

Globální ekonomický výhled

— srpen 2023



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
Míra úspor v eurozóně a ČR – potenciál pro vývoj spotřeby?	14
A. Přílohy	19
A1. Změna predikcí pro rok 2023	19
A2. Změna predikcí pro rok 2024	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

10. srpna 2023

Sběr dat CF

6. srpna 2023

Datum publikace GEVu

17. srpna 2023

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

I. Úvod

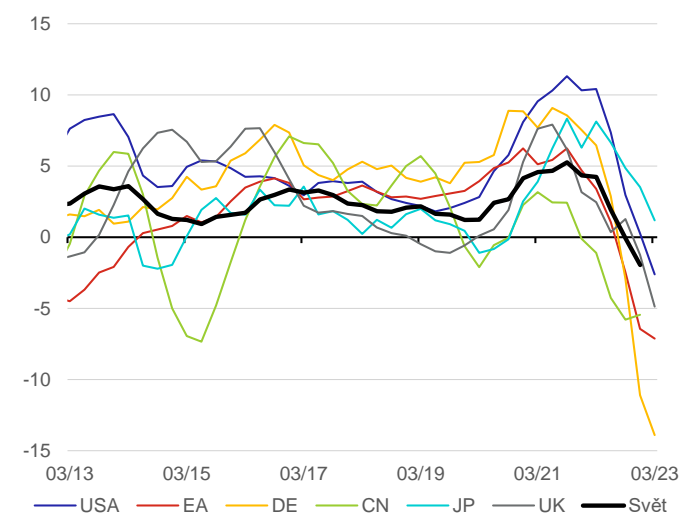
Globální ekonomika směřuje k mírně utlumenějšímu hospodářskému růstu a normalizaci inflačních tlaků. Podle [letní prognózy MMF](#) poroste světová ekonomika v letošním i příštím roce 3% tempem, přičemž rozvinuté ekonomiky by měly růst jen polovičním tempem, rozvíjející se pak tempem 4%. V rámci vyspělých zemí stahuje ekonomický růst k nižším hodnotám především eurozóna, zejména vlivem letošního poklesu ekonomické výkonnosti v Německu. Meziroční inflace by ve světě měla v letošním roce poklesnout na 6,8 % a v následujícím roce na 5,2 %. K proinflačním rizikům v rozvinutých ekonomikách však stále patří napjatý trh práce, ale i třeba zvýšená míra úspor v řadě rozvinutých, především evropských ekonomik (čemuž se věnujeme v tematickém článku čísla). Rovněž fiskální situace mnoha rozvinutých zemí se v postcovidovém období nelepší, což mimo jiné vedlo ratingovou agenturu Fitch ke snížení ratingu USA z nejvyššího stupně AAA na AA+. Ve světě tak již existuje pouze 9 zemí (z toho jen jedna globálně významná ekonomika, tj. Německo), které mají nejvyšší hodnocení shodně od všech tří velkých ratingových agentur.

Klíčové centrální banky na přelomu července a srpna dále utahovaly měnovou politiku, čímž se přiblížily k pomyslnému úrokovému vrcholu. Fed, ECB i BoE zvýšily své měnověpolitické sazby o očekávaných 0,25 p. b., a tak nejpřísnější nastavení měnové politiky zůstává v USA (pásmo 5,25 – 5,50). ECB dále neočekávaně rozhodla neúročit povinné minimální rezervy, které byly doposud zhodnocovány depozitní sazbou. Počátek uvolňování měnové politiky lze očekávat až v průběhu roku 2024.

Graf aktuálního čísla zachycuje vývoj cen nemovitostí v reálném vyjádření. V minulé dekádě dosáhl v nominálním vyjádření meziroční růst cen nemovitostí v průměru 5,6 % (4,5 % v rozvinutých ekonomikách a 5,9 v rozvíjejících se ekonomikách), v reálném vyjádření pak 2,4 %. Inflační vlna z loňského roku pak způsobila, že až na výjimky (např. Japonsko) se růst cen nemovitostí propadl do záporných hodnot. Z červencového [výzkumu Ifo institutu](#) vyplývá, že dle dotázaných expertů by v následující dekádě měly růst ceny nemovitostí ještě rychleji především z důvodu vysoké poptávky, malé výstavby, ale také migrace.

Aktuální číslo dále přináší analýzu: „Míra úspor v eurozóně a ČR – potenciál pro vývoj spotřeby“. Článek se zaměřuje na vývoj spotřeby domácností, míry úspor a investic v eurozóně (jejich nejsilnějších ekonomikách) a České republice. Analýza popisuje, že na rozdíl od pandemického období stály za nárůstem míry úspor v období energetické krize zejména opatrnostní motivy. Článek dále očekává, že v následujících letech bude snižování sklonu domácností k tvorbě úspor brzděno zvýšenou hladinou úrokových sazeb.

Reálný růst cen nemovitostí ve vybraných zemích, %



Zdroj: BIS

Pozn.: Poslední dostupná data pro Čínu a svět jsou k poslednímu čtvrtletí 2022, pro další uvedené regiony pak k prvnímu čtvrtletí 2023.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

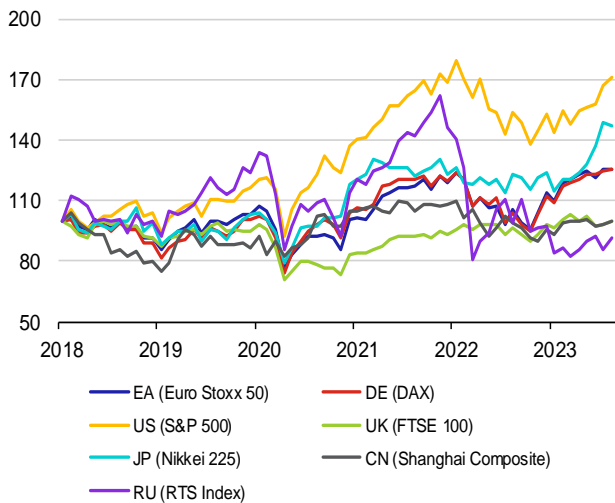
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2023	0,6 ↗	-0,3 →	1,9 ↗	0,2 ↗	1,4 ↗	5,3 ↘	0,7 ↗
	2024	0,8 ↘	0,9 ↘	0,6 ↗	0,4 →	1,0 ↗	4,7 ↘	1,3 →
Inflace (%)	2023	5,5 ↗	6,0 ↗	4,1 →	7,3 ↘	3,0 ↗	0,9 ↘	5,0 ↘
	2024	2,5 ↗	2,6 →	2,6 →	3,0 ↘	1,7 ↗	2,0 ↘	4,8 ↗
Nezaměstnanost (%)	2023	6,6 ↗	5,6 →	3,7 →	4,1 →	2,6 →	3,5 →	3,3 →
	2024	6,8 →	5,6 →	4,4 ↘	4,1 →	2,4 →	3,4 →	3,4 →
Kurz (vůči USD)	2023	1,12 ↗	1,12 ↗		1,29 ↗	130,2 ↗	7,03 ↘	89,8 ↗
	2024	1,14 ↘	1,14 ↘		1,30 ↘	122,4 ↘	6,80 ↗	90,4 ↗

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

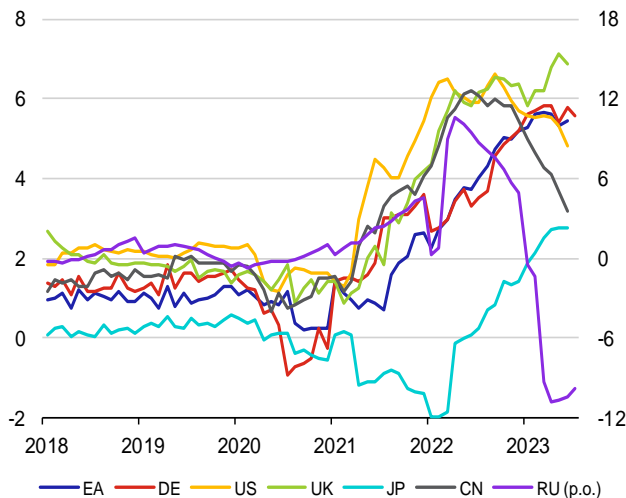
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring

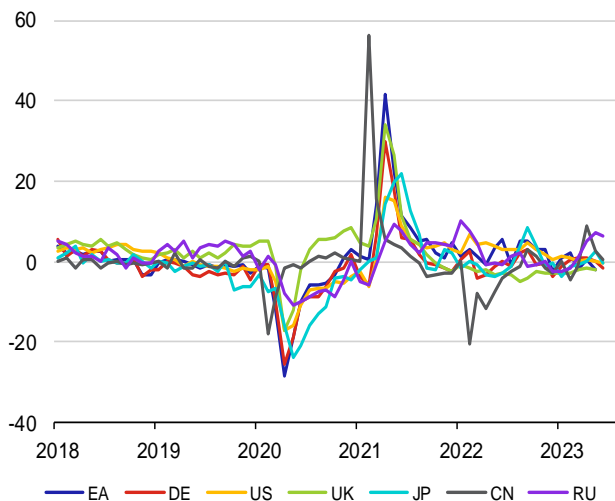
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2018



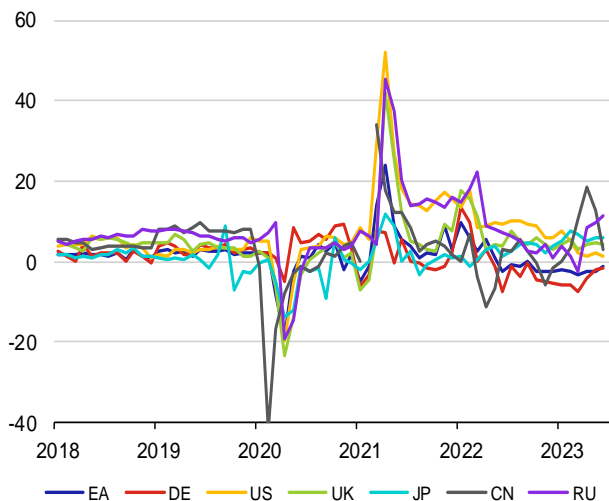
Jádrová inflace, %



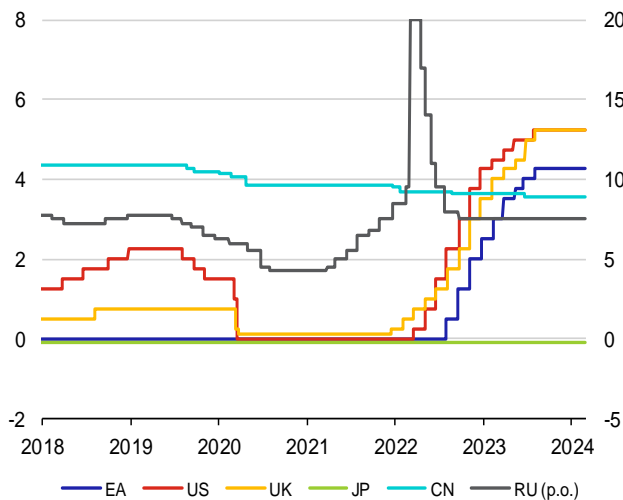
Průmyslová produkce, mizr. %



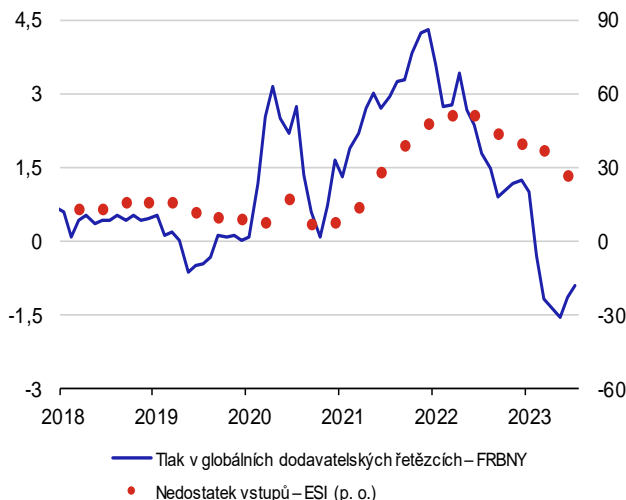
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

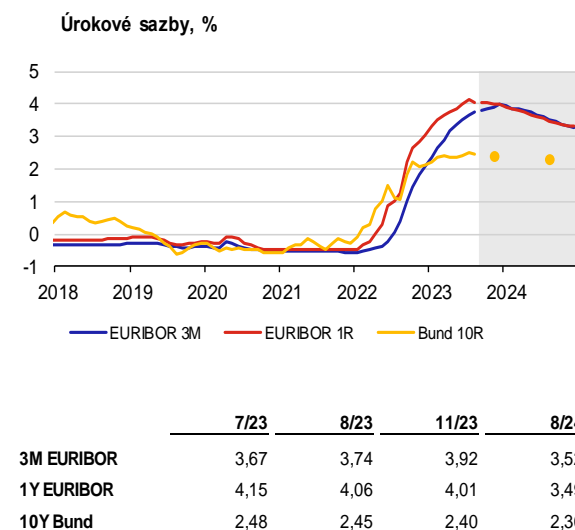
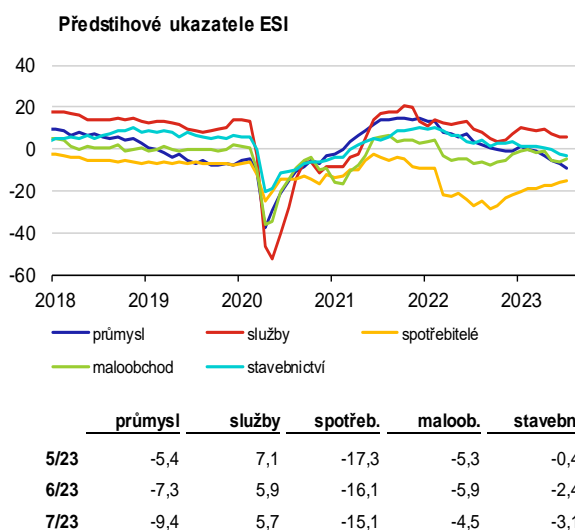
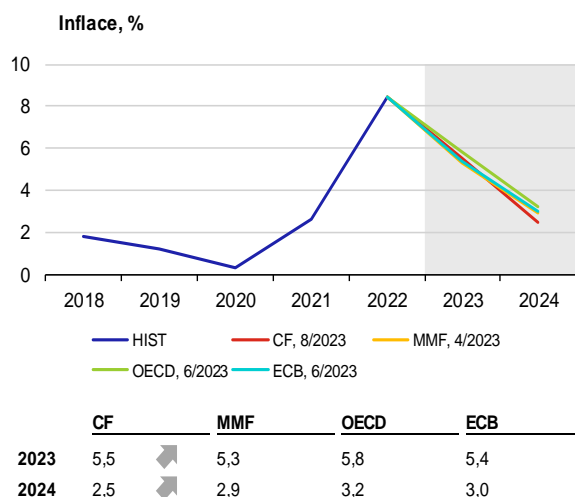
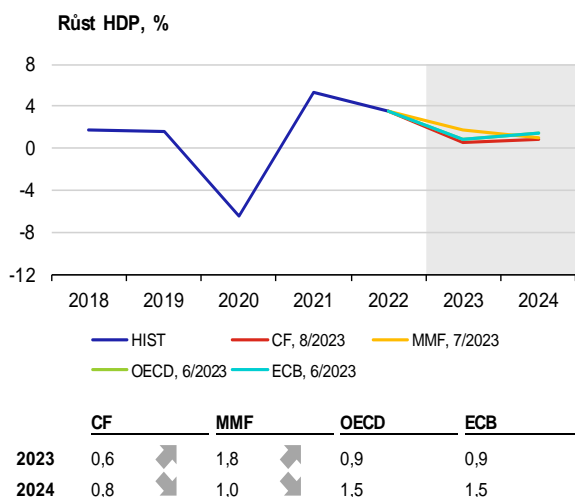


Zdroj: Refinitiv Datastream, Evropská komise.

III.1 Eurozóna

Příznivé hospodářské výsledky za jarní období posunuly výhled lehce nahoru. Podle prvního odhadu vzrostla ekonomika eurozóny ve druhém čtvrtletí o 0,3 % (meziročně 0,6 %). Anualizovaně vzato taková dynamika zhruba odpovídá růstovému potenciálu eurozóny, což dává naději, že nedávné stagnační období bylo překonáno. Za příznivým výsledkem stojí především zotavování domácí poptávky. Tržby v maloobchodě zaznamenaly růst především v květnu (po revizi). V červnu sice opět lehce poklesly, jejich meziroční propad se nicméně postupně zmírňuje. Z velkých ekonomik rostly slušnými tempy Francie a Španělsko (kterému se vyhnula energetická krize a je ve velmi dobré formě). Německá ekonomika ve druhém čtvrtletí stagnovala (čímž vyšla z technické recese), zatímco italská zaznamenala pokles. Méně příznivé jsou zprávy z rozličných šetření. Kompozitní PMI dále klesá (v červenci 48,9) v důsledku snižujícího se množství nových objednávek především ve zpracovatelském průmyslu. Sentiment dle ESI se dále mírně zhoršuje jak v průmyslu, tak ve službách. Naproti tomu v obchodě a u spotřebitelů bylo zaznamenáno zlepšení. Trh práce je – slovy prezidentky ECB – robustní. Nezaměstnanost poklesla na nové historické minimum (6,4 %), přičemž nová pracovní místa vznikají především v sektoru služeb. Aktualizovaná prognóza MMF očekává v letošním roce růst HDP eurozóny o 0,9 %, v příštím roce pak o krásných 1,5 %. Analytici CF zůstávají znatelně opatrnější, když předpovídají 0,6 %, resp. 0,8 %.

