

Globální ekonomický výhled

— prosinec 2024



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — prosinec 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
Krizе a jejich odraz v integraci finančních trhů	14
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí pro rok 2024	19
A2. Změna predikcí pro rok 2025	19
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	20
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	20
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	27
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	28

Datum uzávěrky dat

13. prosince 2024

Sběr dat CF

9. prosince 2024

Datum publikace GEVu

20. prosince 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 první publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z OE.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod, VI. Zaostřeno na...
Petr Polák	Editor, III.3 Spojené státy
Soňa Benecká	III.1 Eurozóna
Michaela Ryšavá	III.2 Německo, III.5 Spojené království
Martin Motl	III.4 Čína
Milan Frydrych	III.6 Japonsko
Adriana Wałozzková	III.7 Rusko, III.8 Polsko
Anna Drahozalová	III.9 Maďarsko
Jan Hošek	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity
Jan Babecký	VI. Zaostřeno na...
Zlataše Komárková	VI. Zaostřeno na...

I. Úvod

Pozvolné hledání způsobu ukončení války na Ukrajině pokračuje, zatím ale stále za „zavřenými dveřmi“. Odborníci uvádějí, že povolení k použití amerických zbraní v hloubi ruského území a zvýšená pomoc USA Ukrajině od končící administrativy prezidenta J. Bidena dává nově přichozímu prezidentovi D. Trumpovi několik trumfů, které mohou být významné při společném vyjednávání příměří. Na počátku prosince vláda USA oznámila, že připravila pro Ukrajinu nový balík vojenské pomoci v hodnotě 725 mil. USD (od počátku konfliktu již astronomických 60 mld. USD), aby mohl být co nejeфекtivněji zpomalen ruský postup na frontě.

Podle [aktualizovaného výhledu OECD](#) vzroste letos globální ekonomika o 3,2 %. OECD dále předpokládá, že růst světového HDP v příštím roce mírně posílí na 3,3 % a na této úrovni zůstane stabilní až do roku 2026. V ekonomikách OECD se předpokládá mírný růst HDP ve srovnání s obdobím před pandemií, a to na úrovni 1,9 % v letech 2025 i 2026. Rizikem globálního růstu je sílící protekcionismus v mezinárodním obchodě. Celková inflace se ve většině zemí do roku 2024 nadále snižovala, a to v důsledku dalšího poklesu inflace cen potravin, energií a zboží. Inflace cen služeb je však stále perzistentní a pohybuje se v zemích OECD kolem 4 %.

Měnová politika ECB pokračuje v holubičím letu.

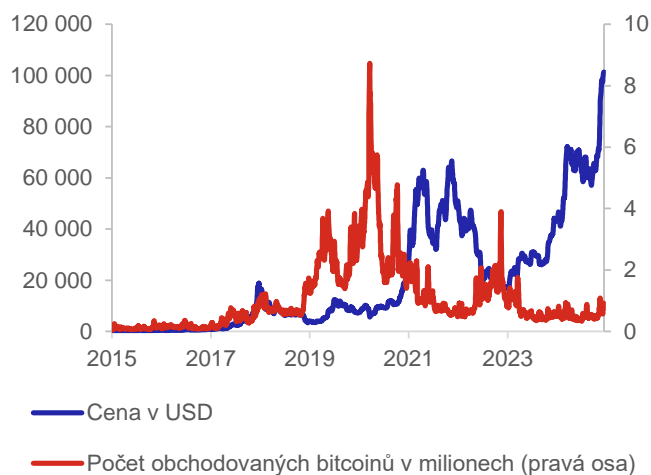
Prosincové zasedání ECB přineslo třetí po sobě jdoucí snížení sazeb o 25 b. b., a také potvrzení, že s koncem letošního roku ukončí ECB i reinvestice jistín maturujících cenných papírů v rámci programu PEPP. V případě amerického Fedu je situace obdobná,

v prosinci došlo dle očekávání snížení sazeb o 25 b. b. Prosincové snížení sazeb o 50 b. b. provedla Kanadská (BoC) i Švýcarská centrální banka (SNB), která trhy svou razancí překvapila.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak během letošního roku prudce narostla cena bitcoinu, která v prosinci překonala magickou hranici 100 000 USD. Poptávka po bitcoinu roste společně s výsledkem amerických voleb, ale také díky zájmu o bitcoin od institucionálních investorů, kteří toto aktivum stále více legitimizují. Zajímavostí je, že denní počet obchodovaných bitcoinů mírně narostl po vítězství D. Trumpa v prezidentských volbách. O bitcoinu, jako spekulativním aktivu a „virtuálním zlatu“, se na počátku prosince zmínil i předseda Fedu J. Powell.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: [Krise a jejich odraz v integraci finančních trhů](#). Článek analyzuje, jak se události jako globální finanční krize, pandemie covid-19, bezpečnostní krize a následná energetická krize projeví v míře (ne)sladěnosti jednotlivých částí finančního trhu (peněžního, devizového, akciového a trhu vládních dluhopisů) vybraných eurokandidátů v porovnání s eurozónou.

Vývoj ceny bitcoinu (BTC) a obchodů za poslední dekádu



Zdroj: Yahoo Finance

Pozn.: Graf zachycuje 7denní průměry. Počet obchodovaných bitcoinů je vypočten jako podíl denního objemu a ceny.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

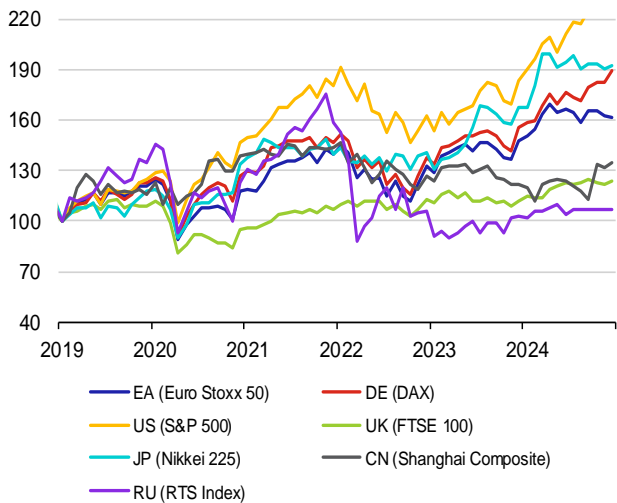
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2024	0,8 →	-0,1 →	2,7 →	0,9 →	-0,2 ↘	4,9 ↗	3,6 ↗
	2025	1,0 ↘	0,4 ↘	2,0 ↗	1,3 →	1,2 →	4,5 →	1,6 →
Inflace (%)	2024	2,4 →	2,3 →	2,9 →	2,5 ↘	2,6 →	0,4 →	8,1 ↘
	2025	1,9 →	2,0 →	2,4 ↗	2,6 ↗	2,3 ↗	0,9 ↘	5,5 ↗
Nezaměstnanost (%)	2024	6,4 ↘	6,0 →	4,1 →	4,3 →	2,5 →	3,4 →	2,5 ↘
	2025	6,5 →	6,2 ↗	4,3 ↘	4,3 →	2,4 →	3,3 →	2,4 ↘
Kurz (vůči USD)	2024	1,06 ↘	1,06 ↘		1,28 ↘	147,7 ↗	7,34 ↗	103,7 ↗
	2025	1,07 ↘	1,07 ↘		1,28 ↘	141,7 ↗	7,24 ↗	102,6 ↗

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

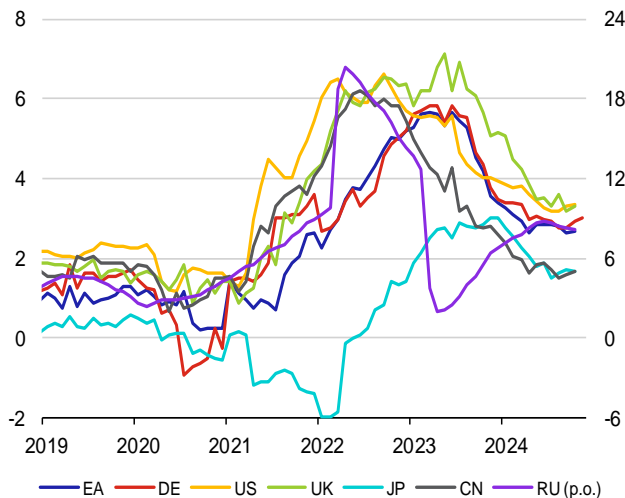
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring

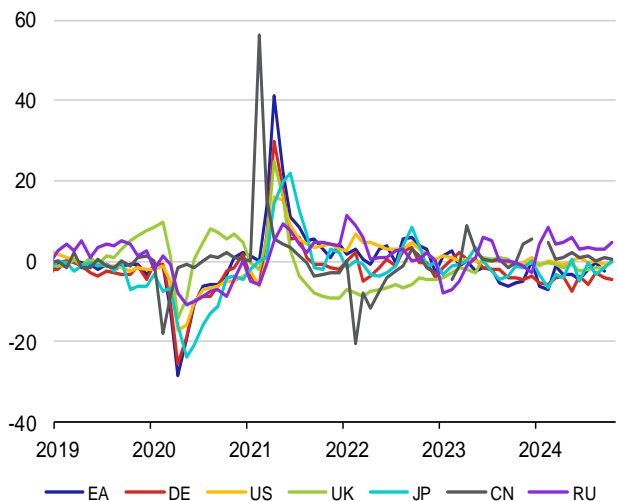
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2019



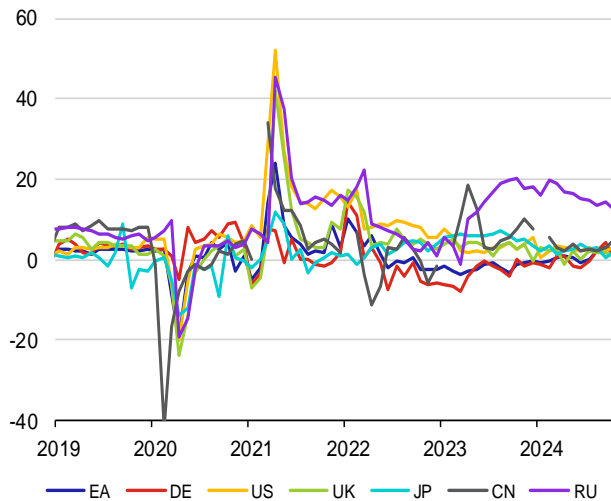
Jádrová inflace, %



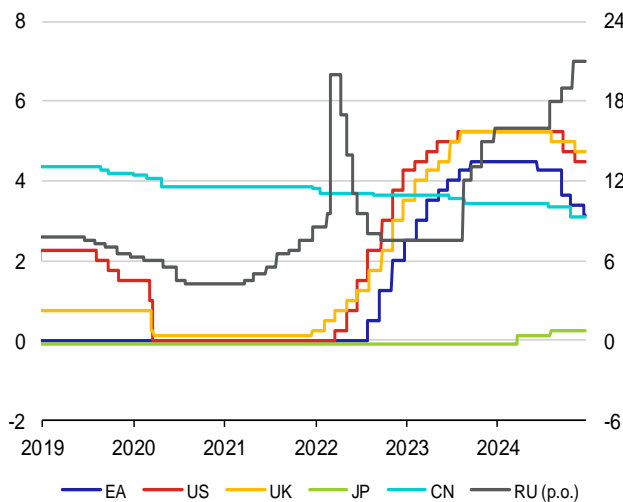
Průmyslová produkce, mizr. %



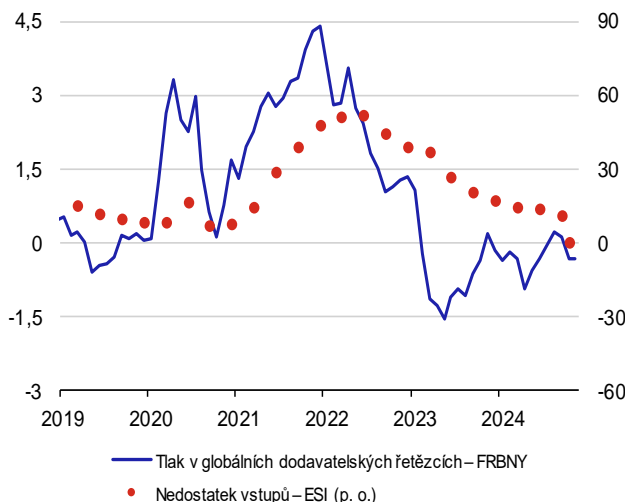
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích



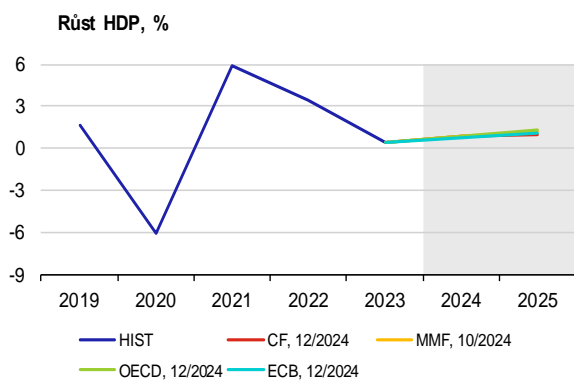
Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

III.1 Eurozóna

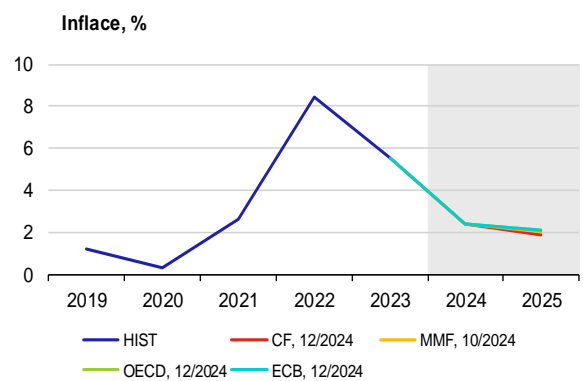
Ekonomika eurozóny se v posledních měsících potýká s výraznými výzvami. Průmyslová produkce v říjnu meziročně poklesla téměř o 5 %, což odráží dlouhodobé strukturální problémy, včetně vysokých nákladů na energie a slabé globální poptávky. Politická nestabilita ve Francii a Německu navíc zvyšuje nejistotu, což negativně ovlivňuje investice i spotřebitelskou důvěru. Analytici CF očekávají, že hospodářský růst eurozóny dosáhne v roce 2024 pouze 0,8 %, přičemž nejvýraznější zpomalení růstu se předpokládá ve Francii, kde politické problémy komplikují schválení rozpočtu a zhoršují fiskální stabilitu. Trh práce v eurozóně zůstává relativně napjatý, a to navzdory slabé ekonomické aktivitě. Firmy stále drží pracovníky, což odráží obavy z obtížného nábory v budoucnu. Avšak s klesajícími zisky a rostoucími mzdovými náklady dochází k omezení nábory a očekává se, že nezaměstnanost v roce 2025 mírně vzroste. Tento vývoj by mohl přinést krátkodobé zlepšení produktivity, ale zároveň zvýšit rizika pro celkový ekonomický výkon.

Inflace se v listopadu udržela nad cílovou úrovní ECB, přičemž jádrová inflace dosahuje 2,7 %. Zpomalení cenového růstu se očekává díky slabé poptávce, ale vyšší ceny energií a náklady na služby by mohly udržet tlak na cenovou hladinu i v nadcházejícím roce. To vytváří složitou situaci pro měnovou politiku, která se snaží podpořit ekonomiku bez dopadu na inflační očekávání. Evropská centrální banka plánuje pokračovat ve snižování úrokových sazeb, přičemž se očekává snížení depozitní sazby o 25 b. b. již v prosinci. Prostor pro další uvolňování politiky je ale omezený, což zdůrazňuje nutnost zvýšených fiskálních stimulů, zejména v zemích jako Německo, kde investiční deficit brzdí dlouhodobý růst.

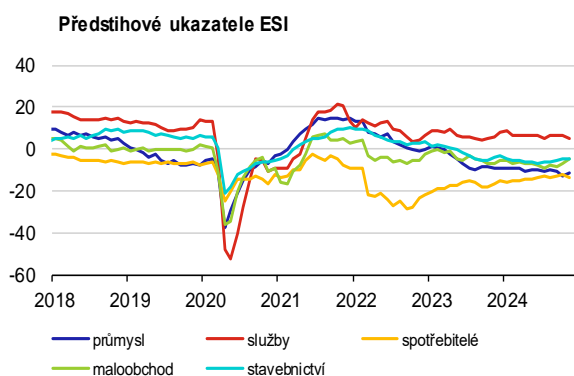
Výhled pro rok 2025 zůstává smíšený. Jižní státy jako Španělsko a Portugalsko těžily z výrazných investic z fondů NextGen, ale i nadále vykazují nadprůměrný růst. Naopak severní část eurozóny, zejména Německo a Francie, čelí strukturálním problémům a politickým překážkám, které oslabují jejich ekonomickou výkonnost. Celkově lze očekávat jen mírné zotavení v rámci celé eurozóny, podle analytiků CF dosáhne růst HDP 1,0 %. Inflace se jen pozvolna vrátí k 2 %.



