

Globální ekonomický výhled

červenec 2023



Česká národní banka — Globální ekonomický výhled — červenec 2023

Předmluva

Vážení čtenáři GEVU,

máte před sebou nové číslo publikace, která vychází již 12 let. Přehledným způsobem vám nabízí ucelenou informaci o makroekonomickém vývoji ve světě, který je určujícím pro vývoj naší malé a značně otevřené ekonomiky. Pokud máme občas tendenci zaměřovat se příliš na naši lokální situaci, GEV nám vždy připomene, že se nejprve musíme pozorně rozhlížet kolem sebe, a to i do docela velké dálky.

Na začátku druhé poloviny loňského roku jsem se po téměř 17 letech vrátil do bankovní rady ČNB. Výchozí situace nebyla o nic příznivější než v roce 2000, kdy jsem se stal členem bankovní rady poprvé. V té době probíhal boj mezi ČNB a částí politické reprezentace o nezávislost naší měnové politiky, a zároveň doznívala systémová krize domácího bankovního sektoru. Naše loňská letní prognóza zase říkala, že inflace se ke konci roku dostane téměř na 20 %, což je číslo, které jsme si po dekádě neuměli ani představit.

Loňská srpnová prognóza byla, alespoň pokud jde o inflaci, krutě pravdivá. Inflace se sice na 20 % nakonec nedostala, ale jen z toho důvodu, že Český statistický úřad od ní v závěrečných měsících loňského roku „odečetl“ efekty úsporného tarifu na energie a odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje. Tento metodicky správný krok se nám ale letos vrátí jako bumerang, neboť zase navýší inflaci v posledních měsících tohoto roku. K velmi nízké jednociferné inflaci se tak dostaneme až na začátku příštího roku.

Pravidelná součást GEVU označovaná za „Zaostřeno na ...“ vyhodnocuje, do jaké míry byly „krutě pravdivé“ rovněž prognózy mezinárodních institucí, vybraných centrálních bank a agentury Consensus Economics. V řadě informací, které v této pasáži GEVU najdete, nelze přehlédnout tu, že analytici a prognostici zjevně podcenili rozsah inflačních tlaků i odhodlanost centrálních bank reagovat na ně podobně razantně jako ČNB. Skutečnost, že se k tomu i velké centrální banky nakonec odhodlaly, přispěje podle mého názoru k obnově cenové stability v Česku. Zároveň se potvrzují pozorování, že makroekonomičtí analytici nemají moc velkou představivost, tj. že mají tendenci vytvářet odhady vývoje makroekonomických veličin na základě nedávno pozorovaných údajů. To vytváří prostor pro alternativní scénáře a simulace vytvářené v rámci prognóz centrálních bank.

Hezké léto přeje

Jan Frait, viceguvernér ČNB



I. Úvod	3
II. Makroekonomický monitoring	4
III. Ekonomický výhled ve vybraných teritoriích	5
III.1 Eurozóna	5
III.2 Německo	6
III.3 Spojené státy	7
III.4 Čína	8
III.5 Spojené království	9
III.6 Japonsko	9
III.7 Rusko	10
III.8 Polsko	10
III.9 Maďarsko	11
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	12
V. Vývoj na komoditních trzích	13
V.1 Ropa	13
V.2 Ostatní komodity	14
VI. Zaostřeno na...	15
Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVu	15
A. Přílohy	22
A1. Změna predikcí pro rok 2023	22
A2. Změna predikcí pro rok 2024	22
A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny	23
A4. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v jednotlivých zemích eurozóny	23
A5. Vývoj a výhledy růstu HDP a inflace v dalších vybraných zemích	30
A6. Seznam zkratk použitých v GEVu	31

Datum uzávěrky dat

14. července 2023

Sběr dat CF

10. července 2023

Datum publikace GEVu

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

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Refinitiv Datastreamu.

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

Kontakt

gev@cnb.cz

Tým zpracovatelů

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

I. Úvod

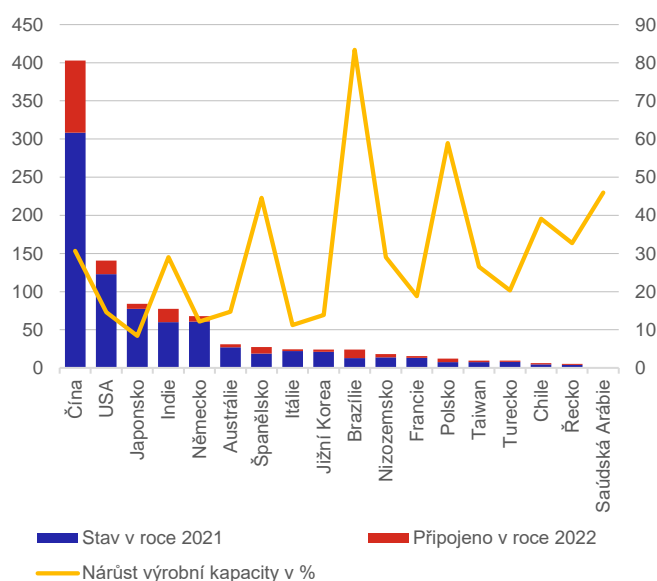
Globální ekonomika je na počátku druhého pololetí na cestě k utlumenějšímu hospodářskému růstu a normalizaci inflačních tlaků. Eurozóna by měla letos dosáhnout svého pomyslného dna ve výši pouhého půlprocentního růstu, a to zejména vlivem probíhající recese v její nejsilnější německé ekonomice. Ve Spojených státech se na shodné úrovni zastaví její pokles v roce příštím. Tahounem globálního růstu příštích let bude Indie a obnovený solidní růst Číny.

Pozorované zkracení inflace je výslednicí několika důvodů, a to jak nabídkových (výrazný pokles cen energií po stabilizaci ekonomických dopadů Ruského útoku na Ukrajinu, pokles světových cen potravin, odeznění problémů v globálních dodavatelských řetězcích a pokles cen kontejnerové dopravy), poptávkových (vyčerpanost vynucených úspor domácností z kovidového období a tvorba preventivních úspor z titulu zvýšené nejistoty), tak i kroků centrálních bank (zprísněné měnové podmínky) a vlád (ukončení fiskálních stimulů a snah – někde více někde méně úspěšných – o fiskální konsolidaci). Vrásky na čele však nejen centrálním bankéřům dělá nezvykle pomalu se snižující jadrová inflace. Za tím zřejmě stojí návrat k vyššímu podílu výdajů domácností za služby, který byl v kovidovém období částečně nahrazen poptávkou po zboží. Ceny služeb jsou totiž oproti cenám zboží méně ovlivněny domácí, případně zahraniční konkurencí a zároveň tvoří podstatnou část HDP vyspělých ekonomik.

