

Globální ekonomický výhled

———— červen 2024



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — červen 2024

I. Úvod	2
II. Makroekonomický monitoring	3
III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	4
III.1 Eurozóna	4
III.2 Německo	5
III.3 Spojené státy	6
III.4 Čína	7
III.5 Spojené království	8
III.6 Japonsko	8
III.7 Rusko	9
III.8 Polsko	9
III.9 Maďarsko	10
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	11
V. Vývoj na komoditních trzích	12
V.1 Ropa	12
V.2 Ostatní komodity	13
VI. Zaostřeno na...	14
Vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu v roce 2023	14
A. Přílohy	21
A1. Změna predikcí pro rok 2024	21
A2. Změna predikcí pro rok 2025	21
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	22
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	22
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	29
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	30

Datum uzávěrky dat

14. června 2024

Sběr dat CF

10. června 2024

Datum publikace GEVu

21. června 2024

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 OE.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod
Petr Polák	Editor, III.3 Spojené státy, VI. Zaostřeno na...
Pavla Růžičková	III.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	III.2 Německo, III.5 Spojené království
Martin Motl	III.4 Čína
Milan Frydrych	III.6 Japonsko
Adriana Wałoszková	III.7 Rusko
Jan Hošek	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity, III.8 Polsko, III.9 Maďarsko
Filip Novotný	VI. Zaostřeno na...

I. Úvod

Válka na Ukrajině: první mírový summit je jistou nadějí do budoucna! Jeho účastníci z 92 států (avšak bez delegace Číny) podepsali závěrečné komuniké s výzvou k Moskvě i Kyjevu vyměnit si všechny zajatce a zajistit jadernou bezpečnost i bezpečnost lodní přepravy v Černém a Azovském moři. Zúčastnění světoví lídři opět poukázali na zbytečnost lidských obětí a obrovské materiální dopady Ruské agrese (viditelné i v nárůstu veřejného dluhu), včetně eskalace napětí ve světě.

Celosvětový veřejný dluh se přiblížil dle [zprávy OSN \(UNCADT\)](#) k magické hranici 100 bil. USD. Jeho loňské zvýšení o 5,6 bil. USD vedlo k navýšení celkové dluhové zátěže ve světě již na 97 bil. USD. Znepokojivý je přitom nejen vývoj v USA, ale rovněž rychlý růst veřejného dluhu rozvíjejících se zemí s dluhovou službou přesahující 10 % svého rozpočtu.

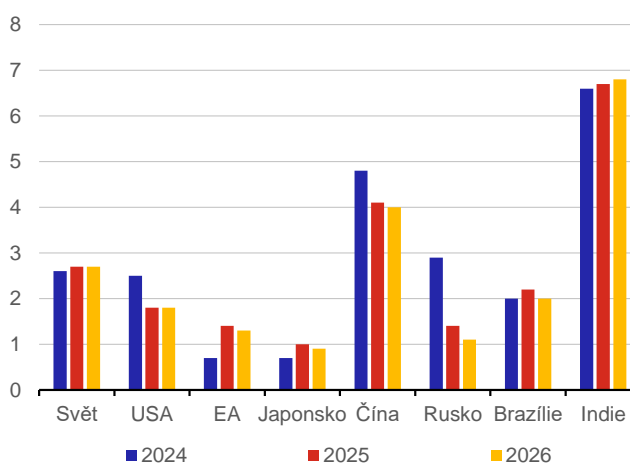
Konec letošního jara přinesl první uvolnění měnové politiky klíčových centrálních bank. K prvnímu snížení sazeb od roku 2019 přistoupila na svém červnovém jednání o standardních 0,25 p.b. ECB. Ta tak následovala Bank of Canada, která se holubičím směrem vydala o den dříve. Ostatní klíčové centrální banky, především pak americký Fed, na své první snížení sazeb stále čekají. Prozatím se zdá, že uvolňování měnové politiky na svém výhledu bude pozvolnější, než se ještě před začátkem letošního roku zdálo. To v případě ECB to potvrzují slova prezidentky Ch. Lagardeové, že červnové snížení není počátkem souvislejší série snižování úrokových sazeb. Delší období přísnější měnové politiky potvrdilo i červnové měnověpolitické zasedání amerického Fedu, u kterého se letos očekává snížení úrokových sazeb o 0,5 p.b. Jako komplikovaná se jeví situace v Japonsku, kde březnové zvýšení úrokových sazeb do kladeného teritoria (na 0,1 %) bylo následně doplněno masivními intervencemi na stabilizaci jenu.

Graf červnového čísla ukazuje výhled z dílny Světové banky, který je ve své podstatě podobný výhledu dalších mezinárodních institucí. Růst světové ekonomiky si má v nadcházejících letech udržet přibližně stejnou dynamiku pod 3 %. Ekonomika eurozóny má i v následujících dvou letech růst výrazně pomaleji nežli ekonomika USA. Z rozvojových velkých ekonomik by se mělo dařit zejména Indii, jejíž růst má dokonce zrychlovat a přiblížit se na dohled 7 %.

Čínská ekonomika rovněž bude dále podporovat světový ekonomický růst, nicméně viditelně nižšími a snižujícími se tempy, které by se měly ustálit blízko 4 %.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: „[Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu v roce 2023.](#)“ Tento pravidelně zařazovaný článek hodnotí, jak úspěšně se té které instituci podařilo předpovědět vývoj v minulém roce pro inflaci a hospodářský růst. Rok 2023 byl rokem návratu a stabilizace makroekonomického prostředí po turbulentním roce 2022, který se vlivem ruské agrese na Ukrajině zapsal smutně do moderních dějin. Důsledkem této Ruské agrese byla i energetická krize, jenž se stala jednou z podstatných příčin inflační vlny odezdnělé právě v minulém roce.

Výhled růstu světových ekonomik v následujících letech, %



Zdroj: World Bank Global Economic Prospects
Pozn.: EA = eurozóna.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

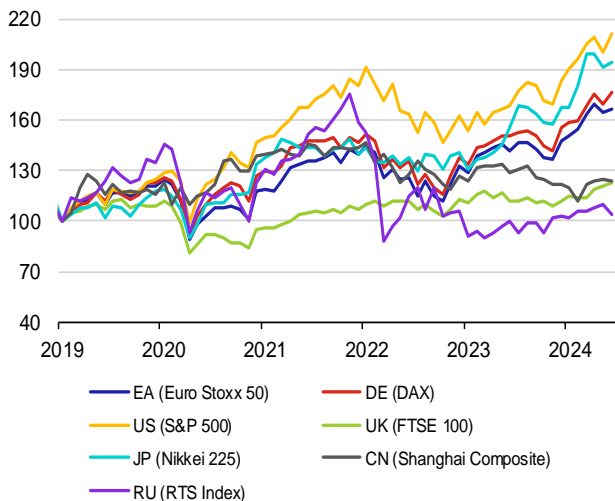
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2024	0,7 ↗	0,2 →	2,3 ↘	0,6 ↗	0,3 ↘	5,0 ↗	2,6 ↗
	2025	1,4 →	1,2 ↗	1,7 →	1,1 →	1,2 →	4,4 →	1,5 ↗
Inflace (%)	2024	2,4 ↗	2,4 →	3,2 →	2,6 ↗	2,6 ↗	0,6 ↘	5,3 →
	2025	2,0 ↗	2,0 →	2,4 ↗	2,3 ↗	2,0 ↗	1,5 →	4,4 ↘
Nezaměstnanost (%)	2024	6,6 →	5,9 →	4,0 →	4,4 →	2,5 →	3,4 →	2,8 ↗
	2025	6,5 ↘	5,8 ↗	4,1 →	4,4 →	2,4 →	3,4 →	2,4 ↗
Kurz (vůči USD)	2024	1,09 ↘	1,09 ↘		1,27 ↗	145,9 ↗	7,21 ↗	95,1 ↘
	2025	1,13 ↘	1,13 ↘		1,29 ↘	136,3 ↗	7,06 ↗	96,3 ↗

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

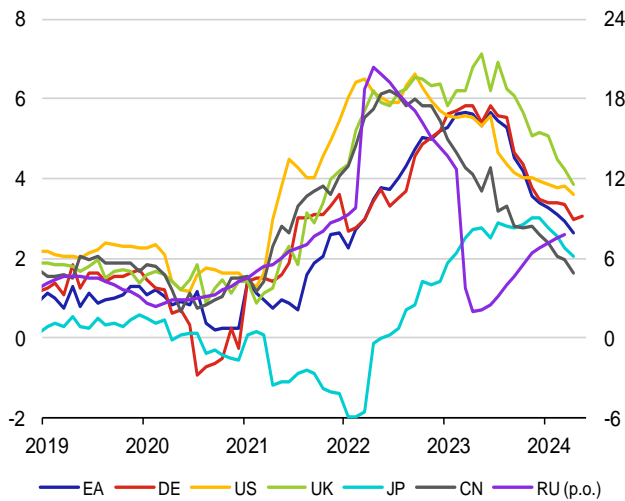
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVu.

II. Makroekonomický monitoring

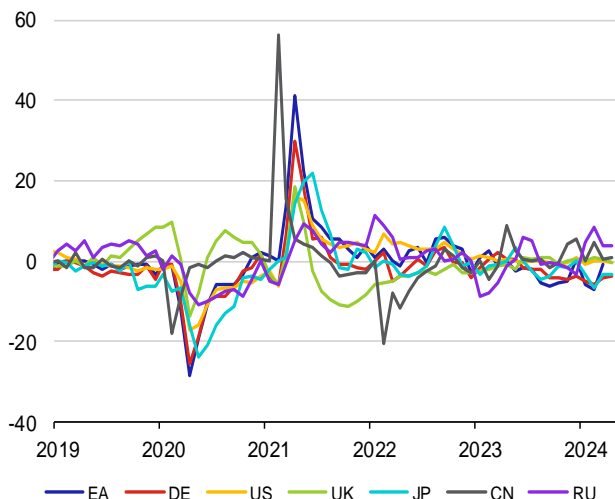
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2019



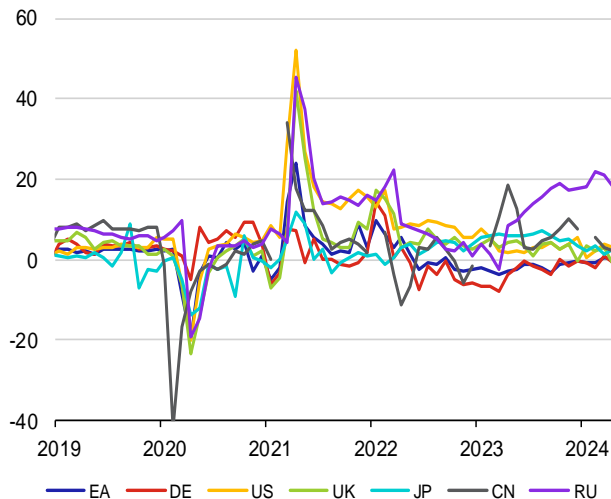
Jádrová inflace, %



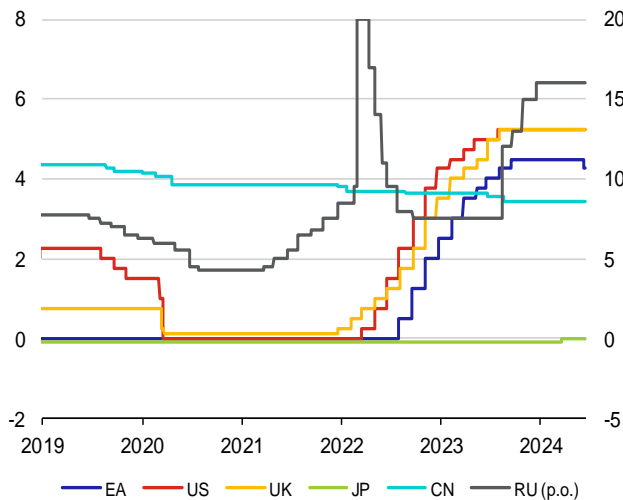
Průmyslová produkce, mizr. %



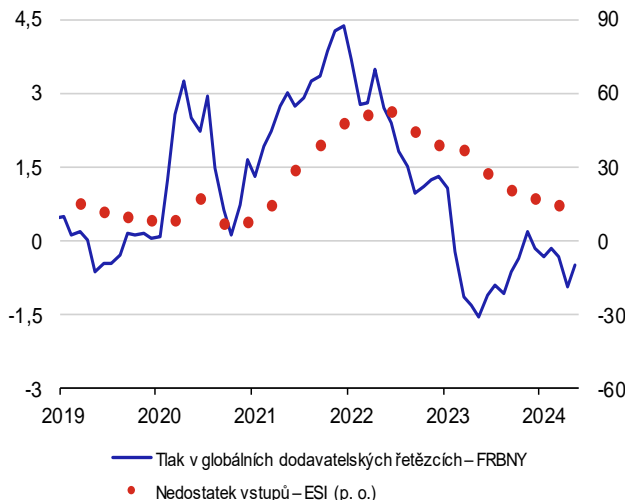
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

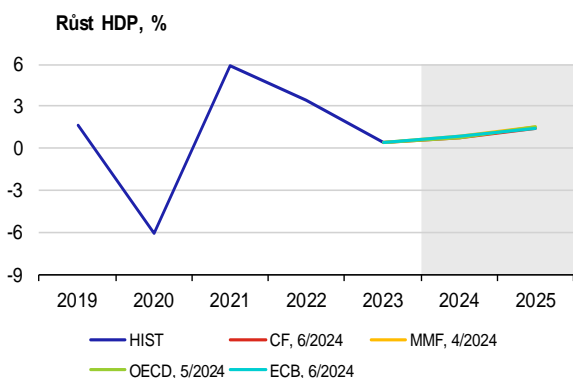


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

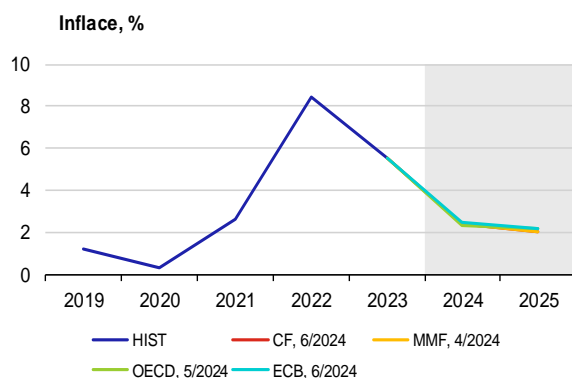
III.1 Eurozóna

Výhledy hospodářského růstu v eurozóně se pro letošní rok lehce zvýšily. V prvním čtvrtletí HDP vzrostl o 0,3 %. K tomu přispěl především čistý vývoz (tempo růstu exportu výrazně zrychlilo při zpomalení tempa růstu dovozu). Kladně, avšak jen velmi mírně, přispěla k mezičtvrtletnímu růstu HDP ještě spotřeba domácností. Investice se naproti tomu výrazně mezičtvrtletně propadly. Ze sektorového hlediska stály za ekonomickým oživením na počátku roku jednoznačně služby (mezi nimiž vyčnívaly především obchod, doprava a pohostinství), příspěvek průmyslu k růstu HPH zůstal záporný. Průmyslová produkce v dubnu meziměsíčně lehce poklesla a snížily se i tržby v maloobchodě. Kompozitní PMI se nicméně setrvale zvyšuje (v květnu 52,2), díky reportované pokračující expanzi ve službách i zmírňování propadu v průmyslu a stavebnictví. V růstu pokračuje i ukazatel sentimentu spotřebitelů ESI. Těm zlepšuje náladu pokračující svižný mzdový růst a rekordně nízká nezaměstnanost. Spotřeba domácností by měla být hlavním tahounem růstu v nejbližších čtvrtletích. Nová prognóza ECB revidovala výhled růstu pro letošní rok dokonce na 0,9 %, analytici CF byly v posunu svých odhadů skromnější (0,7 %). Příští rok se očekává růst o 1,4 %.

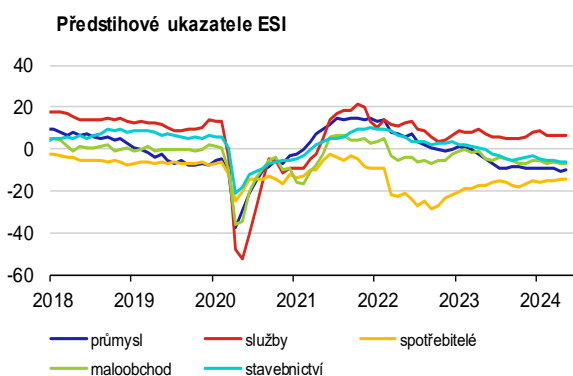
Nové výhledy inflace počítají s pozvolnějším zpomalováním růstu HICP. Dezinflační proces v eurozóně se nyní zastavil. Meziroční inflace v květnu zrychlila vlivem obnoveného růstu cen energií na 2,6 %. V dalších měsících bude její vývoj zatížen vyšší volatilitou v důsledku bazických efektů. Kromě energií působí na vyšší inflaci i vývoj v sektoru služeb, kde došlo ke zrychlení cenového růstu. Jádrová inflace se proto v květnu také zvýšila (na 2,9 %). Nová prognóza ECB v souvislosti s tím posunula výhled inflace pro letošní rok na 2,5 % a pro rok příští na 2,2 % (CF ji v menším rozsahu následoval). Přesto Rada guvernérů ECB snížila základní úrokové sazby o 0,25 p. b. s odůvodněním, že nazrál čas ke zmírnění stupně restriktivnosti měnové politiky. Podle slov prezidentky Ch. Lagardeové to však není počátek souvislejší série snižování úrokových sazeb. Jejich další snížení není v nejbližší době pravděpodobné také podle názoru finančních trhů, přičemž do konce letošního roku je očekáváno zatím ještě jedno snížení o standardních 0,25 p. b.



