

Globální ekonomický výhled

duben 2021



Česká národní banka — Globální výhled — duben 2021

I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Spojené státy	5
II.3 Spojené království	6
II.4 Japonsko	6
II.5 Čína	7
II.6 Rusko	7
II.7 Polsko	8
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV. Vývoj na komoditních trzích	10
IV.1 Ropa	10
IV.2 Ostatní komodity	11
V. Zaostřeno na...	12
Balancování na hraně: brexit a finanční služby	12
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí pro rok 2021	18
A2. Změna predikcí pro rok 2022	18
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	19
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	19
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	26
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	27

Datum uzávěrky dat

16. dubna 2021

Sběr dat CF

12. dubna 2021

Datum publikace GEVu

23. dubna 2021

Poznámky ke grafům

Předpovědi ECB, Fed, BoE, BoE: střed intervalu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod
Petr Polák	Editor, II.2 Spojené státy
Filip Novotný	II.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	II.3 Spojené království, V. Zaostřeno na...
Martin Kábrt	II.4 Japonsko
Martin Motl	II.5 Čína
Oxana Babecká	II.6 Rusko
Jaromír Tonner	II.7 Polsko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity

I. Úvod

Tempo očkování proti Covid-19 nabírá na obrátkách, byť diskuse ke vzácným vedlejším efektům vakcín stále probíhá... Je však nepravděpodobné, že by byl celkový proces vakcinace tímto významně zbrzděn, natož ohrožen. Zpráva, která rovněž zaplnila novinové titulky napříč světem, se týká rozhodnutí USA o uvalení nových sankcí vůči Rusku (včetně ruských technologických firem a ruských představitelů). Důvodem jsou kybernetické útoky a opětovné vměšování se do amerických prezidentských voleb. Součástí těchto sankcí je i prezidentský exekutivní příkaz, který s účinností od 14. června zakazuje americkým bankám nakupovat nové ruské státní dluhopisy. Vyznění tohoto aktu je možná o to silnější, že k němu došlo ještě před připravovaným summitem prezidentů obou zemí. Na evropském kontinentu začíná Evropská komise rozvíjet realizaci fiskální stimulace, tj. naplňování fondu obnovy v plánované výši 750 mld. eur. Peníze by do členských

zemí EU mohly začít proudit ve druhé polovině letošního roku na základě předkládaných plánů obnovy, které bude EK posuzovat. Rovněž se lze dle slov prezidentky ECB Ch. Lagardeové spolehnout na pokračování monetární stimulace, neboť efektivita fungování pandemického programu (PEPP) je vysoká a manévrovací prostor tak pro ECB zůstává stále velký (využita je zatím přibližně polovina z dostupných 1,85 bil. EUR). Verbální podpora v obdobném tónu zaznívá i z USA, kde slovy předsedy Fedu J. Powella, bude

Dubnový výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, %

HDP	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2021	4,2 ↗	3,3 ↗	6,2 ↗	5,4 ↗	2,8 ↗	8,7 ↗	2,9 ↗
2022	4,3 ↗	4,1 ↗	4,1 ↗	5,6 ↗	2,4 ↗	5,5 ↗	2,6 ↗
Inflace	EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
2021	1,6 ↗	2,1 ↗	2,6 ↗	1,6 ↗	0,0 ↗	1,5 ↗	4,2 ↗
2022	1,3 ↗	1,6 ↗	2,3 ↗	2,1 ↗	0,5 ↗	2,2 ↗	4,0 ↗

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

Fed pokračovat v měnové stimulaci, dokud nebude ekonomické oživení kompletní.

Dubnové výhledy růstu HDP dle analytiků CF odrážejí současný vývoj pandemie. V eurozóně i její nejsilnější ekonomice – Německu – tak dochází pro letošní rok k opětovnému snížení růstových vyhlídek, což je částečně kompenzováno vyšším očekávaným růstem v příštím roce. Vyšší růst je v příštím roce očekáván pro všechny námi sledované ekonomiky, kromě UK.

Výhledy spotřebitelské inflace zaznamenaly oproti březnu opět všeobecně rostoucí trend a Japonsko by již nemělo být v deflaci. Očekává se, že výhledy inflace ještě mohou růst a že by v několika světových ekonomikách mohl být po několika letech opět dosažen pomyslný 2% ideál. Výhledy inflace ale současně ukazují na velké rozdíly mezi světovými ekonomikami.

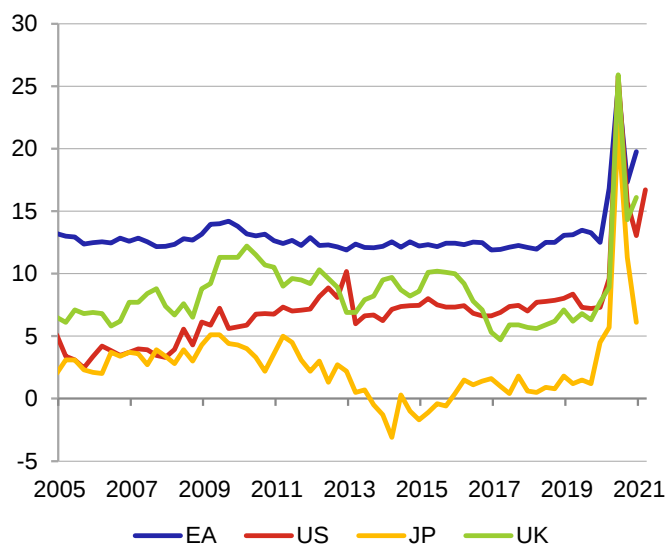
Americký dolar bude dle dubnového CF v ročním horizontu mírně oslabovat oproti všem námi sledovaným měnám, trochu viditelnější oslabování lze očekávat vůči ruskému rublu. Výhled CF pro **cenu ropy Brent** v ročním horizontu se oproti březnu lehce snížil na 62,9 USD/barel (nejvyšší odhad 74, nejnižší 52 USD/barel).

Výhled tržních sazeb 3M USD LIBOR je již ve svých náznacích rostoucí, výhled sazeb 3M EURIBOR zůstává na současných záporných hodnotách s mírným náznakem jejich nepatrného růstu ke konci roku 2022.

Graf aktuálního čísla ukazuje vývoj míry úspor domácností ve významných světových ekonomikách. Její skokový nárůst v minulém roce nebyl způsoben změnou chování domácností, ale omezenými možnostmi spotřebovat – jde tedy o úspory vynucené. Otázkou pak je, jakou měrou tyto úspory podpoří postpandemické oživení a budoucí inflaci. Inflační očekávání jsou již aktuálně zvýšená (viz [minulé číslo GEVU](#)) v návaznosti na aktuální růst spotřebitelských cen i cen průmyslových výrobců (blíže jsme se vývoji věnovali v [tématickém článku v GEVU 12/2020](#)).

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Balancování na hraně: brexit a finanční služby](#). Článek se zaměřuje na brexitovou dohodu opomenuté finanční služby a budoucnost jejich přeshraničního poskytování. Služby obecně jsou pro Spojené království velmi důležité a je otázkou, zda si City of London zachová své dosavadní přední celosvětové postavení a nebude postupně nahrazeno jiným centrem z Evropské unie.

Vývoj míry úspor domácností za posledních 15 let, %



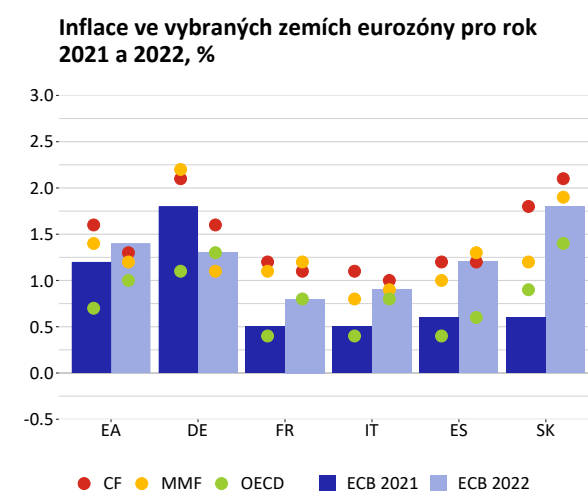
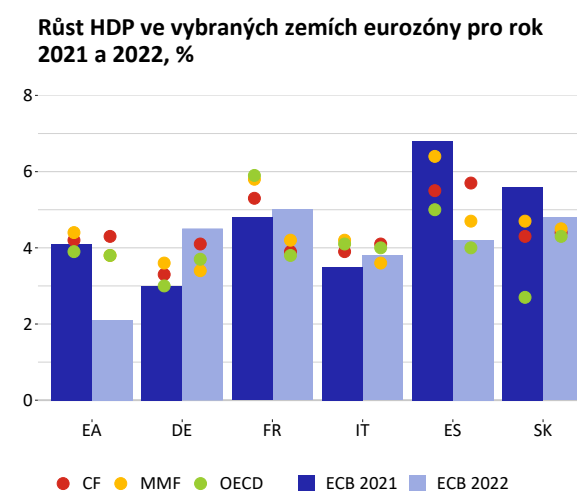
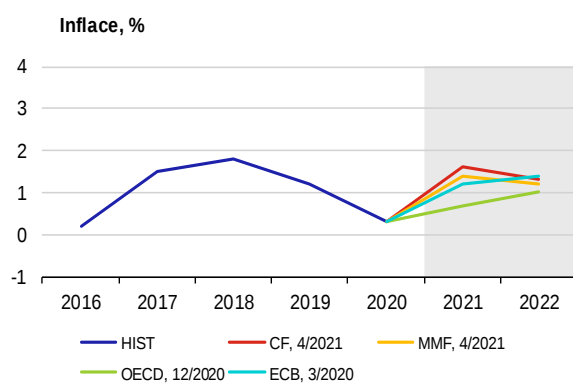
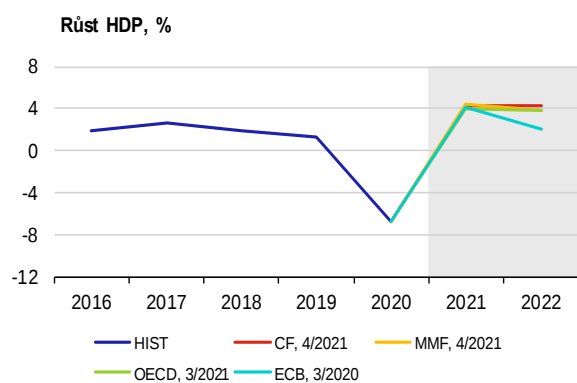
Zdroj: Eurostat, ons.gov.uk, FRED, esri.cao.go.jp

Pozn.: Sezónně očištěná data

II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny pod náporům druhé vlny pandemie v závěru roku 2020 poklesla o 0,7 % a další propad aktivity se očekává i v prvním čtvrtletí letošního roku. Za celý loňský rok eurozóna poklesla o 6,6 % a ekonomický vývoj v letošním roce bude opět ovlivněn zejména vývojem pandemie koronaviru. Měřeno počtem nových případů zůstává pandemie bez výrazných změn v Německu a ve Španělsku. V Itálii se podařilo negativní trend pandemie obrátit, zatímco čísla nově nakažených se dál zvyšují zejména ve Francii, kde se epidemická vlna začala promítat do horší situace v nemocnicích. Vládní restriktivní opatření v zemích eurozóny, která dopadají zejména na sektor služeb, zůstávají nadále přísná. Ke zlepšení situace by však měla přispět rostoucí proočkovanosť populace, která se v průměru přiblížila 15 %. Zaostává však stále jak za Spojenými státy, tak za Spojeným královstvím.

Přes únorový pokles průmyslové produkce zůstávají předstihové ukazatele nadále příznivé. Důvodem nepřesvědčivého vývoje průmyslu na začátku letošního roku byly problémy v dodavatelských řetězcích, zejména nedostatek polovodičových součástek pro automobilový průmysl. V březnu však PMI ve zpracovatelském průmyslu posílil na rekordní úroveň (zejména zásluhou Německa) a společně se zlepšením PMI ve službách se souhrnný ukazatel posunul do pásma expanze. Zároveň však firmy hlásily výrazný nárůst cen svých vstupů vlivem jejich nedostatku a zpoždění v dodávkách. Přes nelepšící se epidemickou situaci došlo v březnu k nárůstu indexu Ifo pro Německo. Pro tutéž zemi pak v dubnu sice poklesl indikátor ekonomické důvěry ZEW, ale stále se nachází na vysoké úrovni. V únoru došlo v eurozóně k oživení maloobchodních tržeb a jejich další pozitivní vývoj potom naznačuje březnové významné zlepšení indikátoru spotřebitelské důvěry Evropské komise. Došlo zároveň k růstu souhrnného indikátoru ekonomické důvěry ESI. Míra nezaměstnanosti byla v únoru stabilní na úrovni 8,3 %.

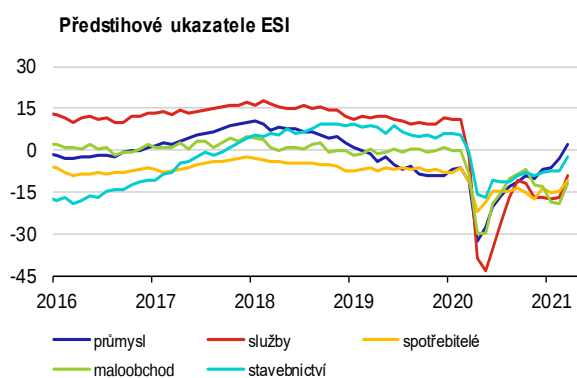


Pozn.: Grafy zobrazují poslední dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou ekonomiku.

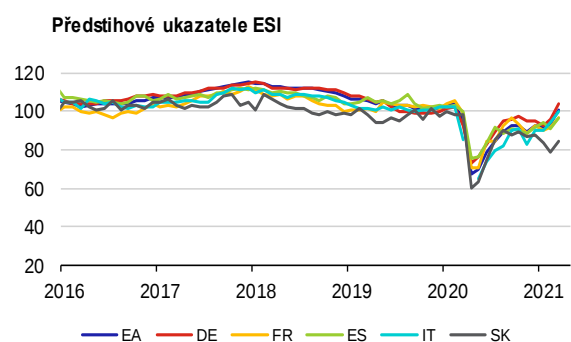
Dubnový CF přehodnotil výhled oživení růstu eurozóny pro rok 2021 (+4,2 %) mírně směrem dolů. Došlo zejména ke zhoršení předpokladu o růstu soukromé spotřeby v letošním roce, naopak ke zlepšení výhledu došlo v případě fixních investic. V letošním roce nejrychleji ožijí Španělsko (+5,5%) a Francie (+5,3%), zatímco Německo zaznamená růst ve výši 3,3 %. Více než 4 % tempem poroste eurozóna i v roce 2022, kdy francouzská, italská i německá ekonomika vzrostou o zhruba 4 %, zatímco ve Španělsku se udrží bezmála 6% tempo růstu.

Výhled inflace v zemích platících eurem se pro letošní rok podle CF dále zvýšil na 1,6 %. Tahounem inflace bude německá ekonomika, pro kterou se očekává nárůst cen o 2,1 %. Naopak utlumenější cenový vývoj lehce nad 1 % lze očekávat ve Francii, v Itálii a Španělsku. Tyto země nebyly, na rozdíl od Německa, tolik postiženy jednorázovými faktory na začátku letošního roku v podobě opětovného zvýšení sazeb DPH, zvýšení zdanění emisí oxidu uhličitého a zvýšení minimální mzdy. V samotném březnu skutečná inflace v eurozóně zrychlila na 1,3 %, přičemž jádrová inflace zvolnila na 0,9% úroveň. Zvýšené inflační tlaky v letošním roce by měly být pouze dočasné a v příštím roce se zmírní. V eurozóně jako takové by inflace v roce 2022 měla zvolnit v průměru na 1,3 %.

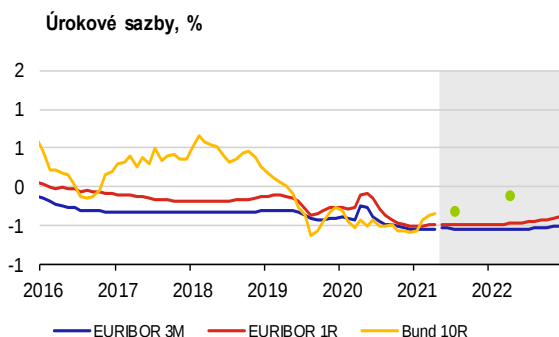
Na březnovém zasedání avizovala Evropská centrální banka, že ve druhém čtvrtletí výrazně urychlí tempo nákupů aktiv oproti prvním měsícům letošního roku. K rozhodnutí o zrychlení nákupů přispěl zejména růst výnosů státních dluhopisů, patrný od začátku letošního roku, který ale spíše souvisel s pohybem amerických dlouhých sazeb než s lepším výhledem ekonomiky eurozóny. Výnosy dluhopisů v eurozóně po oznámení o rychlejším tempu nákupů poklesly a spready jižních států eurozóny se zúžily. Se zrychlováním proočkovánosti populace a rostoucím optimismem v eurozóně došlo v dubnu k opětovnému růstu výnosů a zúžení jejich spreadů vůči výnosům dluhopisů vlády Spojených států a současně posílilo euro. Vyšším eurovým výnosům nahrává i fakt, že zatím nedošlo k signifikantnímu navýšení tempa čistých nákupů aktiv ze strany ECB. I když v porovnání s objemem nákupů z prvního čtvrtletí letošního roku se tempo zvýšilo, nákupy nedosahují hodnot z jara roku 2020.