Klíčové centrální banky během letošního léta dovrší proces zvyšování sazeb, jejich pokles lze očekávat až v průběhu roku 2024. Červencová zasedání by měla přinést již zacenená zvýšení sazeb ECB a velmi pravděpodobně i Fedu, lze rovněž očekávat prodloužení období stability sazeb u BoJ. **Graf aktuálního čísla se zaměřuje na investice do fotovoltaických elektráren ve světě.** Největší instalovaný výkon je v Číně, která jej navíc v loňském roce navýšila o třetinu. V přepočtu na obyvatele by se na prvním místě umístila Austrálie, která má 1,2 GW instalovaného výkonu na milion obyvatel, a druhé je Nizozemí s 1 GW. Popularita fotovoltaických panelů roste i mezi domácnostmi, neboť se technologie stává stále dostupnější. V letošním roce se rovněž poprvé slavil evropský solární den, a to 21. června.

Červencové číslo dále přináší analýzu: „Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEVU.“ Tento pravidelně zařazovaný článek hodnotí, jak se které instituci podařilo předpovědět vývoj v minulém roce. Oproti očekávání byl rok 2022 opět turbulentní vlivem ruské agrese na Ukrajině, ale ekonomiky překvapily svou odolností. Analýza ukazuje, že se očekávaný růst HDP v minulém roce nenaplnil a inflace ve sledovaných zemích překvapila vyšší než očekávanou úroveň.

Nárůst výrobní kapacity fotovoltaických elektráren ve vybraných zemích v minulém roce; GW; pravá osa v %



Zdroj: Solar Power Europe

Barometr Globálního ekonomického výhledu pro sledované země

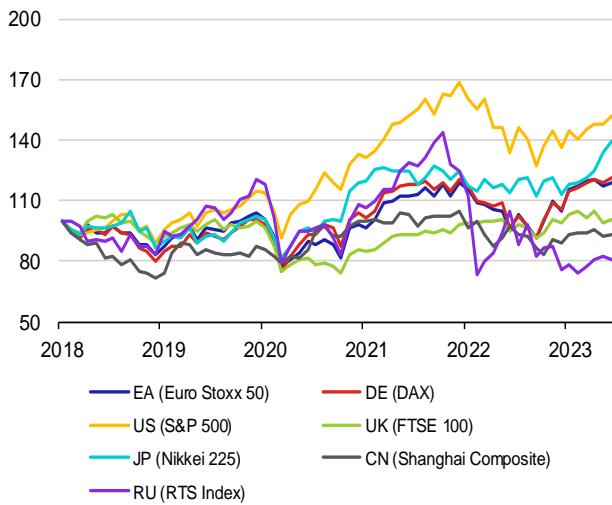
		EA	DE	US	UK	JP	CN	RU
HDP (%)	2023	0,5 ↘	-0,3 ↘	1,6 ↘	0,1 →	1,2 ↘	5,5 ↘	0,4 ↘
	2024	0,9 →	1,1 →	0,5 →	0,4 ↘	0,8 ↘	4,8 ↘	1,3 →
Inflace (%)	2023	5,4 →	5,9 ↘	4,1 →	7,4 ↘	2,9 ↘	1,0 ↘	5,1 ↘
	2024	2,4 →	2,6 ↘	2,6 →	3,2 →	1,5 →	2,1 ↘	4,6 ↘
Nezaměstnanost (%)	2023	6,6 ↘	5,6 →	3,7 ↘	4,1 →	2,6 →	3,5 →	3,3 ↘
	2024	6,8 →	5,6 ↘	4,5 ↘	4,1 →	2,4 →	3,4 →	3,4 ↘
Kurz (vůči USD)	2023	1,12 ↘	1,12 ↘		1,27 ↘	129,4 ↘	7,05 ↘	83,3 ↘
	2024	1,14 ↘	1,14 ↘		1,31 ↘	123,1 ↘	6,79 ↘	85,1 ↘

Zdroj: Consensus Forecasts (CF)

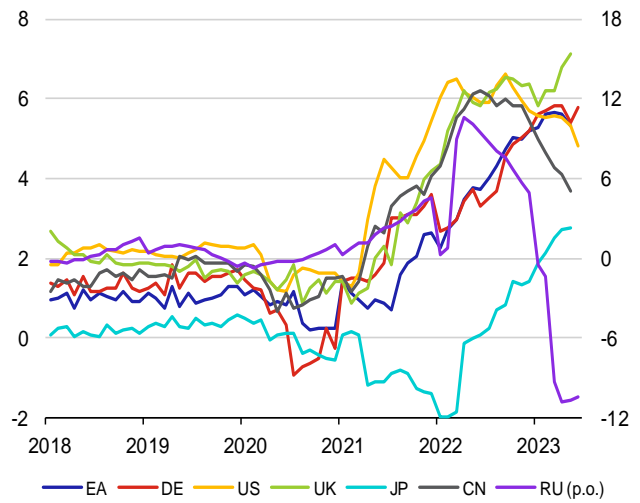
Pozn.: Šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému vydání GEVU.

II. Makroekonomický monitoring

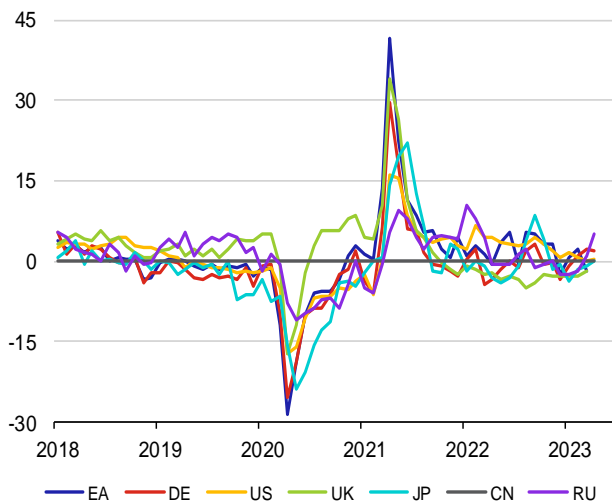
Vývoj na akciových trzích, index 100 = leden 2018