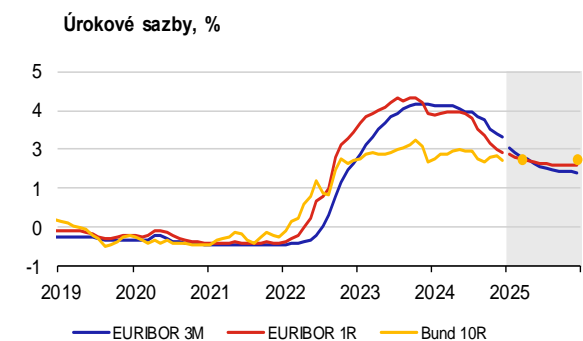
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,8	0,8	0,8	0,7
2025	1,0	1,2	1,3	1,1



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



	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
9/24	-10,8	6,8	-13,0	-8,2	-5,5
10/24	-12,6	6,8	-12,5	-7,2	-4,8
11/24	-11,1	5,3	-13,7	-4,4	-4,8



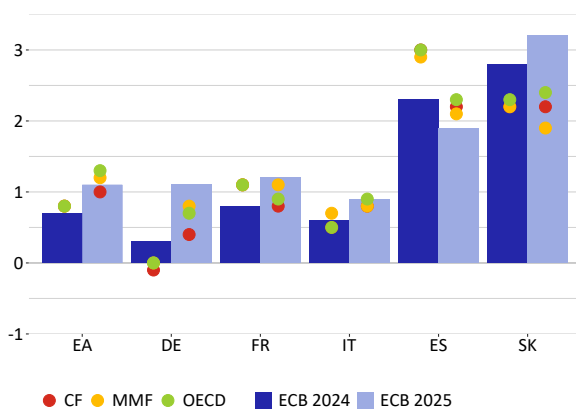
	11/24	12/24	3/25	12/25
3M EURIBOR	3,01	2,88	2,25	1,77
1Y EURIBOR	2,51	2,41	2,17	2,00
10Y Bund	2,31	2,12	2,20	2,20

III.2 Německo

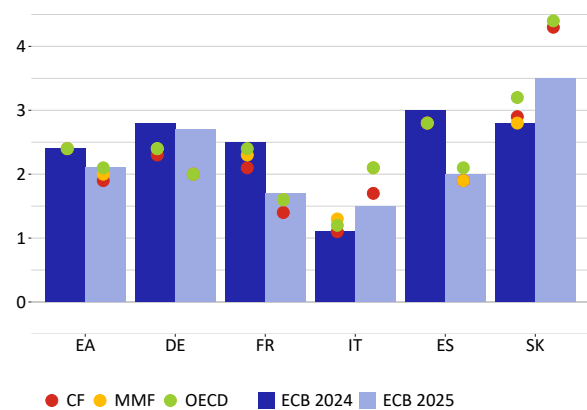
Podrobné výsledky potvrdily, že německá ekonomika začala druhou polovinu roku mírným růstem. Mezičtvrtletní růst HDP byl však ve třetím čtvrtletí revidován směrem dolů na 0,1 % (z původních 0,2 %). Podrobnější data ukázala, že za nevýrazným výsledkem ekonomiky stál záporný příspěvek čistého vývozu, který byl jen mírně převážen kladným působením výdajů na konečnou spotřebu. Německá ekonomika obecně od pandemie stagnuje a šéf Bundesbanky J. Nagel vyzývá k reformě ústavních dluhových brzd. Dominantní zpracovatelský sektor je pod tlakem vysokých nákladů a klesající konkurenceschopnosti a Německo tak čelí komplikovanému a slabému výhledu. HDP by měl dle nové prognózy OECD v letošním roce vykázat nulový růst a v roce následujícím zrychlit na 0,7 %, avšak CF a především Bundesbank jsou pesimističtější, jelikož v letošním roce předpokládají drobný pokles HDP a následně nepatrný růst v roce 2025. Kompozitní ukazatel PMI v listopadu klesl na 47,2 bodu a zůstává tak v pásmu kontrakce. Aktivita soukromého sektoru klesla nejvíce od února, jelikož sektor služeb sklouzl do oblasti kontrakce (49,3) a zpracovatelský průmysl pokračoval ve výrazném poklesu (43,0). Podnikatelská nálada je dle listopadového Ifo indexu po říjnovém pozitivním záchvěvu stále chmurnější. Důvodem bylo především horší hodnocení současné situace, avšak mírně poklesla i očekávání. Výrazně v listopadu po mírných zlepšeních v předešlých měsících poklesla i spotřebitelská nálada.

Harmonizovaná spotřebitelská inflace v listopadu stagnovala na hodnotě 2,4 %. Meziročně tedy ceny zrychlily stejně jako v měsíci říjnu. Kladně k celkové inflaci přispěl zejména nadále nadprůměrný růst cen služeb, zatímco vývoj cen energií měl v listopadu opět tlumivý vliv, ačkoli méně výrazný, než v předchozích měsících. Jádřová inflace dále mírně zrychlila na 3,0 %. Nedávné prognózy CF, OECD a Bundesbank shodně předpokládají, že růst cen letos nepřekročí hranici 2,5 % a v příštím roce zvolní k 2% inflačnímu cíli ECB (dle Bundesbanky až v roce 2026). Pokles cen průmyslových výrobců v říjnu meziročně mírně zpomalil na 1,1 % (oproti zářijovým 1,4 %) a jeho hlavním důvodem byly nadále nižší ceny energií.

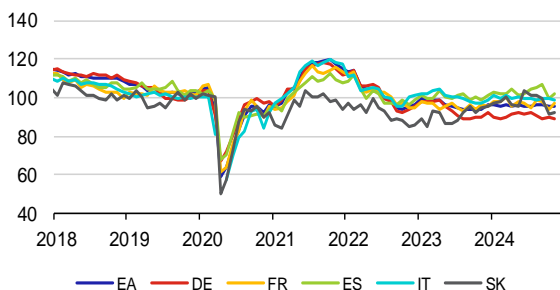
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



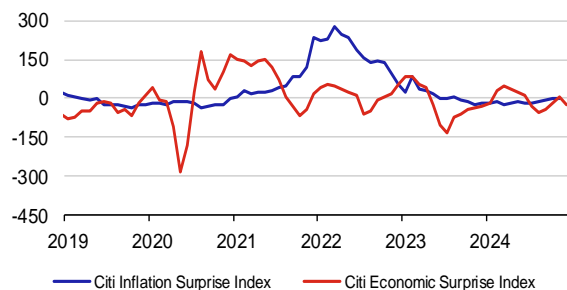
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
9/24	96,3	89,3	98,1	107,3	99,9	99,3
10/24	95,7	90,1	93,9	100,0	99,5	91,9
11/24	95,8	88,8	96,9	102,1	99,2	92,0

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

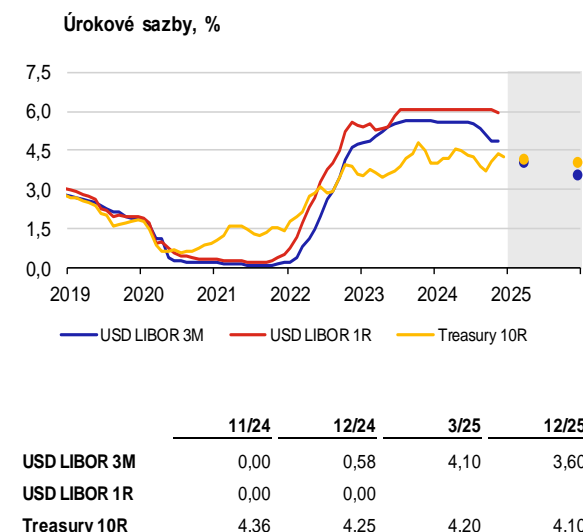
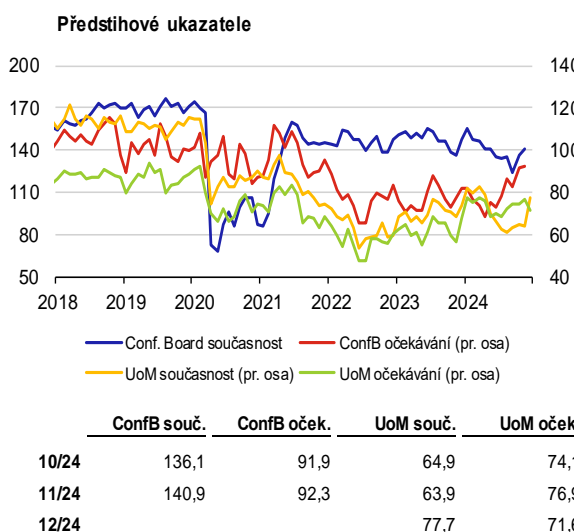
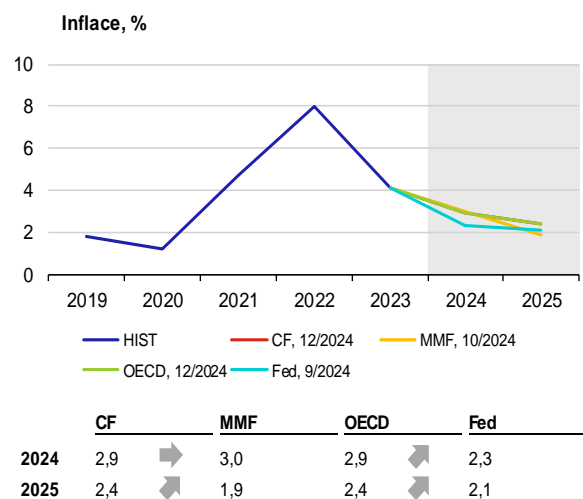
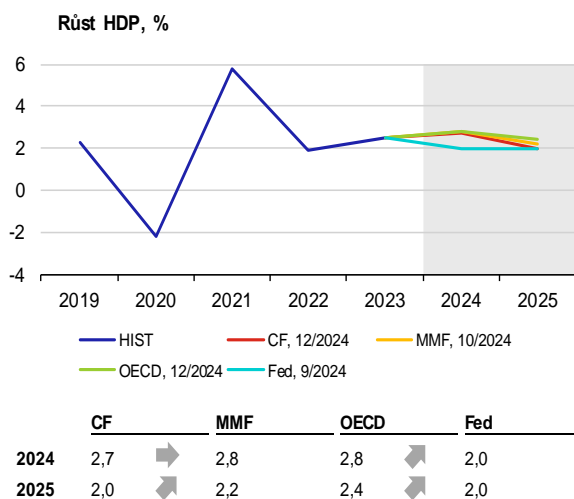
	5y5y	SPF
10/24	2,15	2,01
11/24	2,09	2,01
12/24	1,98	2,01

III.3 Spojené státy

Nový výhled růstu HDP z dílny OECD očekává v letošním roce o 2,8 %, v příštím pak 2,4 %. Ekonomický růst ve třetím čtvrtletí závisel na úzké skupině faktorů, jako je spotřebitelská poptávka, investice podniků do vybavení a zvýšené úrovni zásob, kdy společnosti urychlily investice kvůli obavám z cel. V listopadu se růst aktivity ve službách zpomalil, protože firmy čelily výrazné nejistotě ohledně politik budoucího prezidenta D. Trumpa. Přestože se očekávalo, že volby povzbudí ekonomickou aktivitu, listopadové komentáře naznačují, že podniky zůstávají opatrné ohledně možného dopadu politik nové administrativy na širší ekonomiku. Meziroční inflace dosáhla svého dna v září s hodnotou 2,4 % a od té doby mírně – v listopadu vzrostl index spotřebitelských cen meziročně na 2,7 %, přičemž jádrová inflace zůstává již tři měsíce na hodnotě 3,3 % se stejným meziměsíčním růstem 0,3 %. Nový výhled inflace z dílny OECD očekává letos hodnotu 2,9 % a pro příští rok pak zvýšil očekávání stejně jako analytici CF na hodnotu 2,4 %

Pracovní trh vykázal v listopadu silný růst zaměstnanosti, což představovalo oživení po oslabení v říjnu způsobeném hurikány a stávkami. Toto oživení však nenaplnilo očekávání, což naznačuje, že říjnové zpomalení nebylo způsobeno pouze dočasnými faktory. Například růst zaměstnanosti ve výrobě by zůstal záporný, nebýt jednorázového nárůstu po ukončení stávky v Boeingu. Mírné zvýšení míry nezaměstnanosti navíc poukazuje na přetrvávající slabiny v cyklických sektorech ekonomiky. Nezaměstnanost dosáhla v listopadu 4,3 %.

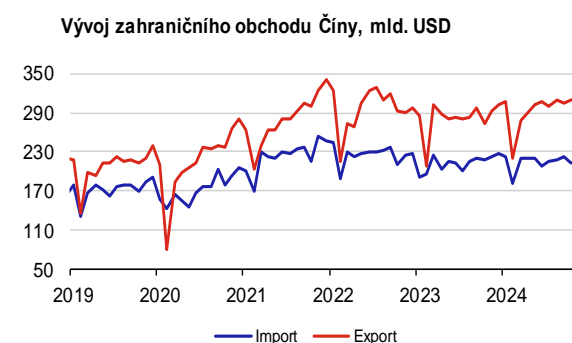
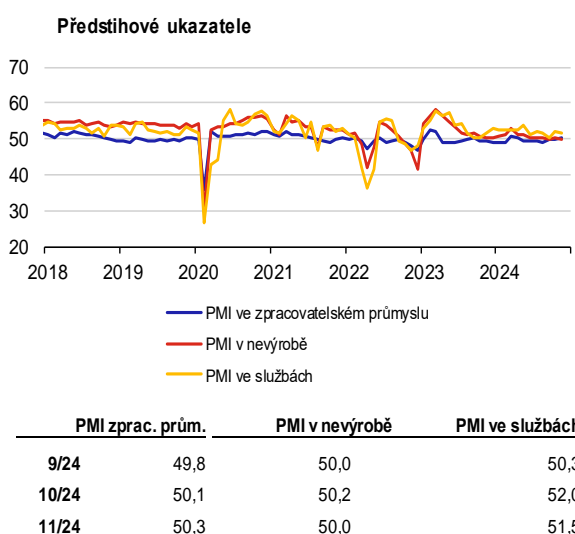
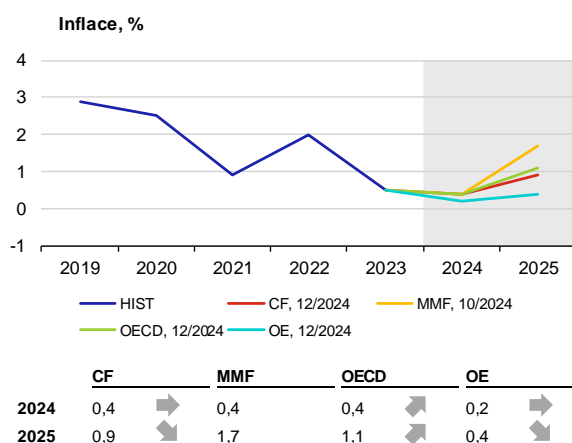
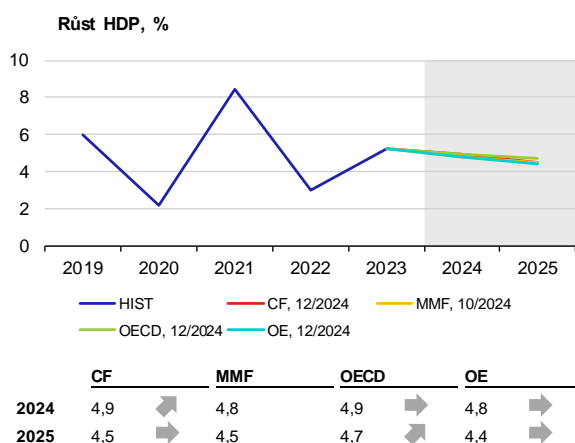
Od prosincového zasedání Fedu se očekává snížení sazeb, které by se tam měly dostat do pásma 4,25 až 4,5 %. Poté by si dle trhů měla americká centrální banka dát v uvolňování měnové politiky pauzu a další snížení se čeká až na jaře. Předseda Fedu J. Powell na sebe upoutal pozornost poté, co se během rozhovoru na počátku prosince vyjádřil ohledně Bitcoinu, že „je to jako zlato, ale jen virtuální“. V širším kontextu uvedl, že lidé jej používají jako spekulativní aktivum a že se nejedná o soupeře tradičních měn, ale právě spíše zlata.