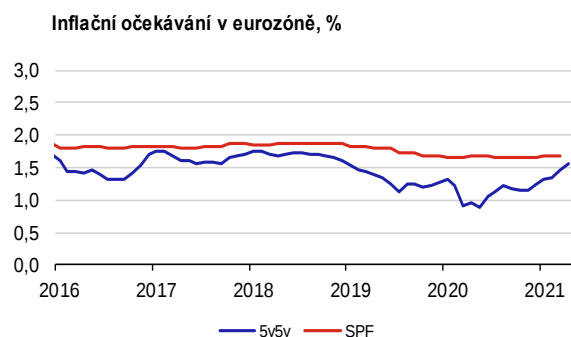
	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
1/21	-6,1	-17,7	-15,5	-18,5	-7,7
2/21	-3,1	-17,0	-14,8	-19,1	-7,5
3/21	2,0	-9,3	-10,8	-12,2	-2,7



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
1/21	91,5	92,8	90,2	93,9	90,2	83,3
2/21	93,4	95,8	91,4	90,7	94,6	79,2
3/21	101,0	103,7	96,8	96,9	99,5	84,7



	3/21	4/21	7/21	4/22
3M EURIBOR	-0,54	-0,54	-0,54	-0,55
1Y EURIBOR	-0,49	-0,49	-0,49	-0,47
10Y Bund	-0,35	-0,34	-0,30	-0,10



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

	5y5y	SPF
2/21	1,34	1,69
3/21	1,47	1,69
4/21	1,56	n.a.

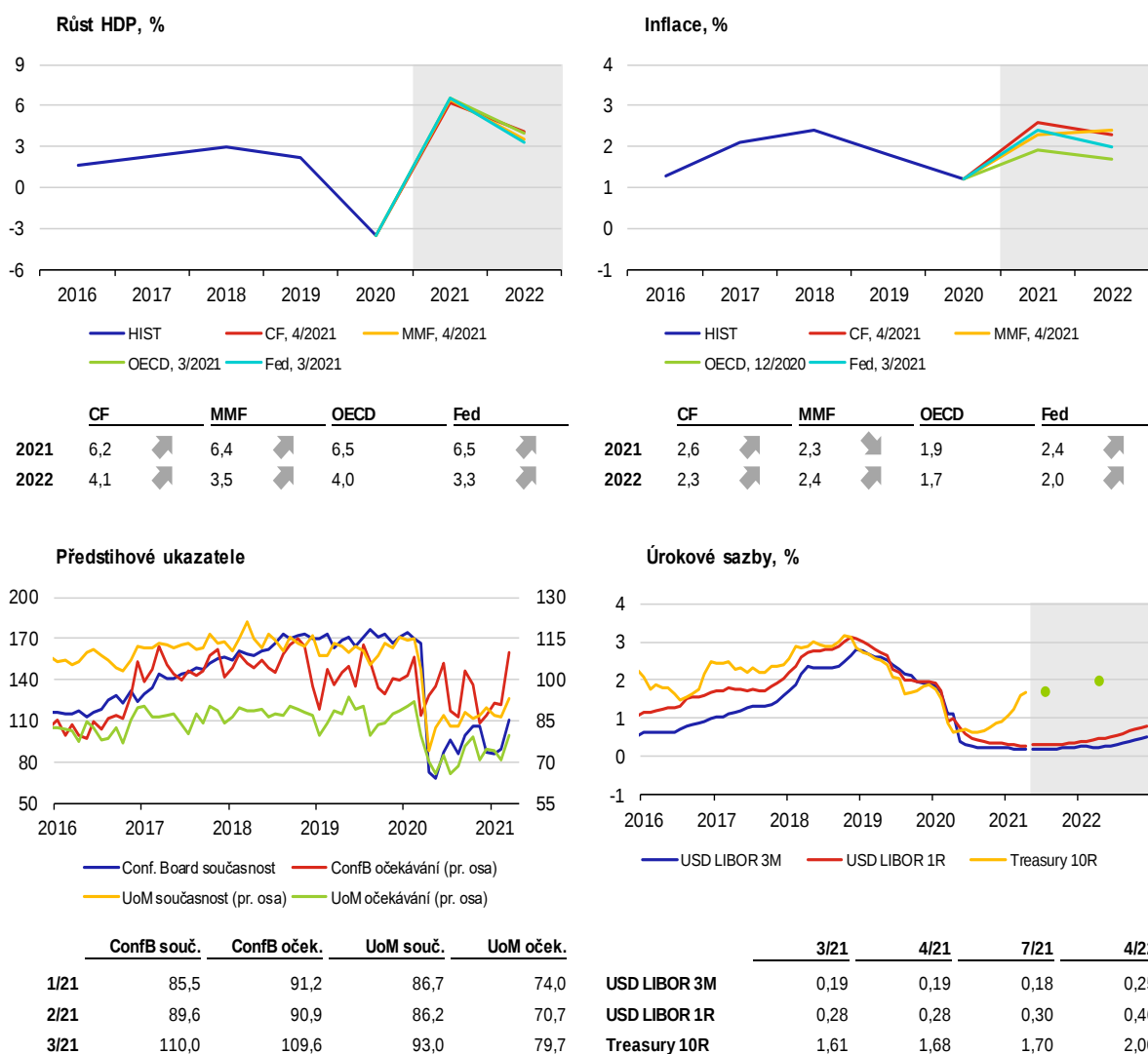
II.2 Spojené státy

Americký prezident J. Biden oznámil, že uvalí nové sankce na Rusko. Mělo by jít o reakci na ruské vměšování do loňských prezidentských voleb a kybernetické útoky. Tato zpráva negativně ovlivnila ruské trhy, zejména pak kurz rublu, který vůči americkému dolaru oslabil. Protože jde ale o sankce především vůči osobám, které spojené státy spojují s kybernetickými útoky, nebudou dopady nejspíš tak velké, jak se trhy zpočátku domnívaly.

Plán amerického prezidenta na další investice do infrastruktury ve výši 2,25 bilionu dolarů se nelíbí opozici. J. Biden jím chce podpořit nejen vznik nových pracovních míst, ale především zvýšit konkurenceschopnost oproti dalším světovým ekonomikám, zejména rychle rostoucí Číně. Plán počítá s rozvojem a podporou hromadné dopravy, elektromobility a ekologického bydlení. Největší odpor v řadách opozičních republikánů vyvolává způsob financování tohoto plánu, tedy zvýšení daní právnických osob z 21 % na 28 %. Další plán amerického prezidenta, týkající se zdravotní péče, vzdělání a dětí, by měl být představen v druhé polovině dubna.

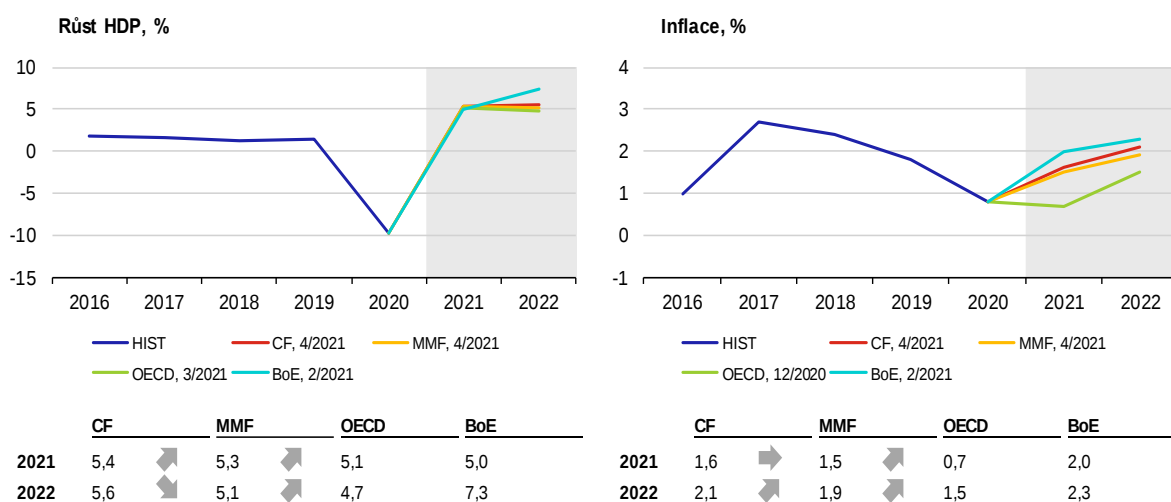
Výhledy růstu americké ekonomiky pozitivně reagují nejen na plány Bílého domu, ale také na zlepšující se situaci ohledně koronaviru. Nový výhled z dílny MMF očekává letošní růst HDP o 6,4 %, což je o 0,2 p. b. více, než nový výhled CF. Ještě pozitivněji vidí letošní vývoj americký Fed ve své březnové prognóze. CF a MMF také navýšily odhad růstu HDP pro rok 2022 na 4,1 % resp. 3,5 %.

Meziroční inflace v USA vyskočila v březnu na 2,6 %, což je nejvyšší hodnota od léta 2018. Velký podíl na tomto růstu spotřebitelských cen má růst cen energií (13,2 %), potravin (3,5 %) a služeb (1,6 %). Výrazně rostou také ceny průmyslových výrobců (4,3 %). Výhled inflace pro tento rok se dle CF posunul o 0,2 p. b. na 2,6 %. Dlouhodobý výhled pak od roku 2025 očekává inflaci ve výši 2,4 %. K růstu cen přispívá také velká poptávka domácností po výstavbě za situace omezené dostupností materiálů nejen v USA, ale i jinde ve světě.



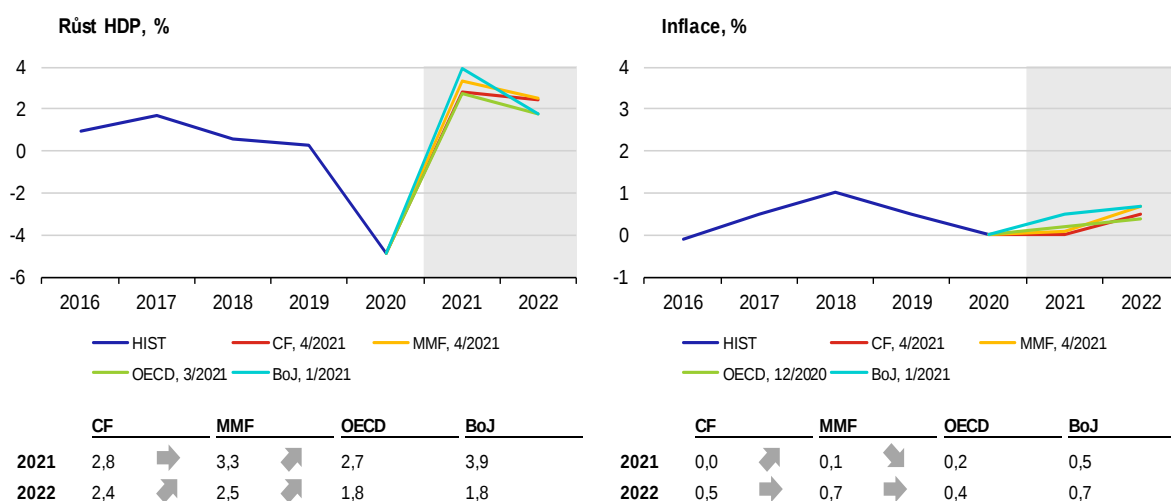
II.3 Spojené království

S postupným znovuotevíráním britské ekonomiky se navrácí do společnosti optimismus. Důvodem je především rychlý a úspěšně probíhající očkovací program, přičemž s pokračováním poklesu počtu nově nakažených a hospitalizovaných se očekává další rozvolnění v květnu a červnu. Významnou roli bude hrát nevídaný nárůst poměru úspor domácností (v posledním čtvrtletí 2020 16,1 %). Předpokládá se, že s rozvolněním pandemických opatření dojde ke zvýšení spotřeby a ta tak bude ve druhém čtvrtletí 2021 důležitou hnací silou ekonomického oživení. Vyšší růst HDP v letošním roce nově předpovídají jak CF (5,4 %), tak MMF (5,3 %). Růst ekonomiky přesahující 5 % se očekává i v roce 2021. Rostoucí důvěru lze pozorovat také u kompozitního ukazatele PMI, který v březnu prudce vzrostl a po třech měsících se dostal do pásma expanze na hodnotu 56,4. BoE v březnu ponechala základní úrokovou sazbu na 0,1 % a kvantitativní uvolňování v celkovém objemu 895 mld. liber. Situace ve Spojeném království je dále ovlivněna napětím a nepokoji v Severním Irsku a odchodem prince Philipa, který zemřel ve věku nedožitých 100 let.



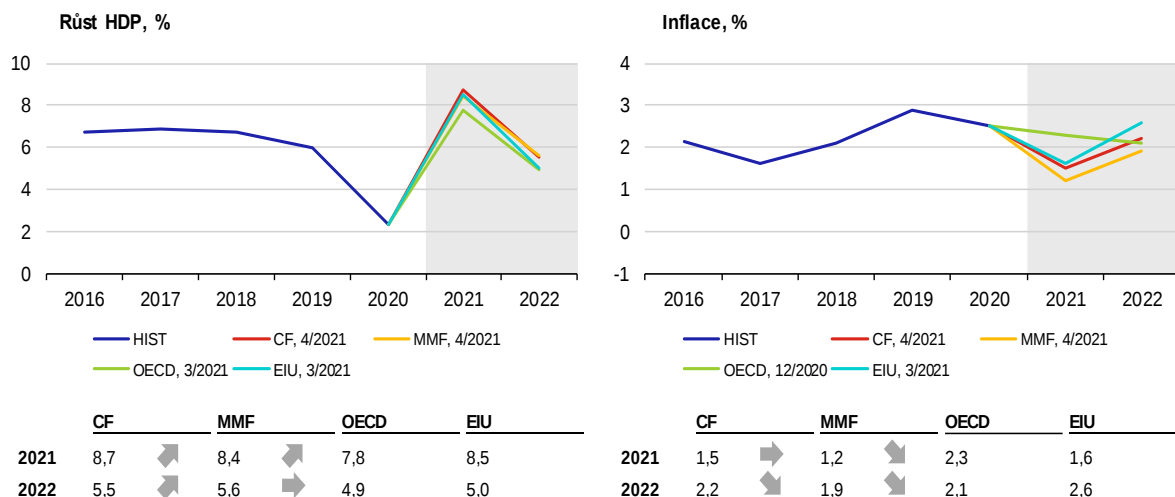
II.4 Japonsko

Rychlé zotavování japonské ekonomiky je taženo zpracovatelským průmyslem. Z šetření BoJ Tanken v prvním čtvrtletí 2021 vyplývá lepší než očekávaný sentiment firem, zejména v průmyslu. Podíl velkých japonských výrobců, kteří považují podnikatelské podmínky za „příznivé“, poprvé od roku 2019 převýšil podíl těch, kteří je vnímají jako nepříznivé. Mezi podniky ve službách byl růst sentimentu omezenější, pravděpodobně v důsledku dosud platných částečných protiepidemických omezení ve větších městech. Robustní růst průmyslu potvrzuje i březnový PMI. Současné ceny průmyslových výrobců po 12 měsících meziročního poklesu v březnu vzrostly o 1 %. BoJ podle očekávání nezměnila po přezkumu nástrojů své měnové politiky její základní parametry. Drobný posun směrem k větší flexibilitě cílí spíše na snížení nežádoucích vedlejších účinků, například na akciové trhy.