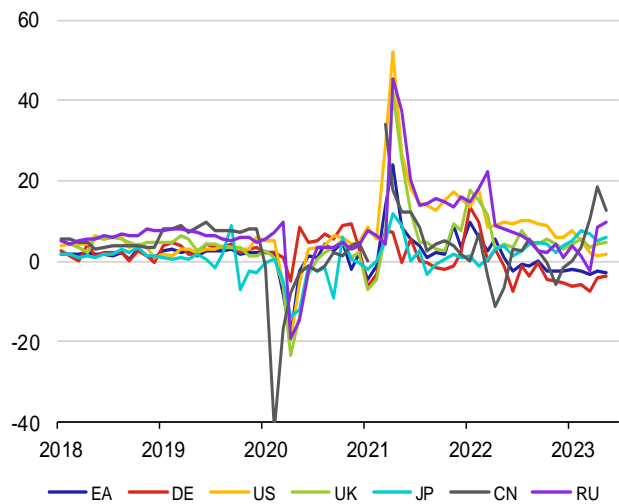
Jádrová inflace, %



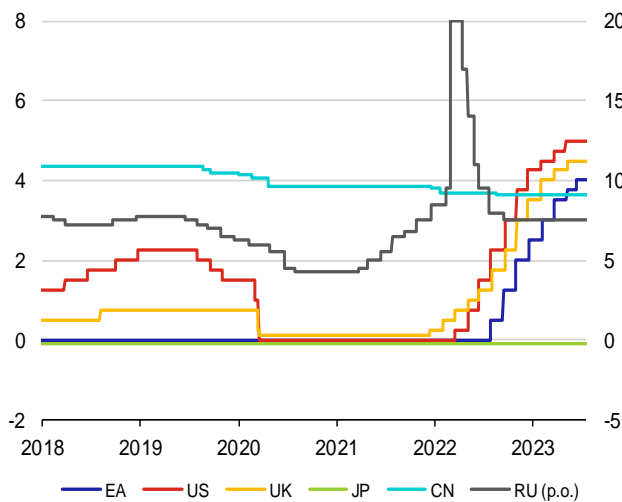
Průmyslová produkce, mizr. %



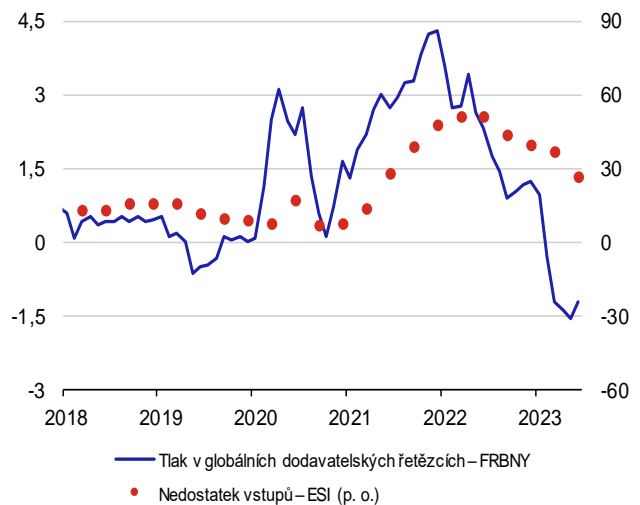
Maloobchodní prodeje, mizr. %



Měnověpolitické sazby, %



Vývoj v dodavatelsko-odběratelských řetězcích

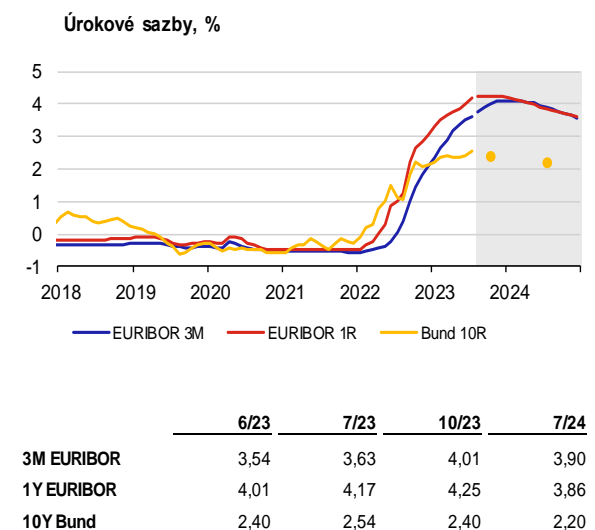
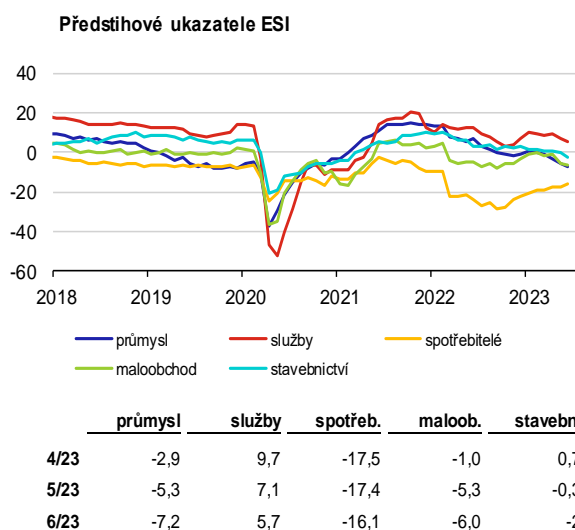
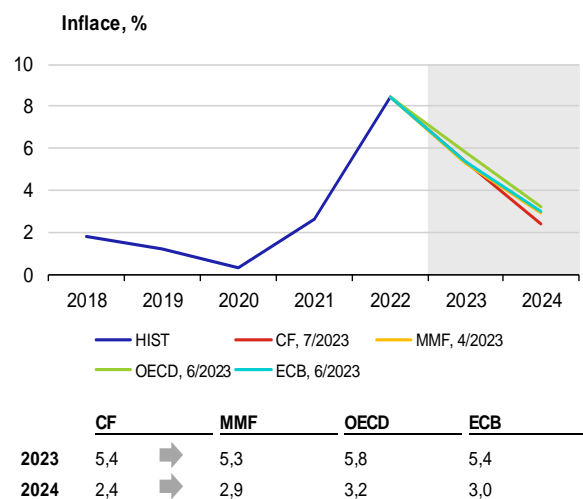
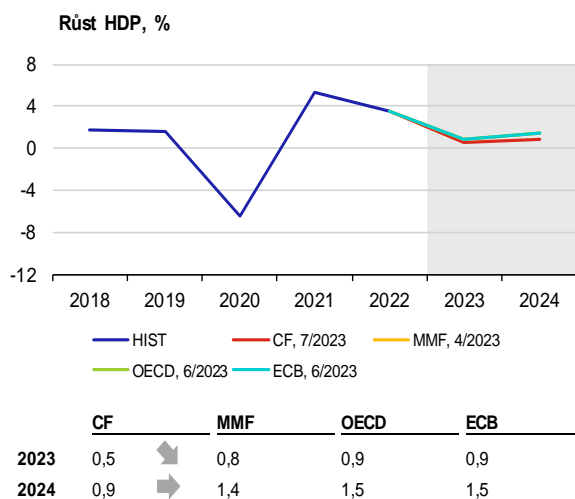


Zdroj: Refinitiv Datastream, EK.