III.4 Čína

V závěru letošního roku vykazuje čínská ekonomika známky stabilizace, doprovázené mírnými náznaky oživení, v návaznosti na stimulační opatření ze strany vlády a centrální banky. Po předchozích měsících relativní nejistoty a utlumeného tempa reálné ekonomické aktivity, naznačují listopadová a předběžná prosincová data opatrné zlepšení v některých klíčových oblastech. Ukazatel průmyslové aktivity, index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském sektoru, se v listopadu mírně zvýšil na 50,3 bodů a pohyboval se stejně jako v předchozím měsíci nad neutrální hranicí 50 bodů. Také index Caixin, který se zaměřuje spíše na menší a soukromé podniky, vykázal listopadu oproti předchozímu měsíci poměrně výraznou expanzi z 50,3 až na 51,5 bodů. To naznačuje oživení podnikatelské důvěry a částečné odstranění napětí, jež dříve brzdilo investice a výrobní aktivitu. Vedle toho průmyslová produkce v listopadu dále meziročně vzrostla o 5,4 %. Podporu tomuto sektoru poskytovala cílená politická opatření směřující k uvolnění úvěrových podmínek ke stimulaci domácí poptávky, která však stále není dostatečně robustní, když maloobchodní tržby v listopadu nečekaně zpomalily a meziročně vzrostly pouze o 3 % po říjnovém růstu o 4,8 %, který byl nejvyšší za posledních osm měsíců. Dle prosincového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne 4,9 %, což je poblíž stanoveného cíle čínské vlády ve výši 5 %, v příštím roce by měl růst HDP zpomalit na 4,5 %.

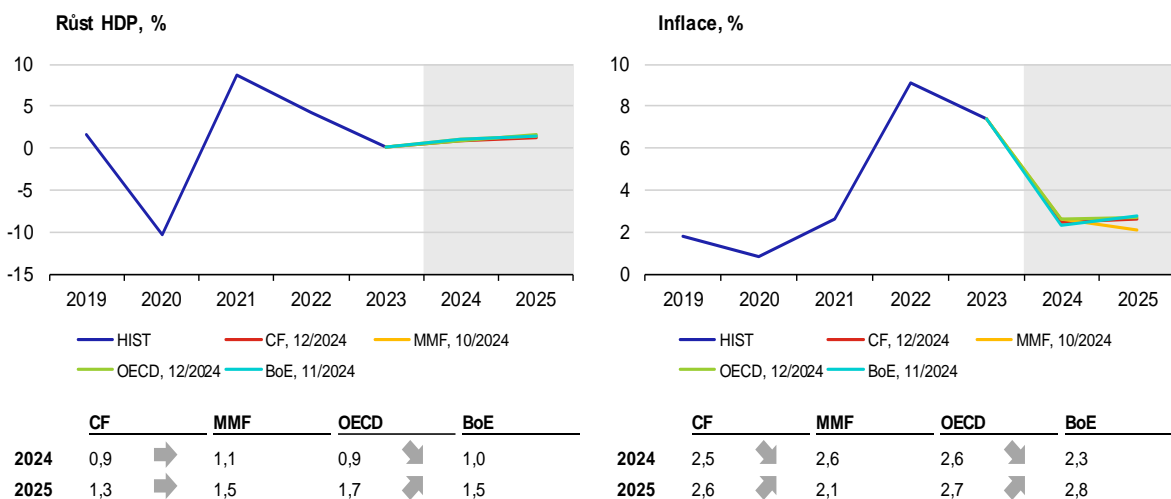
Spotřebitelské ceny vykazují téměř stagnaci, zatímco ceny výrobců se i nadále nacházejí v hluboké deflaci. Spotřebitelská inflace v listopadu dále mírně zpomalila, když ceny meziročně vrostly pouze o 0,2 % a zaostaly tak za očekávanými, inflace tak zůstává utlumená i navzdory stimulačním opatřením vlády, což zvyšuje tlak na další podporu ze strany fiskální a měnové politiky. Současně ceny výrobců v listopadu zmírnily pokles z říjnových -2,9 % na -2,5 %. Spotřebitelské ceny letos dle výhledu analytiků CF vzrostly o 0,4 % a nacházely se tak hluboko pod stanoveným cílem čínské vlády kolem 3 %, přičemž v příštím roce se očekává pouze jejich mírné zrychlení na 0,9 %.



Zdroj: Bloomberg

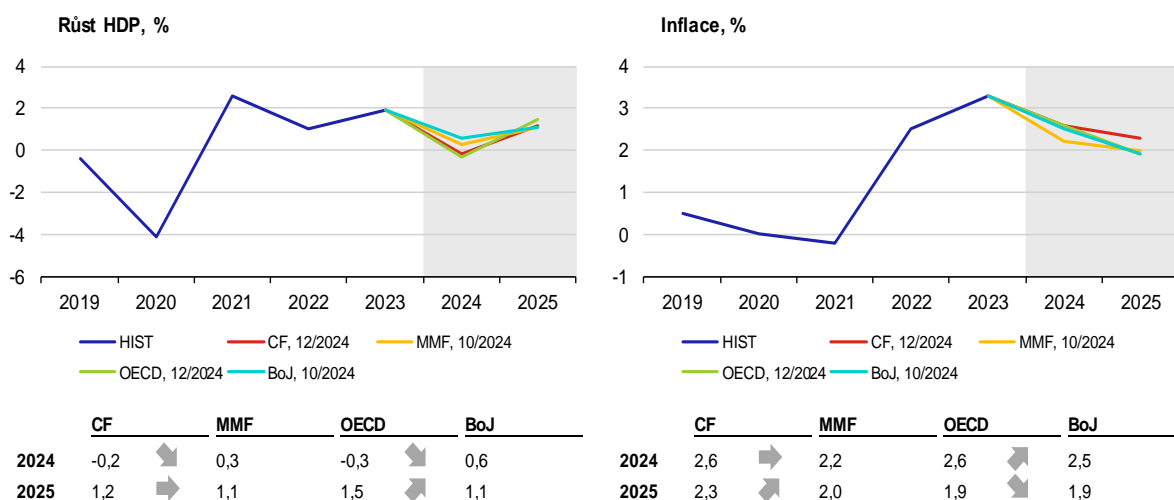
III.5 Spojené království

Inflace prudce zrychlila a dostala se zpět nad 2% inflační cíl centrální banky. Meziroční růst spotřebitelských cen v říjnu zrychlil na 2,3 % (ze zářijových 1,7 %), především v důsledku zvýšení stropu pro ceny energií ze strany regulačního úřadu pro trhy s plynem a elektřinou Ofgem. Mírně vzrostla též jádrová inflace (3,3 %) a inflace služeb (5,0 %). Navzdory těmto horším než očekávaným číslům však klesal v letošním roce růst spotřebitelských cen rychleji, než předpokládala BoE a guvernér A. Bailey proto očekává v příštím roce celkem až čtyři možná snížení sazeb, pokud bude pokračovat desinflace. Inflace by se měla letos i v roce 2025 dle nových prognóz CF a OECD pohybovat zhruba okolo 2,5 %. Dle kompozitního ukazatele PMI (50,5 bodu) ztrácí aktivita soukromého sektoru nadále svou dynamiku, jelikož důvěra podniků v labouristickou vládu po oznámení rozpočtu klesla. Kancléřka R. Reeves se pak zavázala k ambicióznímu hospodářskému partnerství s EU, jelikož je přesvědčena, že zlepšení vzájemného obchodu je klíčové pro podporu růstu. Ten v letošním roce dle nových prognóz dosáhne sotva 1 % v roce příštím mírně zrychlí k 1,5% hranici.



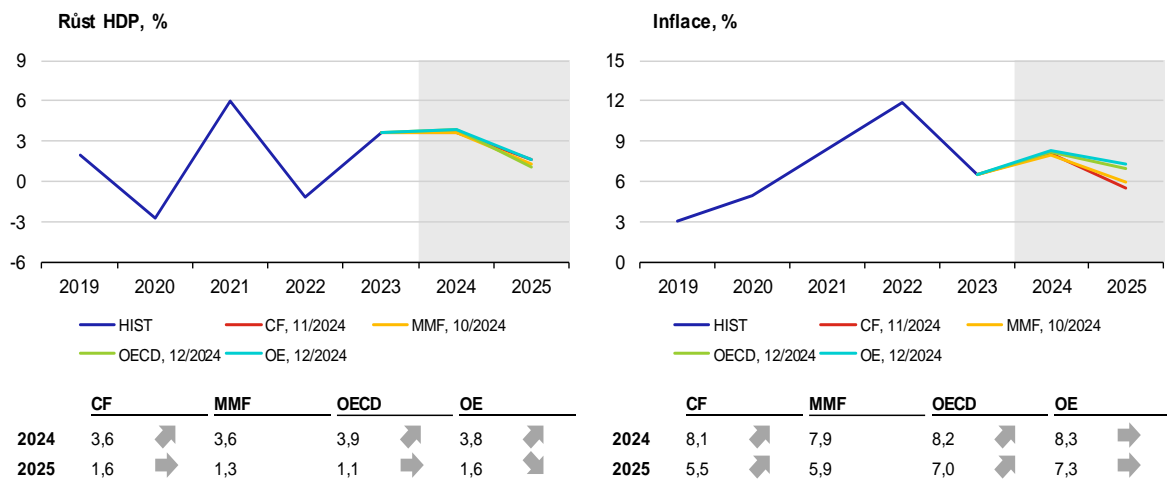
III.6 Japonsko

Ekonomické ukazatele naznačují pokračující oživení, přičemž růst HDP byl ve 3. čtvrtletí revidován směrem nahoru na analizovaných 1,2 %, k čemuž přispěl čistý vývoz a kapitálové výdaje. Říjnová průmyslová výroba vykázala solidní tempo, ale očekává se, že v listopadu a prosinci mírně poklesne. Spotřebitelské výdaje zůstávají stabilní, ale opatrné kvůli přetrvávající inflaci. Zvýšila se také výrobní inflace, přičemž ceny vstupů pro firmy meziročně vzrostly o 3,7 %, což odráží širší inflační tlaky. Do konce příštího roku se očekávají celkem tři zvýšení úrokových sazeb a sazby se tak dostanou na 1 %. Ekonomický růst by si měl svoje současné momentum udržet i v příštím roce, při pozvolném ústupu inflace na 2 %. Volatilitu vykázal jen, který oslabil k hodnotě 152,82 za dolar v důsledku zmírnění očekávání zvýšení sazeb, ačkoli nedávné údaje o inflaci jej na krátkou dobu posílily. K jeho volatilitě přispěl i výsledek amerických voleb a hrozba cel, z čehož plyne i riziko pro růst ekonomiky příští rok.



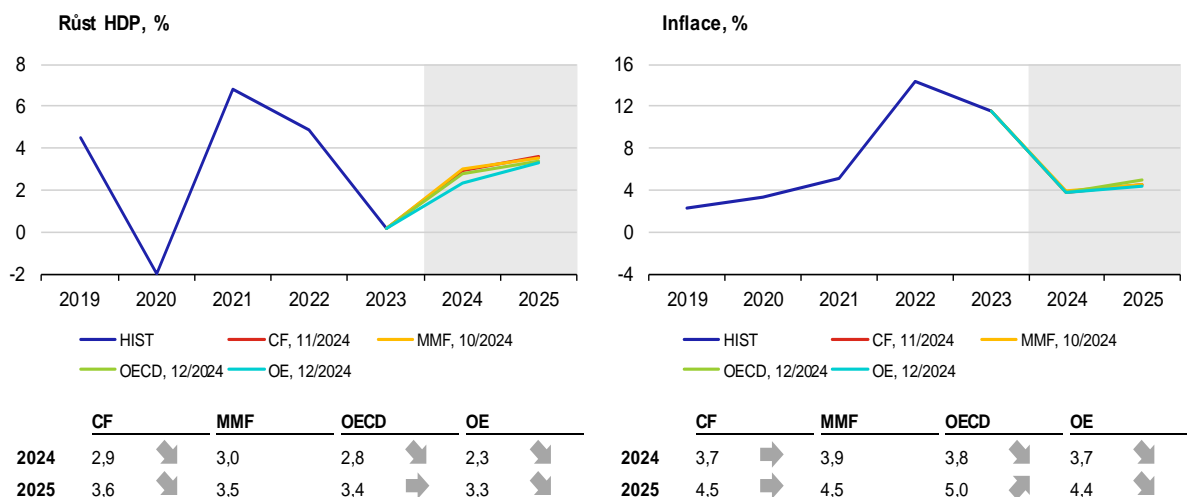
III.7 Rusko

Po výsledcích listopadové inflace, která překročila projekce centrální banky (8,9 % meziročně), očekávají analytici na prosincovém zasedání CBR zvýšení úrokových sazeb o 2 až 3 p. b. z aktuálních 21 %. Proinflační tlaky nadále vycházejí z přetrvávající nadměrné poptávky, subvencovaných úvěrových programů a expanzivního fiskálního stimulu, zatímco říjnová míra nezaměstnanosti poklesla na historické minimum 2,3 %. Po zrušení zákazu vývozu benzínu došlo k nárůstu rafinérských aktivit. Ruský rubl se koncem listopadu propadl vůči americkému dolaru na nejnižší hodnotu od března 2022 v důsledku rozšíření sankcí ze strany Spojených států. Sankce se zaměřují především na ruské banky, které byly klíčovými kanály pro zajištění mezinárodních plateb a udržení zahraničního obchodu navzdory předchozím restrikcím.



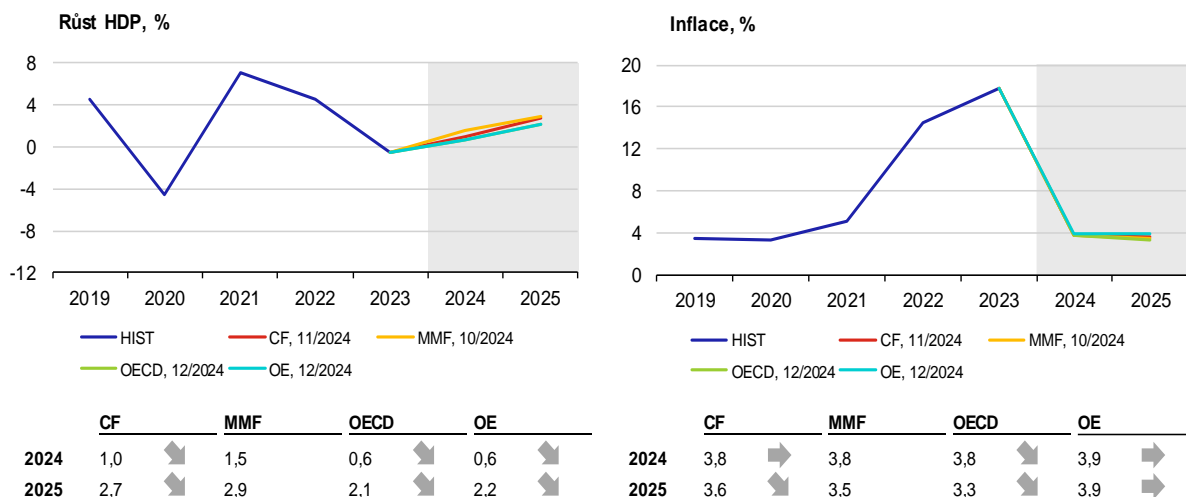
III.8 Polsko

Na prosincovém zasedání ponechala NBP základní měnověpolitickou sazbu na úrovni 5,75 %, avšak politická nejistota a rozdílné názory uvnitř Rady pro měnovou politiku brání formování jasného konsenzu ohledně dalšího vývoje sazeb. Guvernér A. Glapiński v reakci na očekávaný vzestup inflace v listopadu (4,7 % mzr.) posunul výhled snižování úrokových sazeb až do roku 2026. Ve vyjádření naznačuje, že inflace v první polovině roku 2025 setrvá nad cílovým pásmem NBP, kdy se bude pohybovat kolem 5 %, přičemž ke konci roku dojde k její akceleraci. Reakce trhů po zveřejnění guvernérovy komunikace vedly k posílení zlatého a poklesu cen vládních dluhopisů. Někteří členové Rady pro měnovou politiku se od vyjádření distancovali a indikují, že vhodné podmínky pro snížení sazeb by mohly nastat již v 1. polovině roku 2025 či po prezidentských volbách konajících se v červenci, kdy odezní politická rizika. Inflaci v Polsku i nadále tlumí snižující se poptávkové tlaky a slábnoucí spotřebitelská důvěra, naopak proinflačně působí zrušení zastropování cen energií společně se zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky.