Inflační tlaky v eurozóně přetrvávají, přičemž mají již převážně domácí původ. ECB na svém červencovém zasedání v souladu s očekáváními opět zvýšila základní úrokové sazby (již podeváté v řadě). Nejprudší utahování měnové politiky v její historii by nicméně mělo v následujících měsících zvolnit. Centrální banka se dostává do období, kdy bude ladění sazeb zřejmě jemnější, a ve zpřísňování by se tak mohly objevit pauzy. Inflace zůstává vysoko nad inflačním cílem a snižuje se jen pozvolna (v červenci dle rychlého odhadu zpomalila na 5,3 %). Perzistentní je především ve svém jádru (5,5 %), které je tak nyní již nad úrovní celkových hodnot. Vysoký zůstává rovněž růst cen potravin. Dle výhledů nedosáhne inflace 2% cíle ECB ani v příštím roce.

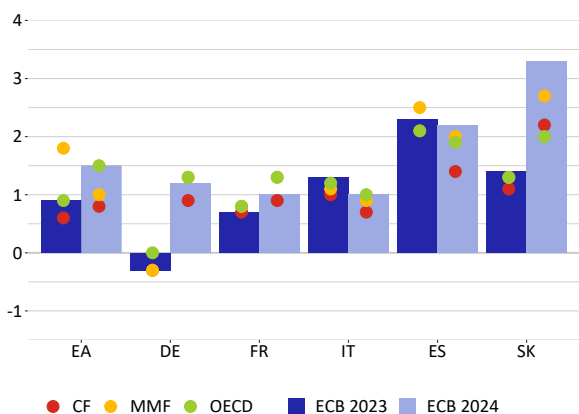


III.2 Německo

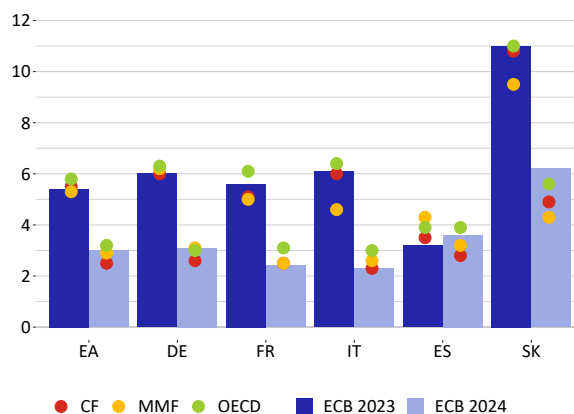
Druhé čtvrtletí přineslo dle prvního odhadu stagnaci německé ekonomiky, tedy jen slabé zotavení po prodělané recesi. Nulový mezičtvrtletní růst HDP následoval po tom, co předchozí dvě čtvrtletí přinesla pokles ekonomiky (o revidovaných 0,1 % v prvním čtvrtletí letošního roku a o 0,4 % v posledním čtvrtletí 2022). Spotřeba domácností se po slabém zimním pololetí stabilizovala, ovšem německou ekonomiku tlumí vyšší úrokové sazby, vysoká inflace a přidává se i zdrženlivá poptávka ze zahraničí. Navíc přibývají náznaky, že slabá bude i druhá polovina roku. Kompozitní ukazatel PMI v červenci klesl (48,5) a po půl roce se tak dostal zpět do pásma kontrakce. Jedná se tedy o první letošní pokles aktivity soukromého sektoru. Růst aktivity sektoru služeb nadále ztrácel na dynamice (52,3 oproti červnovým 54,1) při stále větším poklesu aktivity zpracovatelského sektoru (38,8 oproti červnovým 40,6). Podnikatelská nálada se dle ukazatelů Ifo i ZEW již několikrát měsíc v řadě zhoršila, jelikož oživení německé ekonomiky je velmi nejisté a pomalé. Oslovení podnikatelé hodnotí hůře jak aktuální situaci, tak i výhled. Spotřebitelská důvěra se po předešlém mírném poklesu prozatím stabilizovala. Nové prognózy z dílny CF, MMF i německé centrální banky (Bundesbank) se identicky shodují na poklesu HDP v letošním roce o 0,3 %, přičemž představily pesimističtější výhled pro rok 2024, znamenající zhruba 1% růst.

Meziroční spotřebitelská inflace v červenci po předešlém zrychlení mírně zpomalila, ale její úroveň zůstává vysoká. Harmonizovaná inflace dosáhla 6,5 %, přičemž nahoře ji drží především přetrvávající nadprůměrný růst cen potravin, ovšem i růst cen energií byl vlivem bazických efektů opět o něco vyšší než v předešlých měsících. Trochu zpomalila též jádrová inflace vylučující ceny potravin a energií, ačkoliv se nadále drží nad 5% hranicí. Nové predikce CF ale i Bundesbanky jsou obecně o něco pozitivnější a ukazují na 6% růst spotřebitelských cen v roce letošním a zhruba 3% v roce příštím. Růst cen průmyslových výrobců zpomalil téměř k nule (0,1 %) a dosáhl tak nejmenšího meziročního růstu od prosince 2020. Meziměsíčně ceny opět klesly, tentokrát o 0,3 %.

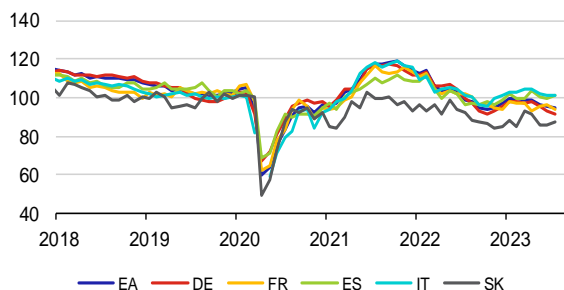
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



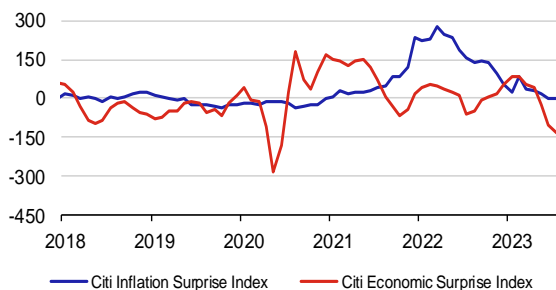
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
5/23	96,4	95,3	95,5	100,6	102,4	85,9
6/23	95,3	93,3	96,6	99,6	101,3	85,9
7/23	94,5	91,2	94,3	100,9	101,4	87,4

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

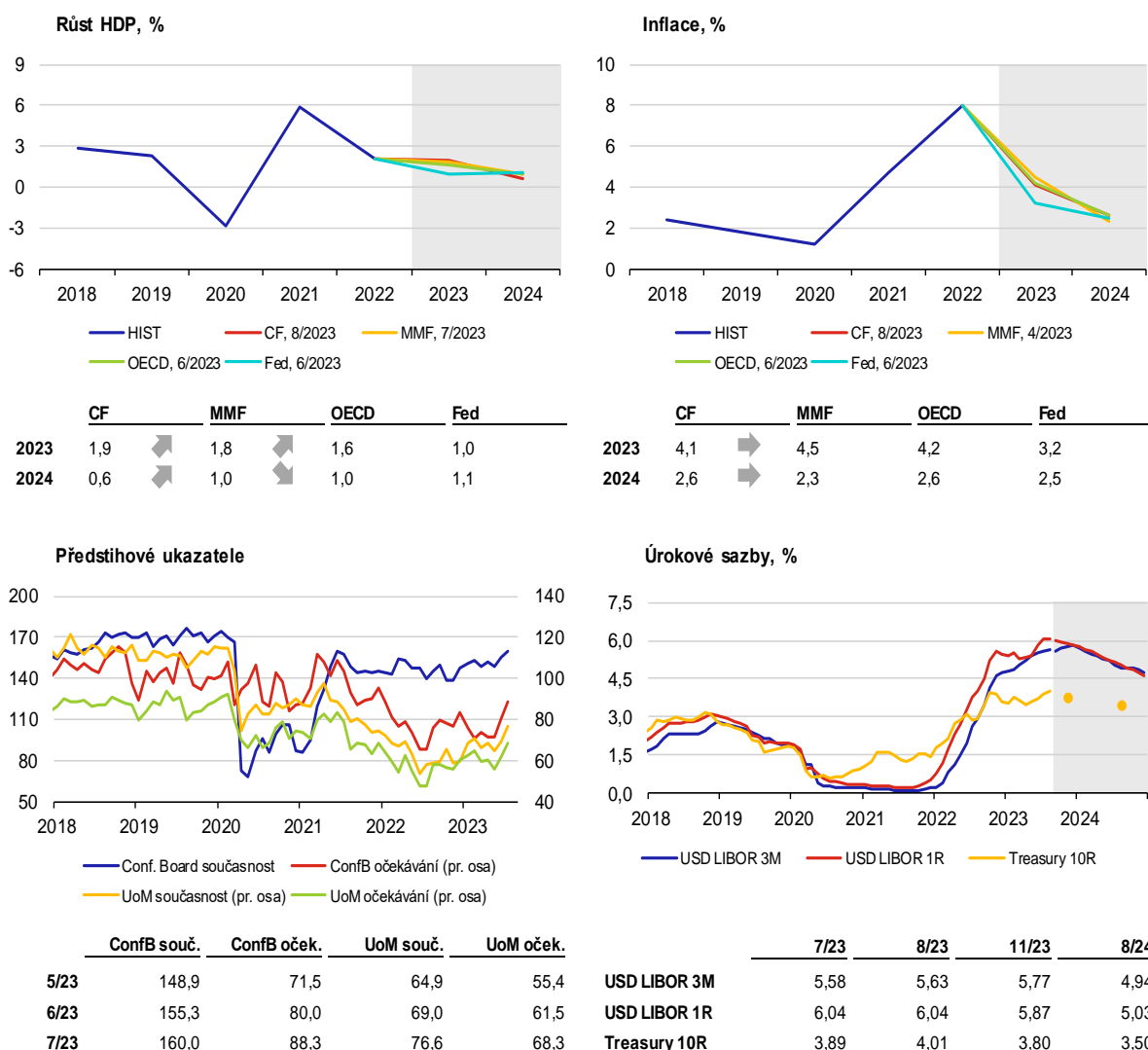
	5y5y	SPF
6/23	2,51	2,13
7/23	2,55	
8/23	2,63	

III.3 Spojené státy

Prezident J. Biden vyhlásil v okolí Grand Canyonu „národní památku“ navzdory námitkám těžařů. Již v roce 2012 za prezidenta B. Obamy byl vyhlášen zákaz rozšiřování těžby uranu v okolí Grand Canyonu na 20 let. Současný prezident tak z dočasné ochrany udělal trvalou. Oblast národní památky obsahuje podle odhadů asi 1,3 % národních uranových rezerv a dle námitek těžařů se tím snižuje možnost energetické produkce a zvyšuje závislost na Rusku. V současné době vyrábí USA z jaderných zdrojů 20 % elektřiny.

Na svém červencovém zasedání zvýšil americký Fed pásmo sazeb dle očekávání trhů i analytiků o 0,25 p. b. na 5,25–5,5 %. Dle slov předsedy J. Powella může na zářijovém zasedání dojít k dalšímu zvýšení s ohledem na nově dostupná data. Ke zvýšení sazeb vedla centrální banka obava z perzistence inflace. Tržní výhledy nicméně další zvyšování sazeb zatím neočekávají a současnou výši vnímají jako dosažený vrchol. Současně byl projev předsedy Fedu hodnocen spíše jako „holubičí“. V červenci dosáhla inflace hodnoty 3,2 % a jádrová pak 4,7 % v meziročním vyjádření. K jistému náznaku ochlazení došlo na pracovním trhu, když bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno 187 tisíc nových pracovních míst, tedy méně než se očekávalo, míra nezaměstnanosti nicméně zůstává nízká, na úrovni 3,5 %.

Zrychlení růstu HDP ve druhém čtvrtletí předčilo očekávání a posunulo očekávání ekonomické recese o další půl rok. Růst dosáhl ve druhém čtvrtletí 2,4 % (mezičtvrtletně anualizovaně) a nemalou měrou k němu přispěla expanzivní fiskální politika současného prezidenta, která však ztěžuje snahy centrální banky o snížení inflace. V červnu dosáhl růst tržeb maloobchodních prodejn jen 0,2 %, což značí jisté zpomalování tempa růstu spotřeby domácností. Na druhou stranu došlo na začátku srpna k růstu cen námořní přepravy a firmy zvýšily ve druhém čtvrtletí své kapitálové výdaje, což by značilo očekávání setrvalé poptávky. V červenci rovněž dosáhl index spotřebitelské důvěry od Michiganské univerzity nejvyšší hodnoty od října 2021.



III.4 Čína

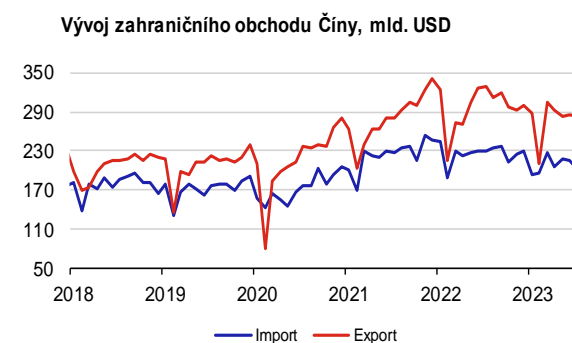
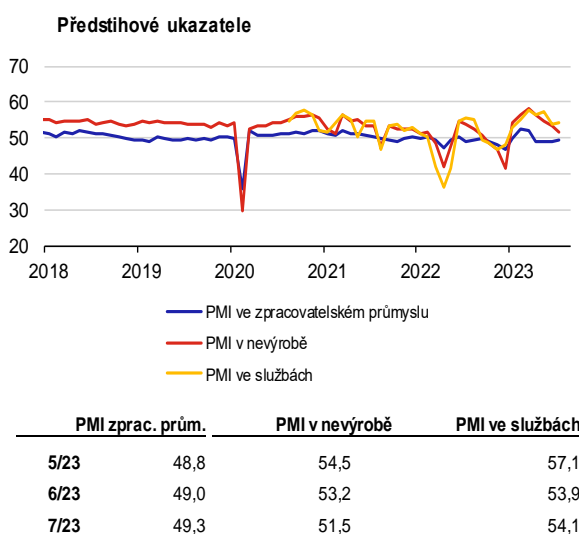
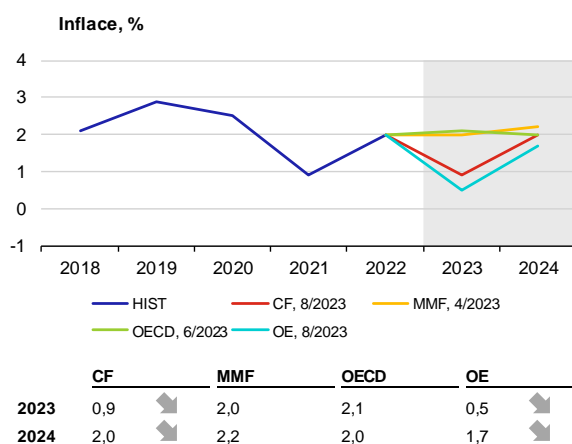
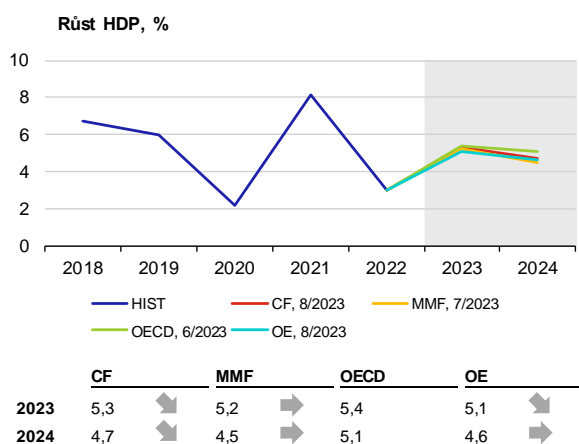
Hospodářský růst ve 2. čtvrtletí ve výši 6,3 % meziročně byl výrazně silnější než o čtvrtletí dříve (4,5 %). Nicméně významný podíl na zaznamenaném meziročním růstu měla slabá základna, jelikož na jaře loňského roku byly nejvýkonnější regiony země (včetně Šanghaje) ještě postiženy lockdowny. Na rozdíl od prvních měsíců roku byl růst ve druhém čtvrtletí tažen výrobou. Růst maloobchodních prodejí naopak zpomalil: z květnových dvouciferných čísel v červnu klesl na hodnoty nepatrně překračující 3 % meziročně.