III.1 Eurozóna

Nově přichozí data lehce snižují krátkodobý výhled hospodářského růstu v eurozóně. Růst průmyslové produkce v květnu zpomalil na 0,2 % (meziročně -2,2 %). Kompozitní index PMI v červnu (poprvé v letošním roce) sklouzl do pásma kontrakce (49,9), když kromě poklesu výstupu, nových objednávek i zaměstnanosti ve zpracovatelském průmyslu došlo kvůli zhoršené zahraniční poptávce i ke značnému poklesu subindexu pro sektor služeb. Šetření mezi nákupními manažery tak naznačuje, že ekonomika během druhého čtvrtletí vzrostla jen nepatrně. Indikátory ekonomického sentimentu rovněž nepřinášejí dobré zprávy. ZEW index se dále snížil v důsledku zhoršujícího se ekonomického výhledu v souvislosti s dosud stále pokračujícím zvyšováním krátkodobých úrokových sazeb v eurozóně i USA a jen slabého oživení v Číně. Dle červnového ESI se zhoršila nálada jak v průmyslu, tak ve službách. Pokračuje však zlepšování sentimentu spotřebitelů. Tržby v maloobchodě v květnu podruhé v řadě v reálném vyjádření stagnovaly (po předchozím poklesu) a trh práce zůstává napjatý. Analytici CF vyhodnotili nově dostupná data tak, že snížili očekávané tempo růstu HDP pro letošní rok na 0,5 %.

V důsledku perzistence jádrové inflace a na základě jestřábí komunikace šéfky ECB trhy očekávají ještě dva hiky. Celková spotřebitelská inflace dále zpomaluje (v červnu na 5,5 %), avšak výhradně díky výraznému poklesu cen energií, růst ostatních cenových okruhů zůstává zvýšený. Obnovil se meziměsíční růst cen (0,3 %) v důsledku nezanedbatelného růstu cen potravin i služeb. Jádrová inflace se zvýšila (na 5,4 %). To vše potvrzuje červnová slova prezidentky ECB o potřebě dále zvyšovat úrokové sazby. Standardní zvýšení je tak nyní očekáváno nejen na červencovém, ale s rostoucí pravděpodobností i na zářijovém měnovém zasedání Rady guvernérů. Pokračující zpříšňování měnové politiky by mělo pomoci vrátit inflaci k cíli dříve, než jak indikovala červnová prognóza ECB (tedy až v průběhu roku 2025), která byla postavena na předpokladu tržního výhledu sazeb 3M EURIBOR z konce května (tj. 3,4 % v roce 2023 i 2024).

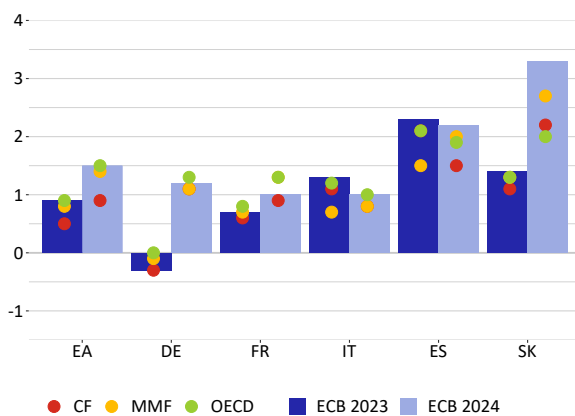


III.2 Německo

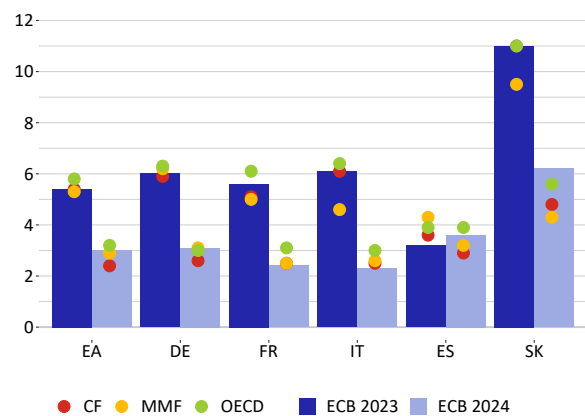
Po technické recesi v prvním čtvrtletí letošního roku zůstane dle ukazatelů německá ekonomika slabá. Ekonomika a její exportně orientovaný průmysl se nachází pod tlakem výhledu zpomalující poptávky, kterou táhne dolů především zpřísnění měnové politiky. Obavy panují hlavně v souvislosti se slabým zpracovatelským průmyslem. Poslední dvě čtvrtletí přinesla pokles HDP a výhled není nikterak optimistický. CF nově předpovídá pro letošek pokles HDP o 0,3 % a růst v příštím roce o 1,1 %. Podnikatelský sentiment opět oslabil a je na nejhorší úrovni od loňského prosince. Dle indexů Ifo a ZEW pokles podnikatelské důvěry odráží především nejistotu ohledně oživení ekonomiky v důsledku globálního zvyšování úrokových sazeb. Výrazně pesimističtější bylo hodnocení současné situace, i očekávání. Vlivem rostoucí nejistoty pak začíná mírně klesat i spotřebitelská důvěra, která se zhoršila poprvé za posledních devět měsíců. Kompozitní ukazatel PMI v červnu výrazně poklesl na 50,6 (z květnových 53,9) a zůstává jen těsně v pásmu expanze. Tento údaj signalizuje prudké zpomalení tempa růstu na pětiměsíční minimum v důsledku kombinace pomalejšího růstu sektoru služeb (54,1) a prohlubujícího se poklesu zpracovatelského sektoru (40,6), kde dochází k omezování výroby kvůli klesajícím zakázkám.

