

Globální ekonomický výhled

březen 2023



I. Úvod	2
II. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Čína	6
II.5 Spojené království	7
II.6 Japonsko	7
II.7 Rusko	8
II.8 Polsko	8
II.9 Maďarsko	9
III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	10
IV. Vývoj na komoditních trzích	11
IV.1 Ropa	11
IV.2 Ostatní komodity	12
V. Zaostrěno na...	13
Regionální sentiment středoevropských měn v globálním kontextu	13
A. Přílohy	21
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

17. března 2023

Sběr dat CF

13. března 2023

Datum publikace GEVu

24. března 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 EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Garant, I. Úvod
Petr Polák	Editor, II.3 Spojené státy, V. Zaostrěno na...
Pavla Růžičková	II.1 Eurozóna, II.8 Polsko, II.9 Maďarsko
Michaela Ryšavá	II.2 Německo, II.5 Spojené království
Martin Motl	II.4 Čína
Martin Kábrt	II.6 Japonsko
Oxana Babecká	II.7 Rusko
Jan Hošek	IV.1 Ropa, IV.2 Ostatní komodity
Soňa Benecká	V. Zaostrěno na...

I. Úvod

Ukrajinská armáda se již třináctý měsíc aktivně brání ruské agresi. Politická, vojenská, materiální, humanitární a další pomoc Západu Ukrajině vytrvale pokračuje. Mezinárodní trestní soud v Haagu vydal na Vladimíra Putina a na ruskou zmocněnkyni pro práva dětí zatykač. Důvodem jsou útoky na civilní cíle a únosy ukrajinských dětí na ruské území. Důležitou roli, ať již ve směru zkrácení či prodloužení konfliktu, může sehrát Čína, jejíž prezident Si Ťin-pching (právě nestandardně zvolený čínským parlamentem na své již třetí funkční období) dorazil v tomto týdnu na oficiální návštěvu Ruska.

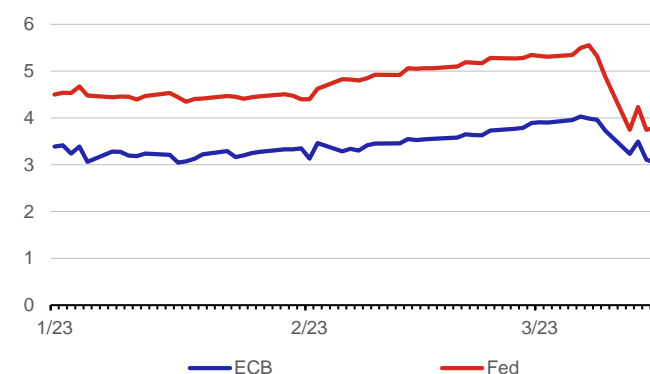
Inflace ve světě pozvolna začíná klesat, stále je však na nebývale vysokých úrovních. V Evropské unii se meziroční inflace s hodnotou 9,9 % stala opět jednocifernou, v eurozóně pak dosáhla 8,5 %. Nejvyšších hodnot v zemích EU dosahuje v Maďarsku a Lotyšsku, kde stále převyšuje 25%, resp. 20% hranici. Pomyslnými premianty jsou Lucembursko a Belgie s inflací blízko 5 %, i ta však je viditelně vzdálená ideální 2% hodnotě. Mírný pokles inflace v USA na 6% úroveň bude důležitým faktorem nejen pro nastavení amerických úrokových sazeb, ale i globálních měnových podmínek.

Ve Spojených státech, a následně i ve Švýcarsku došlo k nečekaným problémům několika bankovních domů. V případě USA šlo o několik spíše menších bank. Výjimkou je pád šestnácté největší Silicon Valley Bank, což nervozitu na finančních trzích krátkodobě umocnilo. Ve Švýcarsku vyvrcholily minulé víkend problémy jedné z největších tamních bank, Credit Suisse, kterou nyní převezme její rival UBS a dojde tím k jedné z největších transakcí v bankovním sektoru ve 21. století. Na podrobnější analýzu důvodů kolapsů těchto bank si budeme muset ještě počkat, ukazuje se však, že všichni aktéři (jak centrální banky a vlády, tak i ostatní komerční banky) si dobře uvědomili důležitost přijetí rychlých a důvěryhodných řešení. Právě na důvěře je totiž podstata bankovního postavení.

Graf aktuálního čísla ukazuje, jak pád několika bank ve Spojených státech rozkolísal finanční trhy a jejich očekávání ohledně výše měnověpolitických sazeb v USA a eurozóně. Ještě na počátku března očekávaly trhy, že americký Fed zvedne sazby až na 5,5 % a ECB na 4 %. Nyní se objevily obavy, zda centrální banky neupřednostní finanční stabilitu na úkor pokračujícího boje se stále vysokou inflací. ECB na svém březnovém jednání zvýšila sazby o 0,5 p. b. a zdůraznila, že boj o cenovou stabilitu není na úkor stability finanční. Ch. Lagardeová také opakovaně uvedla, že bankovní sektor je v eurozóně odolný a v mnoha aspektech v lepší kondici než před pádem investiční banky Lehman Brothers v roce 2008.

Březnové číslo dále přináší analýzu: „Regionální sentiment střeoevropských měn v globálním kontextu“. Článek se zaměřuje na faktory ovlivňující pohyb kurzů a ukazuje, že jejich vývoj nesouvisí pouze s makroekonomickými fundamenty, ale také se změnou v náladě globálních investorů či důvěryhodnosti regionu, zejména pak v době nejistoty na finančních trzích a útěku do bezpečných aktiv.

Vývoj tržního očekávání výše základních sazeb na konci roku 2023, %



Zdroj: Bloomberg
Pozn.: Data dle OIS.

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2023	0,6 ↗	0,0 ↗	1,0 ↗	-0,5 ↗	1,0 ↘	5,3 ↗	-2,1 ↗
	2024	1,1 ↘	1,3 ↘	0,9 ↘	0,7 ↗	1,1 ↗	5,2 ↗	1,3 ↗
Inflace (%)	2023	5,6 ↗	6,0 ↘	4,2 ↗	6,4 ↘	2,3 ↗	2,3 ↘	6,1 ↗
	2024	2,4 ↗	2,7 ↗	2,6 ↗	2,9 ↗	1,3 ↗	2,4 ↗	4,8 ↗
Nezaměstnanost (%)	2023	6,9 ↗	5,5 ↗	4,0 ↘	4,3 ↘	2,5 ↗	3,6 ↗	3,7 ↘
	2024	6,9 ↘	5,4 ↗	4,6 ↘	4,3 ↘	2,4 ↗	4,4 ↗	3,7 ↘
Kurz (vůči USD)	2023	1,10 ↗	1,10 ↗		1,24 ↘	126,5 ↘	6,73 ↗	77,1 ↘
	2024	1,13 ↗	1,13 ↗		1,28 ↘	122,3 ↘	6,54 ↘	78,1 ↘

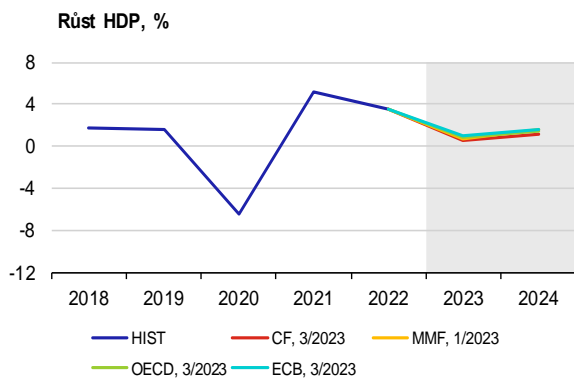
Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

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

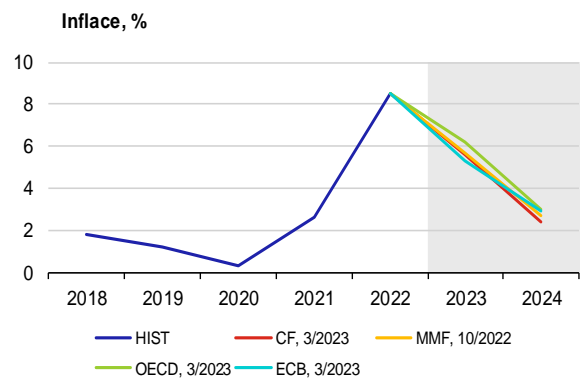
II.1 Eurozóna

Nejnovější data z eurozóny tentokrát nenaplnila očekávání. Ne, že by byla vyloženým zklamáním, jejich poselství pro nejbližší vývoj ekonomiky je však méně jednoznačné. Růst HDP v závěrečném čtvrtletí loňského roku byl revidován níže, konkrétně z nepatrného růstu na stagnaci (meziročně +1,8 %). Přeslapování ekonomiky na místě skrývá dvě tváře. Vlivem vysoké inflace klesla spotřeba domácností a výrazně se snížily investice. Na druhou stranu výpadek domácností téměř vykryla vyšší spotřeba vlád a hospodářský výkon eurozóny notně podepřel čistý export. Do nového roku sice blok vykročil správnou nohou (průmyslová produkce i tržby v maloobchodě v lednu meziměsíčně vzrostly), ukazatele sentimentu však začínají narážet na limity své nedávné optimistické jízdy. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v únoru nepatrně snížil, zůstává tak stále pod 50 body (celkový PMI přesto povyrosl díky službám). Nepatrný pokles zaznamenal také indikátor ekonomického sentimentu (ESI). V rámci něj se zhoršilo vnímání situace jak v průmyslu, tak ve službách, v zotavování ale pokračoval sentiment spotřebitelů. Zato indikátor ZEW si připsal další výrazné zlepšení. Nová prognóza ECB (zpracovaná před revizí HDP) předpovídá pro letošek růst ekonomiky o 1 %, CF přišel taktéž se zvýšením odhadu (ale jen na 0,6 %), OECD se pak postavila přesně mezi ně.

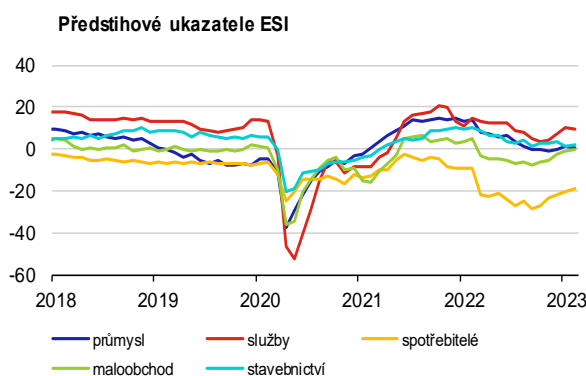
Inflace zvolnila v únoru méně, než se očekávalo. O pouhou desetinu procenta (na 8,5 %). Meziměsíčně vzrostly spotřebitelské ceny o 0,8 %. Co je zneklidňující ještě víc, je fakt, že jádrová inflace vyšplhala na své nové maximum (5,6 % meziročně). Inflační tlaky jsou tedy široce založené a jejich rychlé zkrocení bude vyžadovat pokračování jstřábí měnové politiky navzdory zhoršujícím se vyhlídkám reálné ekonomiky. ECB v březnu doručila slibované zvýšení sazeb o 50 b. b., prezidentka Lagardeová nicméně připustila, že některým guvernéřům se tentokrát do zvyšování nechtělo v obavách z dění na finančních trzích. Nová prognóza ECB – zpracovaná před publikací únorové inflace – čeká letos růst cen o 5,3 %, CF už stihl nemilé překvapení zapracovat a odhaduje 5,6 %, OECD je ještě pesimističtější.



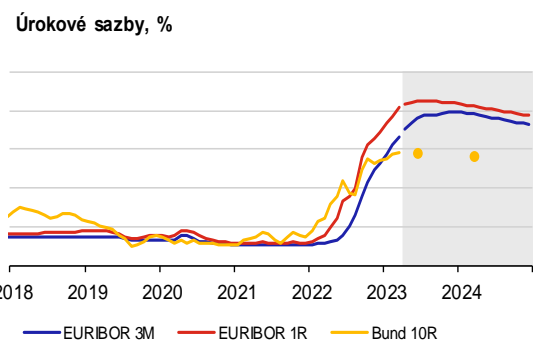
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,6	0,7	0,8	1,0
2024	1,1	1,6	1,5	1,6



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



	průmysl	služby	spotřeb.	maloob.	stavebn.
12/22	-0,6	7,5	-22,0	-2,6	3,6
1/23	1,2	10,4	-20,7	-0,7	1,4
2/23	0,5	9,5	-19,0	-0,1	1,8



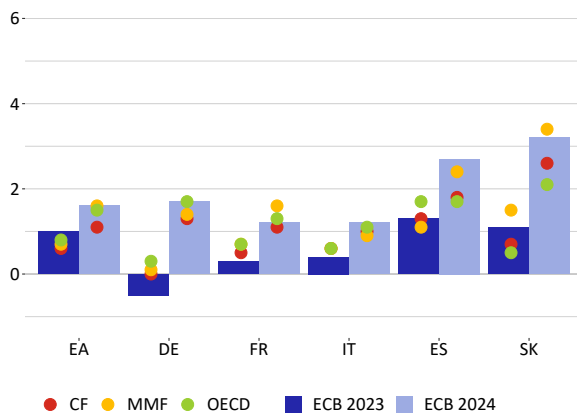
	2/23	3/23	6/23	3/24
3M EURIBOR	2,64	2,90	3,50	3,63
1Y EURIBOR	3,53	3,88	4,03	3,88
10Y Bund	2,37	2,40	2,40	2,30

II.2 Německo

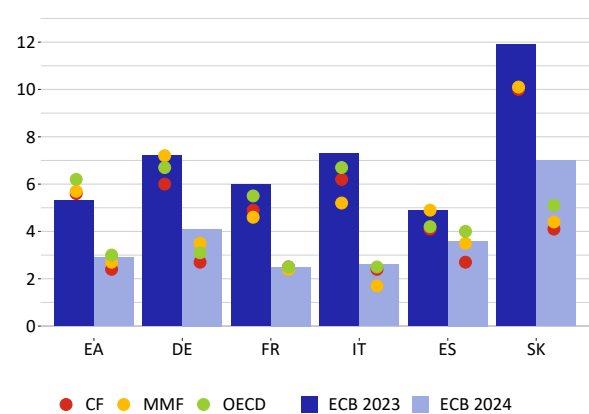
Po poklesu německé ekonomiky o 0,4 % ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku se vrací obavy z recese. Spolkový statistický úřad Destatis předpokládal původně stagnaci ekonomiky, koncem ledna pak v prvním odhadu oznámil pokles HDP o 0,2 % a nejnovější revidované údaje přinesly další snížení oproti očekávání. Důvodem byla především vysoká inflace a energetická krize, jež zatížily ekonomiku v závěru roku, kdy způsobily především prudký pokles spotřebitelských výdajů a investic. Jedná se o největší mezičtvrtletní pokles HDP od počátku roku 2021, přičemž vyhnout se dalšímu poklesu HDP v prvním čtvrtletí letošního roku je nyní méně pravděpodobné. Meziročně se pak HDP v posledním čtvrtletí loňského roku zvýšil o 0,9 %. CF i OECD nicméně nově zvýšily výhled HDP pro letošní rok, na hodnoty mezi stagnací a nepatrným růstem, a pro rok příští růst do 2 %. Nedávné průzkumy mezi podnikateli a spotřebiteli vykreslily poměrně optimistický obraz pro započatý rok. Kompozitní ukazatel PMI v únoru poukázal na návrat aktivity soukromého sektoru k růstu, když vzrostl na hodnotu 50,7 (z předešlých 49,9). Po dlouhých osmi měsících se tak dostal znovu do pásma expanze, především díky sektoru služeb (50,9), zatímco zpracovatelský sektor zaostával (46,3). Pozitivní podnikatelské klima dokládá také zlepšující se ZEW i Ifo index (především díky očekáváním budoucího vývoje). Těž spotřebitelské nálada se dále zotavuje a s klesajícími cenami energií se opatrně navrácí optimismus.

Únor přinesl drobné zrychlení meziroční inflace, která tak zůstává na vysoké úrovni. Harmonizovaná spotřebitelská inflace dosáhla především kvůli vysokým cenám potravin 9,3 % (oproti lednovým 9,2 %) a meziměsíčně došlo k růstu spotřebitelských cen o 1,0 %. Jádřová inflace též mírně překonala lednovou hodnotu a přiblížila se 6% hranici, což ukazuje, že ceny rychle rostou i u ostatních skupin výrobků mimo energie a potraviny. V příštím roce by inflace měla dle nových výhledů zpomalit k 3 %. V lednu již počtvrté v řadě zpomalil meziroční růst cen průmyslových výrobců (17,6 % oproti prosincovým 21,6 %), přičemž hlavním důvodem byl opět vývoj cen energií.

