

# Globální ekonomický výhled

— září 2023



<b>I. Úvod</b>	<b>2</b>
<b>II. Makroekonomický monitoring</b>	<b>3</b>
<b>III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích</b>	<b>4</b>
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
<b>IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů</b>	<b>11</b>
<b>V. Vývoj na komoditních trzích</b>	<b>12</b>
V.1 Ropa	12
V.2 Ostatní komodity	13
<b>VI. Zaostřeno na...</b>	<b>14</b>
Hospodářský a finanční cyklus významných světových ekonomik	14
<b>A. Přílohy</b>	<b>21</b>
A1. Změna predikcí pro rok 2023	21
A2. Změna predikcí pro rok 2024	21
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	22
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	22
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	29
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	30

#### Datum uzávěrky dat

15. září 2023

#### Sběr dat CF

11. září 2023

#### Datum publikace GEVu

22. září 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

<b>Luboš Komárek</b>	Garant, I. Úvod
<b>Petr Polák</b>	Editor, III.3 Spojené státy
<b>Pavla Růžičková</b>	III.1 Eurozóna
<b>Michaela Ryšavá</b>	III.2 Německo, III.5 Spojené království
<b>Martin Motl</b>	III.4 Čína
<b>Martin Kábrt</b>	III.6 Japonsko
<b>Jakub Doležal</b>	III.7 Rusko, VI. Zaostřeno na...
<b>Anna Drahozalová</b>	III.8 Polsko, III.9 Maďarsko
<b>Jan Hošek</b>	V.1 Ropa, V.2 Ostatní komodity

## I. Úvod

**Globální zadlužení světové ekonomiky mírně pokleslo.** Podle propočtů [MMF](#) dosáhl souhrn veřejných a soukromých dluhů 238 % světového HDP, což je sice stále viditelně nad jeho předpandemickou úroveň, ale pozitivní zprávou je, že jeho úroveň již podruhé v řadě klesla nejen vlivem celosvětově zvýšené inflace, ale i robustního hospodářského růstu. Pokles byl silnější u dluhů soukromých než veřejných, což ukazuje na existující prostor pro konsolidaci veřejných financí ve většině ekonomik. Nárůst globálního zadlužení od nového milénia podstatně ovlivnil především vývoj v Číně a USA. Soukromé zadlužení v Číně již celé desetiletí převyšuje jak celosvětový průměr, tak i zadlužení v USA. V oblasti veřejného zadlužení se čínský dluh svižně přibližuje celosvětovému průměru, což může při zachování tohoto trendu do budoucna znamenat pro růstové vyhlídky čínské ekonomiky nemalé omezení.

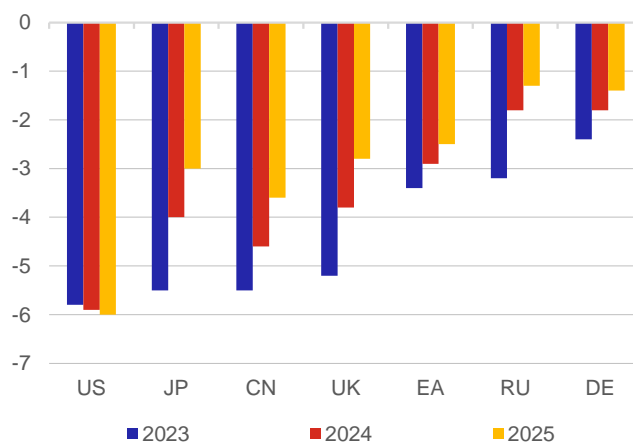
**Graf aktuálního čísla ukazuje,** jak vypadá výhled růstu zadlužení sledovaných ekonomik v následujících třech letech. Ve vztahu k HDP dosahuje vládní deficit nejvyšších hodnot v USA a nejméně pak v tradičně spořivém Německu. Na výhledu je zajímavé to, že u všech sledovaných ekonomik kromě USA se očekává postupná konsolidace veřejných financí, zatímco v USA by mělo docházet k ještě rychlejšímu růstu zadlužení. Tématu zadlužení se bude věnovat i analýza říjnového čísla GEVU.

**Hospodářské vyhlídky pro letošní a příští rok jsou nejslabší pro Spojené království a eurozónu.** Růst HDP zemí platících eurem zůstane letos pod 1% hranicí, přičemž německá ekonomika se nevyhne poklesu. Toto zhoršení potvrdila i zářijová aktualizace makroekonomické prognózy z dílny Evropské komise. Rok 2024 zřejmě bude hospodářsky slabý, z klíčových ekonomik poroste viditelněji jen Čína a již několik let se dynamicky vyvíjející Indie.

**Klíčové centrální banky zřejmě na počátku podzimu dosáhly pomyslného úrokového vrcholu.** Spíše překvapivé zvýšení úrokových sazeb na zářijovém zasedání rady guvernérů ECB a potvrzení stávající úrovně sazeb Fedem i BoE signalizuje pravděpodobné dovršení úrokového cyklu v boji s nebyvale vysokou inflací. Počátek uvolňování měnové politiky u těchto centrálních bank lze očekávat v průběhu roku 2024.

**Aktuální číslo dále přináší analýzu: „Hospodářský a finanční cyklus významných světových ekonomik“.** Článek se zaměřuje na praktické aspekty spjaté s modelováním hospodářského a finančního cyklu a přináší srovnání jejich vývoje pro významné světové ekonomiky – USA, Japonsko, Spojené království, Německo a Francii. V článku je ukázáno, že finanční cyklus je ve srovnání s hospodářským cyklem typicky 2–4krát delší, dosahuje větších amplitud a také to, že historicky byly vrcholy finančních cyklů následovány recesemi.

Výhled výše vládního deficitu, % HDP



Zdroj: Bloomberg

### Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

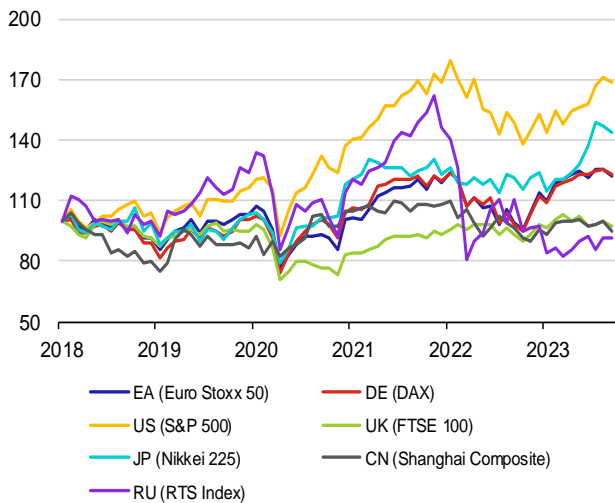
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
<b>HDP</b> (%)	<b>2023</b>	0,5 ↘	-0,4 ↘	2,1 ↗	0,3 ↗	1,8 ↗	5,0 ↘	1,0 ↗
	<b>2024</b>	0,7 ↘	0,6 ↘	0,8 ↗	0,4 ↗	0,9 ↘	4,5 ↘	1,2 ↘
<b>Inflace</b> (%)	<b>2023</b>	5,5 ↗	6,0 ↗	4,1 ↗	7,4 ↗	3,1 ↗	0,7 ↘	5,4 ↗
	<b>2024</b>	2,5 ↗	2,7 ↗	2,5 ↘	3,1 ↗	2,0 ↗	1,8 ↘	4,8 ↗
<b>Nezaměstnanost</b> (%)	<b>2023</b>	6,5 ↘	5,6 ↗	3,7 ↗	4,2 ↗	2,6 ↗	3,5 ↗	3,3 ↗
	<b>2024</b>	6,7 ↘	5,7 ↗	4,3 ↘	4,2 ↗	2,4 ↗	3,4 ↗	3,4 ↗
<b>Kurz</b> (vůči USD)	<b>2023</b>	1,11 ↘	1,11 ↘		1,28 ↘	134,2 ↗	7,21 ↗	94,3 ↗
	<b>2024</b>	1,13 ↘	1,13 ↘		1,31 ↗	123,9 ↗	6,93 ↗	95,5 ↗

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

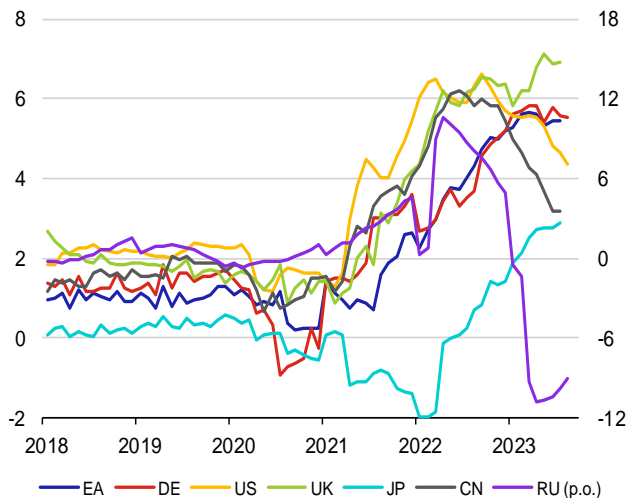
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

## II. Makroekonomický monitoring

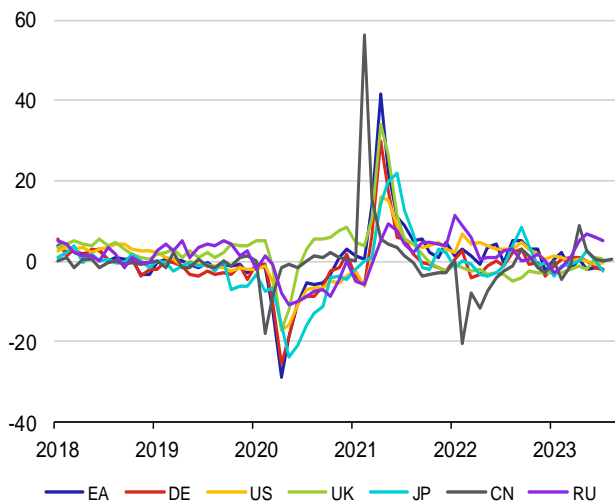
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2018



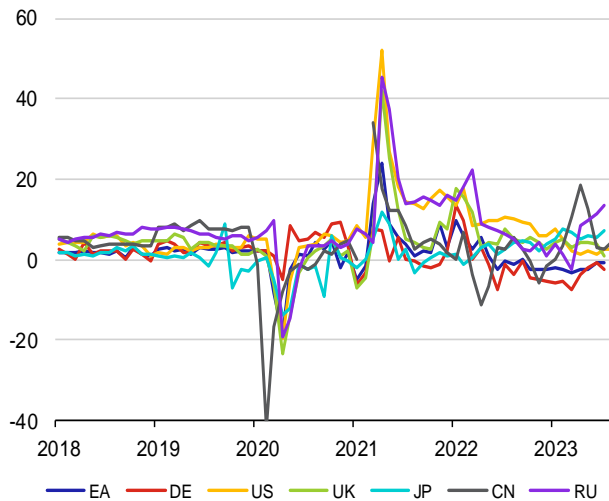
Jádrová inflace, %



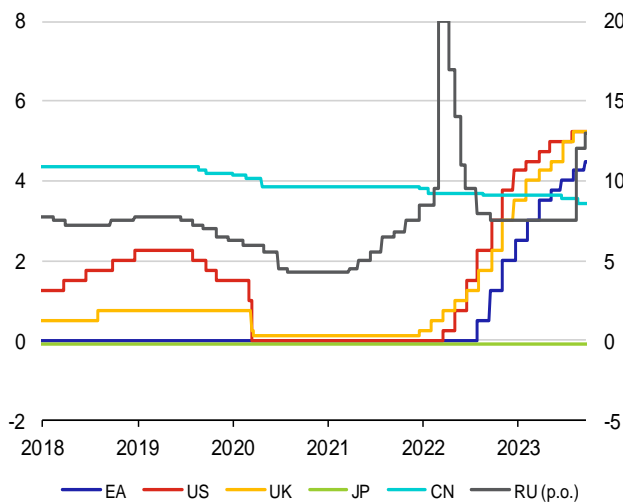
Průmyslová produkce, mizr. %



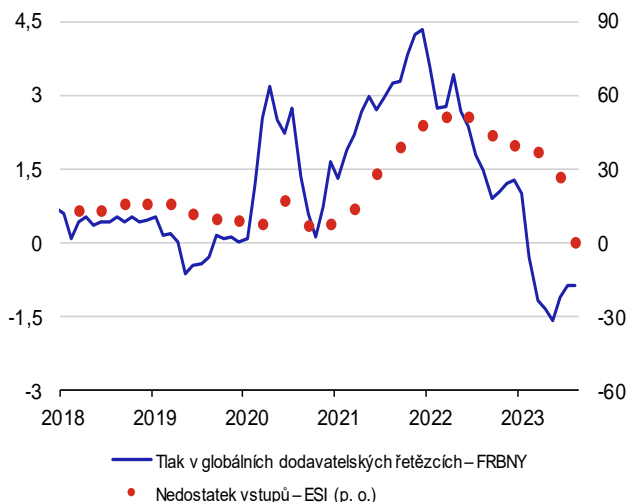
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

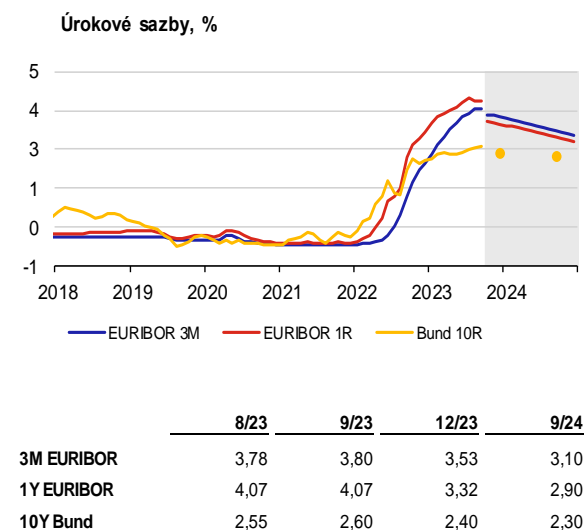
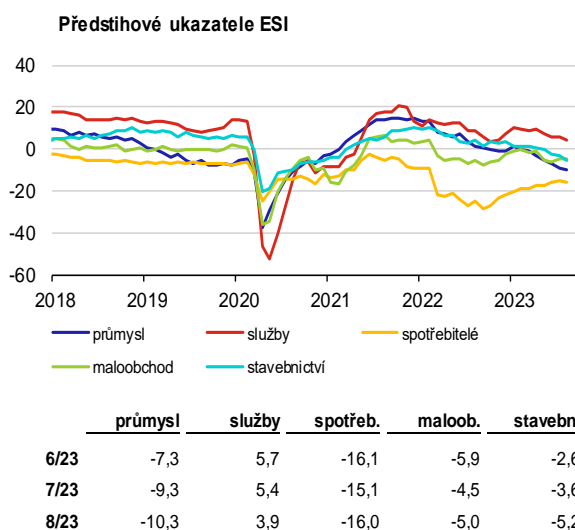
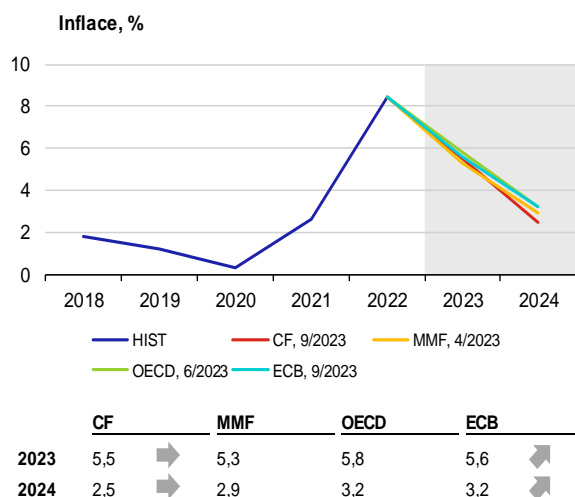
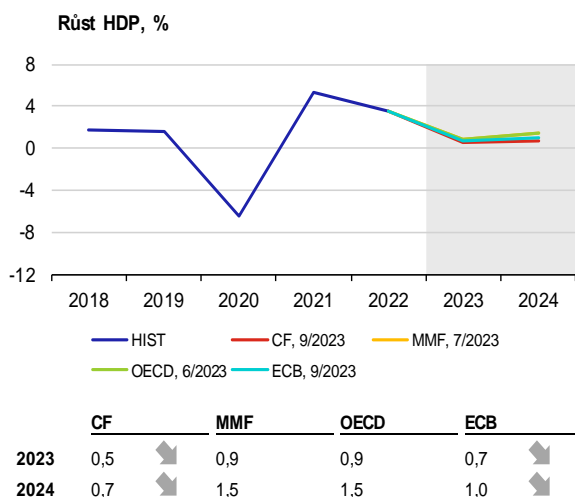


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

### III.1 Eurozóna

**Vyhledky na nejbližší vývoj v eurozóně poněkud potemněly, chatrná výkonnost ekonomiky zřejmě přetrvá do konce roku.** Třetí dohad růstu HDP za druhé čtvrtletí přinesl revizi směrem dolů, na 0,1 % (0,5 % meziročně). Spotřeba domácností druhé čtvrtletí v řadě stagnovala. Lehce vzrostly vládní výdaje a hrubá tvorba fixního kapitálu. Propad čistého exportu byl zhruba kompenzován růstem stavu zásob. Výkon ekonomiky tak byl v letošním prvním pololetí vskutku nevýrazný. O mnoho lépe přitom nevypadají ani nově příchozí data. Průmyslová produkce i maloobchodní tržby v červenci poklesly. Situace na trhu práce sice zůstává nadále solidní, ale překvapivě slabé hodnoty koincidenčních ukazatelů nedávají naděje na brzké vybědnutí ekonomiky ze současného přešlapování na místě. Dosavadní síla sektoru služeb navíc vyprchává, průzkum mezi manažery nákupu eviduje nově útlum aktivity, což vedlo k poklesu kompozitního indexu PMI na 46,7 bodu. Ekonomický sentiment dle ESI se v srpnu zhoršil ve všech odvětvích. Index ZEW po srpnovém zlepšení v září opět poklesl (nadpoloviční většina oslovených analytiků očekává hospodářskou stagnaci). Nová prognóza ECB přinesla revizi výhledu růstu HDP dolů jak pro letošní, tak i příští rok. Za přehodnocením je přitom právě odsun očekávaného ekonomického oživení až na počátek příštího roku. Podobně dopadlo i šetření CF mezi analytiky.