Firemní důvěra vyjádřená soustavou indexů Caixin vykazuje oproti skutečné hospodářské aktivitě opačnou dynamiku. Zatímco PMI v průmyslu v červenci klesl pod 50bodovou hranici na 49,2 bodů a nevýrobní PMI se k ní přiblížil (z 53,2 v červnu na 51,5 v červenci), PMI ve službách naopak v červenci posílil na 54,1.

Nezaměstnanost v městských oblastech zůstává dle oficiálních údajů lehce nad 5 % praceschopného obyvatelstva, což představuje jasné zlepšení oproti předchozím pandemickým létům. Nicméně nepříznivě se vyvíjí nezaměstnanost mladých. V současnosti je ve věkové kategorii 16–24 let vyšší než 21 %, s tendencí k dalšímu nárůstu.

Spotřebitelská inflace v meziročním vyjádření byla v červenci mírně záporná (-0,3 %), přičemž největší podíl na tomto výsledku měly klesající ceny dopravy. Deflačně se vyvíjely také ceny komerčních nemovitostí v 70 největších čínských městech. Ceny rezidenčních nemovitostí v červenci víceméně stagnovaly. Jsou ovšem náznaky, že deflační období je u konce: meziměsíční hodnota za červenec je již kladná (0,2 %) a rostla také jádrová inflace (0,8 % meziročně).

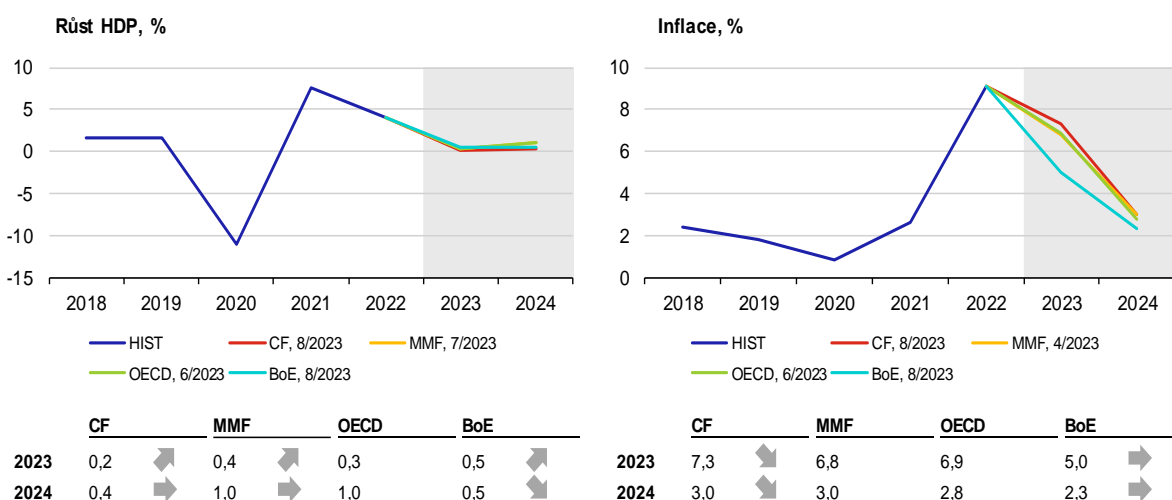
Zatímco bilance zahraničního obchodu zůstává kladná, data o vývozech a dovozech vykazují pokles. Prohloubil se meziroční propad vývozu jak do USA a Evropy (v důsledku jednak geopolitických faktorů, jednak tamního hospodářského zpomalení), tak i do zemí ASEAN. Opačná dynamika vývozu do Ruska celkový trend zvrátit nedokázala. O něco menší rychlostí, ale se stejnou tendencí, klesaly i dovozy. Kladný růst objemů dovozu vykazovaly jen energetické suroviny, ocel a některé potraviny (např. sójové boby z Brazílie).



Zdroj: Bloomberg

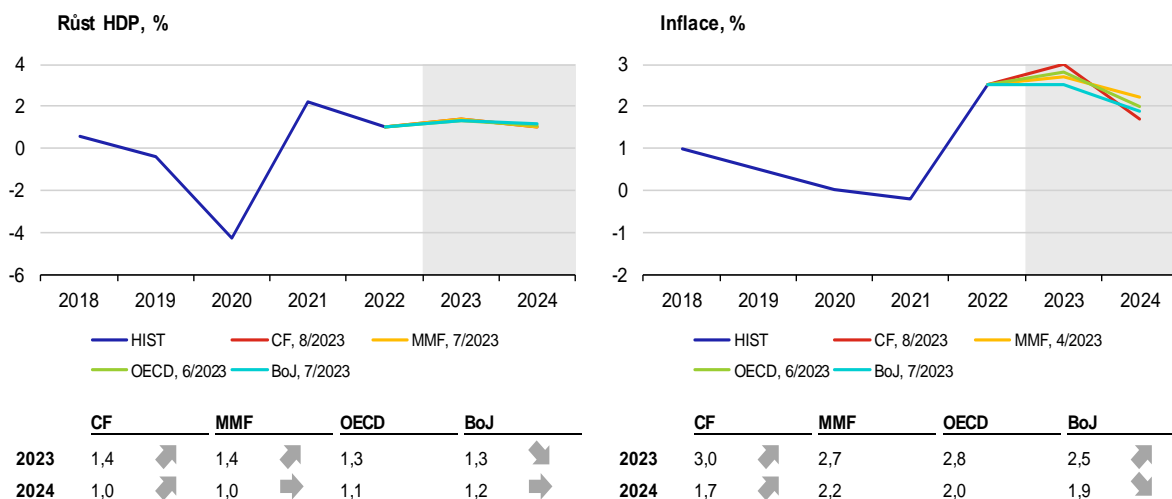
III.5 Spojené království

Růst britské ekonomiky ve druhém čtvrtletí mírně zrychlil, zatímco inflace se dostala na patnáctiměsíční minimum. HDP mezičtvrtletně vzrostl o 0,2 %, především díky prozatímní spotřebitelské odolnosti navzdory rostoucím úrokovým sazbám. Ty se v srpnu v důsledku dalšího zpřísnění měnové politiky dostaly na 5,25 %. Predikce poukazují na křehký a relativně slabý vývoj ekonomické aktivity (zpomalení výdajů či investic). MMF i BoE letos očekávají zhruba půlprocentní růst a v roce 2024 růst nepřesahující 1 %. CF je ve svých predikcích ještě pesimističtější. Znamky oslabení pak vykazují svým červencovým propadem spotřebitelská i podnikatelská nálada. Navíc kompozitní ukazatel PMI v červenci též klesl (50,8) a tempo růstu soukromého sektoru tak bylo nejslabší od ledna. Meziroční spotřebitelská inflace v červnu zpomalila (7,9 %) díky poklesu cen pohonných hmot a zpomalujícímu růstu cen potravin, přičemž jádrová inflace zůstává vysoká (6,9 %). Dle nové prognózy BoE, která se vymyká svou pozitivitou, inflace do konce roku dále zpomalí na úroveň kolem 5 % a počátkem roku 2025 dosáhne 2% cíle, ovšem panují obavy z možného vyššího růstu mezd a napjatosti trhu práce.



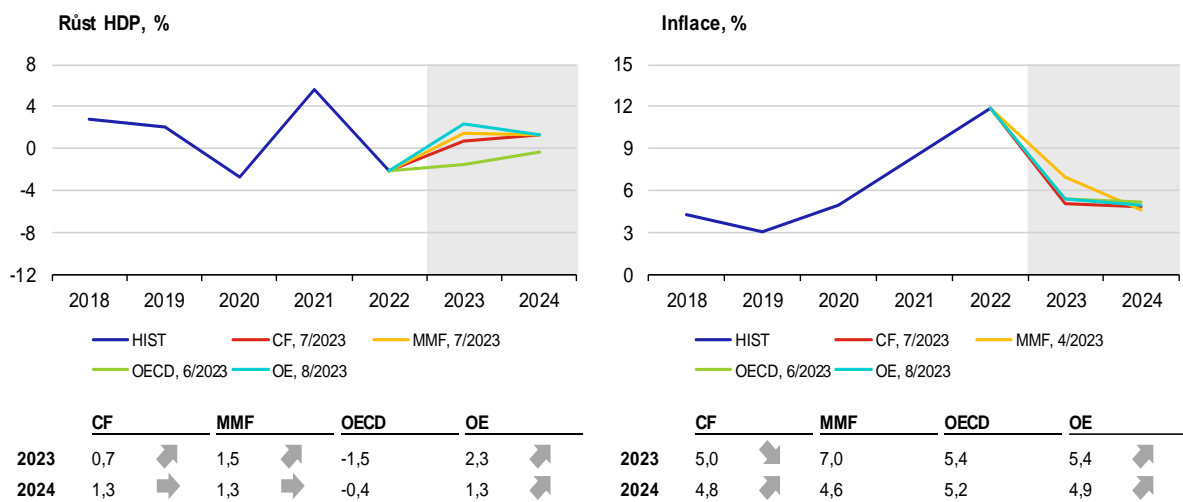
III.6 Japonsko

Japonská centrální banka opatrně zpřísnila měnové podmínky poté, co inflace v zemi v červnu předstihla cenový růst v USA. BoJ pod vedením nového guvernéra Uedy v červenci de facto rozšířila úrokové pásmo pro výnos 10letých vládních dluhopisů, který od roku 2016 intervencemi ovlivňuje. Opatrným komunikačním posunem k větší flexibilitě centrální banka nyní nazývá původní strop na 0,5 % jako „referenční“ výnos, ale „tvrdý“ strop hájený neomezenými intervencemi posunula na 1 %. Při nadále záporných krátkodobých sazbách se může jednat o praktický konec rigidního řízení výnosové křivky. Navzdory psychologickému významu tohoto kroku reagoval trh spíše váhavě. K tomu přispívá i BoJ, která odmítá interpretaci významnější změny a po překročení 9letého maxima výnosu 10letého benchmarku nad 0,6 % několikrát spustila neplánované intervence.



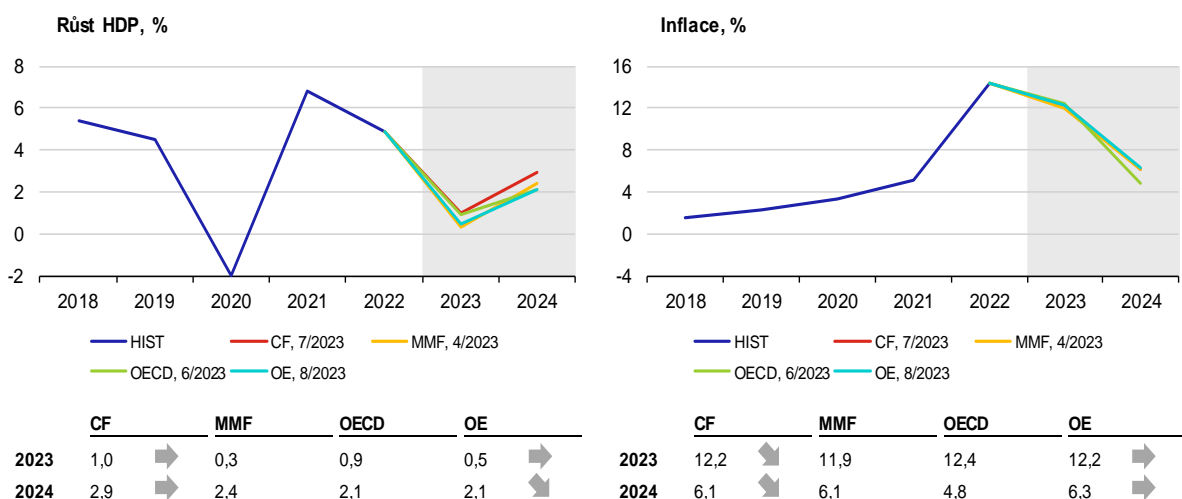
III.7 Rusko

Centrální banka Ruska na svém zářijovém zasedání pravděpodobně zvýší úrokové sazby. V zemi dochází ke zrychlování růstu spotřebitelských cen (v červenci 4,3 % meziročně oproti červnovým 3,3 %), který je nad 4% cílem centrální banky. Mezi důvody patří posilování domácí poptávky a v posledním měsíci také rychle oslabují kurz ruského rublu. Dle očekávání analytiků by ke kulminaci inflace mohlo dojít zhruba v listopadu na úrovni přibližně 6 %. Rychlý odhad růstu HDP ve druhém čtvrtletí ukázal, že ekonomika rostla tempem 4,9 % meziročně, což je ale částečně dáno malou srovnávací základnou, kdy ve druhém čtvrtletí loňského roku došlo k zavedení nejvýraznějších sankcí ze strany západních zemí. V prvních sedmi měsících letošního roku dosáhl deficit veřejných financí 1,8 % HDP. Příjmy z ropy a plynu (43,1 mld. USD) poklesly o více než 40 % oproti minulému roku, o necelých 20 % však narostly jiné příjmy (106,2 mld. USD).



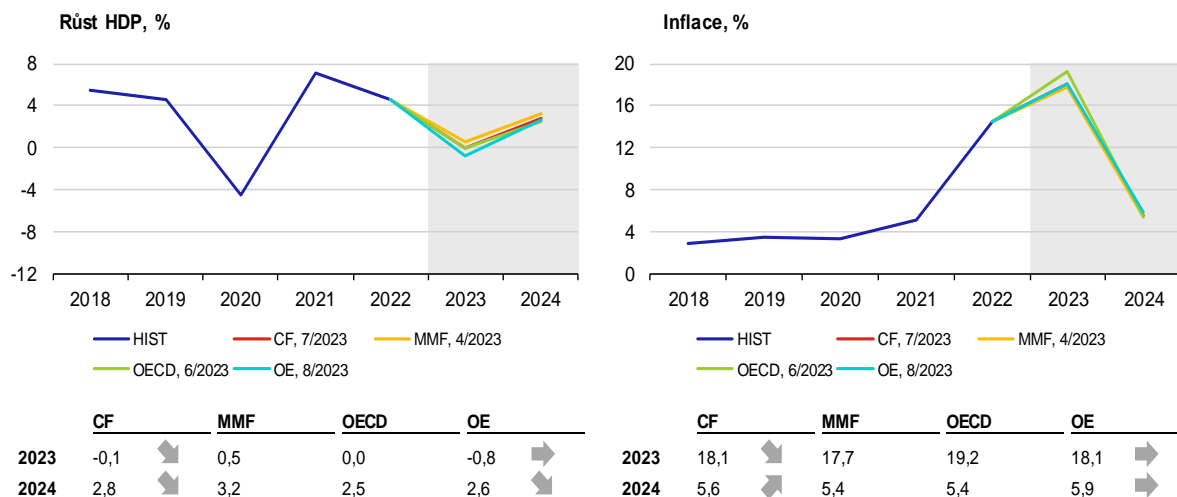
III.8 Polsko

Inflace v Polsku postupně klesá, k cíli má však daleko. Meziroční spotřebitelská inflace v červenci dále zvolnila na 10,8 % z červnových 11,5 %, a nachází se tak na nejnižších hodnotách od února 2022. Největší zásluhu na tomto poklesu měly zejména snižující se ceny potravin a pohonných hmot. V meziměsíčním vyjádření zaznamenaly spotřebitelské ceny dokonce lehký pokles (-0,2 %). Návrat k inflačnímu cíli NBP však může ztížit kladný růst reálných mezd, který je podporován zejména napjatým trhem práce (nezaměstnanost je na nejnižších hodnotách od roku 2019), zvyšující se minimální mzdou, která tlačí na mzdová očekávání, a perzistentním nedostatkem pracovních sil. Průzkum NBP také ukázal ochotu firem nadále zvyšovat mzdy a jejich reálný růst je tak možné očekávat až do roku 2025. Dalším faktorem, který vzbuzuje obavy, že se inflace nevrátí k cíli dostatečně rychle, je oživený trh nemovitostí. Ten se odráží v růstu cen za bydlení (meziročně 16,7 % v červenci oproti 14,6 % v červnu). Polsko tak ještě čeká náročná cesta zpět k inflačnímu cíli.