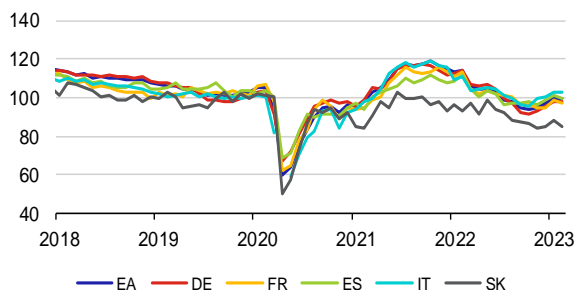
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



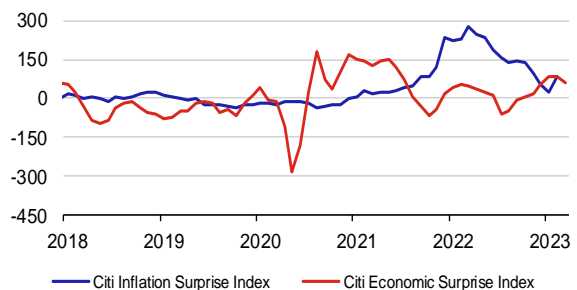
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
12/22	97,1	95,3	94,4	98,8	100,7	85,3
1/23	99,8	97,8	98,6	101,5	102,5	88,1
2/23	99,7	97,9	97,1	99,5	102,5	84,8

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

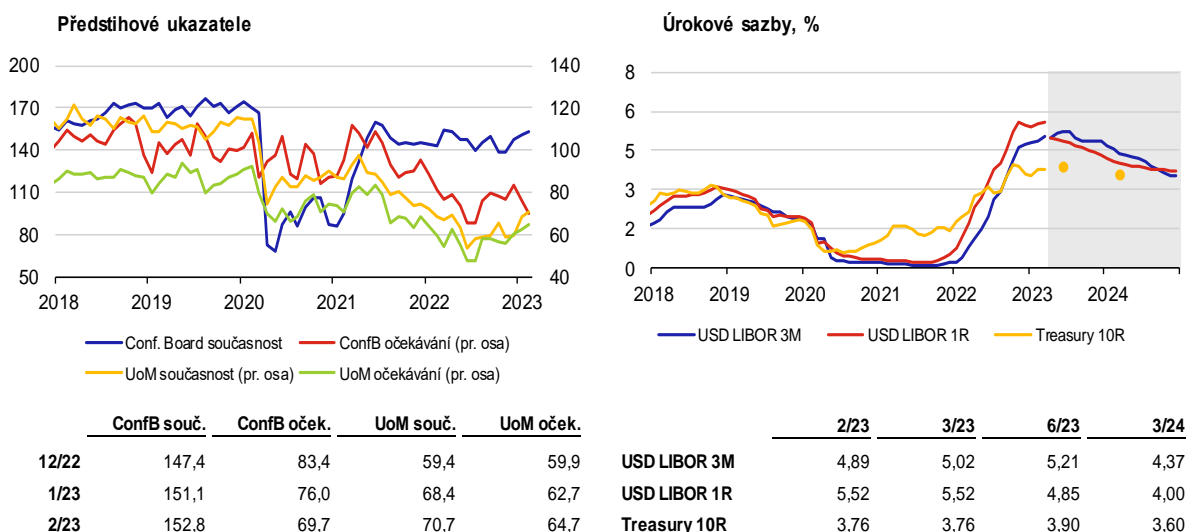
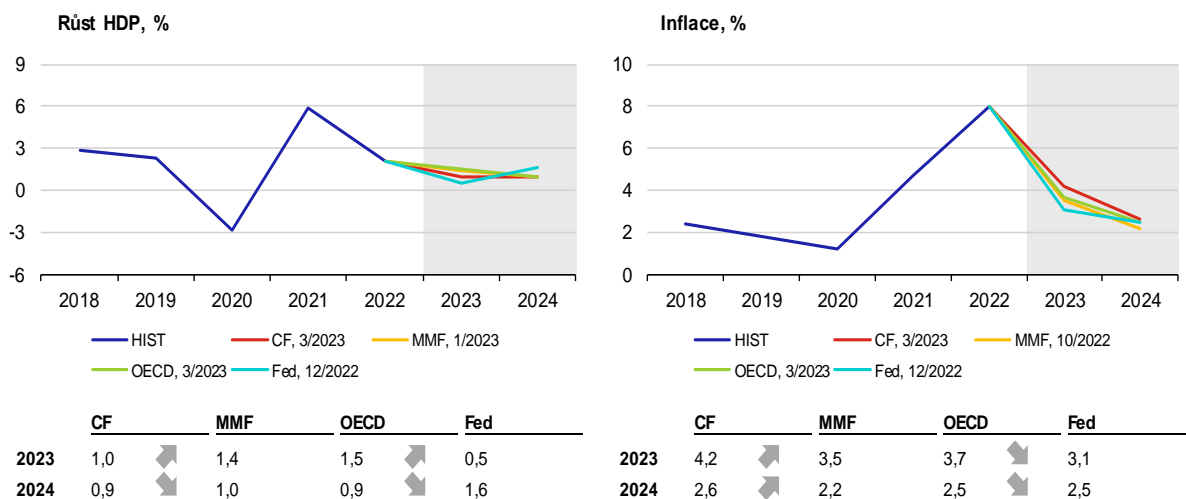
	5y5y	SPF
1/23	2,32	2,12
2/23	2,39	2,12
3/23	2,46	2,12

II.3 Spojené státy

Problémy několika amerických bank otřásly důvěrou investorů nejen ve Spojených státech, ale také v Evropě.

První padlou bankou byla na začátku března Silvergate Capital, která utrpěla ztráty po kolapsu kryptoburzy FTX v minulém roce a nyní se rozhodla ukončit činnost. Následně americké úřady převzaly kontrolu jak nad Silicon Valley Bank, kterou položil velký výběr peněz klientů, tak newyorskou Signature Bank, která z velké části pracovala s rizikovými kryptoaktivy. Ministerstvo financí ve společném prohlášení s bankovní regulací uvedlo, že všichni střadatelé se ke svým úsporám dostanou. Nicméně na finančních trzích nejen výrazně oslabily akcie bank, ale současně došlo k obavě, zda bude americký Fed pokračovat ve zpříšňování měnové politiky dosavadním tempem, neboť rostoucí úrokové sazby snižují hodnotu dluhopisů, které mají finanční instituce ve svých bilancích. Ještě na začátku března finanční trhy očekávaly, že Fed dotáhne sazby až na 5,5 % a nyní se s napětím očekává březnové měnové jednání.

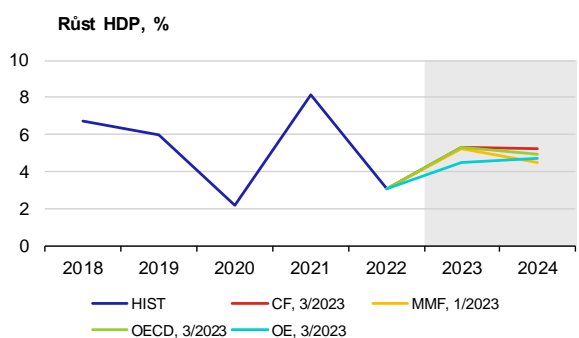
Nový výhled růstu HDP se posouvá směrem výše. CF očekává letos růst ve výši 1 %, zatímco nová prognóza OECD je optimističtější s hodnotou 1,5 %. Důvodem je zejména odolnost americké ekonomiky i při snaze americké centrální banky krotit inflaci. Trh práce zůstává napjatý, míra nezaměstnanosti klesla na 3,6 % a v únoru bylo v nezemědělských sektorech vytvořeno 311 tisíc nových pracovních míst. Navzdory únorové inflaci ve výši 6 % vyskočily meziměsíčně reálné příjmy domácností o 1,4 % a reálná spotřeba o více jak procento. Po dvou měsících mírného poklesu rovněž narostly prodeje v maloobchodu. Výhled pro příští rok se naopak snížil na 0,9 %, a to zejména kvůli očekávané přísnější měnové politice. Inflační očekávání zůstávají zvýšená, nicméně došlo k určitému snížení cenových tlaků v oblasti potravin, energií a dopravy.



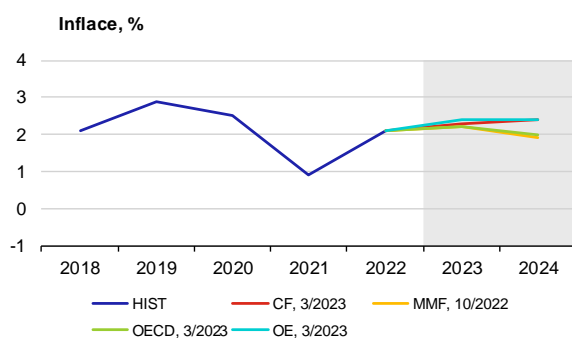
II.4 Čína

Nejnovější data naznačují vyšší výkonnost čínské ekonomiky v prvním čtvrtletí letošního roku, odrážející zejména sílící domácí poptávku. Indexy PMI ve zpracovatelském průmyslu i v nevýrobním odvětví v únoru dále výrazně vzrostly a již druhý měsíc v řadě se pohybovaly nad 50bodovou referenční úrovní oddělující fázi ekonomické expanze a kontrakce. Index PMI měřící aktivitu ve zpracovatelském průmyslu dokonce dosáhl nejvyšší úrovně za posledních více než 10 let, což odráží nedávné uvolnění protiepidemických restrikcí a s tím spojené zadržené poptávky, a dále také prorůstová opatření fiskální a měnové politiky. Průmyslová produkce, která je klíčovým faktorem čínské ekonomiky, v únoru meziročně vzrostla o 2,4 %, což je nejvyšší hodnota od října minulého roku. Výrazné oživení v únoru nastalo i u maloobchodních tržeb, které po předcházejících třech měsících poklesu meziročně vzrostly o 3,5 %. Dle březnového výhledu analytiků CF by se meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním a příštím roce mělo pohybovat těsně nad 5 %. To je také v souladu s oznámením čínské vlády z počátku března o stanovení cíle růstu ekonomiky v letošním roce zhruba o 5 %. Cíl pro minulý rok přitom činil 5,5 %, přičemž ekonomika v roce 2022 vzrostla pouze o 3 %. Snížení cílovaného růstu odráží zejména nízkou globální poptávku, kterou by měla kompenzovat v návaznosti na nárůst příjmů u středně- a nízko-příjmových skupin obyvatel silnější domácí spotřebitelská poptávka.

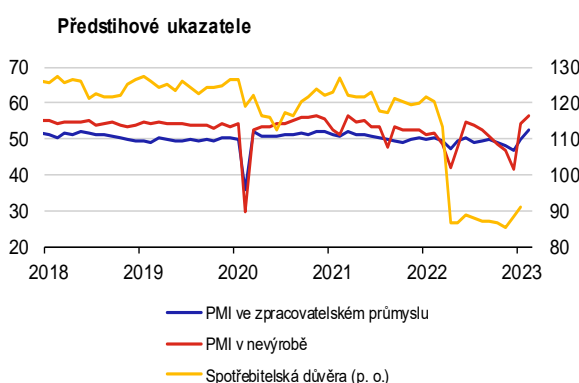
Meziroční růst spotřebitelských cen v únoru prudce zpomalil, a byl tak nejnižší za poslední dva roky, ceny průmyslových výrobců dále poklesly. Únorové skokové snížení meziročního růstu spotřebitelských cen na 1 % z lednových 2,1 % odráželo především zvolnění růstu cen potravin a také slabší poptávku po službách, u níž se mimo jiné projevilo také letošní dřívější načasování oslav spojených s příchodem lunárního čínské Nového roku. Nicméně vzhledem k sílícím domácím poptávkovým tlakům lze v následujících měsících očekávat opětovný rychlejší cenový růst, avšak ne nikterak výrazný. Spotřebitelská inflace se dle březnového výhledu CF bude v následujících dvou letech pohybovat mírně nad 2 %. Meziroční pokles cen výrobců se v únoru dále prohloubil z lednových -0,8 % na -1,4 %.



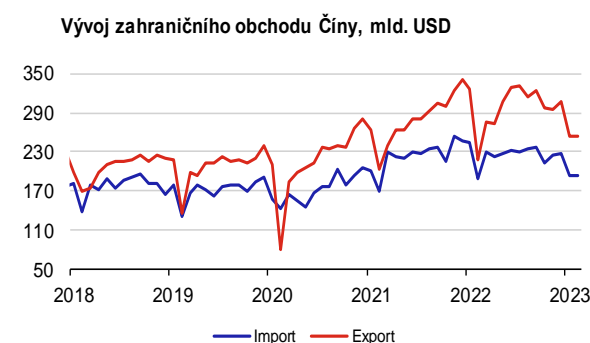
	CF	MMF	OECD	OE
2023	5,3	5,2	5,3	4,5
2024	5,2	4,5	4,9	4,7



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



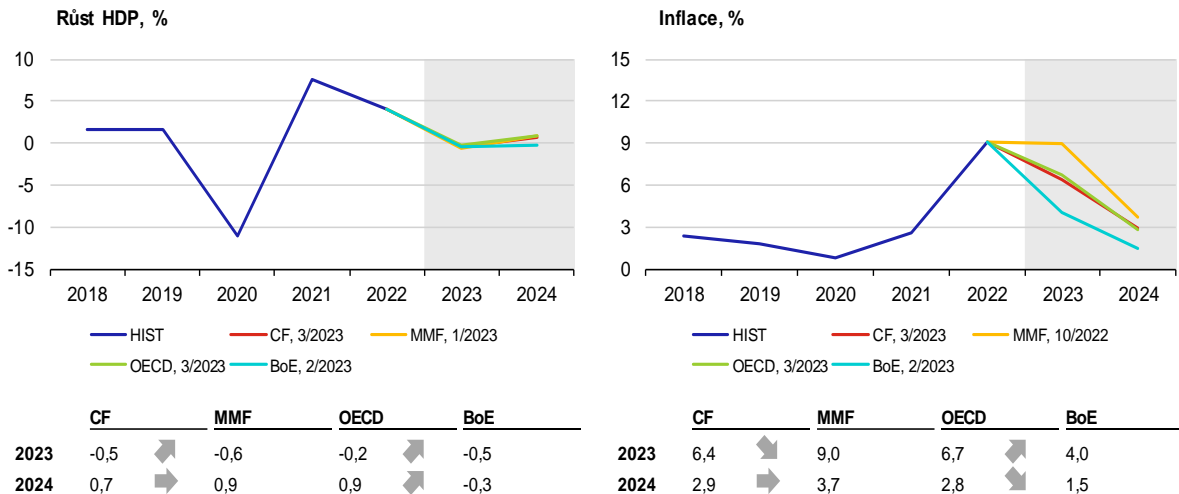
	PMI zprac. prům.	PMI v nevýrobě	Spo. dův. (p.o.)
12/22	47,0	41,6	88,3
1/23	50,1	54,4	91,2
2/23	52,6	56,3	



Zdroj: Bloomberg

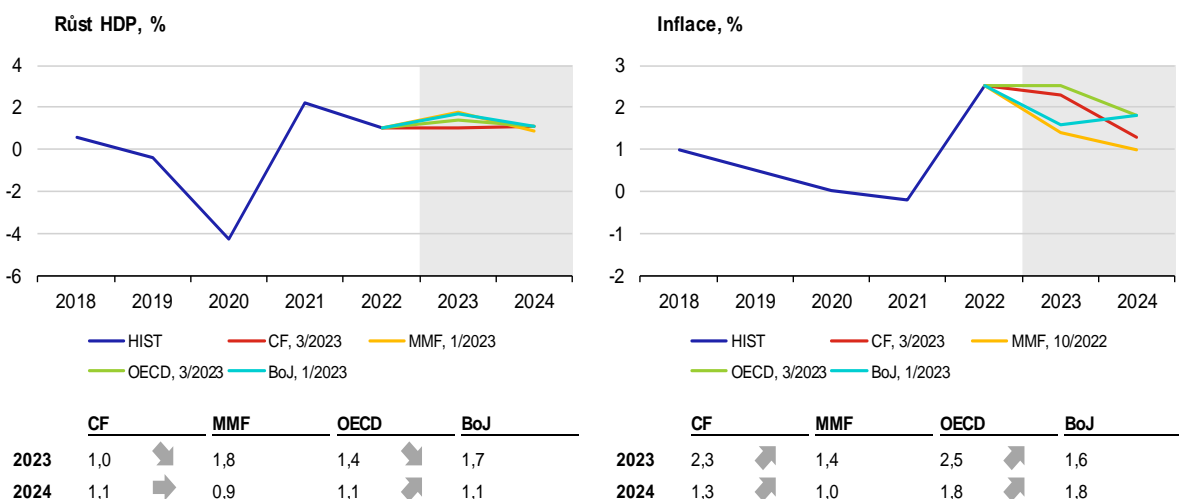
II.5 Spojené království

BoE naznačila na pozadí prozatímního ubránění se recesi, že sazby jsou blízko svého vrcholu. Britská ekonomika se již od konce loňského roku potýká se stávkami ve veřejném sektoru a též s krizí životních nákladů. Vláda se tak v nově vyhlášeném rozpočtu zaměřila nejen na větší podporu domácnostem, ale především na daňové úlevy pro podniky ve výši 9 mld. liber, které mají podpořit investice a potažmo hospodářský růst. CF i OECD nově predikují menší pokles HDP v letošním roce (do 0,5 %) a téměř 1% růst v roce příštím. Celková inflace zůstává vysoká, ovšem pro rok 2023 by měla zpomalit pod 7 % a v roce 2024 dokonce pod 3 %. Podnikatelské průzkumy za únor ukázaly na rychlejší než očekávané zvýšení aktivity. Kompozitní ukazatel PMI v únoru výrazně vzrostl (53,1) a dostal se poprvé od července loňského roku do pásma expanze, především díky službám. Pozitivní dlouhodobé důsledky pro britskou ekonomiku by pak mohlo přinést urovnání vztahů po brexitu mezi UK a EU díky tzv. „Windsorskému rámci“ pro sporný Severoirský protokol.



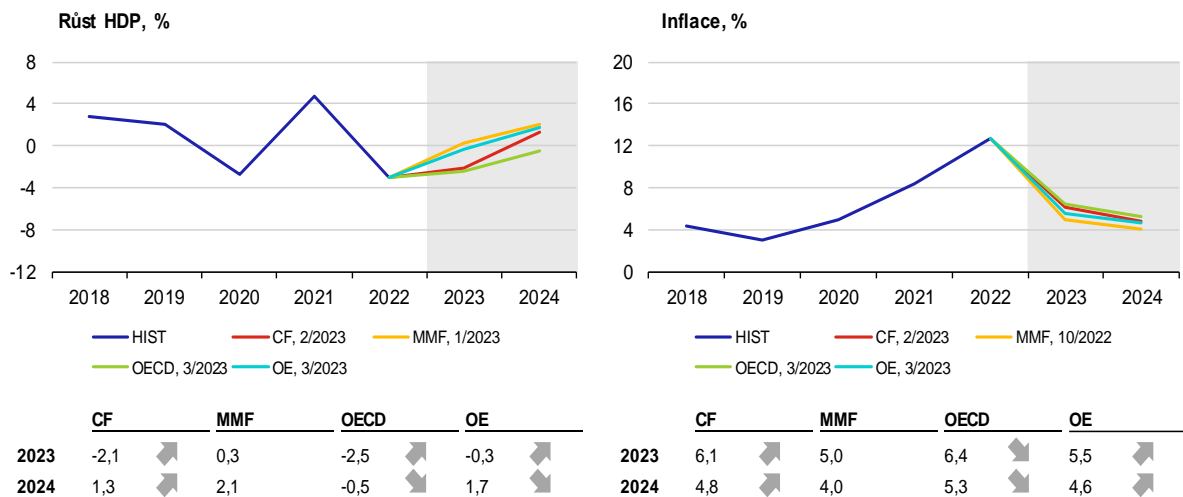
II.6 Japonsko

Japonská ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí zklamala očekávání a při mezičtvrtletním růstu o méně než jedno promile se jen těsně vyhnula technické recesi. Soukromá spotřeba vzrostla mezikvartálně o 0,3 %, zatímco investice zaznamenaly pokles o 0,5 %. I ve srovnání s čtvrtým čtvrtletím roku 2021 vzrostla ekonomika jen o 0,4 %. Podnikatelský sentiment PMI v průmyslu se v prvních třech měsících letošního roku nadále zhoršuje, zatímco sentiment ve službách se zlepšuje. Odcházející guvernér Kuroda nezměnil na svém posledním březnovém zasedání BoJ nastavení měnové politiky. Ta tak zůstává extrémně uvolněná, ovšem tlak tržních účastníků na její zpřísnění povolil po nedávných turbulencích na globálních finančních trzích, vyvolaných krachy tří amerických bank. Výnos japonských dluhopisů se nyní nachází pod stropem hájeným BoJ, která tak po měsících může přestat s rozsáhlými nákupy aktiv.