**Inflace v eurozóně zůstane dle výhledů „příliš vysoká po příliš dlouhou dobu“, ECB proto již po desáté v řadě zvýšila sazby.** Zpomalování meziročního růstu spotřebitelských cen se v srpnu zastavilo, inflace zůstala na úrovni 5,3 %. Na vině je meziměsíční růst cen (o 0,6 %), jenž byl způsoben především skokovým navýšením cen energií. Nemalou měrou k němu však přispěl i růst cen neenergetického průmyslového zboží. Jádrová inflace se lehce snížila (na 5,3 %). Inflační očekávání (sledovaná v rámci PMI) se však v srpnu po dlouhé době obrátila k růstu. Dle nové prognózy ECB by inflace (při aktuálním tržním výhledu sazeb) dosáhla svého cíle až koncem roku 2025, což Rada guvernérů vyhodnotila jako příliš pozdě, a přistoupila proto k dalšímu zvýšení základních úrokových sazeb o 0,25 p. b.

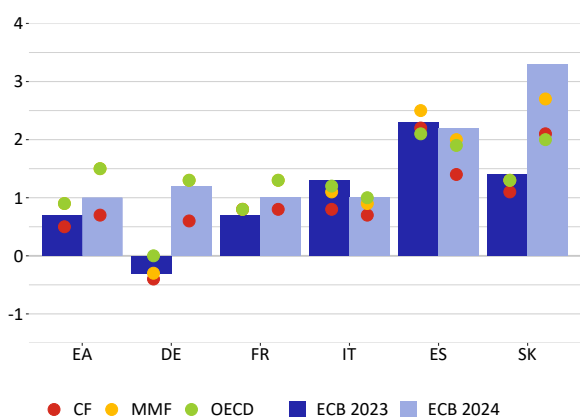


### III.2 Německo

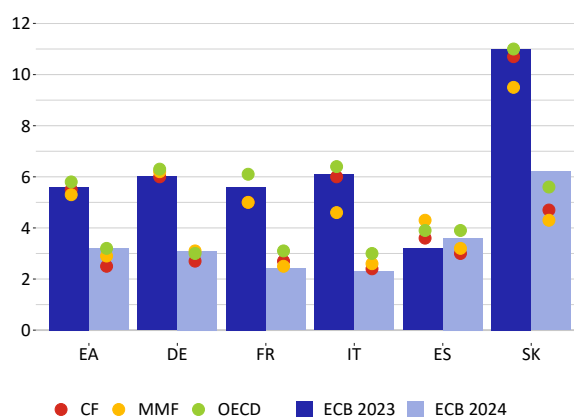
**Potvrzená stagnace německé ekonomiky přispěla k dalšímu poklesu podnikatelského sentimentu.** Podrobné výsledky potvrdily, že po mírném poklesu ekonomiky dvě čtvrtletí po sobě došlo ve druhém čtvrtletí ke stabilizaci. Slabší vývoz kompenzoval pozitivní příspěvek investic, zásob a veřejných výdajů. Pokles předstihových ukazatelů však poukazuje na špatný stav největší evropské ekonomiky. Podnikatelská nálada zůstává pesimistická. Ifo index se dále zhoršil, když klesl již počtvrté za sebou. Německá ekonomika není podle podnikatelů z nejhoršího venku a ti nadcházející měsíce proto hodnotí nevalně. Spotřebitelský sentiment pak nadále kolísá na nízkých úrovních, kdy po celkově stabilním vývoji předešlého měsíce zaznamenal v srpnu pokles. Negativní sentiment vykazuje též kompozitní ukazatel PMI, který v srpnu dále klesl (44,6) a zaznamenal tak nejprudší pokles aktivity soukromého sektoru za více než tři roky. Pokles produkce zpracovatelského sektoru nadále pokračuje (39,1) a po osmi měsících zaznamenal pokles též sektor služeb (47,3), který se doposud vcelku držel. Německo je tvrdě zasaženo prudkým útlumem průmyslové výroby v důsledku slabé zahraniční poptávky, a ekonomika tak pravděpodobně zůstane slabá i ve třetím čtvrtletí. Dle nových prognóz EK a CF ekonomika jako celek letos mírně klesne (shodně o 0,4 %) a v roce 2024 se předpokládá mírné oživení růstu HDP (na 1,1 %, respektive 0,6 %).

**Pokles spotřebitelské inflace slábne, jelikož srpen přinesl jen velmi nepatrné zmírnění.** Harmonizované ceny meziročně vzrostly o 6,4 % a inflace se tak nadále udržuje na vysoké úrovni. Na vině je především růst cen potravin, který zůstává přes zmírnění vysoký, ale též růst cen energií, který po nedávném zpomalení opět zrychlil. Bez započtení cen potravin a energií zůstala tzv. jádrová inflace stabilní, a to na úrovni 5,5 %, tudíž základní cenové tlaky zůstávají vysoké. Především inflace ve službách zřejmě zůstane zvýšená v souvislosti s růstem mezd, jehož tempo bylo ve druhém čtvrtletí rekordní. EK i CF nově predikují, že inflace letos přetrvá nad 6 % a v roce následujícím zpomalí pod 3 %. Ceny průmyslových výrobců pak v červenci po více než dvou letech meziročně klesly, konkrétně o 6 %.

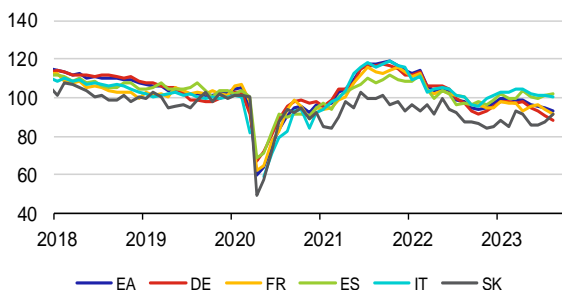
**Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %**



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

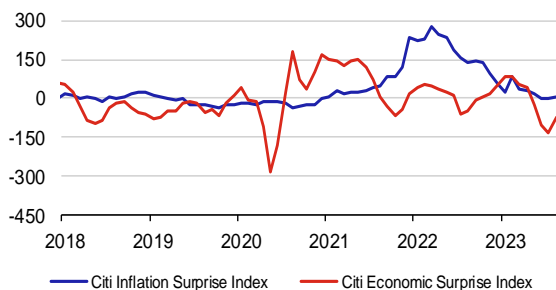


**Předstihové ukazatele ESI**



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
6/23	95,2	93,1	96,4	99,7	101,2	86,1
7/23	94,5	91,0	93,9	100,9	101,4	87,6
8/23	93,3	88,6	91,4	102,4	100,3	91,8

**Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně**



**Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:**

	5y5y	SPF
7/23	2,55	2,14
8/23	2,61	2,14
9/23	2,60	2,14

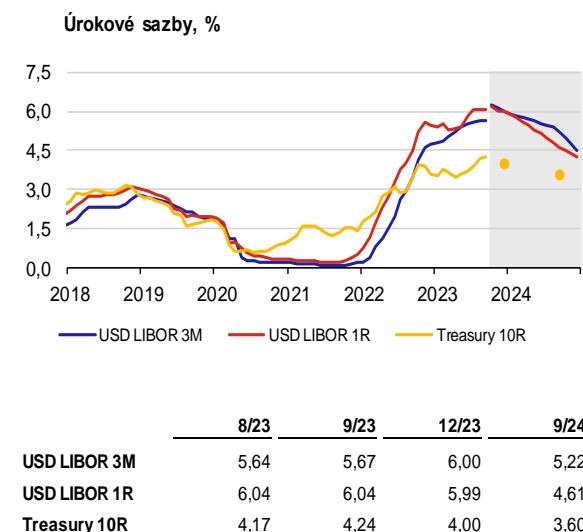
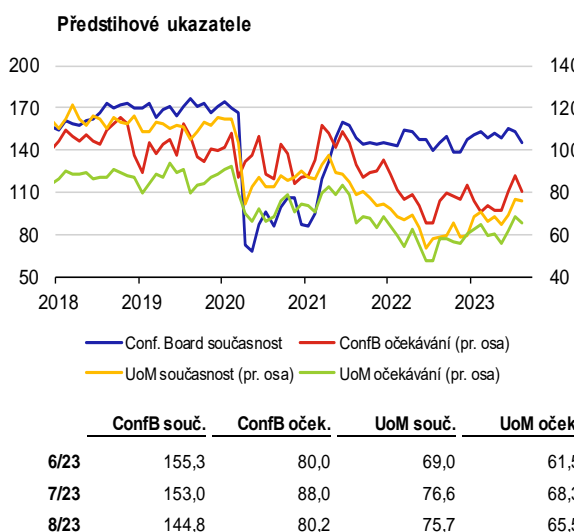
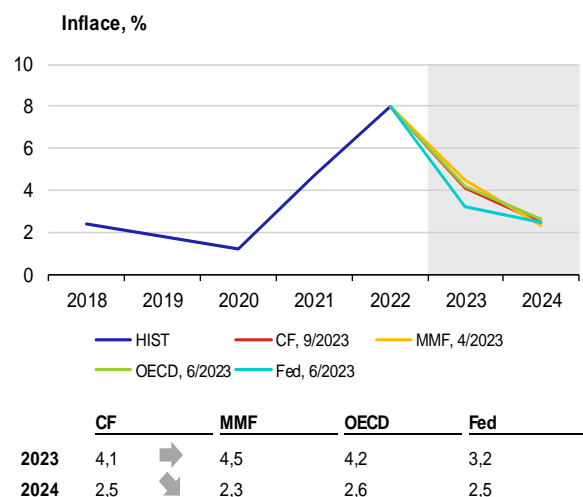
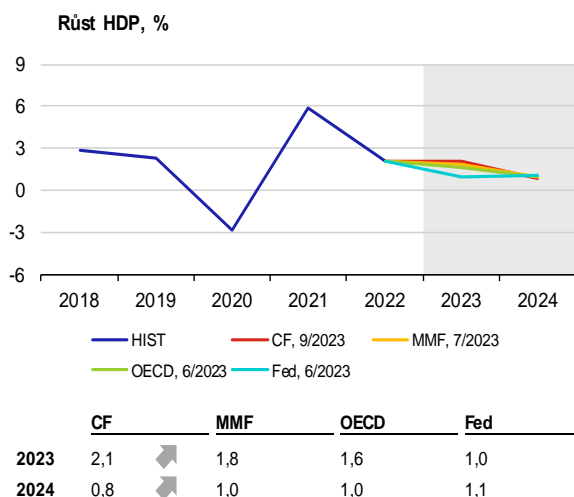
### III.3 Spojené státy

**Výhled růstu americké ekonomiky se posouvá směrem výše.** Nový výhled CF očekává letos růst HDP o 2,1 % a v příštím roce zpomalení 0,8 %. Podle průzkumu společnosti Bloomberg pak v letošním roce dojde k růstu o 2 % a v příštím o 0,9 %. K velké revizi směrem vzhůru přitom došlo v posledním srpnovém šetření (o 0,5 p. b.) Odeznívají tak obavy z poklesu spotřeby domácností a také z negativního dopadu restriktivní měnové politiky na ekonomiku.

**Detroit zachvátila v polovině září stávka pracovníků v automobilkách, kteří požadují 40% růst mezd pro kompenzaci růstu cen.** Automobilky (General Motors, Ford a Chrysler) jsou ochotny přistoupit až na 20% nárůst, ale při současném snížení benefitů, s čímž odbory nesouhlasí. Vyšší nárůst by omezil konkurenceschopnost zejména vůči domácí Tesle, která odbory nemá. Do stávky je zapojeno více než 12 700 pracovníků.

**Inflace v srpnu dosáhla meziměsíčně 0,6 %, jádrová inflace 0,3%.** Dle analytiků dosáhne v letošním roce meziroční inflace v průměru 4,1 % a v příštím roce pak 2,5 %. Inflační očekávání trhů v horizontu 5 let jsou stále nad 2% úrovní, ale krátkodobá očekávání domácností mírně poklesla. Maloobchodní prodeje v srpnu vzrostly o 0,6 %, což bylo výrazně nad očekáváním, ale jde z velké části o příspěvek dražších pohonných hmot. Bez aut a pohonných hmot rostly maloobchodní prodeje v srpnu tempem 0,2 % (vs. 0,7 % v červenci). Spotřebitelé vyčerpávají své úspory a rychle roste celkový objem úvěrů zejména na kreditních kartách, který ve druhém čtvrtletí letošního roku poprvé přesáhl 1 bil. USD (cca 4 % HDP).

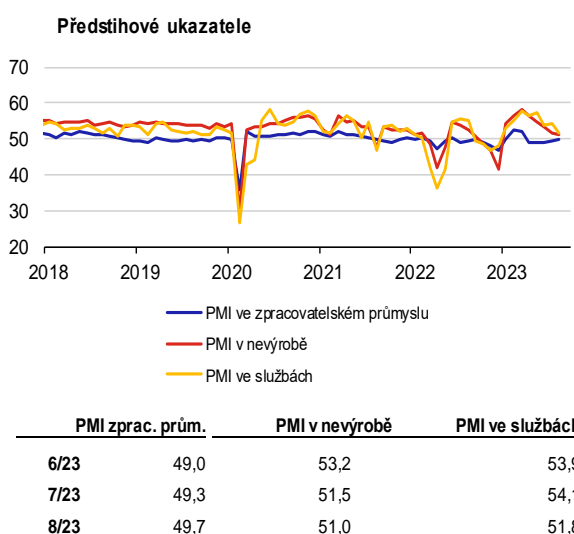
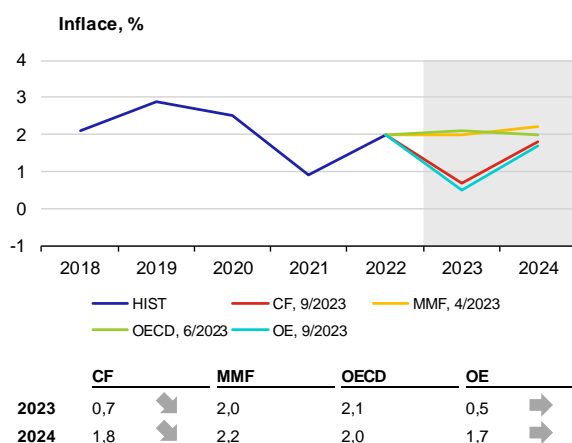
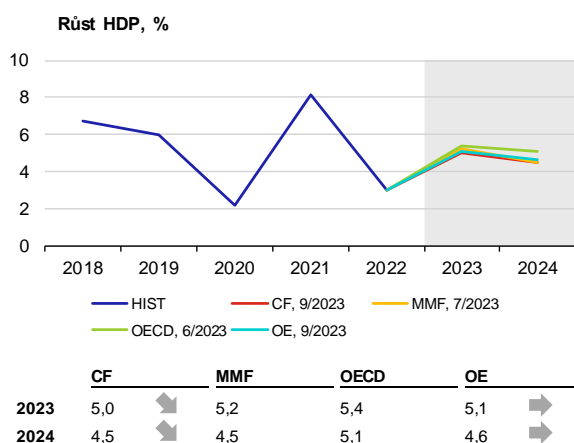
**Od zářijového měnového zasedání amerického Fedu se očekává zachování výše úrokových sazeb v pásmu 5,25–5,5 %.** Na tradičním zářijovém setkání guvernérů centrálních bank v Jackson Hole předseda amerického Fedu J. Powell uvedl, že tempo růstu především jádrových cen neklesá dostatečně rychle a zachoval tak jestřábí tón. Trhy nicméně dalšímu zvýšení sazeb nevěří a očekávají, že k jejich poklesu dojde zhruba na přelomu jara a léta 2024.



### III.4 Čína

**Předstihové ukazatele i pozorovaná data v průběhu třetího čtvrtletí signalizují zlepšení výkonnosti čínské ekonomiky.** Tržby v maloobchodu v srpnu dále meziročně vzrostly o 4,6 %, podobně jako průmyslová produkce (4,5 %). Po slabších datech v červenci navíc v srpnu opět do fáze ekonomické expanze překročil předstihový ukazatel Caixin ve zpracovatelském průmyslu, který zaznamenal nejvyšší hodnotu za posledních šest měsíců. Naopak zhoršení indexu Caixin ve službách i nadále naznačuje křehkou situaci v tomto sektoru. V této souvislosti také čínská centrální banka v polovině září již po druhé v letošním roce snížila sazbu povinných minimálních rezerv bank o 25 bazických bodů na 7,4 %. Toto opatření povede k posílení úvěrové kapacity a podpoře vládních výdajů ve snaze dále podpořit hospodářský růst. Na druhou stranu přetrvává riziko v podobě vysokých globálních úrokových sazeb, geopolitického napětí a dopadů kolapsu čínského realitního sektoru, který se může dále přenášet do zbytku ekonomiky a ještě více tak podlamovat stále slabou domácí spotřebu. Dle zářijového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne 5 % a v příštím roce zpomalí na 4,5 %.

**Spotřebitelské ceny se po červencovém meziročním poklesu opět vrátily v srpnu k mírnému růstu, přičemž u cen výrobců, které se i nadále nacházely v hluboké deflaci (-3 %), došlo ke zmírnění poklesu (v červenci -4,4 %).** Spotřebitelská inflace dosáhla v srpnu v meziročním vyjádření 0,1 %, což je v kontrastu s červencovým meziročním poklesem o 0,3 %. Cenový vývoj tak zůstává v letošním roce v návaznosti na dlouhodobě slabou domácí poptávku i nadále utlumený, a to i navzdory téměř 10% oslabení kurzu čínského žen-min-pi vůči americkému dolaru od začátku roku. Spotřebitelské ceny letos dle zářijového výhledu analytiků CF vzrostou pouze o 0,7 %, přičemž v příštím roce jejich tempo růstu zrychlí na 1,8 %. Trend zmírňování deflace výrobních cen bude ve zbytku letošního roku pravděpodobně pokračovat, a to zejména v návaznosti na oživení cen energetických komodit a také vlivem efektu nízké základny z druhé poloviny minulého roku.