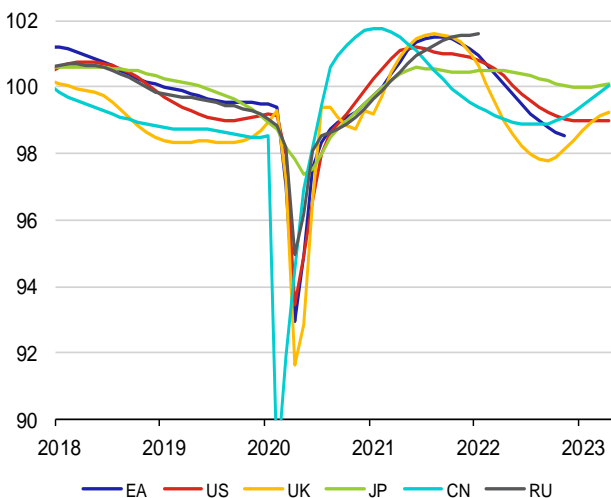
III.9 Maďarsko

Nejnovější data z maďarské ekonomiky odpovídají tržním očekáváním. Celková i jádrová inflace (17,6 % a 17,5 % meziročně) v červenci klesly pod dvacetiprocentní hranici, pod kterou se obě hodnoty nacházely naposledy v srpnu minulého roku. Podobně i meziměsíční růst cenové hladiny klesá již několik měsíců v řadě. Pokles růstu spotřebitelských cen je podpořen zejména klesajícími cenami komodit na globálních trzích a snižující se domácí poptávkou. Tento vývoj je v souladu s prognózou MNB, která v kontextu příznivého rizikového prostředí pokračuje v postupném uvolňování přísných měnových podmínek a v červenci dále snížila horní hranici úrokového pásma a sazbu na jednodenní vklady o 100 bazických bodů. Základní úroková sazba setrvala na 13 % a nadále zůstává nejvyšší v EU. Stávající vývoj je v souladu s očekáváním trhu a analytici CF a OE proto přehodnotili své výhledy pro růst HDP a inflaci pouze o jednu desetinu procentního bodu.



IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

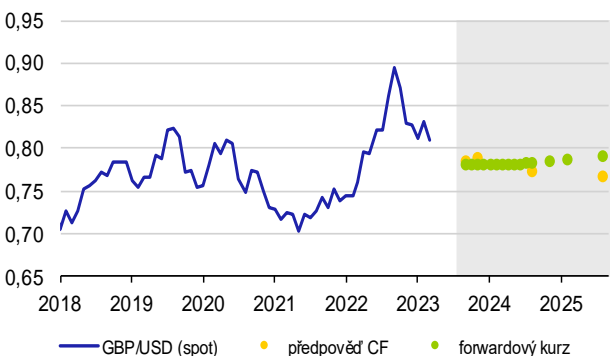


Americký dolar (USD/EUR)



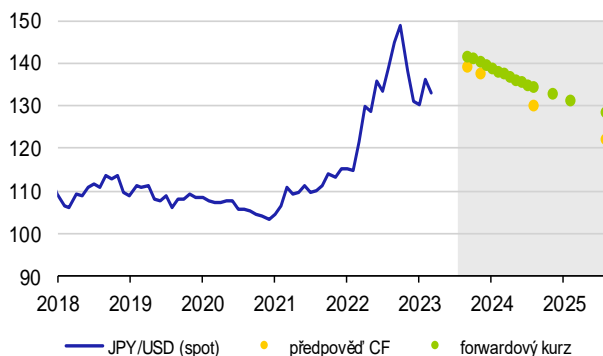
	7/8/23	9/23	11/23	8/24	8/25
spotový kurz	1,100				
předpověď CF		1,094	1,097	1,123	1,138
forwardový kurz		1,102	1,105	1,120	1,133

Britská libra (GBP/USD)



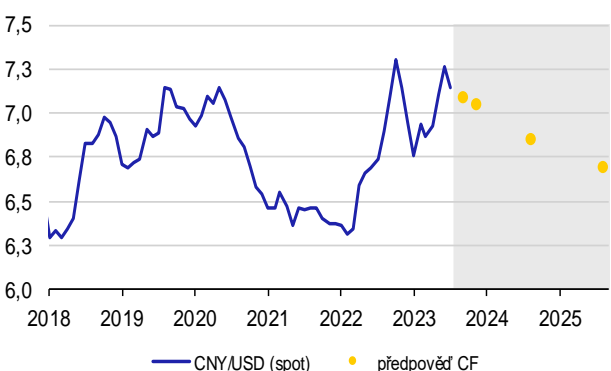
	7/8/23	9/23	11/23	8/24	8/25
spotový kurz	0,783				
předpověď CF		0,786	0,789	0,775	0,767
forwardový kurz		0,782	0,782	0,784	0,792

Japonský jen (JPY/USD)



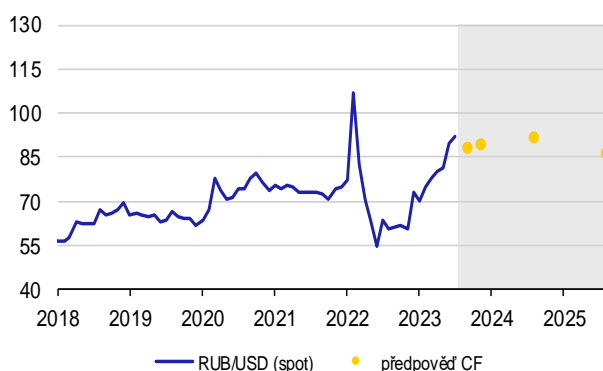
	7/8/23	9/23	11/23	8/24	8/25
spotový kurz	142,3				
předpověď CF		139,2	137,9	130,2	122,4
forwardový kurz		141,8	140,4	134,6	128,8

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	7/8/23	9/23	11/23	8/24	8/25
spotový kurz	7,193				
předpověď CF		7,100	7,056	6,856	6,702

Ruský rubl (RUB/USD)



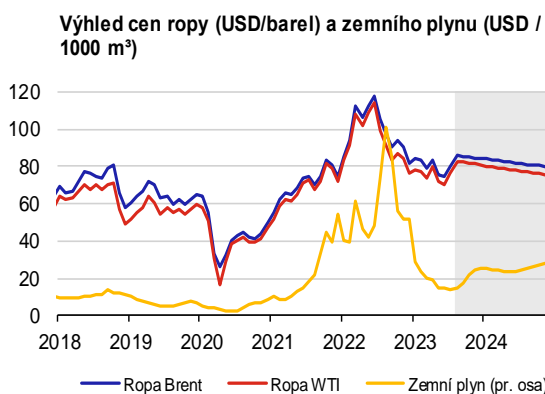
	7/8/23	9/23	11/23	8/24	8/25
spotový kurz	95,70				
předpověď CF		88,71	89,56	92,03	87,03

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

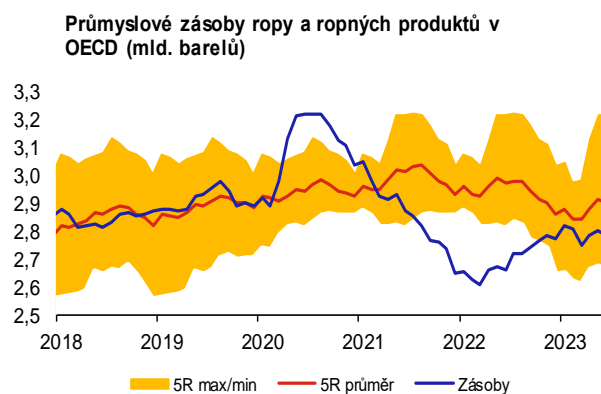
V.1 Ropa

Cena ropy Brent od konce června silně roste, na začátku srpna se dostala nad 85 USD/barel. Důvodem je omezení těžby v Saúdské Arábii a Rusku, ale i silná poptávka na fyzickém trhu. Ta dle IEA dosáhne v letních měsících nových historických maxim díky silné motoristické sezóně, využívání ropy při výrobě elektřiny a rostoucí aktivitě čínského petrochemického průmyslu. Zásoby benzínu a motorové nafty v USA a Evropě jsou podprůměrné a produkce rafinérií zaostává za růstem poptávky kvůli neplánovaným výpadekům, nedostatku těžké kyselé ropy (ze Saúdské Arábie) a horkému počasí (které omezuje výkon chlazení a tím i výrobní kapacitu rafinérií). To významně zvyšuje marže rafinérií napříč regiony. Klesající inflace a očekávání, že cyklus zvyšování úrokových sazeb centrálních bank se blíží ke konci, přispívají ke zlepšení makroekonomického sentimentu a výhledu globální poptávky pro druhou polovinu letošního roku. Došlo tak i ke zlepšení nálady investorů, kteří přestali spekulovat na pokles cen ropy a začali v červenci navyšovat své čisté dlouhé pozice. Cenu ropy (a ostatních komodit) podpořilo v první polovině července i silné oslabení dolaru (který se však ve zbytku měsíce prakticky vrátil zpět na silnější úroveň) a očekávání další podpory čínské ekonomiky ze strany tamní vlády.

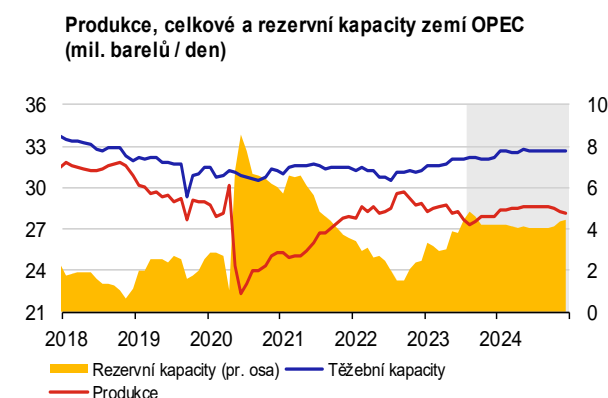
Tržní křivka z poloviny srpna se opět oproti minulě předpovědi posunula po celém horizontu výrazně vzhůru, ale zůstává i nadále klesající a signalizuje cenu ropy Brent 84,3 a 79,7 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. Předpověď EIA se posunula vzhůru zejména pro zbytek letošního roku, kdy by cena ropy měla zůstat vysoká kvůli rychle klesajícím globálním zásobám. Cena ropy Brent by měla vystoupat na 88 USD/barel v listopadu a zůstat na této hodnotě do března 2024. Poté by rostoucí světová těžba ropy měla vést k postupnému poklesu ceny na 85 USD/barel na konci roku 2024. Srpnový CF zvýšil svou předpověď v ročním horizontu o cca 2 USD na 82,7 USD/barel.



	Brent		WTI		Plyn
2023	82,20	↗	77,85	↗	500,77
2024	81,71	↗	77,74	↗	636,03



	IEA	EIA	OPEC
2023	102,00	101,20	102,00
2024		102,80	104,25



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2023	28,06	31,95	3,89
2024	28,50	32,64	4,15

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.

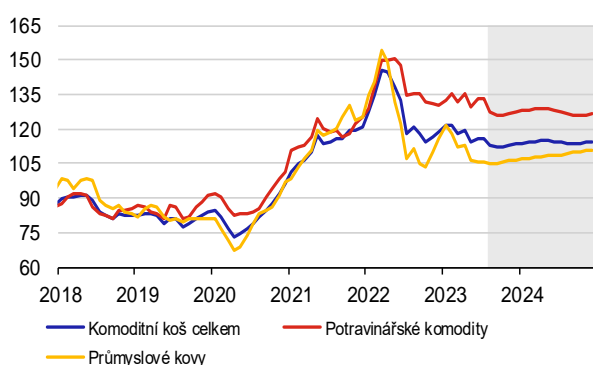
V.2 Ostatní komodity

Zásobníky plynu v Evropě jsou nadstandardně naplněné, přesto cena zemního plynu na TTF silně kolísala. V první polovině července cena klesala kvůli slabší poptávce z průmyslu a zmírnění horkého počasí. Příznivě působilo i očekávané obnovení dodávek plynu z Norska. Přechodné zvýšení ceny ve druhé polovině července bylo způsobeno vyšší poptávkou z energetického průmyslu kvůli slabší produkci větrných elektráren. Na konci první srpnové dekády cena silně vzrostla kvůli obavám z výpadku dodávek LNG z Austrálie kvůli tamním stávkám v energetickém průmyslu. To by mohlo zvýšit zájem asijských odběratelů o spotový trh. Cena uhlí v Evropě v červenci dále mírně klesla kvůli slabé poptávce. Přebytečné evropské zásoby jsou vyváženy do Asie, kde jsou poptávka a ceny vyšší.

Index cen potravinářských komodit v červenci zhruba stagnoval, v první polovině srpna pak klesl na nejnižší hodnotu od konce roku 2021. Cena pšenice reaguje krátkodobými růsty na situaci v černoamořských přístavech, ale jinak vykazuje jen mírně rostoucí trend, a to i do budoucna. Výrazný pokles v červenci vykazaly ceny kukuřice a rýže, částečně i sóji. Mírně se snížila i cena cukru, naopak v růstu pokračovaly ceny kakaa a vepřového masa. Cena hovězího masa stagnovala na historickém maximu. Výhled indexu je do příští sklizně zhruba stagnující, poté by se měl obnovit jeho klesající trend.

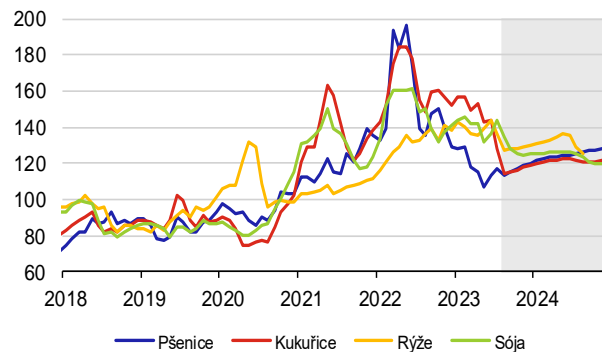
Index cen průmyslových kovů se po silném poklesu v květnu více méně stabilizoval a na výhledu je rostoucí. Globální průmyslová výroba zatím nenaznačuje výraznější oživení (J.P.Morgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu stagnoval v červenci na hodnotě 48,7 a již 11 měsíců se drží v pásmu kontrakce), a tak i všechny složky indexu a cena železné rudy v uplynulém měsíci vykazovaly jen malé pohyby v reakci na změnu zásob na LME nebo vývoj kurzu dolaru.

Indexy cen neenergetických komodit



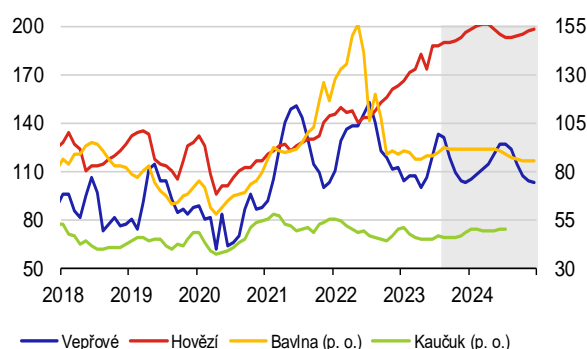
	Celkem	Potraviny	Kovy
2023	115,9	130,4	109,2
2024	114,3	127,4	108,8

Potravinářské komodity



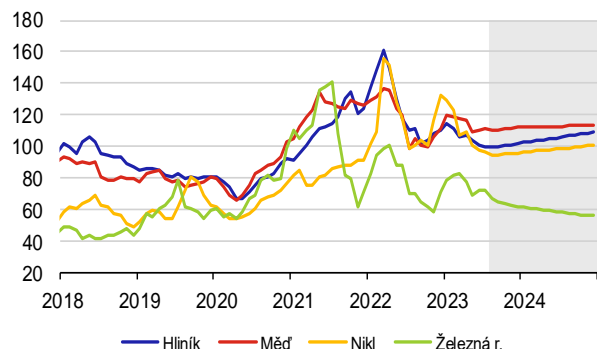
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2023	117,7	134,5	134,8	135,4
2024	125,3	121,2	132,1	123,9

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2023	111,7	183,4	89,5	46,4
2024	113,7	196,8	88,6	49,5

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2023	104,0	113,6	103,4	71,7
2024	106,0	113,0	98,8	58,8

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Míra úspor v eurozóně a ČR – potenciál pro vývoj spotřeby?¹

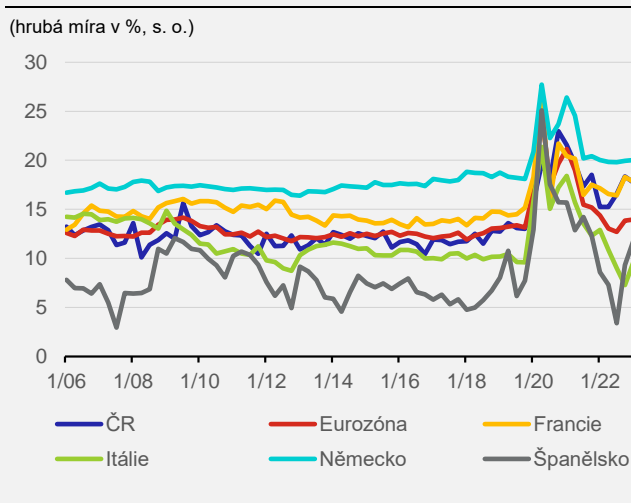
Cílem textu je srovnat vývoj spotřeby domácností, míry úspor a investic v eurozóně a jejích nejsilnějších ekonomikách s vývojem v ČR. Srovnání se zeměmi eurozóny v podobné situaci ukazuje, že české domácnosti v reakci na energetickou krizi mnohem méně utrácely při citelně vyšší míře úspor oproti dlouhodobému průměru. Svě úspory české domácnosti ale nenasměrovaly do bydlení, nýbrž patrně z opatrnostních důvodů více preferovaly likvidní aktiva, a jejich zájem o finanční produkty podpořilo i zvyšování úrokových sazeb. Podobné trendy pak nacházíme i u řady velkých ekonomik eurozóny, ve kterých lze pak očekávat snižování aktuálně vysokého sklonu domácností k tvorbě úspor, které však bude brzděno zvýšenou hladinou úrokových sazeb. Tato brzda se bude v nejbližším období více zatahovat v eurozóně, kde cyklus zvyšování základních úrokových sazeb dosahuje svého vrcholu teprve nyní. Naopak aktuálně vysoký sklon českých domácností k úsporám otvírá s pravděpodobným dosažením vrcholu úrokových sazeb v ČR prostor pro rychlejší oživení růstu spotřeby než v eurozóně.