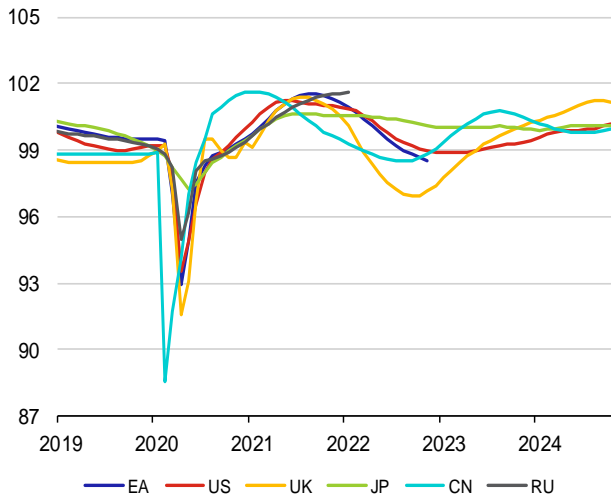
III.9 Maďarsko

Analytici přehodnotili HDP na letošní i příští rok ve směru výrazně nižšího meziročního růstu. Meziroční míra spotřebitelské inflace v Maďarsku opět mírně zrychlila, když v listopadu dosáhla hodnoty 3,7 % (v říjnu 3,2 %), a dostala se tak na nejvyšší úroveň od července letošního roku. Za listopadovým zvýšením stály rostoucí ceny potravin (zejména mouky, alkoholických nápojů a tabáku), zatímco pokles cen energetických komodit se pomalu vyčerpává. Naopak jádrová inflace zaznamenala nejnižší hodnoty za posledních pět měsíců (4,4 %). Finální hodnota za třetí čtvrtletí potvrdila meziroční pokles HDP o 0,8 %, zatímco trhy očekávaly meziroční růst o 1,3 %. Nové odhady růstu HDP od CF, OECD i OE byly přehodnoceny pro v letošní i příští rok výrazně níže. Předstihové indikátory však ukazují na optimističtější výhledy pro zbytek letošního roku. Zpracovatelský PMI se poprvé po 5 měsících dostal do pásma expanze a index nových objednávek postupně roste již od srpna. Daří se i maloobchodu, jehož tržby v říjnu rostly o 3,6 %.

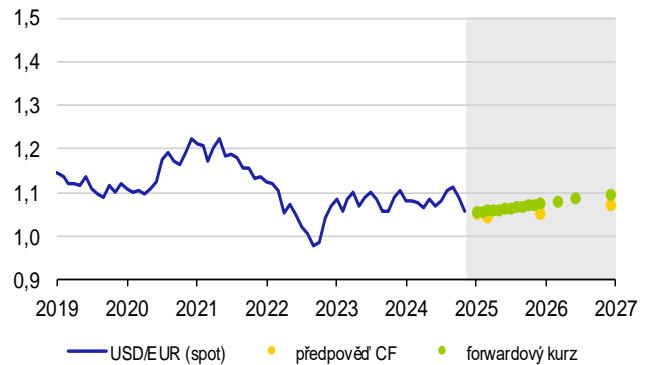


IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

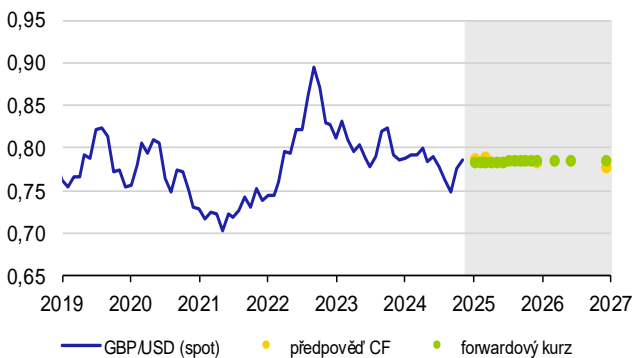


Americký dolar (USD/EUR)



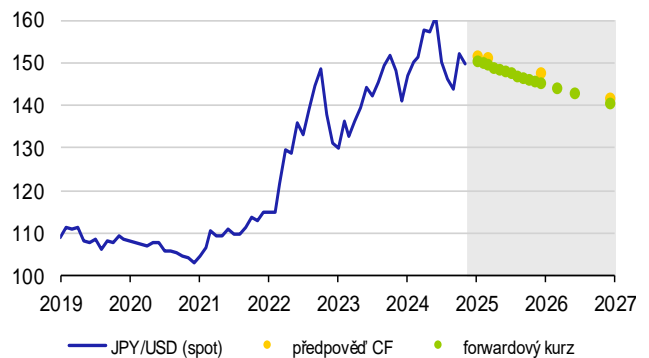
	9/12/24	1/25	3/25	12/25	12/26
spotový kurz	1,059				
předpověď CF		1,052	1,046	1,055	1,073
forwardový kurz		1,057	1,060	1,077	1,099

Britská libra (GBP/USD)



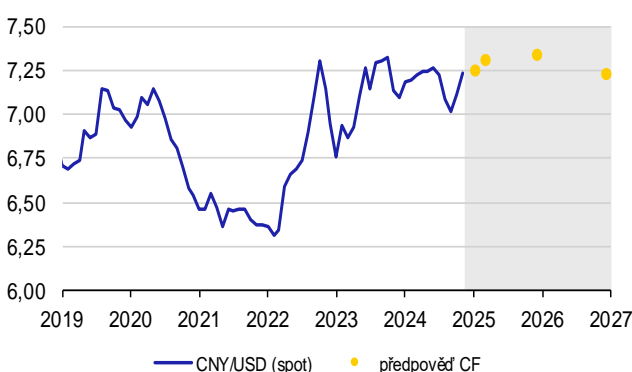
	9/12/24	1/25	3/25	12/25	12/26
spotový kurz	0,781				
předpověď CF		0,787	0,789	0,784	0,779
forwardový kurz		0,784	0,785	0,786	0,786

Japonský jen (JPY/USD)



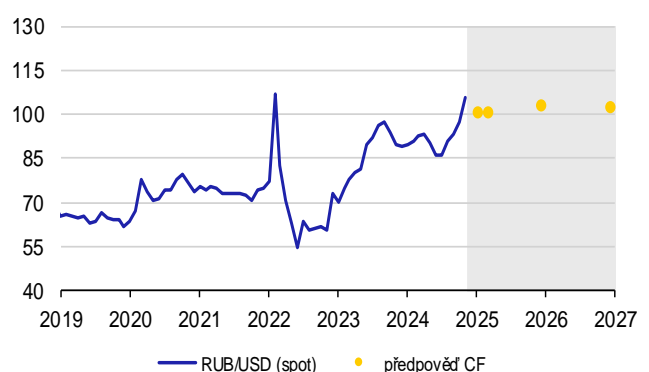
	9/12/24	1/25	3/25	12/25	12/26
spotový kurz	151,0				
předpověď CF		151,6	151,2	147,7	141,7
forwardový kurz		150,5	149,5	145,3	140,5

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	9/12/24	1/25	3/25	12/25	12/26
spotový kurz	7,276				
předpověď CF		7,253	7,317	7,340	7,237

Ruský rubl (RUB/USD)



	9/12/24	1/25	3/25	12/25	12/26
spotový kurz	100,50				
předpověď CF		100,70	101,20	103,60	102,50

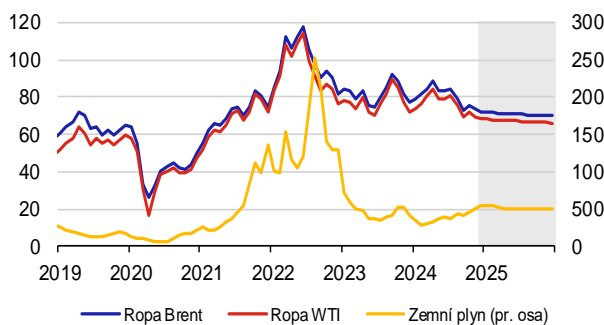
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

V.1 Ropa

Volatilita cen ropy se snižuje a cena ropy Brent se od poloviny října pohybuje bez výraznějšího trendu v intervalu cca 70 až 75 USD/barel. Silnějšímu růstu ceny brání přetrvávající negativní sentiment investorů, který pramení z očekávání slabé poptávky v Číně a přebytku ropy na trhu v příštím roce. Dolů tlačí cenu i silný dolar a zmírnění napětí na Blízkém východě. Proti jejímu výraznějšímu poklesu naopak působí pokračující omezení těžby aliance OPEC+. Její představitelé rozhodli o dalším odložení začátku zvyšování produkce (tentokrát o tři měsíce na duben 2025), následné zmírňování restrikcí těžby by pak mělo být rozloženo do 18 měsíců místo původně plánovaného jednoho roku. Cenu ropy podporuje i zpříšňování sankcí na vývoz ropy z Íránu a Ruska ze strany USA. Ke zlepšení sentimentu na trhu přispěl i plán čínské vlády na další uvolnění měnové politiky v příštím roce. Nicméně výhled poptávky po ropě zůstává značně nejistý (i kvůli možnému zavádění dovozních cel ze strany USA). I když růst globální poptávky by dle IEA měl v příštím roce zrychlit z letošních denních 840 tis. barelů na 1,1 mil. barelů (zejména zásluhou petrochemického průmyslu), rychlý růst těžby mimo alianci OPEC+ (1,5 mil. barelů denně) povede k silnému přebytku ropy na trhu i v případě, že aliance nebude svou produkci zvyšovat. Naopak dle zpráv EIA a OPEC by situace na trhu mohla v příštím roce umožnit postupné zvyšování těžby aliance při zachování zhruba rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou. Marže rafinérií rostly v listopadu druhý měsíc v řadě.

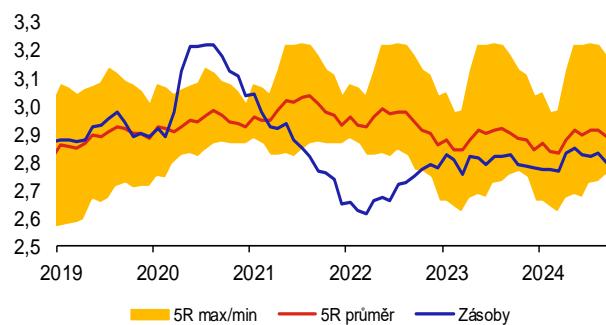
Tržní výhled ceny ropy Brent z první poloviny prosince se posunul opět mírně směrem dolů a signalizuje ceny 70,0 a 68,8 USD/barel na konci roku 2025, resp. 2026. I EIA svou předpověď opět posunula níže, zejména pro nejbližší měsíce. Nadále přitom očekává, že do března 2025 cena poroste (na 75 USD/barel) a poté s rostoucí těžbou OPEC+ bude klesat k 72 USD/barel na konci roku. Také prosincový CF snížil očekávanou cenu v horizontu jednoho roku, a to na 74,6 USD/barel.

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

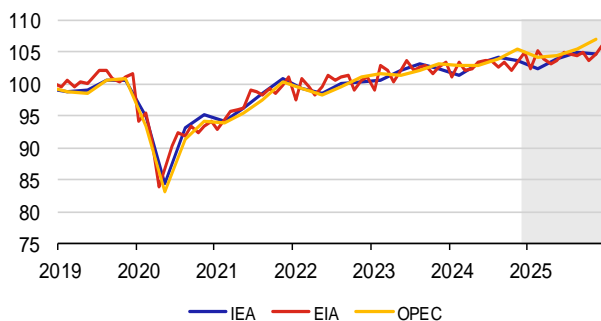


	Brent	WTI	Plyn
2024	79,77	75,61	398,19
2025	70,90	67,11	512,83

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

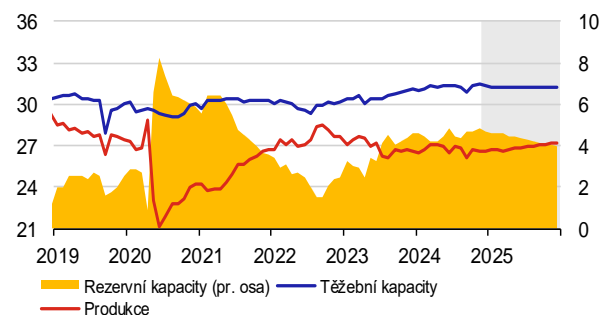


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2024	103,06	103,03	103,83
2025	104,00	104,33	105,28

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2024	26,72	31,25	4,53
2025	26,90	31,20	4,30

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.

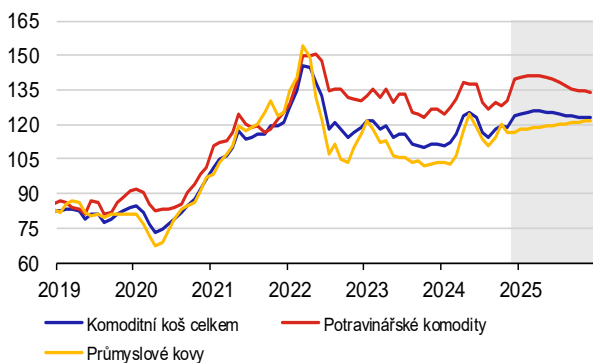
V.2 Ostatní komodity

Cena zemního plynu v Evropě se v druhé polovině listopadu udržovala vysoko (mezi 45 až 49 EUR/MWh), v první polovině prosince ale rychle klesala. Důvodem vysoké ceny v listopadu bylo chladné počasí v Evropě, výpadky dodávek z Norska a nízká produkce větrných elektráren na severu Evropy. Do poloviny prosince ale cena klesla k 40 EUR/MWh díky obnovené produkci větrných elektráren a vysokým dodávkám LNG. Zásoby v Evropě se v polovině prosince pohybovaly mírně pod pětiletým průměrem (kolem 80 % skladovací kapacity). Provoz plynovodu Power of Siberia z Ruska do Číny dosáhl plné kapacity, což umožnilo Číně vrátit část nasmlouvaných dodávek LNG na spotový trh. Nadále však trvá nejistota ohledně dodávek ruského potrubního plynu kvůli ukončení tranzitu přes Ukrajinu od nového roku a zpřísněným sankcím na Gazprombank ze strany USA. Na ty zareagovalo Rusko zmírněním platebních podmínek pro evropské dovozce ruského plynu. Cena uhlí v Evropě více méně kopírovala vývoj ceny zemního plynu.

Index cen průmyslových kovů se v listopadu snížil, když vyprchaly příznivé vlivy snížení úrokových sazeb v USA a oznámení stimulačních kroků čínské vlády na tržní sentiment. K poklesu přispěl i silný dolar. Klesaly zejména ceny mědi, cínu, zinku a mírně i cena železné rudy. V první polovině prosince se pokles zastavil a ceny některých kovů začaly opět růst díky náznakům oživení globálního průmyslu (JPMorgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu se dostal těsně do pásma expanze). Mírný růst indexu se očekává i v průběhu příštího roku, poté by měl index stagnovat.

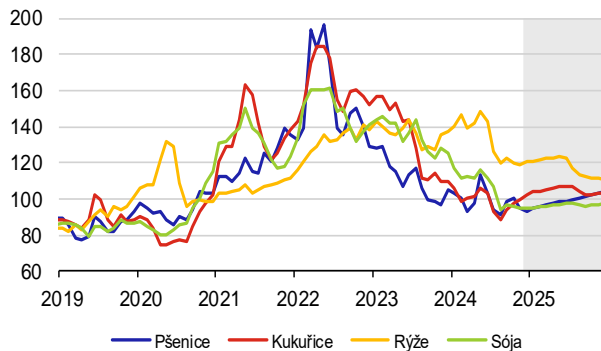
Index cen potravinářských komodit se po mírném listopadovém růstu silně zvýšil v první polovině prosince a zaznamenal nejvyšší hodnotu od poloviny roku 2022. K tomuto vývoji přispěly opětovným růstem na historická maxima zejména ceny kávy (kvůli suchu v Brazílii) a kakaa (kvůli suchu v západní Africe). Rostla i cena kukuřice a poblíž historického maxima se udržuje i cena hovězího masa. Naopak ceny pšenice a cukru se vyvíjely opačným směrem. Na vysoké úrovni by se měl index udržet ještě v první polovině příštího roku, poté se očekává s novou sklizní postupný pokles.