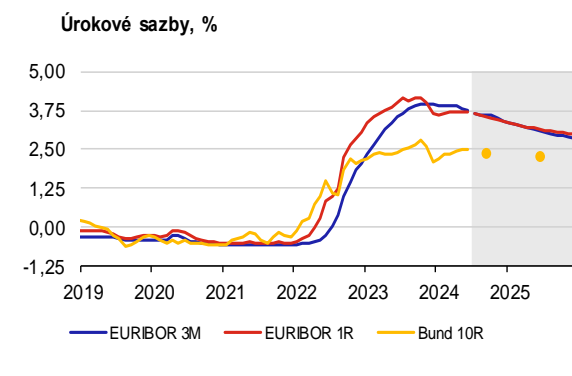
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,7	0,8	0,7	0,9
2025	1,4	1,5	1,5	1,4



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,4	2,4	2,3	2,5
2025	2,0	2,0	2,2	2,2



	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
3/24	-8,9	6,5	-14,9	-6,0	-5,6
4/24	-10,4	6,1	-14,7	-6,8	-5,9
5/24	-9,9	6,5	-14,3	-6,8	-6



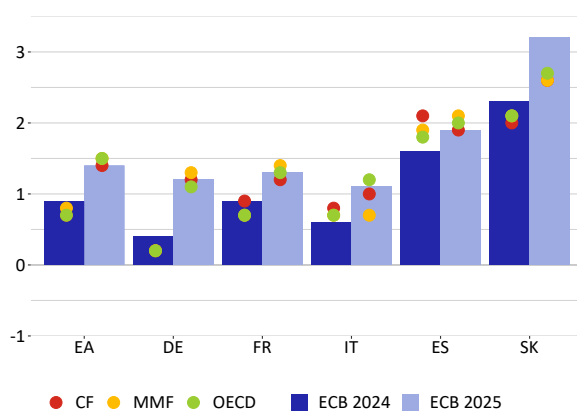
	5/24	6/24	9/24	6/25
3M EURIBOR	3,81	3,76	3,60	3,08
1Y EURIBOR	3,68	3,71	3,56	3,15
10Y Bund	2,52	2,52	2,40	2,30

III.2 Německo

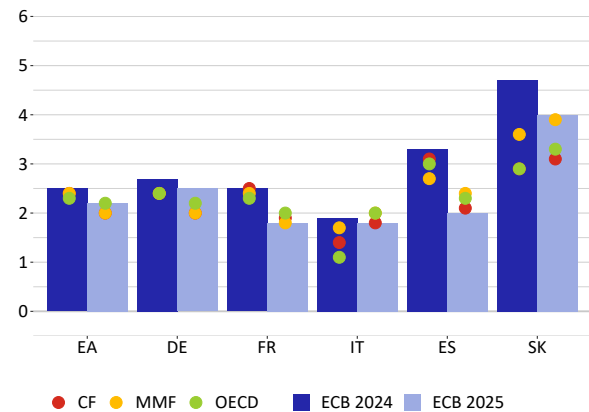
Německá ekonomika získává dle nové prognózy Bundesbanky pomalu pevnou půdu pod nohama. Po zhruba dvouletém období slabosti se německá ekonomika vzpamatovává, přičemž hnací silou oživení jsou a dále budou soukromá spotřeba a vývoz. Výrazněji by od druhé poloviny roku měl růst i průmysl. Podrobné výsledky o hospodářské výkonnosti potvrdily, že po poklesu HDP na konci loňského roku přineslo první čtvrtletí letošního roku pozitivní růst HDP o 0,2 % mezičtvrtletně. Nové červnové prognózy Bundesbanky a CF očekávají, že HDP v letošním roce nevykáže ani půl procentní růst a v roce 2025 se bude zvyšovat výrazněji, konkrétně o více jak 1 %. Kompozitní ukazatel PMI v květnu dosáhl nejvyšší hodnoty za poslední rok (52,4) a již podruhé se nacházel v pásmu expanze. Růst aktivity soukromého sektoru podpořil silnější růst sektoru služeb (54,2), ale též pomalejší pokles zpracovatelského sektoru. Sentiment mezi podniky zůstává dle květnového Ifo indexu beze změny. Podniky byly méně spokojeny se svou současnou podnikatelskou situací, ale očekávání se zlepšila. V květnu již počtvrté v řadě pokračovalo oživení spotřebitelského sentimentu. Zřetelně se zlepšuje hodnocení ekonomického výhledu. Mírně rostou příjmová očekávání, avšak ochota nakupovat se zvyšuje jen minimálně.

Květen přinesl další mírné zrychlení spotřebitelské inflace, které však nebylo překvapením. Harmonizované ceny meziročně vzrostly na 2,8 % (oproti dubnovým 2,4 %), zejména v důsledku pokračujícího růstu cen služeb. Významnou roli sehrál i jednorázový efekt loňského květnového zavedení levné celostátní jízdenky. Ceny energií a potravin naopak působí na celkovou inflaci od začátku roku tlumivě, a to navzdory ukončení energetických regulací, zavedení vyšší ceny uhlíku na začátku roku a dubnového ukončení dočasného snížení DPH za plyn a dálkové teplo. Jádrová inflace, bez potravin a energií, stagnovala a činila rovná 3 %. Bundesbanka ve své nové prognóze předpokládá pokles inflace z loňských průměrných 6 % na letošních 2,8 % a 2,7 % v roce 2025. Pokles cen průmyslových výrobců pak v dubnu meziročně zrychlil na 3,3 %, hlavně díky nižším cenám energií, avšak levnější byly také meziprodukty.

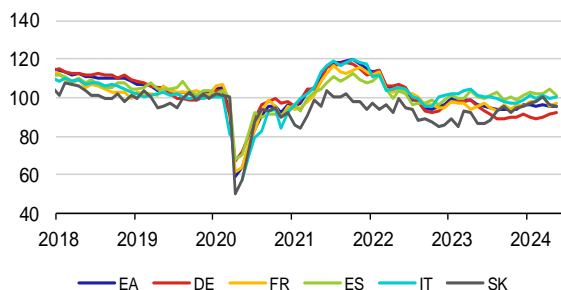
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



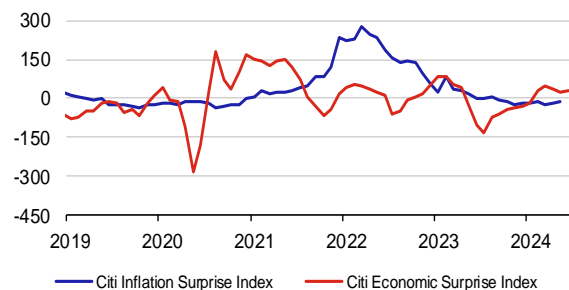
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
3/24	96,3	90,0	100,9	102,0	100,9	100,1
4/24	95,6	91,6	95,8	104,3	99,6	96,5
5/24	96,0	92,4	97,3	101,1	100,4	95,6

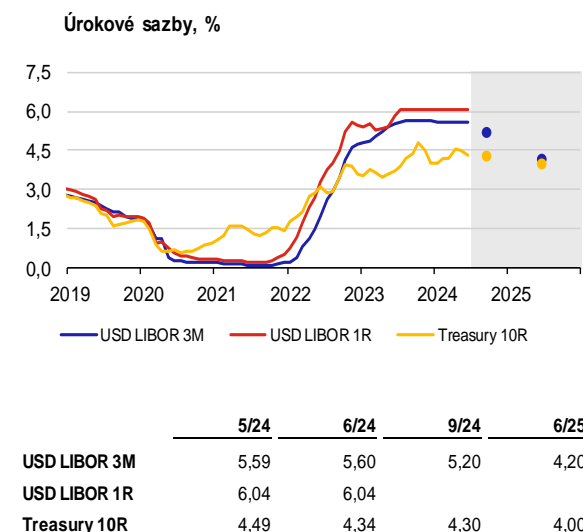
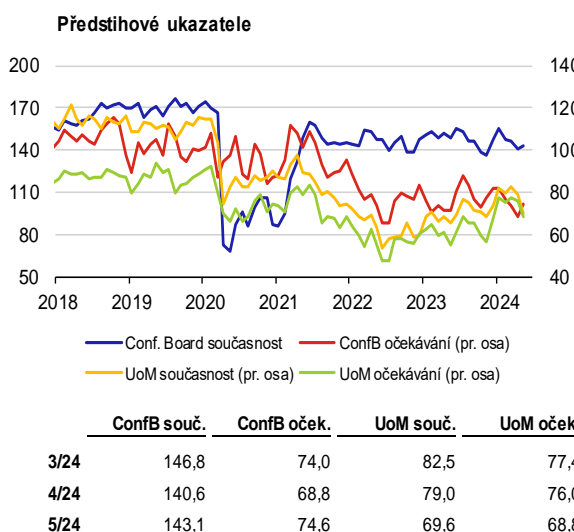
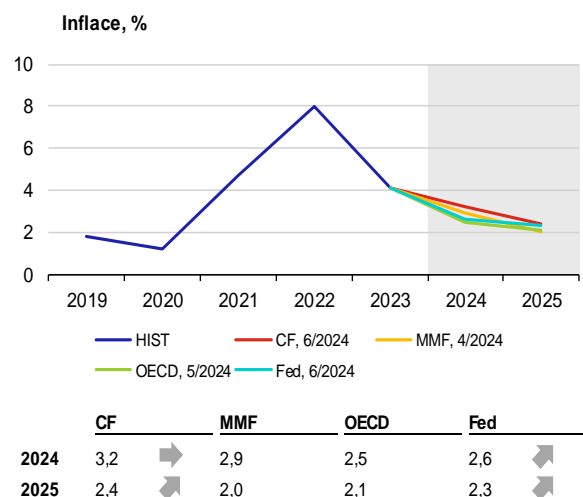
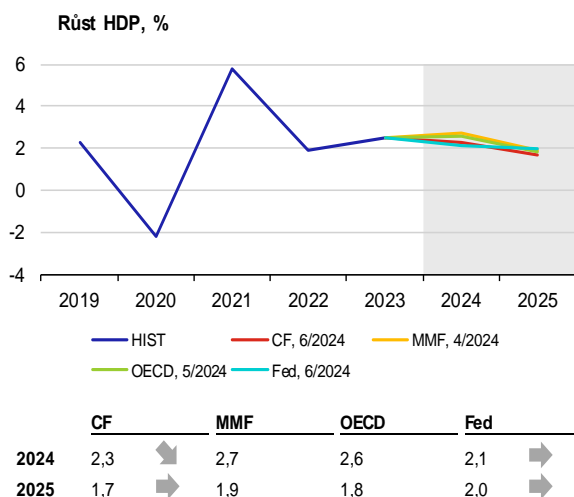
Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

	5y5y	SPF
4/24	2,35	2,04
5/24	2,35	2,04
6/24	2,34	2,04

III.3 Spojené státy

Nový výhled růstu HDP pro americkou ekonomiku byl opět tentokrát revidován dolů. Nový výhled analytiků CF očekává v letošním roce růst reálného HDP o 2,3 %, což je ale optimističtější nežli nový výhled americké centrální banky, která očekává jen 2,1 %. I tak patří USA mezi nejrychleji rostoucí z velkých ekonomik G7 a dotáhnout ji zatím dle výhledů může v letošním roce pouze Kanada. Růst je tažen především spotřebou, analytici ale odhadují, že domácnostem se postupně tenčí úspory a brzy by mohlo dojít ke snížení tempa růstu. Zpomalení růstu se ve druhé polovině letošního roku očekávají nejen analytici CF, ale také květnový průzkum společnosti Bloomberg. V loňském roce ale americká ekonomika překvapila a podobně tomu může být i letos, když tuto ekonomiku čekají prezidentské volby. Americký prezident J. Biden zavítal v červnu na oslavy 80. výročí dne D, tedy spojeneckého vylovení v Normandii, kde se setkal s čelními evropskými představiteli.

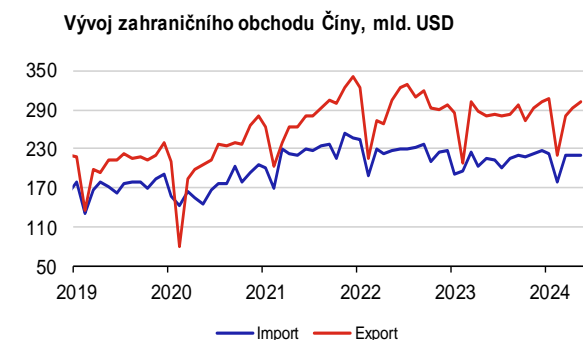
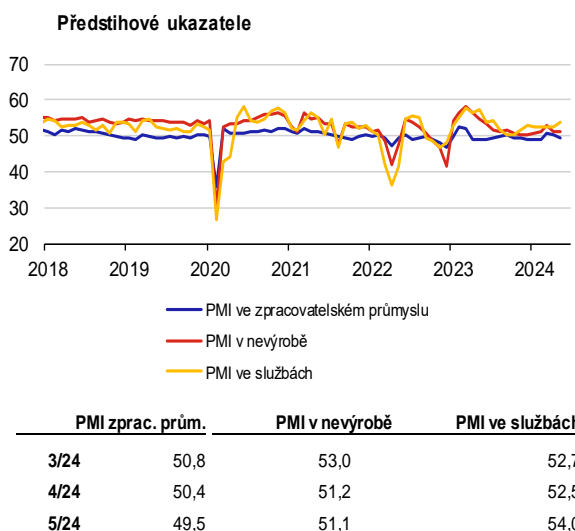
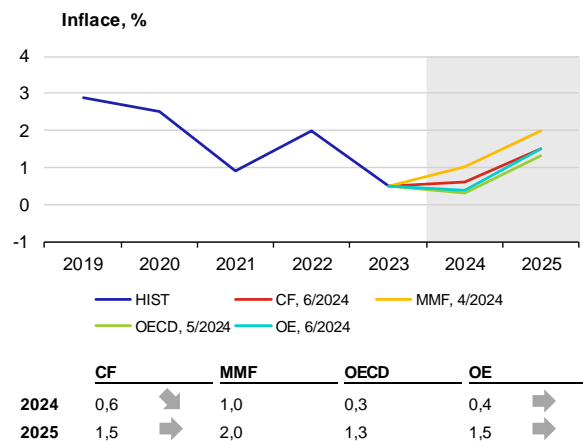
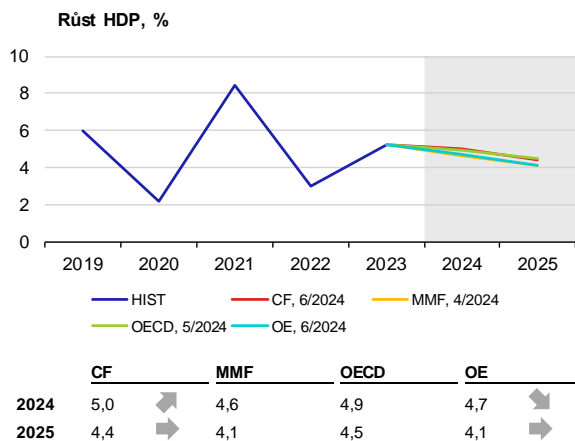
Americký Fed v červnu dle očekávání trhů ponechal sazby beze změny a ve své prognóze očekává v letošním a příštím roce vyšší inflaci než v prognóze z března. Meziroční růst spotřebitelských cen v květnu poklesl na 3,3 %, jádrová inflace pak 3,4 %. Došlo tedy k pozvolnému snížení oproti předchozím měsícům. K poklesu cen došou pouze u nových a ojetých automobilů, jinak ceny rostly, ač pomaleji, než se očekávalo. Nový výhled dle analytiků CF zůstává pro letošní rok na hodnotě 3,2 %, pro příští rok ale došlo k nárůstu na 2,4 %, tedy další vzdálení od 2% inflačního cíle. Stejně výhledy pak vycházejí i z průzkumu analytické společnosti Bloomberg. Nový výhled americké centrální banky očekává letos inflaci na hodnotě 2,6 % a příští rok pak 2,3 %. Tržní očekávání se po tiskové konferenci předsedy J. Powella, která se nesla spíše v holubičím tónu, posunula směrem níže a v letošním roce jsou tak očekávána celkem 2 snížení sazeb – a to na zářijovém a prosincovém měnovém zasedání americké centrální banky. Podobné vyznění má i aktualizovaný DOT plot.



III.4 Čína

Po relativně silném růstu čínské ekonomiky v prvním čtvrtletí, vykazují předstihové ukazatele i pozorovaná data v průběhu druhého čtvrtletí smíšené signály. V dubnu se průmyslová produkce zvýšila meziročně o 6,7 %, což bylo nad očekáváním trhu i 4,5% tempem růstu v březnu. Zotavení průmyslového sektoru je v kontrastu se slabou spotřebitelskou poptávkou, kdy za očekáváním v dubnu zaostaly maloobchodní tržby, které meziročně vzrostly pouze o 2,3 % a potvrdily slábnoucí dynamiku z předchozích měsíců. Dále PMI pro výrobní sektor klesl na hodnotu 49,5 z dubnových 50,4, což naznačuje opětovnou kontrakci v tomto sektoru po dvou měsících růstu. Naopak Caixin PMI, který se zaměřuje na menší a středně velké podniky, vzrostl na 51,7 z dubnových 51,4, což je nejvyšší úroveň od července 2022. Indexy PMI tak ukazují na pokračující nerovnováhu mezi velkými a malými podniky, přičemž menší podniky vykazují větší odolnost a růst, zatímco velké výrobní podniky čelí výzvám v podobě oslabené poptávky a produkce. Nejvíce se v květnu opět dařilo sektoru služeb, kde se index PMI pohyboval s hodnotou 51,1 i nadále v pásmu expanze, přičemž Caixin PMI v tomto sektoru byl s hodnotou 54 dokonce nejvyšší od srpna minulého roku. V květnu k růstu významně přispěl zahraniční obchod, když vývoz vzrostl meziročně o 7,6 %, což při nárůstu dovozu o 1,8 % vedlo k čistému vývozu ve výši přes 82 mld. USD, což je nejvíce od února letošního roku. Dle červnového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne 5 %, které v příštím roce zpomalí na 4,4 %.