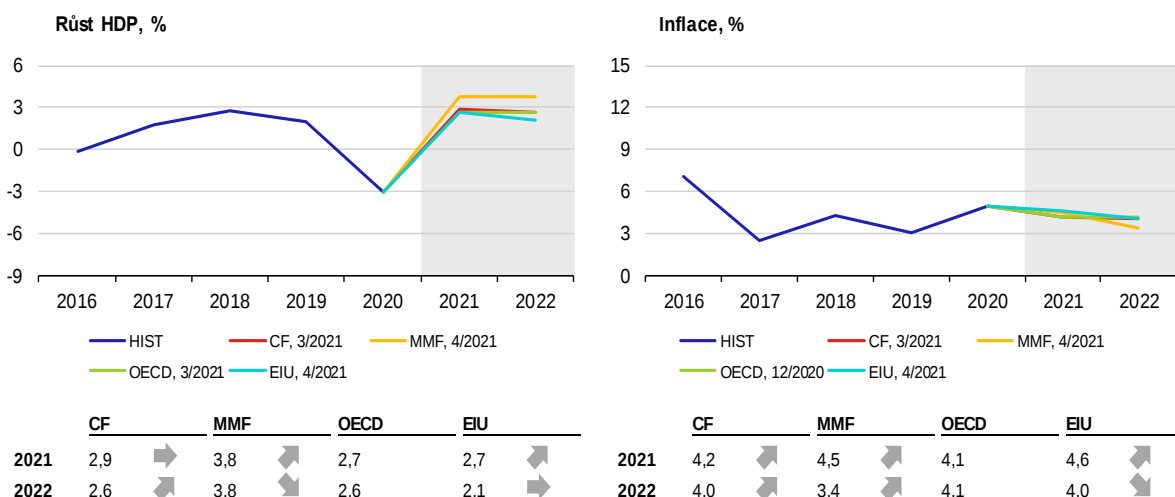
II.5 Čína

Čínská ekonomika zaznamenala v prvním čtvrtletí letošního roku rekordní růst. Dle předběžných odhadů vzrostla meziročně o 18,3 %. To je nejvyšší hodnota od počátku zveřejňování dat HDP čínskými úřady ve čtvrtletní frekvenci (od roku 1992). Tento údaj je ale zkreslen efektem nízké srovnávací základny ze stejného období minulého roku. Oproti předchozímu čtvrtletí HDP vzrostl pouze o 0,6 %, což je jeden z nejnižších růstů za poslední dvě desetiletí. K růstu významně přispěl především čistý vývoz, odrážející solidní růst zahraniční poptávky, mimo jiné i po zdravotnických výrobcích. Dále k růstu přispívala domácí poptávka, podporovaná rozsáhlými fiskálními programy. Dle dubnového výhledu analytiků CF HDP Číny v ročním roce o 8,7 %, resp. o 5,5 % v roce 2022. Spotřebitelské ceny v Číně v meziročním srovnání v prvním čtvrtletí stagnovaly, když po lednovém i únorovém mírném poklesu v březnu vzrostly o 0,4 %. V letošním roce porostou 1,5% tempem, v roce 2022 jejich tempo růstu zrychlí na 2,2 %.



II.6 Rusko

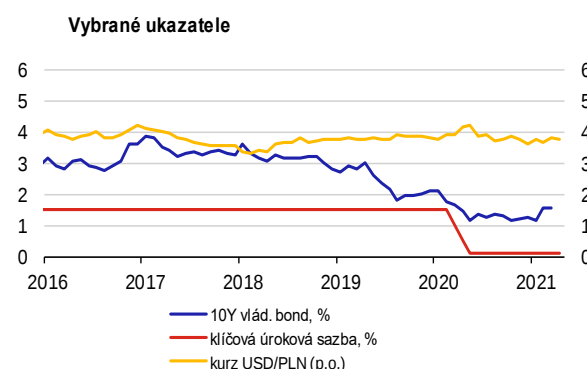
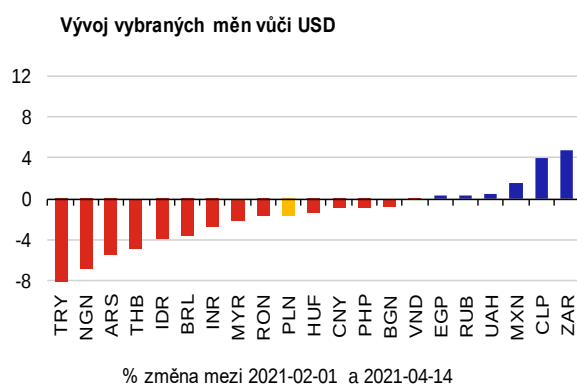
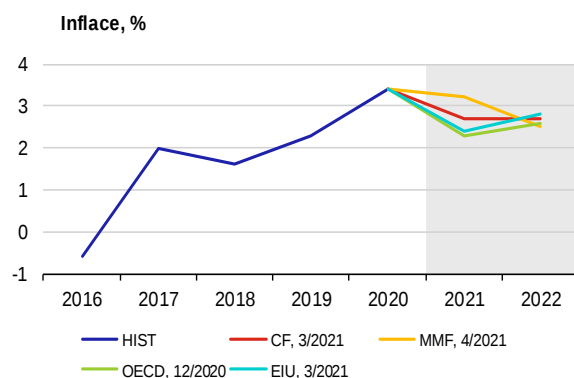
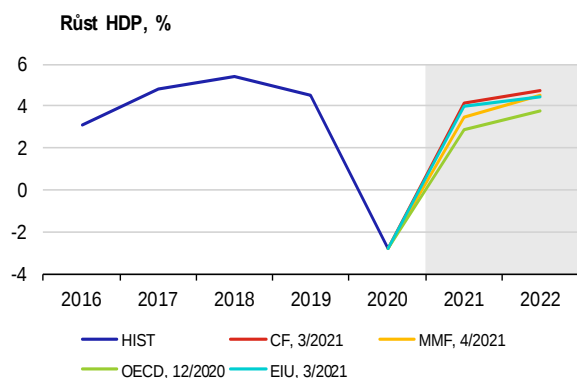
Ruská ekonomika vykazuje příznaky oživení. Indexy PMI se v březnu nacházely v pásmu ekonomické expanze. Průmyslová produkce obnovila svůj růst (1,1 % meziročně), přičemž meziměsíčně v březnu rostla více než 12% tempem. MMF a EIU v souladu s nejnovějším vývojem revidovaly dubnové výhledy HDP směrem k vyššímu růstu. Inflace pokračovala v mírném zrychlení a v březnu dosáhla 5,8 % s poměrně znatelnou variabilitou napříč regiony (od 1,95 % do 8,97 %). Za růstem cen stojí oživení poptávky, ale také růst nákladů. Ceny potravin naopak v růstu zpomalily. Přestože Ruská centrální banka sice hodnotí březnovou inflaci jako lokální maximum, ovlivněné částečně jednorázovými faktory, zároveň však poukazuje na růst proinflačních tlaků v ekonomice v poslední době. Zvýšila tak v druhé polovině března klíčovou sazbu o 0,25 p. b. na 4,5 %. Návrat k 4% cíli je očekáván v roce 2022. Výhledy sledovaných institucí přináší obdobný závěr.



II.7 Polsko

Polská ekonomika v roce 2020 meziročně poklesla jen o -2.7 %, když byla jednou z nejméně postižených zemí pandemií koronaviru v rámci regionu. Největšího propadu přitom dosáhla ve druhém čtvrtletí minulého roku (meziročně o 8,4 %), poté následovalo rychlé oživení v důsledku uvolnění pandemických opatření v domácí i světové ekonomice, zlepšení ekonomického sentimentu a podpory ze strany fiskální i monetární politiky. Se zhoršením pandemické situace ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku se ale ekonomická aktivita opět začala snižovat, i když výrazně méně než v rekordním druhém čtvrtletí. Odolnost polské ekonomiky se během dalších vln zvyšuje díky postupné adaptaci ekonomických agentů na nouzový režim, cílenějšímu zaměření zaváděných restrikcí, větší spotřebitelské a podnikatelské důvěře a absenci větších výkyvů uvnitř globálních dodavatelských řetězců. Březnový PMI dosáhl nejlepšího výsledku od ledna 2018. Optimismus je vidět z výhledů růstu u mezinárodních institucí i z přehodnocení výhledu růstu Polskou národní bankou (NBP) pro rok 2021 o jeden procentní bod směrem nahoru (z 3,1 % v listopadové prognóze na 4,1 % v březnové prognóze), a to i přes aktuálně nepříznivý vývoj pandemické situace.

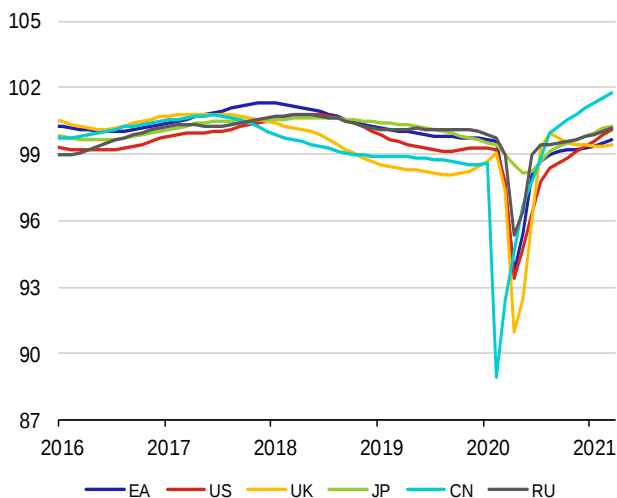
Meziroční inflace spotřebitelských cen se během roku 2020 pohybovala uvnitř tolerančního pásma inflačního cíle (1,5 až 3,5 %) a očekává se, že se zde bude pohybovat i v následujících letech. Růst spotřebitelských cen v prvních měsících tohoto roku zpomalil (v únoru na 2,4 % z lednových 2,6 %) v důsledku zpomalení růstu cen nezpracovaných potravin, tržních služeb a nepotravinářského zboží. Proti tomu působí ceny pohonných hmot, odrážející aktuálně rostoucí ceny ropy (předběžně za březen vzrostla inflace na 3,2 %). Revize růstu cen energií a v menší míře i růst cen potravin a jádrové inflace stojí za přehodnocením výhledu inflace směrem nahoru pro tento rok Polskou národní bankou (z 2,6 % na 3,1 %). Po výrazném uvolnění měnové politiky v prvním čtvrtletí roku 2020 drží NBP sazby na technické nule a pokračuje v provádění dalších opatření směřujících ke zmírnění dopadů pandemie. To zahrnuje zejména nákupy cenných papírů na sekundárním trhu, poskytování slev na úvěry sloužící k refinancování úvěrů podniků poskytnutých bankami. NBP rovněž provedla v prosinci 2020 intervenci na devizovém trhu s cílem posílit dopad uvolnění její politiky na ekonomiku.



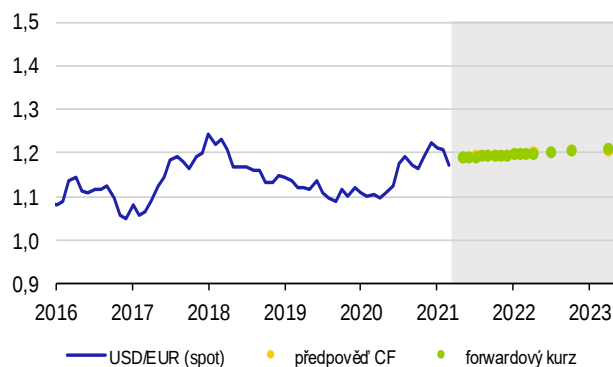
	10Y vlád. bond, %	úrok. sazba, %	USD/PLN
1/2021	1,16	0,10	3,76
2/2021	1,59	0,10	3,70
3/2021	1,58	0,10	3,85

III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

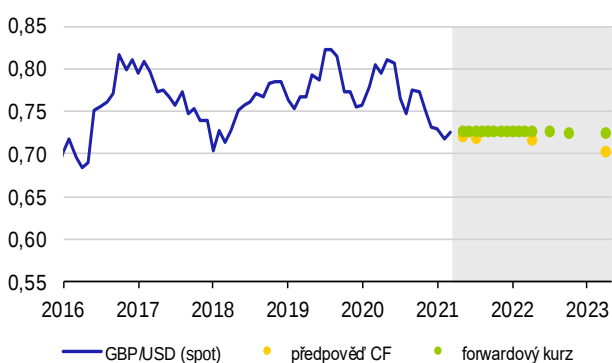


Americký dolar (USD/EUR)



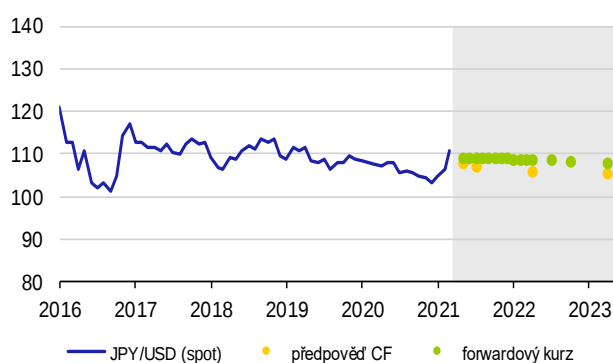
	12/4/21	5/21	7/21	4/22	4/23
spotový kurz	1,191				
předpověď CF		1,190	1,195	1,203	1,207
forwardový kurz		1,192	1,193	1,201	1,213

Britská libra (GBP/USD)



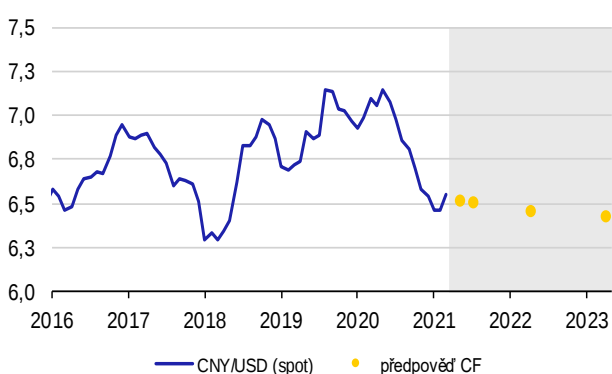
	12/4/21	5/21	7/21	4/22	4/23
spotový kurz	0,727				
předpověď CF		0,723	0,720	0,717	0,705
forwardový kurz		0,728	0,728	0,727	0,726

Japonský jen (JPY/USD)



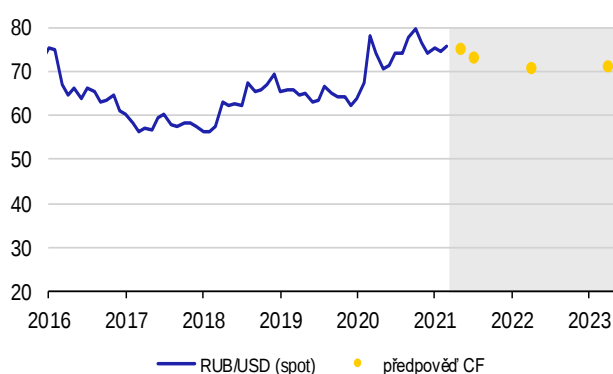
	12/4/21	5/21	7/21	4/22	4/23
spotový kurz	109,4				
předpověď CF		108,2	107,2	106,1	105,5
forwardový kurz		109,3	109,3	108,9	108,1

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	12/4/21	5/21	7/21	4/22	4/23
spotový kurz	6,552				
předpověď CF		6,525	6,511	6,468	6,433

Ruský rubl (RUB/USD)



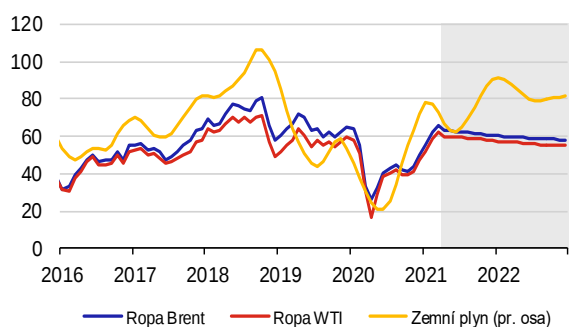
	12/4/21	5/21	7/21	4/22	4/23
spotový kurz	77,40				
předpověď CF		75,12	73,33	70,91	71,39

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

IV.1 Ropa

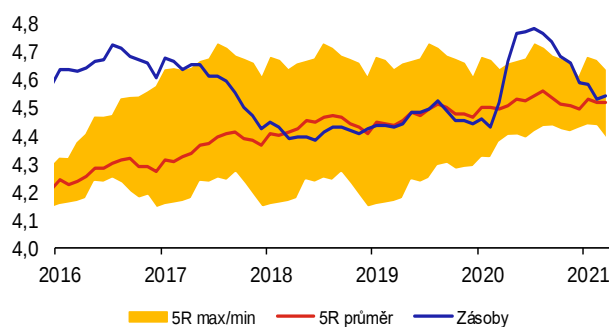
Cena ropy Brent se v první polovině března udržovala na zvýšené úrovni mírně pod 70 USD/barel, poté rychle poklesla a do poloviny dubna se pohybovala poblíž 64 USD/barel. Důvodem změny sentimentu na trhu bylo ujištění ze strany IEA, že nedostatek ropy v nejbližším období nehrozí díky nadále značným globálním zásobám a vysokým rezervním těžebním kapacitám kartelu OPEC, přičemž poptávka se nevrátí na normální úroveň dříve, než v roce 2023. Poklesem ceny ropy reagovaly i na zprávy o zpomalování tempa očkování v souvislosti s problémy vakcíny AstraZeneca a na posilující dolar v důsledku růstu inflačních očekávání a výnosů US vládních dluhopisů. Těžba ropy v USA se po únorových výpadcích rychle vrátila k normálu a navzdory trvajícím sankcím se zvyšuje vývoz ropy z Íránu (do Číny), který by mohl dále silně vzrůst v případě úspěšných jednání ohledně tamního jaderného programu. Naopak krátkodobý výhled globální poptávky po ropě se snížil zejména kvůli zhoršující se pandemické situaci v Evropě a Indii. V nejbližších týdnech se navíc očekává slabá poptávka rafinérií v důsledku sezonní údržby. K prudkému snížení cen ropy přispěly i hedžové fondy, které se se změnou sentimentu v polovině března začaly rychle zbavovat svých masivních čistých dlouhých pozic. Rozhodnutím zvýšit postupně produkci ropy mezi květnem a červencem o celkem 2 mil. barelů denně vyjádřila aliance OPEC+ na začátku dubna důvěru v postupné zotavování globální ekonomiky. V polovině dubna cena ropy zareagovala silným růstem na zvýšení očekávaného růstu globální spotřeby ve druhé polovině letošního roku ze strany všech tří velkých ropných agentur. Díky pokračující vakcinaci je totiž očekávána plošná normalizace ekonomického vývoje, ke které zatím dochází především v Číně, USA a Velké Británii. Tržní křivka ze začátku dubna nazončila pokles cen ropy Brent z aktuálních hodnot k cca 60, resp. 58 USD/barel na konci letošního a příštího roku.