Země eurozóny vykazují různou spořivost, u všech ale vzrostla během pandemie

Míra úspor se napříč zeměmi eurozóny historicky liší (Graf 1). Z velkých ekonomik eurozóny je míra úspor nejvyšší tradičně v Německu (výrazně výše než je průměr zemí eurozóny) a nejnižší je ve Španělsku. V případě ČR² se do nástupu pandemie pohybovala na průměru eurozóny, tj. okolo 12 %. Přístup spotřebitelů ke spoření v jednotlivých zemích se lišil i napříč krizemi, které svět potkaly od počátku nového milénia, tj. světovou finanční krizí po pádu Lehman Brothers (2009), pandemií covid-19 (2020–2021) a energetickou krizí s eskalací mezinárodního napětí po vpádu Ruské federace na Ukrajinu (2022). Například, jak ukazuje Graf 1, zvýšení míry úspor v období světové finanční krize bylo oproti krizím nedávným de facto nepozorovatelné. To lze zřejmě přisoudit nepřímé vazbě mezi nejistotou ve finančním systému a přístupem ke tvorbě rezerv jednotlivých ekonomických agentů (domácností a podniků).

U řady zemí eurozóny pozorujeme viditelný nárůst míry úspor v době uzavírek v průběhu pandemie covid-19, a to zejména po její první vlně (Graf 1). Tento nárůst byl řádově vyšší než v období světové finanční krize v roce 2009. Nárůst míry úspor podpořil fenomén tzv. vynucených úspor, které nechtěně vznikly domácnostem z důvodu nedostupnosti nákupů mnohých druhů zboží a především služeb. Příkladem mohou být návštěvy restaurací nebo cestování, když byly provozovny uzavřeny v rámci protipandemických opatření³. Fiskální transfery stabilizovaly příjmy domácností, takže vynucené úspory představovaly jen odložení spotřeby do budoucnosti. V případě Německa vyskočila míra úspor ve druhém čtvrtletí 2020 nad 27 %, ale po uzavírkách se začala snižovat směrem ke dlouhodobému průměru s tím, jak domácnosti realizovaly odložené nákupy.

Graf 1 – Míra úspor domácností



Zdroj: Eurostat

Slovníček pojmů

Hrubá míra úspor domácností je definována Eurostatem jako hrubé úspory vydělené hrubým disponibilním důchodem s úpravou o změnu čistého podílu domácností na rezervách penzijních fondů. Hrubé úspory jsou část hrubého disponibilního důchodu, která není vynaložena jako výdaje na konečnou spotřebu. Popisovaný ukazatel se vypočítá na základě čtvrtletních údajů sektorových účtů podle institucionálních sektorů.

Hrubá míra investic domácností je definována Eurostatem jako tvorba hrubého fixního kapitálu vydělená hrubým disponibilním důchodem s úpravou o změnu čistého podílu domácností na rezervách penzijních fondů. Investice domácností spočívají především v nákupu a renovaci obydlí. Popisovaný ukazatel se vypočítá na základě čtvrtletních údajů sektorových účtů podle institucionálních sektorů.

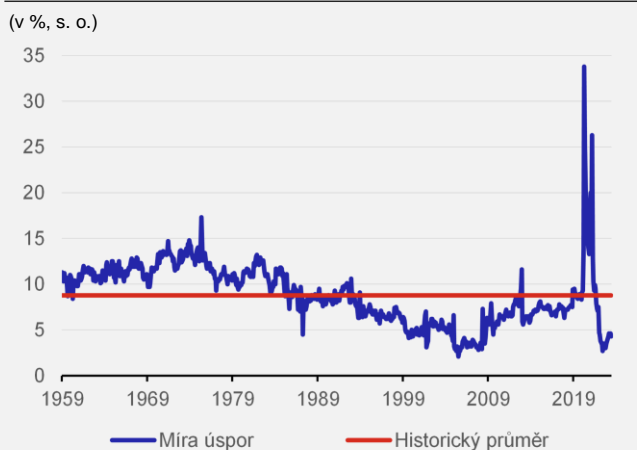
¹ Autory jsou Soňa Benecká a Luboš Komárek. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² O vývoji české míry úspor domácností pojednává Michálek a Šarboch v textu „Důvody aktuálně zvýšeného sklonu domácností k úsporám“.

³ Dominantní vliv vynucených úspor během první vlny pandemie potvrzuje několik studií, např. Dossche a Zlatanov (2020) nebo Dossche, Krustev a Zlatanov (2021).

Box 1 – Rozpouštění úspor po pandemii v USA

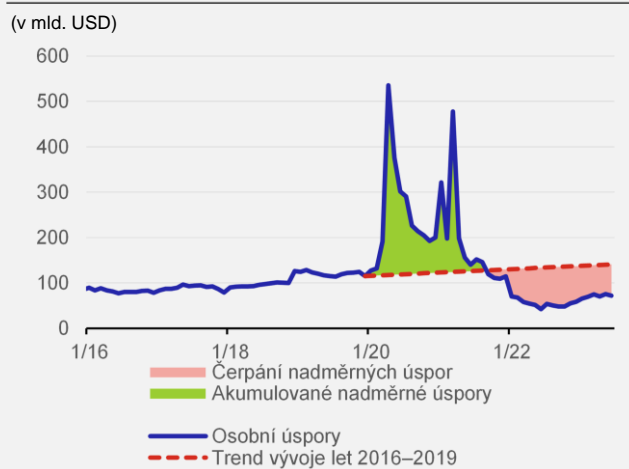
Podobně jako v Evropě i ve Spojených státech v reakci na pandemické uzavírky citelně vzrostly soukromé úspory; na rozdíl od Evropy ale zima na přelomu let 2022/2023 zvýšení míry úspor nepřinesla. Na rozdíl od dřívějších recesí v USA reagovala americká vláda na pandemii bezprecedentním balíkem podpůrných opatření, který mezi lety 2020 a 2021 kumulovaně dosáhl 5 bil. USD. Jelikož celá řada z těchto opatření mířila přímo na domácnosti (dávky v nezaměstnanosti, daňové úlevy na děti a jiné), osobní úspory domácností rychle narostly, daleko nad rámec trendů před covidem. Jak ukazuje Graf 1 BOX, míra osobních úspor vyskočila z hodnot poblíž 9 % před pandemií nad 20 % v době nejpřísnějších uzavírek. Po konci pandemie se ale míra úspor začala citelně propadat pod před-pandemický historický průměr (8,8 %) a od začátku roku 2022 se pohybuje pod 5 %.

Graf 1 BOX – Míra osobních úspor v USA

Zdroj: FRED

Americké domácnosti totiž od 3. čtvrtletí 2021 postupně rozpouštějí naakumulované úspory a tento trend by měl vydržet do konce roku 2023. Podle odhadů sanfranciského Fedu (2023) nadměrné úspory

v nominálním vyjádření dosáhly kumulovaně do srpna 2021 celkem přibližně 2,1 bil. USD (Graf 2 BOX, zelená oblast). Čerpání úspor domácností bylo zpočátku pomalé, v průměru 34 mld. USD měsíčně od září do prosince 2021. Poté zrychlilo, v průměru zhruba na 100 mld. USD měsíčně po celý rok 2022. V prvním čtvrtletí roku 2023 opět mírně zmírnilo na 85 mld. USD měsíčně. Kumulativní čerpání dosáhlo k březnu 2023 1,6 bilionu dolarů (červená oblast), což znamená, že v celkové ekonomice zbývá přebytečných úspor přibližně 500 miliard dolarů. Pokud by současné tempo čerpání přetrvávalo i nadále, nadměrné úspory by pravděpodobně nadále podporovaly výdaje domácností nejméně do čtvrtého čtvrtletí roku 2023.

Graf 2 BOX – Osobní úspory versus trend před pandemií

Zdroj: Výpočet autorů, St. Louis Fed

Pozn.: Na základě Abdelrahman and Oliveira (2023), Sezónně očištěno

Jelikož Spojené státy nebyly zasaženy energetickou krizí, mohlo rozpouštění úspor podporovat spotřebu domácností v USA, naopak v Evropě se šetřilo. Oživení americké ekonomiky po pandemii překvapovalo svou silou, k čemuž rozpouštění úspor citelně přispělo. Naopak Evropa zažila další šoky, které vedly domácnosti k opatrnosti.

Po odeznění pandemie se však míra úspor v zemích eurozóny nevrátila na úroveň před rokem 2020. Příkladem může být Německo, kde v letech 2011 až 2018 byla průměrná míra úspor 17,4 %, zatímco od poloviny roku 2021 se držela lehce pod 20% hranicí. Podobný efekt nacházíme i u dalších zemí eurozóny, třebaže ne všude byly rozdíly oproti dlouhodobému průměru velké. Reakce domácností v eurozóně na otevírání ekonomik po pandemii se tedy lišily a prozatím nedošlo k úplnému návratu k běžnému předcovidovému spotřebitelskému chování. Dle teorie se přitom očekávalo, že domácnosti vynucené úspory během několik čtvrtletí opět rozpustí ve spotřebě tak, jak tomu bylo v případě USA (Box 1).

Ve prospěch zvýšené tvorby úspor i po pandemii lze nalézt několik motivů.⁴ Velkou část úspor vzniklých v době pandemie mají na svědomí domácnosti s vysokými příjmy (míra úspor roste s tím, jak se v rámci rozdělení pohybujeme do vyšších příjmových kvintilů), které charakterizuje nižší mezní sklon utrácet z příjmu nebo majetku ve srovnání s domácnostmi s nízkými příjmy. Navíc zvyšující se úroveň úrokových sazeb centrálních bank v boji s nevídaně vysokou inflací přináší bohatším domácnostem solidní dodatečný výnos, což ceteris paribus snižuje jejich sklon ke spotřebě. Domácnosti též mohou využít zvýšených úspor k rychlejšímu umoření dluhů (např. při probíhající refixaci hypoték v prostředí výrazně vyšší hladiny úrokových sazeb) či k novým investicím. Investice mohou být směřovány právě na zmírnění dopadů nárůstu cen energií, tj. do energetické úspornosti bydlení (zateplení budov) nebo na získání vlastních (malé fotovoltaické elektrárny) či méně provozně nákladných zdrojů energie (tepelná čerpadla). V neposlední řadě mohou domácnosti podle ricardiánské ekvivalence více spořit v očekávání zvýšení daní v budoucnu, protože v době pandemie byla značná část makroekonomické stabilizace provedena přes fiskální transfery, tj. na úkor růstu zadlužení států.

⁴ Viz Attinasi, Bobasu a Manu (2021).

Obavy z energetické krize opět podpořily spořivost v řadě zemí eurozóny

Další šok utrpěly ekonomiky eurozóny po vpadu Ruské federace na Ukrajinu v únoru 2022, což dále zvýšilo inflační tlaky vlivem prudkého zdražení cen energií, zejména elektřiny a plynu. Reálné příjmy domácností v zemích eurozóny citelně poklesly a s nastupující topnou sezónou 2022/2023 rostly obavy ohledně výdajů za energie. Byla to první sezóna bez dodávek plynu z Ruska, které se sice podařilo nahradit dodávkami především z Norska a USA, ale za cenu citelného nárůstu cen, nejen pro firmy, ale i pro spotřebitele.

Poptávka domácností po energiích je z krátkodobého hlediska neelastická, takže na razantní růst jejich cen mohou domácnosti reagovat: (i) snížením spotřeby neenergetického zboží a služeb, (ii) snížením sklonu k úsporám nebo (iii) zvýšením příjmů. Domácnosti v zemích eurozóny se většinou nevydaly cestou snižování sklonu k úsporám. Jak ukazuje Graf 1, míra úspor domácností v eurozóně na přelomu let 2022/2023 naopak vzrostla. V Německu se spořilo jen lehce více, zatímco ve Španělsku míra úspor opět výrazně poskočila směrem nahoru. Na rozdíl od pandemického období stály za nárůstem míry úspor v období energetické krize zejména opatrnostní motivy. Současně došlo k úsporným opatřením, kdy spotřeba plynu u domácností klesla, nejen díky mírné zimě ale i za cenu sníženého tepelného komfortu.

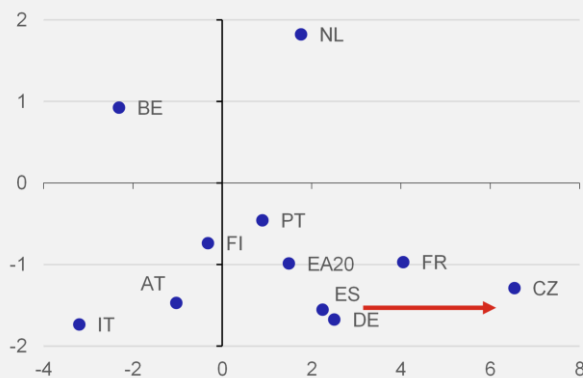
Evropské domácnosti tedy nesnížily sklon k úsporám, aby vykompenzovaly pokles reálných příjmů. Ve prospěch vyšší míry úspor pak působily i pozvolna rostoucí úrokové sazby v eurozóně. Zároveň ve většině zemí eurozóny byla zavedena opatření na podporu domácností proti energetické chudobě (např. cenové stropy na ceny energií v Německu, Francii či Nizozemí), což tlumilo velikost cenového šoku pro domácnosti. Naopak se zdá, že na energetickou krizi domácnosti reagovaly primárně přes snížení reálné spotřeby, a to v podmínkách prudkého zvýšení spotřebitelské inflace. Graf 2 ukazuje pokles spotřeby domácností u velkých ekonomik eurozóny v posledních dvou čtvrtletích. Byl však v menším rozsahu než v případě ČR, kde spotřeba domácností v reálném vyjádření poklesla k úrovním z prvního čtvrtletí 2021.

V evropském srovnání české domácnosti méně utrácely a více spořily

Z mezinárodního srovnání tedy vyplývá značná podobnost v reakcích domácností na energetickou krizi, když u většiny zemí pozorujeme pokles reálné spotřeby vlivem růstu inflace při vyšší než obvyklé míře úspor. Efekt je však v případě ČR velmi silný. Česká míra úspor se v závěru roku 2022 přiblížila úrovním pro tradičně velmi spořivé Německo, když přesáhla 18 %, a v prvním čtvrtletí 2023 klesla jen nepatrně. Nachází se tak zhruba o 6 p. b. nad průměrem z let 2011 až 2018. Naopak spotřeba domácností v reálném vyjádření velmi dramaticky poklesla. České domácnosti při poklesu reálných příjmů nejenže tvořily v průměru více úspor, ale i kupní síla jejich příjmů rychle klesala. Ve srovnání s dalšími ekonomikami eurozóny jsou u českých domácností posuny ve spotřebě i úsporách výraznější, zejména pak v prvním čtvrtletí 2023 (Graf 3). Kromě opatrnostních motivů se nabízí jako možné vysvětlení podstatně vyšší míra českých úrokových sazeb.

Graf 3 – Míra úspor vs. spotřeba domácností ve 4. čtvrtletí 2022

(osa y: mžč. růst spotřeby domácností v %; osa x: odchylka míry úspor of průměru 2011–2018 v p.b.)

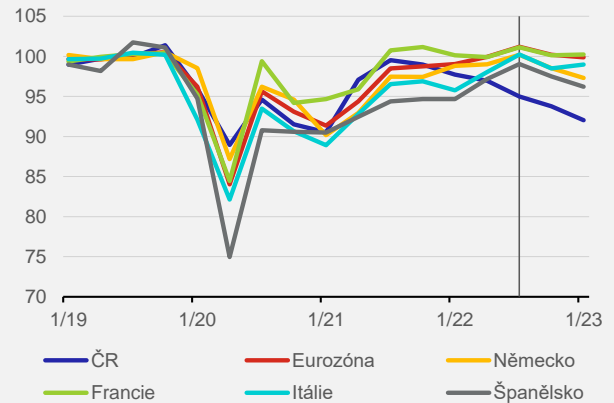


Zdroj: Eurostat

Pozn.: Belgie - BE, Finsko - FI, Francie - FR, Itálie - IT, Německo - DE, Nizozemsko - NL, Portugalsko - PT, Rakousko - AT, Španělsko - ES, EA20 – eurozóna (20 zemí), CZ – ČR.