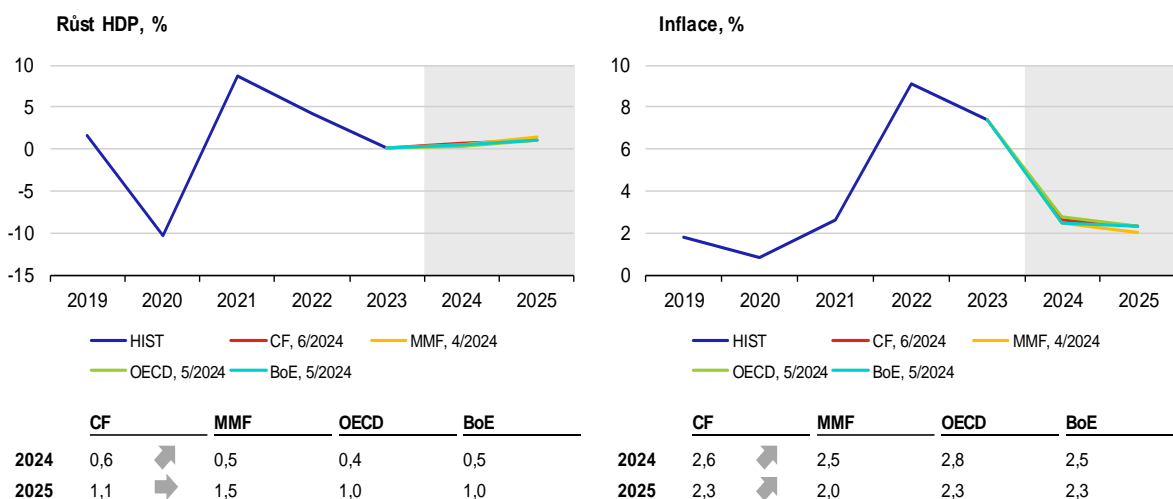
Spotřebitelské ceny v květnu pokračovaly v mírném růstu, přičemž u cen výrobců, které se i nadále nachází deflaci, došlo ke zmírnění poklesu. V květnu dosáhla meziroční inflace spotřebitelských cen stejně jako v dubnu úrovně 0,3 %. To signalizuje pokračující velmi mírné zotavení domácí poptávky, avšak i nadále se inflace nachází výrazně pod 3% cílem. Spotřebitelské ceny letos dle červnového výhledu analytiků CF vzrostou pouze o 0,6 %, přičemž v příštím roce jejich tempo růstu zrychlí na 1,6 %. Meziroční deflační dynamika cen výrobců se v květnu dále zmírnila z dubnových -2,5 % na -1,4 %, kde se naposledy nacházela v únoru 2023.



Zdroj: Bloomberg

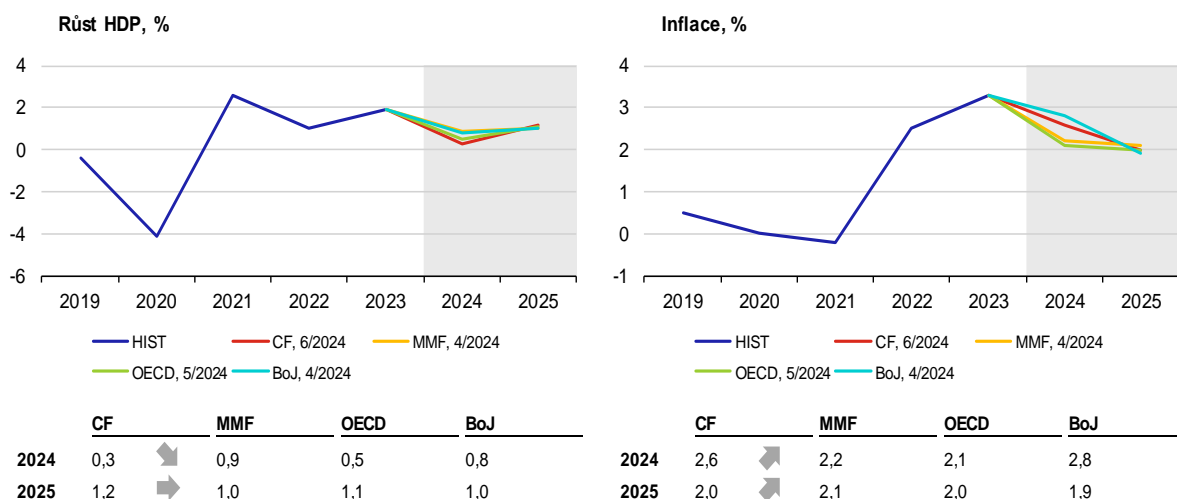
III.5 Spojené království

Hospodářský růst se v dubnu zastavil, což nehraje do karet skomírající volební kampani konzervativců. Ti zůstávají v průzkumech pro překvapivě vyhlášené červencové parlamentní volby daleko za opozičními labouristy. Nulový růst však nebyl překvapením, jelikož nejvlhčí duben za více než deset let zasáhl sektor služeb a stavebnictví. Květnový kompozitní ukazatel PMI naopak naznačuje expanzi ve všech oblastech, ačkoliv mírně klesl na 52,8 bodu. Zpracovatelský sektor zaznamenal oživení aktivity (51,2), což bylo doplněno dalším růstem v sektoru služeb (52,9). Nálada veřejnosti dosáhla v květnu nejvyšší úrovně za více než dva roky, ačkoliv domácnosti stále tíží tlaky na životní náklady. Spotřebitelská inflace v dubnu znovu meziročně zpomalila (2,3 %), především díky poklesu cen plynu a elektřiny. Je však trvalejší, než se předpokládalo, což komplikuje rozhodování BoE o sazbách. Navíc stěžejní růst cen služeb oslabil jen nepatrně pod 6% úroveň. Dle nového pesimističtějšího výhledu CF by měla inflace letos činit 2,6 % a v roce příštím poklesnout na 2,3 %.



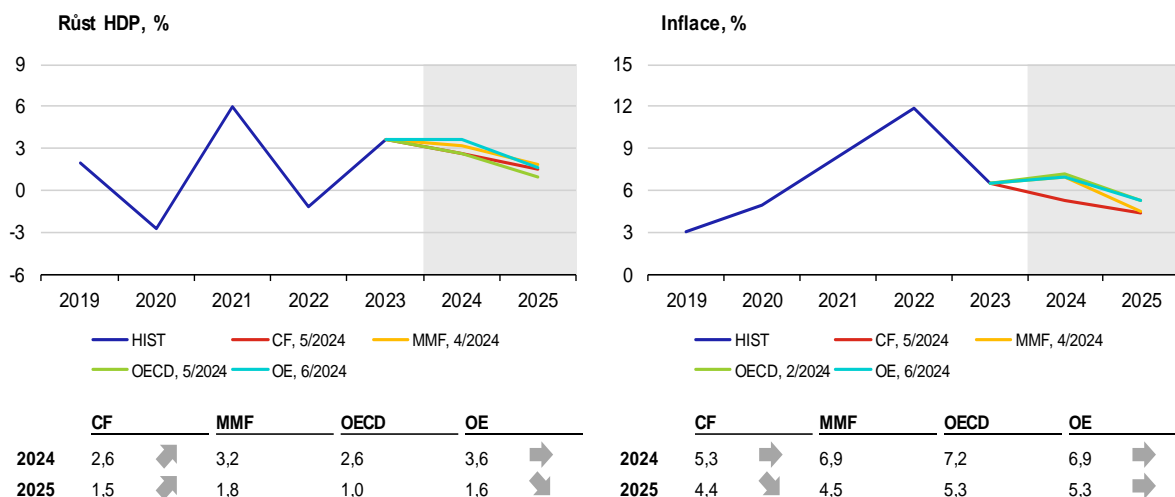
III.6 Japonsko

Japonské HDP v 1. čtvrtletí po revizi kleslo o 1,8 % anualizovaně, taženo dolů zejména soukromou spotřebou a čistými exporty. Naopak pozitivně k růstu přispěly zejména zásoby. Mezitím silný cenový růst jak v průmyslu (2,4 % mizr. v květnu), tak pro koncové spotřebitele dále limituje kupní sílu domácností. Inflaci nepomáhá ani velmi slabý jen, který dále oslabil v návaznosti na mlhavé vyjádření BoJ ohledně budoucího snižování nákupů dluhopisů. Centrální banka je tak ve svízelné situaci, kdy na jedné straně slabý jen a vysoké dovozní ceny tlačí inflaci nahoru a na straně druhé anemická spotřeba domácností a negativní růst reálných mezd nedovoluje normalizaci měnové politiky. Trhy tak oddálily očekávané zvýšení sazeb. Pozitivní by mohl být vývoj mezd, u kterého se v budoucích měsících očekává, že předčí růst spotřebitelských cen. Ten by tak podpořil útraty domácností a stabilnější poptávkově taženou inflaci.



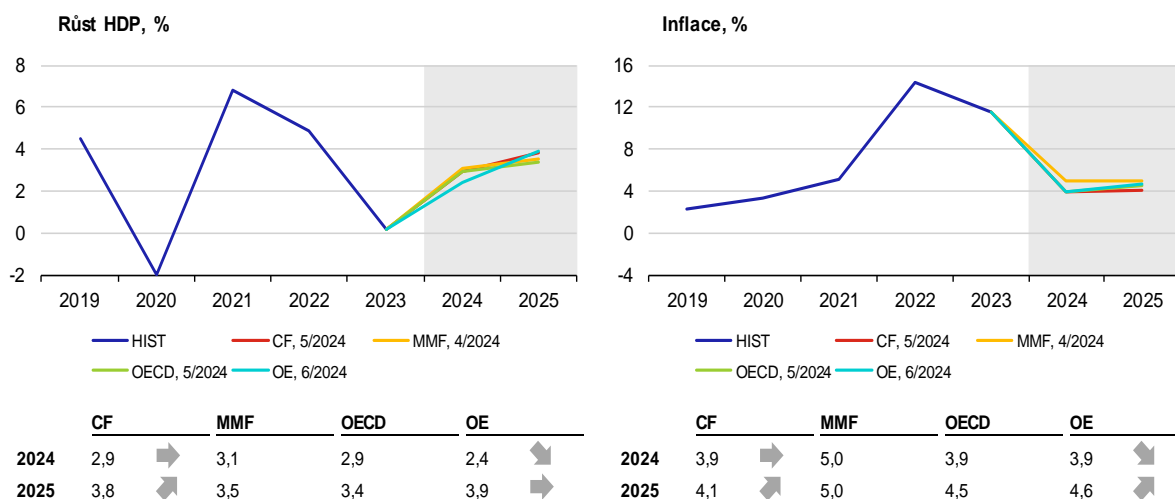
III.7 Rusko

Meziroční míra inflace v květnu ve výši 8,3 % již třetí měsíc v řadě pokračovala v růstu. HDP v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostl o 5,4 % překonávaje očekávání trhů. Vysoká spotřebitelská poptávka zůstávala hlavním proinflačním faktorem, zatímco trvalý nedostatek pracovních sil, kdy míra nezaměstnanosti v dubnu opět zaznamenala historické minimum ve výši 2,6 %, vyvolával tlak na růst mezd. Produkční kapacity nadále nedokázaly adekvátně reagovat na rostoucí poptávku. Inflační očekávání domácností se zvýšila. Ačkoliv CBRF ponechala na červnovém zasedání klíčovou úrokovou sazbu již počtvrté na úrovni 16 %, trhy očekávají zvýšení sazeb v červenci. Rubl důsledkem snížené poptávky importérů a zvýšených výnosů z exportu v dubnu mírně posílil.



III.8 Polsko

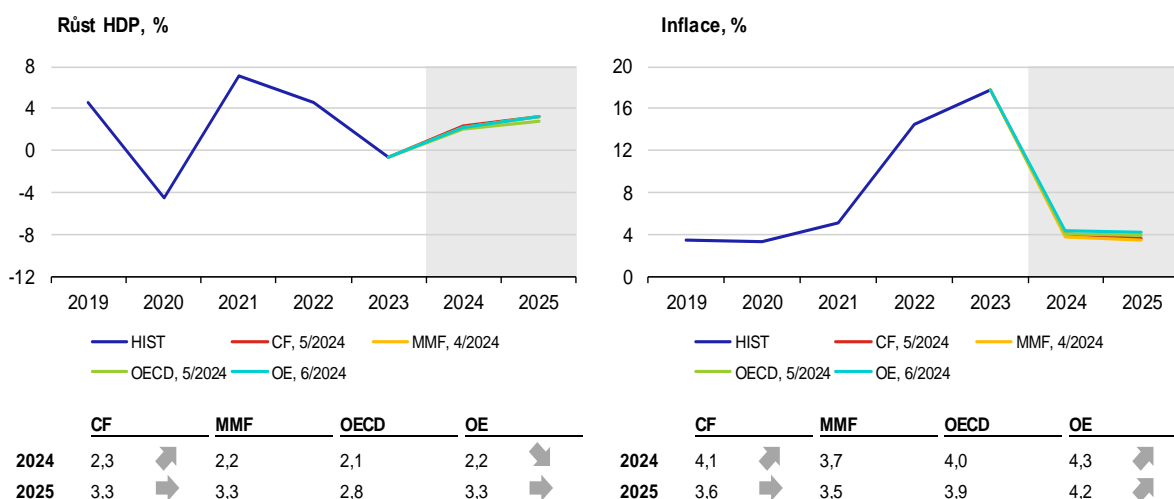
Meziroční růst HDP v 1. čtvrtletí 2024 dále zrychlil z 1 % na 2 %. Po sezonním očištění činil růst 1,3 % a oproti předchozímu čtvrtletí 0,5 %. Největším dílem k němu přispěly vládní výdaje a spotřeba domácností. Proti tomu působil nejvíce pokračující pokles zásob a mírně i pokles fixních investic kvůli dočerpání evropských fondů z předchozího období. Příspěvek zahraničního obchodu byl jen mírně kladný. Špatná zůstává nadále situace v průmyslu, PMI zpracovatelského průmyslu klesl v květnu ze 45,9 na 45 bodů a zůstává tak již 25 měsíců v řadě v pásmu kontrakce. Nicméně průmyslová produkce v dubnu meziročně překvapivě vzrostla o 7,9 % po předchozím poklesu o 5,6 %. Meziroční růst maloobchodních prodejů se v dubnu snížil z 6,1 na 4,1 % a míra nezaměstnanosti klesla z 5,3 na 5,1 %. CPI vzrostl v květnu meziměsíčně o pouhých 0,1 % a meziroční inflace se tak zvýšila z 2,4 na 2,5 %. Consensus trhu očekával větší růst inflace v reakci na obnovení DPH na základní potraviny. Centrální banka (NBP) se ale nadále obává rušení cenových stropů na energie, ke kterým má dojít v průběhu léta a ponechala tak i v červnu svou referenční sazbu na úrovni 5,75 %. Přísná měnová politika udržuje kurz PLN na posilující trendové trajektorii. Další snižování sazeb předpokládá NBP až v příštím roce.



III.9 Maďarsko

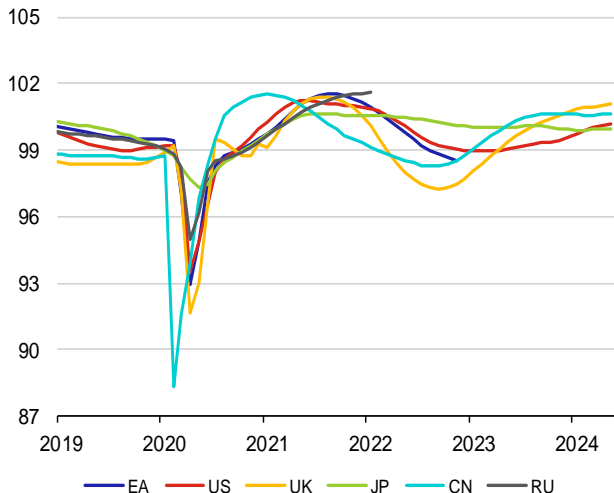
Maďarská ekonomika začíná ožívat, meziroční růst HDP se dostal v 1. čtvrtletí 2024 po roce opět do kladných čísel (1,1 %). Mezičtvrtletní tempo růstu činilo (podobně jako v předchozích čtvrtletích) 0,8 % a sezonně očištěný meziroční růst pak 1,7 %. Nejvíce k růstu HDP na straně tvorby přispěly služby, částečně i stavebnictví a zemědělský sektor, naopak průmysl nadále táhl růst HDP dolů. Na straně spotřeby byl HDP (překvapivě) podporován spotřebou domácností, zatímco investice klesaly. Zahraniční obchod přispěl kladně díky většímu meziročnímu poklesu dovozu než vývozu. Výhled zůstává nadále nejistý, nicméně v dubnu zaznamenal vývoz po delší době opět meziroční růst (8,8 %) a přebytek obchodní bilance tak dosáhl další rekordní hodnoty, což by mělo kompenzovat snižující se úrokový diferencíál a podpořit kolísající kurz forintu. Naopak maloobchodní tržby v dubnu vykázaly meziměsíční pokles o 0,9 % a meziroční růst jen o 3,2 %, což svědčí o přetrvávající opatrnosti domácností. Tu potvrzují i nízká čísla v průzkumu spotřebitelské důvěry. Nicméně situace by se měla s obnovením růstu reálných mezd začít letos postupně zlepšovat. Průmyslová produkce nadále setrvává v poklesu (v dubnu meziměsíčně -0,7 % a po sezonním očištění -2,4 % meziročně).

I když CPI v květnu meziměsíčně klesl o 0,1 %, meziroční inflace se zvýšila z 3,7 na 4 %. Jádrová inflace pak stagnovala na 4 %. V následujících měsících lze očekávat další růst inflace v důsledku odeznění příznivých efektů srovnávací základny z minulého roku. Centrální banka (MNB) dle očekávání snížila na květnovém zasedání svou referenční sazbu o 0,5 p. b. na 7,25 %. Nadále vnímá riziko zvýšené inflace zejména v sektoru služeb. Navíc přetrvávající vysoké sazby v USA způsobují vyšší volatilitu na finančních trzích v rozvíjejících se ekonomikách. Další postup uvolňování měnové politiky tak bude záležet na vývoji inflace a vnějších rizik, nicméně vzhledem k tomu, že MNB chce udržovat reálné úrokové sazby v kladném teritoriu, lze očekávat, že cyklus snižování úrokových sazeb se blíží ke konci.