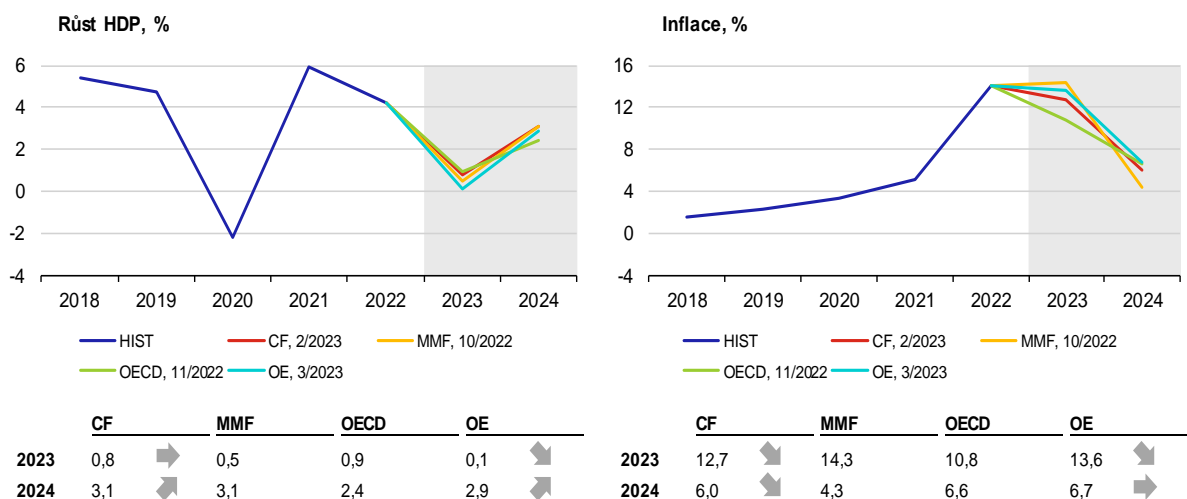
II.7 Rusko

Krátkodobá dynamika na začátku roku naznačuje pozitivní trend. Koincidenční ukazatele se zlepšují. Zatímco únorový PMI ve zpracovatelském průmyslu stoupl o jeden bod na hodnotu 53,6, PMI ve službách poprvé od loňského září opustil pásmo recese a vystoupil na hodnotu 53,1. V obou případech je zlepšení podpořeno oživením domácí poptávky a růstem nových zakázek, s výjimkou těch exportních. Obdobný závěr přináší indikátor podnikatelského klimatu publikovaný Ruskou centrální bankou. K vyšším hodnotám ukazatele přispěly nejen lepší odhady stávajícího podnikatelského prostředí, ale také výrazné zlepšení podnikatelských očekávání na příští tři měsíce. Vývoj v jednotlivých odvětvích ovšem není rovnoměrný. Zatímco farmaceutickému nebo textilnímu a oděvnímu průmyslu či stavbám a opravám lodí se celkem daří (i díky státním zakázkám), těžební, chemický a metalurgický průmysl neželezných kovů se potýká s obtížemi. Vyhlídky exportu ropy a zemního plynu nejsou příliš povzbudivé kvůli sankcím a také v důsledku nedostatku specializovaných kontejnerů.



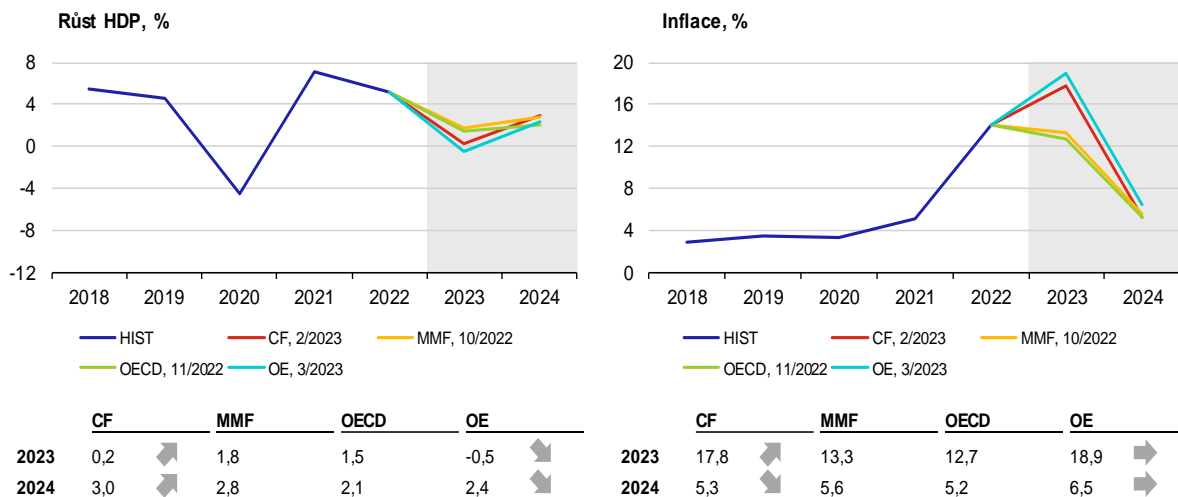
II.8 Polsko

Nejnovější výhledy pro polskou ekonomiku přinesly mírně příznivější hodnoty. Nová prognóza polské centrální banky očekává růst HDP v letošním roce o 0,9 %. Podobnou dynamiku predikuje i CF, OE je výrazně pesimističtější. V příštím roce se pak předpokládá zrychlení na 2–3 %. Index PMI pro zpracovatelský průmysl zůstává zatím stále v pásmu kontrakce, když nadále klesá produkce i nové zakázky, byť pomalejším tempem. Jeho hodnota se však každým měsícem zvedá. Situace na trhu práce zůstává příznivá, ačkoli míra nezaměstnanosti se v lednu lehce zvýšila na 5,5 %. Růst mezd v soukromém sektoru v témže měsíci opětovně zrychlil nad 13 % meziročně. Výhledy inflace se od minulého vydání lehce snížily. Analytici CF odhadují, že za celý letošní rok dosáhne 12,7 %, OE predikuje 13,6 %. Centrální banka je výrazně optimističtější, když odhaduje pro letošek inflaci 11,9 % a příští rok 5,7 %. To vše však bylo publikováno ještě před únorovou inflací, která vyskočila na 18,4 % (jádrová 12 %).



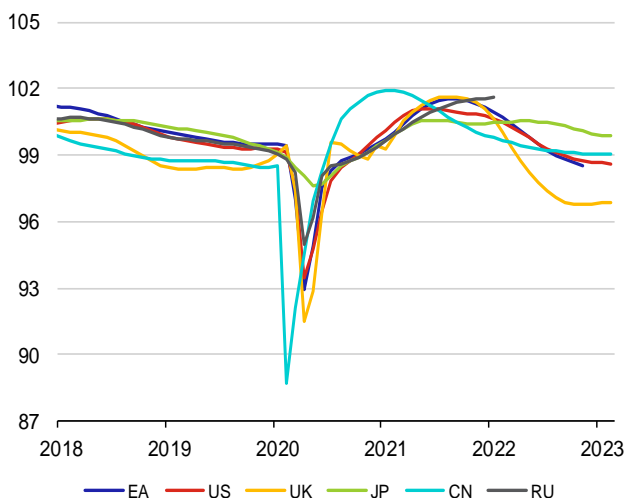
II.9 Maďarsko

Mírně lepší vyhlídky se rýsují i pro maďarskou ekonomiku, tedy alespoň její reálnou část. Analytici CF nově očekávají v letošním roce nepatrnou expanzi. Není však zcela jasné, z čeho tento náznak optimismu plyne. Průmyslová produkce v lednu přešla do lehkého meziročního poklesu. Stavebnictví zažívá nemalý meziroční pokles už druhým měsícem. Tržby v maloobchodě jsou oproti loňskému lednu téměř o 5 % nižší (poklesly jak v kategorii potravin, tak ostatního zboží). Již zcela zřetelně se promítají dopady extrémně vysoké inflace na poptávku spotřebitelů. Trh práce je sice v dobré kondici (nízká míra nezaměstnanosti a nominální růst mezd převyšující 17 %), reálný propad příjmů je nezanedbatelný. Pravdu tak možná bude mít OE, který svůj výhled letošního HDP naopak snížil, a to na -0,5 %. Inflace v únoru sice nepatrně zvolnila, přesahuje však stále 25 % (celková i jádrová). CF a OE odhadují, že za celý letošní rok dosáhne zhruba 18 %.

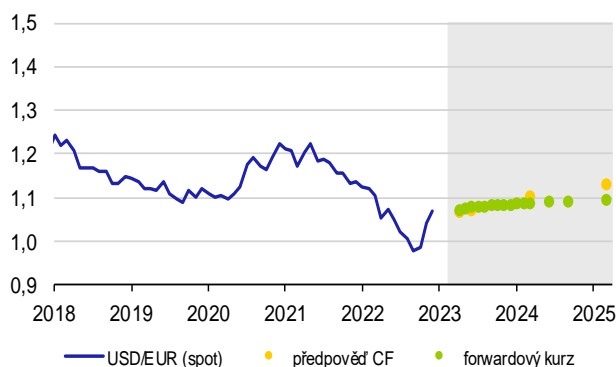


III. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

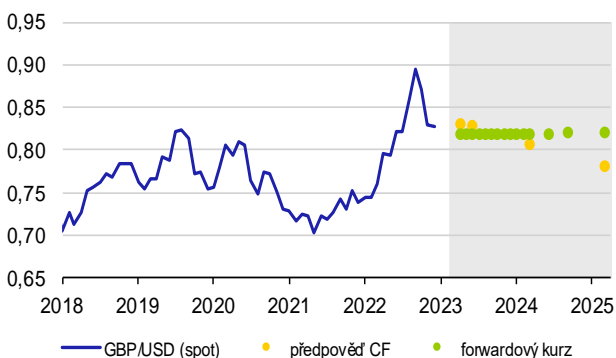


Americký dolar (USD/EUR)



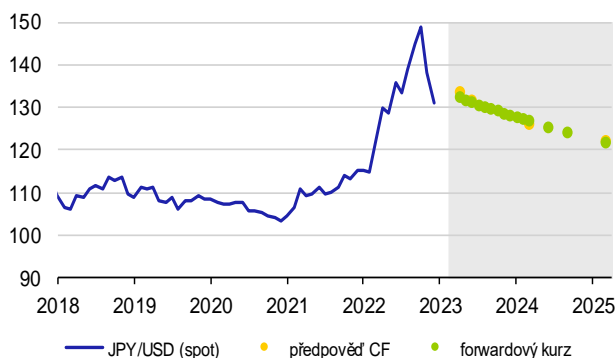
	13/3/23	4/23	6/23	3/24	3/25
spotový kurz	1,073				
předpověď CF		1,070	1,075	1,104	1,132
forwardový kurz		1,075	1,080	1,090	1,098

Britská libra (GBP/USD)



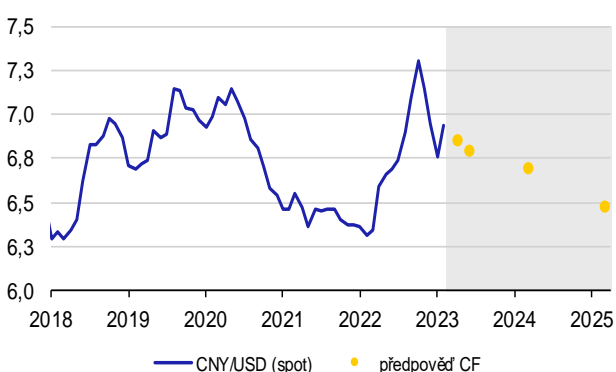
	13/3/23	4/23	6/23	3/24	3/25
spotový kurz	0,822				
předpověď CF		0,831	0,830	0,808	0,782
forwardový kurz		0,820	0,819	0,819	0,821

Japonský jen (JPY/USD)



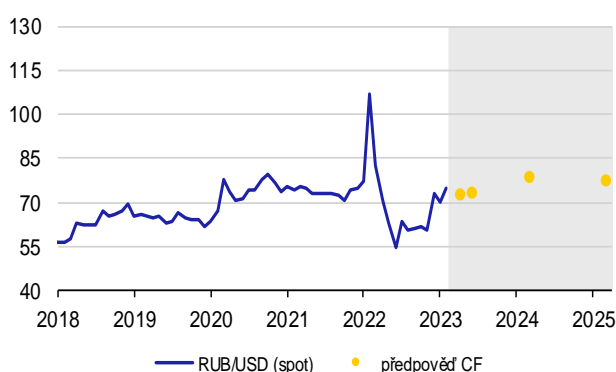
	13/3/23	4/23	6/23	3/24	3/25
spotový kurz	133,2				
předpověď CF		133,7	131,9	126,5	122,3
forwardový kurz		132,6	131,4	126,9	122,0

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	13/3/23	4/23	6/23	3/24	3/25
spotový kurz	6,900				
předpověď CF		6,856	6,795	6,697	6,487

Ruský rubl (RUB/USD)



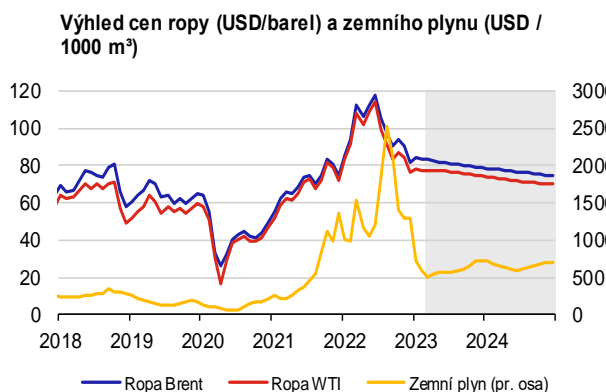
	13/3/23	4/23	6/23	3/24	3/25
spotový kurz	75,20				
předpověď CF		73,20	73,72	78,82	77,85

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

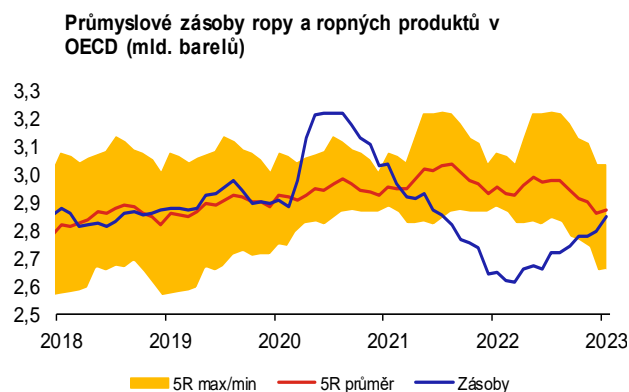
IV.1 Ropa

Cena ropy Brent po většinu února klesala, v polovině března pak prudce propadla v důsledku turbulencí v bankovním sektoru. Cena ropy Brent na začátku února vzrostla v obavách z možného výpadku ruských dodávek, poté ale po většinu měsíce klesala z důvodu slabé poptávky rafinérií, které ve většině regionů zahájily období sezonní údržby. Zároveň odezníval optimismus ohledně rychlého oživení čínské ekonomiky a naopak sílily obavy z dalšího zvyšování úrokových sazeb centrálních bank, které by kromě ekonomického růstu tlumilo i poptávku po ropě. Řadu týdnů rostoucí zásoby ropy v USA tlačí dolů cenu ropy WTI, což posiluje její vývoz na světové trhy. Ceny komodit obecně snižoval i posilující dolar. IEA uvádí, že přebytek ropy na trhu trvá již tři čtvrtletí a globální zásoby jsou nejvýše za 18 měsíců. Agentura očekává, že teprve s výraznějším zesílením poptávky z Číny ve druhém pololetí letošního roku se trh dostane do deficitu, což někteří analytici považují za důvod, proč by cena ropy koncem roku mohla vzrůst nad 100 USD/barel. Naopak EIA vidí vývoj opačně. Dle její březnové předpovědi by se ceny ropy do poloviny roku měly udržovat výše díky silné aktivitě rafinérií, které se budou snažit využít vyšších marží v důsledku výpadku dodávek motorové nafty z Ruska. Poté by již měl přebytek ropy na trhu vést k poklesu cen ropy. Aktuálně je však vývoj na trhu s ropou ovlivněn především nejistotou způsobenou turbulencemi v bankovním sektoru v USA a Evropě. Cena ropy Brent tak v polovině března prudce propadla pod hranici 75 USD/barel. Pokud by tento stav trval déle, očekává se reakce (snížení těžby) ze strany aliance OPEC+.

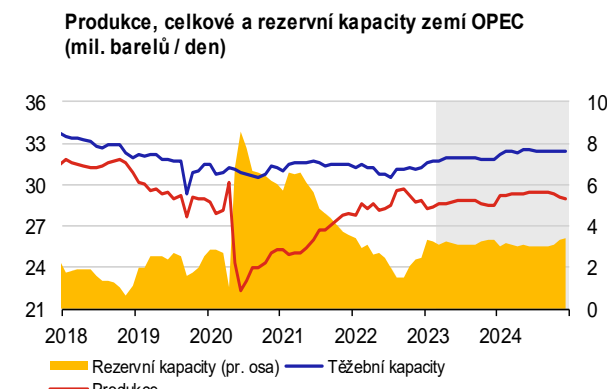
Tržní křivka z poloviny března (ještě před krachy bank) se posunula dále nepatrně směrem dolů. Zůstala mírně klesající a signalizovala cenu ropy Brent koncem letošního roku cca 79 USD/barel a 74,5 USD/barel koncem roku 2024. Prakticky shodnou trajektorii očekává i předpověď EIA. Naopak březnový CF nadále předpokládá cenu ropy Brent jak v tříměsíčním, tak ročním horizontu poblíž 85 USD/barel.