Graf 2 – Spotřeba domácností

(index 2019=100, s.c., s.o)

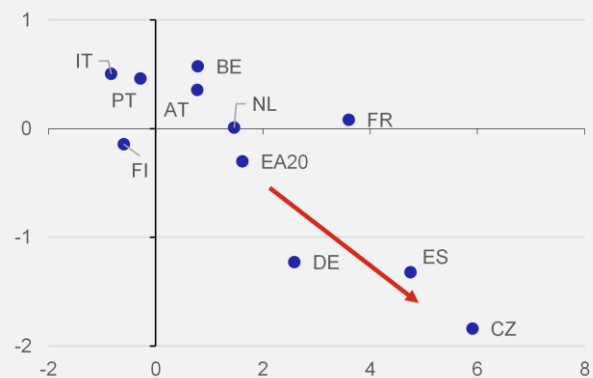


Zdroj: Eurostat

Pozn.: Svislá čára značí začátek energetické krize

Graf 4 – Míra úspor vs. spotřeba domácností v 1. čtvrtletí 2023

(osa y: mžč. růst spotřeby domácností v %; osa x: odchylka míry úspor of průměru 2011–2018 v p.b.)



Zdroj: Eurostat

Pozn.: Belgie - BE, Finsko - FI, Francie - FR, Itálie - IT, Německo - DE, Nizozemsko - NL, Portugalsko - PT, Rakousko - AT, Španělsko - ES, EA20 – eurozóna (20 zemí), CZ – ČR.

Kam směřovaly úspory domácností v eurozóně v posledních třech letech?

Pokud evropské domácnosti více spořily a omezovaly spotřebu, a to v průběhu pandemie i energetické krize, je otázkou, kam nasměřovaly své úspory. Opatrní motívy hovoří hlavně ve prospěch pořizování různých finančních aktiv, zejména likvidních. Ale je možné, že část prostředků domácnosti nasměřovaly na investice do bydlení, na nové nákupy nemovitostí či rekonstrukce. Hypoteční úrokové sazby byly v průběhu pandemie v eurozóně nízké, ale v době uzavírek byla možnost obchodovat s realitami omezená.

Hrubá míra investic domácností vzrostla ve velkých ekonomikách eurozóny v průběhu pandemie jen mírně (Graf 5) a na přelomu let 2022 a 2023 jen lehce poklesla.

V případě ČR se míra investic snižovala citelně již od konce roku 2021, takže české domácnosti nevyužívaly zvýšeného sklonu k úsporám v takové míře k nárůstu svých hmotných (fixních) investic⁵, což opět podporuje tezi o preferenci výnosnějších finančních aktiv v prostředí zvyšujících se úrokových sazeb.

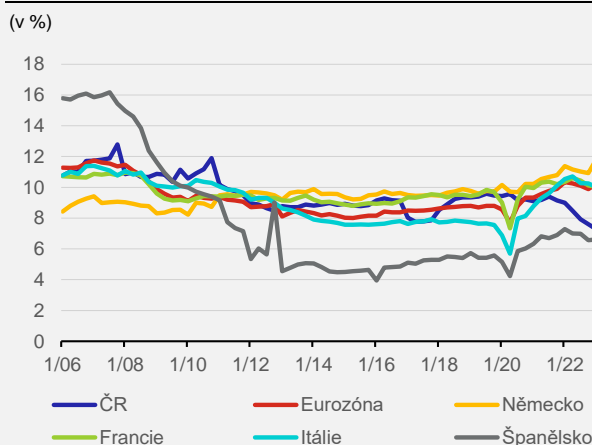
Naproti tomu vklady a úvěry domácností v eurozóně zejména v první pandemické vlně citelně rostly (Graf 6).

Zejména vývoj vkladů by odpovídal většímu zájmu domácností nejen o více likvidní aktiva, než jsou investice do fixních aktiv. Tento trend se obrátil v druhé polovině minulého roku s tím, jak Evropská centrální banka poprvé od finanční krize zvýšila úrokové sazby a započala svůj relativně razantní cyklus zpřísnování měnových podmínek.⁶ Postupná transmise ze základních úrokových sazeb do výnosů na finančních trzích pak stimulovala odliv prostředků směrem k výnosnějším aktivům. K relativnímu poklesu objemu nejvíce likvidních aktiv (M1) pak přispěly i další operace centrální banky (zastavení reinvestic z programu nákupů aktiv či splácení programů dlouhodobých refinančních operací). Podobný trend se ukazuje i na datech za české měnové agregáty⁷, třebaže dopad cyklu zvyšování sazeb započal již dříve.

Aktuálně zvýšený sklon k úsporám domácností v eurozóně tedy nepřesměrovaly ve významné míře do nárůstu míry fixních investic, takže je možné, že se časem opět vrátí ke svému předkrizovému chování, pokud jde o jejich nákupy a běžné výdaje. Důvody k panice pominuly a opatrní motívy pro zvýšenou tvorbu úspor se vytrácí, ale návrat k obvyklému spotřebitelskému chování v následujících čtvrtletích bude brzdit zvýšená hladina úrokových sazeb. Ty byly naposledy v eurozóně na současné úrovni při kulminaci světové finanční krize. První snížení sazeb v eurozóně je finančními trhy očekáváno nejdříve v polovině roku 2024, zatímco uvolnění měnové politiky v ČR predikují analytici ještě letos. Přitom aktuální sklon k úsporám je v případě ČR výjimečně vysoký, což by při jeho poklesu k dlouhodobému průměru mohlo vést k podstatnější a dřívější stimulaci spotřeby než tomu bude ve většině zemí eurozóny.

Zatím však nejsou signály naznačující obrat v náladě domácností. Jistou evidenci nabízejí data ze šetření mezi německými domácnostmi⁸, které jsou dispozici v rámci dat pro Indikátor ekonomické nálady Evropské komise (Economic Sentiment Indicator, ESI). Německé domácnosti po pandemických uzavírkách preferovaly větší nákupy a čerpání úspor (Grafy 7 a 8), ale v prvním čtvrtletí 2022 se jejich nálada obrátila a spotřebitelé začali odkládat plány na větší nákupy. Vzrostla také jejich preference spořit.

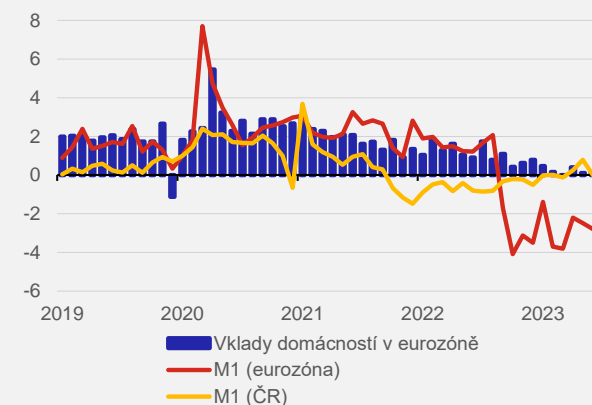
Graf 5 – Hrubá míra investic domácností



Zdroj: Eurostat
Pozn.: Sezónně očištěno

Graf 6 – Vklady domácností a měnové agregáty

(meziměsíční změny v poměru objemu vkladů na hrubém disponibilním důchodě, index pro agregáty M1, leden 2020 = 1)



Zdroj: ECB, ČNB
Pozn.: Sezónně očištěno

⁵ Při interpretaci údajů za míru úspor je však nutná jistá obezřetnost, jelikož časové řady doznávají výrazných revizí. Předchozí odhady spíše naznačovaly stagnaci míry investic v ČR.

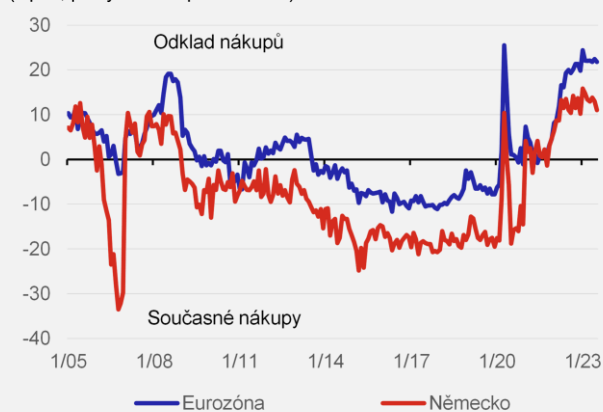
⁶ Viz Benecká, Kábrt, Komárek a Polák (2023).

⁷ V závěru roku 2021 dochází k mírné distorzi časové řady pro český agregát M1, protože metoda sezónního očištění má potíže s identifikací efektů spojených s odvodou bank do garančního systému, které jsou různě silné v jednotlivých letech.

⁸ Jsou sice k dispozici indikátory za více zemí, ale z metodologických důvodů jejich vypovídací hodnota není vysoká a jsou hůře srovnatelné napříč zeměmi.

Graf 7 – Nákupy podle německých domácností

(v p.b., plány za rok oproti dnešku)

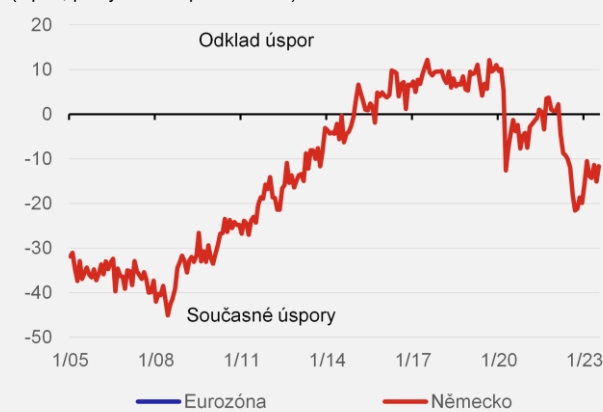


Zdroj: Eurostat, Evropská komise (ESI)

Pozn.: Jde o rozdíl mezi indikátory ESI „Velké nákupy v horizontu 1 roku“ a „Současná situace ke vhodná ke větším nákupům“, takže kladná hodnota indikuje preferenci budoucích nákupů, záporná preferenci současných nákupů

Graf 8 – Spoření podle německých domácností

(v p.b., plány za rok oproti dnešku)



Zdroj: Eurostat, Evropská komise (ESI), data za eurozónu nejsou dostupná

Pozn.: Jde o rozdíl mezi indikátory ESI „Úspory v horizontu 1 roku“ a „Současná situace ke vhodná ke spoření“, takže kladná hodnota indikuje preferenci budoucího spoření, záporná preferenci současného spoření

Závěr

Míra úspor domácností se napříč zeměmi historicky liší, pandemie covid-19 pak její úroveň výrazně navýšila. K růstu míry úspor došlo především během pandemie covid-19, a to nejen v Evropě, ale také v USA nebo Japonsku⁹. V době uzavírek byla zvýšená míra úspor především vynucená tím, jak domácnosti nemohly utrácet za služby a nedostupné produkty a současně došlo k výraznému fiskálnímu stimulu.

Po odeznění pandemie dopadla zejména na Evropu druhá krize, tentokrát cen energií. I tato krize měla na míru úspor domácností vliv, reakce v jednotlivých zemích už ale byla odlišná. Na rozdíl od pandemického období stály za nárůstem míry úspor v období energetické krize zejména opatnostní motivy. Tento efekt byl silný zejména v ČR, kde se míra úspor v závěru roku 2022 přiblížila úrovním pro tradičně velmi spořivé Německo.

V eurozóně došlo během posledního roku k výraznému navýšení úrokových sazeb, což se začíná odrážet v chování domácností a jejich vyšší preferenci úspor. V následujících letech bude snižování sklonu domácností k tvorbě úspor brzděno zvýšenou hladinou úrokových sazeb. Tato brzda se bude v nejbližším období více zatahovat v eurozóně, kde cyklus zvyšování základních úrokových sazeb dosahuje svého vrcholu teprve nyní.

Zdroje

Attinasi, M. G. – Bobasu, A. – Manu, A. S. (2021) The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook. ECB Economic Bulletin, 5/2021 https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202105_01-f40b8968cd.en.html

Benecká, S. (2022). Jak přispělo zdražování firem ke dnešní inflaci v eurozóně? Globální ekonomický výhled. https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/gev/gev_2022/gev_2022_09.pdf

Benecká, S. – Kábrt, M. – Komárek, L. – Polák, P. (2023): Ovlivňuje plošnost a razance zpřísnění měnových podmínek jejich dopad na globální ekonomiku?. Globální ekonomický výhled. https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Ovlivnuje-plosnost-a-razance-zpriseni-menovych-podminek-jejich-dopad-na-globalni-ekonomiku/

Dossche, M. – Zlatanos, S. (2020): COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced? ECB Economic Bulletin, 6/2020. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202006_05-d36f12a192.en.html

Dossche, M. – Krustev, G. – Zlatanos, S. (2021): COVID-19 and the increase in household savings: an update ECB Economic Bulletin, 5/2021 https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202105_04-d8787003f8.en.html

Abdelrahman, H. – Oliveira, L.E. (2023): The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings, FRBSF Economic Letter, 2023-11 <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/>

Klíčová slova

míra úspor, míra investic, pandemie, energetická krize

JEL Klasifikace

D14, E21, E43

⁹ Viz graf čísla Globálního ekonomického vývoje, duben 2023.

A1. Změna predikcí pro rok 2023

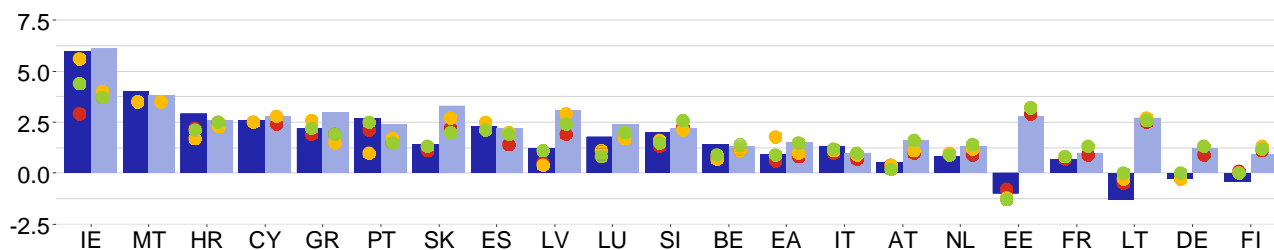
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	+0,1	+0,1	+0,1	-0,1	+0,1	-0,4	-0,4	+0,1
US	+0,3	+0,2	+0,1	+0,6	0	+1,0	+0,5	-0,1
UK	+0,1	+0,7	+0,5	+0,2	-0,1	-2,2	+0,2	0
JP	+0,2	+0,1	-0,1	-0,1	+0,1	+1,3	+0,3	+0,7
CN	-0,2	0	+0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4
RU	+0,3	+0,8	+1,0	+0,8	-0,1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

A2. Změna predikcí pro rok 2024

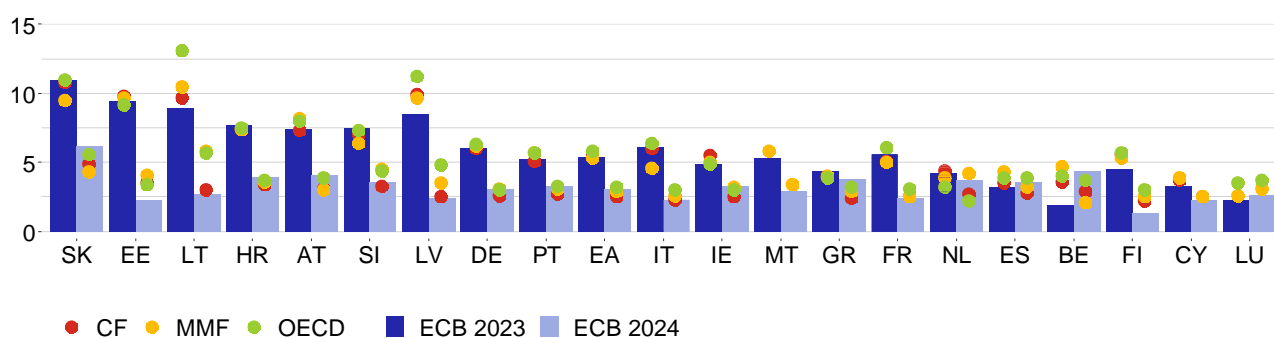
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	+0,1	0	-0,1	+0,1	+0,2	+0,2	+0,1
US	+0,1	-0,1	+0,1	-0,1	0	+0,1	+0,1	0
UK	0	0	+0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0	0
JP	+0,2	0	0	0	+0,2	+1,2	+0,2	-0,1
CN	-0,1	0	+0,2	0	-0,1	+0,3	0	-0,2
RU	0	0	+0,1	+0,3	+0,2	+0,6	-0,1	+0,6

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

Růst HDP v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



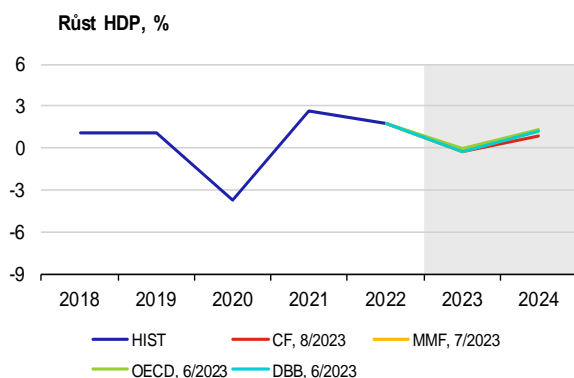
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