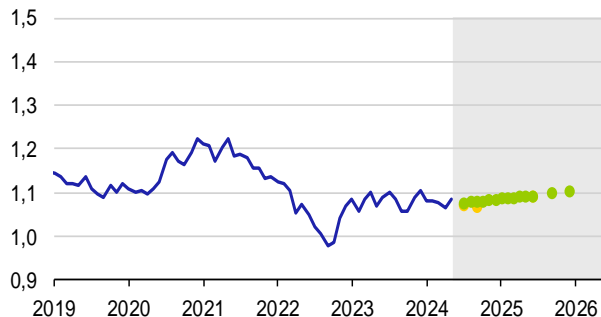


IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

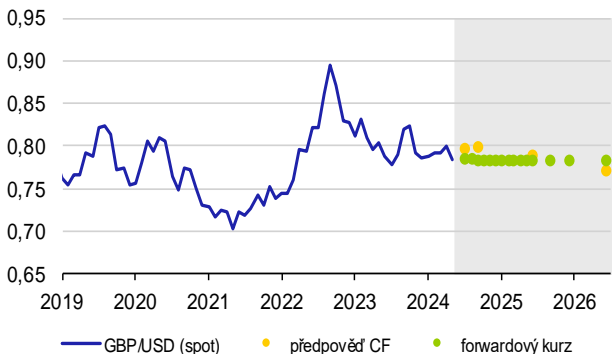


Americký dolar (USD/EUR)



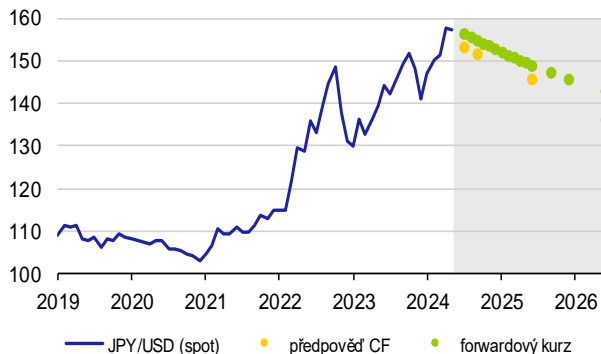
	10/6/24	7/24	9/24	6/25	6/26
spotový kurz	1,073				
předpověď CF		1,073	1,071	1,092	1,126
forwardový kurz		1,078	1,081	1,095	1,111

Britská libra (GBP/USD)



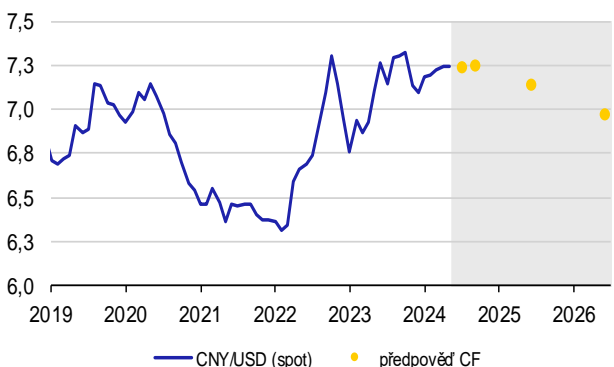
	10/6/24	7/24	9/24	6/25	6/26
spotový kurz	0,786				
předpověď CF		0,799	0,800	0,791	0,773
forwardový kurz		0,785	0,785	0,784	0,784

Japonský jen (JPY/USD)



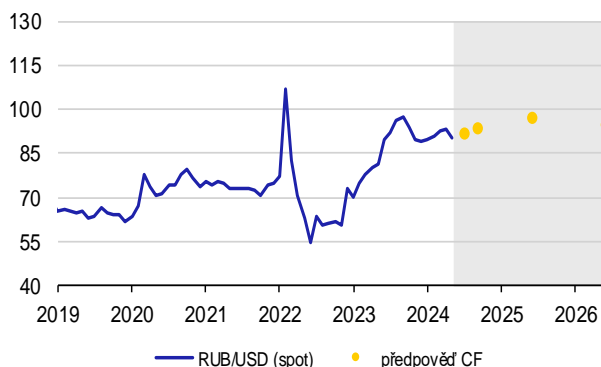
	10/6/24	7/24	9/24	6/25	6/26
spotový kurz	156,9				
předpověď CF		153,3	151,9	145,9	136,3
forwardový kurz		156,3	154,9	149,1	143,0

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	10/6/24	7/24	9/24	6/25	6/26
spotový kurz	7,268				
předpověď CF		7,239	7,249	7,145	6,975

Ruský rubl (RUB/USD)



	10/6/24	7/24	9/24	6/25	6/26
spotový kurz	89,08				
předpověď CF		92,03	93,96	97,37	95,12

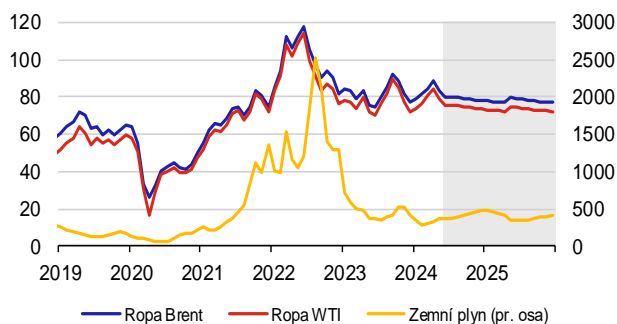
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa

Cenu ropy v průběhu dubna a května tlačilo dolů snižující se napětí na fyzickém trhu, zhoršující se sentiment finančních investorů a klesající geopolitická riziková prémie. Cena ropy Brent se tak dostala z letošního maxima 92 USD/barel na začátku dubna až na čtyřměsíční minimum 77 USD/barel na začátku června, kdy aliance OPEC+ zveřejnila plán na postupné ukončování dobrovolného omezení těžby od října (zatímco trh toto převážně očekával až od začátku roku 2025). Představitelé aliance ale následně zdůraznili, že zvyšování těžby bude podmíněno situací na trhu a cena ropy Brent tak vystoupala do poloviny června zpět nad 82 USD/barel. Sentiment na trhu ale zůstává pesimistický kvůli stále křehkému výhledu čínské ekonomiky, zpomalování ekonomiky USA a nejistotě ohledně měnové politiky Fedu. Peněžní manažeři tak snižují své čisté dlouhé pozice, zejména na ropu Brent. Značně se liší odhady jednotlivých institucí ohledně letošního růstu poptávky po ropě – nejvýše je předpověď kartelu OPEC s hodnotou 2,2 mil. barelů denně (mbd), naproti tomu IEA snížila odhad o 0,1 na pouhých 0,96 mb/d. EIA sice odhad zvýšila z 0,9 na 1,1 mb/d, ale ani tato hodnota by neumožnila alianci OPEC+ zvyšovat letos těžbu, neboť růst těžby mimo OPEC+ se očekává na úrovni 1,2 (OPEC) až 1,4 mb/d (IEA). Marže rafinérií klesaly v květnu třetí měsíc v řadě ve všech regionech, nejvíce ale v Asii, kde již hrozí omezování jejich produkce.

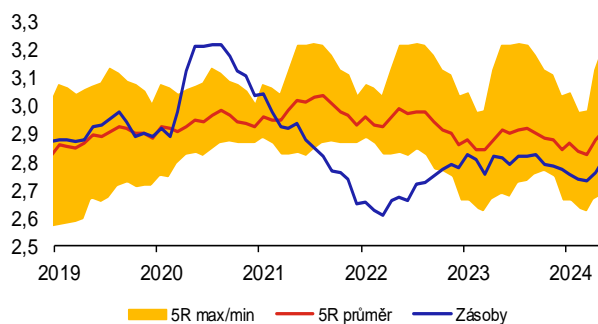
Tržní křivka z první poloviny června se posunula mírně směrem dolů, nadále zůstává klesající a implikuje cenu ropy Brent 78,2 a 74,7 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. EIA sice svou předpověď rovněž snížila, ale nadále očekává, že cena ropy Brent bude růst až do ledna 2025 (na 88 USD/barel), teprve od 2. čtvrtletí by měla postupně klesat na 82 USD/barel na konci příštího roku. Červnový CF snížil výhled ceny ropy Brent v ročním horizontu na 82 USD/barel, přesto zůstává rovněž výrazně nad tržní křivkou.

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

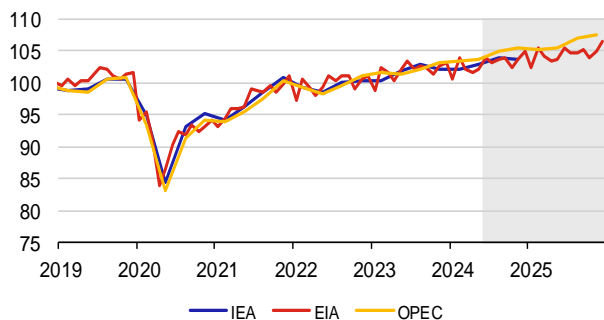


	Brent	WTI	Plyn
2024	81,02	76,53	381,32
2025	77,93	73,25	395,09

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

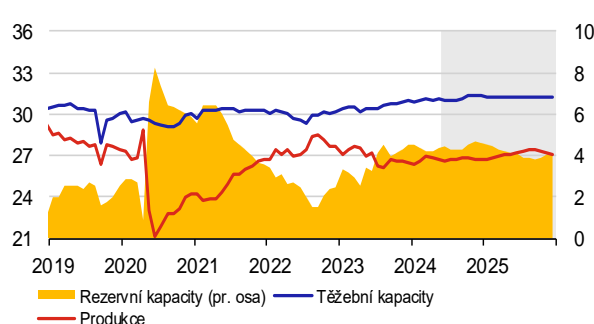


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2024	103,17	102,99	104,45
2025		104,52	106,30

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2024	26,70	31,09	4,39
2025	27,15	31,27	4,12

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

Poznámka: Cena ropy na ICE, průměrná cena plynu v Evropě – data Světové banky. Budoucí ceny ropy a plynu (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů. Komerční zásoby ropy v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

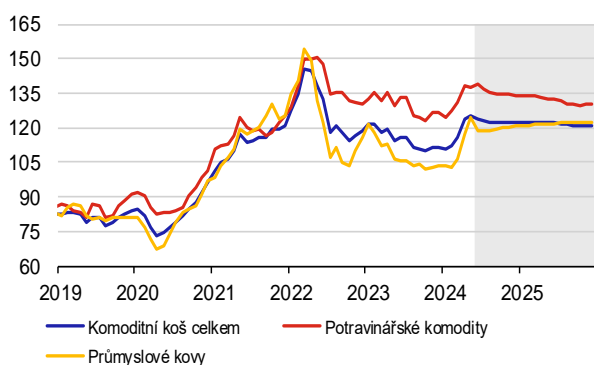
V.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě (na rozdíl od ceny ropy) vzrostla od únorového minima 22,2 EUR/MWh na 34,5 EUR/MWh v polovině června. Cenu plynu v současnosti táhne vzhůru silná poptávka po LNG z Asie kvůli tamní vlně teplého počasí. Cena plynu v Evropě zůstává nadále pod cenou LNG v Asii, což signalizuje dostatečnou úroveň dodávek na evropský trh. V polovině května ale cena vzrostla kvůli obavám z potenciálního omezení dodávek ruského plynu rakouské firmě OMV kvůli právním sporům s Gazpromem. Snižuje se rovněž tempo plnění evropských zásobníků.

Index cen průmyslových kovů v květnu dále silně vzrostl, ale v první polovině června se vrátil zhruba na dubnovou hodnotu. Ke květnovému růstu přispělo částečně další oživení aktivity světového průmyslu (když JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu vzrostl na 50,9 a byl tak již čtvrtý měsíc v pásmu expanze), ale kromě toho i obavy z nedostatečné těžby některých kovů a následné spekulace finančních investorů, podpořené zesílenými stimulačními kroky čínské vlády. Nicméně ve druhé polovině května došlo ke korekci cen prakticky u všech kovů indexu, neboť oficiální čínský PMI signalizoval pokles tamního průmyslu. Fyzická poptávka z Číny tak zůstává navzdory vládním stimulačním programům zatím slabá, což potvrzují i rostoucí zásoby kovů v Číně.

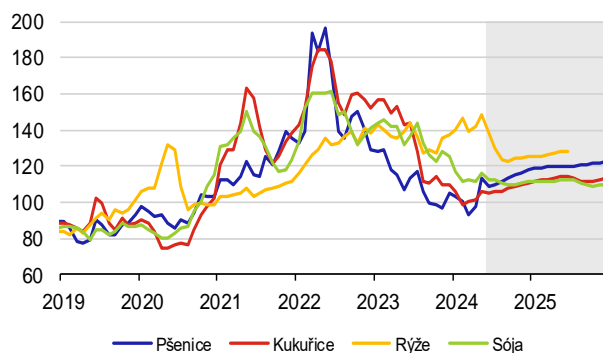
Index cen potravinářských komodit se od dubna udržuje na vysoké úrovni. Ceny zrnin sice v první polovině června mírně klesaly, proti tomu ale působil růst cen kávy, kakaa a hovězího masa. Cenu pšenice a sóji tlačí dolů očekávání vysoké sklizně v USA. Naopak cena kakaa je cca 4x vyšší než v letech 2019–2022 kvůli výpadku produkce v západní Africe z důvodu dlouhodobě nepříznivého počasí a chorob rostlin.

Indexy cen neenergetických komodit



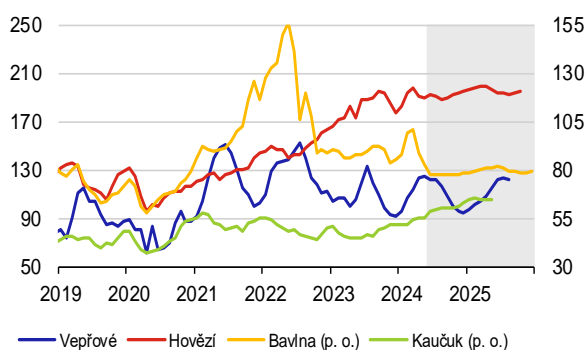
	Celkem	Potraviny	Kovy
2024	120,6	133,9	116,0
2025	121,9	131,8	121,9

Potravinářské komodity



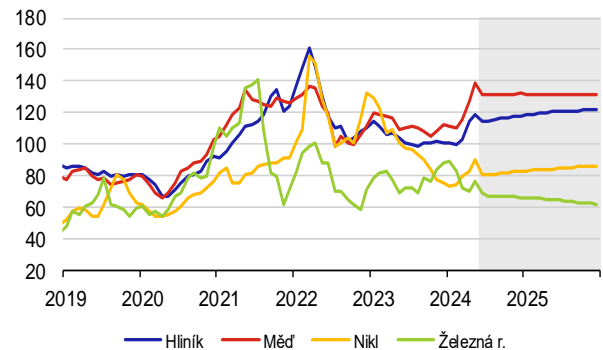
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2024	108,4	105,6	133,7	112,1
2025	120,4	112,7	126,8	111,0

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2024	109,9	191,3	83,6	57,6
2025	111,6	195,9	79,7	64,8

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2024	112,8	127,2	81,3	72,1
2025	120,7	131,8	85,0	64,5

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu v roce 2023¹

Globální ekonomický výhled (GEV) přináší každý měsíc pravidelný přehled nejnovějších předpovědí ekonomického vývoje od mezinárodních institucí, vybraných centrálních bank a agentury Consensus Economics. Dopady pokračující války na Ukrajině a z ní vzešlé energetické krize v Evropě ovlivnily výhledy i pro loňský rok, především ty s delším výhledem. Optimismus sledovaných institucí ohledně výhledů pro růst HDP za rok 2023 se v případě evropských zemí (kromě Ruska) nenaplnil, zatímco sledované mimoevropské země a Rusko dosáhly vyššího ekonomického růstu ve srovnání s výhledy. Žádná ze sledovaných institucí také ještě na začátku roku 2022 neočekávala pro rok 2023 ve sledovaných zemích (kromě Číny) zvýšenou inflaci. V souladu s tím byly podhodnoceny výhledy krátkodobých úrokových sazeb v ročním horizontu pro eurozónu a Spojené státy. Co se týče směnných kurzů sledovaných měn vůči americkému dolaru, tak došlo ke snížení jejich volatility a na delším konci očekávané oslabování dolaru se nedostavilo. Za celé vyhodnocované období byla v předpovědích očekávána obecně mírně vyšší cena ropy.

Úvod

Každoročně provádíme vyhodnocení přesnosti předpovědí ekonomických veličin pravidelně sledovaných v GEVu.

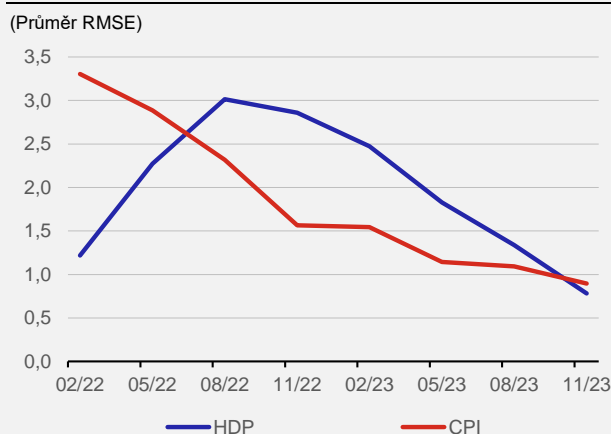
Výsledky tohoto hodnocení poskytují hodnotnou informaci o tom, které ze sledovaných institucí se svými odhady nejvíce blížily následně zaznamenané skutečnosti, a byly tedy ve svých předpovědích nejspěšnější. U předpovědí úrokových sazeb, měnového kurzu USD a ceny ropy hodnotíme kromě prognóz Consensus Forecasts (CF) také výhledy odvozené z tržních kontraktů. Vyhodnocení se vždy vztahuje k uplynulému roku. V případě předpovědí růstu HDP a inflace CPI pro daný kalendářní rok (tzv. fixed-event forecasts), jsou tak aktuálně vyhodnocovány předpovědi pro rok 2023. V případě předpovědí, jež jsou uveřejňovány pro fixní horizont, jehož časové ukotvení se s každým zveřejněním nové prognózy posouvá dále do budoucna (tzv. rolling-event forecasts), byly do vyhodnocení zahrnuty predikce od roku 2020. Do této kategorie „rolujících“ předpovědí spadají z výhledů pravidelně uveřejňovaných v GEVu např. tříměsíční a jednoleté výhledy zahraničních úrokových sazeb, cena ropy nebo výhledy měnových kurzů sledovaných měn vůči americkému dolaru. Obecná charakteristika výhledů je celkem zřejmá – se zkracujícím se horizontem předpovědi dochází k jejich zpřesňování (Graf 1). Nicméně v případě výhledů pro růst HDP docházelo v souvislosti s nejistotou ohledně dopadů ruskem rozpoutané války na Ukrajině nejprve k nárůstu nepřesností ve výhledech a to až do poloviny roku 2022.