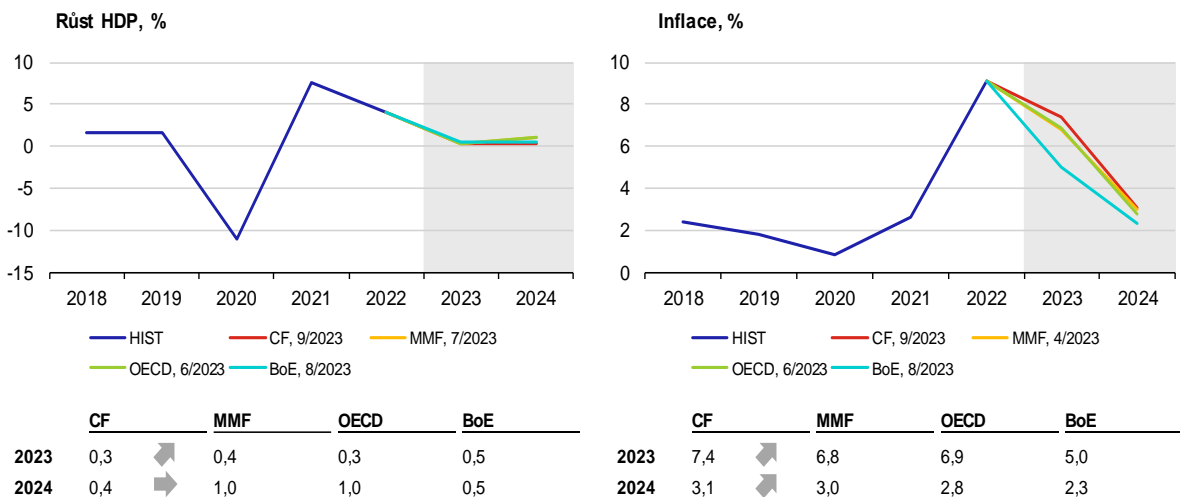


Zdroj: Bloomberg



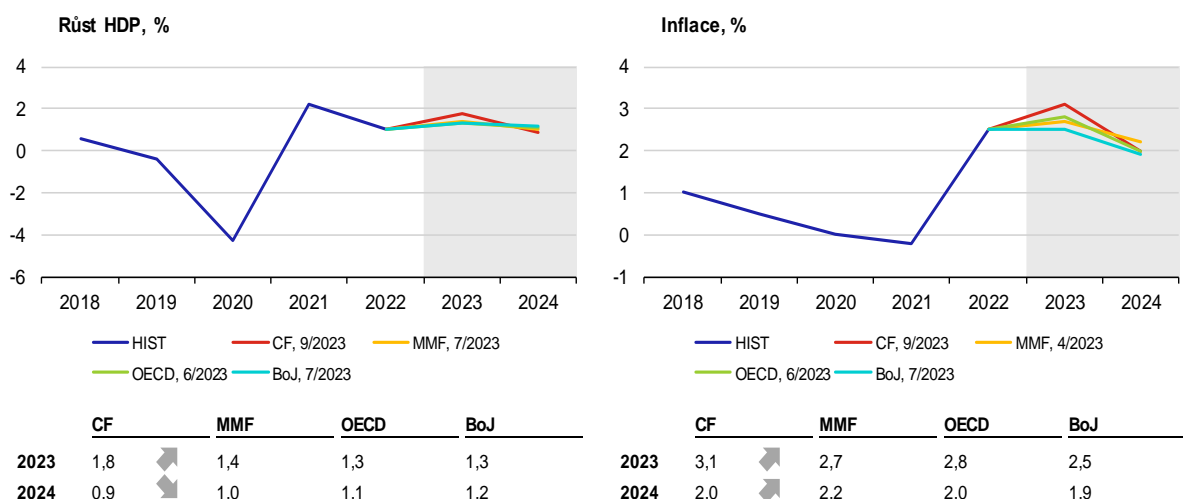
### III.5 Spojené království

**Britská ekonomika se dle revizí dat zotavila z pandemie oproti očekáváním rychleji, a to již koncem roku 2021.** Oživení v rámci zemí G7 tedy není tak zlé, avšak nedávné údaje vykreslují rozporuplný obrázek a mnohé výzvy pro ekonomiku. Ta rostla ve druhém čtvrtletí nad očekávání a zvýšila se též spotřebitelská důvěra. Znepokojivý je však vývoj kompozitního ukazatele PMI, který v srpnu klesl do pásma kontrakce (48,6) a odrážel nově pokles aktivity v sektoru služeb (49,5), ale i stále silnější útlum ve zpracovatelském sektoru (43,0). Navíc byly zaznamenány slabé tržby a stoupající nezaměstnanost. Výhled CF ohledně HDP proto zůstává pro roky 2023 i 2024 velmi mírný (0,3 %, respektive 0,4 %). Ekonomika také zažívá kombinaci vysokého růstu mezd (navzdory známkám o uvolňování pracovního trhu) a vysoké inflace, která se sice zmírňuje a je nejnižší od února loňského roku, ovšem ceny v červenci stále rostly meziročním tempem 6,8 %. Základní cenové tlaky se ale zmírnit nedaří, jelikož jádrová inflace stagnovala na téměř 7% úrovni, navíc rostou rychleji ceny služeb. Guvernér BoE nicméně prohlásil, že ekonomika se blíží vrcholu cyklu zpřísňování sazeb.



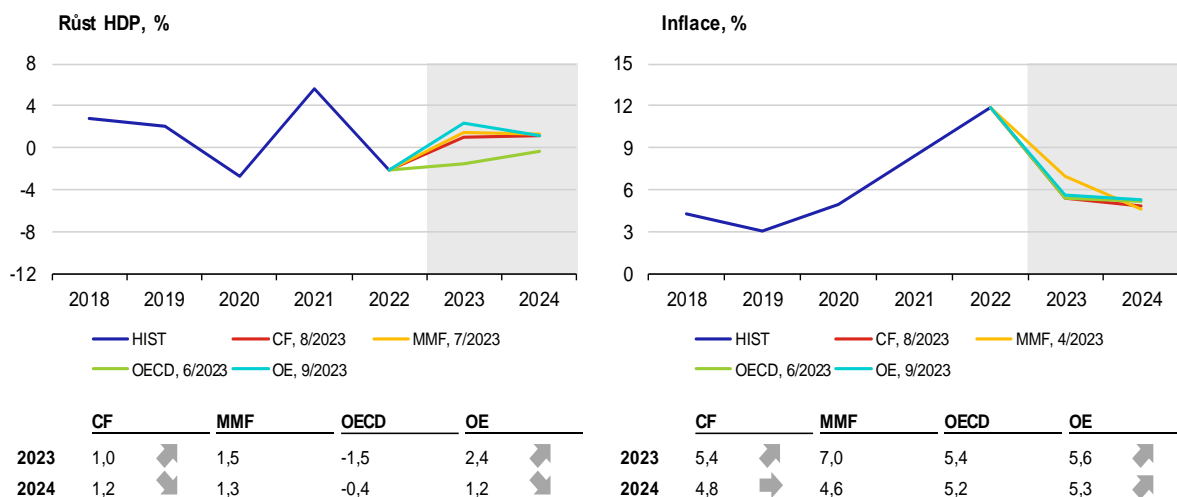
### III.6 Japonsko

**Japonská ekonomika v druhém čtvrtletí značně předčila očekávání navzdory slabé domácí poptávce.** Mezičtvrtletní růst HDP o 1,2 % byl tažen zejména čistými vývozy, které podpořil slabý jen. Významně k tomu přispěl export automobilů, ale i příjezdová turistika, která se navrátila na více než dvě třetiny předpandemických úrovní. Naopak reálný dovoz prudce poklesl. Společně s rovněž klesající soukromou spotřebou tento vývoj ukazuje dopad stagnujících mezd a rostoucích cen na japonské domácnosti. Celková inflace v červenci mírně klesla, ale jádrová (bez potravin a energií) při 2,9 % i inflace ve službách (2 %) pokořily další maximum od 90. let. Rovněž podíl položek CPI koše s rostoucí cenou (86 %) a mediánová inflace (1,6 %) jsou nejvyšší od počátku měření v roce 2000 a signalizují, že cenový růst v ekonomice – ač stále relativně mírný – již nevyplývá jen z dovezených nabídkových šoků.



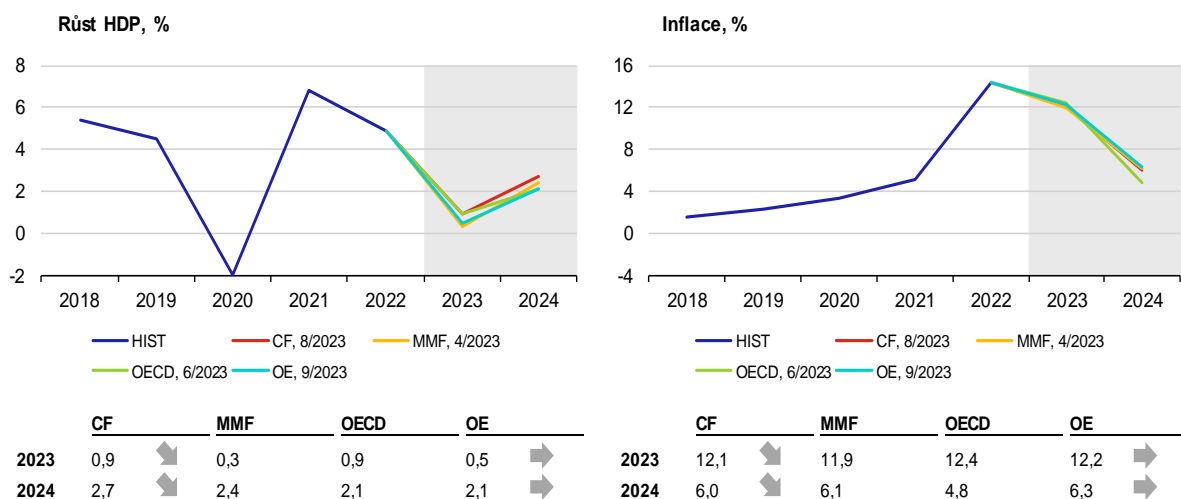
### III.7 Rusko

**Centrální banka Ruské federace na zářijovém zasedání rozhodla o zvýšení úrokových sazeb na 13 %.** Navazuje tak na rozhodnutí o skokovém zvýšení z 8,5 % na 12 % přijaté na mimořádném zasedání v půlce srpna, jež bylo svoláno v reakci na prudké oslabení kurzu rublu nad hranici 100 RUB/USD. Centrální banka taktéž reaguje na perzistentní inflaci, která v srpnu dosáhla 5,2 % oproti již vysoké srovnávací základně 14,5 % ze srpna loňského roku. Rubl, jeden ze zdrojů inflačních tlaků, se po srpnovém zvýšení sazeb pohybuje okolo hranice 95 RUB/USD. Palčivá témata inflace a kurzu neopomenul ani prezident Putin v projevu adresovaném účastníkům zářijového vladivostockého ekonomického fóra. Prezidentův ekonomický poradce Oreškin pak ve svém vystoupení poukázal na další fenomén současné ruské ekonomiky – strmě padající přebytek běžného účtu. Ruskému exportu přející nárůst cen ropy však v tomto směru přináší pozitivní výhled.



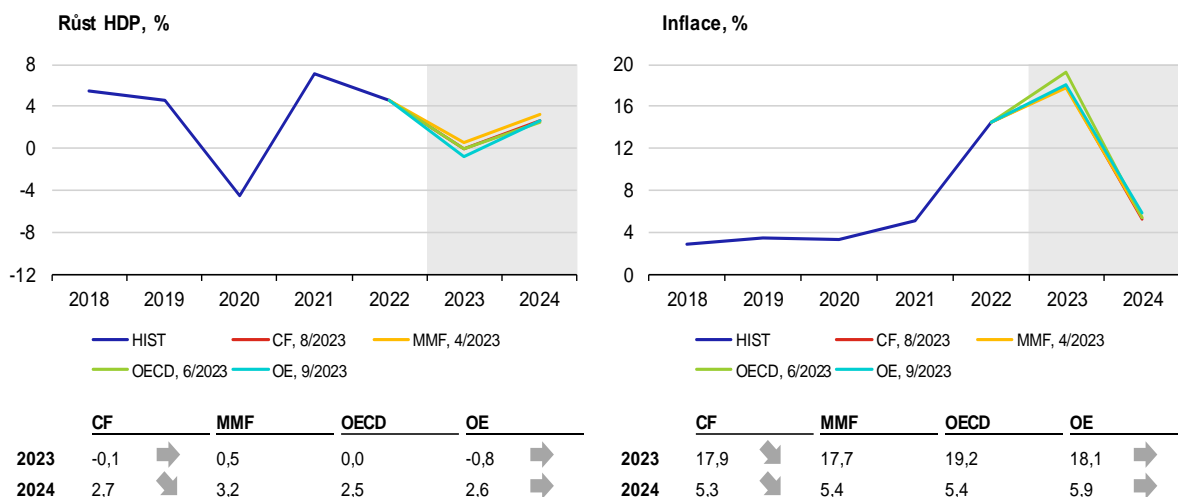
### III.8 Polsko

**Polská centrální banka mění směr měnové politiky a snižuje sazby, zatímco meziroční inflace zůstává na dvouciferných hodnotách.** Meziroční spotřebitelská inflace v srpnu zvolnila na 10,1 % (v červenci 10,8 %), a nachází se tak na nejnižších hodnotách za posledních 18 měsíců. Za zvolněním tempa růstu spotřebitelského indexu stojí nadále zejména snižující se ceny potravin. V meziměsíčním vyjádření spotřebitelské ceny stagnovaly (v červenci -0,2 %). NBP překvapila trhy, když na zářijovém zasedání snížila základní úrokovou sazbu o 75 bazických bodů na 6%. Tento krok přišel jako nečekaný v prostředí, kdy meziroční spotřebitelská inflace stále dosahuje dvouciferných hodnot. Polsko se navíc potýká s napjatým trhem práce, růstem reálných mezd a oživeným trhem s nemovitostmi. Ten je podpořen novým vládním programem, který poskytuje dotace na nákup nemovitosti pro prvokupce. Produkce ve zpracovatelském průmyslu zaznamenává pokles již několik měsíců v řadě, PMI v průmyslu se dále snížil a zůstává v pásmu kontrakce.



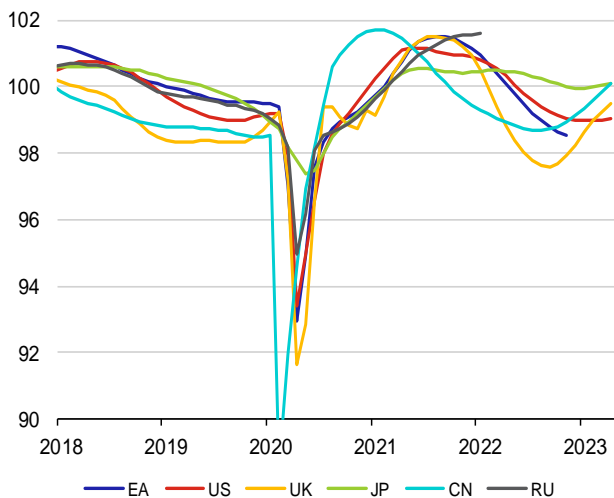
### III.9 Maďarsko

**V Maďarsku klesá spotřebitelská inflace dle očekávání a MNB dále uvolňuje měnové podmínky.** Maďarská data ukazují na další zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen (meziroční inflace 16,4 % v srpnu a 17,6 % v červenci). MNB dále snížila o 100 b. b. úroky placené z volitelných rezerv (na 14 %) a sazbu jednodenních vkladů sloužící jako horní hranice úrokového pásma sazeb na 16,5 %. Při přetrvání snižujících se rizik očekávají trhy snížení základní úrokové sazby na 10 % do konce roku. HDP meziročně poklesl o 2,4 %, především kvůli poklesu průmyslu. Pochmurné výhledy i na třetí kvartál potvrzuje zpracovatelský PMI, který v srpnu zůstal v pásmu kontrakce. Klesaly také maloobchodní tržby a průmysl. V prostředí oslabeného forintu se naopak daří zahraničnímu obchodu, který vykazuje přebytek od počátku roku. Výhledy analytiků na tento rok se téměř nezměnily.