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

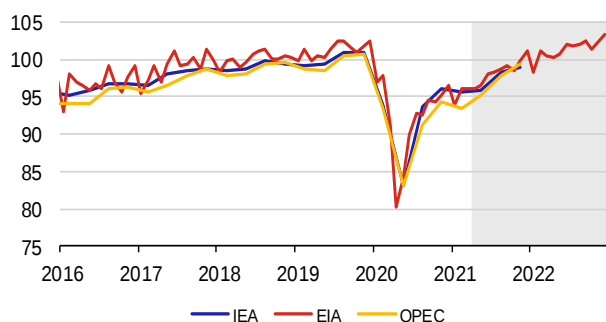


	Brent		WTI		Plyn	
2021	61,76	↗	58,69	↗	222,23	↗
2022	59,14	↘	56,07	↘	249,51	↘

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

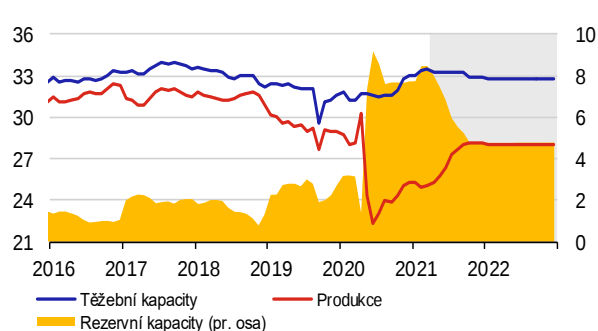


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA		EIA		OPEC	
2021	97,14	↗	97,66	↗	96,43	↗
2022			101,32	↘		

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



	Produkce		Těžební kapacity		Rezervní kapacity	
2021	26,66	↗	33,16	↗	6,50	↗
2022	28,03	↗	32,80	↘	4,77	↘

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

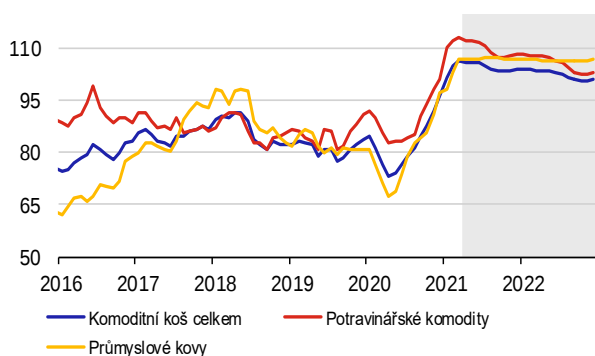
Průměrná cena zemního plynu v Evropě zaznamenala v březnu další mírný pokles, přesto nadále zůstává poblíž nejvyšší hodnoty od ledna 2019. Zásoby v Evropě i přes mírnější teploty dále klesly z 37 % celkové kapacity na konci února na 30 % na konci března (loni touto dobou činily 54 %). Díky malému rozdílu cen v Evropě a cen LNG v Asii je však do Evropy dopravováno dostatečné množství LNG, což brání cenám zemního plynu v růstu. Cena uhlí na začátku března sice klesala kvůli slabšímu dovozu do Číny a Indie, ale ve druhé polovině měsíce silně vzrostla (za celý březen celkem o 9,4 %) kvůli obavám z omezení australského vývozu vzhledem k tamním záplavám.

Index cen neenergetických surovin v březnu zpomalil svůj růst a v první polovině dubna po 11 měsících nepřetržitého růstu mírně poklesnul, zejména díky příspěvku dílčího indexu cen potravinářských komodit. Klesající výhled dílčího indexu cen potravin je i důvodem klesající trajektorie očekávaného vývoje celkového indexu.

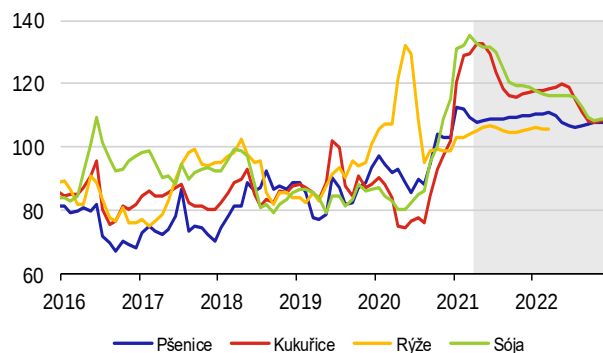
Dílčí index cen průmyslových kovů pokračoval i v březnu v solidním růstu, který ale v první polovině dubna značně zeslábnul. Růst cen mědi, zinku a cínu se zastavil již během února, koncem března se k nim přidaly i ceny hliníku. Ceny olova a niklu pak v březnu poklesly. Proti solidní poptávce nadále oživujícího globálního průmyslu působil pokles zásob hliníku, mědi nebo olova na LME. Cena železné rudy se od začátku roku udržuje na vysoké úrovni díky pokračujícímu globálnímu růstu produkce oceli (v únoru meziročně o 4,1 %, v Číně o 10,9 %).

Dílčí index cen potravinářských komodit v březnu zpomalil předchozí růstovou dynamiku a v první půlce dubna vykázal mírný pokles. Přesto zůstává poblíž mnohaletého maxima, nicméně jeho výhled je silně klesající. Důvodem je očekávaná silná korekce předchozího růstu cen kukuřice a sóji. Mírný pokles již zaznamenala cena pšenice, cukru, kávy a kakaa, naopak zejména cena vepřového masa silně rostla, očekává se ale opětovný pokles ze sezonního vrcholu.

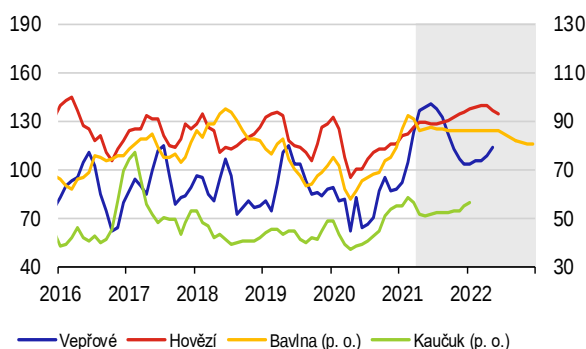
Indexy cen neenergetických komodit



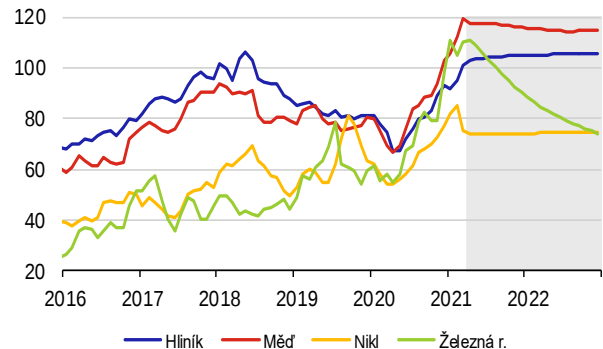
Potravinářské komodity



Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



Základní kovy a železná ruda



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.

Balancování na hraně: brexit a finanční služby¹

Optimismus po prosincovém uzavření obchodní dohody mezi EU a UK pomalu opadá, jelikož zůstala řada nezodpovězených otázek. Zejména byly dohodou opomenuty finanční služby a jejich přeshraniční poskytování, navzdory významnosti tohoto sektoru pro Spojené království. Zpřetrhání vazeb v důsledku brexitu a ztuhlá nejistota na finančních trzích vedly k migraci finančních institucí a jejich aktiv a zaměstnanců. Navzdory nově vznikajícím finančním centrům v Evropě si však City of London prozatím stále udržuje své celosvětové přední postavení. Ztráta neomezeného přístupu UK na finanční trh EU oslabila mezinárodní obchod s finančními službami, který nebude s to sanovat ani uzavření Memoranda o porozumění ohledně regulatorní spolupráce v oblasti finančních služeb mezi EU a UK. Sektor finančních služeb od britské vlády do budoucna očekává podporu, jelikož má být mimo jiné zásadním při zotavování ekonomiky z pandemie COVID-19.

Úvod

Uzavření dlouho očekávané dohody o budoucích vztazích mezi EU a UK bylo dosaženo doslova na poslední chvíli. Po mnoha měsících intenzivních vyjednávání se tak stalo na Štědrý den loňského roku, tedy těsně před koncem přechodného období (31. 12. 2020). Oběma stranám se podařilo dojednat obchodování s nulovými cly a kvótami a též najít kompromis ve sporných oblastech, které jednání blokovaly. Především ohledně pravidel hospodářské soutěže (včetně poskytování státní podpory), minimální úrovně sociálních, environmentálních a daňových standardů, mechanismu řešení sporů a v otázce rybolovu, se dlouho hledal akceptovatelný kompromis.

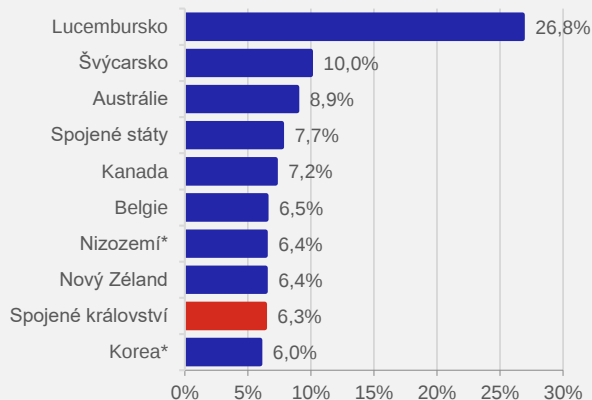
Dohoda se však jen velmi málo soustředila na služby obecně a především nepřinesla rozřešení pro finanční sektor a jím poskytované služby. Tematika finančních služeb byla z obchodních jednání s Bruslem de facto vyřazena, navzdory tomu, že sektor finančních služeb přispívá více než významně k britskému HDP (za posledních deset let v průměru cca 7 % HDP). Především City of London vyjádřilo názor, že odvětví bylo přehlíženo a vyjednávači se příliš soustředili na témata, která významností nebyla tak důležitá. Přitom pro ilustraci více než 30 % celosvětového obchodování s měnami prochází právě hlavním městem Spojeného království. Podle nejnovějšího Indexu globálních finančních center (GFCI), který měří konkurenceschopnost předních světových finančních uzlů, je britský Londýn stále nejen finančním centrem Evropy, ale také v pořadí druhým nejvíce konkurenceschopným finančním centrem na celém světě (hned po New York City). S koncem přechodného období tak nastala značná nejistota na finančních trzích v důsledku pouhého naznačeného směru dořešení problematiky a neexistence celkové dohody ohledně finančních služeb mezi UK a EU.

Proč jsou finanční služby pro Spojené království tak důležité?

Britský sektor finančních služeb má významný podíl na národním ekonomickém výstupu. Finanční činnosti jako podíl na celkové ekonomické produkci rostly již od počátku 90. let. V roce 2019 byl sektor na základě zmíněného podílu devátým největším v OECD (Graf 1). Ekonomice přispěl částkou 132 mld. liber, tj. výše zmíněných cca 7 % HDP. Na této částce se zejména podílelo City of London, které vygenerovalo zhruba polovinu produkce sektoru. Navíc finanční služby v UK zaměstnávají více než milion kvalifikovaných lidí, tedy zhruba 3,2 % všech pracovních míst. Též štědře přispívají k výběru daní, např. v roce 2019 přinesly rekordních zhruba 11 % celkových vládních daňových příjmů. (Hutton a Shalchi, 2021)

Graf 1 – Finanční služby jako % z celkové ekonomiky

(deset zemí OECD s nejvyšším %, 2019)

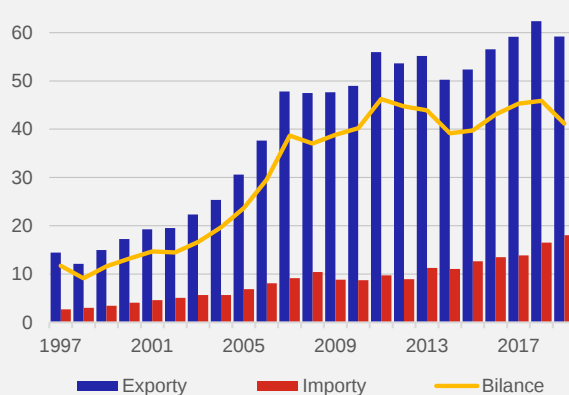


Zdroj: OECD

Pozn: * odhad pro 2019, nebo údaje za 2018 či poslední dostupné datum.

Graf 2 – Britský obchod s finančními službami

(v miliardách liber)



Zdroj: ONS, Pink Book 2020

¹ Autorkou je Michaela Ryšavá. Názory v tomto příspěvku jsou její vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Za cenné připomínky autorka děkuje Markovi Bendovi z České národní banky.

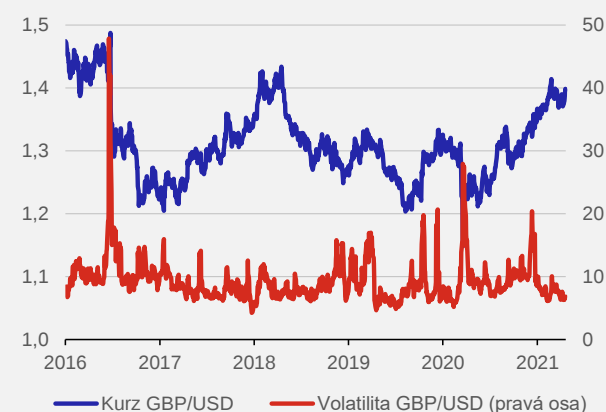
Finanční odvětví poskytuje UK dlouhodobě zdravý přebytek výkonové bilance. Spojené království si za poslední dvě dekády udržovalo obchodní přebytek ve finančních službách, přičemž v roce 2018 bylo dosaženo maxima 46 mld. liber (Graf 2). Vývoz britských finančních služeb měl v roce 2019 hodnotu necelých 60 mld. liber a dovoz okolo 18 mld. liber, což vedlo k přebytku obchodu s finančními službami ve výši přibližně 41 mld. liber. Finanční služby tvořily 19 % veškerého vývozu služeb ze Spojeného království a 8 % veškerého dovozu služeb. Zhruba 40 % vývozu finančních služeb směřovalo do EU a přibližně 32 % dovozu těchto služeb pocházelo z EU.

Brexit přinesl do britského finančního sektoru nejistotu

Nejistota ohledně brexitu se dlouhodobě promítala a nejednou citelně zasáhla finanční trhy. Zcela prvotním zásahem, který odstartoval celý proces, bylo samozřejmě samotné referendum o členství UK v EU. Referendum proběhlo 23. června 2016 a UK se relativně těsným výsledkem, 51,9 % odevzdaných hlasů voličů, rozhodlo pro odchod z EU, viz extrémní projevená volatilita kurzu GBP/USD (Graf 3). Výsledky studie Fernándeze a kol. (2020) naznačují, že nejistota vyvolaná referendem v roce 2016 negativně ovlivnila úroveň efektivnosti britského bankovního sektoru. Ztrátu výkonnosti britského bankovního sektoru po referendu autoři odhadují na 5,6 %. Velká nejistota se projevovala i v průběhu téměř celého roku 2019. Dne 29. března 2019 byl totiž původní termín vystoupení UK z EU stanovený na základě maximální lhůty dvou let od aktivace článku 50 Lisabonské smlouvy (kterou vlastní proces vystoupení UK v březnu 2017 započal). Vystoupení UK z EU se však ukázalo jako komplikovanější a v samotném UK politicky obtížně prosaditelné, než jak si na obou stranách kanálu La Manche připouštěli, a termín odchodu musel být několikrát posunut. Nejprve na 12. duben, pak na 31. říjen téhož roku a poté na 31. leden 2020. V únoru 2020 následně započalo přechodné období, během kterého se rozeběhla intenzivní vyjednávání a prosinec stejného roku se stal konečným termínem pro uzavření obchodní dohody mezi EU a UK, neboť UK v červnu 2020 odmítlo přechodné období prodloužit o jeden či dva roky.