Z důvodu krátkosti vyhodnocovaných časových řad

používá analýza hlavně jednoduchý ukazatel průměrné chyby předpovědi (MFE – mean forecast error). Chyba předpovědi e_t je počítána jako rozdíl mezi ex post známou skutečností a_t a jí odpovídající předpovědí f_t , tedy: $e_t = a_t - f_t$. Kladná hodnota chyby předpovědi tak znamená, že pro danou veličinu byla prognózována nižší hodnota, než jaká poté ve skutečnosti nastala (podstřelení skutečnosti). Záporná hodnota chyby předpovědi naopak znamená, že prognózovaná hodnota byla vyšší než následná skutečnost (přestřelení skutečnosti). Zdrojem skutečně dosažených hodnot růstu HDP a inflace spotřebitelských cen za rok 2023 je publikace Consensus Forecasts. Zdrojem skutečných hodnot ostatních vyhodnocovaných veličin je databáze Bloomberg, ze které jsou čerpány rovněž termínové kontrakty pro úrokové sazby, měnové kurzy a ceny ropy Brent.

Pro vyhodnocení přesnosti prognóz růstu HDP a inflace napříč jednotlivými institucemi používáme navíc ukazatel RMSE. Dále pro vyhodnocení přesnosti předpovědí napříč kurzy jednotlivých měn vůči americkému dolaru používáme také ukazatel průměrné absolutní procentní chyby předpovědi (MAPE). Tento ukazatel, uváděný v procentech, je vhodný k vzájemnému porovnání veličin různých dimenzí. Navíc jsou jednotlivé chyby uváděny v absolutní hodnotě a nedochází tak (podobně jako v případě RMSE) ke vzájemnému kompenzování kladných a záporných chyb předpovědí, jako je tomu u ukazatele MFE. Formální zápis je následující:

Graf 1 – Postupné zlepšování předpovědí pro rok 2023



Pozn.: Všechny sledované instituce a všech 6 regionů (USA, eurozóna, Čína, Spojené Království, Japonsko a Rusko)

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

$$MAPE = \frac{100}{n} \sum_{t=1}^n \left| \frac{a_t - f_t}{a_t} \right| \quad (1)$$

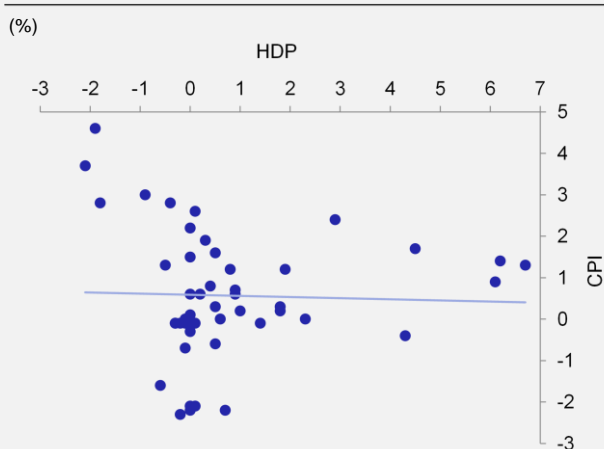
$$RMSE = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (a_t - f_t)^2}{n}} \quad (2)$$

Vyhodnocení přesnosti předpovědí růstu HDP a inflace CPI na rok 2023

V GEVU pravidelně sledujeme vývoj a předpovědi růstu HDP a inflace CPI v eurozóně, USA, UK, Japonsku, Číně a Rusku. Prognózy růstu HDP a inflace pro tyto země jsou přebírány primárně z dotazníkového šetření CF, od Mezinárodního měnového fondu (MMF) a Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). Tyto tři instituce pokrývají všechny sledované země. V případě vyspělých ekonomik jsou navíc sledovány prognózy jejich centrálních bank, tedy Evropské centrální banky (ECB), amerického Fedu, Japonské centrální banky (BoJ) a Britské centrální banky (BoE). Pro Čínu a Rusko jsou namísto toho využity prognózy Oxford Economics. Výhledy výše uvedených institucí se mezi sebou liší četností nových vydání v průběhu roku i daty zveřejňování. Frekvence aktualizací prognóz je buď měsíční (prognózy CF a OE) nebo čtvrtletní (MMF, OECD, ECB, Fed a BoJ). Vyhodnocovány jsou čtvrtletní prognózy, konkrétně prognózy z února, z května, srpna a listopadu.

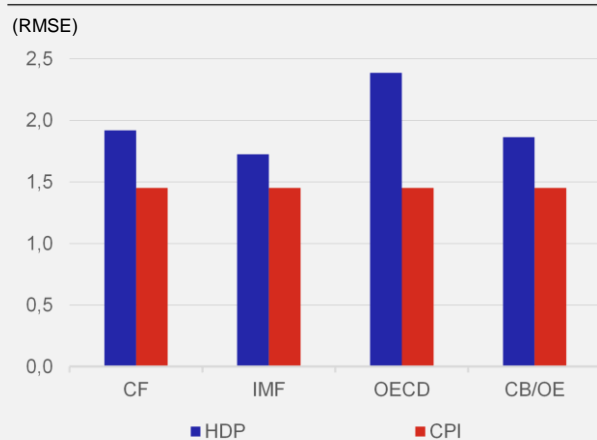
V průměru byl očekávaný ekonomický růst ve srovnání se skutečností vyšší v případě eurozóny a Spojeného Království, zatímco pro USA, Japonsko, Čínu a zejména pro Rusko překvapila skutečnost vyššími než předpokládanými hodnotami. Ekonomiky eurozóny a UK tak v souvislosti s válkou na Ukrajině v roce 2023 čelily nepříjemnostem, které měly rysy stagflace, tedy stagnaci ekonomického růstu při rostoucí inflaci. Mezi chybami prognóz hospodářského růstu a inflace je proto u těchto zemí zřejmý inverzní vztah. Při pohledu na chyby předpovědí CF za všechny sledované země již, na rozdíl od minulých vyhodnocování, inverzní vztah patrný není (Graf 2). Odchylky prognóz růstu HDP námi sledovaných zemí od následné skutečnosti zachycují grafy v Příloze 1. Největší variabilitou² výhledů růstů HDP, tak inflace bylo charakteristické Rusko. Sledované instituce v jeho případě očekávaly mnohem horší ekonomické dopady války. Skutečně dosažený růst HDP Ruska za rok 2023 byl však nakonec výrazně vyšší (po Číně druhý nejvyšší ze sledovaných zemí). V Rusku se tak pravděpodobně projevil efekt válečné ekonomiky a omezeného reálného dopadu západních sankcí. Nejpresnější (měřeno ukazatelem RMSE) byly výhledy růstu HDP Japonska a Číny. Obě země byly navíc charakteristické nízkou variabilitou prognózovaných růstů. Z očekávaného růstu HDP podle CF na začátku roku 2022 o 1,8 % pro Japonsko se nakonec realizoval růst pouze o 0,1 procentního bodu vyšší. V případě Spojených států CF na začátku roku 2022 dokonce ukazoval stejnou hodnotu růstu HDP pro rok 2023, která byla nakonec dosažena, ale v průběhu horizontu prognózy bohužel CF (i ostatní instituce) očekávaný růst HDP USA přehnaně zhoršovaly. Mnohem větší rozdíly se realizovaly v případě již zmíněné eurozóny a UK, které byly výrazně negativně zasaženy válkou na Ukrajině a následnou energetickou krizí. Rozdíl mezi prvním odhadem růstu HDP eurozóny podle CF a realizovanou skutečností činil 2,1 p. b. Přesnost predikcí hospodářského růstu napříč všemi zeměmi byla velmi podobná u všech srovnávaných institucí (Graf 3).

Graf 2 – Vztah mezi odchylkami HDP a CPI



Pozn.: Prognózy CF pro vyhodnocované země.

Graf 3 – Porovnání přesnosti institucí, které prognózují růst HDP a inflaci pro všechny země



Pozn.: CF – Consensus Forecasts, MMF – Mezinárodní měnový fond, OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, CB/OE = centrální banka nebo Oxford Economics

² Variabilita je v analýze měřena směrodatnou odchylkou.

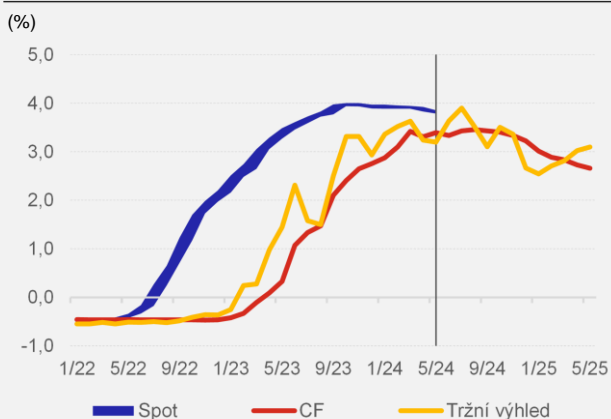
Zejména vlivem válkou vyvolané energetické krize a doznívajícími postpandemickými efekty překonala skutečná inflace (s výjimkou Číny) její prvotní očekávané hodnoty ze začátku roku 2022 (Příloha 2). Inflační výhledy centrálních bank byly charakteristické podobnou nepřesností jako výhledy ostatních institucí (horší výhledy inflace měly Fed a BoE). Největší variabilita předpovědí inflace byla charakteristická opět pro Rusko a v menší míře také pro Spojené království. V eurozóně dosahovala průměrná očekávaná inflace na rok 2023 na začátku roku 2022 1,7 %, ale skutečnost byla o 3,7 p. b. vyšší. V průměru za všechny země pak nejpřesnějších výhledů inflace dosáhli analytici CF (Graf 3). Z výsledků pouze pro jeden vyhodnocovaný rok nelze nicméně činit obecnější závěry, neboť přesnost předpovědí se v čase a mezi jednotlivými institucemi zpravidla mění. Z grafů odchylek růstu HDP a inflace je však patrný obecný průběh, kdy se zkracujícím se časovým horizontem prognóz dochází k postupnému zpřesňování předpovědí.

Vyhodnocení přesnosti předpovědí zahraničních úrokových sazeb

V GEVU jsou výhledy úrokových sazeb sledovány pro eurozónu a pro Spojené státy. Sledované výhledy tříměsíčních úrokových sazeb jsou kromě výhledu z dílny CF rovněž doprovázeny výhledem odvozeným z termínových tržních kontraktů. Naproti tomu výhledy dlouhodobých (desetiletých) výnosů vládních dluhopisů jsou přebírány pouze z CF. V minulém roce došlo ke kulminaci inflace a zejména konec roku 2023 posunul optimistická očekávání ohledně načasování snižování sazeb hlavních centrálních bank.

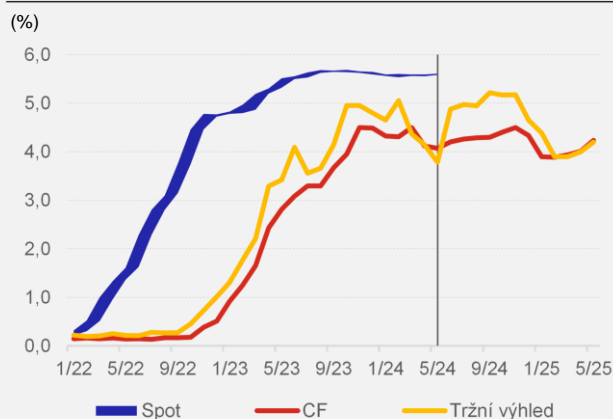
Krátkodobá tržní očekávání ohledně vývoje krátkodobých úrokových sazeb byla v minulém roce poměrně spolehlivá, u ročního výhledu ale málo vpředhledící (Graf 4 a 5). Proces zvyšování sazeb začal zhruba v polovině roku 2022, nicméně očekávané tempo zvyšování sazeb odráželo spíše aktuální vývoj, nežli vpředhledící přístup. Analytici CF se většinou stavěli k budoucí přísnosti měnové politiky jak ECB (Graf 4) tak Fedu (Graf 5) zdrženlivěji než trhy a současně analytici neočekávali současnou výši sazeb. Tržní očekávání vykazují větší volatilitu, tedy větší citlivost na informace přicházející z ekonomiky a také ochotu změnit směr výhledu, jak tomu je od počátku letošního roku. Zejména u Grafu 5, je vidět změna očekávání ohledně růstu sazeb na jaře loňského roku, kdy se již v ročním horizontu (jaro 2024) očekával jejich pokles.

Graf 4 – Roční výhled tříměsíčních úrokových sazeb v eurozóně a srovnání se skutečností



Zdroj: CF, Bloomberg
Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

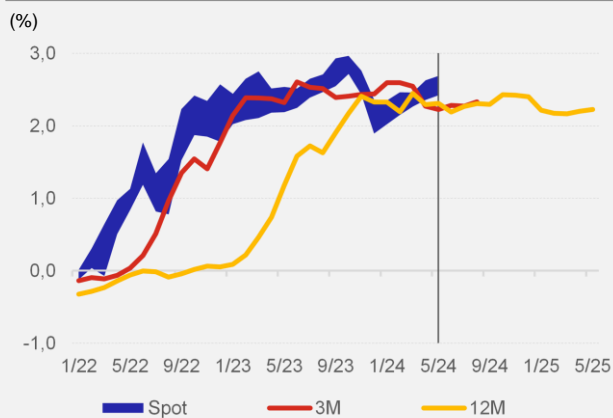
Graf 5 – Roční výhled tříměsíčních úrokových sazeb v USA a srovnání se skutečností



Zdroj: CF, Bloomberg
Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Situace ohledně výhledů pro vývoj výnosů vládních dluhopisů s delší splatností vykazuje opět spíše konzervativní přístup a to zejména pro Spojené státy (Grafy 6 a 7). Výnosy dluhopisů rostly již od počátku roku 2022, kdy bylo zřejmé, že bude docházet ke zpřísnění měnové politiky jak v eurozóně, tak v americké ekonomice. V loňském roce krátkodobé (tříměsíční) výhledy výnosů 10letých dluhopisů v eurozóně z dílny analytiků CF vykazovaly svojí spolehlivost, ačkoli pohles na počátku roku zachytit nedokázaly. Roční výhledy pak ukazují nápadnou podobnost s těmi krátkodobými a pro loňský rok zatím nebyly příliš spolehlivé. Pro letošní rok se zatím drží na stabilní úrovni, ale pod aktuální hodnotou. Krátkodobé výhledy výnosů dluhopisů americké vlády ale spíše kopírovaly aktuální dění a v minulém roce se jim příliš nedařilo. Výhledy v ročním horizontu byly zatíženy nejistotou a očekáváním ohledně rychlého návratu sazeb na nižší hodnoty a současně očekávání recese americké ekonomiky, k čemuž ale v loňském roce nedošlo. Ročním výhledům se proto v loňském roce vůbec nedařilo a očekávaly výnosy o zhruba 1 p.b. nižší, než jaké ve skutečnosti byly.

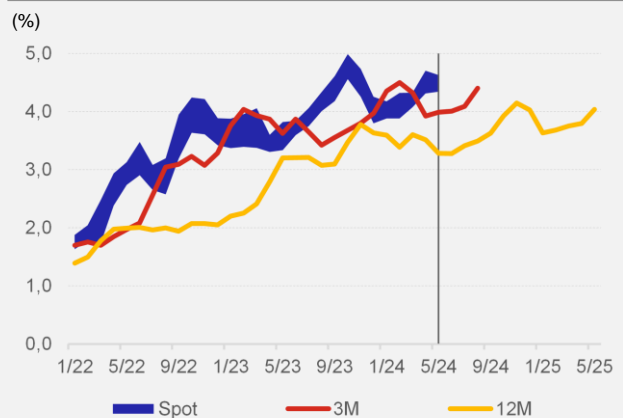
Graf 6 – Výhled výnosů 10letých vládních dluhopisů Německa a srovnání se skutečností



Zdroj: CF, Bloomberg

Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální výnos v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Graf 7 – Výhled výnosů 10letých vládních dluhopisů USA a srovnání se skutečností



Zdroj: CF, Bloomberg

Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální výnos v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Vyhodnocení přesnosti předpovědí kurzů amerického dolaru

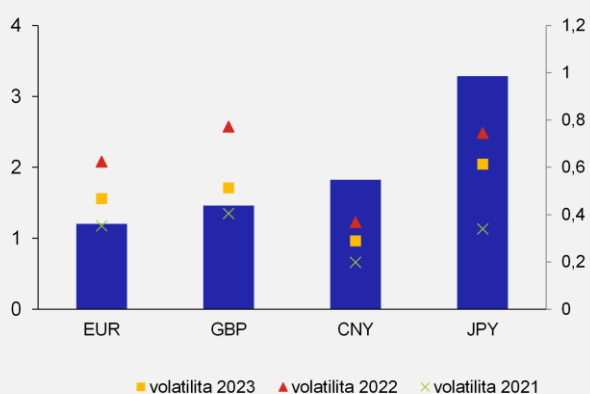
V minulém roce byl vývoj sledovaných měnových kurzů stabilnější, nežli v turbulentním roce 2022 (Graf 8). GEV poskytuje informace o výhledech kurzů vybraných měn vůči americkému dolaru na základě prognóz CF. Pro euro a japonský jen a od roku 2017 i pro britskou libru jsou navíc uváděny také forwardové kurzy, které vycházejí z kryté úrokové parity a spíše než výhled tak představují aktuální možnost zajištění budoucího kurzu. Z letošního vyhodnocení jsme vyřadili kurz ruského rublu, neboť kurz vlivem ruské agrese na Ukrajině není plně tržní. Přesnost výhledů CF a tržních kontraktů se příliš neliší, jak je ilustrováno i grafem 8, kde je vidět jejich měsíční vývoj za poslední více jak 3 roky.

Napříč všemi měnovými páry byl nejpřesněji predikován jak v tříměsíčním, tak v jednoletém výhledu kurzu eura. Naopak prognózy japonského jenu dopadly nejhůře, ačkoli po většinu minulých let byly výhledy japonského jenu premiantem (Graf 6). Kurz japonského jenu doznal v loňském roce rovněž velké volatility, která byla spojena se zpříšňováním měnové politiky Fedu, ale udržováním uvolněné politiky BoJ. Pozorovaná volatilita sledovaných měn se v minulém roce ve srovnání s rokem 2022 výrazně snížila, ale stále se nedostala na předválečné úrovně z roku 2021.