	Brent	WTI	Plyn
2023	81,40	76,29	616,86
2024	76,53	71,75	659,07



	IEA	EIA	OPEC
2023	101,71	100,90	101,90
2024		102,69	



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2023	28,63	31,83	3,20
2024	29,29	32,41	3,12

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

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

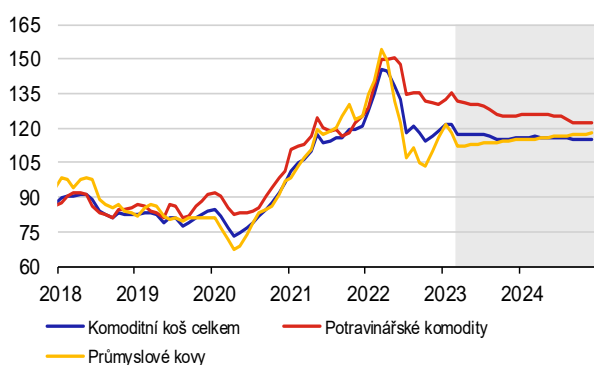
IV.2 Ostatní komodity

Tři měsíce trvající pokles cen zemního plynu v Evropě se na začátku března zastavil. Ceny zemního plynu na virtuálním obchodním uzlu TTF a LNG v Asii se na začátku února sblížily a počátkem března dosáhly nejnižší hodnoty od srpna 2021. V následujících dvou letech se ale další větší pokles neočekává. Evropské zásobníky zůstávají po mírné zimě sice nadstandardně naplněné, ale při jejich doplňování před další zimou bude muset Evropa o potřebné dodávky LNG soutěžit s dalšími odběrateli, zejména z Asie. K většímu růstu produkčních kapacit LNG ve světě přitom dojde až v průběhu roku 2025. Pokles cen zemního plynu a teplé počasí během zimy vedly i k silnému propadu cen uhlí, dováženého do Evropy. Jejich pokles se ale zastavil již na konci ledna. (Ceny uhlí pro Asii jsou nadále výrazně vyšší a jejich pokles pokračoval i v první polovině března).

Index cen potravinářských komodit se od loňského července drží v poměrně úzkém pásmu bez výrazného trendu, jeho úroveň je však z historického pohledu značně vysoká. Po přechodném mírném růstu v únoru se index v první polovině března vrátil zpět díky zlepšenému výhledu sklizně v USA, vyšším vývozem zemědělských plodin z černomořských přístavů a posilujícímu dolaru. Další pokles indexu se očekává až s nadcházející sklizní.

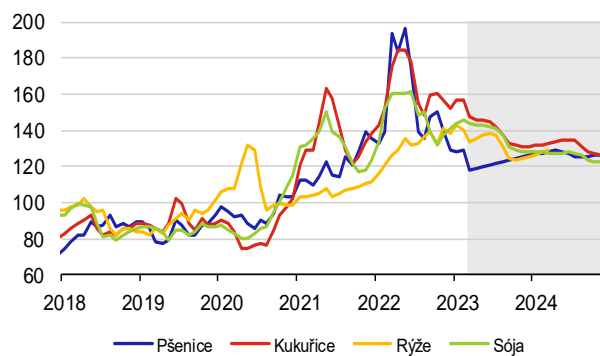
Naopak index cen průmyslových kovů v únoru a první polovině března klesal, jeho výhled ale zůstává růstový. Průmyslová aktivita v Číně se sice zlepšuje díky měnovým i fiskálním stimulům, to se však projevuje zatím spíše jen zvýšenou nabídkou kovů, zatímco poptávka tamního průmyslu zůstává slabá, což mírní původní optimismus ohledně otevírání čínské ekonomiky. Mimo Čínu zůstává průmyslová aktivita spíše utlumená. Klesá i optimismus, že by Fed mohl zpomalit tempo zvyšování úrokových sazeb a ceny komodit obecně tlačí dolů posilující dolar. U většiny základních kovů k poklesu ceny přispěl i růst jejich zásob na LME. Naopak ceny železné rudy a oceli od listopadu rostou.

Indexy cen neenergetických komodit



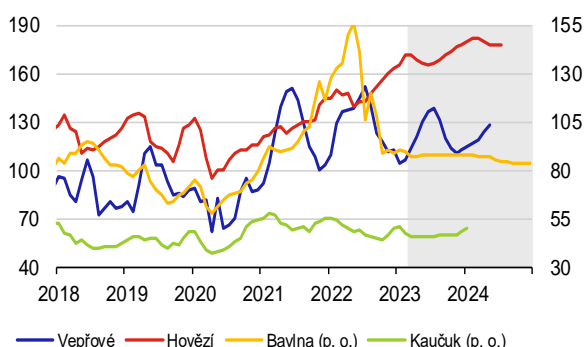
	Celkem	Potraviny	Kovy
2023	117,3	129,3	114,5
2024	115,7	124,5	116,4

Potravinářské komodity



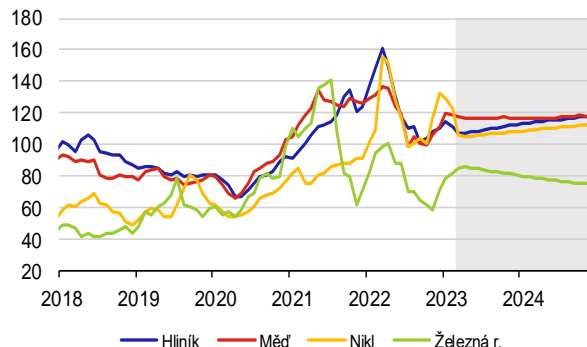
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2023	123,3	141,9	132,8	137,9
2024	127,0	131,0	127,8	125,9

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2023	119,9	170,2	88,2	46,7
2024	120,4	179,4	85,4	49,9

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2023	110,4	117,6	110,0	83,1
2024	115,9	117,5	111,0	77,5

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

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

Regionální sentiment středoevropských měn v globálním kontextu¹

Synchronní pohyb středoevropských měn nesouvisí pouze s ekonomickými vazbami či společným historickým vývojem jejich ekonomik. Často je odrazem změn v náladách globálních investorů či důvěryhodnosti regionu, zejména pak v době nejistoty na finančních trzích a útěku do bezpečných aktiv. Proto jedním ze způsobů, jak analyzovat vliv vnějších faktorů ovlivňujících krátkodobou dynamiku měn, je skrze jejich společný pohyb. V tomto článku se pokusíme načrtnout metodu, jak extrahovat společný pohyb měn v určitém regionu a koncentrovat jej do podoby jednoduchého indikátoru. S jeho pomocí lze oživit diskuzi nad faktory ovlivňujícími vývoj měnových kurzů – jimiž nejsou jen makroekonomické fundamenty, ale také sentiment na finančních trzích, odrážející náladu investorů a důvěru v daný region. Na příkladu středoevropských měn ukážeme, že v minulém roce je směrem k oslabení tlačily nejen geopolitické nejistoty v Evropě, ale také nebývale vysoký zájem investorů o americký dolar, který těžil z razance Fedu v boji proti inflaci. Naopak na euro negativně dopadaly obavy z horšího ekonomického vývoje a méně razantní, a dle některých názorů opožděné, kroky ECB.

Regionální sentiment – vymezení pojmu

Pojmy jako regionální či globální sentiment se pravidelně objevují ve slovníku analytiků i odborné veřejnosti. Pod toto slovní spojení se skrývá celá řada efektů, u kterých často v médiích či krátkých vyjádřeních na nejrůznějších platformách není prostor k podrobnějšímu vysvětlení a vzájemnému odlišení. V této části se pokusíme načrtnout metodu, jak lze s regionálním sentimentem pracovat, co ho v tomto pojetí ovlivňuje a jak se vztahuje ke změnám nálad globálních investorů.

Regionální sentiment lze, mimo jiné, chápat jako společný pohyb měn v určitém regionu. Pokud synchronně všechny měny např. oslabí vůči euru, jsou zasaženy negativním regionálním sentimentem.² Pokud oslabí jen jedna měna v regionu, na což reagují ostatní měny v regionu podobně, pak i měřítko společného pohybu se posune ke slabším hodnotám a opět zde máme situaci negativního regionálního sentimentu. Oslabení jedné měny bez vlivu na ostatní by nemělo mít vliv na společný pohyb a tedy ani naznačovat změnu sentimentu. V případě středoevropských měn pak referenční měnou bude euro, jelikož většina finančních i obchodních transakcí se ve středoevropském regionu odehrává ve vztahu k jednotné evropské měně.

Náš pohled je tedy zaměřen primárně na krátkodobou dynamiku kurzů. Dlouhodobé trendy z dat nejdříve z velké části odstraníme³ a následně extrahujeme společný pohyb měn. Poté se podíváme na vliv dvou faktorů. První z nich jsou vlivy **domácí či technické**, např. dopady jednorázového většího přílivu přímých zahraničních investic či naopak odlivu dividend. Mohou sem patřit i jednorázové konverze do středoevropských měn. Druhým faktorem je **regionální sentiment**, s jehož pomocí se snažíme identifikovat tlaky, které působí na měnu určité země z vnějšku. Mohou pocházet přímo z regionu, skrze přelivy z ostatních zemí v regionu. Důvodem jsou jednak geopolitické faktory, které jsou v těchto regionech podobné, a jednak očekávání investorů, že se potíže z jedné země regionu mohou snadno přenést do okolních států. Zdrojem výkyvů v regionálním sentimentu jsou ale primárně **změny v rizikové averzi na globálních finančních trzích**. Z řady analýz (např. ČNB, 2022) plyne, že citlivost cen aktiv na devizovém trhu na globální zprávy je pro středoevropské země velmi podobná a v čase stabilní.

Vnější faktory a změny v sentimentu mohou přetlačit očekávané fungování kurzů podle ekonomické teorie.

Například teorie nepokryté úrokové parity (Uncovered Interest Rate Parity, UIP) se snaží vysvětlit, jakým způsobem se pohybuje měnový kurz mezi dvěma zeměmi v závislosti na úrokových sazbách těchto zemí. Podle UIP by měl být výnos z investic v cizí měně (změřený jako rozdíl v úrokových sazbách mezi domácí a cizí měnou) kompenzován očekávanou změnou měnového kurzu. Ale změny v regionálním sentimentu mohou fungování UIP přetlačit. Příklad takové situace jsme mohli pozorovat v průběhu druhé poloviny loňského roku, kdy zvětšení úrokového diferenciálu mezi sazbami středoevropských ekonomik a sazbou v eurozóně nebylo doprovázeno očekávaným posílením jejich měn vůči euru. Podle tržních komentářů za tím stál velký zájem investorů o investice do amerického dolaru, což odpovídá působení sentimentu. Investorům se sice nabízel vysoký výnos na středoevropských měnách, ale oni této šance nevyužili, americký dolar byl z jejich pohledu lákavější. Investoři totiž kromě výnosu portfolia zvažují také jeho bezpečnost. Námi uvažovaná metoda sice může poskytnout náhled na význam dolaru v této epizodě, ale nelinearity v působení úrokového diferenciálu a interakce s regionálními faktory jdou již nad rámec zde představené metody.

Společný pohyb středoevropských měn

Historicky vykazovaly středoevropské měny tendenci k podobným kurzovým pohybům, avšak s rozdílnou razancí.

Již od začátku tisíciletí lze na měnách středoevropského regionu pozorovat, že mají tendenci se vůči euru vyvíjet podobně

¹ Autory jsou Soňa Benecká a Petr Polák. Názory v příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Jedná se čistě o technické vymezení pojmu, tj. jako společný pohyb měn. V tržních komentářích se situace, kdy měny synchronně oslabí vůči euru z titulu změny nálad např. na amerických trzích, označují odlišně. Pro jednoduchost si ale ponecháme vymezení přes společný pohyb měn.

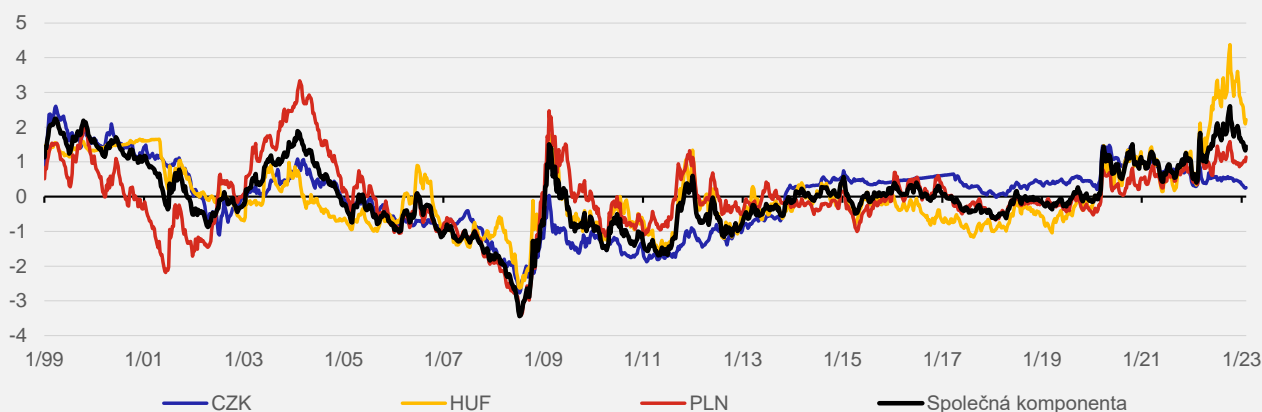
³ Věnujeme se tématu nominálních kurzů, pro hlubší analýzu reálných kurzů viz Komárek (2017).

(Graf 1). Síla odezvy se měnila podle období, i když celkově byly pohyby koruny ve srovnání s ostatními měnami regionu mírnější. Vývoj kurzů středoevropských měn také ovlivňovala aktivita místních tamních centrálních bank. Například v době kurzového závazku ČNB (11/2013 až 4/2017) byla česká koruna vůči euru otevřená jen pro pohyb na hodnoty slabší než 27 CZK/EUR a její vývoj se tak odpoutal od vývoje měn v regionu. Pokud však měly v minulosti měny možnost se pohybovat bez zásahů centrálních bank, synchronizace jejich vývoje byla často viditelná.

Společný pohyb měn lze popsat více způsoby, my však využijeme pro ilustrativní účely jednoduchou analýzu tzv. hlavních komponent.⁴ Z upravených dat – týdenní průměry kurzů měn zemí V3 (Česká republika, Maďarsko a Polsko) vůči euru⁵ – jsme extrahovali první komponentu, která je v Grafu 1 označena jako *společná komponenta*. Tento přístup je samozřejmě čistě technický, postavený na statistických metodách, a tím, že vychází z pozorovaných tržních dat o vývoji kurzů, nedokáže zcela eliminovat vliv případných intervencí centrálních bank či jiných netržních faktorů. Extrahovaný společný pohyb měn je současně stále ovlivněn individuálními výkyvy, které bohužel nelze plně odfiltrovat. Z Grafu 2 je

Graf 1 – Společná komponenta pohybu středoevropských měn

(hodnoty, týdenní údaje)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči euru (CZK – česká koruna, HUF – maďarský forint, PLN – polský zlotý), statisticky očištěno o trend a normalizováno pro účely porovnání

však zřejmé, že společná komponenta je pro vývoj všech měn v regionu významná, což dokládá i korelace mezi společnou komponentou a jednotlivými měnami. Ta je na týdenních datech opravdu vysoká (0,85 pro českou korunu, 0,87 pro maďarský forint a 0,8 pro polský zlotý).

Proč mají měny v určitém regionu tendenci ke společnému pohybu? Všechny tři ekonomiky ve středoevropském regionu jsou obchodně i vlastnický provázané s eurozónou, mají s ní silně propojené finanční trhy a čerpají prostředky z evropských fondů.⁶ To znamená, že z fundamentálního hlediska by měly čelit podobným tokům aktiv s dopady na měnový kurz. Samozřejmě domácí faktory jsou nezanedbatelné a mají vliv zpětně na celý region. Například za negativním regionálním sentimentem v roce 2022 byl spor Maďarska (a částečně Polska) ohledně dodržování pravidel podmiňujících čerpání prostředků z unijního rozpočtu v souvislosti s dodržováním principů právního státu⁷. Unijní instituce dlouhodobě kritizovaly přístup vlády premiéra Viktora Orbána k justici, obviňovaly maďarskou stranu z údajného omezování plurality médií a práv menšin či omezování činnosti nevládních organizací a akademických svobod. V důsledku toho Evropská komise navrhla odebrat Maďarsku 7,5 miliardy eur z fondů EU. Maďarská ekonomika navíc trpí vysokou inflací a klesající životní úrovní obyvatel, což přispělo k historicky největšímu oslabení měny vůči euru.

⁴ Metoda hlavních komponent (PCA) je statistická metoda používaná k analýze dat. Cílem metody je identifikovat nejdůležitější faktory nebo komponenty v datové množině a použít je ke snížení rozměru datové sady. PCA je založena na lineární algebraické transformaci dat, při které se hledají nové proměnné (hlavní komponenty), které nejlépe vysvětlují variabilitu původních dat. Tyto nové proměnné jsou ortogonální (tedy nekorelované) a řazené podle toho, jak velkou část variability v datech vysvětlují. PCA je často používána pro redukci rozměru datových sad, což znamená, že z původních dat je vytvořena nová množina proměnných s menším počtem dimenzí, které zachovávají co nejvíce informací obsažených v původních datech. PCA může být také použita pro vizualizaci dat a odhalování skrytých vztahů mezi proměnnými.