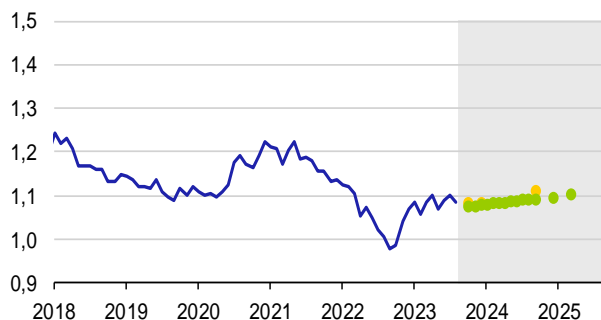


### IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

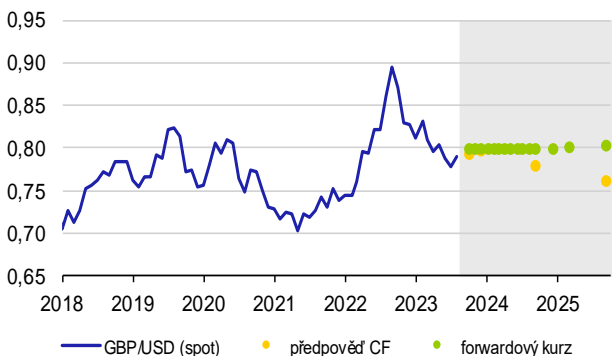


Americký dolar (USD/EUR)



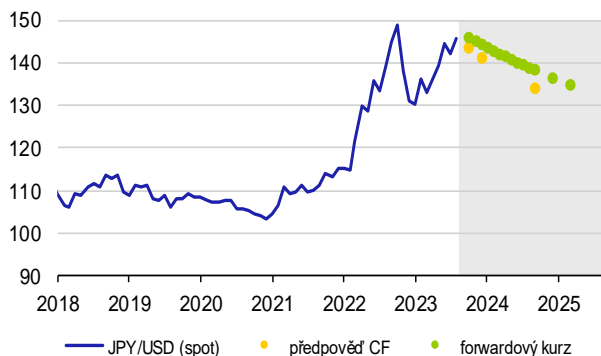
	11/9/23	10/23	12/23	9/24	9/25
spotový kurz	1,075				
předpověď CF		1,085	1,087	1,113	1,134
forwardový kurz		1,077	1,080	1,095	1,111

Britská libra (GBP/USD)



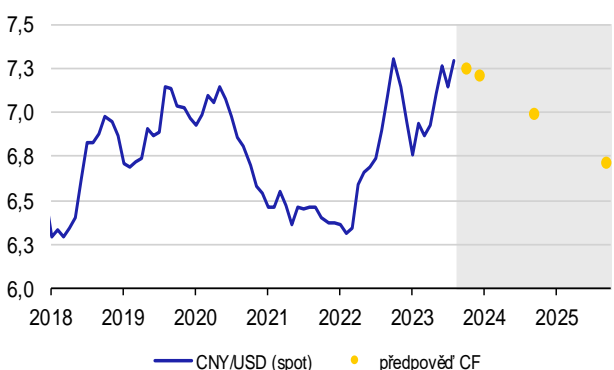
	11/9/23	10/23	12/23	9/24	9/25
spotový kurz	0,798				
předpověď CF		0,793	0,797	0,780	0,763
forwardový kurz		0,799	0,799	0,800	0,804

Japonský jen (JPY/USD)



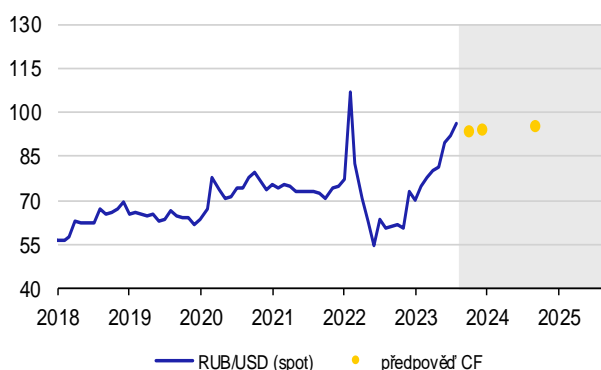
	11/9/23	10/23	12/23	9/24	9/25
spotový kurz	146,4				
předpověď CF		143,5	141,5	134,2	123,9
forwardový kurz		145,9	144,5	138,4	132,1

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	11/9/23	10/23	12/23	9/24	9/25
spotový kurz	7,290				
předpověď CF		7,257	7,212	6,994	6,722

Ruský rubl (RUB/USD)



	11/9/23	10/23	12/23	9/24	9/25
spotový kurz	95,58				
předpověď CF		94,06	94,31	95,76	94,76

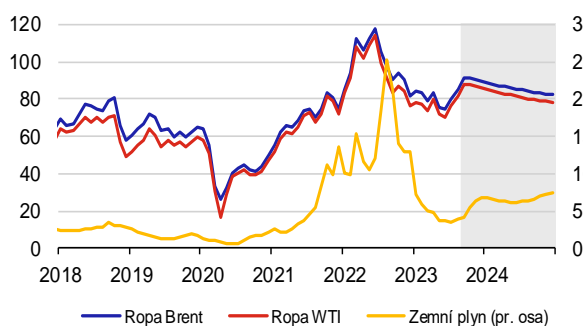
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

## V.1 Ropa

Po dočasném poklesu ve druhé polovině srpna se silný cenový růst na trhu s ropou koncem měsíce obnovil a v polovině září se cena ropy Brent dostala k 94 USD/barel. Růst cen ropy, trvající od konce června, přerušily opětovně obavy ze zpomalení čínské ekonomiky, když tamní centrální banka neočekávaně snížila úrokové sazby. K poklesu cen ropy přispěl i horší sentiment na širších finančních trzích, posilování dolaru a slabší ekonomická data z USA a EU. Hedžové fondy snižovaly své čisté dlouhé pozice. Nicméně silící negativní sklon na začátku křivky cen termínovaných kontraktů svědčil o přetrvávajícím napětí na fyzickém trhu, což koncem srpna vedlo k obnově růstu cen ropy. Ten ještě zesílil, když Saúdská Arábie a Rusko na začátku září oznámily, že v omezené těžbě hodlají pokračovat až do konce letošního roku. K růstu cen ropy přispěly i silně klesající zásoby ropy v USA. Zatím co snížení těžby v Saúdské Arábii od července bylo vysvětlováno jako reakce na spekulativní prodeje ropy ze strany finančních investorů, jeho nedávné prodloužení až do konce roku vyvolává spekulace, zda jde o preemptivní krok v očekávání slabší poptávky, nebo o snahu zvýšit cenu ropy nad 100 USD/barel. Obavy ze slabšího ekonomického růstu v Číně sice dlouhodobě působí proti růstu cen ropy a situaci komplikují i značné výkyvy v dovozu ropy do Číny v jednotlivých měsících, ale silná domácí motoristická sezóna a rostoucí objem letecké osobní dopravy spolu s rostoucím vývozem pohonných hmot z Číny ukazují, že čínská poptávka po ropě je letos zatím poměrně robustní.

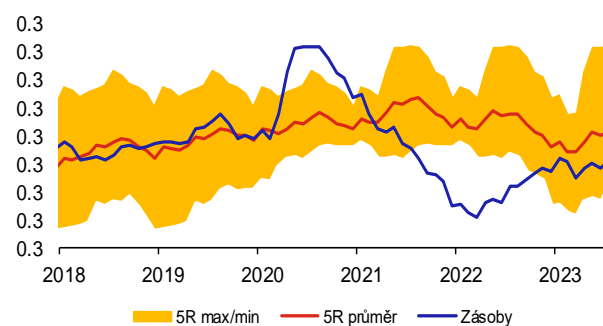
Tržní křivka z poloviny září se opět oproti minulé předpovědi posunula po celém horizontu výrazně vzhůru, ale zůstává i nadále klesající a signalizuje cenu ropy Brent 89,5 a 82,3 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku. Záříjový CF zvýšil svou předpověď v ročním horizontu o 1 USD na 83,7 USD/barel, což odpovídá tržní křivce. Předpověď EIA se rovněž posunula vzhůru, ale pro konec letošního a příštího roku předpokládá výrazně vyšší hodnoty – 92, resp. 87 USD/barel.

Výhled cen ropy (USD/barel) a zemního plynu (USD / 1000 m<sup>3</sup>)

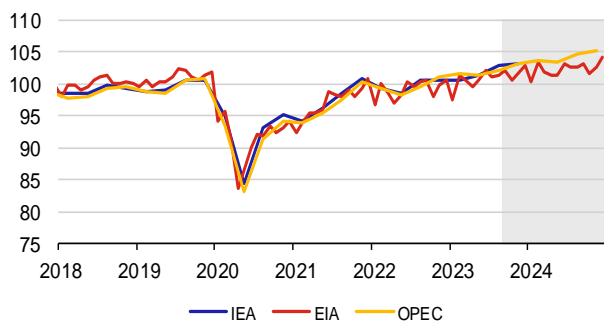


	Brent	WTI	Plyn
2023	84,02 ↗	79,68 ↗	506,92 ↗
2024	85,25 ↗	81,42 ↗	662,33 ↗

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

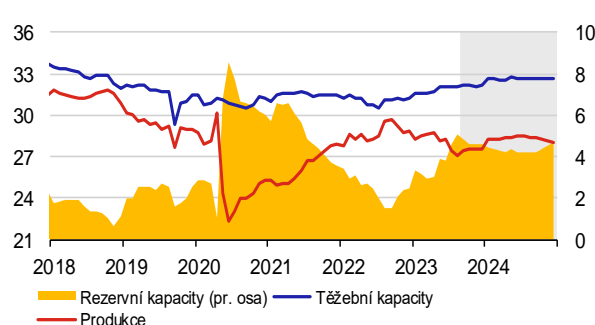


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2023	102,00 ↗	100,98 ↘	102,06 ↗
2024		102,34 ↘	104,30 ↗

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



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2023	27,92 ↘	31,96 ↗	4,04 ↗
2024	28,30 ↘	32,64 ↗	4,35 ↗

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.

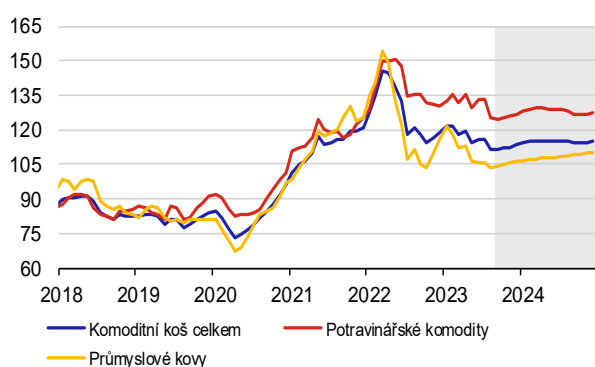
## V.2 Ostatní komodity

**Cena zemního plynu v Evropě v první polovině srpna vzrostla a od té doby kolísá již více než měsíc kolem cca 35 EUR/MWh.** To je zhruba cena, kterou dosahoval zemní plyn v červenci 2021 těsně před vypuknutím energetické krize. Srpnový růst byl vyvolán obavami z výpadku vývozu LNG z Austrálie v důsledku hrozby tamních stávek. Cena plynu v Evropě je však již delší dobu nižší, než cena LNG v Asii, což svědčí o tom, že na evropském trhu nepanuje žádné napětí. Poptávka (zejména v Německu) je slabá a zásoby pro toto období roku jsou nadstandardní. Ani nižší dodávky plynu z Norska kvůli nečekaně delší sezonní údržbě tak zatím nevedly k silnějšímu růstu cen plynu. V průběhu nadcházející zimy by se ale cena plynu měla postupně zvýšit až na 55 EUR/MWh. Rovněž cena uhlí v Evropě v první polovině srpna vzrostla v reakci na růst ceny zemního plynu. Zastavil se tak více než rok trvajícím propadem ceny uhlí.

**Pokles indexu cen potravinářských komodit v první polovině září se oproti srpnu zpomalil a ve zbytku roku se očekává jeho růst.** Tento vývoj je dán zejména cenami pšenice, kukuřice a sóji, které klesaly poté, co se EU a USA zavázaly podporovat vývoz zemědělských komodit z černomořské oblasti. Pokračovalo i zlepšování výhledu sklizně v Latinské Americe. Naopak rostla cena rýže a cukru, cena kakaa se pak dostala na další historické maximum. Cena vepřového masa se v polovině srpna silně propadla, cena hovězího masa nadále stagnovala na rekordních hodnotách.

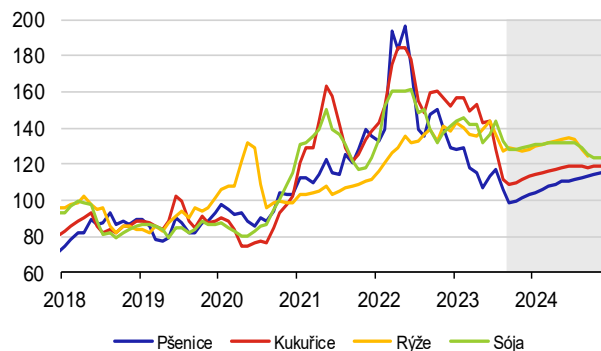
**V září se zastavil půl roku trvajícím pokles indexu cen základních kovů, jeho výhled je rostoucí.** V srpnu klesaly ceny všech složek kromě zinku a olova (díky oživení prodeje elektrických aut). Poslední kroky čínské vlády na podporu ekonomiky přinesly cenám základních kovů mírnou podporu, proti tomu ale působil růst zásob většiny kovů na LME, který jen potvrzuje pokračující trend slabší globální poptávky z průmyslu. K nižším úrovním tlačí ceny kovů i posilující dolar.

Indexy cen neenergetických komodit



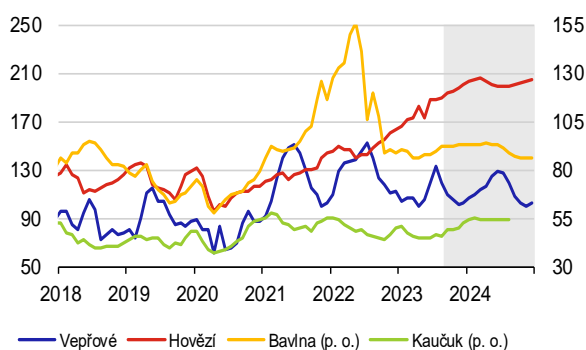
	Celkem	Potraviny	Kovy
2023	115,6	130,0	108,9
2024	114,8	128,1	108,3

Potravinářské komodity



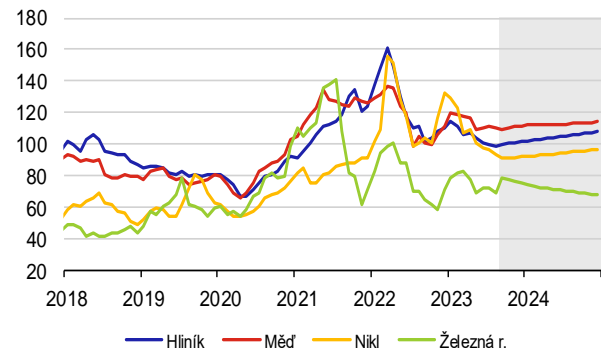
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2023	111,3	132,2	134,5	136,2
2024	111,0	117,7	131,1	128,8

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2023	109,5	184,8	90,0	47,6
2024	113,1	202,2	90,5	54,4

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2023	103,9	113,3	102,0	76,3
2024	105,4	113,2	94,8	71,0

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.

## Hospodářský a finanční cyklus významných světových ekonomik<sup>1</sup>

*Pravděpodobně nejdůležitější lekcí, kterou si centrální banky a další regulační orgány odnesly z globální finanční krize, je nezbytnost zajistit stabilitu finančního systému.<sup>2</sup> Souběh vrcholů hospodářského a finančního cyklu plně manifestoval rozsah dopadů finančního stresu na reálnou část ekonomiky; tedy HDP, spotřebu, investice a nezaměstnanost. V tomto kontextu se zvýraznila důležitost makrobezpečnostní politiky, která přinesla řadu nových nástrojů pro zvýšení a zajištění odolnosti finančního systému. Krize také motivovala centrální banky k zakomponování finančního nebo bankovního sektoru do svých makroekonomických modelů. Ve světě po globální finanční krizi nelze vysvětlovat kolísání hospodářského cyklu bez přihlednutí k cyklu finančnímu. Tento článek se věnuje především praktickým aspektům spjatým s modelováním hospodářského a finančního cyklu a používání jednoduchých statistických filtrů. Dále přináší srovnání vývoje obou cyklů pro významné světové ekonomiky – USA, Japonsko, Spojené Království, Německo a Francii.*

### Finanční cyklus 101

**Sledovat hospodářský cyklus nestačí.** Zatímco ekonomie rozeznává cyklickou povahu reálné ekonomiky od 30. let minulého století (a to i vlivem bolestné zkušenosti z Velké hospodářské krize), finanční cyklus je termínem posledních několika dekád. Na rozdíl od hospodářského cyklu, konvenčně zjednodušeného do výkyvů reálného HDP od dlouhodobého trendu (tzv. mezera výstupu), pro finanční cyklus neexistuje jednotné měřítko. Důvodem je zejména fakt, že finanční systémy jsou napříč zeměmi různorodé. V odborné literatuře bývá finanční cyklus a jeho vývoj nejčastěji odhadován pomocí následujících veličin, veličin od nich odvozených, případně jejich kombinací<sup>3</sup>:

- **Objem úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru** – často zmiňovaným nebo používaným měřítkem finančního cyklu (např. Minsky, 1982; Drehmann a Juselius, 2014) je mezera poměru celkového objemu úvěrů k reálnému HDP (tzv. basilejská mezera nebo credit-to-GDP gap). Mezi oblíbené ukazatele dále patří samostatná mezera objemu úvěrů (credit gap), např. Dell’Ariccia a kol. (2012) nebo poměr dluhové služby (debt service ratio), např. Drehmann a Juselius (2012).
- **Ceny nemovitostí** – nejčastěji jako mezera cen nemovitostí (property price gap), např. Drehmann a Juselius (2014), mezera poměru ceny nemovitostí k příjmu domácností (price-to-income gap) nebo mezera poměru ceny nemovitostí k nájemnému (price-to-rent gap), např. Cevik a Naik (2023).
- **Ceny/hodnoty vlastního kapitálu** (equity prices) – o poznání méně využívaným indikátorem, zejména vlivem množství šumu v časových řadách, jsou např. mezery cenových indexů akcií (např. Hatzius a kol., 2010).

**Finanční cyklus je ve srovnání s hospodářským cyklem typicky 2–4krát delší a dosahuje větších amplitud.** Tento poznatek platí bez ohledu na to, které z výše uvedených proměnných pro definici finančního cyklu použijeme (Drehman a kol., 2012). Uvažujeme-li tedy délku hospodářského cyklu mezi 4–7 lety<sup>4</sup>, finanční cyklus trvá přibližně 8–28 let. Finanční cyklus dále dosahuje násobně větších výkyvů od dlouhodobého trendu, a to především od poloviny 80. let minulého století. Zároveň se od sebe v této době začínají cykly více oddělovat. Obě tato pozorování lze přičíst globalizaci, ať už finanční či reálné části ekonomiky a změnám v měnových režimech (Borio, 2014). Graf 1 tato stylizovaná fakta ilustruje na příkladu největší světové ekonomiky s vyspělým finančním sektorem a silným globálním dopadem, tedy USA. Z grafu je zřejmé, že vývoj různých přístupů k měření finančního cyklu (prostřednictvím různých veličin) dává podobnou informaci o podobě a délce finančního cyklu. Z grafu dále vyplývá, že kulminace měřítka finančního cyklu byla v historii zpravidla následována recesí. K určité kulminaci došlo v grafu také v minulém roce 2022 a z tohoto pohledu by dávaly smysl i předpovědi analytiků, které recesi v USA čekaly již v polovině roku 2023 a nyní ji očekávají na přelomu roku 2023 a 2024.

**Historicky jsou vrcholy finančních cyklů spolehlivě následovány recesemi.** Příkladem za všechny je globální finanční krize, kterou předcházela a ve výsledku umocnila dekáda trvající celosvětový finanční „boom“ (Graf 1). Cyklickým recesím však finanční stres nutně nepředchází – např. internetová bublina v letech 1996–2001 byla ve Spojených státech a Evropě

<sup>1</sup> Autorem je Jakub Doležal. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky. Zvláštní poděkování za cenné rady a komentáře patří zástupcům sekce finanční stability, Liboru Holubovi a Zlatuši Komárkové, a dále Lubošovi Komárkovi a Petru Polákovi z týmu zpracovatelů.