Po třech měsících zpomalování spotřebitelská meziroční inflace v červnu opět mírně zrychlila. Inflace dle harmonizovaného indexu dosáhla 6,8 % (oproti květnovým 6,3 %), přičemž ceny potravin nadále vykazují nadprůměrný růst a zůstávají hlavní hnací silou inflace. Naopak růst cen energií zůstává umírněný. Celkový růst cen byl však částečně způsoben i prudkým nárůstem cen dopravy vlivem nízké srovnávací základny v souvislosti se štedrými vládními dotacemi v loňském roce, konkrétně levnou měsíční jízdenkou za devět eur. Mírně zrychlila též inflace bez cen potravin a energií, která se přiblížila 6 %. Dle CF inflace v letošním roce dosáhne necelých 6 % a v roce 2024 se dostane pod 3 %. Naproti tomu meziroční růst cen průmyslových výrobců již po osmé za sebou zvolnil, na 1 % (oproti dubnovým 4,1 %), což je nejmenší nárůst za téměř dva a půl roku.

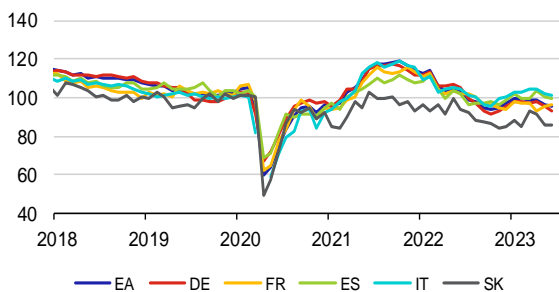
Růst HDP ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



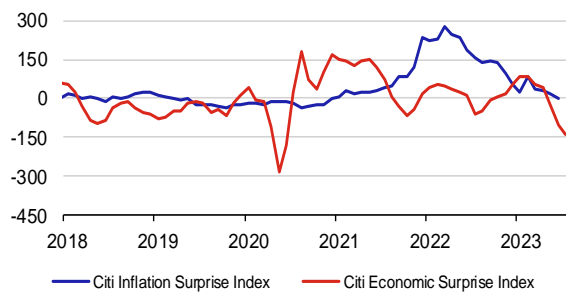
Inflace ve vybraných zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



Předstíhové ukazatele ESI



Ekonomické a inflační překvapení v eurozóně



	EA	DE	FR	ES	IT	SK
4/23	98,9	98,3	93,3	103,6	104,6	91,7
5/23	96,4	95,3	95,6	100,5	102,3	86,0
6/23	95,3	93,4	96,4	99,6	101,2	86,0

Inflační očekávání na základě 5letého inflačního swapu a SPF:

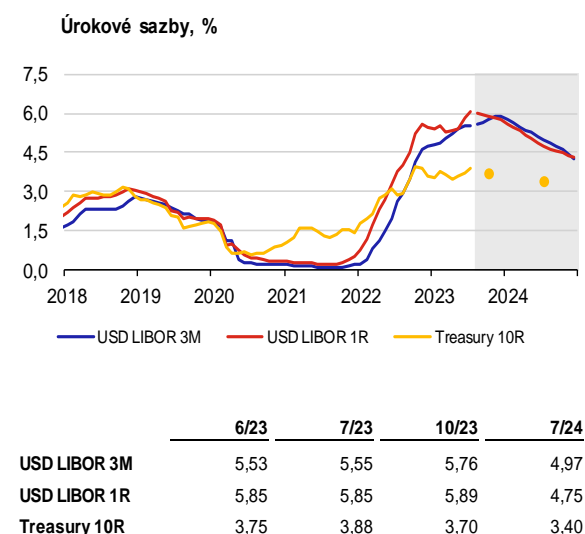
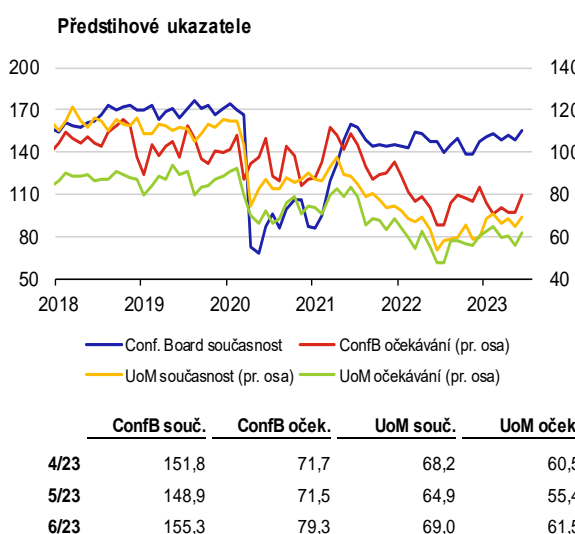
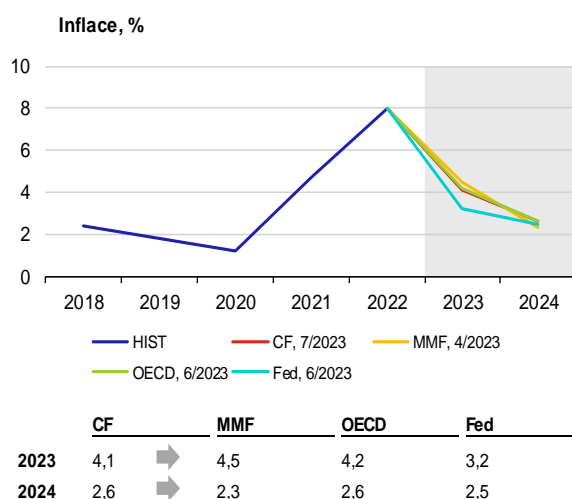
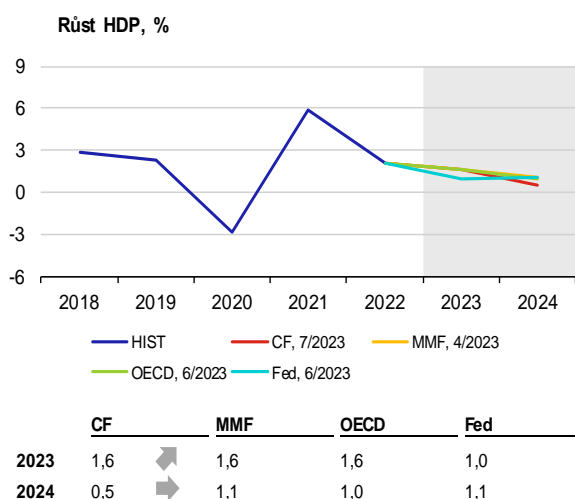
	5y5y	SPF
5/23	2,46	2,13
6/23	2,51	2,13
7/23	2,56	

III.3 Spojené státy

Americká ekonomika by dle některých analytiků měla během třetího čtvrtletí zažít pokles výstupu, poslední čísla ale vyznívají mnohem optimističtěji. Dle nejnovějšího průzkumu mezi analytiky od společnosti Bloomberg by mělo ve třetím čtvrtletí dojít už jen ke stagnaci růstu HDP a nikoli jeho propadu. Nejnovější výhled růstu HDP od analytiků CF se pro letošní rok posouvá směrem k vyššímu růstu, na hodnotu 1,6 %, pro příští rok zatím zůstává beze změny. Na pozitivní vlně se nese i vývoj na amerických trzích – index S&P 500 od počátku roku posílil o téměř čtvrtinu, ale zde je nutné zdůraznit, že růst je tažen největšími, zejména technologickými firmami a dle některých komentářů jde jen o další bublinu nafukovanou růstem a popularitou umělé inteligence (AI).