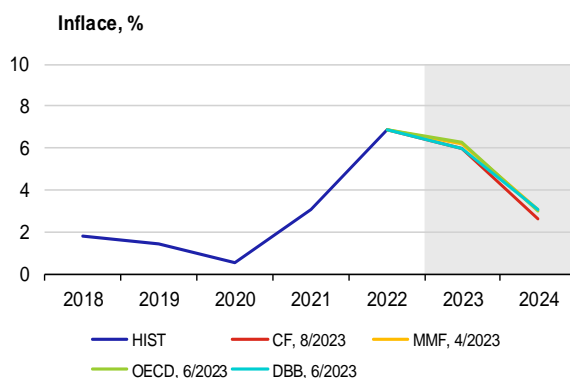
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

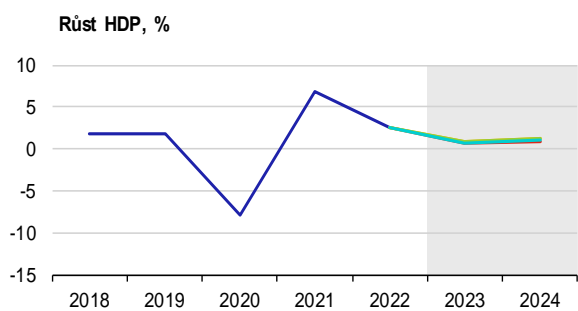


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	-0,3	-0,3	0,0	-0,3
2024	0,9	1,3	1,3	1,2

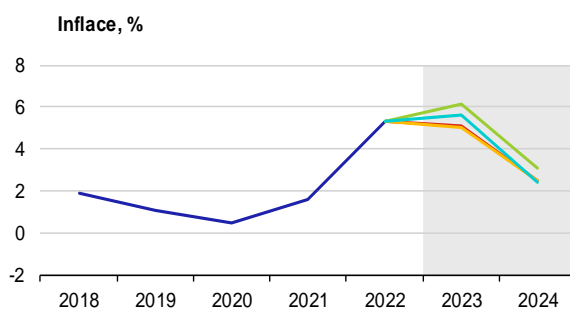


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	6,0	6,2	6,3	6,0
2024	2,6	3,1	3,0	3,1

Francie

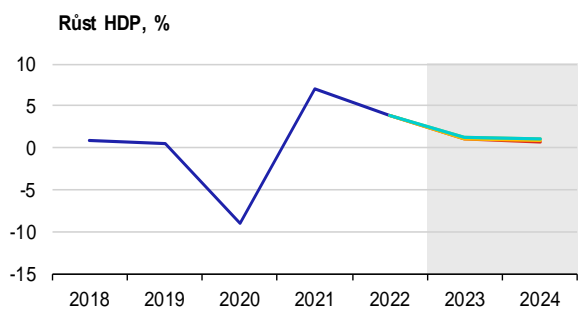


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,7	0,8	0,8	0,7
2024	0,9	1,3	1,3	1,0

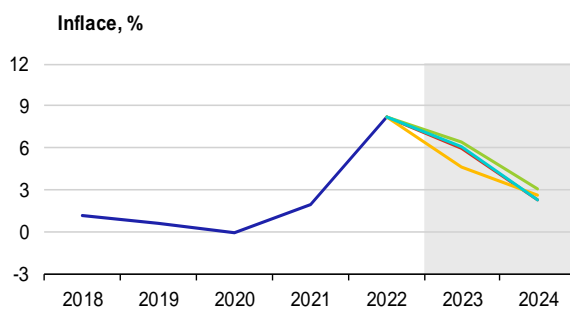


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,1	5,0	6,1	5,6
2024	2,5	2,5	3,1	2,4

Itálie

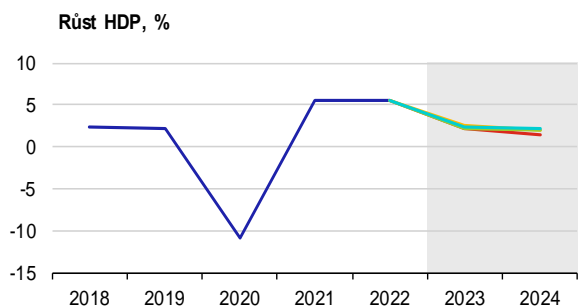


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,0	1,1	1,2	1,3
2024	0,7	0,9	1,0	1,0

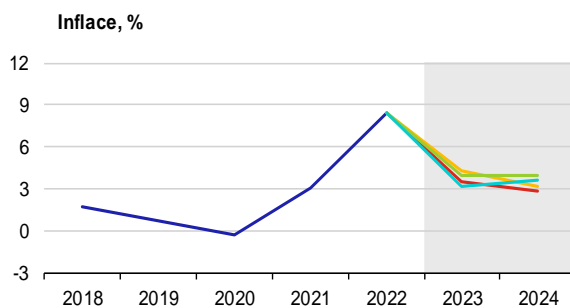


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,0	4,6	6,4	6,1
2024	2,3	2,6	3,0	2,3

Španělsko

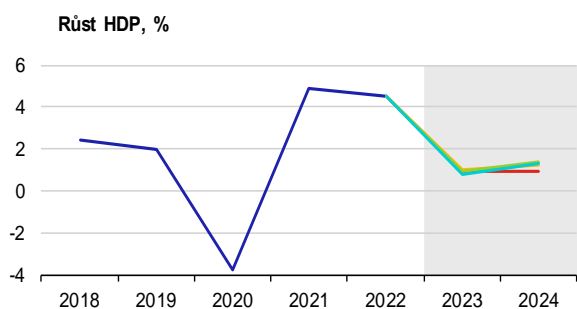


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,1	2,5	2,1	2,3
2024	1,4	2,0	1,9	2,2



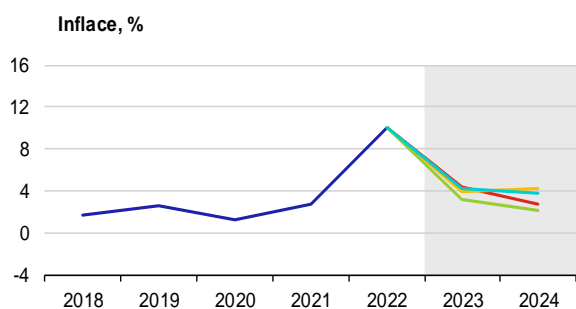
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,5	4,3	3,9	3,2
2024	2,8	3,2	3,9	3,6

Nizozemsko



— HIST — CF, 8/2023 — MMF, 4/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

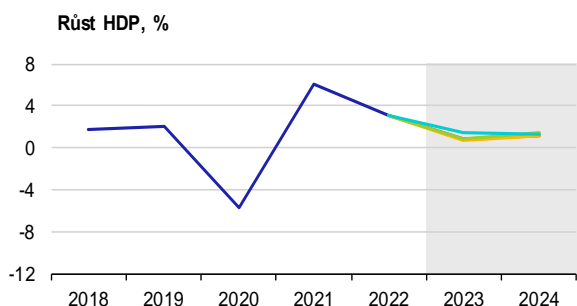
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,9	1,0	0,9	0,8
2024	0,9	1,2	1,4	1,3



— HIST — CF, 8/2023 — MMF, 4/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

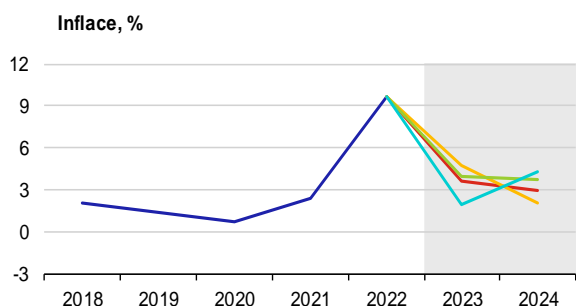
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,4	3,9	3,2	4,2
2024	2,7	4,2	2,2	3,7

Belgie



— HIST — CF, 8/2023 — MMF, 4/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

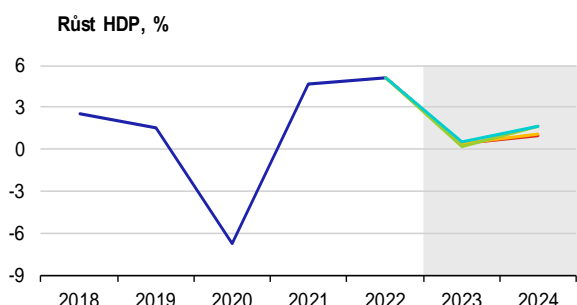
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,8	0,7	0,9	1,4
2024	1,1	1,1	1,4	1,3



— HIST — CF, 8/2023 — MMF, 4/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

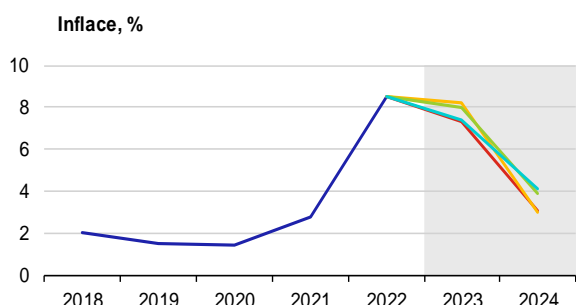
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,6	4,7	4,0	1,9
2024	2,9	2,1	3,7	4,3

Rakousko



— HIST — CF, 8/2023 — MMF, 4/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

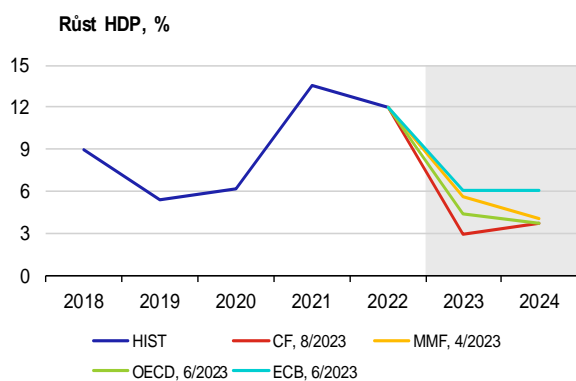
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,4	0,4	0,2	0,5
2024	1,0	1,1	1,6	1,6



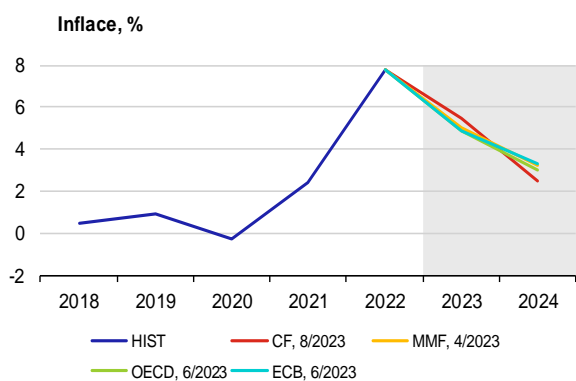
— HIST — CF, 8/2023 — MMF, 4/2023
— OECD, 6/2023 — ECB, 6/2023

	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,3	8,2	8,0	7,4
2024	3,1	3,0	3,9	4,1

Irsko

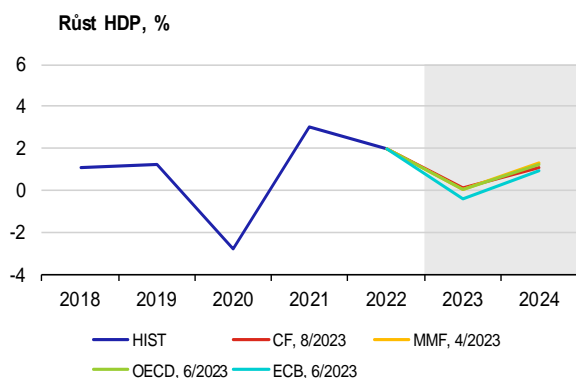


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,9	5,6	4,4	6,0
2024	3,7	4,0	3,7	6,1

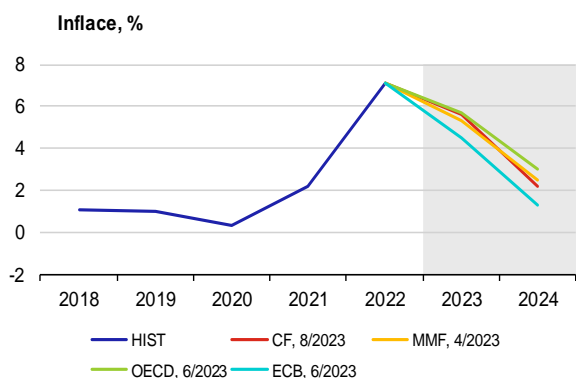


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,5	5,0	4,9	4,9
2024	2,5	3,2	3,0	3,3

Finsko

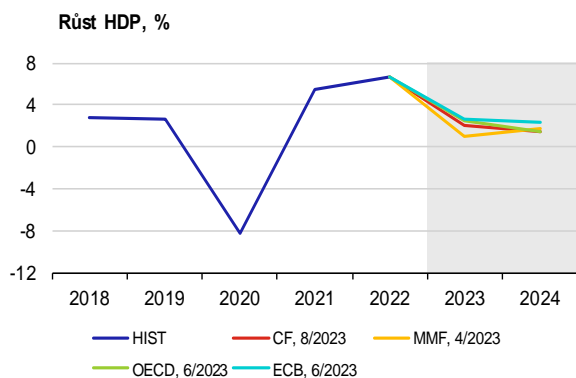


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,1	0,0	0,0	-0,4
2024	1,1	1,3	1,2	0,9

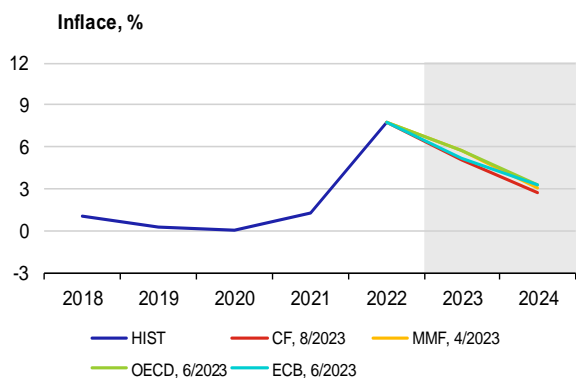


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,6	5,3	5,7	4,5
2024	2,2	2,5	3,0	1,3

Portugalsko

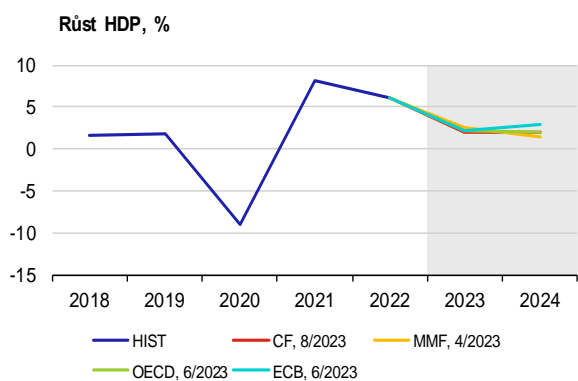


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,1	1,0	2,5	2,7
2024	1,5	1,7	1,5	2,4

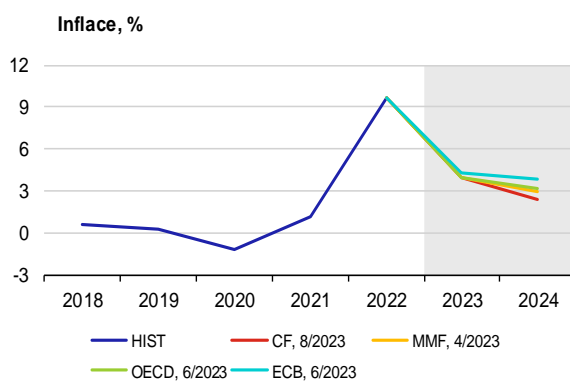


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,1	5,7	5,7	5,2
2024	2,7	3,1	3,3	3,3

Řecko

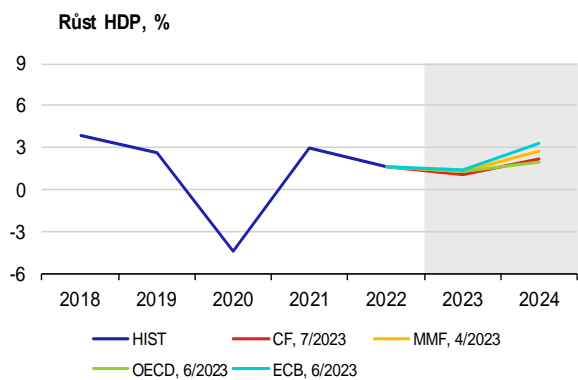


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,9	2,6	2,2	2,2
2024	1,9	1,5	1,9	3,0