Graf 3 – Kurz GBP/USD a jeho volatilita

(kurz v USD)



Zdroj: Bloomberg

Pozn.: Volatilita je týdenní měřená jako standardní odchylka.

Graf 4 – Vývoj burzovních indexů

(v bodech)



Zdroj: Bloomberg

Pozn.: FTASX30 je FTSE All Share Financials a reprezentuje ceny akcií finančních firem.

Obzvláště zkoušený byl finanční sektor v loňském roce, kdy panovala obava z možného „tvrdého brexitu“ bez dohody na budoucím vztahu a pouze podle pravidel Světové obchodní organizace (WTO), v důsledku malého dosaženého pokroku ve vzájemných jednáních s blížícím se koncem přechodného období. Bezpochyby zásadní vliv loni hrálo též propuknutí pandemie COVID-19, které téměř až do poloviny roku 2020 poněkud zastínilo problematiku brexitu. Vliv výše zmíněných „brexitových událostí“ na finanční trhy lze mimo zvýšenou volatilitu kurzu GBP/USD, demonstrovat například na vývoji důležitého indexu londýnské burzy (FTSE 100). V průběhu téměř celého roku 2019 tento index víceméně stagnoval, což odráží právě výše zmíněnou nejistotu s termíny odchodu UK z EU a s jejich neustálým odkládáním. Po následném výrazném propadu indexu v důsledku koronavirové krize v březnu 2020 lze také po krátkém oživení pozorovat zhruba od poloviny roku 2020 klesající trend indexu, který odráží především obavu a frustraci ze zablokovaných jednání mezi EU a UK (Graf 4). Tyto tendence přímo odráží nejistou situaci ohledně brexitu, jelikož jiné důležité akciové indexy světa, jako například americký index S&P 500, vykazovaly jak v roce 2019, tak od března roku 2020 růstovou tendenci a nižší volatilitu.

Brexitová migrace finančních institucí, včetně jejich aktiv a zaměstnanců

Nejistota spojená s brexitem způsobila prudký nárůst migrace z UK do EU. Dle oxfordsko-berlínské studie nárůst dosáhl od referenda o brexitu v roce 2016 přibližně 17 000 osob ročně, což je zhruba o 30 % více ve srovnání s roky 2008 až 2015. Navíc UK přichází o rostoucí počet vysoce vzdělaných jedinců, tzv. „únik mozků“ (Auer a Tetlow, 2020). Zmíněná

studie se zabývá pouze migrací britských občanů do zemí EU. Za zmínku však stojí, že mnohem rozsáhlejší byla migrace evropských občanů zpět z UK do EU, tzv. „return-migration“.

Přesuny do zbytku EU se promítly i ve finančním sektoru. Finanční instituce nespočetněly na výsledek v podobě dosažení dohody a podnikly v průběhu času řadu kroků. K březnu 2021 konzultační společnost EY odhadovala, že se ze Spojeného království do EU přesunulo od roku 2016 více než 7 600 pracovních míst ve finanční sféře a také aktiva v objemu přes bilion liber (přibližně 30 bilionů korun). EY sleduje veřejná prohlášení 222 největších britských finančních společností, ale ne všechny zveřejnily své plány či výši aktiv, kterou hodlají převádět. Významná přemísťování aktiv a pracovních míst dle EY však již proběhla a budou pravděpodobně nahrazeny pomalejším, přesto probíhajícím přesunem osob a aktiv do EU pro účely dodržování předpisů. Dle agentury Reuters jsou výše zmíněná čísla jen malou částí z jak celkového počtu pracovních míst britského finančního sektoru, tak celkového objemu aktiv, tudíž přesuny neprobíhají v nijak masovém měřítku. Podstatnou část aktiv je třeba přesunout především kvůli uspokojení regulačních orgánů EU. Finanční instituce však tvrdí, že přesunutí více kapitálu z UK (potažmo Londýna), než je v rámci brexitu nutné, by způsobilo zbytečnou a nákladnou fragmentaci trhu. Kromě přemísťování zaměstnanců ze Spojeného království pokračují britské finanční instituce v zaměstnávání lokálně na kontinentu EU, tedy v přijímání místních zaměstnanců na stávající nebo nově vytvořené pozice. Důvodem jsou vysoké náklady na stěhování zaměstnanců, snazší je právě lokální zaplnění pozic. Dle EY to odpovídá k říjnu 2020 zhruba 2 400 novým pracovním místům v EU.

Mimo jiné se ze Spojeného království stěhuje i řada unijních úřadů, některé přímo související s finančním sektorem. Zřejmě nejvýznamnějším brexitovým přesunem z Londýna z pohledu finančního odvětví se stalo přestěhování Evropského orgánu pro bankovníctví (EBA). Evropský úřad musel své sídlo přemístit z UK na evropský kontinent. Přednost před irským Dublinem a německým Frankfurtem dostala Paříž, kam se agentura k červenci 2019 přesunula.

Nová finanční centra v Evropě

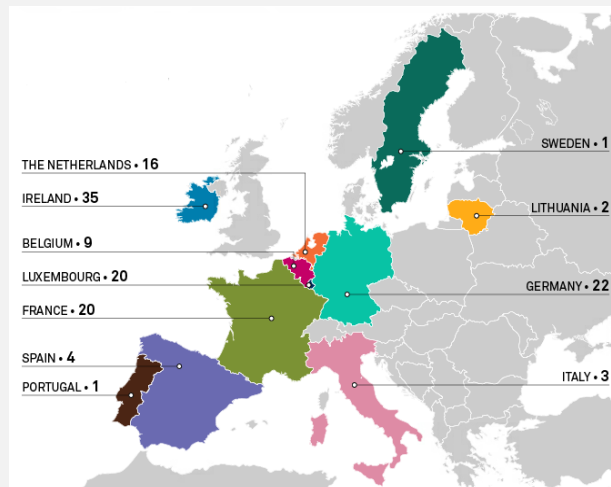
Pro možnost obsluhovat i nadále své klienty, si finanční instituce začaly v předstihu zajišťovat svoji působnost v zemích EU. Finanční instituce se zakládáním dceřiných společností či přesunem svého sídla snažili zajistit, aby byly po zprůtrhání vazeb mezi stranami schopny dále fungovat. Avšak již od referenda se nesly obavy negativního dopadu brexitu nejen na provoz finančních společností, ale také ohledně snížené ziskovosti, odložených fúzí a akvizic, odlivu aktiv, zpomalení půjček a ztráty zákazníků na trzích mimo UK. Od roku 2016 potvrdilo (k říjnu 2020) přes 40 % finančních společností sledovaných EY, že mají alespoň jedno místo v Evropě, kam se stěhují, nebo že o stěhování uvažují. Data také naznačila, že společnosti (především největší hráči odvětví) dosáhly vrcholné přípravy v roce 2019 před potenciálním brexitem bez dohody. Finanční instituce si vybudovaly infrastrukturu, kterou na kontinentu potřebují, aby zajistily svou schopnost sloužit klientům i po brexitu. V první polovině roku 2020 byl zaznamenán velmi malý pohyb z pohledu přemísťování společností poskytujících finanční služby, avšak tato tendence se obrátila s blížícím se konečným termínem. A to navzdory koronavirové pandemii a následným omezením pohybu, která ztěžují možnost přeshraničního pohybu.

Londýn jakožto finanční centrum nelze snadno a rychle nahradit či replikovat, avšak v EU se pomalu formují nové populární destinace jak pro kapitál, tak pro přemísťování zaměstnanců a pro tvorbu nových evropských centrál společností poskytujících finanční služby. Podle analýzy S&P Global Market Intelligence se stává nejoblíbenější destinací především Irsko (Dublin) a na druhém místě Německo (Frankfurt nad Mohanem). Velké oblíbenosti se těší také Lucembursko (Lucemburk), Francie (Paříž) či Nizozemí (Amsterdam), viz Graf 5.

Ve velkém „emigrují“ z UK nadnárodní společnosti, především v podobě významných bank. Jedním z příkladů je americký bankovní gigant JP Morgan, který v září loňského roku oznámil záměr přesunout ze Spojeného království do Německa aktiva v hodnotě zhruba 200 mld. EUR a to právě v důsledku odchodu UK z EU. Migrace aktiv měla být dle plánu dokončena do konce roku 2020. V září společnost také oznámila svým přibližně 200 zaměstnancům se sídlem v UK, aby se plánovali přestěhovat z Londýna do evropských poboček.

Graf 5 – Aktuální a potenciální základny globálních finančních institucí v EU po brexitu

(počet společností zvažujících danou zemi)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence (data zkompileována k 5. říjnu 2020, mapa: Cat Weeks)

Co se stalo s finančními službami po uzavření dohody?

Spojené království ztratilo svůj neomezený přístup na finanční trh EU. Britské finanční společnosti potřebovaly zachovat automaticky zaručený přístup na evropské finanční trhy a prodej finančních služeb na jednotném trhu, avšak výše zmíněná uzavřená dohoda tento aspekt nereflektovala. UK přišlo od 1. ledna 2021 o výhodu plynoucí z účasti na jednotném trhu EU o tzv. jednotnou pasportizaci, tedy možnost fungovat v celé EU relativně bez překážek, na základě svobody usazování a poskytování služeb. Britské společnosti poskytující finanční služby musely změnit způsob poskytování svých služeb v členských státech EU. Finanční společnosti se od nového roku prozatím spoléhají na předpisy jednotlivých členských států EU a musejí vyřizovat žádosti o licence pro každou jednotlivou zemi zvlášť, aby bylo možné v některých částech EU nabízet alespoň základní služby. Finanční sektor Spojeného království tak zůstal pouze s omezeným přístupem na trh EU.

UK potřebuje pro zmírnění dopadů brexitu na finanční sektor dosáhnout ze strany EU co největšího počtu udělených rozhodnutí o rovnocennosti finančních služeb (ekvivalenčních režimů), aby byly alespoň v některých oblastech zachovány podobné vazby jako před brexitem. Spojené království přešlo od vzájemného uznávání regulace jakožto členské země EU, ke statusu tzv. třetí země, kdy potřebuje udělení dohledové a regulatorní rovnocennosti od EU. Pro dosažení trvalé rovnocennosti musí Spojené království prokázat, že jeho dohledový a regulatorní režim pro finanční služby zůstane stejně silný jako ten EU. Z existujících zhruba 40 možných ekvivalenčních režimů (z nichž bezmála třetina dosud nebyla žádné třetí zemi přiznána) byla Evropskou komisí pro UK zatím udělena pouze dvě rozhodnutí o rovnocennosti. První z nich ze dne 21. září 2020 se týká ústředních protistran z UK pro clearing derivátů, přičemž jeho vydání bylo považováno za nezbytné z hlediska ochrany finanční stability EU a primárně má vytvořit časový prostor pro přesun expozic unijních zákazníků těchto britských clearingových domů na platformy v EU. Toto rozhodnutí má vypršet 30. června 2022. Druhé rozhodnutí EK o rovnocennosti z 25. listopadu 2020 má platnost ještě kratší do 30. června 2021 a týká se britských centrálních depozitářů cenných papírů, které dosud sloužily emitentům z Irské republiky (která centrálním depozitářem na svém území nedisponuje). I zde je hlavním účelem rozhodnutí zajistit dostatečný časový rámec pro migraci expozic do centrálních depozitářů v EU. Každé takové rozhodnutí o ekvivalenčním režimu usnadňuje přeshraniční obchod a bez nich jsou některé činnosti nemožné a jiné pouze neefektivní a nákladné. Ovšem v žádném případě se nejedná o plnohodnotnou náhradu za pasportizaci, jelikož rozhodnutí lze jednostranně odvolat s 30denní výpovědní lhůtou. Společnosti se zaměřily především na plnění závazků vůči regulačním orgánům UK a EU. Snaha zvládnout nové provozní procesy a učinit řadu strategických rozhodnutí však při vysoké míře nejistoty nebyla a není jednoduchá.

Uzavřená obchodní dohoda mezi UK a EU (Dohoda o obchodu a spolupráci) obsahuje ve svém vlastním textu k finančním službám pouze standardní ustanovení, která jsou zakotvena i v jiných dohodách o volném obchodu EU se třetími státy. Zejména zásadu nediskriminace pro usazené poskytovatele finančních služeb, výjimky pro centrální banky a jiné subjekty veřejné moci, diskrece pro obezřetnostní opatření. Jedna z řady společných deklarací připojených k dohodě pak obsahuje přihlášení se obou stran ke vzniku strukturovaného modelu spolupráce v oblasti regulace finančních služeb, přičemž ke shodě na Memorandu o porozumění (MoU) v této věci má podle textu deklarace dojít do konce března 2021. Ovšem ani při realizaci výsledného regulatorního dialogu, jemuž má dát uzavřené MoU základ, je v současnosti nepravděpodobné, že by jeho existence znamenala zlepšení přístupu poskytovatelů finančních služeb jedné strany na trh strany druhé nad rámec uzavřené obchodní dohody a jednostranný charakter ekvivalenčních režimů by byl změněn na model společných či recipročních rozhodnutí o rovnocennosti. Právě dlouhodobá nejistota, finální podoba prosincové dohody a omezený počet dosud udělených ekvivalenčních režimů donutily velké banky se sídlem v UK k přesunům aktiv a pracovních míst do EU, aby nedošlo k velkému narušení jejich fungování, tak jak bylo výše podrobněji popsáno.

Budoucnost britského sektoru finančních služeb

Spojené království považuje finanční služby za zásadní, mimo jiné také pro ekonomické oživení po pandemii COVID-19. Z tohoto důvodu zahájilo ministerstvo financí v čele s Rishi Sunakem v říjnu 2020 rozhovory o budoucím regulatorním rámci finančních služeb s cílem přizpůsobení vzniklé situaci a udržení pozice UK jako předního světového finančního centra, zejména s ohledem na nové postavení Spojeného království mimo EU. Byly oznámeny celkem tři kroky k naplnění této vize: přístup do zámoří, využití technologií k dosažení lepších výsledků pro spotřebitele i společnosti a na závěr plán na řešení změny klimatu a životního prostředí v sektoru finančních služeb. Očekává se, že nadcházející roky pravděpodobně přinesou změny v regulaci finančních služeb v UK, které výrazně ztíží získání ekvivalenčních režimů od EU. Šéfové institucí finančních služeb v City of London však vyzvali vládu, aby ohledně plánované deregulace odvětví finančních služeb po brexitu byla opatrná a soustředila se spíše na vytvoření nových flexibilních pravidel na podporu rostoucích oblastí ekonomiky, například k posílení silné pozice v oblasti finančních technologií (fintech). S tím souvisí udržení talentovaných pracovníků potřebných pro tak rychle rostoucí technologická odvětví.

Pro určení plného dopadu brexitu na britský sektor finančních služeb bude ještě třeba nějaký čas počkat.

Určité odklony od City of London však pozorovat lze. Například hned v první den po úplném brexitu (Graf 6). Tedy v první den roku 2021 došlo dle FT k přesunu obchodování s akciami v hodnotě 6,5 mld. EUR z Londýna na nově vytvořená evropská finanční centra. Během ledna 2021 se do pozice hlavního beneficienta odchodu Spojeného království z jednotného trhu dostal nizozemský Amsterdam, který dokonce vystřídal City of London v pozici hlavního evropského centra pro obchodování s akciami s denními objemy obchodů v hodnotě 9,2 mld. EUR. Mezi faktory jeho úspěchu patří stabilní vládnutí, absence zdanění finančních transakcí, dobrá úroveň angličtiny či rychlé internetové připojení. Někteří však jako skutečnou hrozbu pro Londýn vidí především USA (New York), kam se přesunula velká část obchodních aktivit s deriváty.