Americký prezident J. Biden na svých veřejných vystoupeních po USA ukazuje příklady, které mají ukázat, že jeho ekonomická politika funguje. Zprvu odmítaný a negativně používaný termín „bidenomika“ (bidenomics) se prezident rozhodl použít ve svůj prospěch. Cestou k prosperitě je dle demokratů právě současnou administrativou používaná řízená vládní podpora vybraných odvětví. V loňském roce došlo např. k podpoře „zelené agendy“ ve výši 400 mld. dolarů, po světovém nedostatku čipů byla podpořena jejich domácí výroba částkou 50 mld. dolarů a nyní bude podpořeno zavedení vysokorychlostního internetu napříč USA částkou 40 mld. dolarů.

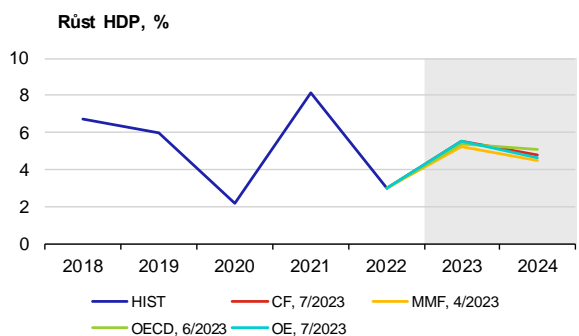
Od červencového zasedání amerického Fedu se očekává opětovné zvýšení sazeb o 0,25 p. b. Červnová inflace opět překonala očekávání (3,1 %) a klesla v meziočném vyjádření až na 3 %. Důvodem zpomalení inflace je zejména vysoká základna v loňském roce, díky které ceny energií v meziočném srovnání poklesly o 16,7 %, nicméně v meziměsíčním vyjádření rostly spotřebitelské ceny tempem 0,2 %. Jádrová inflace v červnu zpomalila na 4,8 % a podobně jako v Evropě panuje obava z inflace ve službách, která v červnu zaznamenala hodnotu 5,7 %. Pokračující stabilní vývoj ve službách potvrzuje i indikátor PMI, který v červnu dosáhl hodnoty 54,4, zatímco ve výrobě se indikátor pohybuje v pásmu kontrakce.



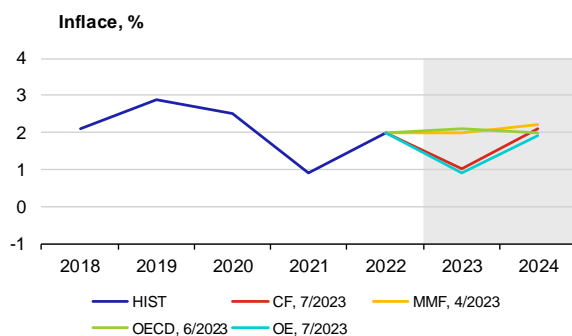
III.4 Čína

Čínská ekonomika ve druhém čtvrtletí 2023 potvrdila slábnoucí výkonnost, když vzrostla pouze o 6,3 % ve srovnání s předchozím rokem, kdy byly desítky čínských měst uzavřeny v karanténě. Oproti předchozímu čtvrtletí tak zaznamenala pouze mírný růst o 0,8 % oproti 2,2 % v prvním čtvrtletí letošního roku. Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se v červnu mírně zvýšil, avšak i nadále se pohyboval v pásmu ekonomické kontrakce. Naopak v případě nevýrobních odvětví index PMI klesl. Utlušený vývoj v sektoru služeb a omezování spotřebitelských výdajů potvrdil i index Caixin, který zaznamenal v červnu výrazný propad dokonce až na 5měsíční minimum. Ke slabé domácí poptávce se navíc přidává i ta zahraniční, kdy již druhý měsíc v řadě došlo k meziročnímu poklesu vývozu. V červnu dokonce vývoz zaznamenal nejhlubší propad od února 2020. Vzhledem ke zhoršeným vyhlídkám růstu světové ekonomiky tlumeného přísnou měnovou politikou hlavních centrálních bank se tak nelze na výraznější příspěvek zahraniční poptávky k růstu čínské ekonomiky v nejbližších měsících příliš spoléhat. Dle červencového výhledu analytiků CF meziroční tempo růstu čínské ekonomiky v letošním roce dosáhne 5,5 %, které v příštím roce zpomalí na 4,8 %.

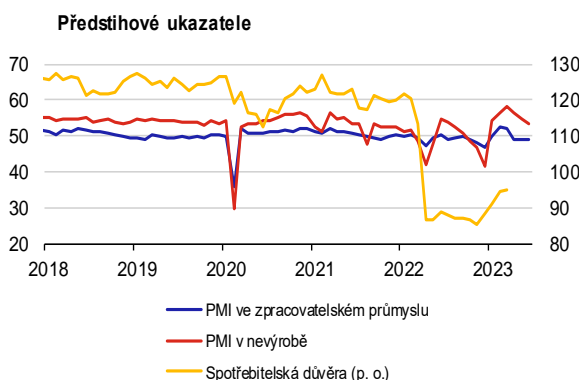
Spotřebitelské ceny v červnu stagnovaly, zatímco ceny výrobců dále výrazně klesly. Dynamika spotřebitelské inflace je tak nejnižší od února 2021. Slabé cenové tlaky v červnu lze přičíst ochabující domácí poptávce, rostoucí nabídky v návaznosti na normalizaci domácích i světových dodavatelských řetězců a nižším cenám komodit ve srovnání se stejným obdobím loňského roku. V červnu rovněž dále zpomalilo i tempo růstu nových úvěrů. Po červnovém snížení úrokových sazeb čínskou centrální bankou lze tak i ve druhé polovině letošního roku očekávat jejich další snížení. Kromě toho je také pravděpodobné další snížení sazby povinných minimálních rezerv bank, jejichž úroveň byla naposledy snížena v březnu. Spotřebitelské ceny letos dle červencového výhledu analytiků CF vzrostou pouze o 1 %, přičemž v příštím roce tempo jejich růstu zrychlí na 2,1 %. Pokles cen výrobců se v červnu dále meziročně prohloubil z květnových -4,6 % na -5,4 %. V pokračující deflaci cen výrobců se nejvíce projevil pokles cen energetických komodit.