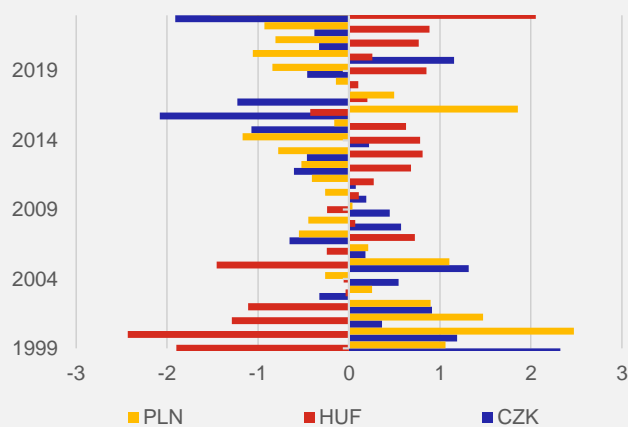
⁵ Data pro identifikaci společné komponenty byla v prvním kroku očištěna o trend a znormalizována. Změny v trendu chápeme jako projev dlouhodobých změn v ekonomice, např. konvergence, a od tohoto efektu odhlížíme.

⁶ Přístup zemí V3 k tokům EU fondů je rozdílný. ČNB uzavřela v roce 2008 s vládou ČR dohodu, že měnové konverze finančních toků mezi ČR a orgány EU budou v maximální možné míře nadále probíhat mimo devizový trh. Přístup Polska byl donedávna podobný, zatímco maďarská centrální banka do toků nijak nezasahovala.

⁷ Spor C-156/21 Maďarsko vs. Parlament a Rada a C-157/21 Polsko vs. Parlament a Rada. Blíže viz např. <https://www.consilium.europa.eu/cs/press/press-releases/2022/12/12/rule-of-law-conditionality-mechanism/>

Graf 2 – Sensitivita středoevropských měn na společnou komponentu

(roční průměry odhadovaných koeficientů rolujících se regresí na bázi týdenních dat pro změny společné komponenty a kurzu)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: kladné hodnoty naznačují větší pohyb měny než společné komponenty a áporná menší pohyb měny než společné komponenty, měny jsou vůči euru (CZK – česká koruna, HUF – maďarský forint, PLN – polský zlotý)

Dominantní vliv forintu na regionální sentiment v posledních letech potvrzuje i naše analýza.

V Grafu 2 je zachycena sensitivita jednotlivých měn na společnou komponentu, která je odhadnuta z rolujících se regresí týdenních změn v kurzech a společné komponenty, a následně agregována do ročních průměrů. Jelikož je Polsko největší ekonomikou v regionu, dalo by se očekávat, že bude mít dominantní vliv na chování měn v tomto regionu. Polský zlotý však vykazoval velkou vazbu na vývoj společné komponenty jen v prvních letech po zavedení eura. V dalších letech se, podobně jako v případě české koruny, do značné míry stabilizoval. Impulzy do vývoje společné komponenty po roce 2010 přináší zejména maďarský forint, ačkoli je to měna země s nejnižší ekonomickou silou (pohledem HDP). V případě české koruny lze vidět výrazný efekt intervencí v roce 2022.

Propojenost a přenos šoků mezi měnami byly samozřejmě zdrojem zájmu i v odborné literatuře.

Společný pohyb měn vůči dolaru popsala celá řada prací již v minulém století (např. Dornbusch, 1985 nebo Aggarwal a Mougoue, 1996). Efekt přelévání volatility mezi měnovými páry je také zdokumentován řadou studií, ať už se jedná o dynamické korelace či GARCH

modely. Např. Kočenda a Moravcová (2018) použili některé z těchto přístupů na datech středoevropských měn. Ve své práci potvrzují dominantní vliv forintu jako zdroje volatility v regionu po globální krizi, v předcházejících letech byl lídrem polský zlotý. Podobně jako naše analýza pak tvrdí, že česká koruna byla většinou příjemcem volatility z ostatních měn. Ke shodným výsledkům pak dochází i studie z dílny Mezinárodního měnového fondu (Pramora a Tamirisa, 2006). I studie Andries a kol. (2016) potvrzuje vysokou míru provázanosti mezi středoevropskými měnami pomocí waveletové analýzy⁸, a to zejména v krátkodobém a střednědobém horizontu. Námí popsaný přístup nemá precedens v literatuře, ale inspiruje se v ní. Ve svém přístupu pak volně navazuje na indikátory finančního stresu (Box 1).

Regionální vs. globální sentiment

Regionální sentiment není jev výjimečný pro středoevropské měny, nacházíme jej i u dalších skupin měn. Klíčovým předpokladem pro jeho identifikaci je správné rozřazení měn do skupin. Pro první orientaci jsou vhodné „tržní příběhy“, které rozřazují měny do skupin podle jejich reakce na vývoj hlavních globálních měn (EUR, USD, JPY a méně i GBP a CHF). Některé práce (Rinaldo a Soderlind, 2010; Habib a Stracca, 2012, mimo jiné) již pracují s označením měn jako „bezpečné přístavy“ nebo „rizikové“ v závislosti na jejich reakci na zpřísnění globálních finančních podmínek. Například japonský jen (JPY) je obvykle považován za měnu „bezpečného přístavu“, protože při takových příležitostech má tendenci zhodnocovat, zatímco australský dolar (AUD) má tendenci znehodnocovat, a je proto obvykle umístěn do „rizikového“ tábora. Po rozřazení do dvou táborů jsme hledali geograficky nejbližší země a z jejich měn opět extrahovali společnou komponentu, podobně jako v předchozí části. Bezpečné přístavy a kurz USD/EUR jako hlavní měnový pár jsme ponechali bokem.

Rizikové měny se v rámci regionů vyznačují značnou provázaností. Asi nejsilnější společný pohyb vykazují „vyspělé dolarové měny“ (australský, kanadský a novozélandský dolar) vůči americkému dolaru, viz Graf 7 v příloze.⁹ Intervence na těchto měnách jsou omezené, takže jejich pohyb lépe reflektuje změnu tržních podmínek. To není případ řady dalších měn primárně navázaných na dolar (např. asijské v Grafu 7 v příloze). I zde je však patrný společný pohyb měn, podobně jako u některých měn amerických rozvíjejících se ekonomik (Graf 8 v příloze). Zajímavé je pak srovnání společných komponent přes různé regiony (Graf 3). Navzdory technickým i datovým omezením společné komponenty podle regionů vykazovaly mezi lety 2009 až 2022 značně podobný pohyb, který byl do jisté míry inverzní pohybu japonského jenu vůči dolaru. Japonský jen je obvykle chápán jako bezpečná měna, která zaznamená zájem, když roste na finančních trzích averze k riziku. Rizikové měny mají tendenci posílit při nárůstu averze k riziku, kdy naopak oslabí japonský jen, a naopak.

⁸ Waveletová analýza je matematická metoda pro analýzu dat, která umožňuje rozložit časové řady na frekvenční složky, které jsou v dané řadě obsaženy a získat informace o frekvenčním obsahu.

⁹ Volba referenční měny sleduje zejména významnost obchodních a finančních transakcí na měnovém páru. Pro evropské ekonomiky je to vlivem jejich vysoké vzájemné integrace euro, pro zbytek světa to je americký dolar. Vzájemná porovnatelnost výsledků pro eurové a dolarové regiony je nižší, protože vstupuje do hry pohyb kurzu USD/EUR. Americký dolar či euro mohou být v závislosti na aktuální situaci také bezpečným přístavem. Pro jednoduchost vynecháváme hodnocení britské libry, jejíž kurz byl zásadně ovlivněn odchodem Spojeného království z EU.

Box 1 – Regionální sentiment vs. sentiment na finančních trzích – blízké pojmy, různý obsah

V hlavním textu jsme představili pojem regionálního sentimentu na měnách. Má velmi blízko k pojmu sentimentu na finančních trzích. V obou případech se jedná o popis výkyvů v tržních instrumentech a pojmy jsou vzájemně provázané.

Sentimentem (náladou) na finančních trzích je označován výraz zájmu a citlivosti investorů a dalších účastníků finančních trhů. Při pozitivní náladě jsou investoři ochotni přijímat vyšší riziko a jsou optimističtější ohledně budoucnosti, což by mělo být odrazem toho, že ekonomika je v dobré kondici a dále poroste, její ratingové hodnocení se nemění nebo má pozitivní výhled. Investoři v takovém případě často nakupují nová aktiva a investují. Negativní nálada pak zachycuje nedůvěru v budoucí vývoj ekonomiky, proto se v takových dobách investoři svých aktiv často zbavují, zejména pokud dochází ke snížení ratingu či jeho negativnímu výhledu. Pro ekonomy je důležité náladě investorů porozumět, a proto se snaží sentiment měřit pomocí nejrůznějších indikátorů.

Znalost sentimentu pomáhá vysvětlit nesoulad mezi dalšími makroekonomickými indikátory. Zejména v turbulentních dobách přicházejí často rozporuplné či dokonce protichůdné makroekonomické statistické údaje, a proto je vhodné se dívat i na další ukazatele, které zachycují např. náladu spotřebitelů nebo očekávání manažerů firem. Podobně užitečné jsou i zprávy z finančního trhu, kdy zejména v rozvinutých ekonomikách jsou právě finanční trhy zrcadlem aktuální situace v ekonomice.

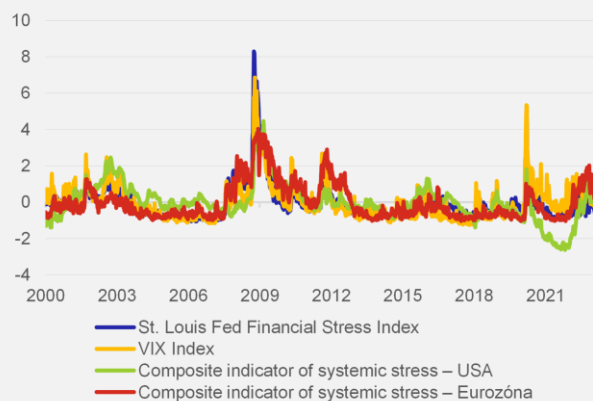
Konstrukcí se náš indikátor regionálního sentimentu inspiroval u indikátorů finančního stresu (Financial stress indicator, FSI). FSI se snaží měřit aktuální stav nestability, tj. tření či napětí (nebo jejich nepřítomnost) ve finančním systému. Jednotlivé FSI tedy agregují informace z různých segmentů finančních trhů a pomocí různých statistických metod extrahují jejich společný pohyb. Tyto kompozitní indikátory tak analyzují např. novinové články, analytické zprávy, sociální sítě, průzkumy, ceny aktiv, vzorce chování, ale i tzv. tvrdá

statistická data nebo údaje přímo z finančních trhů. Mezi nejznámější patří např. CISS (Composite indicator of systemic stress), VIX (Chicago Board Options Exchange's Volatility Index) nebo St. Louis Fed Financial Stress Index (Graf Box). Poslední dva zmíněné indexy jsou ale odvozené zejména z vývoje na finančním trhu v USA, jenž je sice úzce spojen s globálním vývojem, nezachycují proto výkyvy v různých regionech.

Ukazatel VIX patří mezi nejznámější a je rovněž často označován jako „indikátor strachu“. VIX je vypočítán na základě opcí na Chicagské burze na akcie z indexu S&P 500. Bojí-li se investoři o své portfolio, pak nakupují více opčních kontraktů, což zvyšuje jejich cenu a tím roste i zmíněný index. Při vysokých hodnotách tedy investoři očekávají vysoké výkyvy na finančních trzích a to nejen na trhu s akciemi, ale také s komoditami nebo s měnovými kurzy.

Ukazatel CISS dává větší důraz na situace, kdy je stres přítomen v několika tržních segmentech najednou. V takových případech jde o systematický problém, kdy je situace nebezpečná pro ekonomiku jako celek. Ukazatel CISS představil ve své práci Hollo a kol. (2012) a ECB jej pravidelně publikuje pro jednotlivé země nejen EU, index je tak dostupný i pro USA.

Graf Box – Indikátory sentimentu na finančních trzích



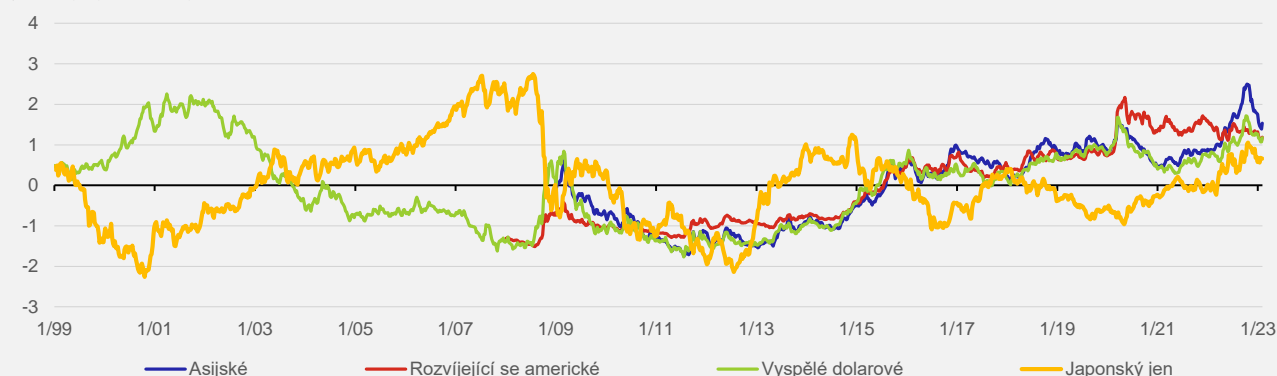
Zdroj: Bloomberg, výpočet autorů
Pozn.: Indexy jsou pro porovnání normalizovány – je odečten průměr a následně je hodnota vydělena standardní odchylkou.

V případě měn primárně navázaných na euro lze zmínit ještě dvojici skandinávských měn. Společný pohyb napříč švédskou a norskou korunou (Graf 9 v příloze) ale nevykazuje vysokou míru korelace se společnou komponentou pro středoevropský region (Graf 4). Švédská a norská koruna totiž jen omezeně reagují na vývoj v zahraničí a mají tendenci spíše oscilovat kolem trendu. Výjimku tvořila období výrazné nejistoty na vrcholu globální finanční krize, kdy měny také zaznamenaly prudké oslabení. Naopak posilovaly v období dluhové krize v eurozóně, což naznačuje, že jsou v nejistých dobách bezpečnější alternativou pro investice v Evropě. Roli bezpečné měny v Evropě tradičně hrál v minulosti švýcarský frank, avšak inverzní vazba vůči společným komponentám pro eurové regiony je také slabší. Jedním z důvodů bylo například zavedení stropu na kurz vůči euru na podzim roku 2011, když švýcarská centrální banka čelila silnému tlaku na posílení franku vůči euru po nástupu dluhové krize v eurozóně.

Společný pohyb tedy dominuje měnám v globálním měřítku, takže i zdroj jejich synchronního pohybu by měl mít globální rozměr. Řada studií i naše poznatky z dat naznačují, že zdrojem pro společný pohyb měn jsou finanční podmínky a výkyvy v náladách globálních investorů. Když je averze investorů nízká, spouští se hledání výnosu a rostou investice do rizikových aktiv a měn. Pokud jsou tomu nakloněny podmínky, rizikové investice jsou financovány v měnách s nízkým úrokem (tzv. carry trades). V době paniky se naopak tyto obchody uzavírají a poptávka po bezpečných aktivech a měnách roste. Dobře bylo zdokumentováno panické oslabení měn na vrcholu globální finanční krize (např. Fratzscher, 2009). Více

Graf 3 – Srovnání společných komponent pro dolarové regiony

(hodnoty, týdenní údaje)

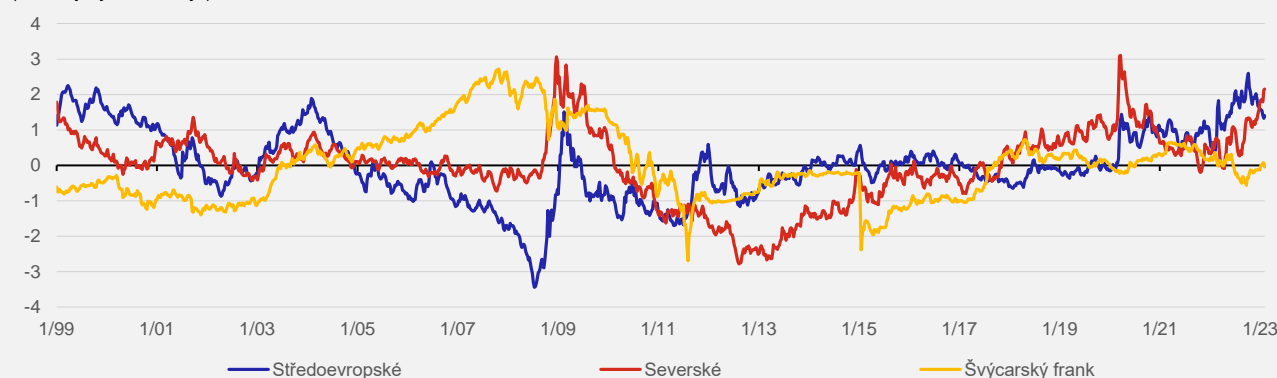


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči dolaru (asijské – CNY, IDR, INR, KRW, MYR, PHP, SGD, rozvíjející se americké – BRL, MXN, vyspělé dolarové – AUD, CAD, NZD), očištěno o trend, průměr a směr. odchylku

Graf 4 – Srovnání společných komponent pro eurové regiony

(hodnoty, týdenní údaje)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči euru (středoevropské – CZK, PLN, HUF, severské – SEK, NOK), očištěno o trend, průměr a směr. odchylku

oslabily měny zemí, které vykazovaly nižší úroveň devizových rezerv, horší bilanci běžného účtu či přímou expozici vůči finančnímu systému ve Spojených státech. Opět zde nacházíme globální faktor paniky a individuální složku spojenou s výkonností země v mezinárodním porovnání.

Výkyvy v náladách globálních hráčů je možné zachytit pomocí změn v globálních finančních podmínkách či indikátorů finančního stresu. Nová práce Eguren-Martin a Sokol (2022) dokonce naznačuje, jaké výkyvy v měnách lze očekávat při změně nálad investorů. Ve své práci také identifikují makroekonomické fundamenty spojené s odlišnou dynamikou měn: měny zemí s vyššími úrokovými sazbami, nízkou úrovní mezinárodních rezerv a velkými fiskálními deficity vykazují výraznější nárůst pravděpodobnosti velkých ztrát v reakci na zpřísnění globálních finančních podmínek. Již dřívější práce Adam, Benecká a Matějů (2014) se snažila identifikovat režimy pro středoevropské měny právě na bázi indikátoru finančního stresu. Nalezli tři režimy: v klidných dobách se kurz koruny pohybuje blízko trendu, s nárůstem lepší nálady na finančních trzích pak posiluje (risk-on), ale v době paniky oslabí (risk-off). Má tedy blíže k chování vyspělých dolarových měn.