Může to být pro City of London konec? City of London má v řadě finančních oblastí stále vysoký náskok před výše zmíněnými konkurenty z EU, ovšem samozřejmě má co ztratit. Aby UK pomohlo udržet Londýn pozici jednoho z největších globálních finančních center, umožňuje společně s EU zůstat v UK až po dobu tří let. Slibuje si od toho, že tyto společnosti zažádají o trvalé povolení pro svou činnost v UK. Jen na počátku roku bylo evidováno přes 400 finančních institucí EU, s povolením poskytovat určitou formu finančních služeb v UK po dobu tří let. UK vydalo 9. listopadu 2020 celkem 17 ekvivalenčních rozhodnutí pro EU (oproti 2 ze strany EU) v oblasti finančních služeb a uznalo, že regulační rámec EU je natolik podobný tomu britskému, že může obchodování s finančními produkty pokračovat bez větších překážek. Ovšem jejich zacílení se týkalo oblastí primárně atraktivních pro UK. Pokud by však EU byla velmi tvrdá v postoji k rovnocennosti, z dlouhodobého hlediska by to mohlo Londýn učinit méně finančně atraktivním. Důvěra investorů a atraktivita však zůstávají navzdory událostem poměrně silné. City of London již v minulosti prokázalo schopnost přizpůsobit se a vyvíjet se při měnících se okolnostech a pravděpodobně bude schopné přežít a prosperovat i v tomto případě, a to i v situaci, pokud by EU neposkytla rovnocennost. Potenciál má také britský fintech sektor, který zažívá expanzi, kdy devět soukromých britských fintech společností má hodnotu přes 1 mld. dolarů. Nejvýraznější je mezi nimi zejména Revolut, který je nejvíce propagovaným finútechem v Evropě.

Závěr

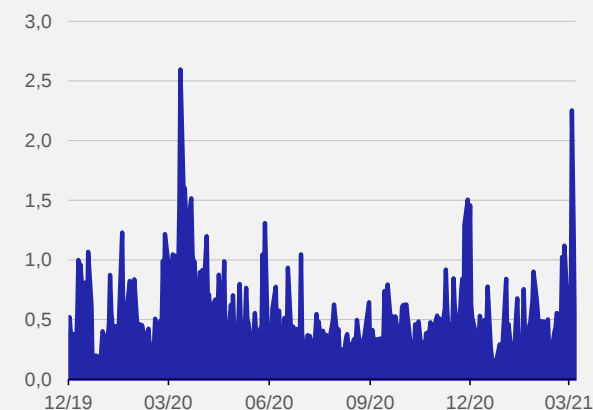
Pár měsíců po uzavření obchodní dohody mezi EU a UK, která z velké části vynechala sektor finančních služeb, je vláda tímto odvětvím vyzývána k podpoře vývozu finančních služeb a k zajištění lepšího přístupu na zámořské trhy. Finanční společnosti konstatují, že vláda po brexitu udělala minimum pro podporu odvětví, zejména poté, co nebylo odsouhlaseno vzájemné uznávání regulačních pravidel. Letošní únorová zpráva UK Finance (obchodní sdružení pro britský sektor bankovníctví a finančních služeb), prosazuje spíše globální sblížování finančních standardů než regionální přístup, což společně usnadní působení v různých jurisdikcích. Například využití pozice v mezinárodních orgánech (Rada pro finanční stabilitu, ...) k prosazení globální konvergence finančních standardů. Též je požadováno, aby britští regulátoři finančního trhu spolupracovali se svými protějšky v jiných zemích na zlepšení přístupu na trh britským poskytovatelům finančních služeb a též ve fintech oblasti. Vzhledem k velkému významu odvětví je dle reportu též zásadní zachování otevřenosti domácího trhu s finančními službami navzdory tomu, co budou v následujících letech dělat ostatní státy.

Situaci po brexitu však uvítala například BoE, jelikož její regulační pravomoci pravděpodobně stoupnou. Na počátku ledna nově nalezenou svobodu BoE komentoval také její guvernér Andrew Bailey, který zdůraznil, že se Spojené království nesmí stát „příjímačem pravidel“ v oblasti finančních služeb. BoE by měla získat nové pravomoci při stanovování pravidel, čímž se otevře možnost odchýlit se od předpisů EU a BoE již naznačila, že změny v některých oblastech očekává. Na druhou stranu Brity deklarované úmysly divergovat od předpisů EU rozhodně nejsou pozvánkou pro Evropskou komisi, aby pro UK v příštích měsících či i letech vydala další rozhodnutí o rovnocennosti, a UK tak bude nutně čelit výzvě, jak si s výrazně omezenou či v budoucnu zcela neexistující možností přeshraničního poskytování finančních služeb do EU poradit.

Spojené království a EU koncem března 2021 dosáhly shody na Memorandu o porozumění ohledně regulační spolupráce v oblasti finančních služeb, která by měla nabýt podobné formy a rozsahu regulačního fóra mezi EU a USA. UK a EU tak získají platformu zaštitěnou komisařem EU pro finanční trh a ministrem financí UK za účelem pravidelné výměny informací o regulačních iniciativách, pozicích na mezinárodních regulačních fórech a konzultací ve věci udělení, pozastavení či odebrání rozhodnutí o rovnocennosti (ekvivalenci), jakkoliv by jednostranný charakter ekvivalenčních režimů

Graf 6 – Objemy obchodované na londýnské burze

(v milionech)



Zdroj: Bloomberg

neměl být těmito konzultacemi dotčen. EU bude v udělování ekvivalenčních rozhodnutí opatrná, jelikož se jednak obává, že by se UK mohlo v budoucnu stát výrazně deregulovaným trhem, a druhak není zejména na úrovni Evropské komise považováno za strategické, aby se hlavní finanční centrum pro členské státy EU nacházelo mimo EU a jednotný trh. Ovšem UK je zavázána k řadě bankovních a tržních povinností, tedy potenciální změny nemohou být velmi drastické. Na druhé straně se UK domnívá, že může regulovat finanční odvětví efektivněji než Brusel, ale zároveň – i v kontextu nejprudšího poklesu své ekonomiky za posledních sto let – by Spojenému království nyní výrazně pomohlo více rozhodnutí o rovnocennosti ze strany EU. Oboustranná ostražitost je tak jádrem problému a nízká důvěra způsobuje vzájemné tření. Dle guvernéra BoE Andrewa Baileyho by UK dokonce nemělo příliš rychle vyhovět požadavkům EU na rovnocennosti, jelikož by Spojené království mohlo skončit podle nařízení stanovených Bruselem. Na druhou stranu další dlouhá vyjednávání a s nimi spojená nejistota by mohly brzdit investice, které již tak v UK částečně oslabily, a odvádět obchodní aktivity ze City of London nejen do EU, ale ve stále větší míře i do USA. Stále však nepochybně existuje prostor pro opětovné vzájemné sbližování mezi EU a UK a prohloubení diskuzí, k čemuž jistě může napomoci také shoda na memorandu k regulatorní spolupráci s plánem na nápodobu regulatorního fóra EU-USA i pro britsko-unijní relaci. Z uzavřeného memoranda vyplývající regulatorní spolupráce mezi EU a UK prostřednictvím výměny informací, pozic a konzultací (tedy nikoliv tvorbou společných politik) je tak zřejmě za stávajícího stavu věcí maximum, kterého je možné dosáhnout.

Zdroje

- Auer, Daniel; Tetlow, Daniel. *Brexit, collective uncertainty and migration decisions*. WZB Discussion Paper, 2020.
- Bank of England (2021): *EU withdrawal*. February 24, 2021, <https://www.bankofengland.co.uk/eu-withdrawal>
- EY (2020): *EY Financial Services Brexit Tracker*, October 1, 2020, https://www.ey.com/en_uk/news/2020/09/ey-financial-services-brexit-tracker-fs-firms-continue-moving-staff-ahead-of-brexit-deadline
- Fernández, Xosé Luís; Paz-Saavedra, David; Coto-Millán, Pablo. *The impact of Brexit on bank efficiency: Evidence from UK and Ireland*. Finance Research Letters, 2020, 36: 101338.
- Hutton, Georgina; Shalchi, Ali. *Financial Services: contribution to the UK economy*. House of Commons Library, 2021.
- Martin, Nik (2020): What next for London, the world's second-largest financial center?, December 31, 2020, DW, <https://www.dw.com/en/what-next-for-london-the-worlds-second-largest-financial-center/a-56101977>
- Pryce, Vicky. *Brexit: What about the other 80%?*. Birmingham City University: Centre for Brexit Studies, 2021.
- Rees, Jon; Tariq, Zain (2020): *US banks backed Germany, turned away from UK after Brexit poll, Fed data shows*, November 9, 2020, S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/us-banks-backed-germany-turned-away-from-uk-after-brexit-poll-fed-data-shows-61111751>
- UK Finance (2021): *International Trade in Financial Services*, February 22, 2021, https://www.ukfinance.org.uk/system/files/International%20Trade%20in%20Financial%20Services_FINAL.pdf

Klíčová slova

finanční služby, brexit, migrace, nejistota na finančních trzích

JEL Klasifikace

F22, F30, G10, G20

A1. Změna predikcí pro rok 2021

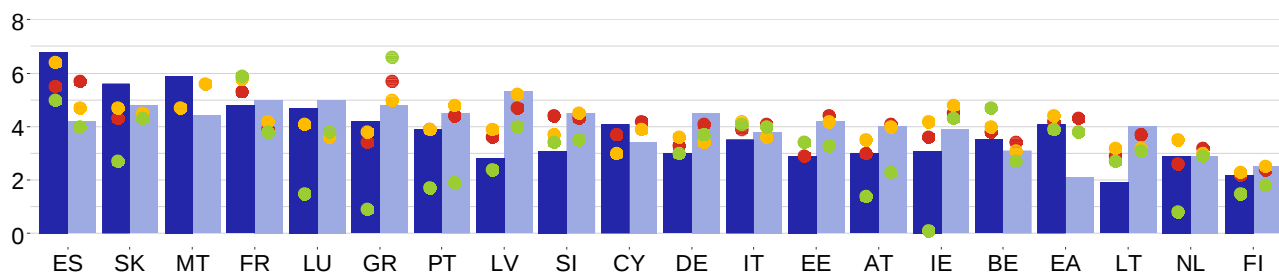
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	-0,1 2021/4 2021/3	+0,2 2021/4 2021/1	+0,3 2021/3 2020/12	+0,2 2020/3 2020/12	+0,1 2021/4 2021/3	+0,5 2021/4 2020/10	+0,2 2020/12 2020/6	+0,2 2020/3 2020/12
US	+0,5 2021/4 2021/3	+1,3 2021/4 2021/1	+3,3 2021/3 2020/12	+2,3 2021/3 2020/12	+0,2 2021/4 2021/3	-0,5 2021/4 2020/10	+0,4 2020/12 2020/6	+0,6 2021/3 2020/12
UK	+0,8 2021/4 2021/3	+0,8 2021/4 2021/1	+0,9 2021/3 2020/12	-2,3 2021/2 2020/11	0 2021/4 2021/3	+0,3 2021/4 2020/10	+0,1 2020/12 2020/6	0 2021/2 2020/11
JP	0 2021/4 2021/3	+0,2 2021/4 2021/1	+0,4 2021/3 2020/12	+0,3 2021/1 2020/10	+0,1 2021/4 2021/3	-0,2 2021/4 2020/10	+0,3 2020/12 2020/6	+0,1 2021/1 2020/10
CN	+0,3 2021/4 2021/3	+0,3 2021/4 2021/1	-0,2 2021/3 2020/12	-0,2 2021/3 2021/1	0 2021/4 2021/3	-1,5 2021/4 2020/10	+0,4 2020/12 2020/6	+0,1 2021/3 2021/1
RU	0 2021/3 2021/2	+0,8 2021/4 2021/1	-0,1 2021/3 2020/12	+0,2 2021/4 2021/2	+0,3 2021/3 2021/2	+1,3 2021/4 2020/10	+0,1 2020/12 2020/6	+0,7 2021/4 2021/2

A2. Změna predikcí pro rok 2022

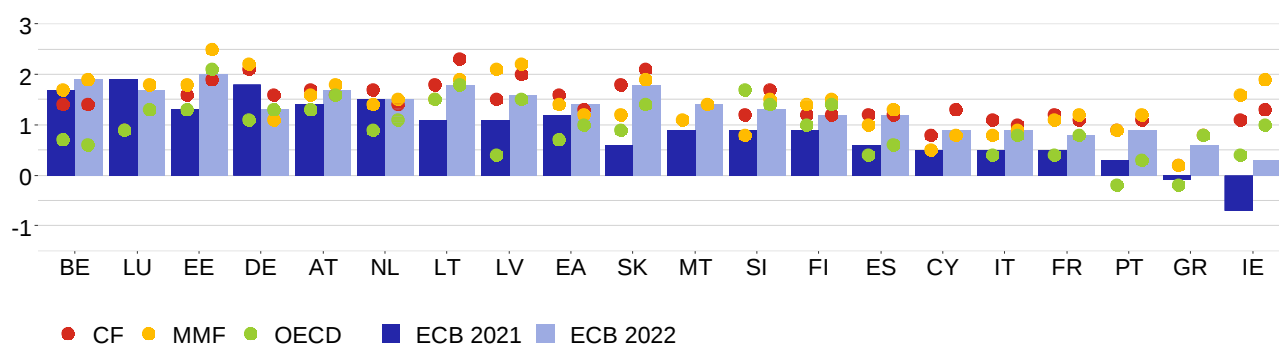
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / EIU	CF	MMF	OECD	CB / EIU
EA	+0,1 2021/4 2021/3	+0,2 2021/4 2021/1	+0,5 2021/3 2020/12	-2,1 2020/3 2020/12	0 2021/4 2021/3	0 2021/4 2020/10	--- 2020/12 ---	+0,3 2020/3 2020/12
US	+0,1 2021/4 2021/3	+1,0 2021/4 2021/1	+0,5 2021/3 2020/12	+0,1 2021/3 2020/12	+0,1 2021/4 2021/3	+0,3 2021/4 2020/10	--- 2020/12 ---	+0,1 2021/3 2020/12
UK	-0,2 2021/4 2021/3	+0,1 2021/4 2021/1	+0,6 2021/3 2020/12	+1,0 2021/2 2020/11	+0,1 2021/4 2021/3	+0,2 2021/4 2020/10	--- 2020/12 ---	+0,3 2021/2 2020/11
JP	+0,1 2021/4 2021/3	+0,1 2021/4 2021/1	+0,3 2021/3 2020/12	+0,2 2021/1 2020/10	0 2021/4 2021/3	0 2021/4 2020/10	--- 2020/12 ---	0 2021/1 2020/10
CN	+0,1 2021/4 2021/3	0 2021/4 2021/1	0 2021/3 2020/12	0 2021/3 2021/1	-0,3 2021/4 2021/3	-0,7 2021/4 2020/10	--- 2020/12 ---	+1,0 2021/3 2021/1
RU	+0,1 2021/3 2021/2	-0,1 2021/4 2021/1	+0,4 2021/3 2020/12	0 2021/4 2021/2	+0,1 2021/3 2021/2	+0,2 2021/4 2020/10	--- 2020/12 ---	-0,2 2021/4 2021/2

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



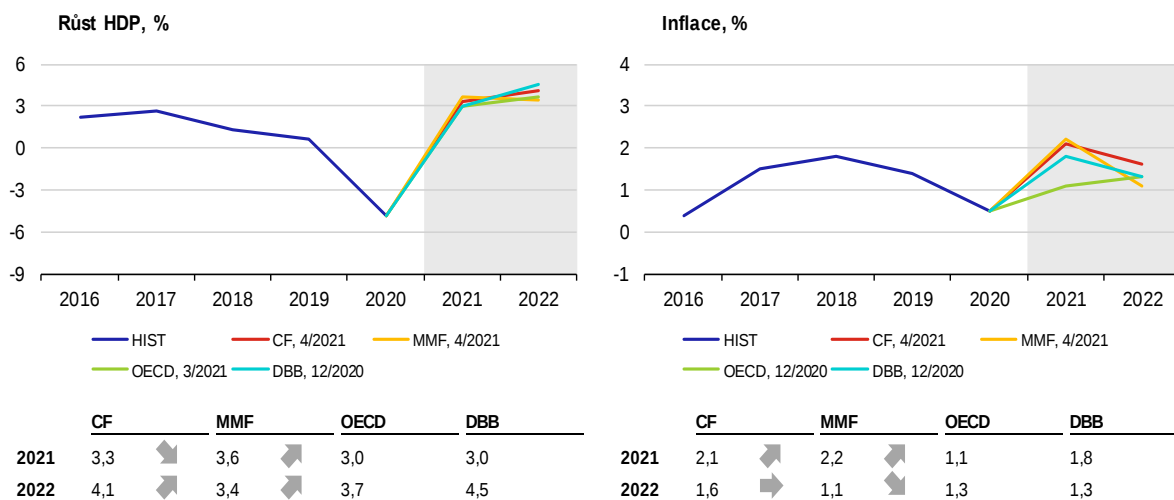
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2021 a 2022, %