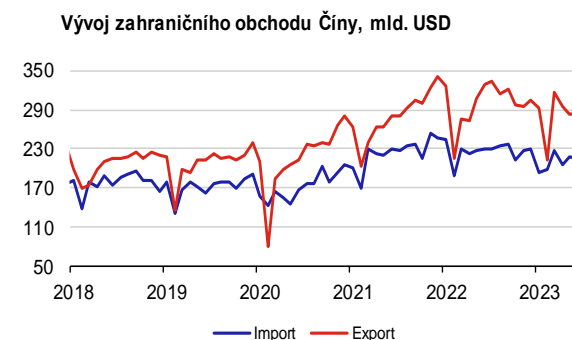
	CF	MMF	OECD	OE
2023	5,5	5,2	5,4	5,5
2024	4,8	4,5	5,1	4,6



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



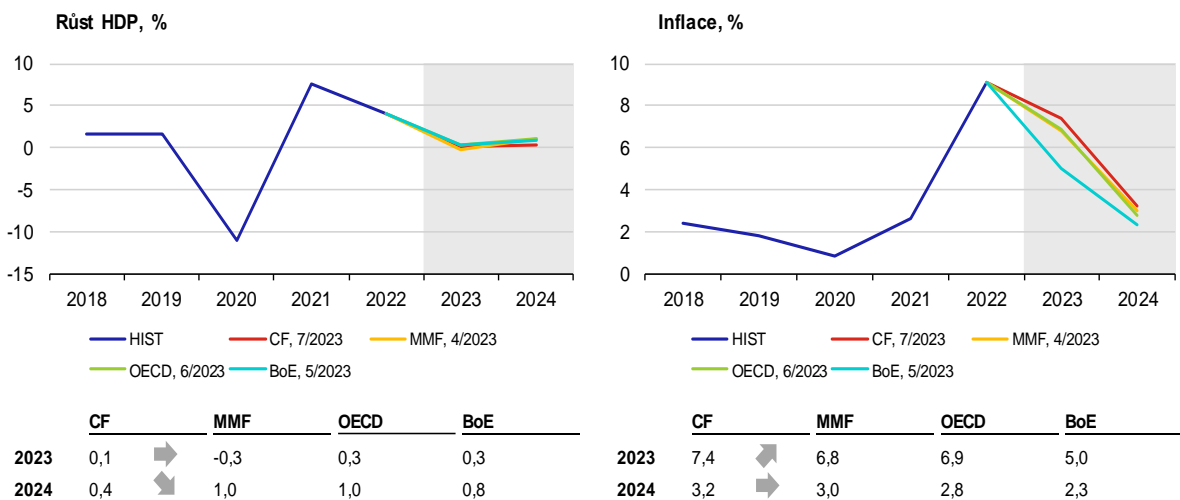
	PMI zprac. prům.	PMI v nevýrobě	Spo. dův. (p.o.)
4/23	49,2	56,4	
5/23	48,8	54,5	
6/23	49,0	53,2	



Zdroj: Bloomberg

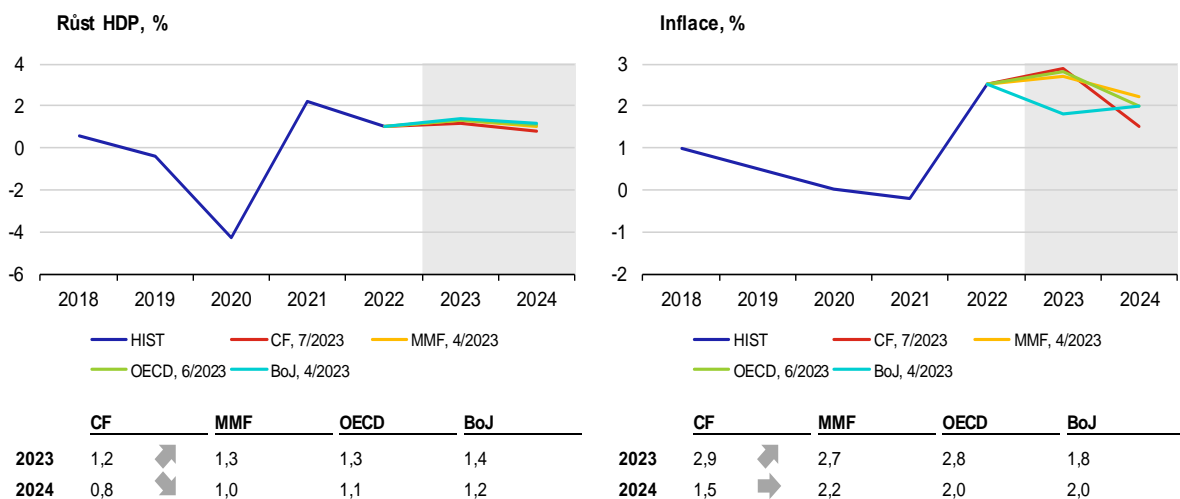
III.5 Spojené království

Meziroční spotřebitelská inflace v květnu stagnovala, na což BoE reagovala zvýšením základní úrokové sazby. Červnové zasedání přineslo (i s ohledem na silnější odolnost britské ekonomiky) již třináctý nárůst sazby v řadě, a to na rovných 5 %. Zvýšení sazeb však zhoršuje výhled růstu HDP pro příští rok, který dle CF nedosáhne ani 0,5 % a pro letošek bude těsně nad nulou. Inflace zůstala pozadu za očekáváním na 8,7 % především kvůli pokračujícímu vysokému růstu cen potravin (18,4 %). Navíc jádrová inflace dále vzrostla a překonala 7% úroveň, což signalizuje přetrvávající inflační tlaky. Nepříjemně vysoký zůstává i růst mezd, přičemž vláda a BoE již vyzvaly k jeho zmírnění ve snaze zkotřit inflaci. BoE očekává, že inflace do konce roku výrazně zpomalí, což bude odrážet především vývoj cen energií, přičemž zpomalovat by měla i inflace potravin. Spotřebitelská důvěra se prozatím od ledna nepřetržitě zvyšuje a je vzhledem k vysoké inflaci a prudce rostoucím sazbám hypoték odolná. Kompozitní ukazatel PMI se v červnu dále snížil (52,8), ovšem soukromý sektor nadále roste. Solidní růst v sektoru služeb (53,7) kontrastoval s dalším propadem zpracovatelského sektoru (46,5).