Indexy cen neenergetických komodit



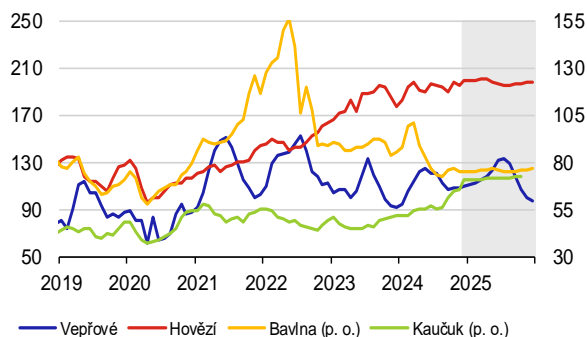
	Celkem	Potraviny	Kovy
2024	118,5	131,6	113,9
2025	124,5	138,1	119,8

Potravinářské komodity



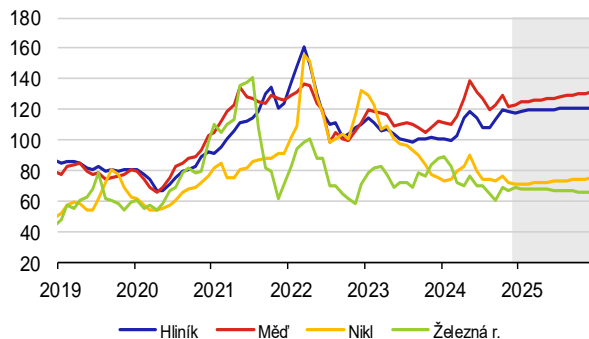
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2024	98,6	99,2	132,2	105,3
2025	99,6	104,6	117,5	96,5

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2024	112,3	193,3	82,0	58,2
2025	116,3	197,6	75,6	71,6

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2024	111,6	123,4	77,3	72,0
2025	120,4	128,2	73,4	67,6

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.

Krise a jejich odraz v integraci finančních trhů¹

Článek se zaměřuje na oblast finančních trhů, v rámci které se pokusíme čtenáře stručně seznámit s podstatou myšlenky finančně integrovaných trhů a nastínit možnosti rámcového měření sladění. Následně se pokusíme vyhodnotit vývoj finanční sladění napříč jednotlivými trhy za čtvrtstoletí existence eurozóny, které si letos připomínáme. V tomto duchu se podíváme, jak se podobně vyvíjely pohyby na devizovém, peněžním a akciovém trhu vybraných eurokandidátů v porovnání s eurozónou, resp. v případě trhu vládních dluhopisů s Německem, v reakci na probíhající turbulentní události. Naším cílem je ukázat, jak se události jako globální krize, pandemie covid-19, bezpečnostní krize a následná energetická krize projeví v míře (ne)sladění jednotlivých částí finančního trhu.

Členství v EU a přistoupení ke čtyřem svobodám vnitřního trhu dále zvýšilo již tak viditelnou propojenost evropských zemí a jejich obyvatel. Země EU mají zaručený volný pohyb zboží, služeb, osob a kapitálu na celém území EU. Účast na tomto evropském integračním projektu dále umožňuje občanům EU žít a pracovat kdekoli v EU a poskytovat jim tak lepší pracovní příležitosti a osobní seberealizaci. Neoddiskutovatelný přínos členství v EU lze pozorovat zejména pro postsocialistické země, které prošly rychlou přeměnou na tržní ekonomiky². Uvedené procesy, byť v různých zemích probíhaly rozdílně, přispěly i k viditelné integraci finančních trhů zemí EU. Ta by měla být ještě vyšší u zemí platících jednotnou měnou euro.

Jaké jsou tedy výhody a nevýhody plynoucí z vyšší integrace finančních trhů? Finanční integrace přináší jednotlivým subjektům, ať již přímo nebo zprostředkovaně, výhody i náklady³. Zkušenost z globální finanční krize po pádu investiční banky Lehman Brothers v roce 2008, ale i turbulentní období po roce 2020 důležitost této debaty umocnila. Mezi nejčastěji uváděné výhody integrace finančních trhů patří: (i) vyhlazování spotřeby vlivem mezinárodní diverzifikace rizika, (ii) pozitivní dopad kapitálových toků na domácí investice a hospodářský růst⁴, (iii) rostoucí efektivnost finančního systému a (iv) zvyšování obezřetného chování subjektů na finančních trzích a dosahování vyššího stupně finanční stability. Ačkoli je obecně přijímaným tvrzením, že vyšší stupeň integrace trhů přináší zemí spíše výhody, za určitých podmínek může vyvolávat i méně pozitivní efekty. Právě u zemí na finanční integraci nedostatečně připravených (méně vyvinutý finanční sektor, jeho značně rozdílná struktura či právní rámec) mohou náklady spojené s provázaností trhů převážet. To by se však nemělo týkat eurokandidátů, které by měly být z povahy jejich členství v EU s ostatními zeměmi tohoto společenství již do značné míry sladěny. Mezi podstatné náklady finanční integrace lze řadit: (i) nedostatečný přístup k finančním zdrojům v období finanční nestability včetně koncentrace a procykličnosti kapitálu, (ii) neadekvátní alokaci kapitálových toků, (iii) ztrátu makroekonomické stability, (iv) stádové chování mezi investory, nákazu propagující se skrze propojené finanční trhy a vysokou volatilitu přeshraničních kapitálových toků⁵.

Globální megatrendy⁶ a zvyšující se míra propojenosti ekonomik dále ovlivňují všechny aktéry, tedy domácnosti, firmy, vlády i finanční instituce. Vyšší míra integrace finančních trhů může zvýšit jejich investiční příležitosti, a tak umožnit získání vyššího výnosu při shodně podstupovaném riziku. Na druhé straně, pokud jsou všichni vystaveni obdobným rizikům, nemusí být jejich bilance dostatečně diverzifikovány a původní pozitivní efekt z integrace tím může být snížen. Finanční sektor jako celek může být navíc v podmínkách vysokého stupně geografické a sektorové provázanosti finančních institucí (bank) a jednotlivých částí finančního trhu náchylnější na zmíněné riziko nákazy, které může dosáhnout až systémového rozměru. To, zda výhody prohlubování finanční integrace převáží nad jejími riziky a zda tento proces povede ke zvyšování míry finanční stability, do značné míry závisí na odolnosti a pružnosti samotného finančního systému a naplňování obezřetnostní role národních a mezinárodních institucí.

Jeden z klíčových předpokladů pro měření integrace je platnost zákona jedné ceny. Většina definic finanční integrace je úzce spojena nebo dokonce přímo definována zákonem jedné ceny. Ten nám říká, že „aktiva (měnové kurzy, dluhopisy, akcie, ...) nesoucí identické riziko a výnos by měla být shodně oceněna bez ohledu na to, kde jsou obchodována“. Mohli bychom si jeho platnost představit např. jako hladinu moře, která je z důvodu fyzikálních zákonů všude na zemi stejná. To je dáno tím, že neexistují umělé bariéry, které by hladinu moře v některých částech země účelově zvyšovaly či snižovaly. Za obecně užívanou definici finančně integrovaného trhu se v relevantní literatuře pokládá tato formulace (Baele a kol., 2004; Weber, 2006): „Trh pro daný počet finančních instrumentů a služeb je plně integrován, jestliže všichni potenciální účastníci trhu se stejnými relevantními charakteristikami: čelí stejné množině pravidel, když se rozhodují operovat

¹ Autorem je Jan Babecký, Luboš Komárek a Zlataše Komárková. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Viz např. Kábrt a kol. (2024).

³ Viz např. ECB (2024), Coeurdacier a kol. (2020) nebo z dřívějších prací např. Agénor (2003), Baele a kol. (2004) nebo Babecký, Komárek a Komárková (2012).

⁴ Vede k vyššímu ekonomickému růstu tvorbou dodatečných příležitostí pro diverzifikaci rizika a efektivní alokaci kapitálu.

⁵ Viz Agénor (2003).

⁶ Např. stárnutí populace, elektromobilita, nové technologie a umělá inteligence, ekologická uvědomělost, propojenost globálních výrobních řetězců, atd.

s finančními instrumenty a/nebo službami; mají rovnocenný přístup k výše uvedené množině finančních instrumentů a/nebo službám; je s nimi jednáno rovnocenně, když jsou aktivní na trhu.“

Pro měření integrace, resp. sladění finančních trhů lze využít koncepty tzv. beta- a sigma-konvergence.⁷ Beta-konvergence umožňuje určit rychlost, s jakou jsou snižovány rozdíly ve výnosech na jednotlivých finančních trzích. Pokud je koeficient beta negativní, znamená to, že konvergence probíhá. Čím více se jeho hodnota blíží -1, tím vyšší je rychlost konvergence. Hodnocení beta-konvergence lze provést pomocí odvozeného ukazatele *poločasu konvergence*, který umožňuje intuitivní interpretaci rychlosti, s jakou dochází k vyrovnávání rozdílů mezi výnosy na jednotlivých trzích. Poločas konvergence označuje dobu, za kterou rozdíly mezi výnosy aktiv klesnou na polovinu své původní hodnoty. Druhou stranou těžce konvergenční mince je koncept sigma-konvergence, který se zaměřuje na rozptyl rozdílů mezi výnosy stejných aktiv v různých zemích v daném časovém okamžiku. Tento koncept určuje úroveň sladění, jakého jednotlivé segmenty finančního trhu dosáhly. O sigma-konvergenci hovoříme tehdy, pokud dochází k poklesu rozptylu k nule. Je důležité poznamenat, že beta-konvergence může, ale nemusí být doprovázena sigma-konvergencí. Dokonce může dojít k sigma-divergenci. Z toho důvodu je nutné pro hodnocení finanční integrace sledovat oba tyto koncepty současně.

V následujícím textu jsou prezentovány výsledky beta- a sigma-konvergence finančních trhů vybraných eurokandidátů (Česká republika, Maďarsko a Polsko) a současných vybraných členských zemí eurozóny (Rakousko, Portugalsko, Itálie a Slovensko) s eurozónou, resp. s Německem, za období leden 1995 až červen 2024. Výpočty byly provedeny na týdenních datech (průměrech z denních dat) pocházejících z agentur Bloomberg a Refinitiv, a to od ledna 1995 pro devizový a akciový trh, od ledna 1999 pro peněžní trh a od ledna 2000 pro dluhopisový trh. Datový soubor je u všech trhů ukončen červnem 2024. Z oblasti peněžního trhu byly použity tříměsíční sazby mezibankovního trhu, pro devizový trh kotace kurzu národních měn vůči USD, pro dluhopisový trh pětileté vládní dluhopisy a pro akciový trh národní akciové indexy. Odhad koeficientů beta byl proveden pomocí regresní analýzy jako v práci Babecký, Komárek a Komárková (2017).

Tabulka 1 – Beta-konvergence devizového a peněžního trhu vůči eurozóně

(vývoj hodnot poločasu konvergence; ve dnech)

	Devizový trh			Peněžní trh		
	7/07	12/19	6/24	7/07	12/19	6/24
Česká republika	1,8	2,0	2,2	5,8	6,8	1,2
Maďarsko	1,4	1,8	2,1	3,1	2,8	1,7
Polsko	2,4	2,0	2,1	2,5	2,8	3,3
Eurozóna	B	B	B	B	B	B

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

Pozn.: Poločas je doba, za kterou dojde ke snížení rozdílu ve výnosech na polovinu. Čím je hodnota poločasu nižší, tím je rychlost konvergence vyšší; první časový mezník označuje období před vznikem finanční krize (do července 2007), druhý pak období před pandemií (do prosince 2019) a třetí současné období (do června 2024). Další symboly: B – benchmark.

Beta-konvergence na devizovém a peněžním trhu probíhá poměrně rychle, avšak mezi jednotlivými zeměmi existují významné rozdíly. Tabulka 1 zobrazuje vývoj beta-konvergence na devizových a peněžních trzích ve vztahu k eurozóně pro vybrané eurokandidáty. Ve všech třech zemích je poločas konvergence kratší než týden, což naznačuje relativně vysokou rychlost sladění s eurozónou. Zejména na devizovém trhu se poločas konvergence pohybuje v úzkém rozmezí dvou dní ve všech sledovaných obdobích, a tím potvrzuje stabilní a rychlou sladěnost tohoto segmentu napříč zeměmi. Na peněžním trhu pozorujeme pokles poločasu konvergence u České Republiky a Maďarska na hodnoty pod hodnotu 2 dní, což naznačuje zrychlení sladění ke konci sledovaného období. Naproti tomu v Polsku dochází k mírnému nárůstu poločasu konvergence z 2,5 na 3,3 dne, a tím naznačuje zpomalení sladění v tomto segmentu finančního trhu.

Beta-konvergence na dluhopisových a akciových trzích vykazuje různé rychlosti sladění, přičemž země eurozóny jsou obecně pevněji integrovány než eurokandidáty. Jak ukazuje Tabulka 2, na dluhopisovém trhu se poločasy konvergence ve všech sledovaných zemích pohybují pod hranicí nepřevyšující 4 dny, přičemž v České republice a Maďarsku zůstávají stabilní nebo mírně rostou, což naznačuje pomalejší sladění. Polsko vykazuje lehký nárůst poločasu konvergence na 3,1 dne, zatímco země eurozóny, jako Portugalsko a Itálie, mají nižší hodnoty (1,3 až 2,3 dne), což svědčí o pevnější integraci. Na akciovém trhu je poločas konvergence stabilní, pod 3 dny ve většině sledovaných zemí, včetně České republiky, Maďarska a Polska, což ukazuje na setrvalou a relativně rychlou integraci tohoto segmentu finančního trhu.

⁷ Viz např. Baltzer a kol. (2008), Baele a kol. (2004). Označení beta-konvergence a sigma-konvergence svým původem spadá do literatury zabývající se problematikou ekonomického růstu a jeho dynamiky, viz např. Barro a Sala-i-Martin (1992). Jejich první aplikaci na oblast finančních trhů provedli Adam a kol. (2002).

Tabulka 2 – Beta-konvergence dluhopisového a akciového trhu

(vývoj hodnot poločasu konvergence; ve dnech)

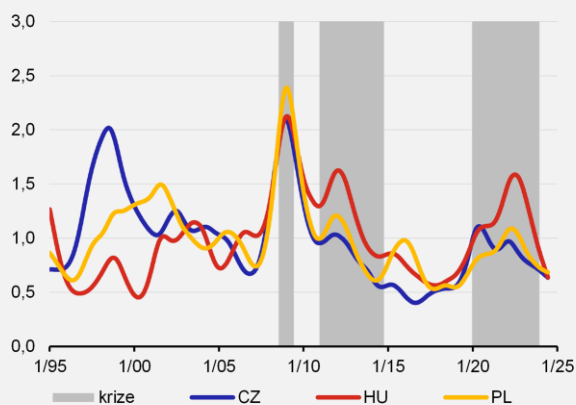
	Dluhopisový trh			Akciový trh		
	7/07	12/19	6/24	7/07	12/19	6/24
Česká republika	3,8	3,8	3,8	3,1	3,0	3,0
Maďarsko	3,7	3,8	4,0	2,9	2,7	2,7
Polsko	2,9	2,9	3,1	2,9	2,8	2,8
Německo	B	B	B	3,2	3,1	3,2
Rakousko	1,3	3,4	3,4	2,3	2,5	2,5
Portugalsko	2,6	2,3	2,3	1,9	2,0	2,1
Italie	2,0	2,1	2,1	3,0	3,1	3,0
Slovensko	3,4	3,1	3,0	3,8	3,0	3,0
Eurozóna	-	-	-	B	B	B

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

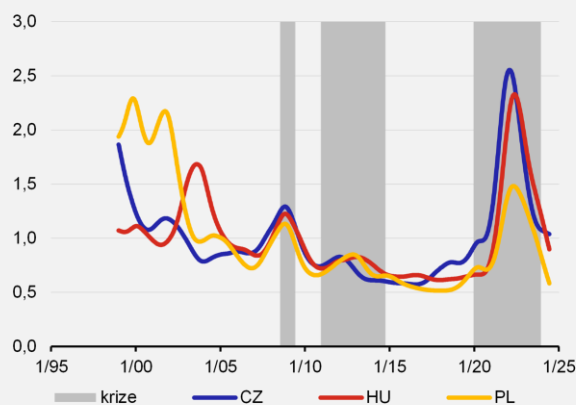
Pozn.: Poločas je doba, za kterou dojde ke snížení rozdílu ve výnosech na polovinu. Čím je hodnota poločasu nižší, tím je rychlost konvergence vyšší; první časový mezník označuje období před vznikem finanční krize (do července 2007), druhý pak období před pandemií (do prosince 2019) a třetí současné období (do června 2024). Další symboly: B – benchmark, "-" – údaje nejsou k dispozici.

Dynamika sigma-konvergence na devizovém a peněžním trhu odráží rozdílné reakce na globální finanční krizi a nedávnou inflační epizodu. Jak ukazuje Graf 1, sigma-konvergence na devizovém trhu byla nejvíce ovlivněna globální finanční krizí (2008–2009) a následně i nedávnou inflační vlnou. Během těchto období došlo k výraznému nárůstu rozptylu rozdílů mezi výnosy, což signalizovalo dočasné narušení sladění trhů. Po odeznění krize se rozptyl postupně snižoval, což naznačuje obnovu integrace devizových trhů v rámci eurozóny.

Na peněžním trhu se naopak vliv globální finanční krize projevil méně výrazně než na devizovém trhu (viz Graf 2), což ukazuje na větší stabilitu tohoto segmentu během krize. Nejvýznamnější dopad na sigma-konvergenci peněžního trhu však měla nedávná inflační vlna (2021–2024). Zvýšená volatilita úrokových sazeb v reakci na inflaci vedla k nárůstu rozptylu rozdílů mezi výnosy, což signalizovalo zhoršení sladění trhu.