Co vysvětluje regionální sentiment středoevropských měn?

Do vývoje regionálního sentimentu by se tedy měla v první řadě propisovat nálada na globálních finančních trzích. Proto jsme připravili malý model, který se pokusí historický vývoj společné komponenty rozložit podle vlivu hlavních faktorů. Jelikož pohled na region se odvíjí od eura, měnové páry jsou denominovány v eurech. Mezi vysvětlující proměnné patří:

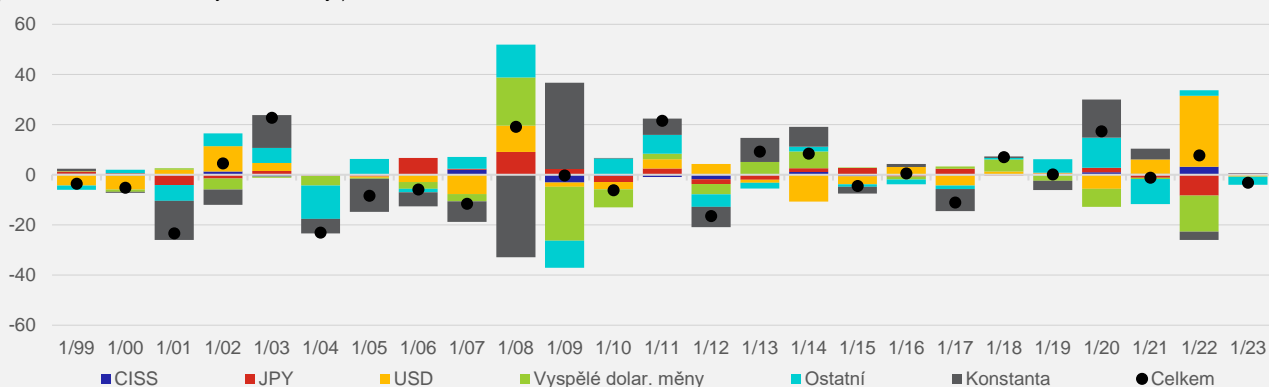
- CISS – Kompozitní indikátor systémového stresu, který pravidelně publikuje ECB. Nad rámec jednoduchého indikátoru finančního stresu bere ještě v potaz, zdali je stres izolován jen v jednom podsektoru nebo je zasažen celý finanční systém. Zahrnutím tohoto indikátoru se snažíme ošetřit nelineární chování investorů na trzích, jak bylo zdokumentováno v práci Adam a kol. (2014).
- Kurz japonského jenu a amerického dolaru vůči euru – v době výrazné nejistoty japonský jen vůči dolaru posiluje, zatímco reakce amerického dolaru vůči euru závisí na situaci.

- Společná komponenta pro vyspělé dolarové měny – pokud tento indikátor zaznamená snížení, je velmi pravděpodobné, že nálada na trzích jde ve směru rizikových aktiv.

Výsledné dekompozice pro kumulativní roční příspěvky z rolujících regresí znázorňuje Graf 5.¹⁰ Ukazuje se, že finanční stres hraje významnou roli v extrémních situacích (globální finanční krize, válka na Ukrajině) a je doprovázen změnami v kurzech japonského jenu, amerického dolaru a vyspělých dolarových měn. I zde platí hypotéza o vlivu nálad investorů. Za tlakem na oslabení měn v regionu v roce 2022 pak stálo zejména posílení amerického dolaru vůči euru, když americká centrální banka překvapovala finanční trh svou razancí v boji proti inflaci. Ne každé posílení dolaru je tedy útekem do bezpečného aktiva, protože na minulosti najdeme období, kdy americký dolar posilovat s nárůstem nejistoty. Na druhé straně obavy z dopadů krize na Ukrajině na Evropu a podstatně méně razantní přístup ECB se propisovaly do slabšího eura. Objevily se i nové carry trades a poptávka po rizikových měnách. Lze tedy shrnout, že bez dominantního vlivu dolaru (zejména ve srovnání s eurem, které propadlo) by regionální sentiment byl zejména v druhé polovině roku 2022 příznivější. Začátek roku 2023 pak přináší vymizení tlumícího efektu globálních faktorů.

Graf 5 – Faktory za pohybem společné komponenty pro středoevropský region

(kumulativní roční souhrn týdenních údajů)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: kumulativní roční příspěvky faktorů z rolujících se regresí pro mezitýdenní logaritmické výnosy, rolující okno 53 týdnů, CISS – Kompozitní indikátor systémového rizika, JPY – kurz japonského jenu k euru, USD – kurz amerického dolaru k euru, Vyspělé dolar. měny – společná komponenta pro australský, kanadský a novozélandský dolar, Ostatní – rezidua z regresí, Konstanta – konstanta z rolujících se regresí

Závěr

V tomto článku jsme představili jeden z možných přístupů, jak analyzovat krátkodobou dynamiku měn optikou společného pohybu v určitém regionu a identifikovat hlavní zdroje synchronního pohybu v měnách. Na příkladu středoevropských měn jsme ukázali, že tyto měny jsou silně provázané a zdrojem dynamiky v regionu byl nejen v posledním roce maďarský forint. Klíčový vliv mají ale globální faktory, zejména změny nálad na finančních trzích. V krizových časech je zájem o bezpečná aktiva, ale po uklidnění na finančních trzích směřují toky také do rizikovějších měn. Z toho pohledu i středoevropské měny jako rizikové komplementy eura posilují v klidných dobách, zatímco při zájmu o japonský jen či americký dolar, bez ohledu na motiv, mají tendenci oslabovat.

Regionální sentiment je tedy často ve vleku globálních faktorů, což u malých otevřených ekonomik představuje výzvu pro centrální banky. Odborná literatura se sice shoduje na tom, že měny hrají klíčovou roli v přizpůsobovacích mechanismech konvergujících ekonomik a mají charakter absorbéra šoků.¹¹ Pro centrální banky však představují změny v sentimentu další exogenní faktor, který je při nastavení měnové politiky zemí EU mimo eurozónu brán do úvahy.

¹⁰ Vysoké příspěvky konstant a ostatních faktorů (rezidua) pak také ukazují, že prostor pro zlepšení metody je stále značný. Zejména v době finanční krize byly výkyvy v datech nad analytické možnosti jednoduchých regresí.

¹¹ <https://www.cnb.cz/en/economic-research/conferences-seminars-and-workshops/exchange-rate-a-shock-absorber-or-a-shock-generator/>

Zdroje

- Adam, T., Benecká, S., and Matějů, J. (2014). Risk aversion, financial stress and their non-linear impact on exchange rates. Working Paper No. 2014/07, Czech National Bank.
- Aggarwal, R., and Mougoue, M. (1996). Cointegration among Asian currencies: Evidence of the increasing influence of the Japanese yen. *Japan and the World Economy* 8(3): 291–308.
- Andrieş, A. M., Ihnatov, I., and Tiwari, A. K. (2016). Comovement of exchange rates: A wavelet analysis. *Emerging Markets Finance and Trade* 52(3): 574–588.
- ČNB (2022). Analyses of the Czech Republic's current economic alignment with the euro area. Czech National Bank.
- Dornbusch, R. (1985). Exchange rates and prices. Working Paper No. 1769, National Bureau of Economic Research.
- Eguren-Martin, F., and Sokol, A. (2022). Attention to the tail(s): Global financial conditions and exchange rate risks. *IMF Economic Review* 70(3): 487–519.
- Fratzscher, M. (2009). What explains global exchange rate movements during the financial crisis? *Journal of International Money and Finance* 28: 1390–1407.
- Habib, M. M., and Stracca, L. (2012). Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency? *Journal of International Economics* 87: 50–64.
- Hollo, D., Kremer, M., and Lo Duca, M. (2012). CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system. Working Paper Series 1426, European Central Bank.
- Kliesen, K. L., Owyang, M. T., and Vermann, K. E. (2012). Disentangling diverse measures: A survey of financial stress indexes. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 94(5): 369–397.
- Kočenda, E., and Moravcová, M. (2019). Exchange rate comovements, hedging and volatility spillovers on new EU forex markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 58: 42–64.
- Komárek, L. (2017): The real exchange rate phenomenon: What does it tell us about EU countries? *Global Economic Outlook*, September 2017, Czech National Bank.
- Pramor, M., and Tamirisa, N. T. (2006). Common volatility trends in the Central and Eastern European currencies and the euro. IMF Working Paper No. 2006/206.
- Ranaldo, A., and Soderlind, P. (2010). Safe haven currencies. *Review of Finance* 14: 385–407..

Klíčová slova

měnové kurzy, volatilita, finanční stres, finanční krize

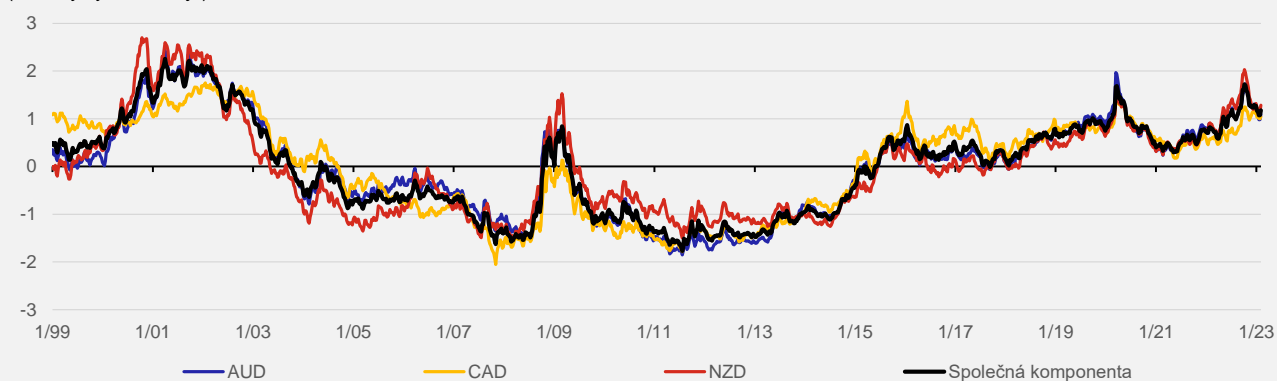
JEL Klasifikace

E58, F31, F41

Příloha – grafy

Graf 6 – Společná komponenta pohybu vyspělých dolarových měn

(hodnoty, týdenní údaje)

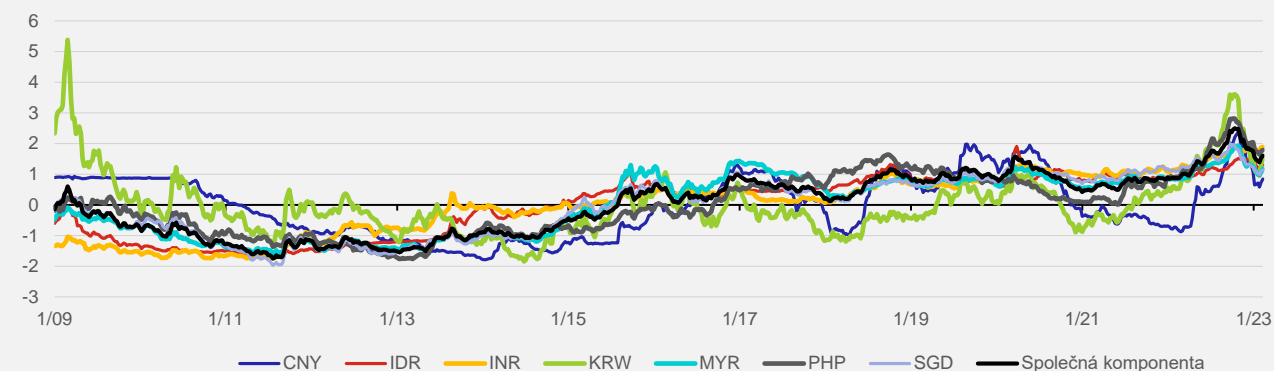


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči dolaru (AUD – australský dolar, CAD – kanadský dolar, NZD – novozélandský dolar), očištěno o trend, průměr a směr. odchylku

Graf 7 – Společná komponenta pohybu asijských měn

(hodnoty, týdenní údaje)

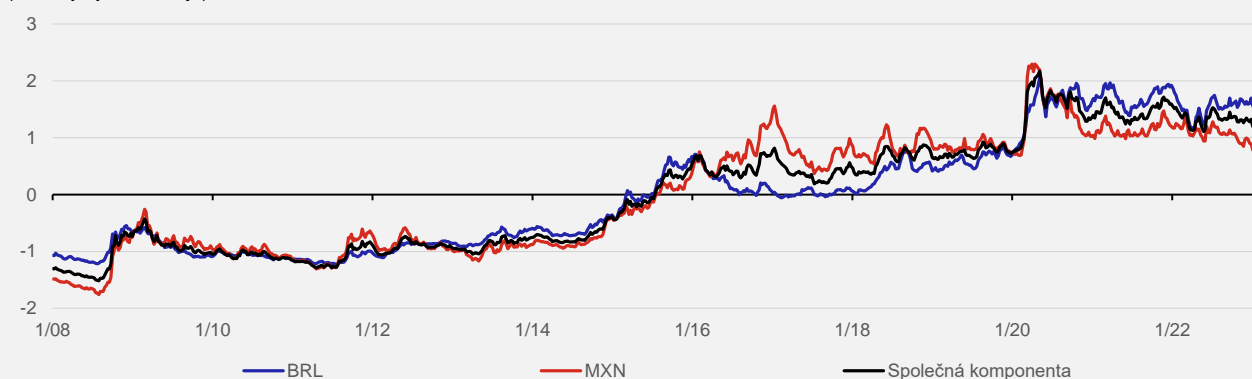


Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči dolaru (CNY – čínský yuan, IDR – indonéská rupie, INR – indická rupie, KRW – korejský won, MYR – malajský ringgit, PHP – filipínské peso, SGD – singapurský dolar), očištěno o trend, průměr a směr. odchylku

Graf 8 – Společná komponenta pohybu rozvíjejících se amerických měn

(hodnoty, týdenní údaje)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči dolaru (BRL – brazilský real, MXN – mexické peso), očištěno o trend, průměr a směr. odchylku

Graf 9 – Společná komponenta pohybu severských měn

(hodnoty, týdenní údaje)



Zdroj: ECB, výpočet ČNB

Pozn.: měny jsou vůči dolaru (NOK – norská koruna, SEK – švédská koruna), očištěno o trend, průměr a směr. odchylku

A1. Změna predikcí pro rok 2023

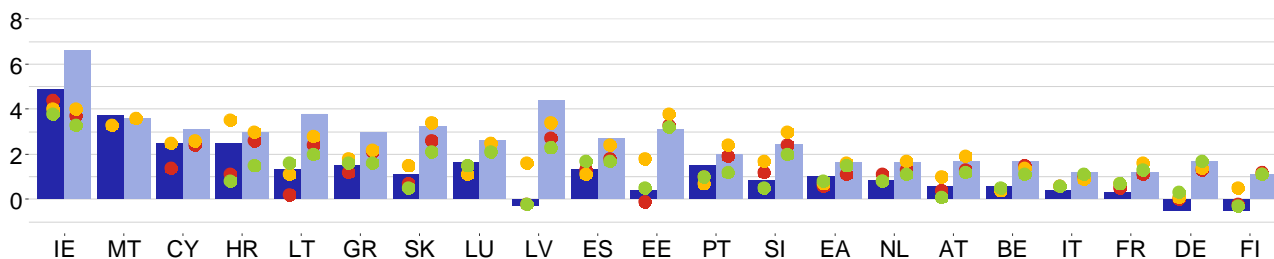
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	+0,2	+0,2	+0,3	+0,5	+0,1	+3,4	-0,6	-1,0
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/3 2022/12	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/3 2022/12
US	+0,3	+0,4	+1,0	-0,7	+0,3	+0,6	-0,2	+0,3
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2022/12 2022/9	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2022/12 2022/9
UK	+0,3	-0,9	+0,2	+1,0	-0,3	+3,7	+0,1	-1,3
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/2 2022/11	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/2 2022/11
JP	-0,1	+0,2	-0,4	-0,2	+0,2	+0,6	+0,5	0
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/1 2022/10	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/1 2022/10
CN	+0,1	+0,8	+0,7	0	-0,1	+0,4	0	0
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2
RU	+0,5	+2,6	+3,1	+0,2	+0,1	-9,3	-0,3	+0,6
	2023/2 2023/1	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2	2023/2 2023/1	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2

A2. Změna predikcí pro rok 2024

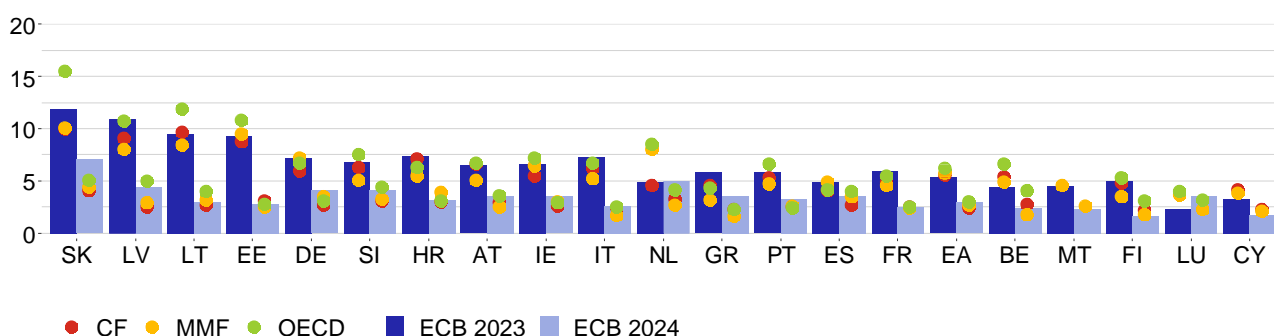
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	-0,2	+0,1	-0,3	0	+0,9	-0,4	-0,5
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/3 2022/12	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/3 2022/12
US	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	+0,1	-0,1	-0,1	+0,2
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2022/12 2022/9	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2022/12 2022/9
UK	0	+0,3	+0,7	+0,7	0	+1,1	-0,5	0
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/2 2022/11	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/2 2022/11
JP	0	-0,4	+0,2	-0,4	+0,1	+0,1	+0,1	+0,2
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/1 2022/10	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/1 2022/10
CN	+0,1	0	+0,8	0	+0,1	-0,1	0	0
	2023/3 2023/2	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2	2023/3 2023/2	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2
RU	+0,1	+0,6	-0,3	-1,0	+0,1	-5,0	-0,8	+0,3
	2023/2 2023/1	2023/1 2022/10	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2	2023/2 2023/1	2022/10 2022/4	2023/3 2022/11	2023/3 2023/2