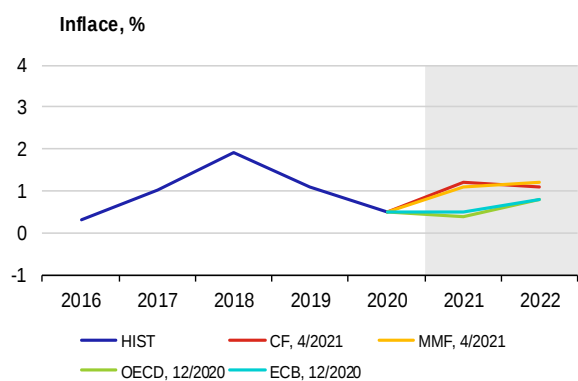
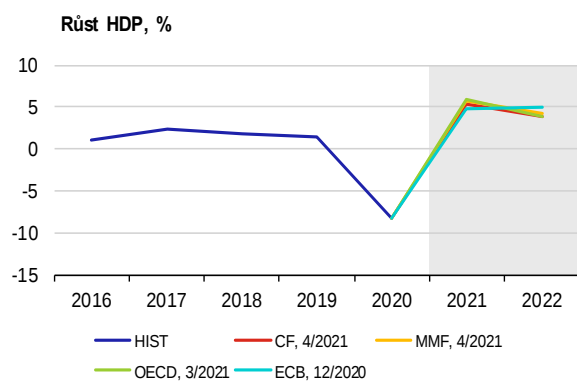
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

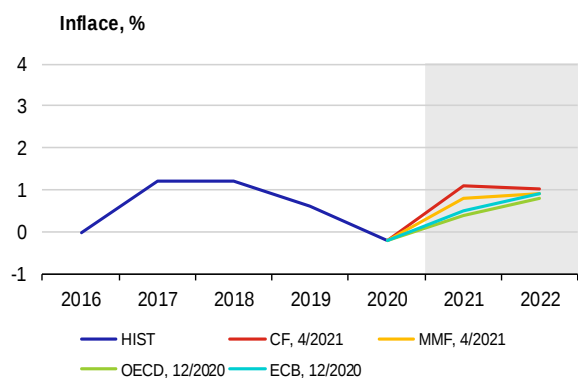
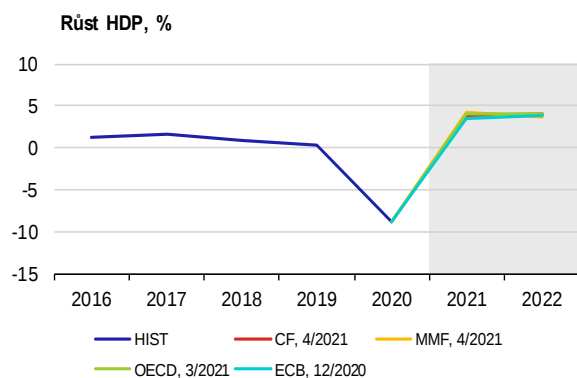
Německo



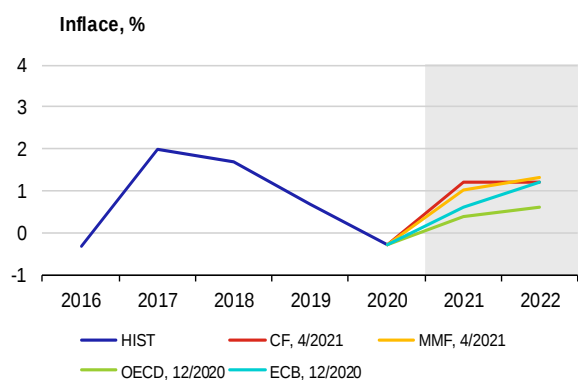
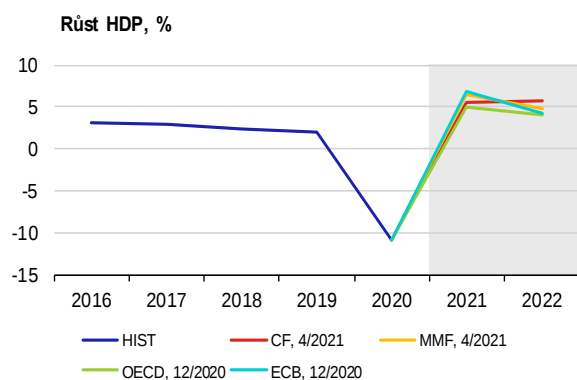
Francie



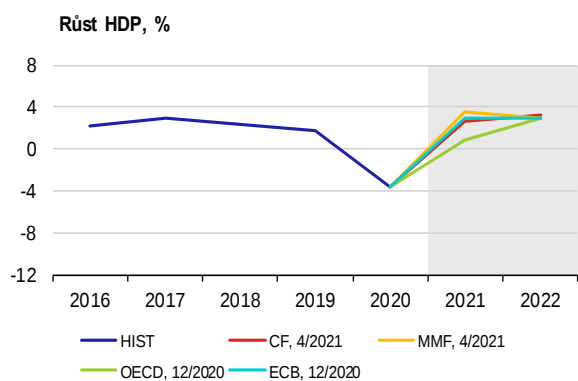
Itálie



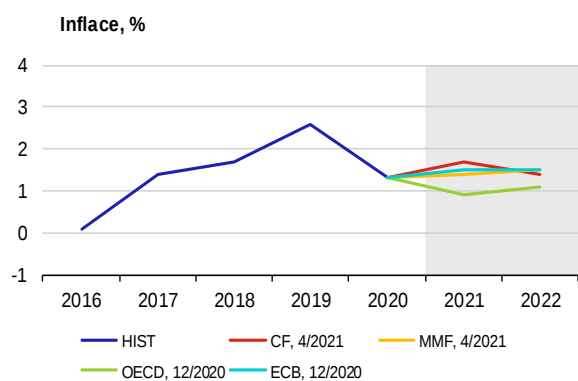
Španělsko



Nizozemsko

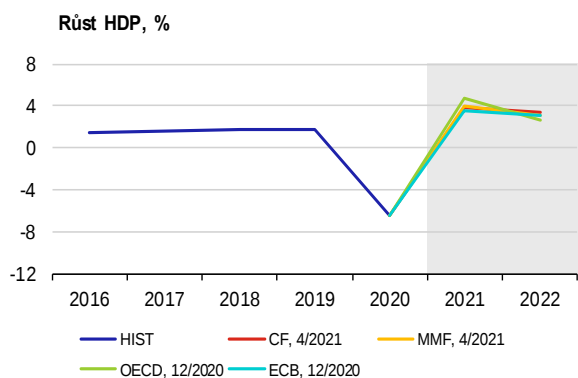


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,6	3,5	0,8	2,9
2022	3,2	3,0	2,9	2,9

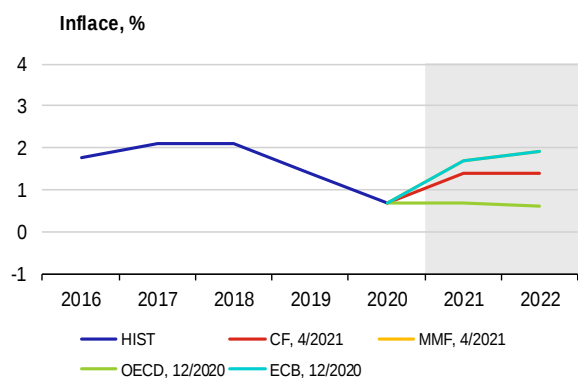


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,7	1,4	0,9	1,5
2022	1,4	1,5	1,1	1,5

Belgie

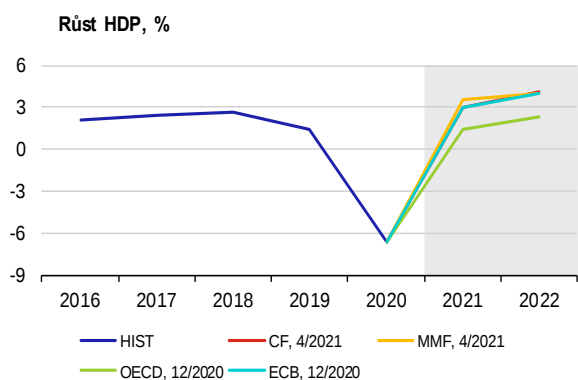


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,8	4,0	4,7	3,5
2022	3,4	3,1	2,7	3,1

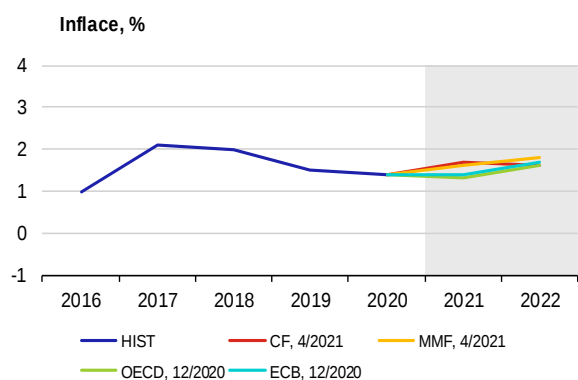


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,4	1,7	0,7	1,7
2022	1,4	1,9	0,6	1,9

Rakousko

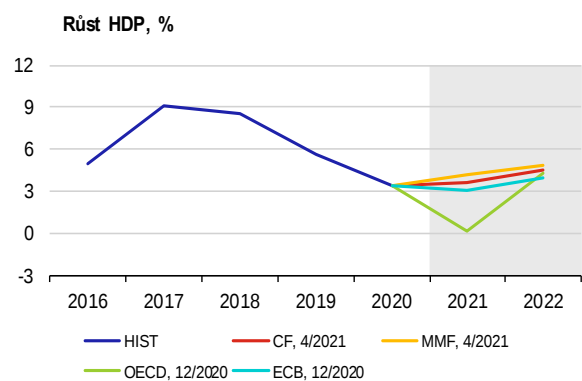


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,0	3,5	1,4	3,0
2022	4,1	4,0	2,3	4,0

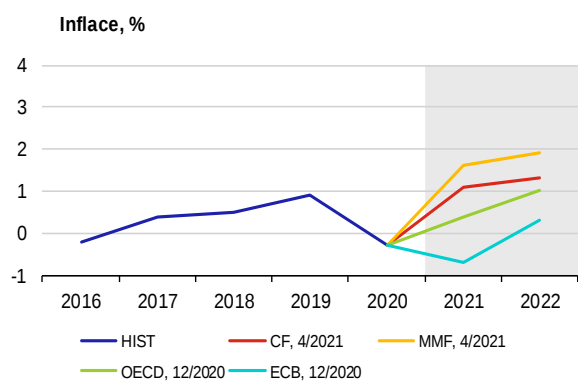


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,7	1,6	1,3	1,4
2022	1,6	1,8	1,6	1,7

Irsko

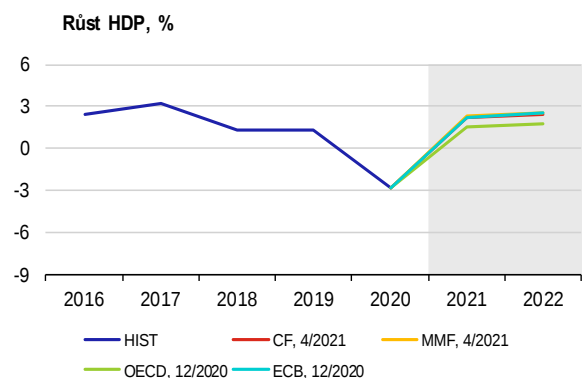


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,6	4,2	0,1	3,1
2022	4,5	4,8	4,3	3,9

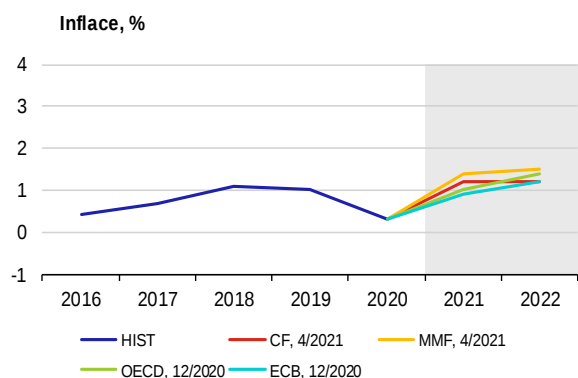


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,1	1,6	0,4	-0,7
2022	1,3	1,9	1,0	0,3

Finsko

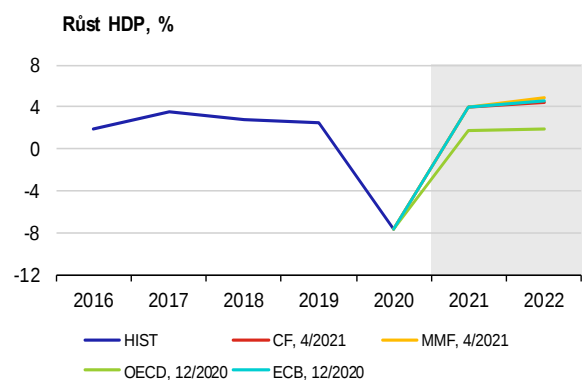


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,2	2,3	1,5	2,2
2022	2,4	2,5	1,8	2,5

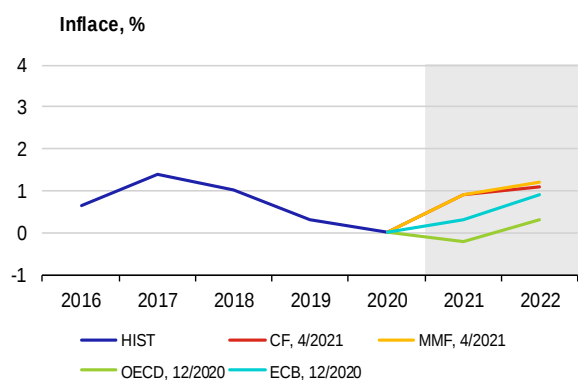


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,2	1,4	1,0	0,9
2022	1,2	1,5	1,4	1,2

Portugalsko

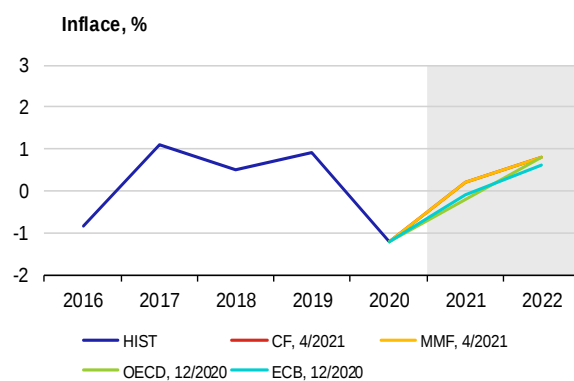
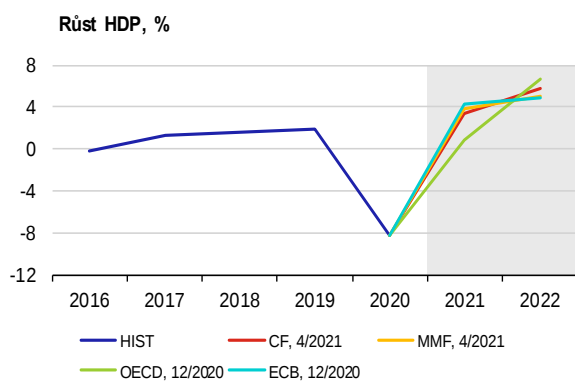


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,9	3,9	1,7	3,9
2022	4,4	4,8	1,9	4,5

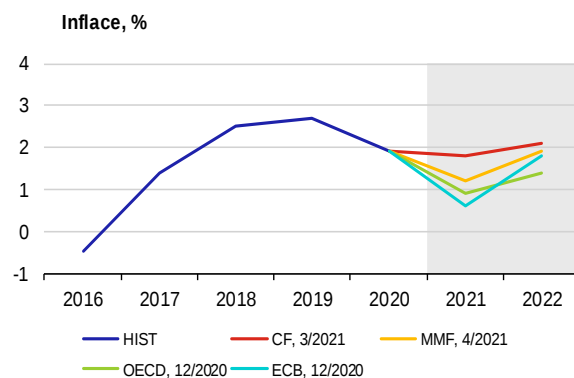
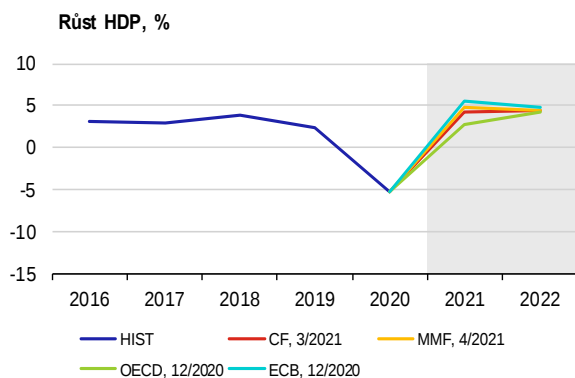


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,9	0,9	-0,2	0,3
2022	1,1	1,2	0,3	0,9