Celkově byly tříměsíční výhledy eurodolaru ve sledovaném období relativně pevně spojené s pozorovanou skutečností a současně stabilní. Graf 9 ilustruje nejprve oslabení amerického dolaru vůči euru od počátku roku 2020, následně jeho posilování od jara 2021 do konce roku 2022 a poté opětovně posilování eura. Od počátku loňského roku se americký dolar drží na stabilní pozici vůči euru, ačkoli dlouhodobé výhledy neustále očekávají jeho oslabování. Důvodem je především stabilní růst americké ekonomiky a přísná měnová politika amerického Fedu.

Graf 8 – Chyby prognóz měnového kurzu vybraných měn vůči USD (tříměsíční výhledy)

(MAPE; pravá osa: volatilita)

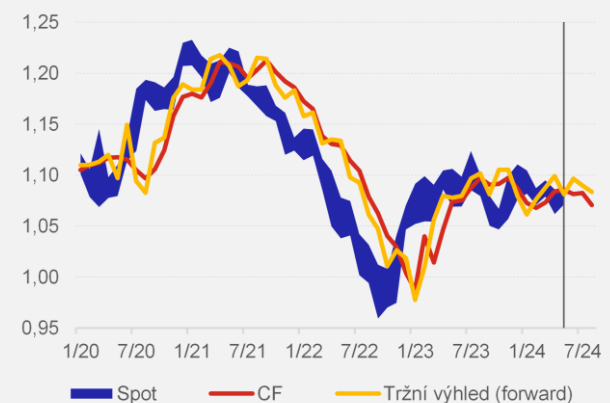


Zdroj: CF, Bloomberg

Pozn.: MAPE, volatilita

Graf 9 – Tříměsíční výhled měnového kurzu EUR vůči USD a skutečnost

(USDEUR)



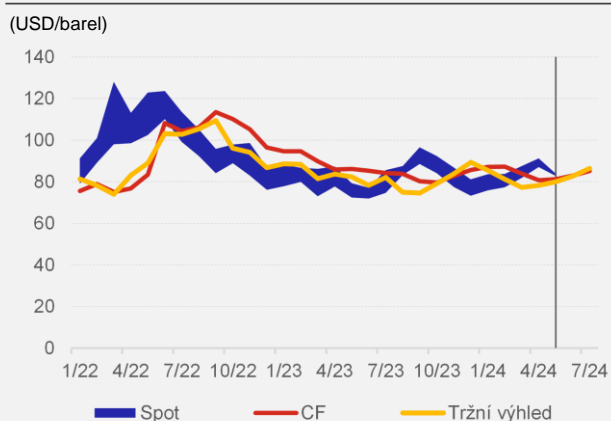
Zdroj: CF, Bloomberg

Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Vyhodnocení přesnosti předpovědí ceny ropy Brent

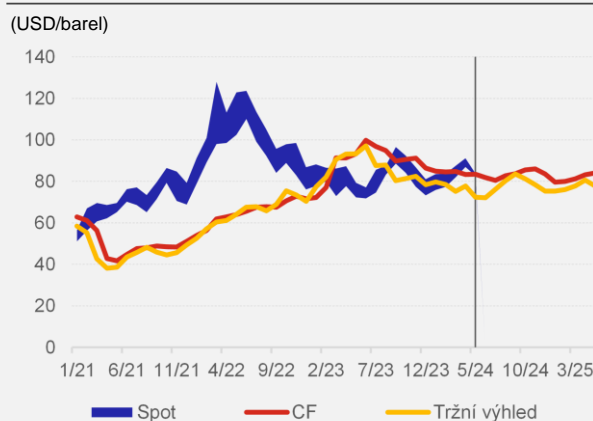
Z výhledů cen komodit, které v GEVu přinášíme, patří mezi nejdůležitější cena ropy Brent; přesnost jejich předpovědí podle futures kontraktů i podle CF byla v průměru stejná. V GEVu jsou pravidelně popisovány oba zdroje výhledů a z Grafů 10 a 11 je patrné, že se hodnota i trend předpovědí liší jen nepatrně, ačkoli tržní výhledy byly v loňském roce níže a současně blíže následně pozorované skutečnosti. Cena ropy se během minulého roku pohybovala poblíž hodnoty 80 USD/barel a k výraznému výkyvu došlo pouze na podzim vlivem konfliktu na Blízkém východě, kdy ropa zdražila, ale následně došlo ke zpětné cenové korekci. Tuto situaci samozřejmě nešlo ani v tříměsíčním, ani v jednoletém horizontu zachytit, podobně jako tomu v roce 2022 bylo u konfliktu na Ukrajině. Větší chyba byla pochopitelně v jednoletém horizontu, kde se do výhledů po celý rok propisovalo očekávání z roku 2022, tedy z období energetické krize. Obecně v minulém roce byly vyšší ceny očekávány od analytiků CF ve srovnání s tržními kontrakty. V současné době je pak výhled na krátkodobém horizontu téměř konstantní, okolo hodnoty 85 USD/barel, na ročním horizontu se pak předpokládá cena mírně pod úrovní 80 USD/barel pomocí tržních výhledů a mírně nad 80 USD/barel od analytiků CF.

Graf 10 – Tříměsíční výhled ceny ropy Brent



Zdroj: CF, Bloomberg
Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Graf 11 – Jednoletý výhled ceny ropy Brent



Zdroj: CF, Bloomberg
Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Závěr

V loňském roce došlo k postupné normalizaci po výrazném nečekaném externím šoku v podobě počátku války na Ukrajině v roce 2022. Ta výrazně zamíchala původními odhady vývoje růstu HDP i inflace pro rok 2023 ve sledovaných zemích. Následná energetická krize v Evropě způsobila výrazný nárůst dříve neočekávaných inflačních tlaků a v menší míře vedla k přehodnocení růstů HDP směrem dolů. Zejména finanční veličiny pak byly výrazně ovlivněny měnícími se výhledy měnové politiky centrálních bank.

Článek pomocí jednoduchých metod vyhodnocuje přesnost předpovědí sledovaných v GEVu za uplynulé roční období. Přesnost předpovědí jednotlivých institucí, které GEV pokrývá, se rok od roku mění, což je také jedním z důvodů, proč jsou v GEVu sledovány předpovědi více institucí. Přesnost předpovědí CF je dlouhodobě srovnatelná s dostupnými alternativními předpověďmi, což platilo i pro uplynulý rok 2023. Přesnost CF zároveň plyne z jeho určujícího charakteru, kdy se vlastně jedná o prostý průměr předpovědí přispívajících soukromých institucí.³ Nevýhodou je pak zejména v turbulentních dobách pomalá reakce předvídaných veličin, které tak často „zaostávají“ za tržními výhledy, jako tomu bylo loni např. u finančních veličin.

V zásadě pro všechny vyhodnocované ukazatele byl rok 2023 ve znamení určité stabilizace. V loňském roce došlo nejen k postupnému odeznění energetické krize, ale také k ukončení cyklu zpříšňování měnové politiky. Z pohledu ekonomického vývoje se ekonomiky přizpůsobily novým ekonomickým vazbám, odezněly problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích a obecně ke stabilizaci. Tomu se postupně přizpůsobovaly i výhledy základních makroekonomických veličin.

Klíčová slova

chyba předpovědi, ekonomický výhled, Consensus Forecasts

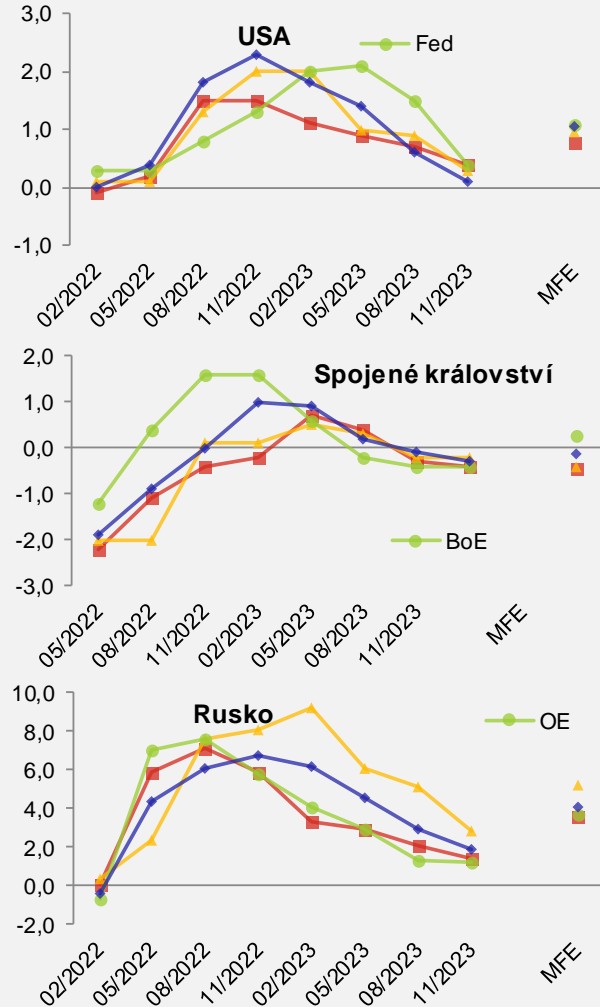
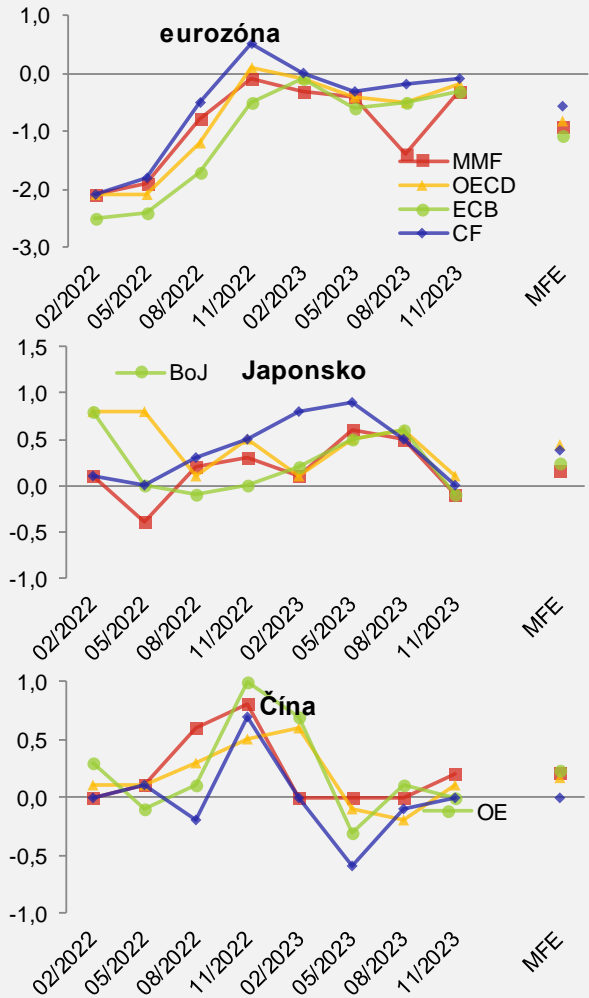
JEL Klasifikace

E66, E27, C18

³ O charakteristikách CF blíže pojednává dřívější článek Adama a Hoška „Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts“ v GEVu 04/2015.

Příloha 1 – Chyby prognóz růstu HDP na rok 2023

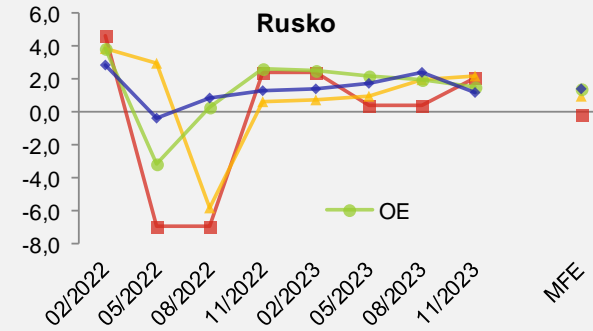
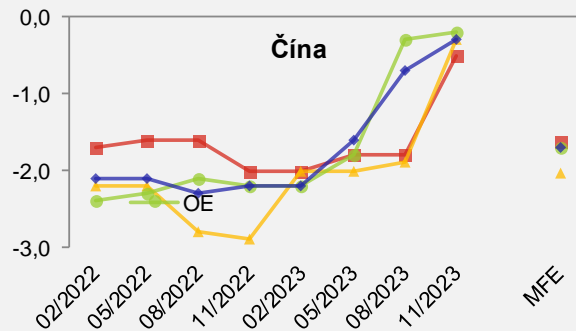
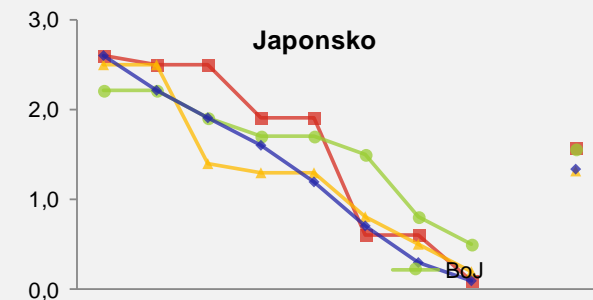
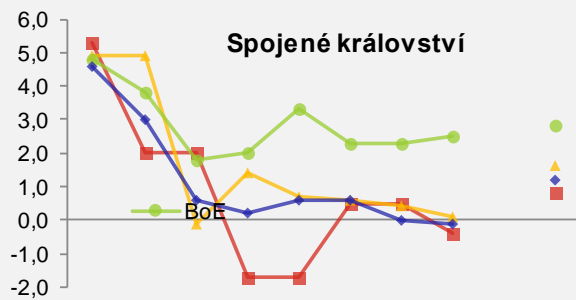
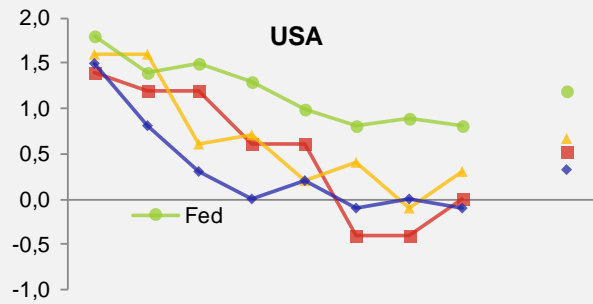
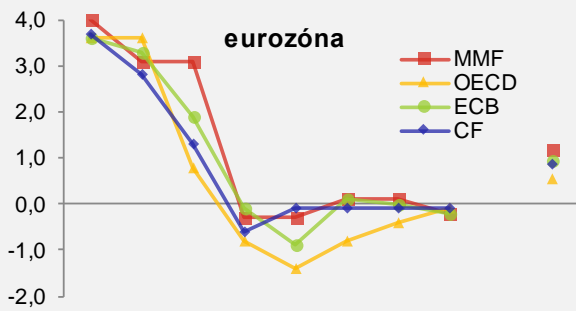
(v procentních bodech)



Pozn.: CF – Consensus Forecasts, MMF – Mezinárodní měnový fond, OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, ECB – Evropská centrální banka, Fed – Federální rezervní systém Spojených států, BoE – Bank of England, BoJ – Bank of Japan, OE – Oxford Economics. MFE (mean forecast error) značí průměrnou chybu prognózy na daný rok.

Příloha 2 – Chyby prognóz inflace spotřebitelských cen na rok 2023 (v procentních bodech)

(v procentních bodech)



Pozn.: CF – Consensus Forecasts, MMF – Mezinárodní měnový fond, OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, ECB – Evropská centrální banka, Fed – Federální rezervní systém Spojených států, BoE – Bank of England, BoJ – Bank of Japan, OE – Oxford Economics. MFE (mean forecast error) značí průměrnou chybu prognózy na daný rok.