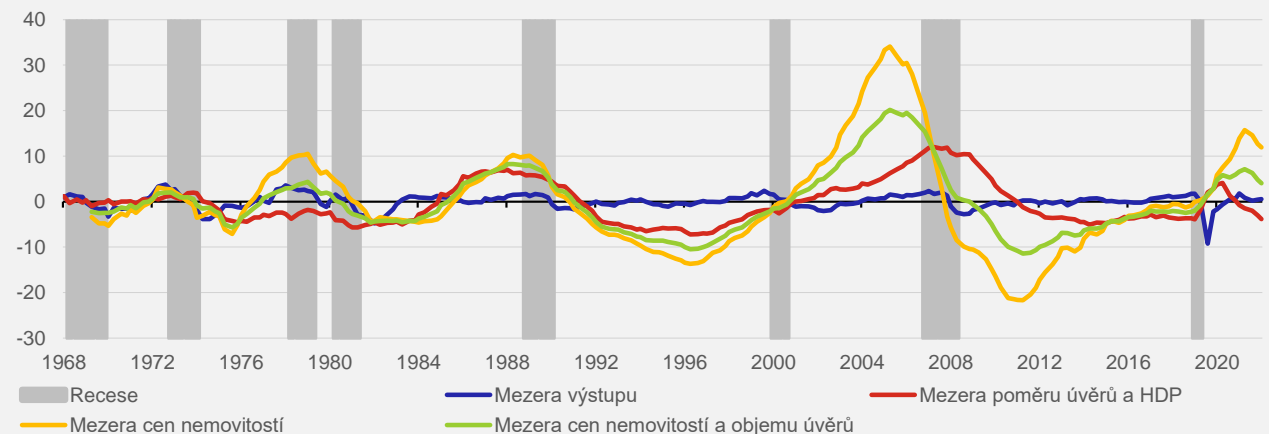
<sup>2</sup> Zásadní přínos v této oblasti měly aktivity Banky pro mezinárodní platby na přelomu milénia, kdy následně v řadě centrálních bank začaly vznikat útvary explicitně se zaměřující na vyhodnocování rizik finančního systému.

<sup>3</sup> Příležitým příkladem je nepř. kompozitní indikátor finančního cyklu z dílny ČNB, agregující několik časových řad, vážených dle schopnosti zachytit budoucí úvěrové ztáty bankovního sektoru. Viz <https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/tematicke-clanky-o-financni-stabilite/Indikator-financniho-cyklu-v-ceske-ekonomice>

<sup>4</sup> V ekonomii nalezneme řadu přístupů k popisu cyklů zejména s ohledem na jejich délku a povahu. Mezi krátkodobé můžeme zmínit např. tzv. Kitchinovy cykly v délce 18–40 měsíců, které představují krátkodobé kolísání reálného produktu způsobené výkyvy v zásobách. Příčiny jsou obtížně prokazatelné. Střednědobé, tzv. Juglarovy cykly v délce 8–10 let jsou spojovány s investicemi do fixního kapitálu, střídá se v nich období zvýšeného opotřebení a zvýšeného investování, může jít také o střídání generací komodit, zemědělské výkyvy apod. Dlouhodobé, tzv. Kuznetsovy cykly (též Schumpeterovy, Kondratěvovy vlny) v délce 20–50 let jsou vysvětlovány válkami, vědeckými objevy, značnými investicemi do infrastruktury, inovačními vlnami apod.

Graf 1 – Hospodářský a finanční cyklus USA

(% odchylka od trendu)

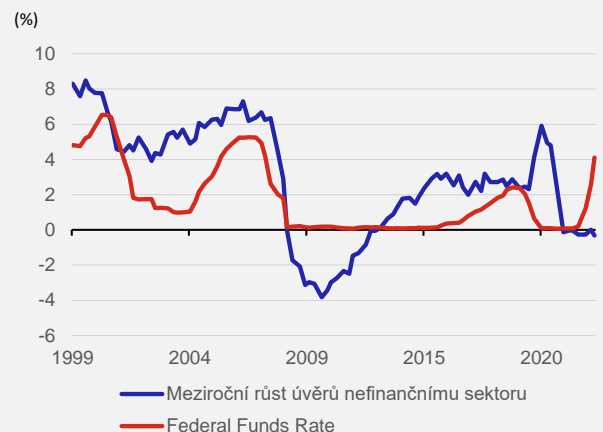


Zdroj: : Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED Database), výpočty autora  
 Pozn.: Mezera úvěrů je mezera poměru celkového objemu úvěrů k reálnému HDP.

po celou dobu svého trvání provázena toutéž finanční expanzí (Graf 1). Recese či krize<sup>5</sup> doprovázené poklesem finančního cyklu jsou dále hlubší a delší. V průměru během těchto událostí recesí zaznamenávají ekonomiky o polovinu větší propady reálného HDP než je tomu u recesí ostatních (Drehman a kol., 2012). Stejná logika však platí i pro fáze zotavení, které jsou v doprovodu finanční expanze kratší.

**Globální finanční krize upevnila roli makroobezřetnostní politiky jako samostatné disciplíny.** Ta má za úkol zajistit stabilitu finančního systému jako celku. V praxi působí proticyklicky na finanční veličiny a brání tak hromadění systémového rizika. V mnoha zemích je za ni zodpovědná centrální banka (např. Spojené království, Nový Zéland, Česká republika), případně orgány z části složené ze zástupců centrální banky (např. USA, Eurozóna, Japonsko, Norsko). Cíle makroobezřetnostní politiky a užívání jejích nástrojů mohou ovlivňovat rozhodování měnové politiky a zprostředkovaně ovlivňují i průběh hospodářského cyklu, resp. jeho důsledky pro ekonomiku. Tento vztah lze pozorovat i v opačném směru – měnová politika působí na finanční cyklus a stabilitu finančního systému. Úrokové sazby přímo a významně ovlivňují úvěrovou dynamiku, ceny nemovitostí i ceny finančních aktiv. Restriktivní měnová politika tlumí růst finančních veličin, expanzivní růst podporuje (Graf 2). V období dlouhodobě nízkých úrokových sazeb lze vysledovat, že banky například snižují své standardy pro poskytování úvěrů (Maddaloni a Peydró, 2011; Jimenez a kol., 2014). Naproti tomu implementace nástrojů makroobezřetnostní politiky může v určitých fázích hospodářského a finančního cyklu mít „vedlejší účinky“ na výstup ekonomiky a transmissi politiky měnové. Efekt se však odvíjí od konkrétního nástroje, úrovně jeho nastavení a situace bankovního sektoru a sektorů reálné ekonomiky při jeho uplatnění. Například proticyklická kapitálová rezerva (CCyB), a požadavky likvidity bank mohou mít na výstup ekonomiky spíše omezený vliv (zejména v prostředí robustní kapitalizace, ziskovosti a likvidity bankovního sektoru), limity úvěrových ukazatelů (LTV, DTI a DSTI) mohou působit na hospodářský cyklus o něco citelněji (Nier a Kang, 2016; Richter a kol., 2019). Pro finančněstabilní rozhodování centrální banky je proto nutné brát v úvahu aktuální, ale i očekávanou pozici ve finančním a hospodářském cyklu na horizontu prognózy centrální banky.

Graf 2 – Celkové reálné úvěry privátnímu sektoru



Zdroj: Fred

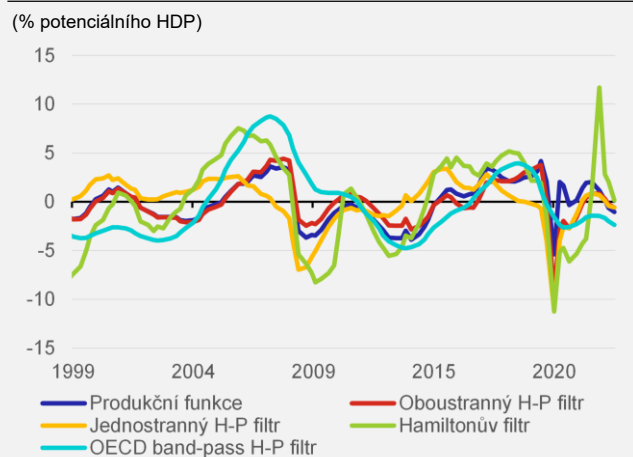
<sup>5</sup> Recese je ve statistickém smyslu definována jako pokles HDP, který trvá nejméně 2 čtvrtletí. O krizi lze hovořit, pokud pokles HDP trvá více jak 4 čtvrtletí.



**Box 1 – Produkční funkce vs. statistické filtry**

**Dokáží se jednorozměrné filtry dostatečně přiblížit „realitě“?** Box 1 je věnován srovnání jednorozměrných filtrů, které se v literatuře zkoumající hospodářský cyklus objevují, na reálném HDP České republiky. Z porovnání s mezerou výstupu z produkční funkce nejlépe vychází oboustranný Hodrick-Prescottův filtr s vyhlazovacím parametrem  $\lambda = 1600$ . Ten, na rozdíl od filtru jednostranného, stanovuje trend v určitém čase i s ohledem na pozdější hodnoty, které v reálném čase nejsou dostupné. O poznání hůře si vedou tři zbylé filtry. Prvním je právě jednostranná verze H-P filtru, jenž ze své definice na konci řady maluje prakticky stejný obrázek jako varianta oboustranná a velmi obdobně tedy trpí na „end-point bias“. Druhou testovanou metodou je Hamiltonův regresní filtr (Hamilton, 2018). Ten vznikl jako alternativa k H-P filtru a do jisté míry redukuje jeho nedostatky. Posledním vybraným filtrem je band-pass H-P filtr, jenž používá OECD při výpočtu kompozitních předstihových indikátorů hospodářského cyklu (CLIs), jejichž přehled je tradiční součástí Globálního ekonomického výhledu. Metoda aplikuje H-P filtr dvakrát; nejprve pro extrakci cyklu s parametrem  $\lambda = 133107,94$  a podruhé pro odstranění vysokofrekvenčního šumu s parametrem  $\lambda = 13,93$  (Yamada, 2012). Všechny čtyři metody však sdílejí jeden nedostatek.

**Ze své povahy přisuzují jednorozměrné statistické filtry propad HDP během pandemie cyklickému výkyvu ekonomiky (Graf 2).** Nebyla to však cyklická složka, jenž se drasticky propadla, nýbrž potenciál. Ten byl během lockdownu napříč sektory svázan restrikcemi zpomalujícími šíření nemoci COVID-19 a ekonomická aktivita tak nemohla dostat svému dlouhodobému trendu.

**Graf BOX – rozdíl odhadů mezery výstupu**

Zdroj: Eurostat, výpočty autora

Pozn.: Pro oboustranný i jednostranný filtr byla použita  $\lambda = 1600$ .

**Modelování cyklů v praxi**

**Jak cykly nejlépe modelovat?** Burns a Mitchell (1946) představili historicky první formální způsob analýzy cyklického chování časových řad – tzv. metodu bodů zlomu. Uvažujeme-li aplikaci na hospodářský cyklus, metoda označuje jako období expanze (recese) dobu mezi dosažením lokálního minima (maxima) a lokálního maxima (minima) reálného HDP. Metoda nám však nesděljuje, jak moc se ekonomika v období expanze či recese odchyluje od trendového vývoje, což dělá metodu pro potřeby stabilizační politiky obtížně použitelnou. Ekonomie se při analýzách cyklů často dívá na vývoj makroekonomických a finančních proměnných jako na odchylky od dlouhodobého trendu.

**Z teorie vycházející mezery makroekonomických či finančních proměnných však nejsou ze své podstaty měřitelné ani pozorovatelné.** To je dáno jejich definicí jako rozdílu mezi pozorovatelnou proměnnou (např. HDP, objemu úvěrů) a její rovnovážnou úrovní (potenciál HDP, trend objemu úvěrů), která není měřitelná ani pozorovatelná. Efektivním řešením, spojujícím početní jednoduchost a schopnost podávat relativně přesné výsledky, jsou jednorozměrné statistické filtry. Dlouhodobě hojně využívaným filtrem v ekonomii je Hodrick-Prescottův filtr (Hodrick a Prescott, 1997), který je pro modelování cyklů použit i v tomto článku. Hodrick-Prescottův filtr, v duchu ekonomické teorie, předpokládá, že na časové řady lze nahlížet jako na součet dlouhodobého trendu a cyklické komponenty. Trend je stanoven na základě historických hodnot a tzv. „vyhlazovacího parametru“  $\lambda$ . Vyšší hodnoty  $\lambda$  vedou k hladšímu, až lineárnímu trendu, zatímco nižší přibližují trend směrem k pozorovaným hodnotám. V literatuře se typicky setkáme s  $\lambda = 1600$  pro hospodářský cyklus a  $\lambda = 2500$ – $400000$  pro delší finanční cyklus. V jednoduchosti metody se však ukrývá několik nedostatků. Tím zřejmě nejzávažnějším je tzv. „end-point bias“, tedy vychýlení na konci řady (tedy pro období, na kterém nejvíce záleží), kdy filtr z důvodu absence budoucích hodnot indikuje pozici v cyklu nespolehlivě. V reálném čase, důležitém pro politické rozhodování, je tedy užití filtru, alespoň bez spolehlivé prognózy dané proměnné, problematické. Další často zmiňované výtky míří na jednorozměrnost filtru (trend vzniká pouze na základě jedné proměnné na rozdíl např. od filtru Kalmanova umožňující sledování trendů více proměnných) nebo na arbitrárnost volby vyhlazovacího parametru  $\lambda$ , jenž není opřena o fundamenty ekonomické teorie.

**Ekonomie samozřejmě nabízí také pokročilejší přístupy k zachycení hospodářského a finančního cyklu nežli statistické filtry.** Populární metodou pro odvození hospodářského cyklu je výpočet potenciálního produktu pomocí Cobb-Douglasovy produkční funkce vysvětlující výstup ekonomiky pomocí vstupů, konkrétně produktivity, práce a kapitálu (empirické srovnání v Boxu 1) nebo pomocí strukturálních makroekonomických modelů. Podobné metody lze aplikovat i pro odhad cyklu finančního. Např. Seidler a Geršl (2012) odhadují rovnovážnou úroveň již zmiňované proměnné credit-to-GDP pro středoevropské post-komunistické státy pomocí elasticit získaných z panelu pokročilých tržních ekonomik. Mezera získaná tímto způsobem je pro většinu zemí diametrálně odlišná od té z H-P filtru – expanze objemu úvěrů nemusí

znamenat nadměrné zadlužování (a případnou materializaci rizika) jako spíše konvergenci k finančnímu světu na Západě. Baxa a Žáček (2022) pak finanční cyklus odvozují z vícerozměrného strukturálního modelu používajícího časové řady pro HDP, objem úvěrů, ceny nemovitostí a ceny aktiv.

### Existence cyklů a rozhodování centrálních bank

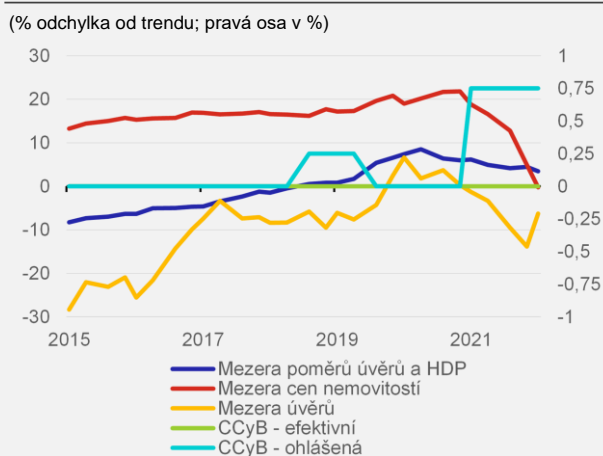
**Pozice ekonomiky v cyklu se promítá do nastavení politik některých centrálních bank.** Příkladem je americký Fed, který má mezi svými cíli i udržení vysoké zaměstnanosti<sup>6</sup>. Pro rozhodování o měnové politice ale bývá ve většině tržních ekonomik primárním cílem cenová stabilita a další cíle (např. stabilizace výstupu, tedy proticyklická role měnové politiky) jsou až druhořadé. Myšlenkový posun tímto směrem uspíšila zplošťující se Phillipsova křivka, naznačující, že spojitost mezi pozitivní mezerou výstupu a inflací s časem oslabila (např. Kuttner a Robinson, 2010; Akerlof a kol., 2014). Soudobá makroekonomická teorie navíc tvrdí, že stabilizace výstupu jde ruku v ruce se stabilitou cen – tzv. „divine coincidence“ (Blanchard a Galí, 2007). Primárním vodítkem pro nastavování úrokových sazeb jsou tedy výhledy inflace na horizontu měnové politiky. I zde však existují výjimky. Například snižování úrokových sazeb s příchodem pandemie COVID-19 bylo motivováno částečně i snahou o pomoc omezeně fungující reálné ekonomice, jejíž agenti vlastně netušili, co takový šok může přinést. Makroobezřetnostní politika naproti tomu používá řadu nástrojů sledujících různé zprostředkující cíle makroobezřetnostní politiky<sup>7</sup>, ale jeden primární, tj. dosahování celkové finanční stability. I přes jednotný institucionální rámec daný členstvím v Basilejském výboru pro bankovní dohled se přístupy k uplatňování konkrétních nástrojů napříč zeměmi často liší. Jde zejména o proticyklickou kapitálovou rezervu (CCyB), jenž má přispět k ovlivňování finančního cyklu, přičemž z časového hlediska je stanovována asymetricky (zvýšení s ex ante dostatečně dlouhou časovou periodou, snížení, tj. uvolnění rezerv okamžitě). Cílem je zvýšit odolnost bankovního sektoru vůči materializaci úvěrových rizik v sestupné fázi finančního cyklu. V praxi je po bankách v období finanční expanze přesahující dlouhodobý trend (pozitivní mezeru finančního cyklu) vyžadováno vytvořit a držet kapitálovou rezervu, která by dokázala nejen dostatečně krýt ztráty pramenící z budoucího finančního poklesu, ale i podpořit plynulé poskytování úvěrů.

**Basilejský výbor pro bankovní dohled (2010) doporučuje pro nastavování sazby CCyB použít mezeru úvěrů k HDP (credit-to-GDP gap) jako společný referenční ukazatel pozice v cyklu.**<sup>8</sup> Basilejská mezeru, jak bývá ukazatel také označován, je pro tyto potřeby modelována pomocí jednostranného H-P filtru s vyhlazovacím parametrem  $\lambda = 400000$ . S vyšší procentuální odchylkou od trendu roste i doporučená úroveň sazby CCyB. Na problémy spjaté s touto praxí poukazuje např. Edge a Maisenzahl (2011). Zbytek článku rozvádí používání proticyklické kapitálové rezervy v regionálně významných zemích, které ji uplatňují. Konkrétně nabízí pohled na to, do jaké míry změny v sazbě CCyB odpovídají odhadu basilejské mezery sestrojenému dle jednotné metodiky.