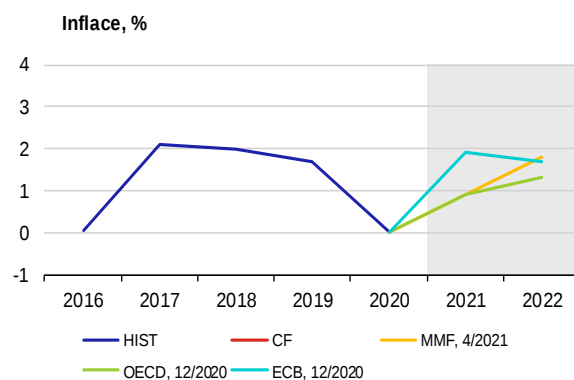
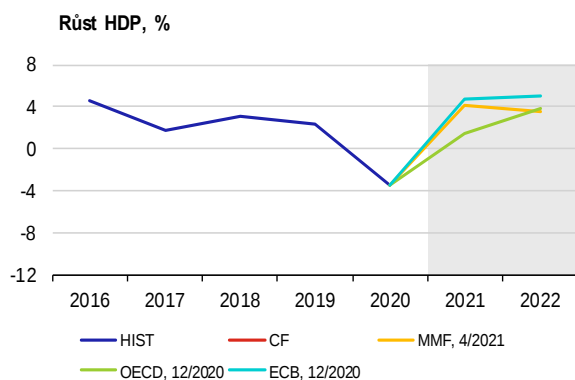
Řecko



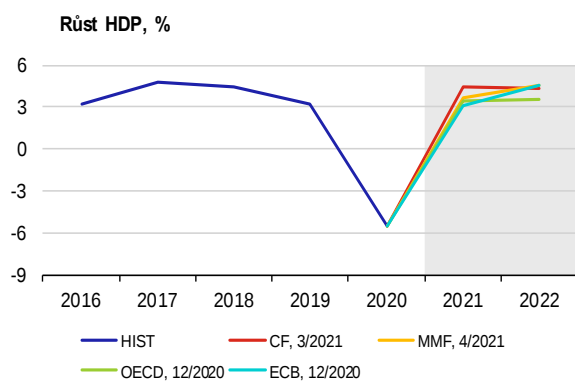
Slovensko



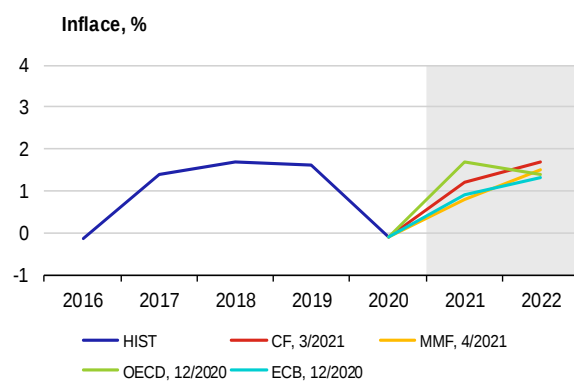
Lucembursko



Slovensko

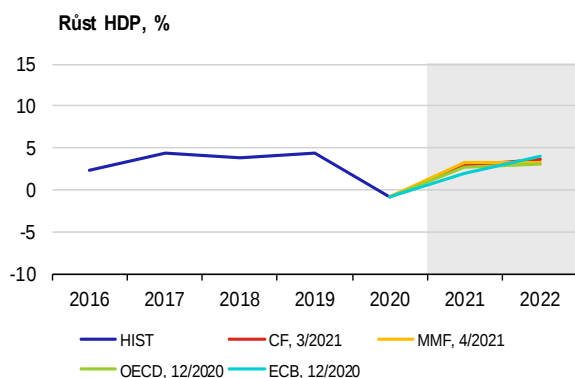


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	4,4	3,7	3,4	3,1
2022	4,3	4,5	3,5	4,5

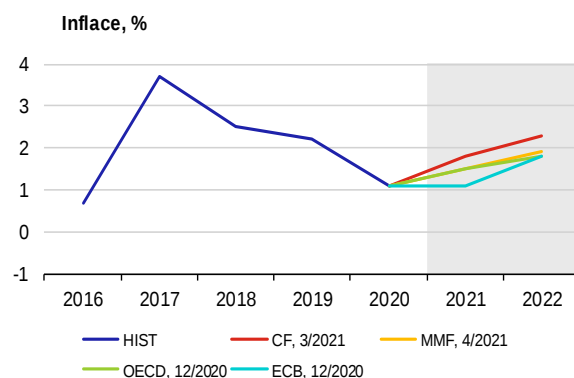


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,2	0,8	1,7	0,9
2022	1,7	1,5	1,4	1,3

Litva

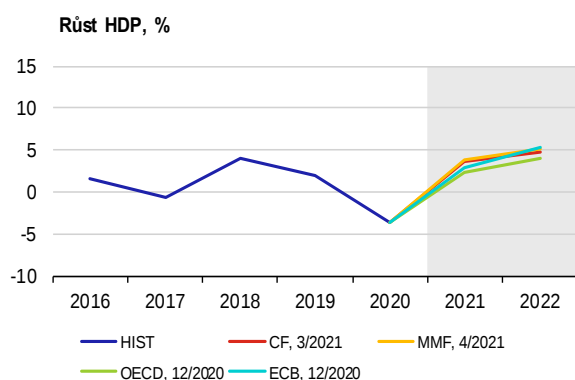


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,9	3,2	2,7	1,9
2022	3,7	3,2	3,1	4,0

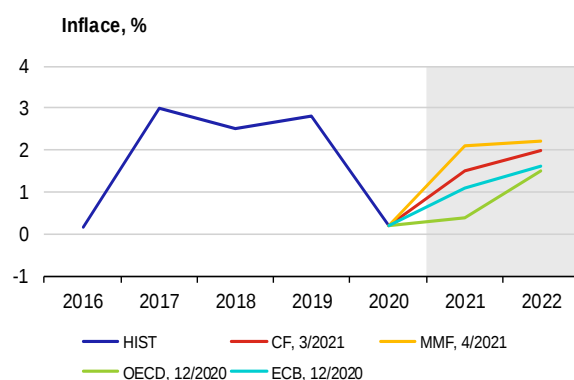


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,8	1,5	1,5	1,1
2022	2,3	1,9	1,8	1,8

Lotyšsko

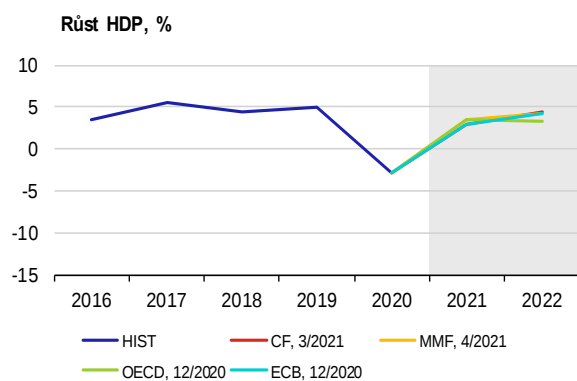


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,6	3,9	2,4	2,8
2022	4,7	5,2	4,0	5,3

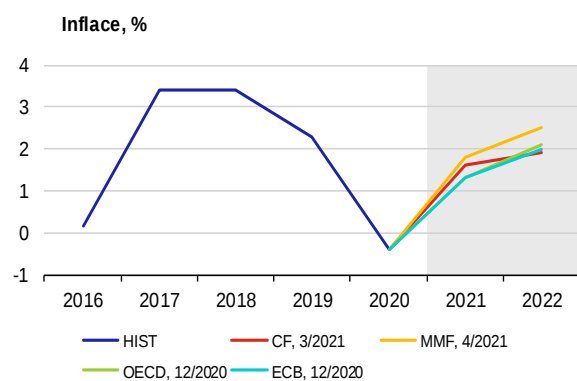


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,5	2,1	0,4	1,1
2022	2,0	2,2	1,5	1,6

Estonsko

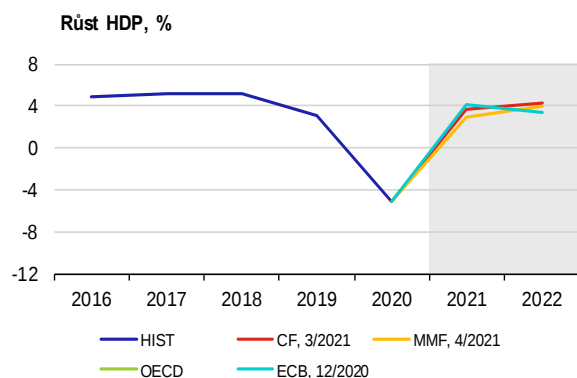


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	2,9	3,4	3,4	2,9
2022	4,4	4,2	3,3	4,2

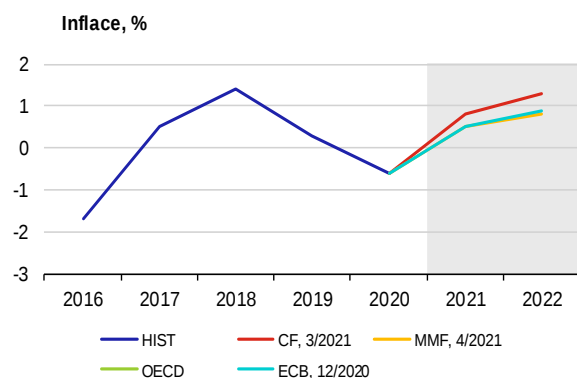


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	1,6	1,8	1,3	1,3
2022	1,9	2,5	2,1	2,0

Kypr

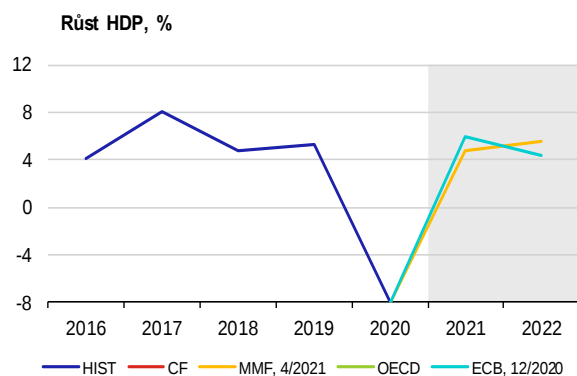


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	3,7	3,0	n. a.	4,1
2022	4,2	3,9	n. a.	3,4

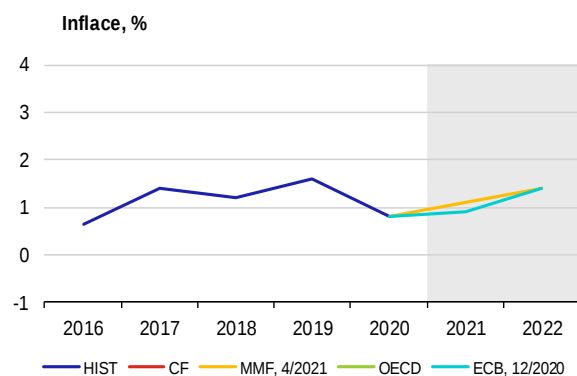


	CF	MMF	OECD	ECB
2021	0,8	0,5	n. a.	0,5
2022	1,3	0,8	n. a.	0,9

Malta



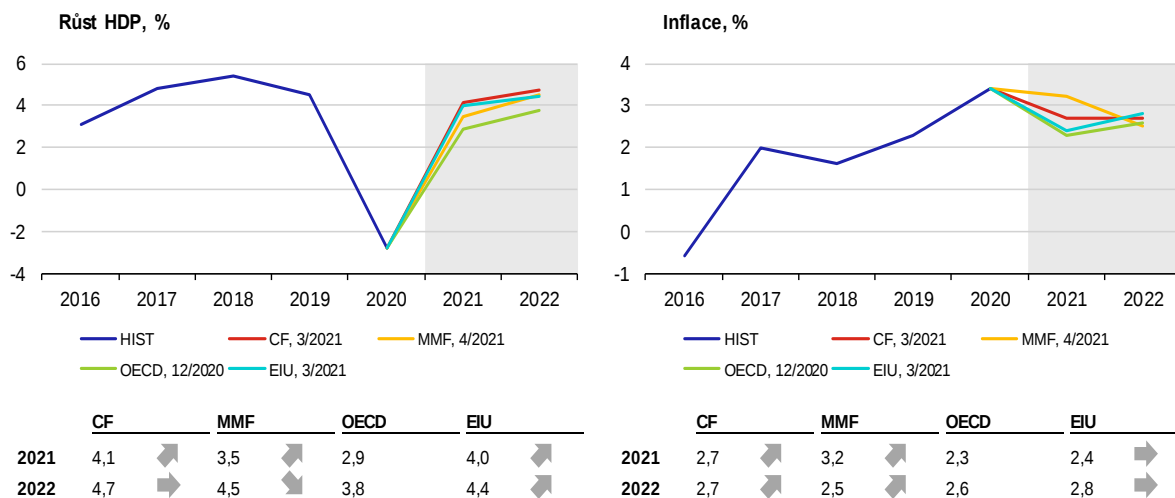
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	4,7	n. a.	5,9
2022	n. a.	5,6	n. a.	4,4



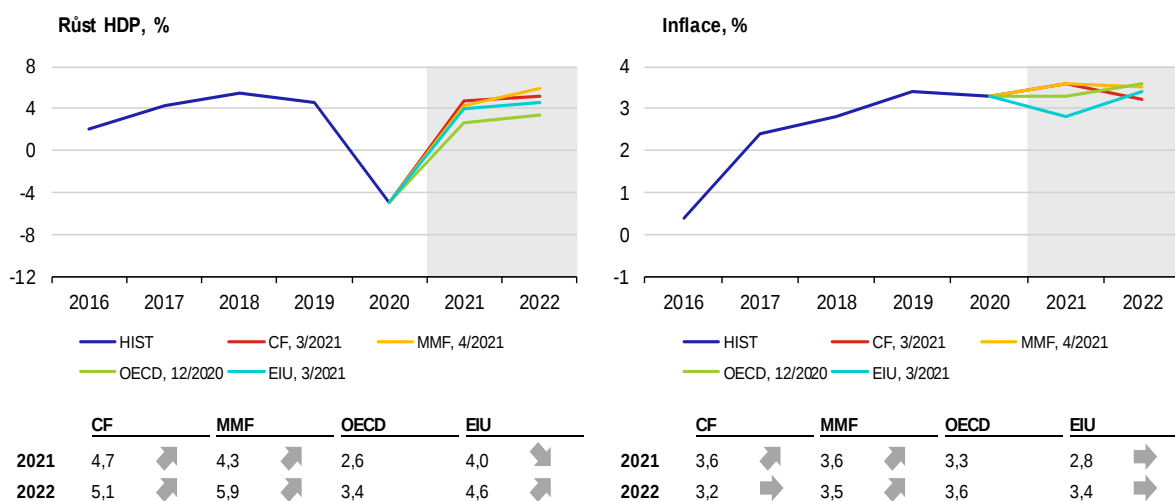
	CF	MMF	OECD	ECB
2021	n. a.	1,1	n. a.	0,9
2022	n. a.	1,4	n. a.	1,4

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

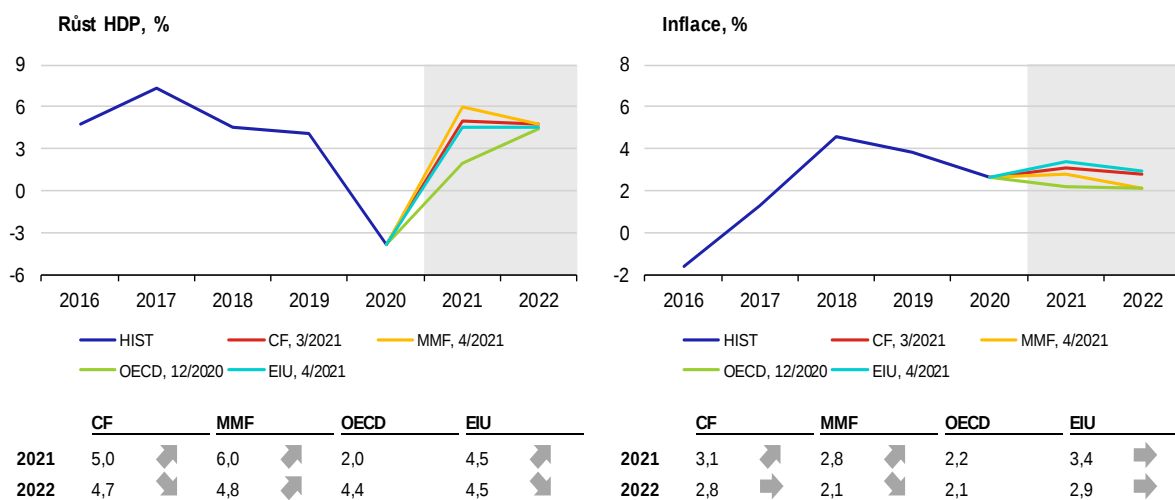
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



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