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



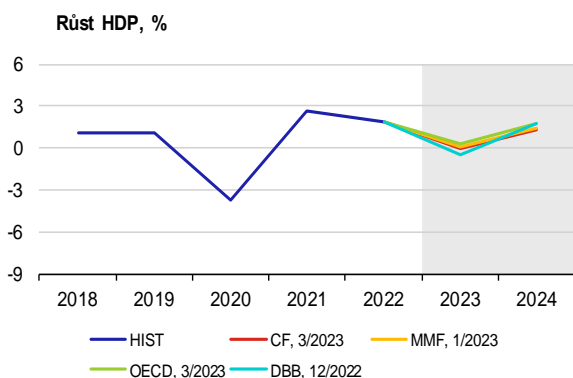
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



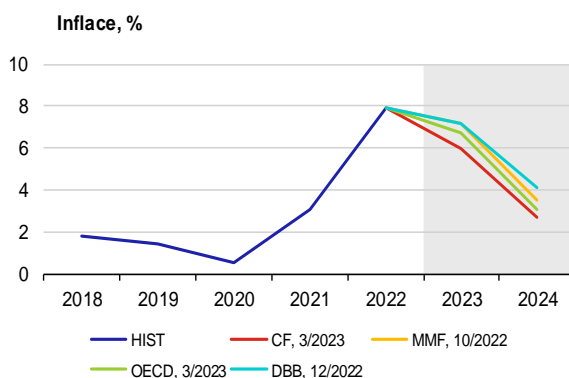
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

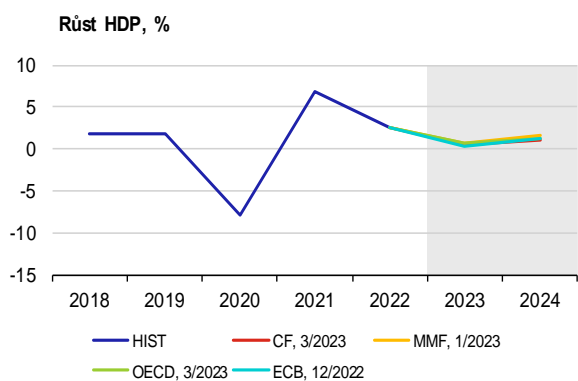


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	0,0	0,1	0,3	-0,5
2024	1,3	1,4	1,7	1,7

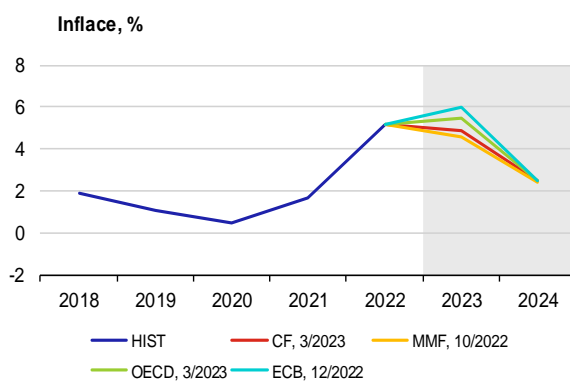


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	6,0	7,2	6,7	7,2
2024	2,7	3,5	3,1	4,1

Francie

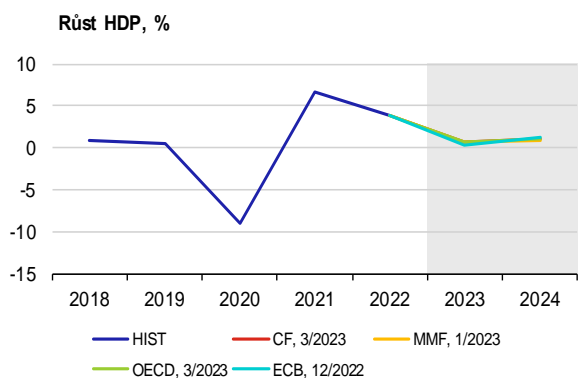


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	0,7	0,7	0,3
2024	1,1	1,6	1,3	1,2

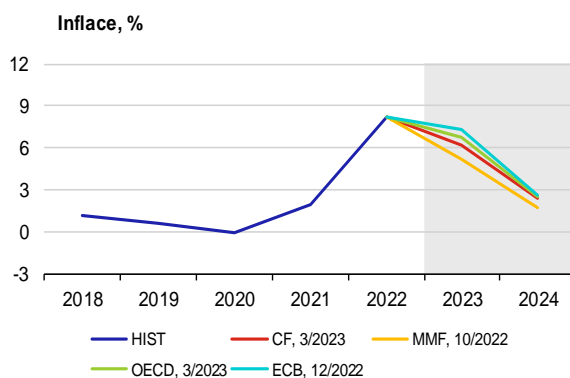


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,9	4,6	5,5	6,0
2024	2,5	2,4	2,5	2,5

Itálie

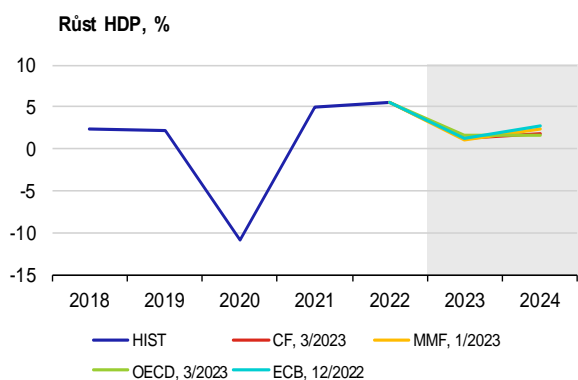


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,6	0,6	0,6	0,4
2024	1,0	0,9	1,1	1,2

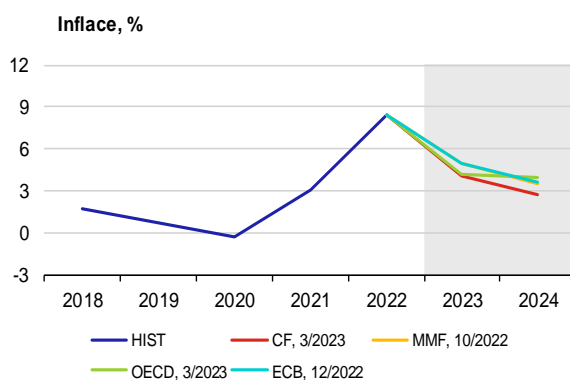


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,2	5,2	6,7	7,3
2024	2,4	1,7	2,5	2,6

Španělsko

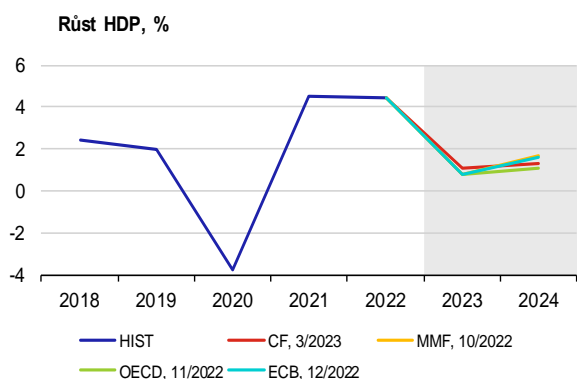


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,3	1,1	1,7	1,3
2024	1,8	2,4	1,7	2,7

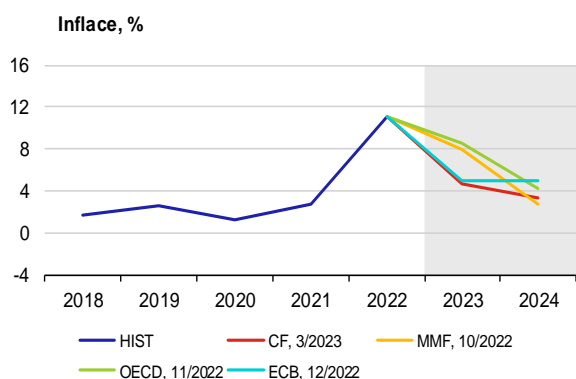


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,1	4,9	4,2	4,9
2024	2,7	3,5	4,0	3,6

Nizozemsko

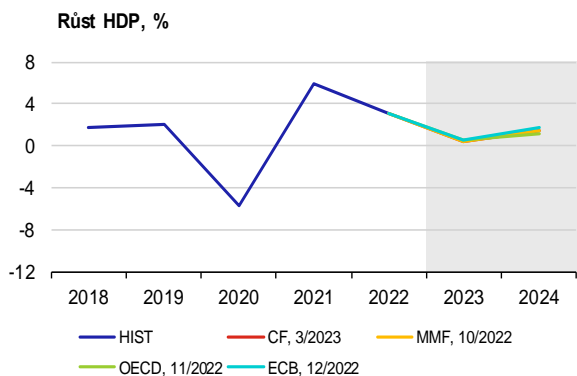


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,1	0,8	0,8	0,8
2024	1,3	1,7	1,1	1,6

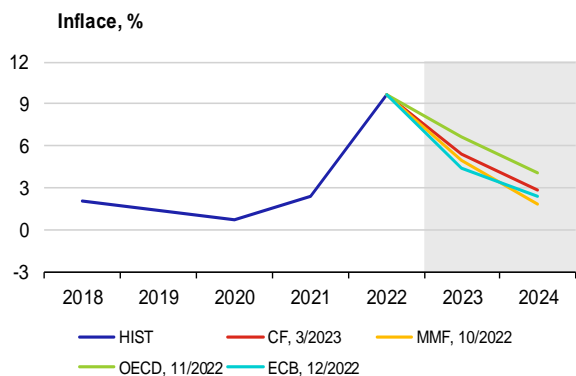


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,6	8,0	8,5	4,9
2024	3,3	2,7	4,2	5,0

Belgie

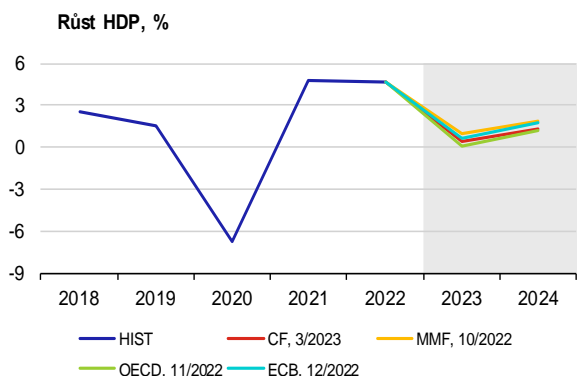


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,4	0,4	0,5	0,6
2024	1,5	1,4	1,1	1,7

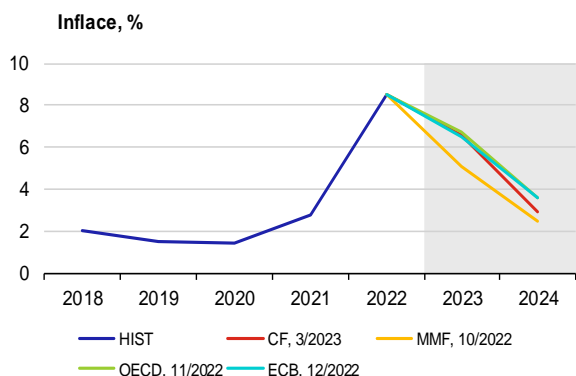


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,4	4,9	6,6	4,4
2024	2,8	1,8	4,1	2,4

Rakousko

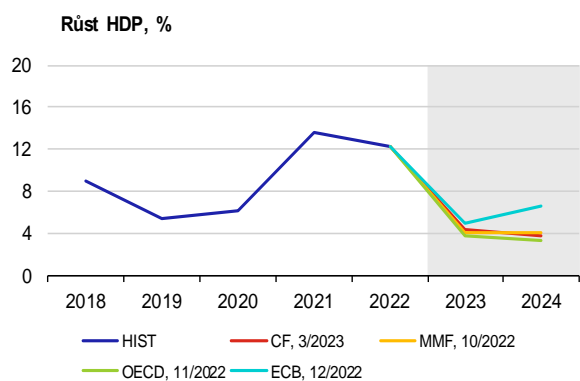


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,4	1,0	0,1	0,6
2024	1,3	1,9	1,2	1,7

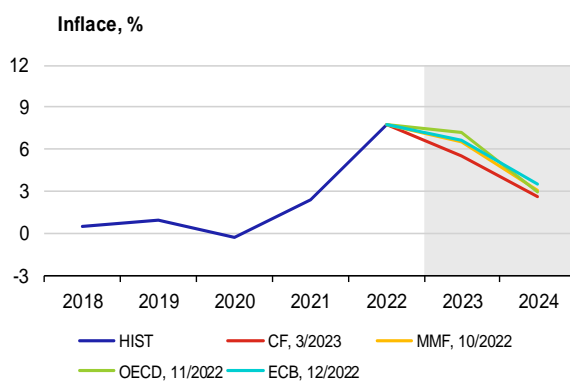


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,6	5,1	6,7	6,5
2024	2,9	2,5	3,6	3,6

Irsko

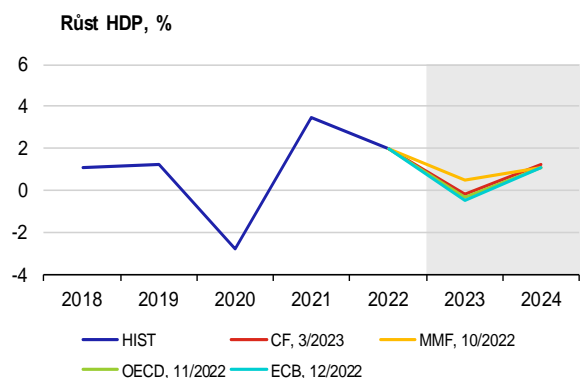


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,4	4,0	3,8	4,9
2024	3,7	4,0	3,3	6,6

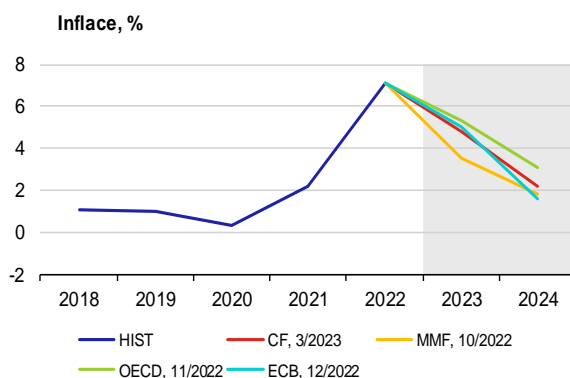


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,5	6,5	7,2	6,6
2024	2,6	3,0	2,9	3,5

Finsko

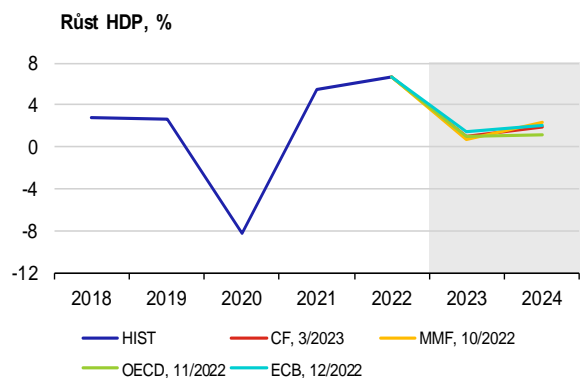


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,2	0,5	-0,3	-0,5
2024	1,2	1,1	1,1	1,1

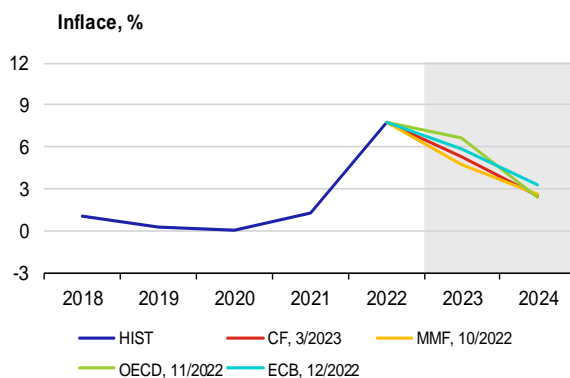


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,8	3,5	5,3	5,0
2024	2,2	1,8	3,1	1,6

Portugalsko

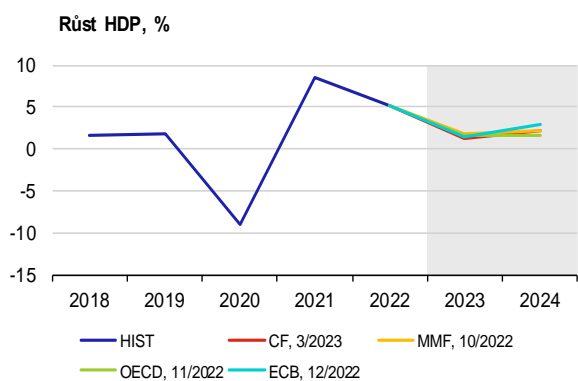


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,0	0,7	1,0	1,5
2024	1,9	2,4	1,2	2,0

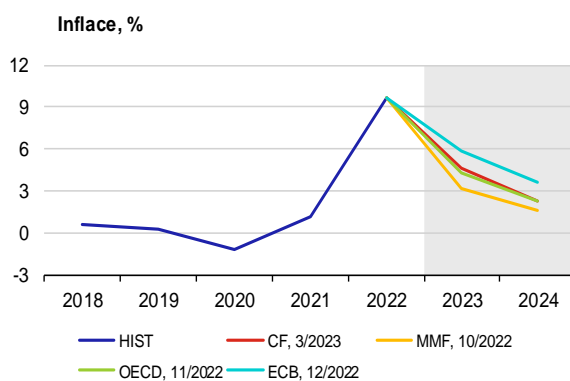


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,3	4,7	6,6	5,8
2024	2,5	2,6	2,4	3,3