### Případ Německa

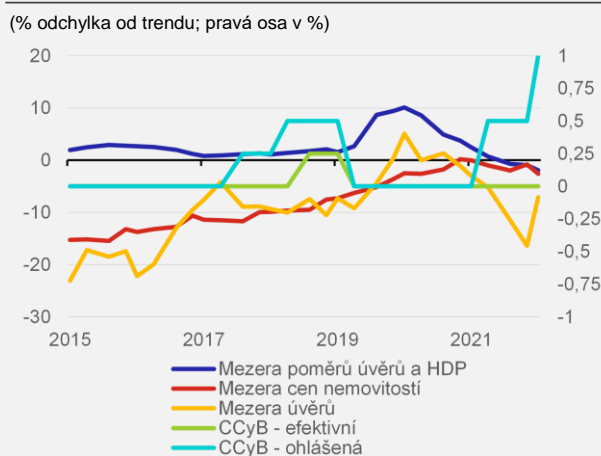
V Německu je za proticyklickou kapitálovou rezervu zodpovědný úřad BaFin, který je podřízený spolkovému ministerstvu financí. První implementace CCyB se sazbou 0,25 % s účinností od 1. července 2020 byla ohlášená na konci června 2019.

**Graf 3 – Odhad současné pozice Německa**



Zdroj: Eurostat, ESRB, výpočty autora  
Pozn.: CCyB – proticyklická kapitálová rezerva.

**Graf 4 – Odhad současné pozice Francie**



Zdroj: Eurostat, ESRB, výpočty autora  
Pozn.: CCyB – proticyklická kapitálová rezerva.

<sup>6</sup> Viz <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>

<sup>7</sup> Viz [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB\\_2013\\_1.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf)

<sup>8</sup> ESRB (European Systemic Risk Board), orgán dohlížející na uniijní finanční systém, upozorňuje na rozdíly ve vhodnosti ukazatele napříč státy a doporučuje národním regulátorům zohledňovat více relevantních ukazatelů. Viz [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014Y0902\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014Y0902(01))

Rozhodnutí o zavedení nástroje bylo motivováno pozitivní basilejskou mezerou (BaFin, 2019). Ta se do kladných čísel dostala poprvé od roku 2004 právě s koncem prvního pololetí 2019 (Graf 3). Do praxe však rezerva prozatím nevstoupila, neboť rozhodnutí o zavedení sazby CCyB bylo zrušeno na konci března 2020, a to z důvodu obav spojených s reálným a finančním vývojem po čas pandemie COVID-19. Německý úřad se tak rozhodl také kvůli tomu, že tamní banky se od červnového oznámení s úrovní kapitálu navýšenou o sazbu CCyB počítaly a byly tak na hypotetické ztáty připraveny (BaFin, 2020). Mezera však během pandemie znatelně narostla (propad HDP a souběžný růst úvěrů) a stala se, spolu s historickým propadem v cenách nemovitostí (Graf 3), jedním z důvodů k zavedení sazby CCyB ve výši 0,75 % od února 2023 (BaFin 2022).

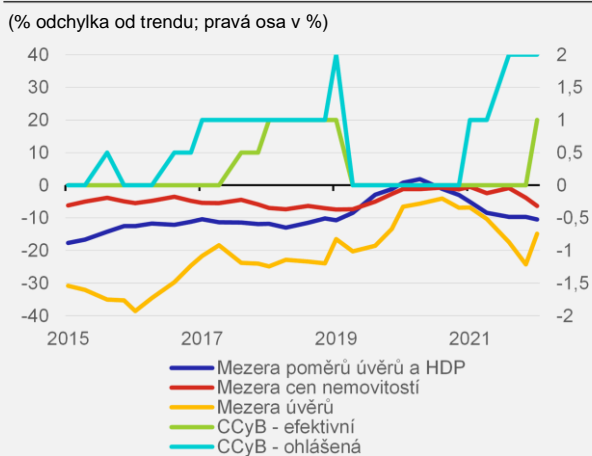
### Případ Francie

Ve Francii má sazbu CCyB v gesci rada HCSF (Haut Conseil de stabilité financière) tvořená mimo jiné ministrem financí a guvernérem Banque de France. Historický vývoj implementace proticyklické kapitálové rezervy je velmi podobný jako v případě Německa. Z důvodu kladné basilejské mezery a jejího výhledu vstoupila v platnost sazba CCyB ve výši 0,25 % v červenci 2019, doprovázena ohlášením sazby dvojnásobné platné od dubna 2020. V prvním čtvrtletí 2020 však byla rezerva z důvodu pandemie uvolněna. Zajímavá jsou však poslední rozhodnutí HCSF – sazba CCyB 0,5 % platná od dubna 2023 a sazba 1 %, jež má vejít v platnost v lednu 2024. Oba případy pojí záporná basilejská mezera, kterou rada svých tiskových vyjádření nezmiňuje. Rozhodnutí bylo motivováno primárně silnou dynamikou úvěrů v druhé půlce roku 2022 a celkovou úrovní zadlužení privátního sektoru (HCSF, 2022).

### Případ Spojeného království

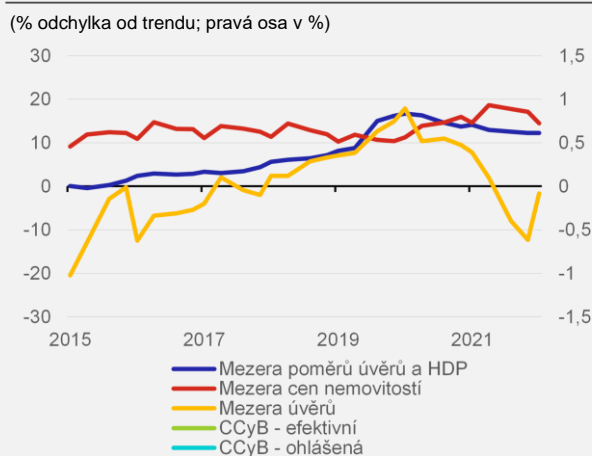
Ve Spojeném království určuje sazbu proticyklické kapitálové rezervy komise FPC (Financial Policy Committee) složená ze zástupců Bank of England a externích expertů. Pro stanovování sazby britský regulátor basilejskou mezeru nepoužívá (FPC, 2016)<sup>9</sup>. Tento fakt ilustruje Graf 5. Prvotní zavedení sazby CCyB, ohlášené v červenci 2016, bylo z důvodu Brexitu a s ním spojených obav z finančního stresu zrušeno. Shodně s výše zmíněnými případy Německa a Francie, byla později zavedená rezerva ve výši 1%, uvolněna během covidové pandemie. V současné době, kdy je basilejská mezera záporná, platí pro britské banky v porovnání s okolními státy relativně vysoká sazba 2 %. BoE přistupuje k nastavení CCyB pragmaticky i řídí se i dle výsledku zátěžových testů<sup>10</sup>.

**Graf 5 – Odhad současné pozice Spojeného království**



Zdroj: Eurostat, ESRB, výpočty autora  
Pozn.: CCyB – proticyklická kapitálová rezerva.

**Graf 6 – Odhad současné pozice Japonska**



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, výpočty autora  
Pozn.: Sazba CCyB zatím nebyla v Japonsku použita.

### Případ Japonska

Na rozdíl od vyspělých ekonomik globálního západu nelze v případě Japonska mluvit o jasných trendech ve finančních proměnných. Unikátem je například vývoj reálných cen nemovitostí, které se za posledních více jak třicet let nedostaly na úroveň z počátku tzv. ztracené dekády. S nadsázkou lze říci, že teoretický finanční cyklus je delší než časové řady samotné. I přesto lze ve zprávách o finanční stabilitě, které Bank of Japan publikuje (BoJ, 2023), nalézt ukazatel finanční mezery, indikující pozici v kladných číslech podobně jako u mezery úvěrů a HDP (Graf 6).

<sup>9</sup> Primárním měřítkem FPC pro stanovení výše sazby CCyB je schopnost domácích bank absorbovat potenciální ztáty. Zohledňovány jsou například standardy pro poskytování úvěrů či výsledky tzv. stress testů.

<sup>10</sup> Viz., např. <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2023/ps/the-financial-policy-committees-approach-to-setting-the-countercyclical-capital-buffer>

## Závěr

**Globální finanční krize přinesla definitivní změnu paradigmatu v dosavadním vnímání finančního sektoru.** Vývoj finančních proměnných, vykazující cyklické chování, se citelně propisuje do vývoje reálné ekonomiky. Nejdůležitější lekcí zůstává, že recese provázené finančním úpadkem jsou hlubší a delší. Makroobezřetnostní politika, redukující hromadění finančního stresu, byla zabudována do instrumentária centrálních bank (nebo k tomu zřízených institucí) vznikla i proto, aby země co nejvíce eliminovaly ztráty z neoptimálního fungování finančního systému.

**Hodrick-Prescottův filtr slouží jako početně jednoduchý a relativně informativním nástroj pro odhad dlouhodobého trendu ekonomických veličin.** Problémem zůstává vychýlení na konci řady a zavádějící odhady v reálném čase. Jak přiznává Basilejský výbor, národní regulátoři při stanovování proticyklické kapitálové rezervy spoléhají spíše na jiné ukazatele či komplexnější přístupy (viz i např. ČNB) než na standardizovanou reprezentaci basilejské mezery (Basilejský výbor pro bankovní dohled, 2022), aby CCyB účinněji plnila svoji roli při zmírňování důsledků nepříznivé fáze finančního cyklu. Ze tří sledovaných evropských zemí, používajících sazbu CCyB, je Německo jediným státem, jehož sazba je po kvalitativní stránce konzistentní s basilejskou mezerou v původně definované podobě. To lze však očekávat. Jak upozorňuje Evropská rada pro systémová rizika (ESRB), finanční cykly jsou napříč státy relativně rozdílné a společný referenční ukazatel tak nemusí vždy vyhovovat potřebám finanční stability (ESRB, 2014; ESRB, 2022).

**Pro zhodnocení současného stavu finančního cyklu ve vybraných zemích či jejím výhledu do budoucnosti je Hodrick-Prescottův filtr nespolehlivý.** Ve všech třech případech evropských ekonomik je v současnosti efektivní sazba CCyB, navzdory nízkým hodnotám filtrem odvozené finanční mezery, na svých historických maximech. Systémové riziko a z něj plynoucí potenciální ztráty, na něž regulátoři připravují bankovní systémy ve svých jurisdikcích, jednorozměrný filtr nevidí.

## Zdroje

- Akerlof, G. A., Blanchard, O., Romer, D., & Stiglitz, J. E. (Eds.). (2014). *What have we learned?: Macroeconomic policy after the crisis*. MIT Press.
- Basilejský výbor pro bankovní dohled (2010). *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*. Basel, Switzerland.
- Basilejský výbor pro bankovní dohled (2022). *Buffer usability and cyclicity in the Basel framework*. Basel, Switzerland.
- BaFin (2019, September 4). *General Administrative Act governing the rate for the domestic countercyclical capital buffer under section 10d of the KWG*. Bafin.de[online]. Retrieved July 1, 2023, from <https://www.bafin.de/dok/12946932>
- BaFin (2020, April 23). *General Administrative Act regarding a decrease in the domestic countercyclical capital buffer rate*. Bafin.de[online]. Retrieved July 1, 2023, from <https://www.bafin.de/dok/13991372>
- BaFin (2022, February 16). *General Administrative Act regarding a decrease in the domestic countercyclical capital buffer rate*. Bafin.de[online]. Retrieved July 1, 2023, from <https://www.bafin.de/dok/17394924>
- Baxa, J., & Žáček, J. (2022). *Monetary Policy and the Financial Cycle: International Evidence*. Czech National Bank, Economic Research Department.
- Blanchard, O., & Galí, J. (2007). Real wage rigidities and the New Keynesian model. *Journal of money, credit and banking*, 39, 35-65.
- BoJ (2023). *Financial System Report*. boj.or.jp[online]. Retrieved July 5, 2023, from <https://www.boj.or.jp/en/research/brp/fsr/data/fsr230421a.pdf>
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *Journal of Banking & Finance*, 45, 182-198.
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. National bureau of economic research.
- Cevik, M. S., & Naik, S. (2023). *Bubble Detective: City-Level Analysis of House Price Cycles*. International Monetary Fund.
- Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., Tong, H., Bakker, B., & Vandenbussche, J. (2012). *Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms*. IMF Staff discussion note, 12(06).
- Drehmann, M., Borio, C. E., & Tsatsaronis, K. (2012). *Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!*.
- Drehmann, M., & Juselius, M. (2012). *Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?*. BIS Quarterly Review September.
- Drehmann, M., & Juselius, M. (2014). *Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements*. *International Journal of Forecasting*, 30(3), 759-780.
- Edge, R. M., & Meisenzahl, R. (2011). *The unreliability of credit-to-GDP ratio gaps in real-time: Implications for countercyclical capital buffers*. *International Journal of Central Banking*, 7(4), 261-298.

- ESRB (2014). Recommendation of the European Systemic Risk Board on guidance for setting countercyclical buffer rates. Eur-Lex.Europa.eu. Retrieved August 30, 2023, from [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014Y0902\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014Y0902(01))
- ESRB (2022). Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector. Esrb.Europa.eu. Retrieved August 30, 2023, from <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.reviewmacropruframeworkcfa.220331~5d81cb2173.en.pdf?7263115b46a985b4481328afd3f2326d>
- FPC (2016). The Financial Policy Committee's approach to setting the countercyclical capital buffer. Bankofengland.co.uk[online]. Retrieved July 5, 2023, from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/statement/2016/the-financial-policy-committees-approach-to-setting-the-countercyclical-capital-buffer.pdf>
- Hamilton, J. D. (2018). Why you should never use the Hodrick-Prescott filter. *Review of Economics and Statistics*, 100(5), 831-843.
- Hatzius, J., Hooper, P., Mishkin, F. S., Schoenholtz, K. L., & Watson, M. W. (2010). Financial conditions indexes: A fresh look after the financial crisis (No. w16150). National Bureau of Economic Research.
- HCSF (2022, December 13). Press Release. *Economie.gouv.fr*[online]. Retrieved July 1, 2023, from [https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/hcsf/HCSF\\_20221213\\_pressrelease.pdf?v=1671095905](https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/hcsf/HCSF_20221213_pressrelease.pdf?v=1671095905)
- Hodrick, R. J., & Prescott, E. C. (1997). Postwar US business cycles: an empirical investigation. *Journal of Money, credit, and Banking*, 1-16.
- Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J. L., & Saurina, J. (2014). Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?. *Econometrica*, 82(2), 463-505.
- Kuttner, K., & Robinson, T. (2010). Understanding the flattening Phillips curve. *The North American Journal of Economics and Finance*, 21(2), 110-125.
- Maddaloni, A., & Peydró, J. L. (2011). Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: Evidence from the Euro-area and the US lending standards. *the review of financial studies*, 24(6), 2121-2165.
- Minsky, H. P. (1982). *Can it happen again? Essays on instability and finance*, M E Sharpe, Armonk.
- Nier, E. W., & Kang, H. (2016). Monetary and macroprudential policies—exploring interactions. *BIS Paper*, (86e).
- Richter, B., Schularick, M., & Shim, I. (2019). The costs of macroprudential policy. *Journal of International Economics*, 118, 263-282.
- Seidler, J., & Geršl, A. (2012). Excessive credit growth and countercyclical capital buffers in Basel III: an empirical evidence from central and east European countries.
- Yamada, H. (2012) A Note on Band-Pass Filters Based on the Hodrick-Prescott Filter and the OECD System of Composite Leading Indicators. *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, vol. 2011/2. <https://doi.org/10.1787/jbcma-2011-5kg0pb01sbbt>.