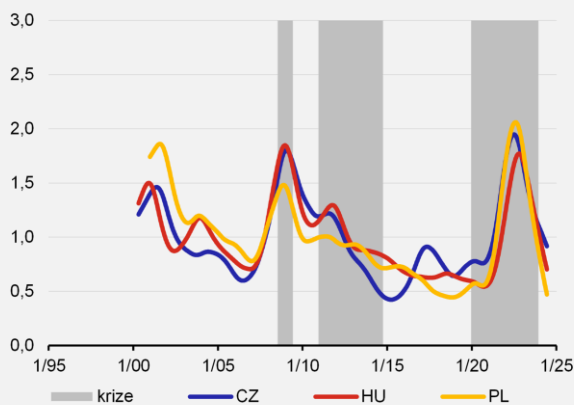
Graf 1 – Sigma konvergence devizového trhu vůči eurozóně

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

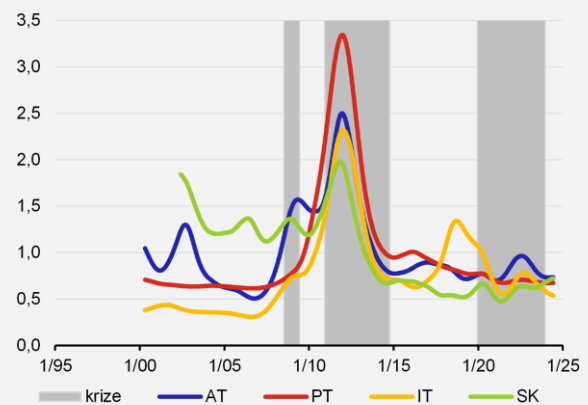
Graf 2 – Sigma konvergence peněžního trhu vůči eurozóně

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

Na trhu vládních dluhopisů eurokandidátů byla dynamika sigma-konvergence nejvíce ovlivněna dvěma klíčovými obdobími – globální finanční krizí a nedávnou inflační vlnou. Jak ukazuje Graf 3a, globální finanční krize vedla k nárůstu rozptylu rozdílů mezi výnosy vládních dluhopisů vůči Německu, což signalizovalo dočasné narušení sladění. Bezpečnostní a energetická krize dále narušily sigma-konvergenci v důsledku rozdílných reakcí národních ekonomik na vysokou inflaci, včetně související úrokové politiky centrálních bank.

Graf 3a – Sigma konvergence trhu vládních dluhopisů vůči Německu (eurokandidáti)

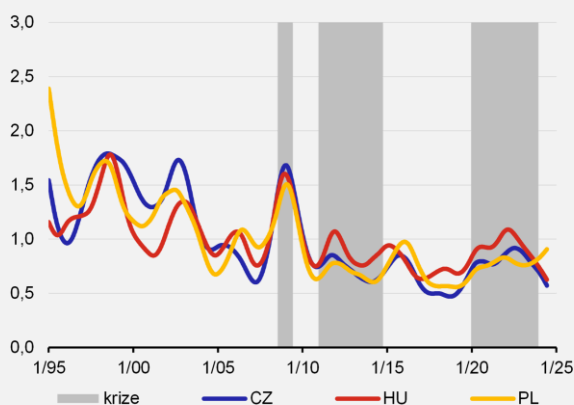
Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

Graf 3b – Sigma konvergence trhu vládních dluhopisů vůči Německu (země eurozóny)

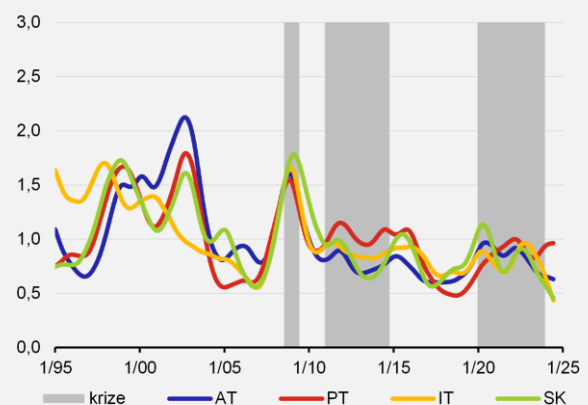
Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

Nejvýznamnějším faktorem, který ovlivnil sigma-konvergenci na trhu vládních dluhopisů vybraných zemí eurozóny, byla dluhová krize (2010–2012). Jak je patrné z Grafu 3b, tato krize vedla k prudkému nárůstu rozptylu mezi výnosy vládních dluhopisů těchto zemí vůči Německu, což dočasně narušilo sladěnost. Po skončení dluhové krize trh vykázal obnovu sigma-konvergence, která v posledních několika letech zůstává převážně stabilní. Výjimkou je Itálie, kde došlo k dočasné sigma-divergenci, což je zřejmě odrazem neutěšeným stavem tamních veřejných financí

Na akciových trzích má největší vliv na sigma-konvergenci historická volatilita a období globální finanční krize. Jak u eurokandidátů (Česká republika, Maďarsko, Polsko), tak u zemí eurozóny se projevuje výrazný dopad globální finanční krize let 2008–2009, kdy ve všech sledovaných zemích došlo k prudkému a synchronizovanému zvýšení volatility (Graf 4). Naopak pandemie covid-19 a inflační epizoda měly na sigma-konvergenci mnohem menší dopad, což naznačuje relativní odolnost akciových trhů vůči nedávným ekonomickým šokům.

Graf 4a – Sigma konvergence akciového trhu vůči eurozóně (eurokandidáti)

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

Graf 4b – Sigma konvergence akciového trhu vůči eurozóně (země eurozóny)

Zdroj: Bloomberg, Refinitiv, výpočet autorů

Závěry

Analýza beta- a sigma-konvergence ukázala, že evropské finanční trhy vykazují různé stupně sladěnosti. Zatímco beta-konvergence naznačuje relativně rychlý proces odstraňování rozdílů ve výnosech, sigma-konvergence odhaluje, že sladěnost se může v důsledku krizí a ekonomických šoků dočasně narušit.

Dynamika sigma-konvergence se liší podle typu finančního trhu. Zatímco devizový trh byl nejvíce ovlivněn globální finanční krizí, na peněžním a dluhopisovém trhu eurokandidátů se nejvýrazněji projevilo zhoršení sladěnosti během nedávné inflační epizody. Všechny trhy však po krizích vykazují postupný návrat k nižším hodnotám rozptylu, což dokládá jejich schopnost znovu dosáhnout vyšší úrovně sladěnosti.

Relativní vysoká sladěnost evropských akciových trhů. Akciové trhy vykazují stabilní a relativně rychlou beta-konvergenci napříč všemi sledovanými zeměmi. Sigma-konvergence akciových trhů byla nejvíce ovlivněna historickou volatilitou a globální finanční krizí, zatímco pandemie a inflační epizoda měly menší vliv, což naznačuje vyšší stabilitu tohoto segmentu.

Rozdíly mezi eurokandidáty a zeměmi eurozóny. Česká republika, Maďarsko a Polsko obecně vykazují pomalejší beta-konvergenci a vyšší sigma-konvergenci (rozptyl), což naznačuje delší proces sladěnosti jejich finančních trhů s eurozónou. Naopak země eurozóny dosahují nižšího rozptylu a rychlejší beta-konvergence, zejména na dluhopisových a peněžních trzích.

Závěr k celkové sladěnosti. Kombinace beta- a sigma-konvergence odhaluje důležitou dynamiku: i když rozdíly ve výnosech (měřené beta-konvergencí) mohou být odstraňovány rychle, jejich rozptyl (sigma-konvergence) může být krátkodobě narušen externími šoky. Tento fenomén zdůrazňuje nutnost monitorování obou typů konvergence současně pro komplexní pochopení sladěnosti finančních trhů. Tento přístup však neumožňuje přímo identifikovat důvody stojící za změnou sladěnosti finanční trhů. Ty lze tak dovodit nepřímou se znalostí vývoje v jednotlivých zemích.

Zdroje:

Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A., Padula, M., & Pagano, M. (2002). Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. *Report to the European Commission*, 2002, s. 1–95. ([Externí odkaz](#))

Agénor, P. R. (2003). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *World economy*, 26(8), s. 1089–1118. ([Externí odkaz](#))

Babecký, J., Komárek, L., & Komárková, Z. (2017). Financial Integration at Times of Crisis and Recovery. In: R. Mirdala and R. R. Canale (eds.), *Economic Imbalances and Institutional Changes to the Euro and the European Union*, Vol. 18, s. 173–191. Emerald Publishing Limited. ([Externí odkaz](#))

Babecký, J., Komárek, L., & Komárková, Z. (2012). Financial Integration at Times of Financial Instability. In: R. Matoušek and D. Stavárek (ed.), *Financial Integration in the European Union*, Ch. 2, s. 31 Routledge. ([Externí odkaz](#))

Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). Measuring European Financial Integration. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(4), s. 509–530. ([Externí odkaz](#))

Baltzer, M., Cappiello, L., De Santis, R. A., & Manganelli, S. (2008). Measuring financial integration in new EU member states. *ECB Occasional Paper*, 81.

Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (1992). Convergence. *Journal of political Economy*, 100(2), s. 223–251.

Coeurdacier, N., Rey, H., & Winant, P. (2020). Financial Integration and Growth in a Risky World. *Journal of Monetary Economics*, 112, s. 1–21. ([Externí odkaz](#))

ECB (2024): *Financial Integration and Structure in the Euro Area*. European Central Bank, June 2024. ([Externí odkaz](#))

Kábrt, M., Komárek, L., Polák, P., Ryšavá, M., & Netušilová, P. (2024): [Dvě desetiletí v Evropské unii: Jaká byla pro země Visegradské čtyřky?](#) Česká národní banka. Globální ekonomický výhled, květen 2024.

Komárek, L. (2024): [Euro a my: několik poznámek ke čtvrtstoletí eurozóny](#), čnBlog 12. 3. 2024.

Weber, A. A. (2006). European Financial Integration and (Its Implications for) Monetary Policy. Projev prof. A. A. Webera, prezidenta Deutsche Bundesbank, na výročním zasedání Asociace zahraničních bankéřů v Nizozemsku, Amsterdam, 23. května 2006. ([Externí odkaz](#))

Klíčová slova

Akciové trhy, finanční trhy, sigma konvergence, dluhopisy

JEL Klasifikace

E58, F31, F41

A1. Změna predikcí pro rok 2024

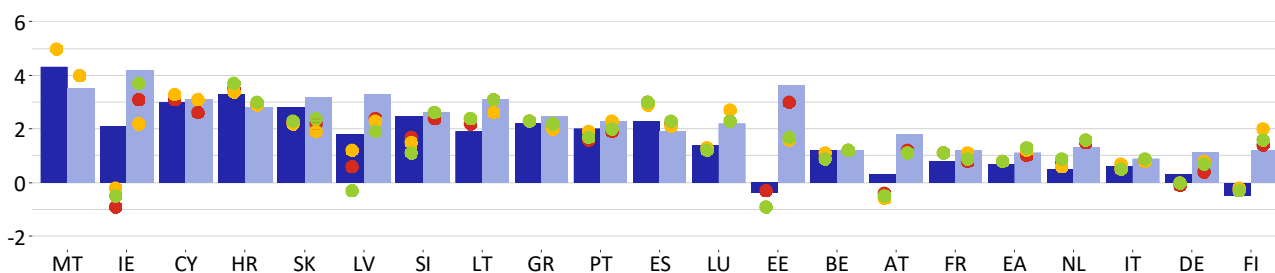
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,1	+0,1	-0,1	0	0	0	-0,1
US	0	+0,2	+0,2	-0,1	0	+0,1	+0,5	-0,3
UK	0	+0,4	-0,2	-0,3	-0,1	+0,1	-0,1	-0,5
JP	-0,1	-0,4	-0,2	0	0	0	+0,1	0
CN	+0,1	-0,2	0	0	0	-0,6	+0,1	0
RU	+0,1	+0,4	+0,2	+0,3	+0,6	+1,0	+0,4	0

A2. Změna predikcí pro rok 2025

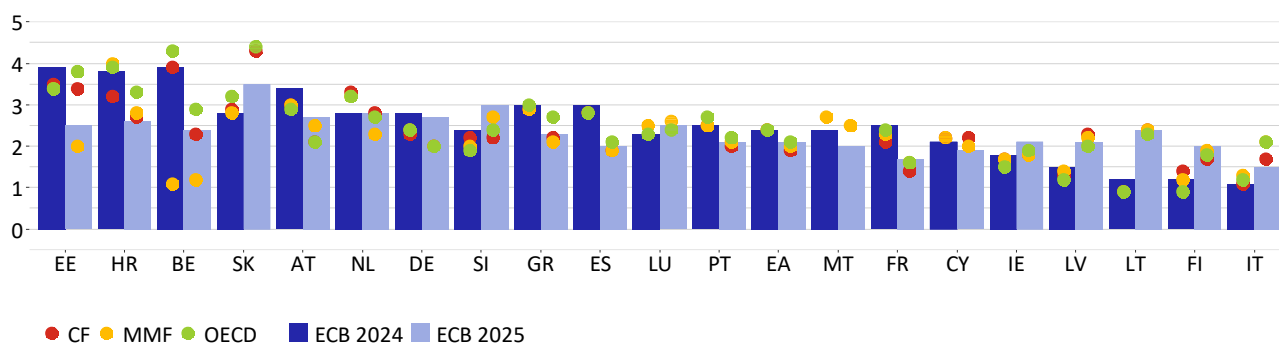
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	-0,3	0	-0,2	0	0	0	-0,1
US	+0,1	+0,3	+0,8	0	+0,1	-0,1	+0,6	-0,2
UK	0	0	+0,5	+0,5	+0,2	+0,1	+0,3	+0,5
JP	0	+0,1	+0,1	+0,1	+0,2	-0,1	-0,2	-0,2
CN	0	0	+0,2	0	-0,2	-0,3	+0,1	-0,9
RU	0	-0,2	0	-0,1	+0,3	+1,4	+1,5	0

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



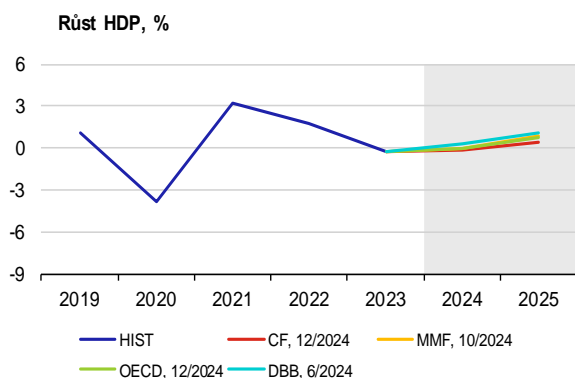
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2024 a 2025, %



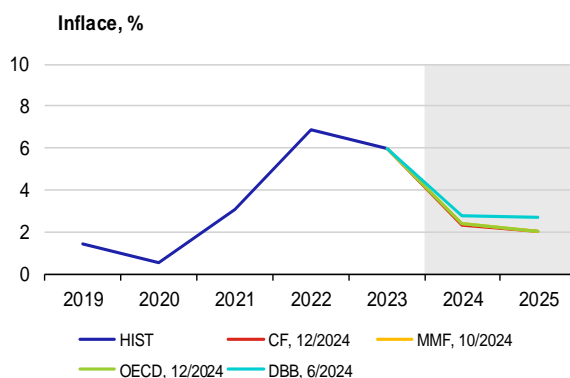
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

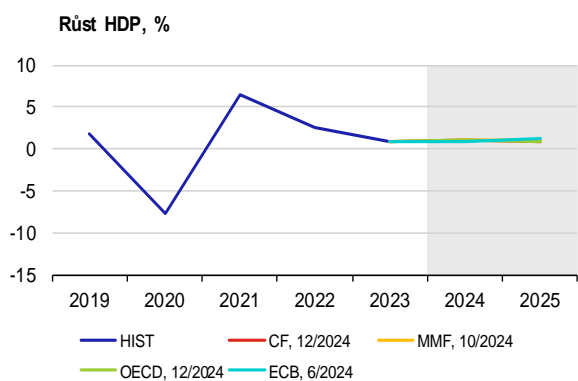


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	-0,1 →	0,0	0,0 →	0,3
2025	0,4 →	0,8	0,7 →	1,1