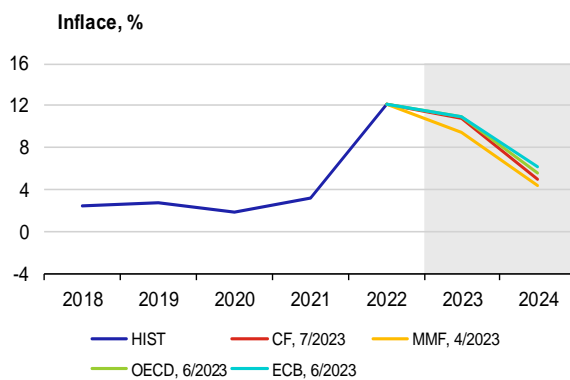


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,9	4,0	3,9	4,3
2024	2,4	2,9	3,2	3,8

Slovensko

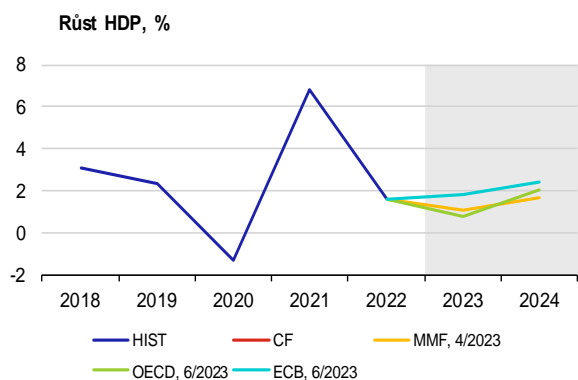


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,1	1,3	1,3	1,4
2024	2,2	2,7	2,0	3,3

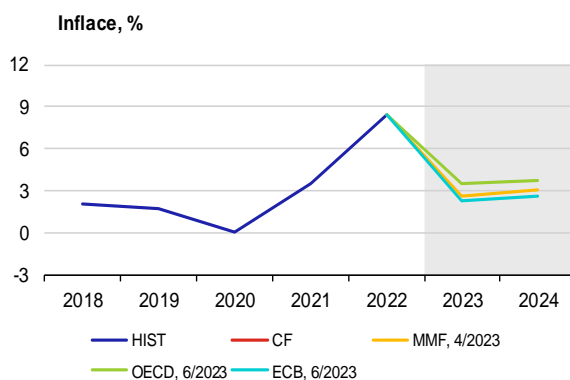


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	10,8	9,5	11,0	11,0
2024	4,9	4,3	5,6	6,2

Lucembursko

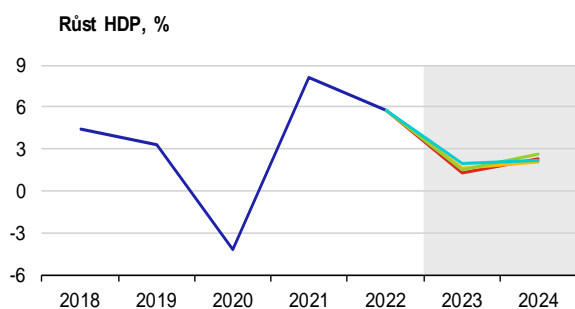


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	1,1	0,8	1,8
2024	n. a.	1,7	2,0	2,4

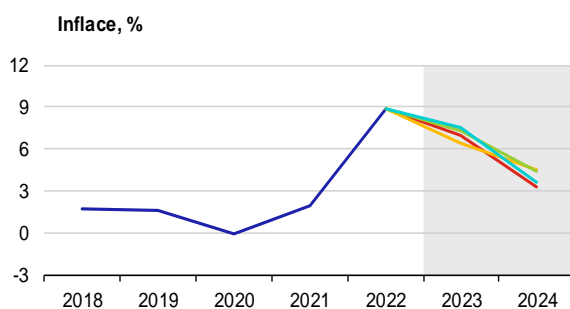


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	2,6	3,5	2,3
2024	n. a.	3,1	3,7	2,6

Slovensko

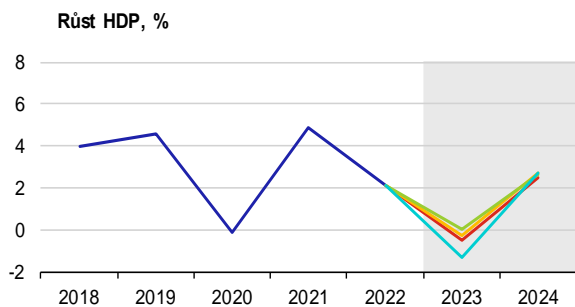


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,3	1,6	1,5	2,0
2024	2,3	2,1	2,6	2,2

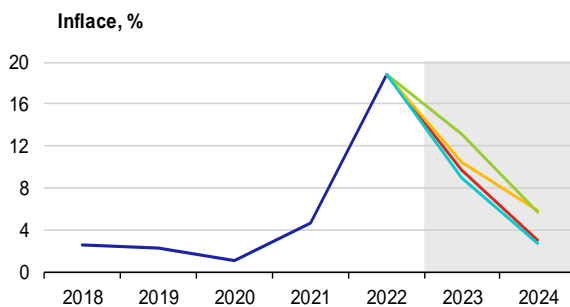


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,0	6,4	7,3	7,5
2024	3,3	4,5	4,4	3,6

Litva

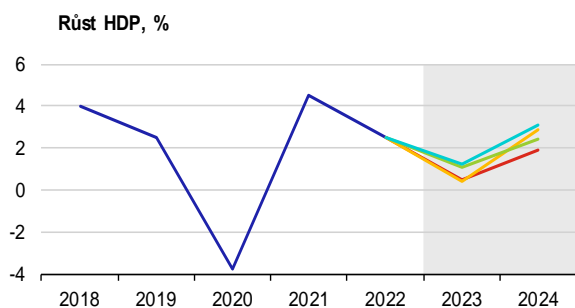


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,5	-0,3	0,0	-1,3
2024	2,5	2,7	2,6	2,7

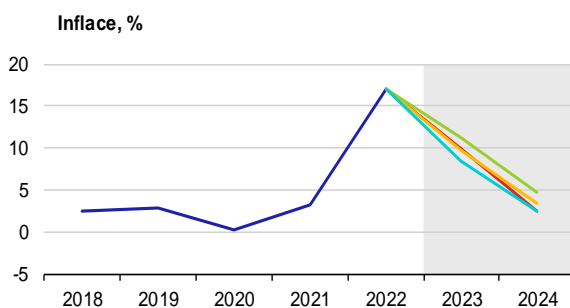


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,7	10,5	13,1	8,9
2024	3,0	5,8	5,7	2,7

Lotyšsko

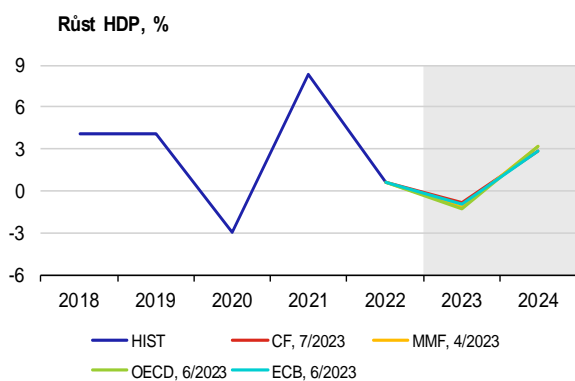


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	0,4	1,1	1,2
2024	1,9	2,9	2,4	3,1

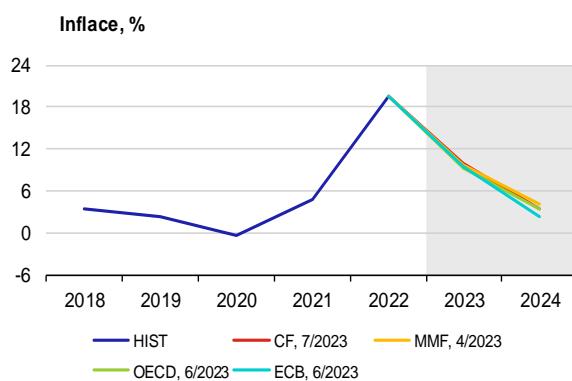


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,9	9,7	11,2	8,5
2024	2,5	3,5	4,8	2,4

Estonsko

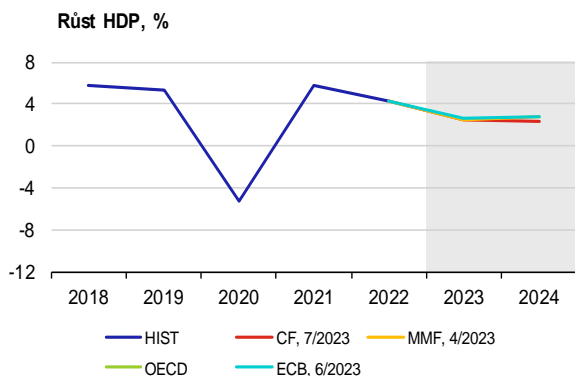


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,8	-1,2	-1,3	-1,0
2024	2,9	3,2	3,2	2,8

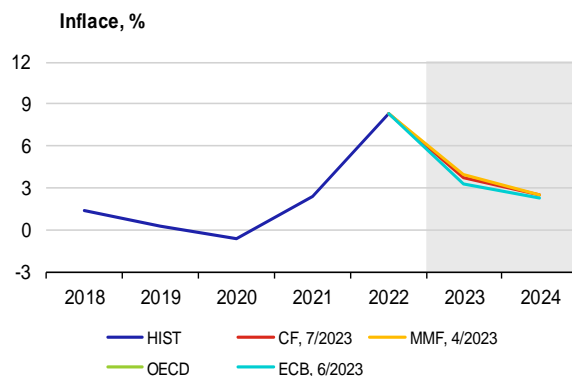


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,8	9,7	9,2	9,4
2024	3,5	4,1	3,4	2,3

Kypr

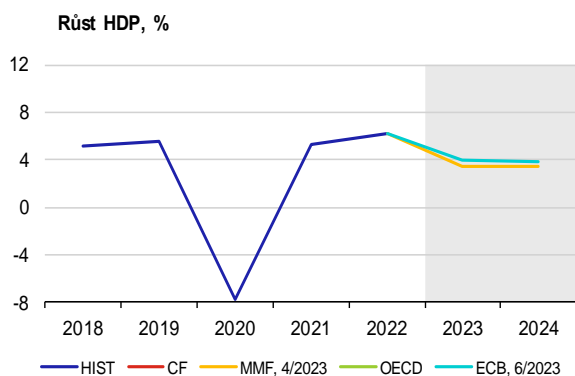


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,5	2,5	n. a.	2,6
2024	2,4	2,8	n. a.	2,8

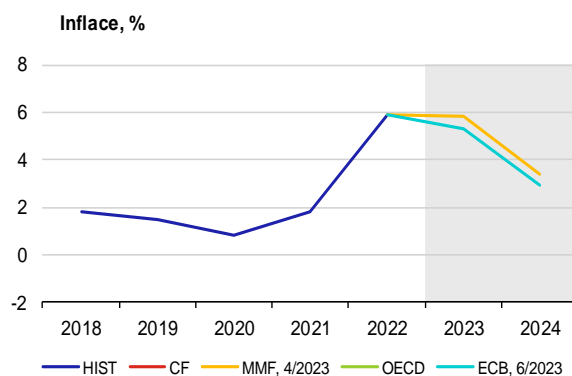


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,7	3,9	n. a.	3,3
2024	2,5	2,5	n. a.	2,3

Malta



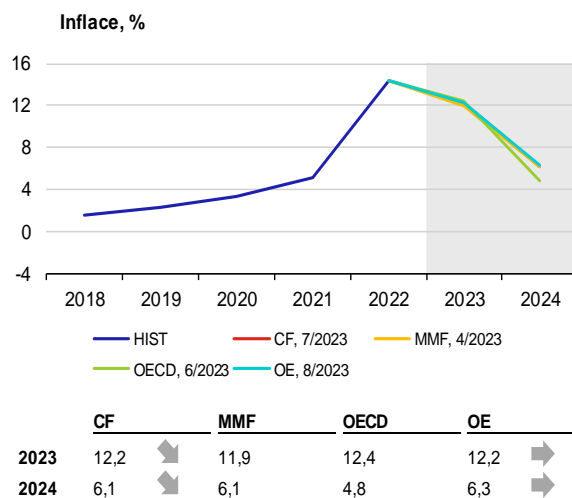
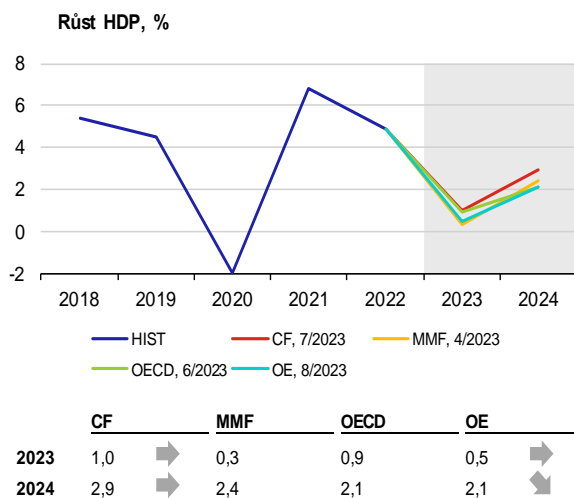
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,5	n. a.	4,0
2024	n. a.	3,5	n. a.	3,8



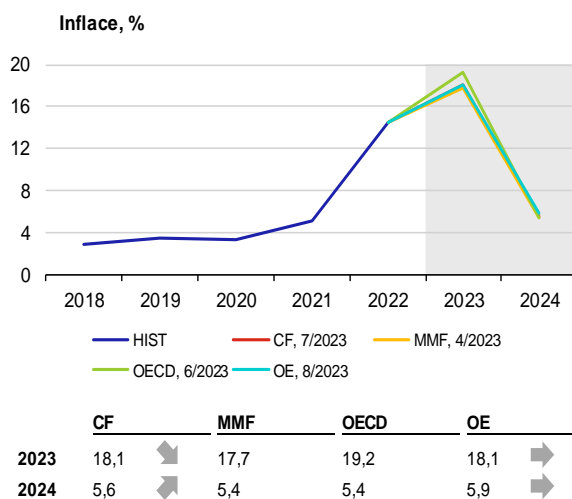
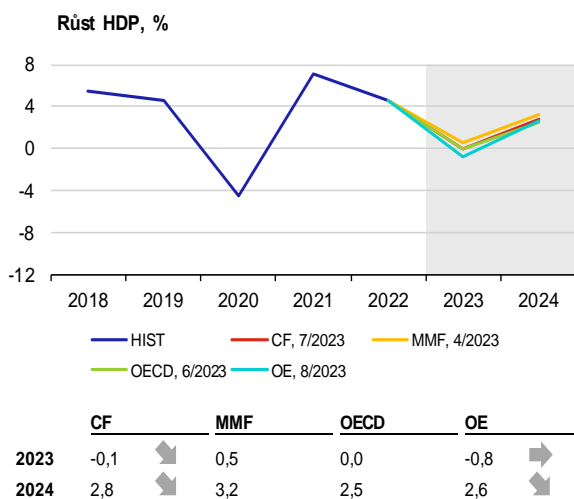
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	5,8	n. a.	5,3
2024	n. a.	3,4	n. a.	2,9

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

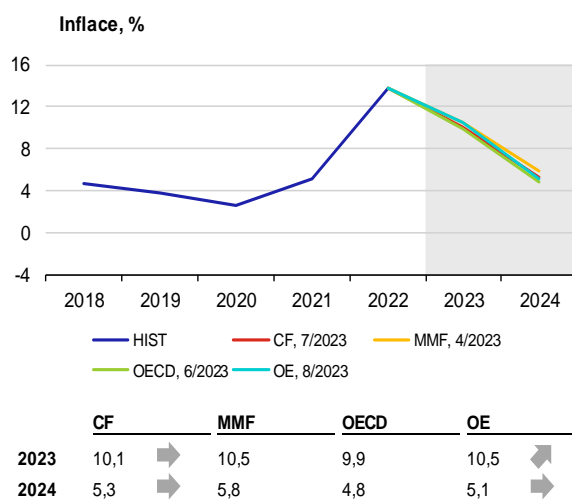
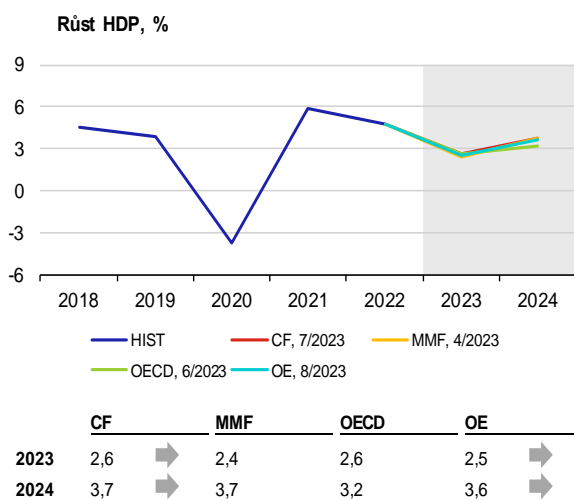
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratek použitých v GEVu

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

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

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