### **Klíčová slova**

Finanční cyklus, hospodářský cyklus, Hodrick-Prescottův filtr, proticyklická kapitálová rezerva

### **JEL Klasifikace**

E32, E58, G28

## A1. Změna predikcí pro rok 2023

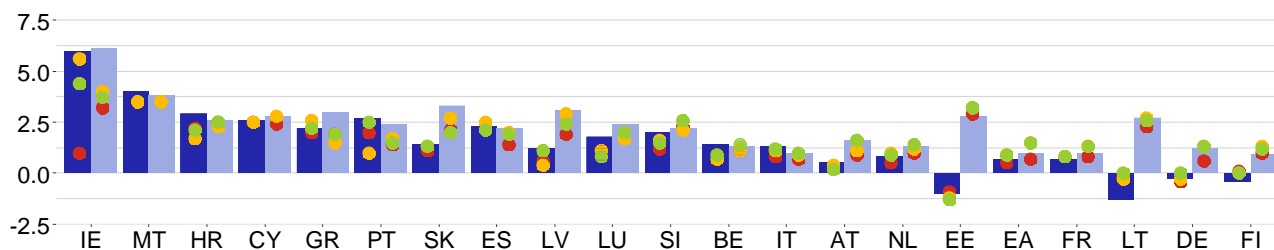
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	+0,1	+0,1	-0,2	0	-0,4	-0,4	+0,2
US	+0,2	+0,2	+0,1	+0,6	0	+1,0	+0,5	-0,1
UK	+0,1	+0,7	+0,5	+0,2	+0,1	-2,2	+0,2	0
JP	+0,4	+0,1	-0,1	-0,1	+0,1	+1,3	+0,3	+0,7
CN	-0,3	0	+0,1	0	-0,2	-0,2	-0,1	0
RU	+0,3	+0,8	+1,0	+0,1	+0,4	+2,0	-1,0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

## A2. Změna predikcí pro rok 2024

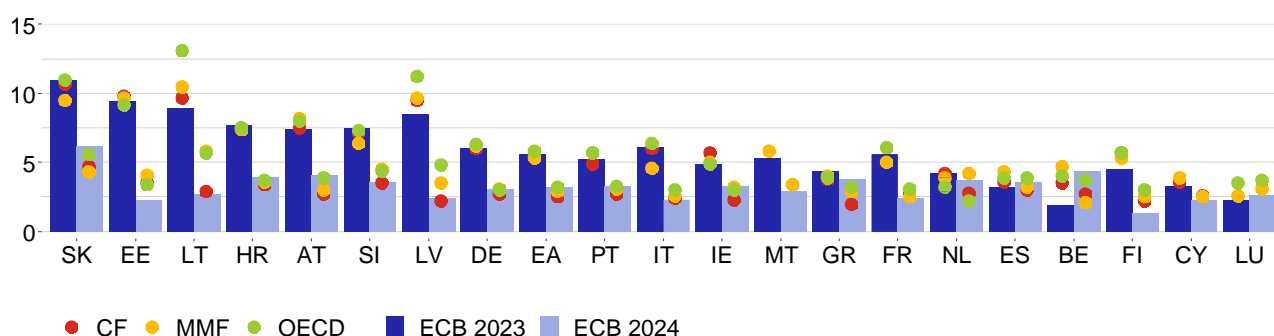
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	+0,1	0	-0,5	0	+0,2	+0,2	+0,2
US	+0,2	-0,1	+0,1	-0,1	-0,1	+0,1	+0,1	0
UK	0	0	+0,1	-0,3	+0,1	-0,7	0	0
JP	-0,1	0	0	0	+0,3	+1,2	+0,2	-0,1
CN	-0,2	0	+0,2	0	-0,2	+0,3	0	0
RU	-0,1	0	+0,1	-0,1	0	+0,6	-0,1	+0,4

### A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



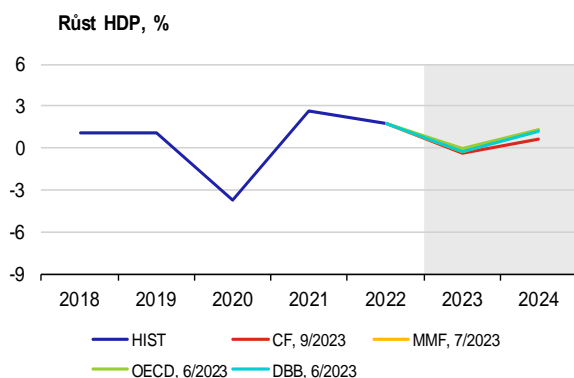
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



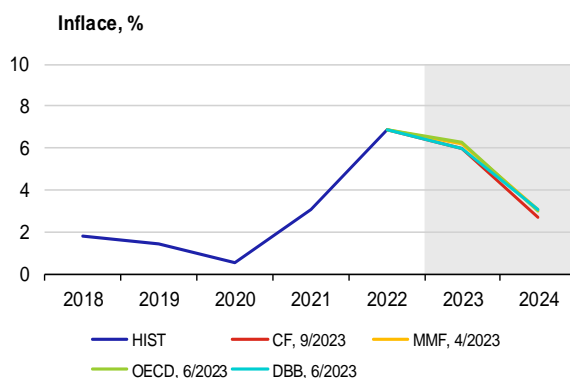
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

#### Německo

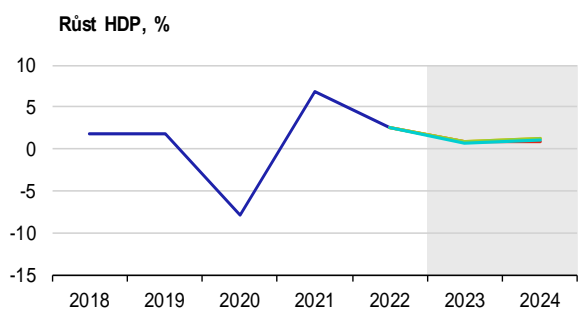


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	-0,4	-0,3	0,0	-0,3
2024	0,6	1,3	1,3	1,2

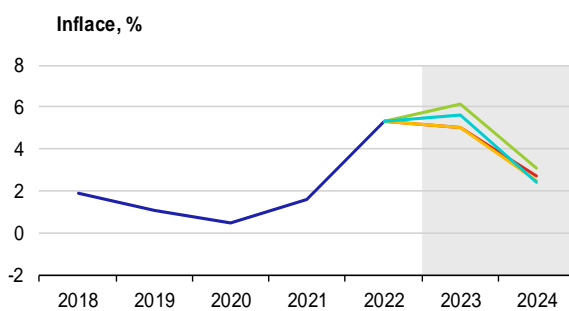


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	6,0	6,2	6,3	6,0
2024	2,7	3,1	3,0	3,1

## Francie

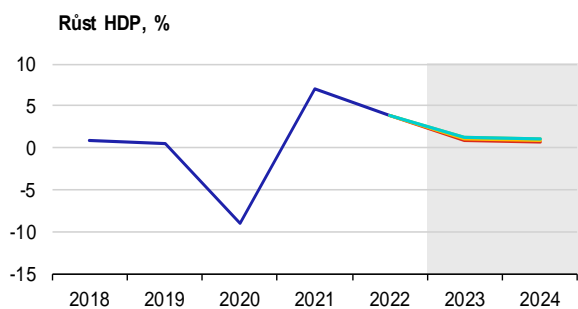


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,8	0,8	0,8	0,7
2024	0,8	1,3	1,3	1,0

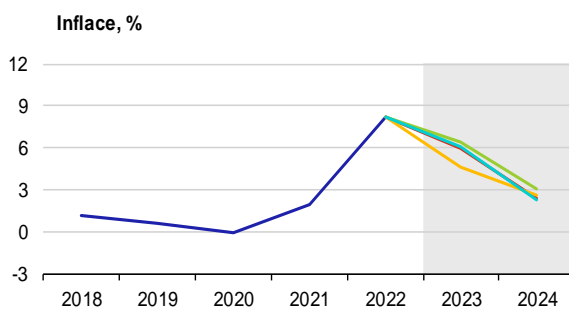


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,0	5,0	6,1	5,6
2024	2,7	2,5	3,1	2,4

## Itálie

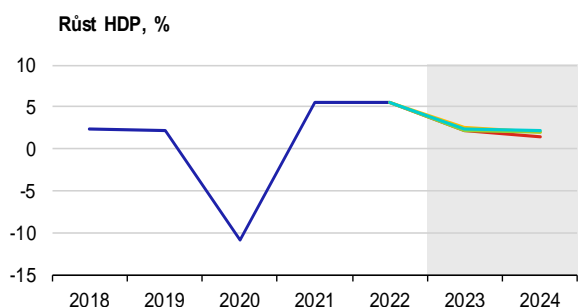


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,8	1,1	1,2	1,3
2024	0,7	0,9	1,0	1,0

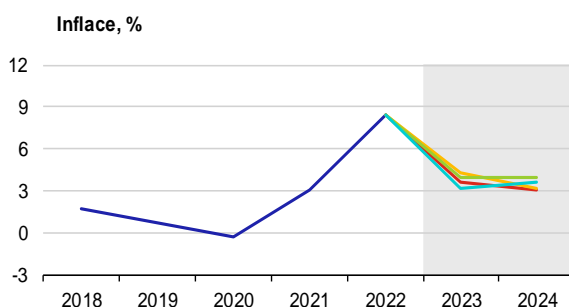


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,0	4,6	6,4	6,1
2024	2,4	2,6	3,0	2,3

## Španělsko



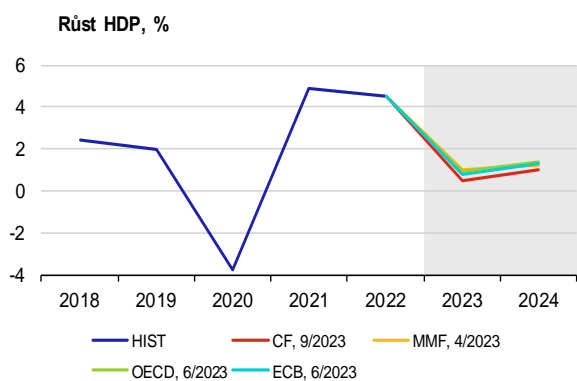
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,2	2,5	2,1	2,3
2024	1,4	2,0	1,9	2,2



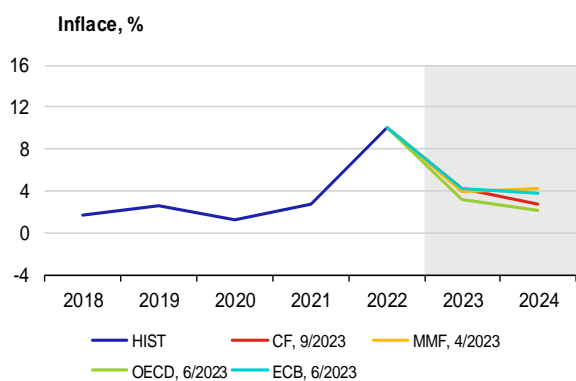
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,6	4,3	3,9	3,2
2024	3,0	3,2	3,9	3,6



## Nizozemsko

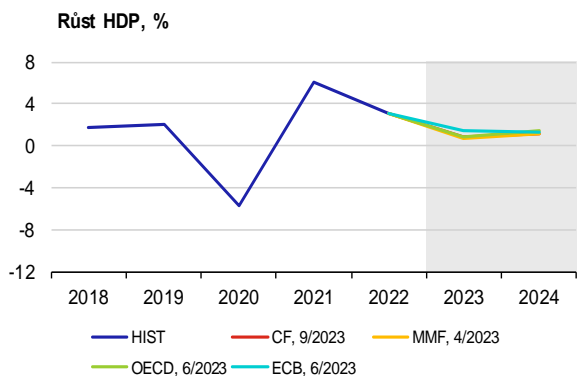


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	1,0	0,9	0,8
2024	1,0	1,2	1,4	1,3

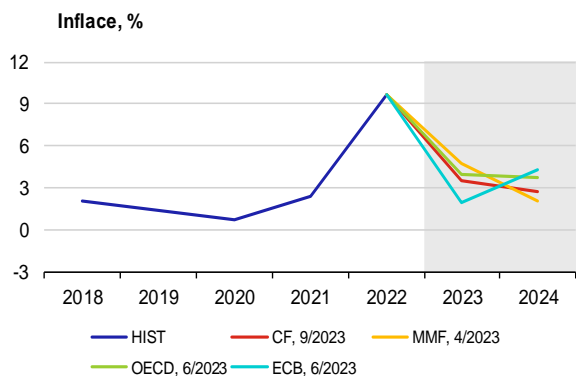


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,2	3,9	3,2	4,2
2024	2,8	4,2	2,2	3,7

## Belgie

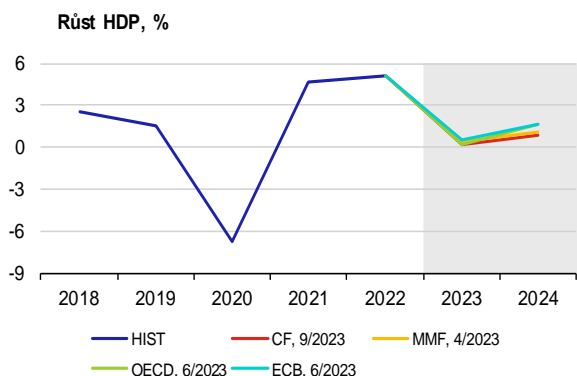


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,9	0,7	0,9	1,4
2024	1,1	1,1	1,4	1,3

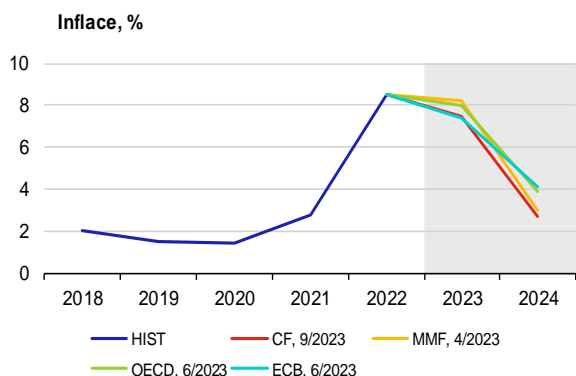


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,5	4,7	4,0	1,9
2024	2,7	2,1	3,7	4,3

## Rakousko

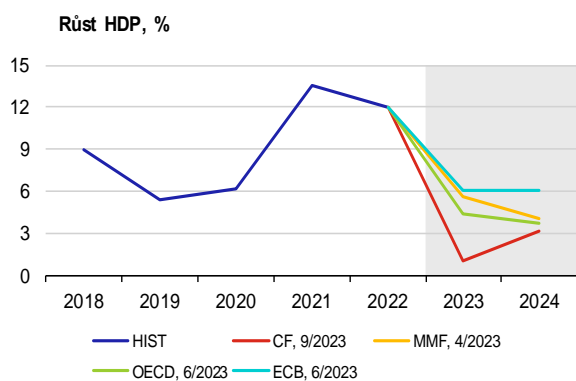


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,2	0,4	0,2	0,5
2024	0,9	1,1	1,6	1,6

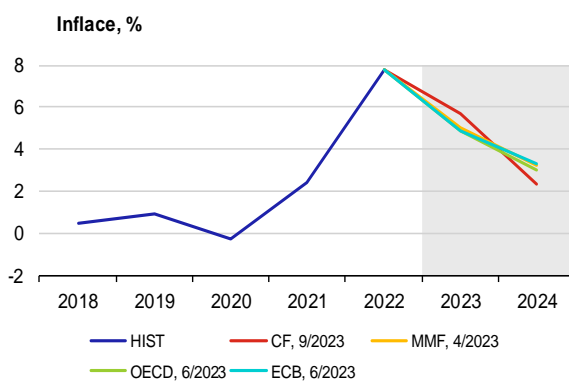


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,5	8,2	8,0	7,4
2024	2,7	3,0	3,9	4,1

## Irsko

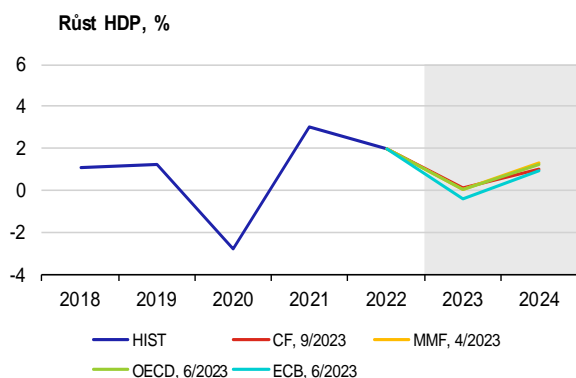


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,0	5,6	4,4	6,0
2024	3,2	4,0	3,7	6,1

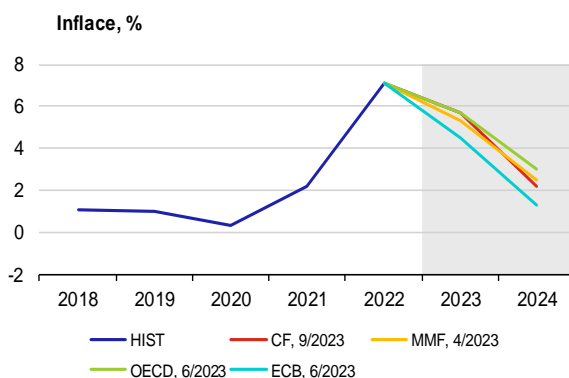


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,7	5,0	4,9	4,9
2024	2,3	3,2	3,0	3,3

## Finsko

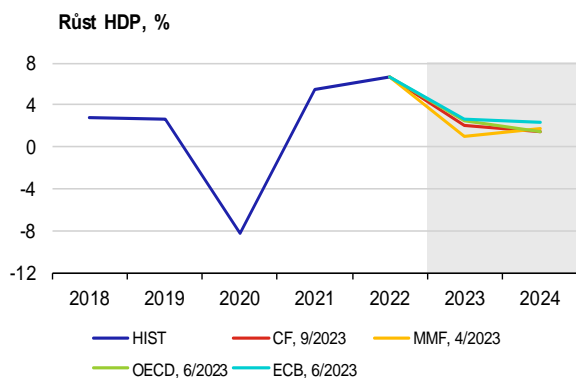


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,1	0,0	0,0	-0,4
2024	1,0	1,3	1,2	0,9

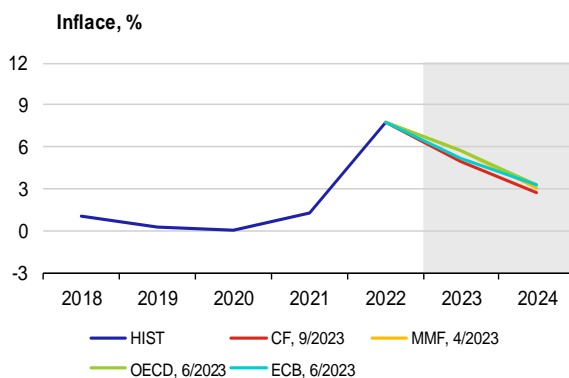


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,7	5,3	5,7	4,5
2024	2,2	2,5	3,0	1,3

## Portugalsko

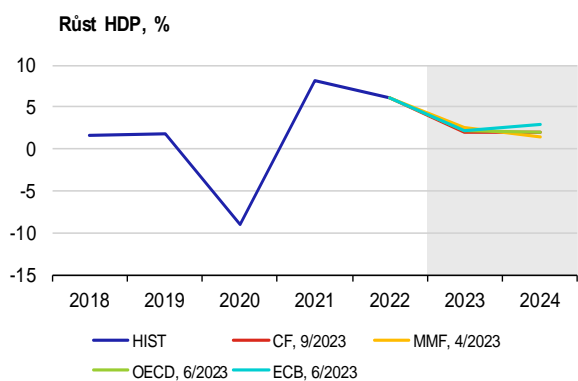


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,0	1,0	2,5	2,7
2024	1,4	1,7	1,5	2,4

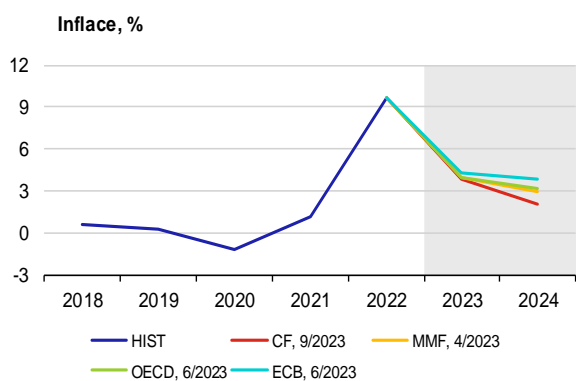


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,9	5,7	5,7	5,2
2024	2,7	3,1	3,3	3,3

## Řecko

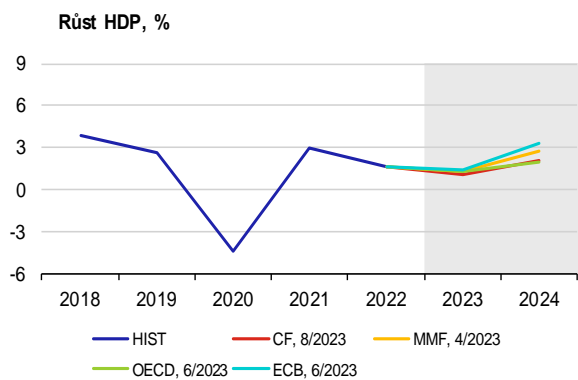


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,0	2,6	2,2	2,2
2024	1,9	1,5	1,9	3,0