A1. Změna predikcí pro rok 2024

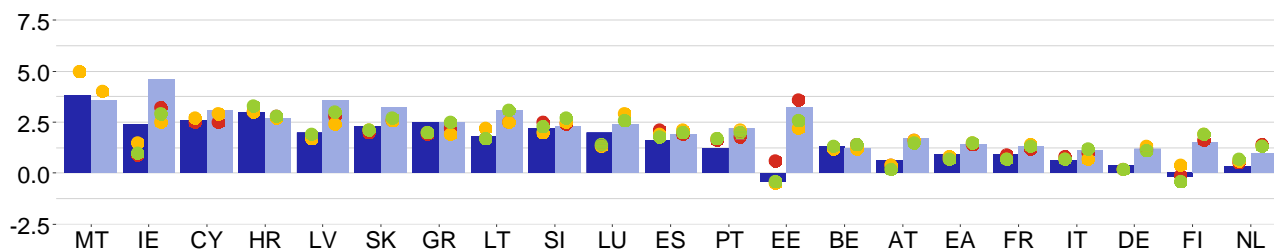
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	+0,1	-0,1	+0,1	+0,3	+0,1	-0,9	-0,3	+0,2
US	-0,1	+0,6	+0,4	0	0	+0,1	+0,3	+0,2
UK	+0,1	-0,1	-0,3	+0,2	+0,1	-1,2	0	-0,3
JP	-0,2	0	-0,5	-0,4	+0,1	-0,7	-0,5	+0,4
CN	+0,1	0	+0,2	-0,1	-0,1	-0,7	-0,8	0
RU	+0,3	+0,6	+0,8	0	0	+0,6	0	0

A2. Změna predikcí pro rok 2025

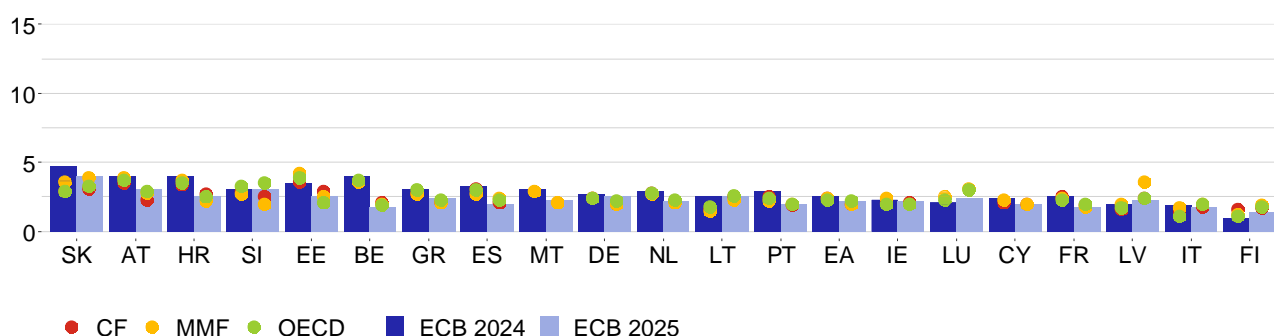
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,2	+0,2	-0,1	+0,1	-0,2	0	+0,2
US	0	+0,2	+0,1	0	+0,1	-0,4	+0,1	+0,1
UK	0	-0,1	-0,2	+0,2	+0,1	-0,1	-0,1	-0,2
JP	0	+0,2	+0,1	0	+0,1	+0,2	-0,1	+0,1
CN	0	0	+0,3	0	0	-0,2	-0,2	0
RU	+0,1	+0,7	0	-0,1	-0,1	+0,5	0	0

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



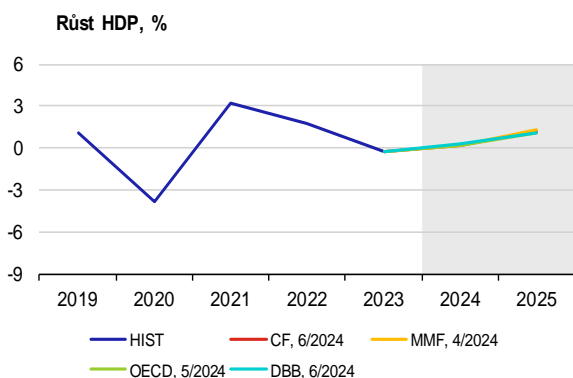
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



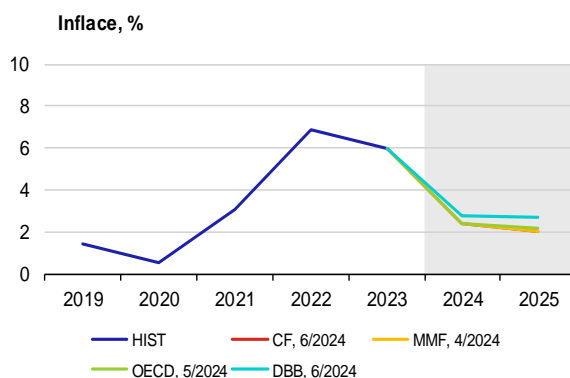
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

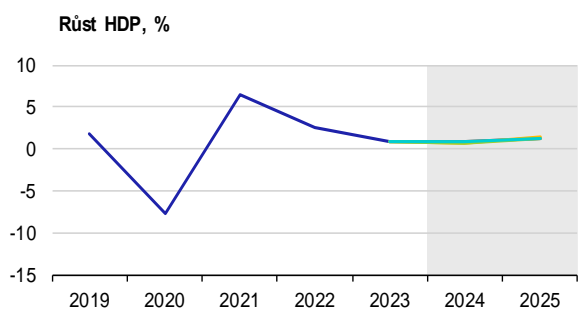


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	0,2	0,2	0,2	0,3
2025	1,2	1,3	1,1	1,1

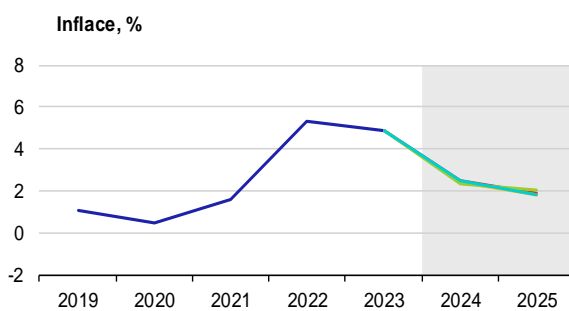


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	2,4	2,4	2,4	2,8
2025	2,0	2,0	2,2	2,7

Francie

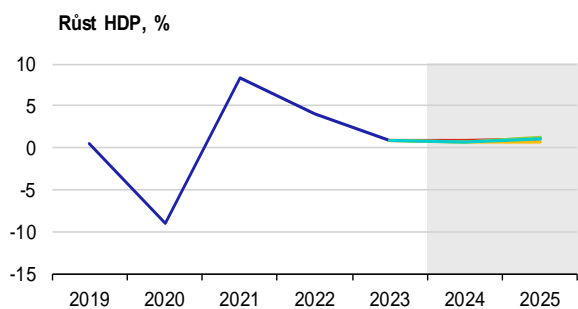


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,9	0,7	0,7	0,9
2025	1,2	1,4	1,3	1,3

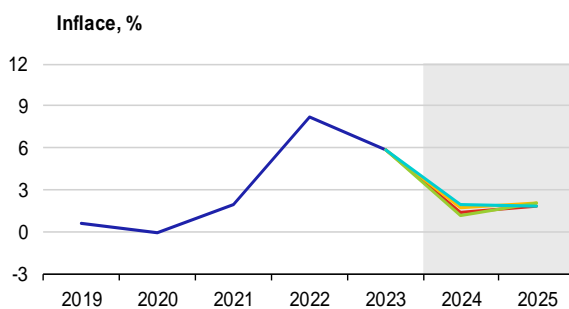


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,4	2,3	2,5
2025	1,9	1,8	2,0	1,8

Itálie

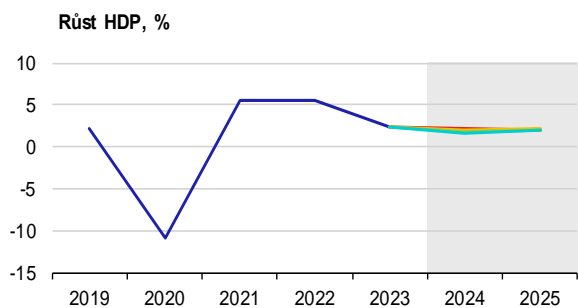


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,8	0,7	0,7	0,6
2025	1,0	0,7	1,2	1,1

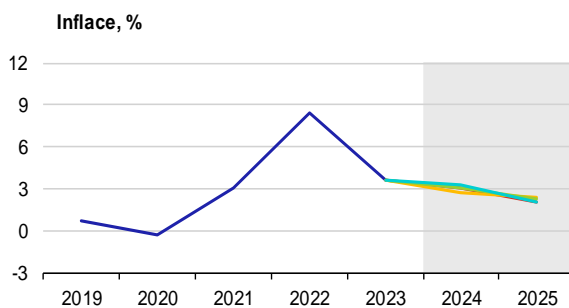


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,4	1,7	1,1	1,9
2025	1,8	2,0	2,0	1,8

Španělsko

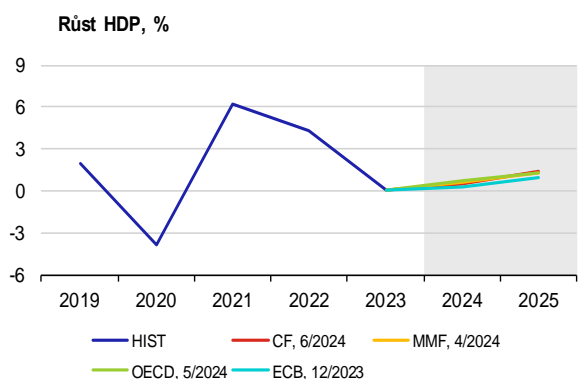


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	1,9	1,8	1,6
2025	1,9	2,1	2,0	1,9

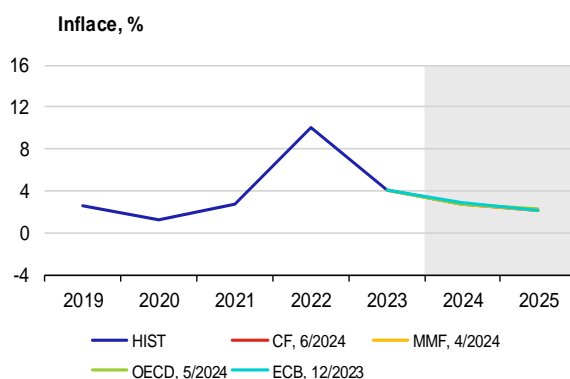


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,1	2,7	3,0	3,3
2025	2,1	2,4	2,3	2,0

Nizozemsko

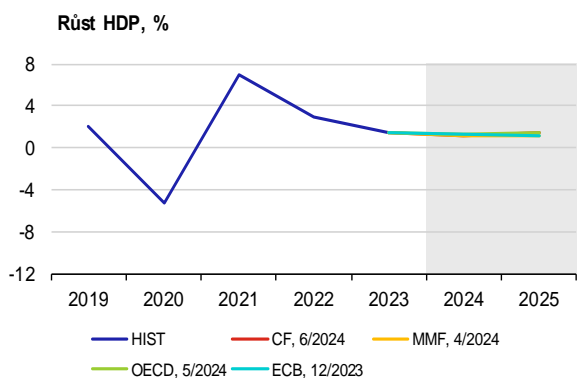


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5	0,6	0,7	0,3
2025	1,4	1,3	1,3	1,0

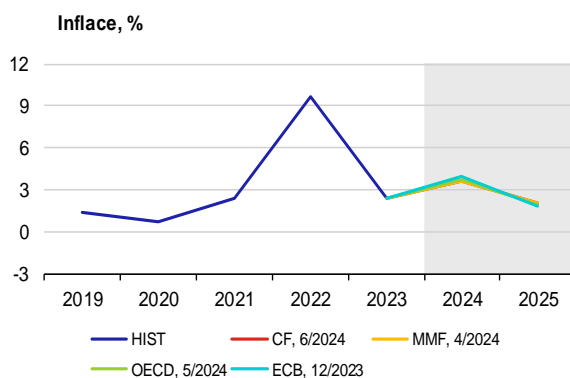


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,8	2,7	2,8	2,9
2025	2,2	2,1	2,3	2,2

Belgie

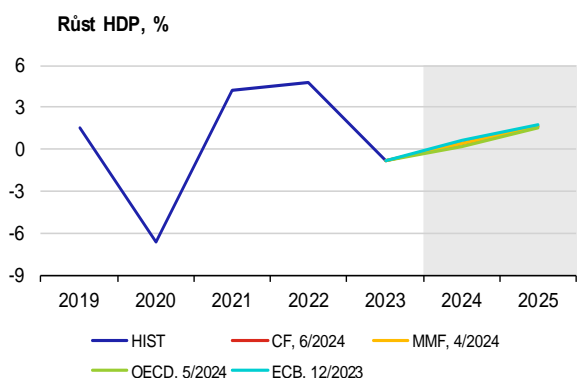


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,2	1,2	1,3	1,3
2025	1,4	1,2	1,4	1,2

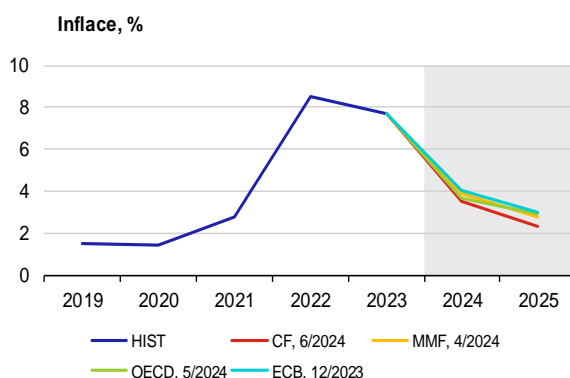


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,6	3,6	3,7	4,0
2025	2,1	2,0	1,9	1,8

Rakousko

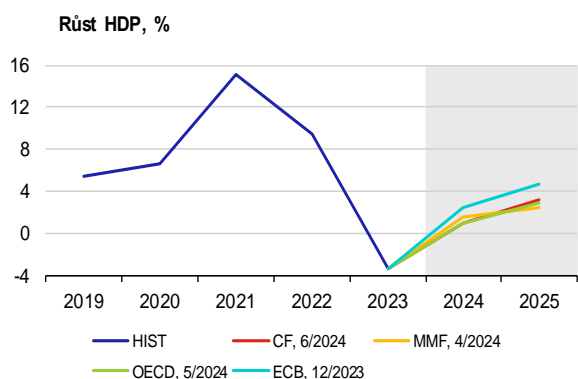


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,4	0,4	0,2	0,6
2025	1,6	1,6	1,5	1,7

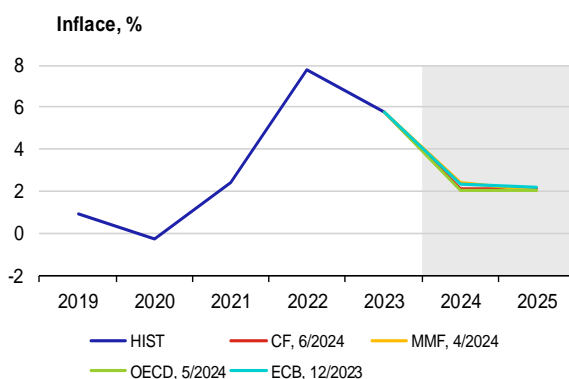


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,5	3,9	3,7	4,0
2025	2,3	2,8	2,9	3,0

Irsko

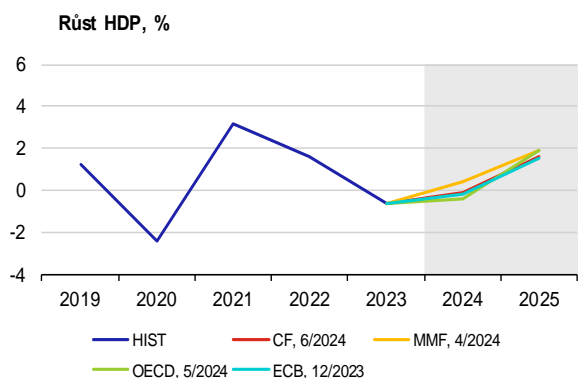


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,9	1,5	1,0	2,4
2025	3,2	2,5	2,9	4,6

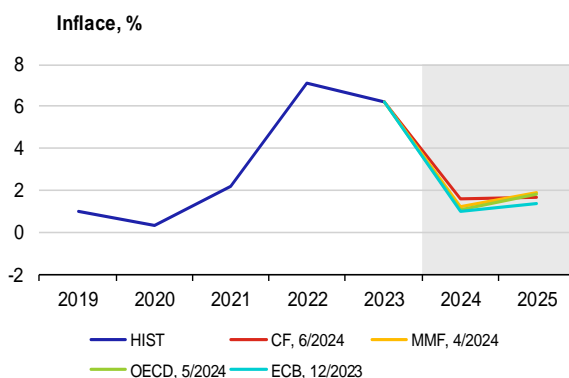


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	2,4	2,0	2,3
2025	2,1	2,0	2,0	2,2

Finsko

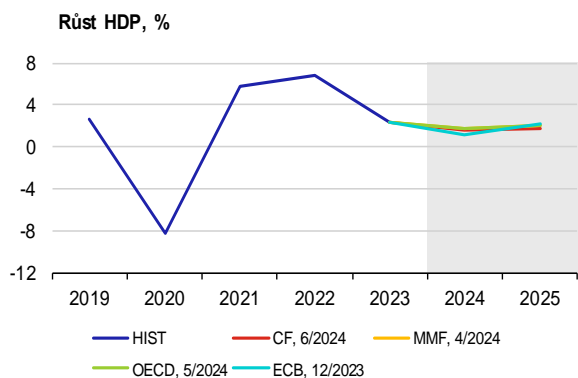


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	-0,1	0,4	-0,4	-0,2
2025	1,6	1,9	1,9	1,5

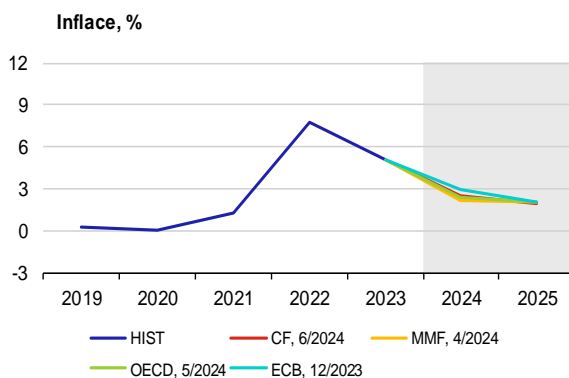


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,6	1,2	1,1	1,0
2025	1,7	1,9	1,8	1,4

Portugalsko

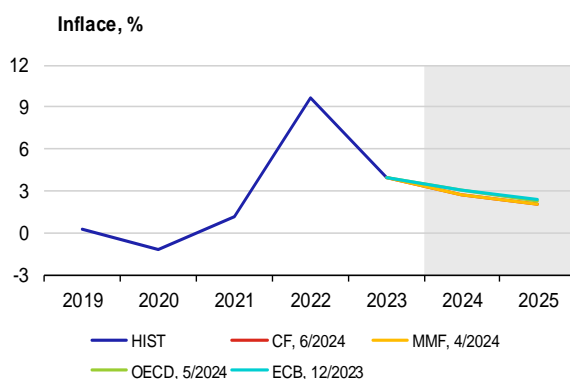
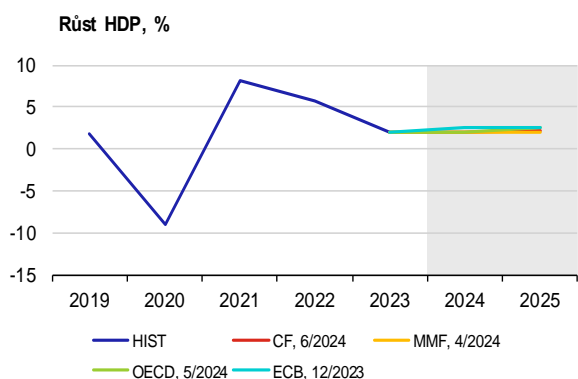


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,6	1,7	1,7	1,2
2025	1,8	2,1	2,0	2,2



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,2	2,4	2,9
2025	1,9	2,0	2,0	2,0