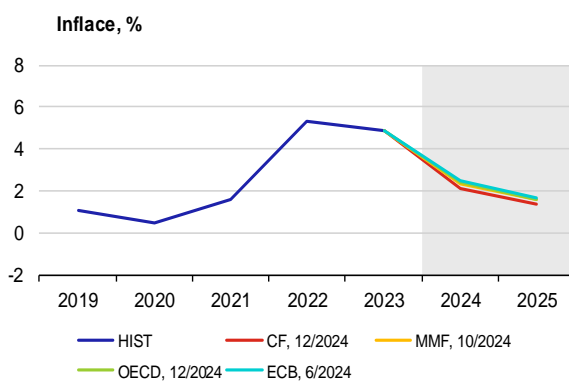


	CF	MMF	OECD	DBB
2024	2,3 →	2,4	2,4 →	2,8
2025	2,0 →	2,0	2,0 →	2,7

Francie

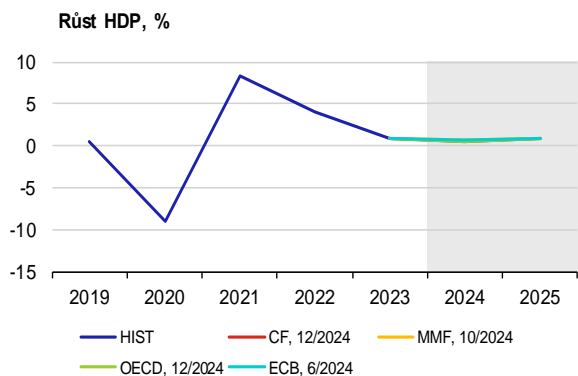


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,1	1,1	1,1	0,8
2025	0,8	1,1	0,9	1,2

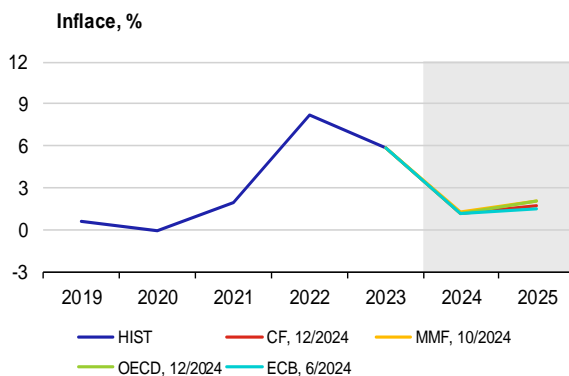


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,1	2,3	2,4	2,5
2025	1,4	1,6	1,6	1,7

Itálie

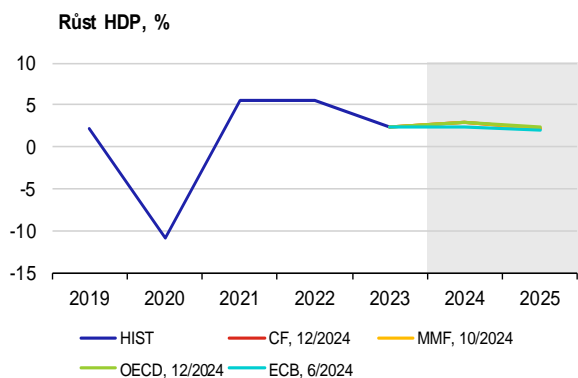


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,5	0,7	0,5	0,6
2025	0,8	0,8	0,9	0,9

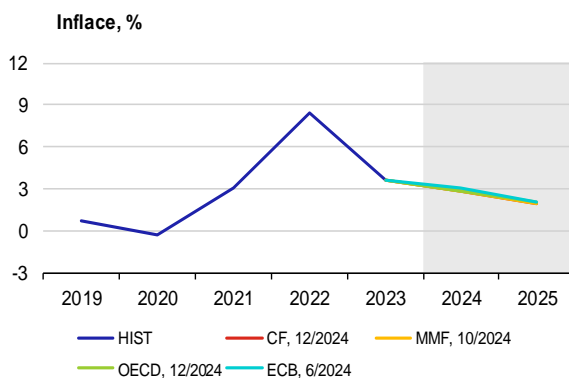


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,1	1,3	1,2	1,1
2025	1,7	2,1	2,1	1,5

Španělsko

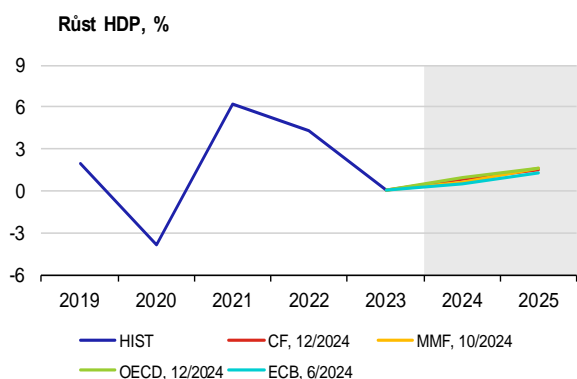


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,0	2,9	3,0	2,3
2025	2,2	2,1	2,3	1,9

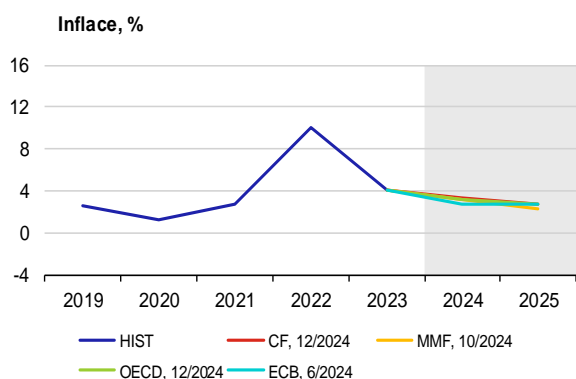


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,8	2,8	2,8	3,0
2025	1,9	1,9	2,1	2,0

Nizozemsko

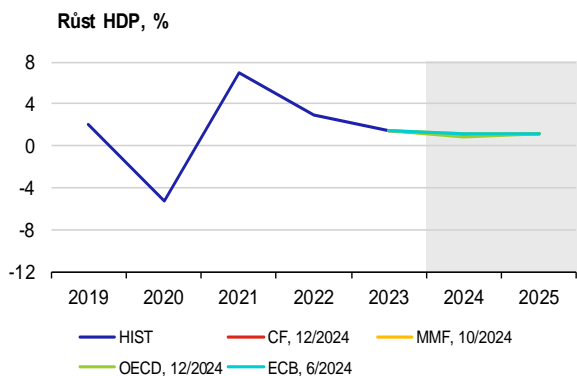


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,8	0,6	0,9	0,5
2025	1,5	1,6	1,6	1,3

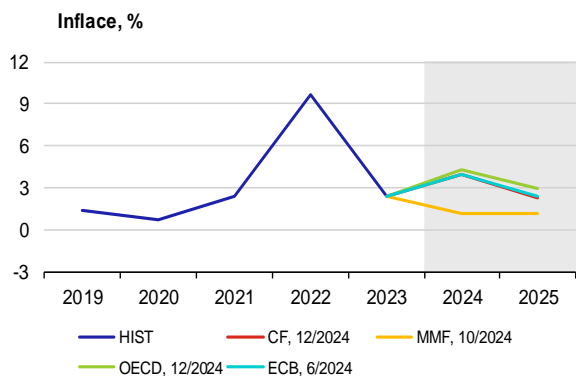


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,3	3,2	3,2	2,8
2025	2,8	2,3	2,7	2,8

Belgie

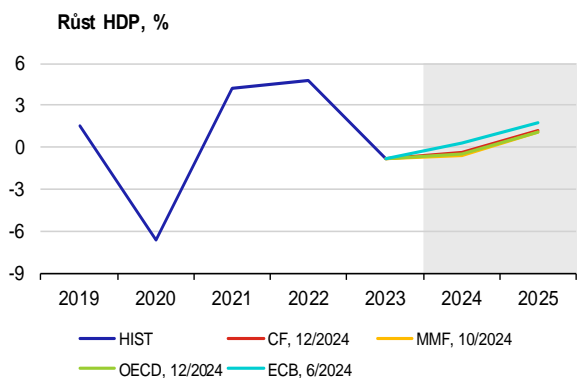


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,0	1,1	0,9	1,2
2025	1,2	1,2	1,2	1,2

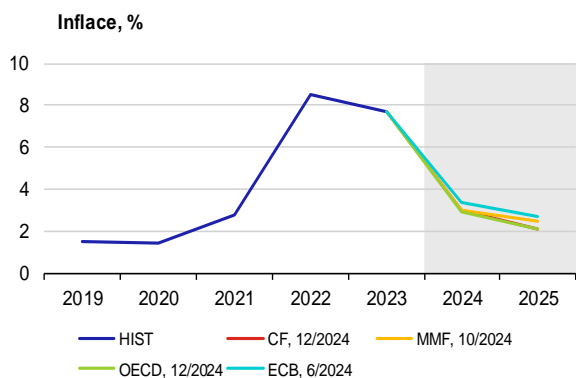


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,9	1,1	4,3	3,9
2025	2,3	1,2	2,9	2,4

Rakousko

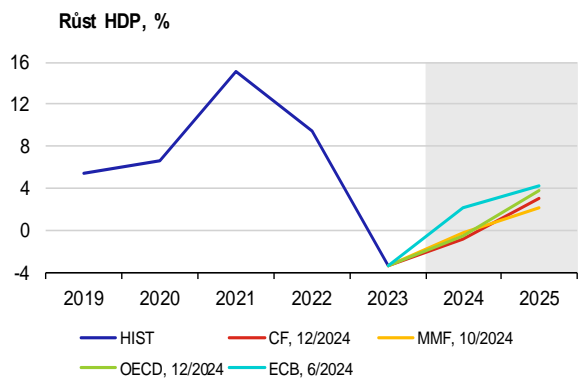


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	-0,4	-0,6	-0,5	0,3
2025	1,2	1,1	1,1	1,8

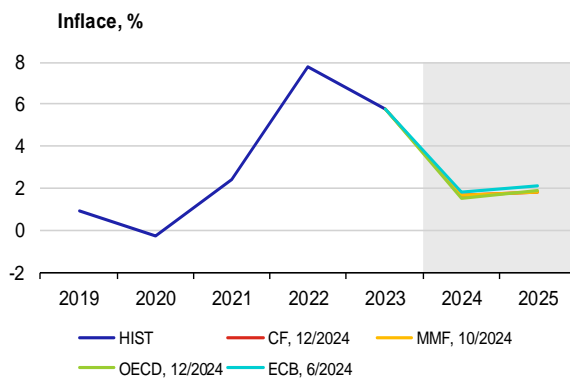


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,0	3,0	2,9	3,4
2025	2,1	2,5	2,1	2,7

Irsko

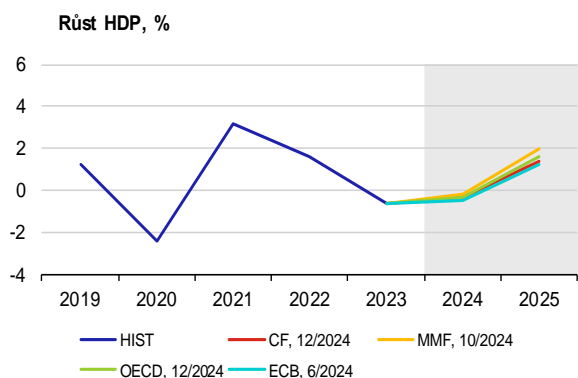


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	-0,9	-0,2	-0,5	2,1
2025	3,1	2,2	3,7	4,2

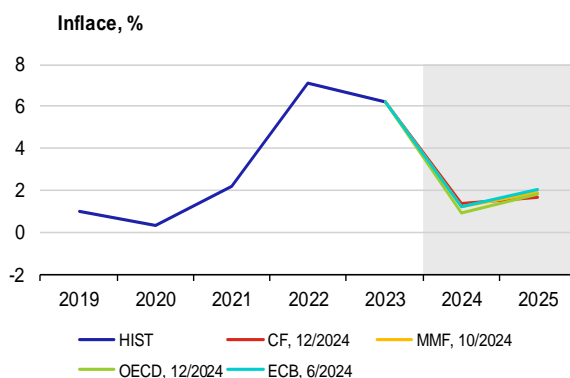


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,7	1,7	1,5	1,8
2025	1,8	1,8	1,9	2,1

Finsko

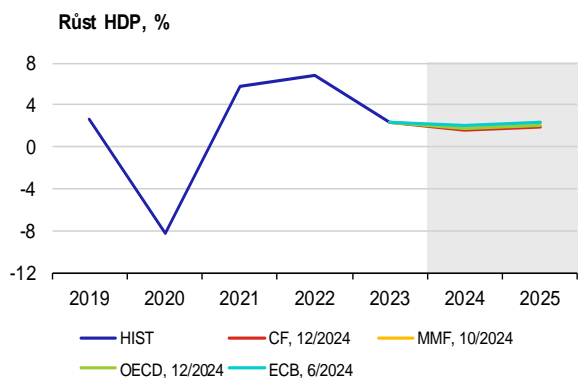


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
2025	1,4	2,0	1,6	1,2

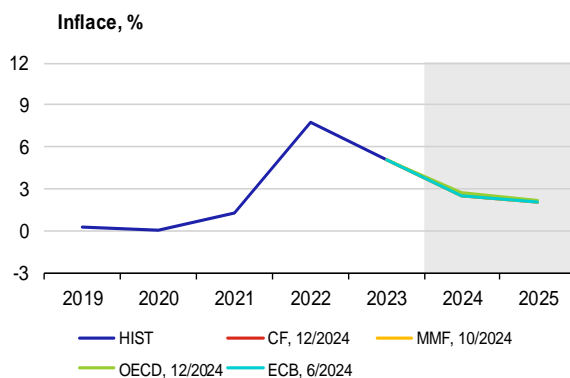


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,4	1,2	0,9	1,2
2025	1,7	1,9	1,8	2,0

Portugalsko

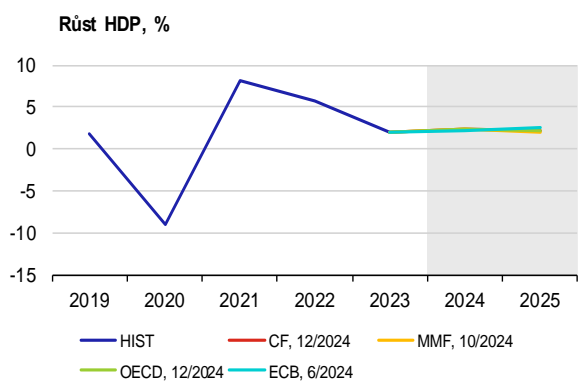


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	1,6	1,9	1,7	2,0
2025	1,9	2,3	2,0	2,3

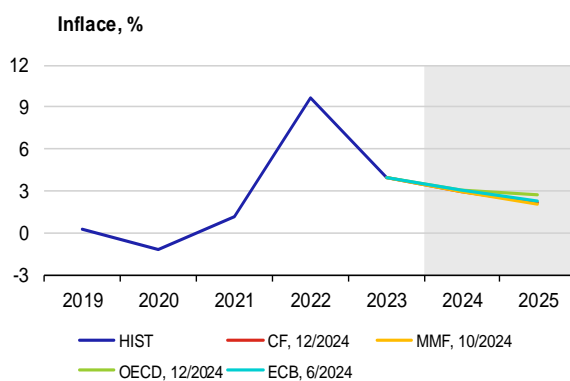


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,5	2,5	2,7	2,5
2025	2,0	2,1	2,2	2,1

Řecko

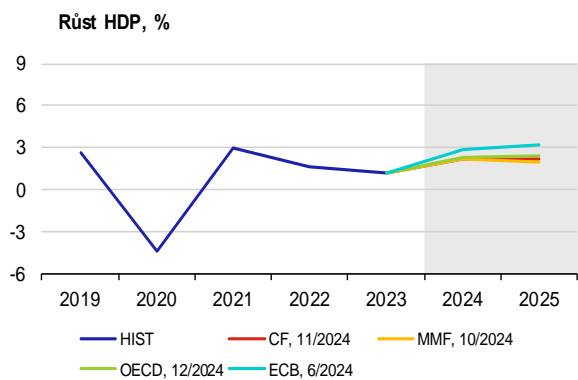


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,3	2,3	2,3	2,2
2025	2,1	2,0	2,2	2,5

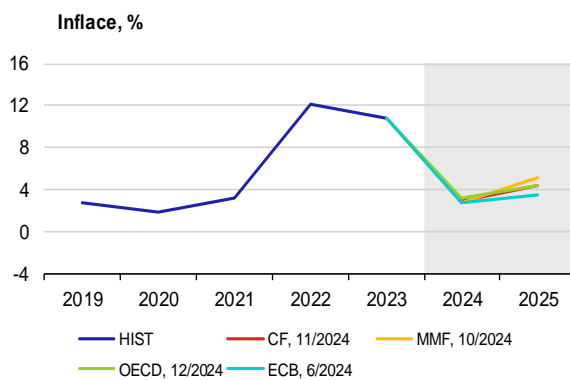


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	2,9	3,0	3,0
2025	2,2	2,1	2,7	2,3