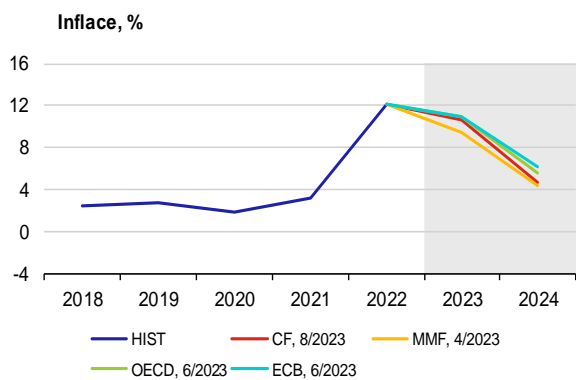


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,8	4,0	3,9	4,3
2024	2,0	2,9	3,2	3,8

## Slovensko

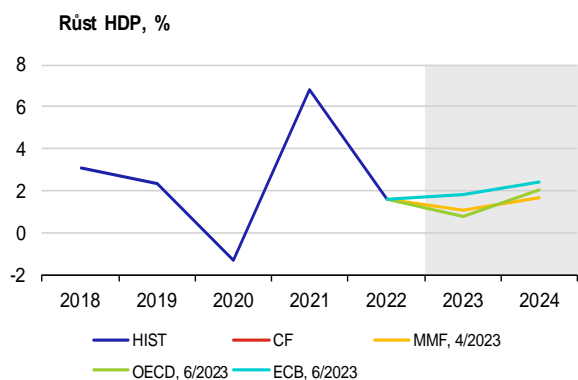


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,1	1,3	1,3	1,4
2024	2,1	2,7	2,0	3,3

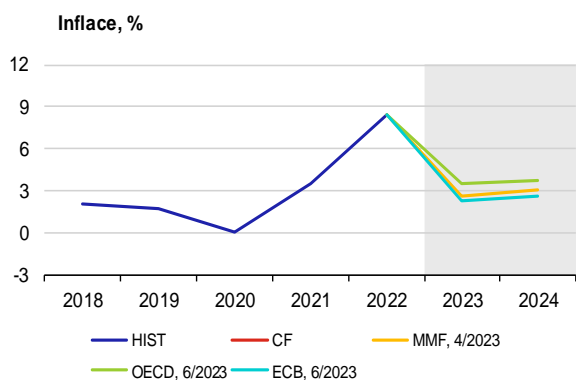


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	10,7	9,5	11,0	11,0
2024	4,7	4,3	5,6	6,2

## Lucembursko

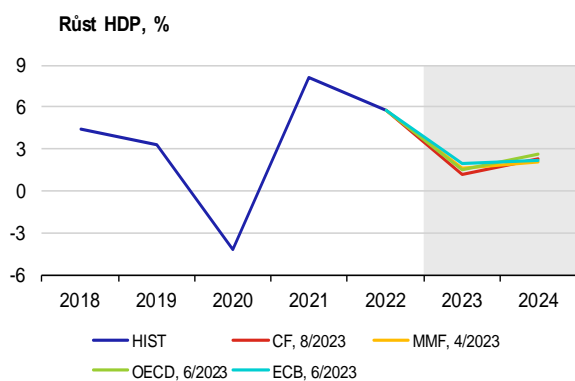


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	1,1	0,8	1,8
2024	n. a.	1,7	2,0	2,4

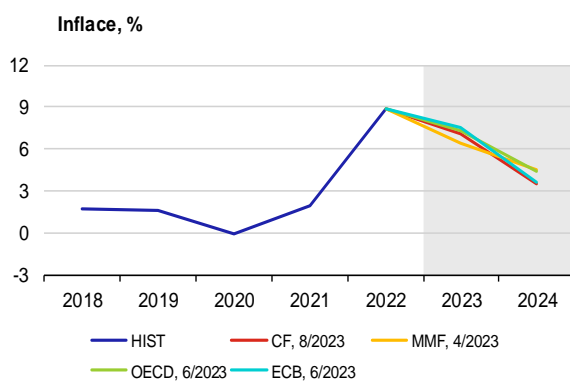


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	2,6	3,5	2,3
2024	n. a.	3,1	3,7	2,6

## Slovensko

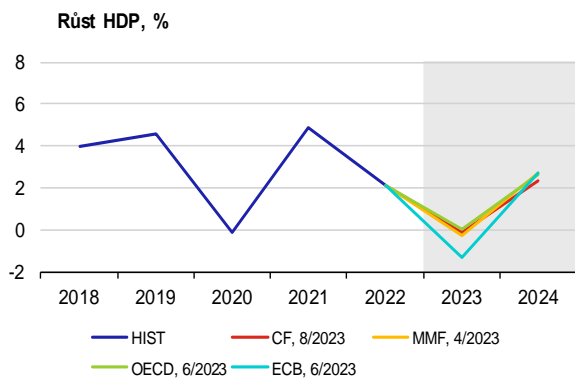


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,2	1,6	1,5	2,0
2024	2,3	2,1	2,6	2,2

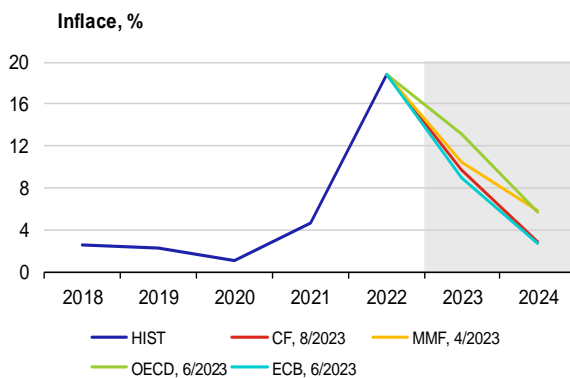


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,1	6,4	7,3	7,5
2024	3,5	4,5	4,4	3,6

## Litva

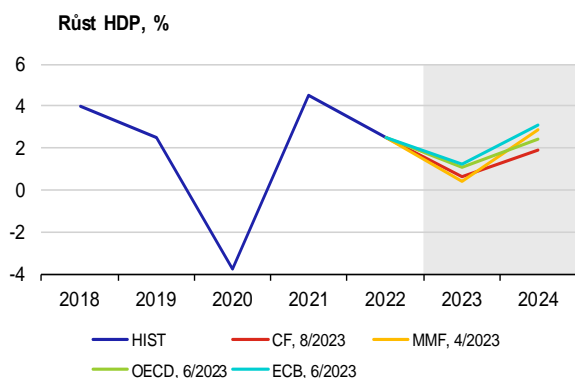


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,1	-0,3	0,0	-1,3
2024	2,3	2,7	2,6	2,7

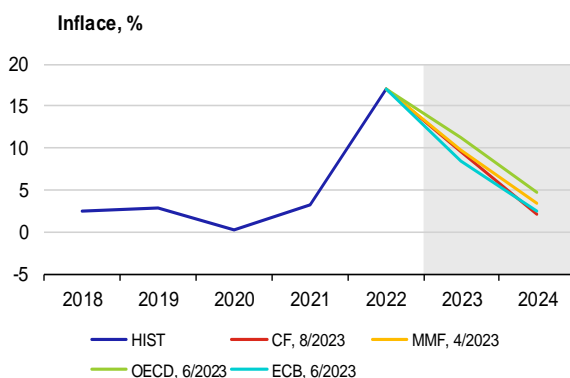


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,7	10,5	13,1	8,9
2024	2,9	5,8	5,7	2,7

## Lotyšsko

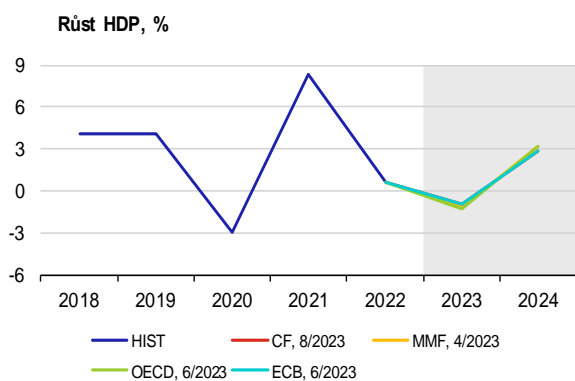


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,6	0,4	1,1	1,2
2024	1,9	2,9	2,4	3,1

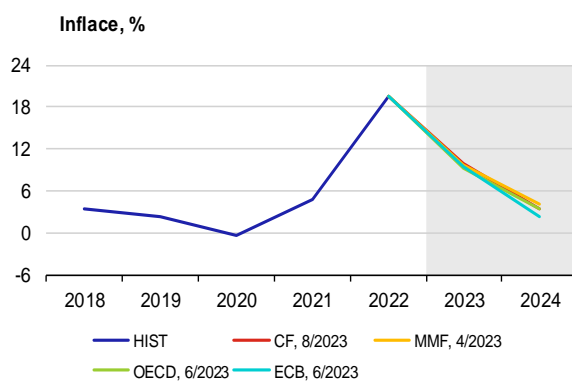


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,5	9,7	11,2	8,5
2024	2,2	3,5	4,8	2,4

## Estonsko

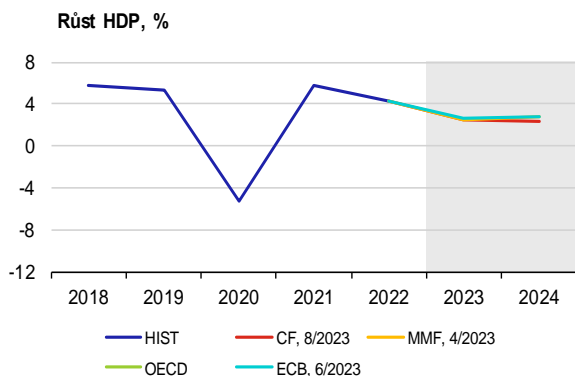


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,9	-1,2	-1,3	-1,0
2024	2,9	3,2	3,2	2,8

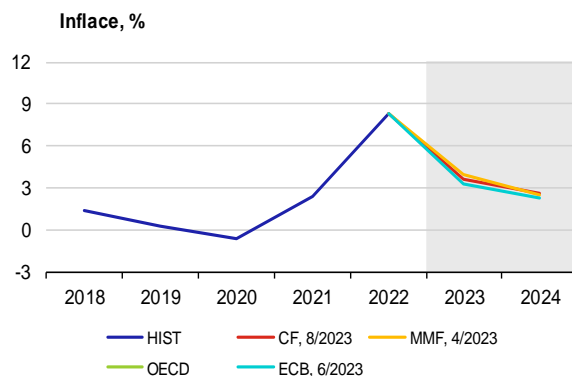


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,8	9,7	9,2	9,4
2024	3,5	4,1	3,4	2,3

## Kypr

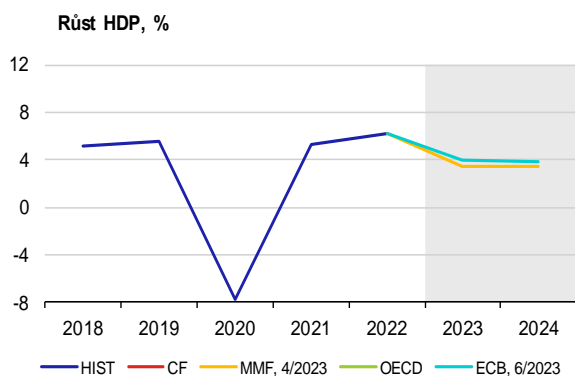


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,5	2,5	n. a.	2,6
2024	2,4	2,8	n. a.	2,8

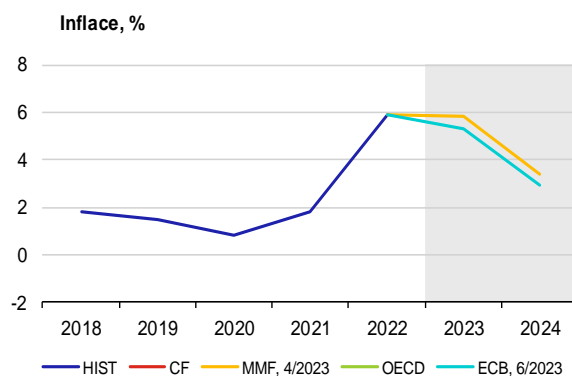


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,6	3,9	n. a.	3,3
2024	2,6	2,5	n. a.	2,3

## Malta



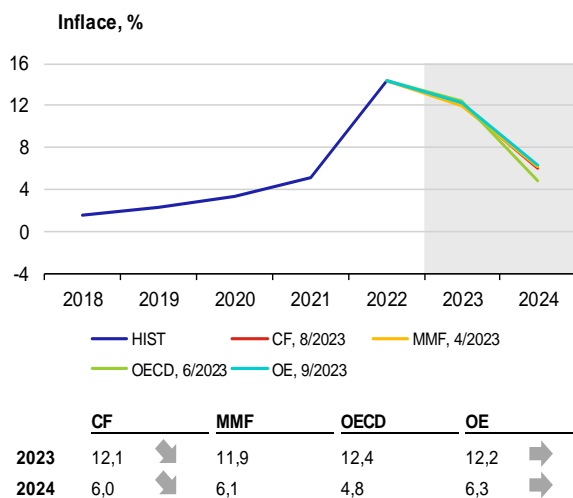
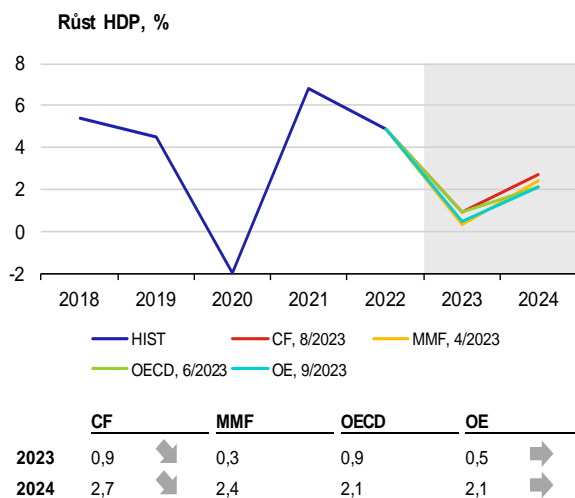
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,5	n. a.	4,0
2024	n. a.	3,5	n. a.	3,8



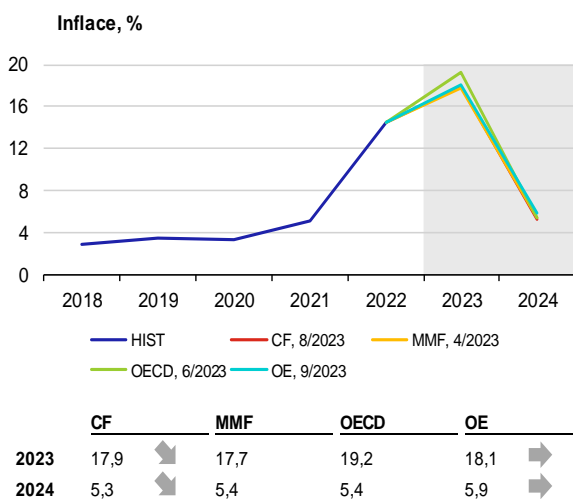
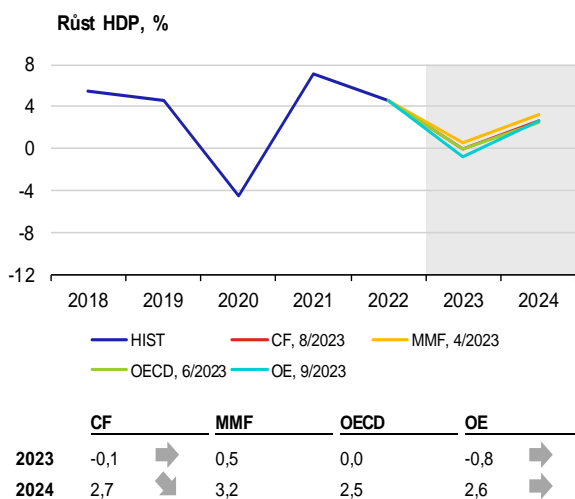
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	5,8	n. a.	5,3
2024	n. a.	3,4	n. a.	2,9

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

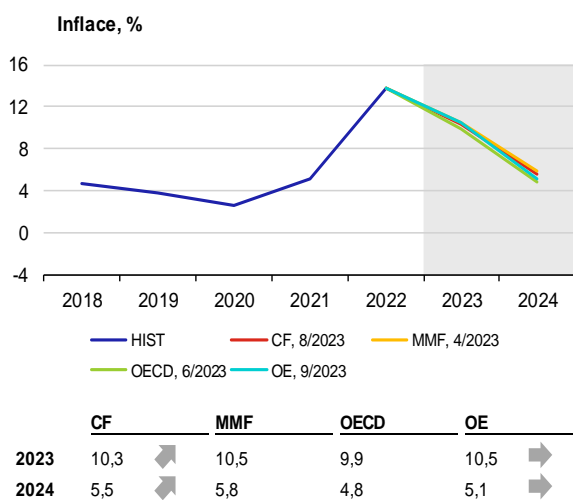
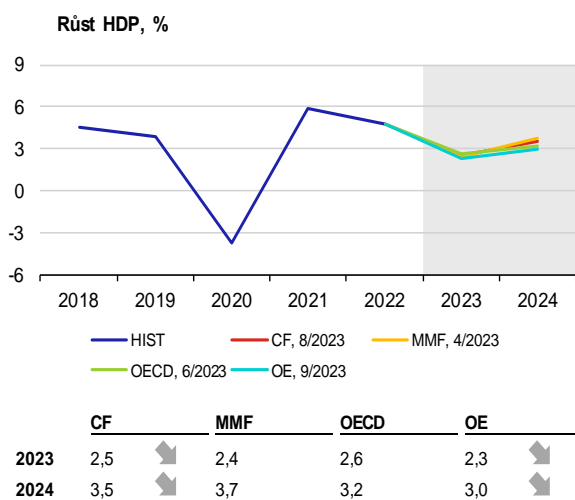
### Polsko



### Maďarsko



### Rumunsko



## A6. Seznam zkratk používaných v GEVU

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