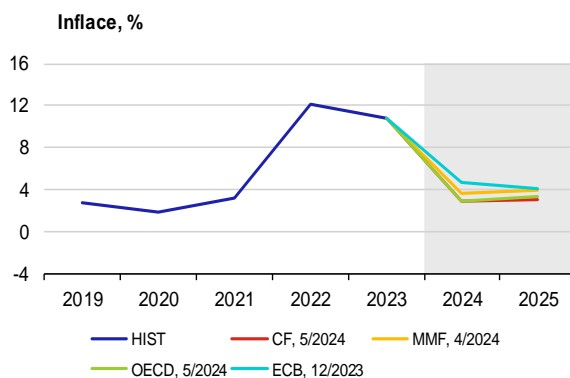
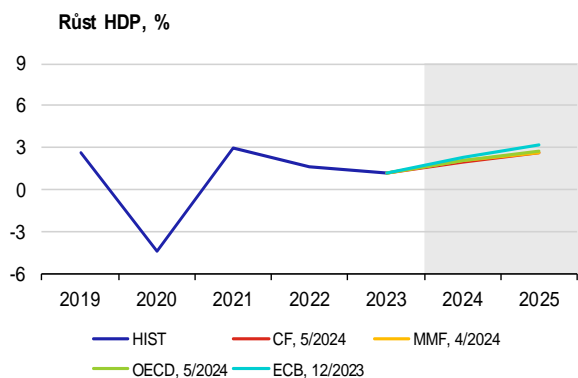
Řecko



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,9	2,0	2,0	2,5
2025	2,2	1,9	2,5	2,5

	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,7	2,7	3,0	3,0
2025	2,1	2,1	2,3	2,4

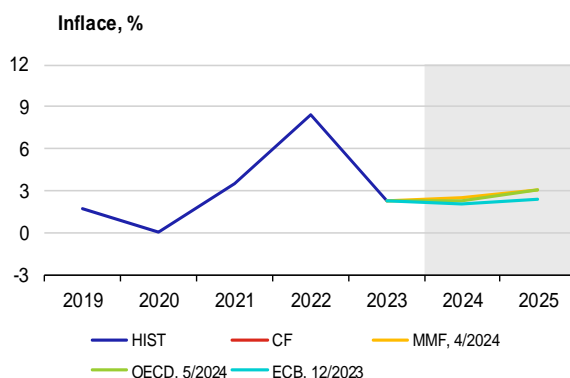
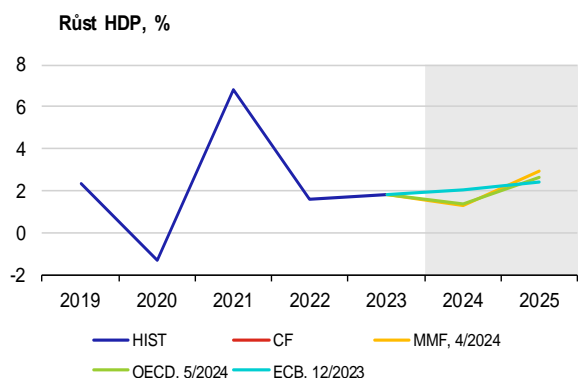
Slovensko



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,0	2,1	2,1	2,3
2025	2,6	2,6	2,7	3,2

	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	3,6	2,9	4,7
2025	3,1	3,9	3,3	4,0

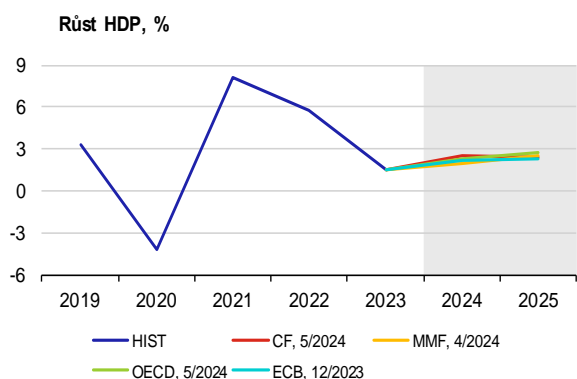
Lucembursko



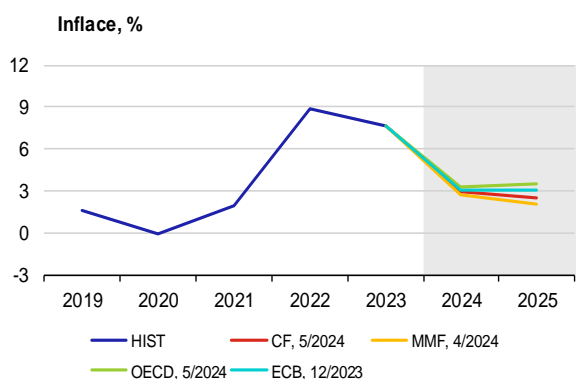
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	1,3	1,4	2,0
2025	n. a.	2,9	2,6	2,4

	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	2,5	2,3	2,1
2025	n. a.	3,1	3,0	2,4

Slovinsko

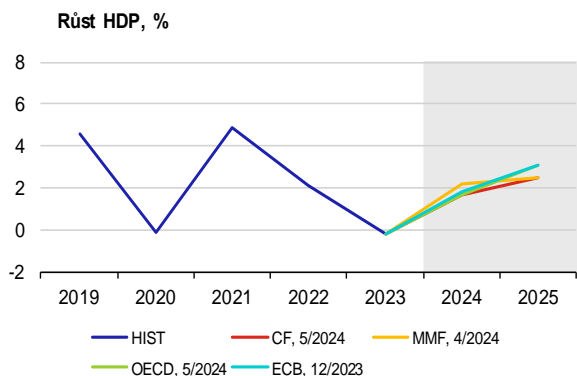


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,0	2,3	2,2
2025	2,4	2,5	2,7	2,3

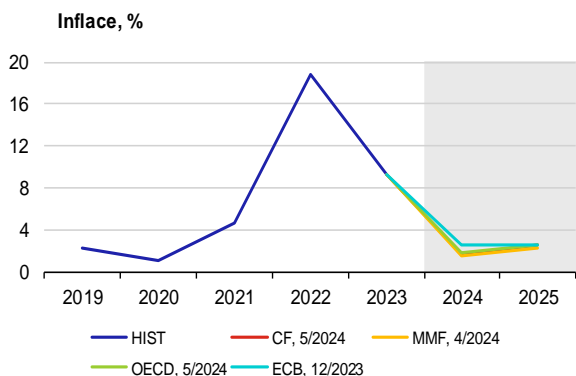


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	2,7	3,3	3,0
2025	2,5	2,0	3,5	3,1

Litva

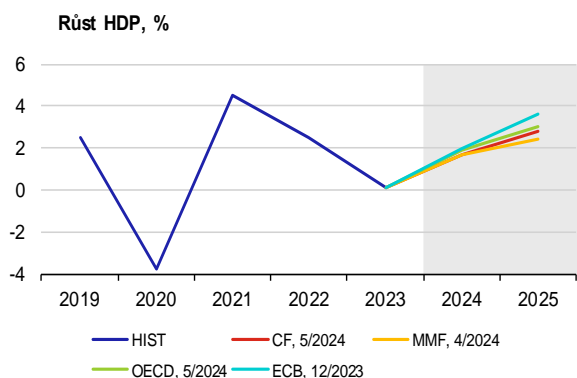


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	2,2	1,7	1,8
2025	2,5	2,5	3,1	3,1

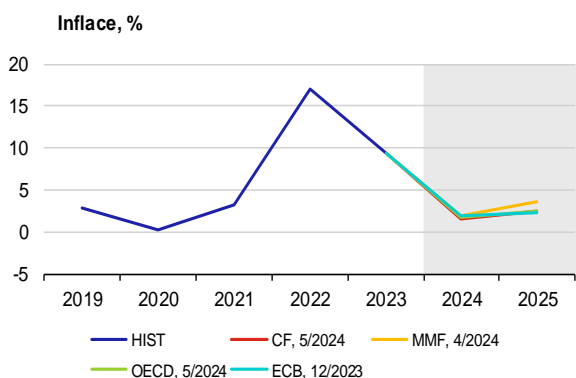


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,6	1,5	1,8	2,5
2025	2,5	2,3	2,6	2,5

Lotyšsko

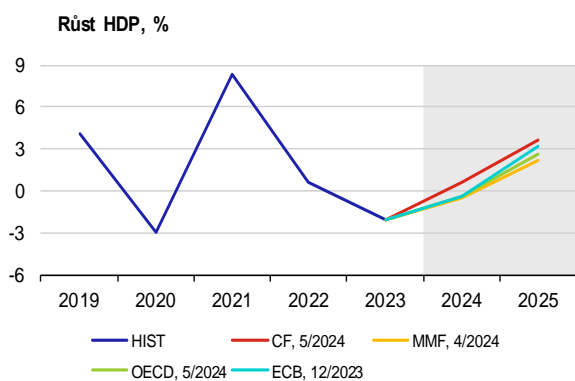


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	1,7	1,9	2,0
2025	2,8	2,4	3,0	3,6

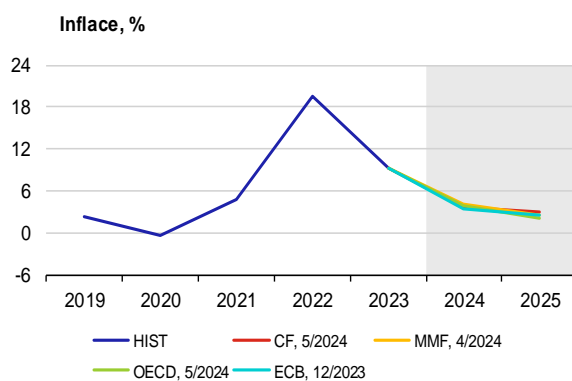


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,6	2,0	1,7	2,0
2025	2,4	3,6	2,4	2,3

Estonsko

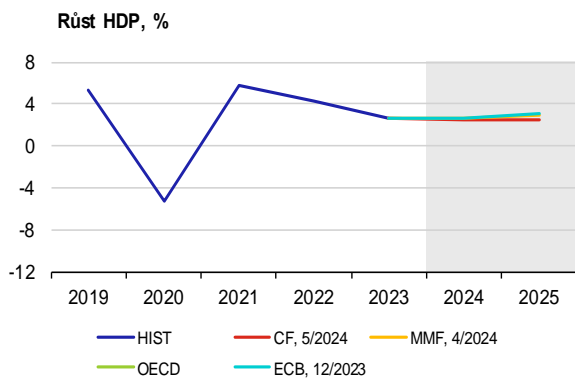


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,6	-0,5	-0,4	-0,4
2025	3,6	2,2	2,6	3,2

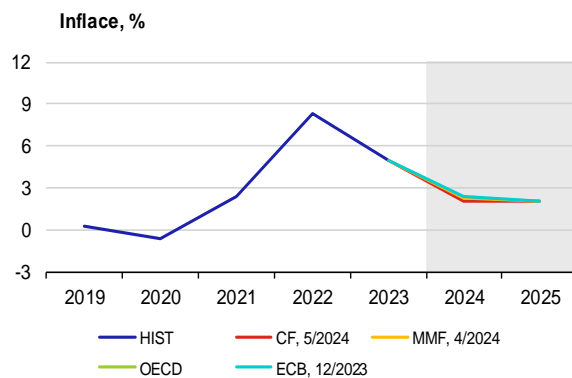


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,6	4,2	3,9	3,5
2025	2,9	2,5	2,1	2,5

Kypr

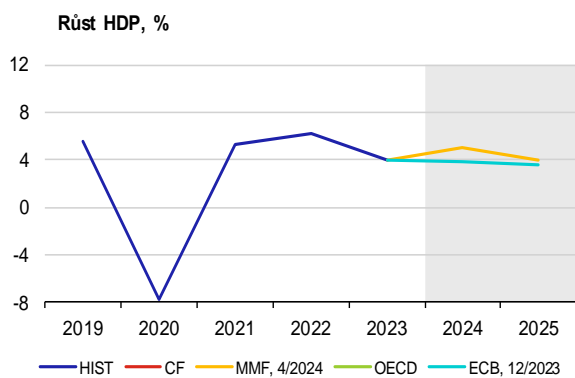


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,7	n. a.	2,6
2025	2,5	2,9	n. a.	3,1

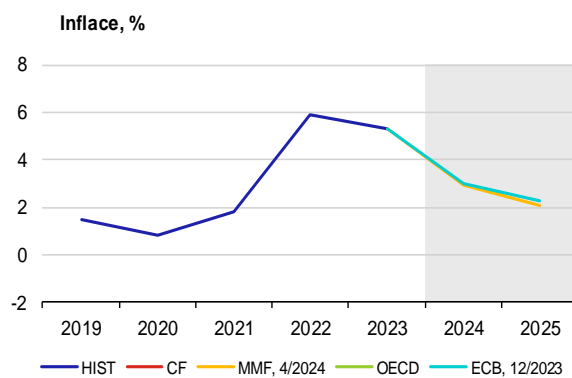


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	2,3	n. a.	2,4
2025	2,0	2,0	n. a.	2,0

Malta



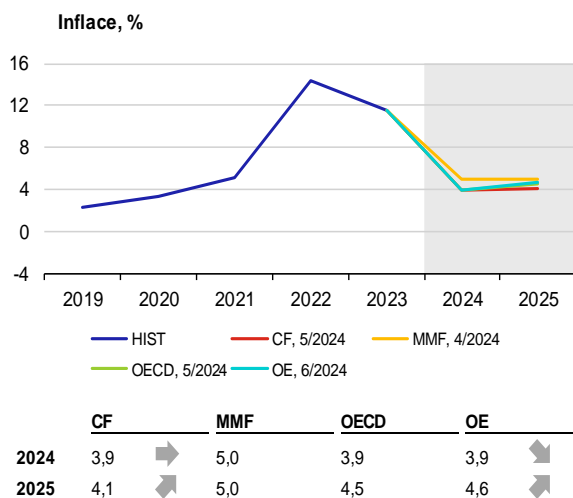
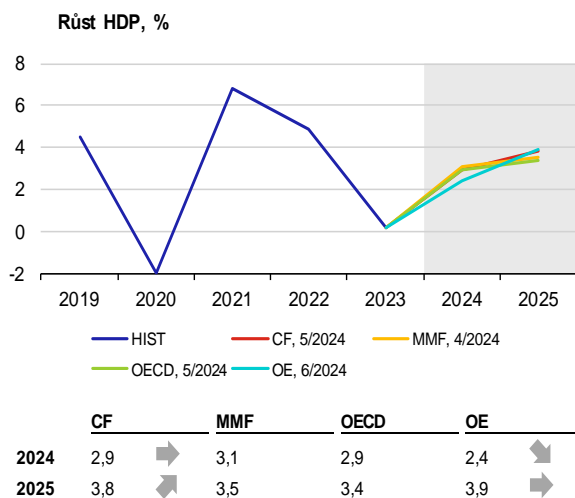
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	5,0	n. a.	3,8
2025	n. a.	4,0	n. a.	3,6



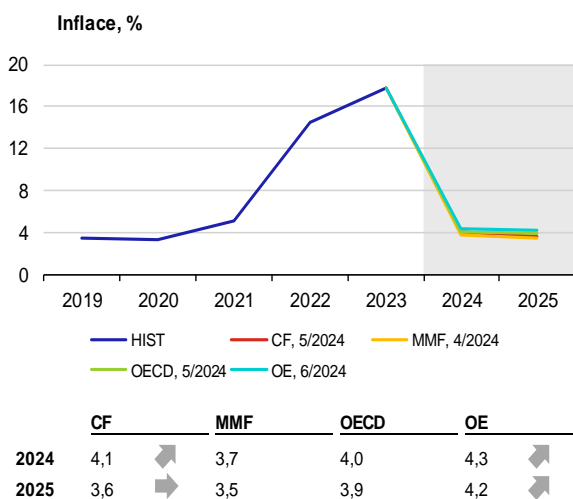
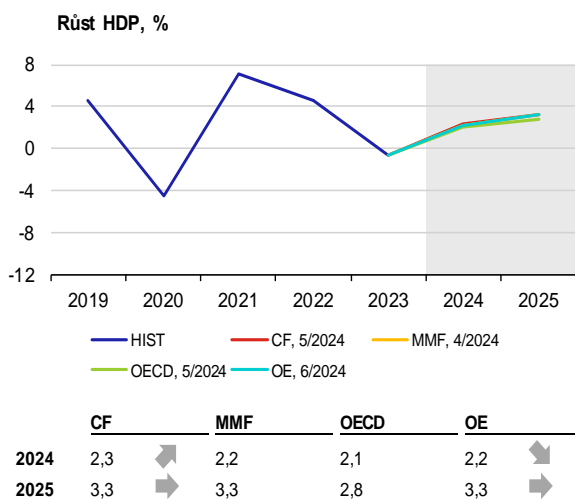
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	2,9	n. a.	3,0
2025	n. a.	2,1	n. a.	2,3

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

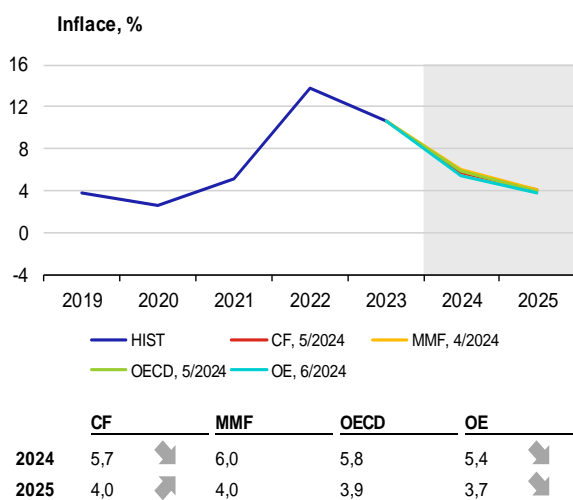
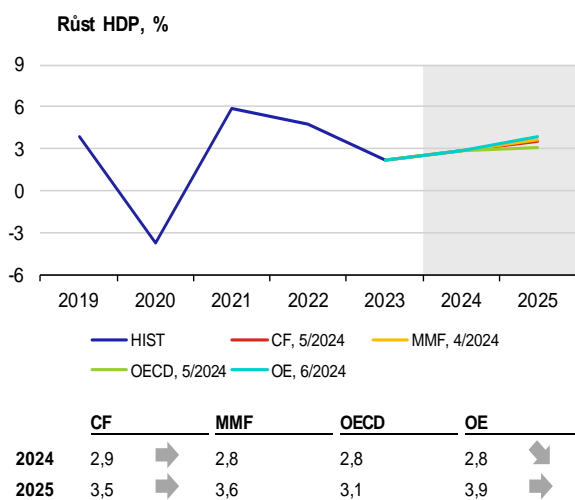
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratk používaných v GEVU

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

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

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