Řecko

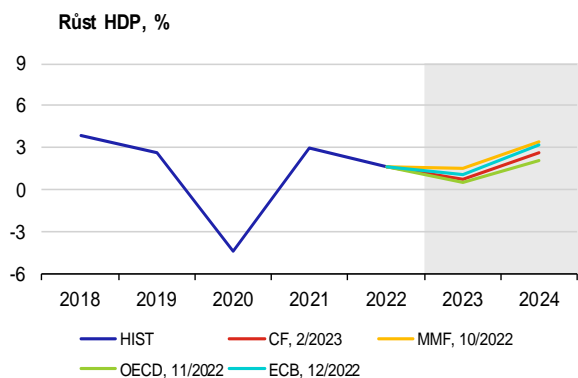


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,2	1,8	1,6	1,5
2024	2,1	2,2	1,6	3,0

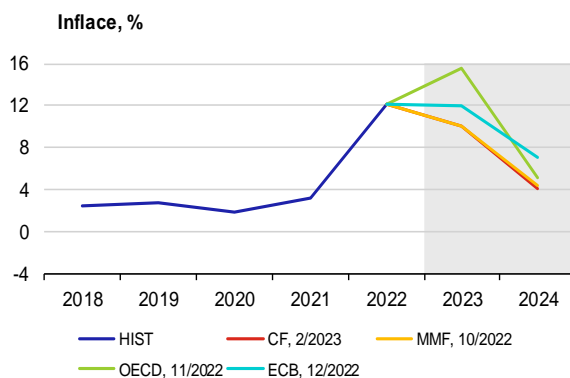


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,6	3,2	4,3	5,8
2024	2,3	1,6	2,3	3,6

Slovensko

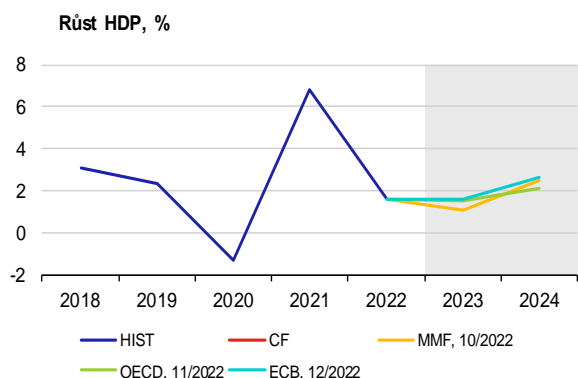


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,7	1,5	0,5	1,1
2024	2,6	3,4	2,1	3,2

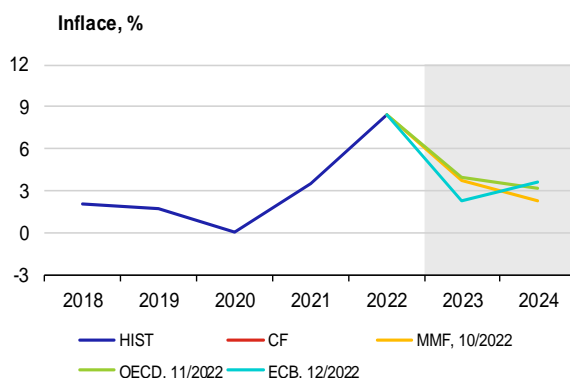


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	10,0	10,1	15,5	11,9
2024	4,1	4,4	5,1	7,0

Lucembursko

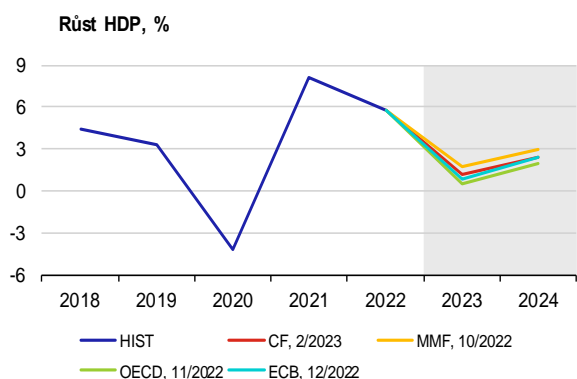


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	1,1	1,5	1,6
2024	n. a.	2,5	2,1	2,6

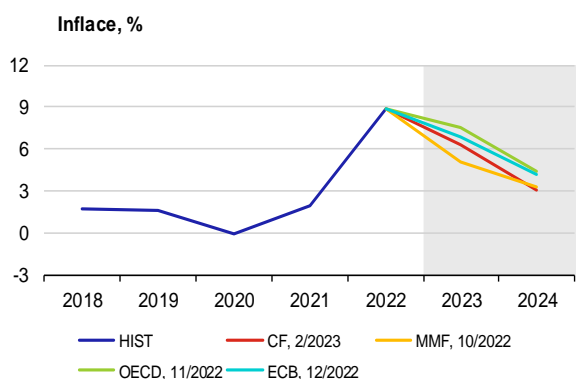


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,7	4,0	2,3
2024	n. a.	2,3	3,2	3,6

Slovensko

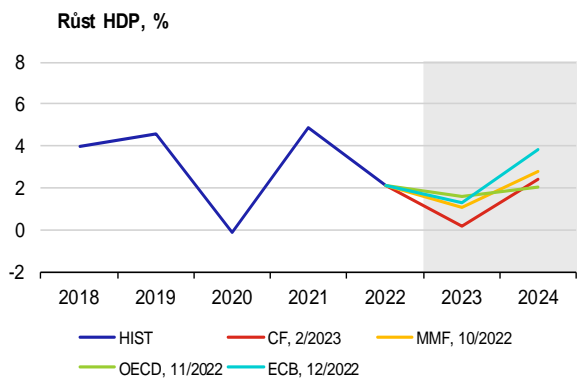


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,2	1,7	0,5	0,8
2024	2,4	3,0	2,0	2,4

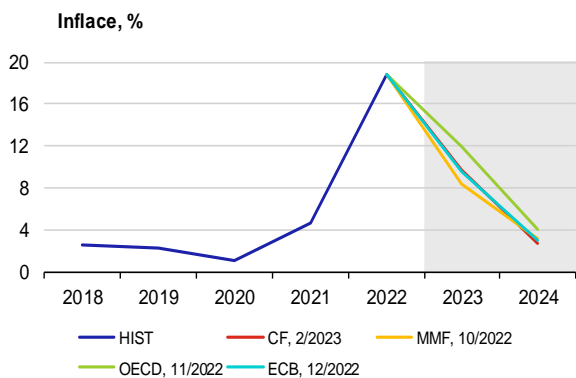


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,3	5,1	7,5	6,8
2024	3,1	3,3	4,4	4,2

Litva

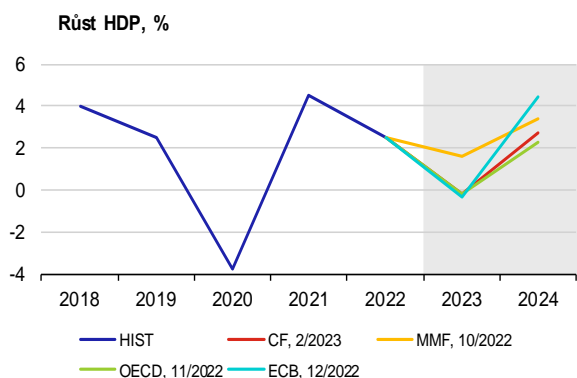


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,2	1,1	1,6	1,3
2024	2,4	2,8	2,0	3,8

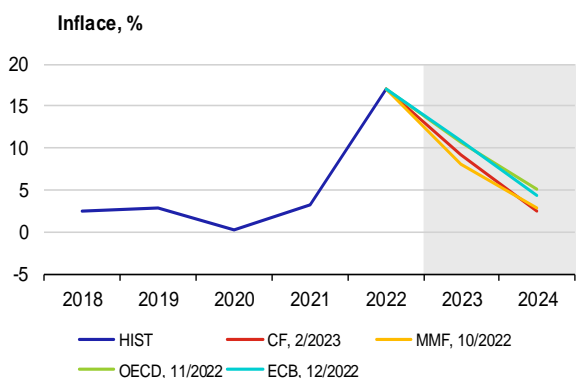


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,7	8,4	11,9	9,5
2024	2,7	3,2	4,0	3,0

Lotyšsko

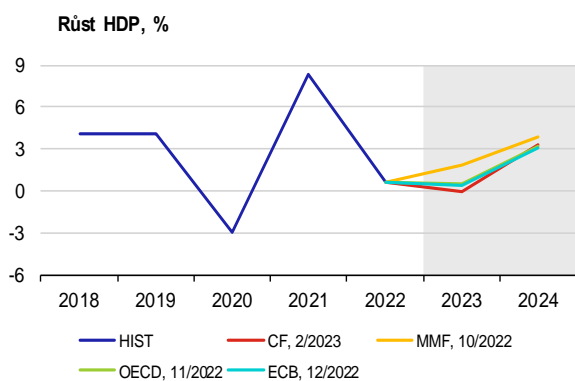


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,2	1,6	-0,2	-0,3
2024	2,7	3,4	2,3	4,4

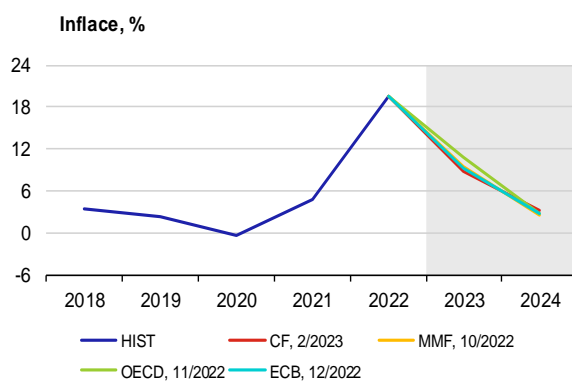


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,1	8,0	10,7	10,9
2024	2,5	2,9	5,0	4,4

Estonsko

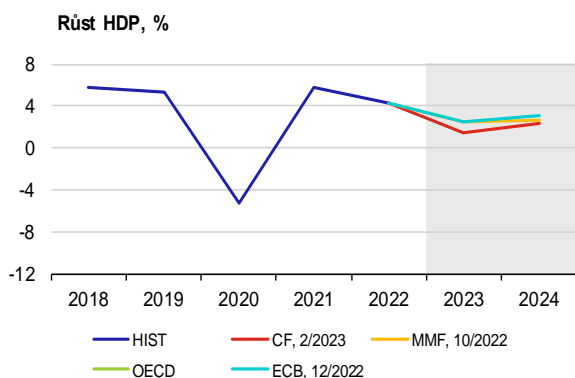


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,1	1,8	0,5	0,4
2024	3,3	3,8	3,2	3,1

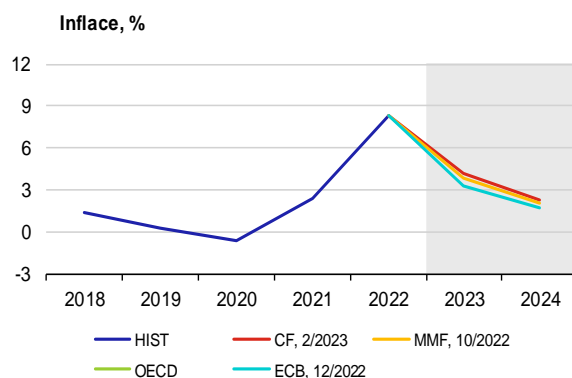


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	8,8	9,5	10,8	9,3
2024	3,1	2,5	2,8	2,8

Kypr

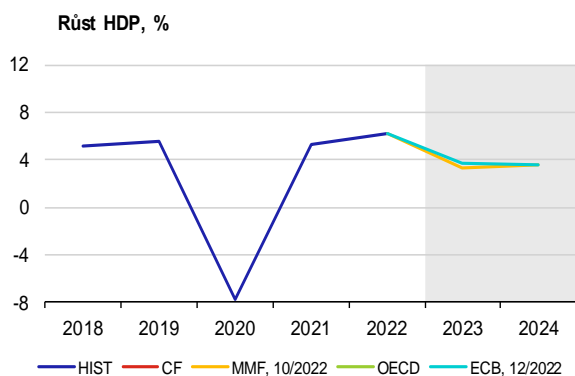


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,4	2,5	n. a.	2,5
2024	2,4	2,6	n. a.	3,1

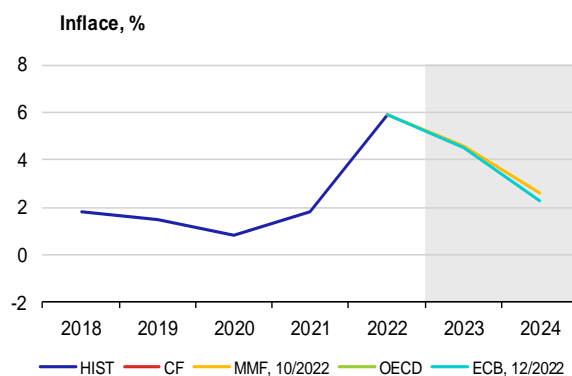


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,2	3,8	n. a.	3,3
2024	2,3	2,1	n. a.	1,7

Malta



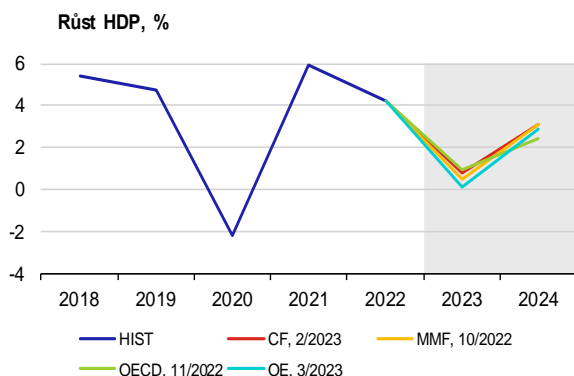
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,3	n. a.	3,7
2024	n. a.	3,6	n. a.	3,6



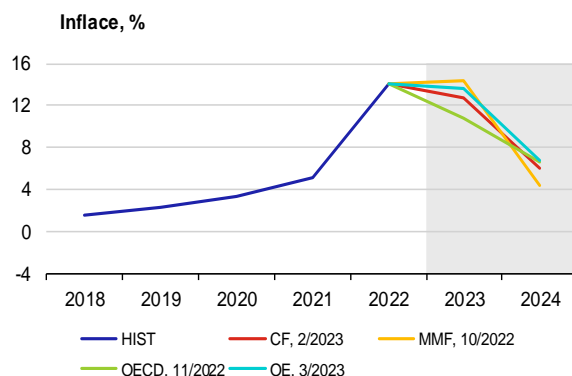
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	4,6	n. a.	4,5
2024	n. a.	2,6	n. a.	2,3

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

Polsko

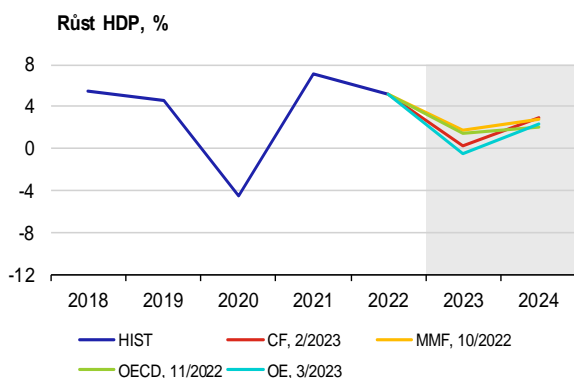


	CF	MMF	OECD	OE
2023	0,8	0,5	0,9	0,1
2024	3,1	3,1	2,4	2,9

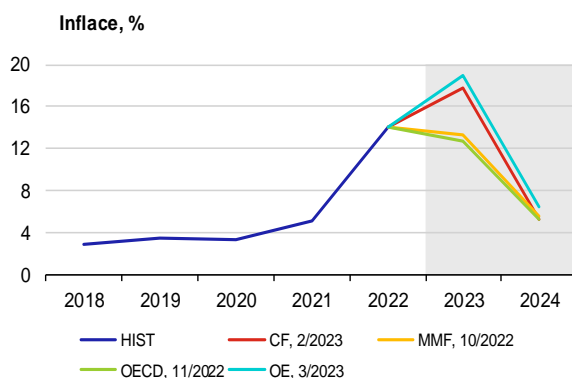


	CF	MMF	OECD	OE
2023	12,7	14,3	10,8	13,6
2024	6,0	4,3	6,6	6,7

Maďarsko

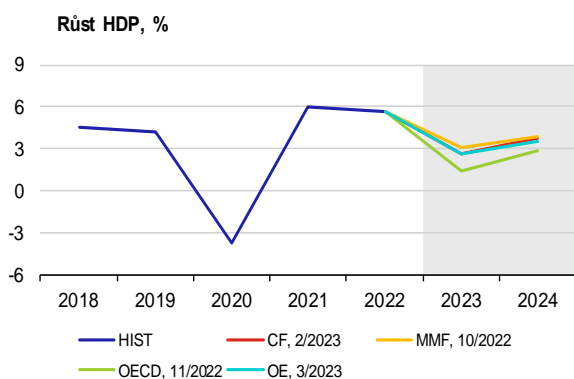


	CF	MMF	OECD	OE
2023	0,2	1,8	1,5	-0,5
2024	3,0	2,8	2,1	2,4

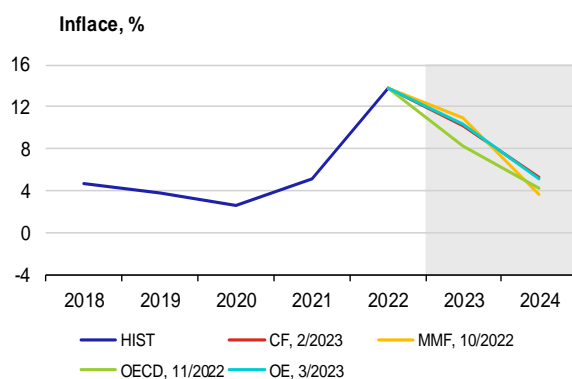


	CF	MMF	OECD	OE
2023	17,8	13,3	12,7	18,9
2024	5,3	5,6	5,2	6,5

Rumunsko



	CF	MMF	OECD	OE
2023	2,6	3,1	1,4	2,6
2024	3,7	3,8	2,8	3,5



	CF	MMF	OECD	OE
2023	10,2	11,0	8,3	10,3
2024	5,2	3,6	4,2	5,1

A6. Seznam zkratk používaných v GEVU

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

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

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