Slovensko

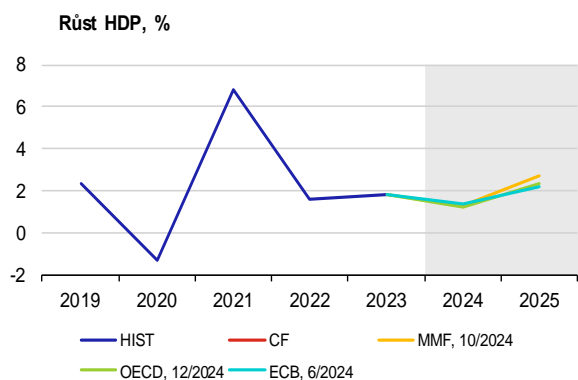


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,2	2,2	2,3	2,8
2025	2,2	1,9	2,4	3,2

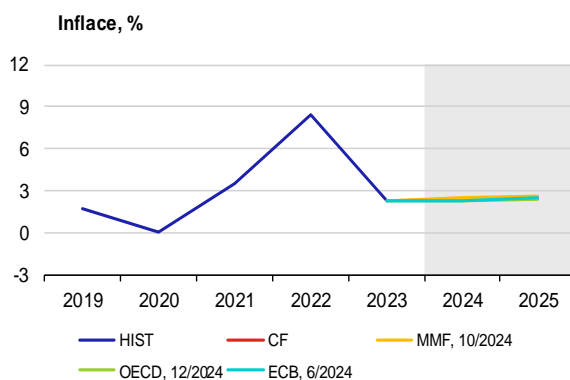


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,9	2,8	3,2	2,8
2025	4,3	5,1	4,4	3,5

Lucembursko

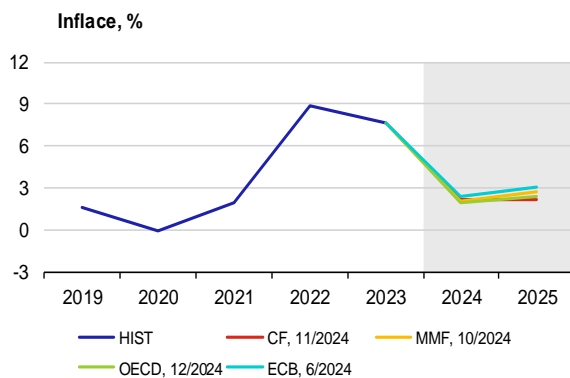
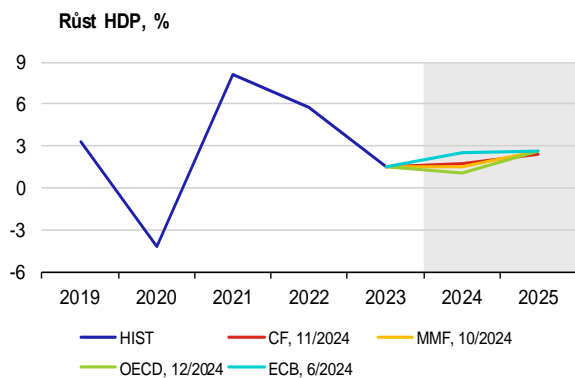


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	1,3	1,2	1,4
2025	n. a.	2,7	2,3	2,2



	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	2,5	2,3	2,3
2025	n. a.	2,6	2,4	2,5

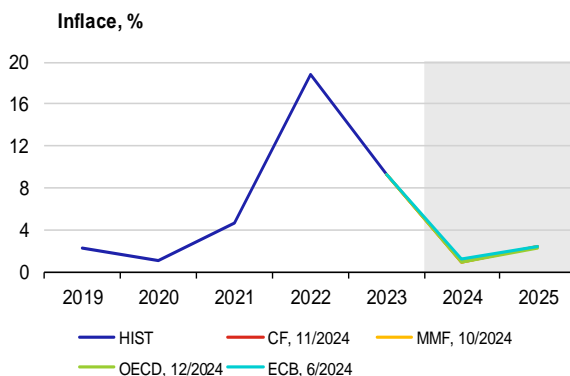
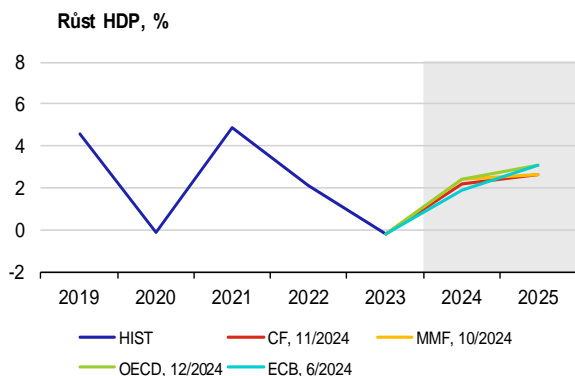
Slovensko



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

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

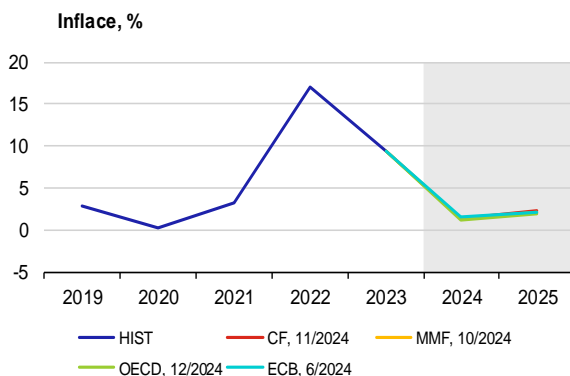
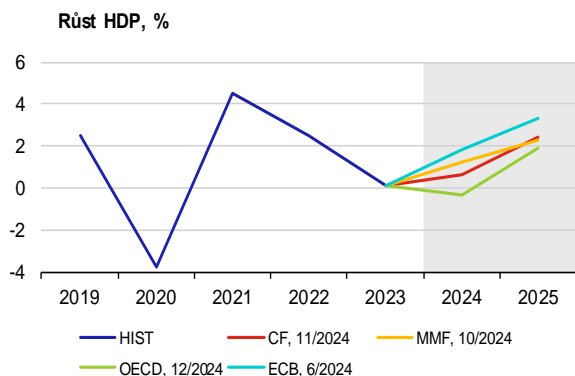
Litva



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

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

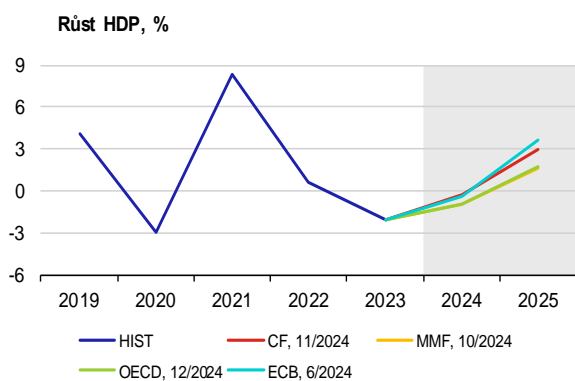
Lotyšsko



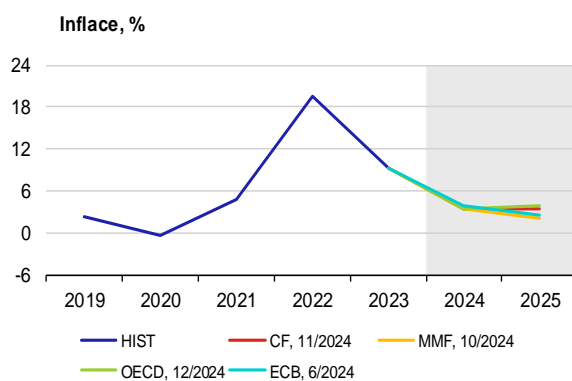
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	0,6	1,2	-0,3	1,8
2025	2,4	2,3	1,9	3,3

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

Estonsko

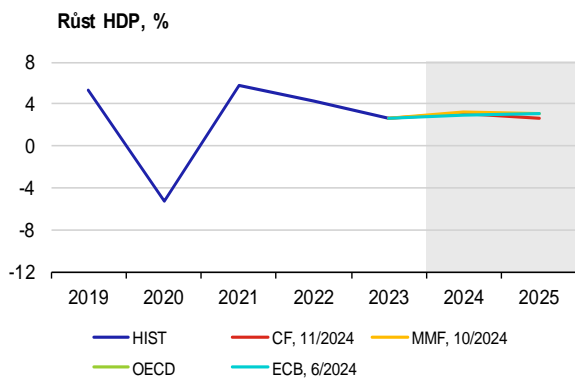


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	-0,3	-0,9	-0,9	-0,4
2025	3,0	1,6	1,7	3,6

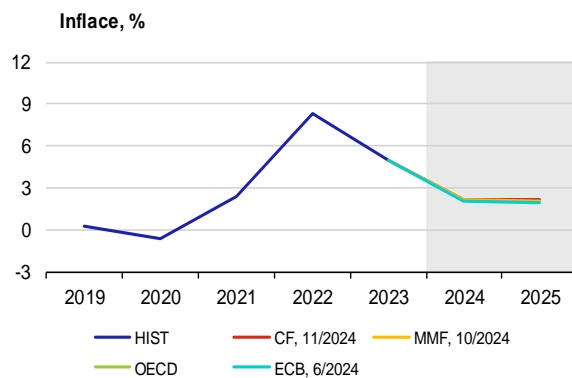


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,5	3,4	3,4	3,9
2025	3,4	2,0	3,8	2,5

Kypr

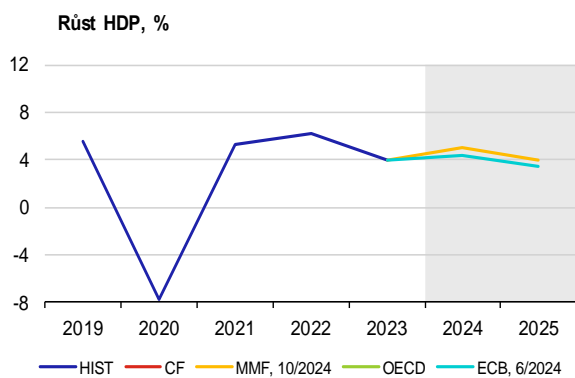


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	3,1	3,3	n. a.	3,0
2025	2,6	3,1	n. a.	3,1

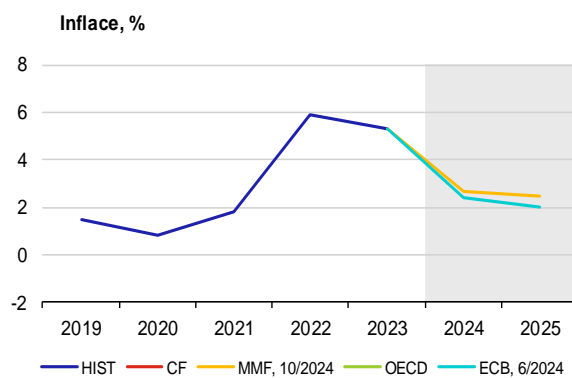


	CF	MMF	OECD	ECB
2024	2,2	2,2	n. a.	2,1
2025	2,2	2,0	n. a.	1,9

Malta



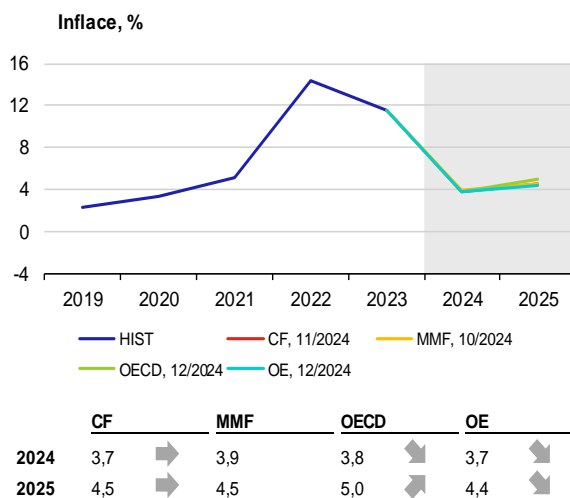
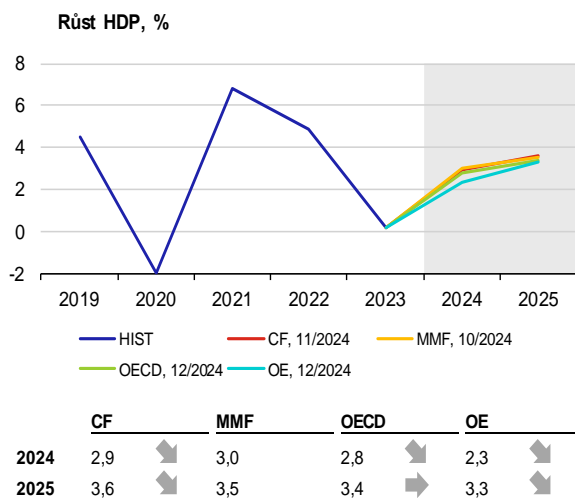
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	5,0	n. a.	4,3
2025	n. a.	4,0	n. a.	3,5



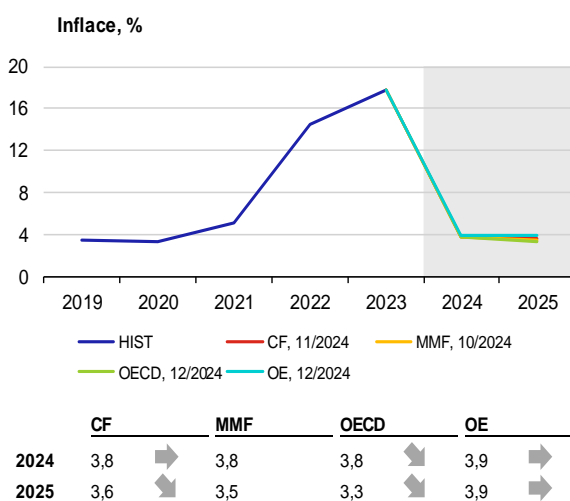
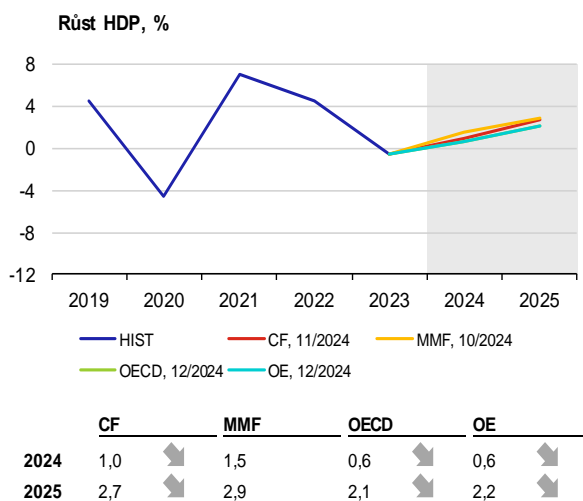
	CF	MMF	OECD	ECB
2024	n. a.	2,7	n. a.	2,4
2025	n. a.	2,5	n. a.	2,0

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

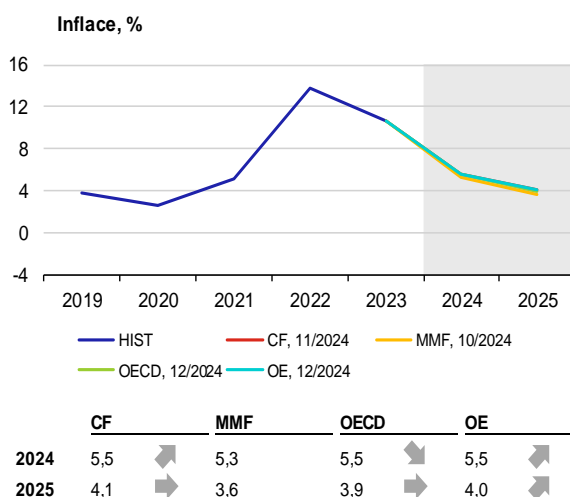
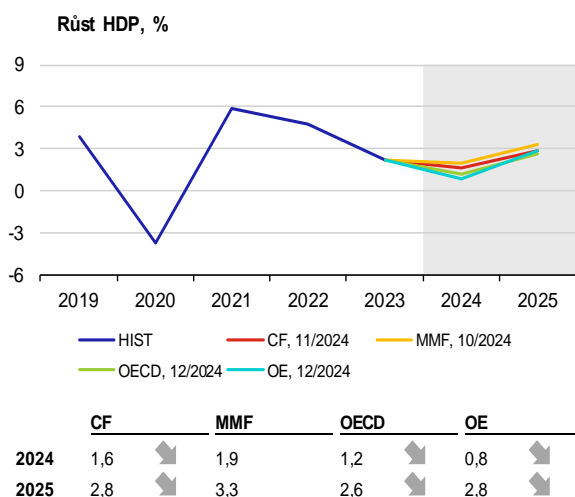
Polsko



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