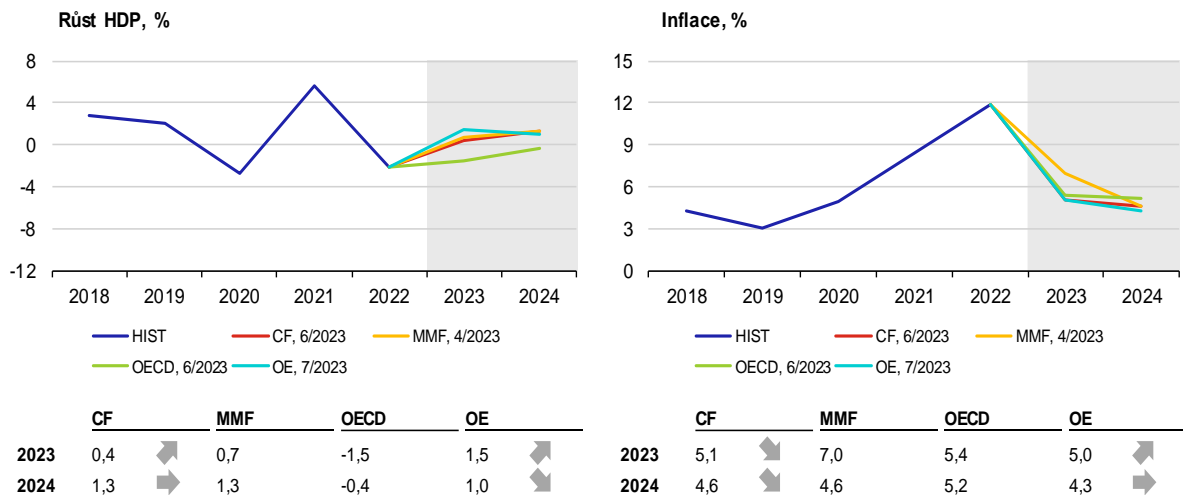
III.6 Japonsko

Ekonomické indikátory ukazují sílu japonské ekonomiky před důležitým měnověpolitickým rozhodnutím. Předstihové indikátory ekonomické aktivity, včetně indexu PMI nebo rozsáhlého šetření podnikatelského sentimentu Tankan, naznačují pokračující oživování japonské ekonomiky. Podíl velkých průmyslových podniků považujících byznysové podmínky za příznivé ve druhém čtvrtletí vzrostl a překonal i očekávání analytiků. Ve službách tento podíl dokonce poprvé předstihl předcovidovou úroveň. Podniky v šetření také uvedly rozsáhlé investiční plány a svá očekávání inflace, která by podle nich měla i v pětiletém horizontu zůstat nad cílem BoJ. Květnová inflace sice mírně poklesla na 3,2 %, ale jádrová opět vzrostla na nové 42leté maximum 4,2 %. Kondice japonské ekonomiky posiluje tlak na zpřísnění měnové politiky. Sázky na částečné uvolnění politiky řízení výnosové křivky táhnou od začátku července posílení jenu, který tak již umazal své červnové ztráty.



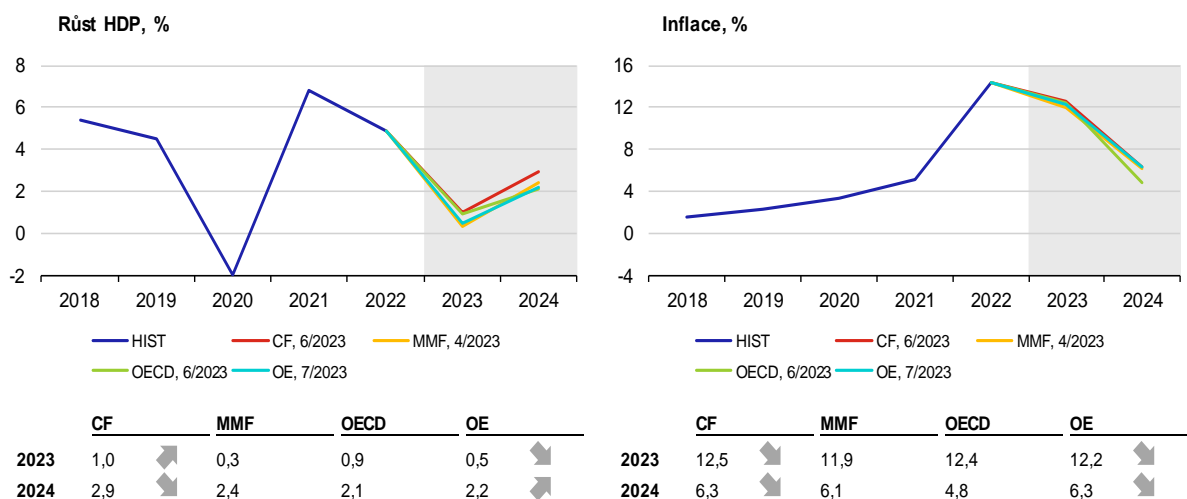
III.7 Rusko

Ruský rubl ztratil v poslední červnové dekádě téměř desetinu původní hodnoty. Výrazně slabší byla ruská měna pouze po zahájení ruské invaze na Ukrajině. Tentokrát ale k jejímu prudkému oslabení vedlo vypuknutí vnitropolitické vojenské krize. V první polovině července se trendové oslabení zastavilo a rubl se většinou pohyboval nad hodnotou 90 RUB/USD. Zatímco ozbrojená vzpoura Prigožina zesílila i tak významnou politickou nejistotu v zemi, mnohem větší obavy vyvolává dopad energetických sankcí na Rusko. Začátkem července zveřejněné plnění státního rozpočtu za první pololetí 2023 odhaluje 47% meziroční pokles příjmů z exportu ropy a zemního plynu (z 6,38 bil. RUB na 3,38 bil. RUB). Optikou platební bilance RF stojí za meziročním snížením celkového přebytku bilance zboží v prvním pololetí 2023 jak nižší objem vývozu, tak cenový efekt – především pokles cen energetických komodit. Zároveň objemy dovozu byly srovnatelné s prvním pololetím 2021. Ruská centrální banka nevylučuje zvýšení měnověpolitické sazby v letošním roce.



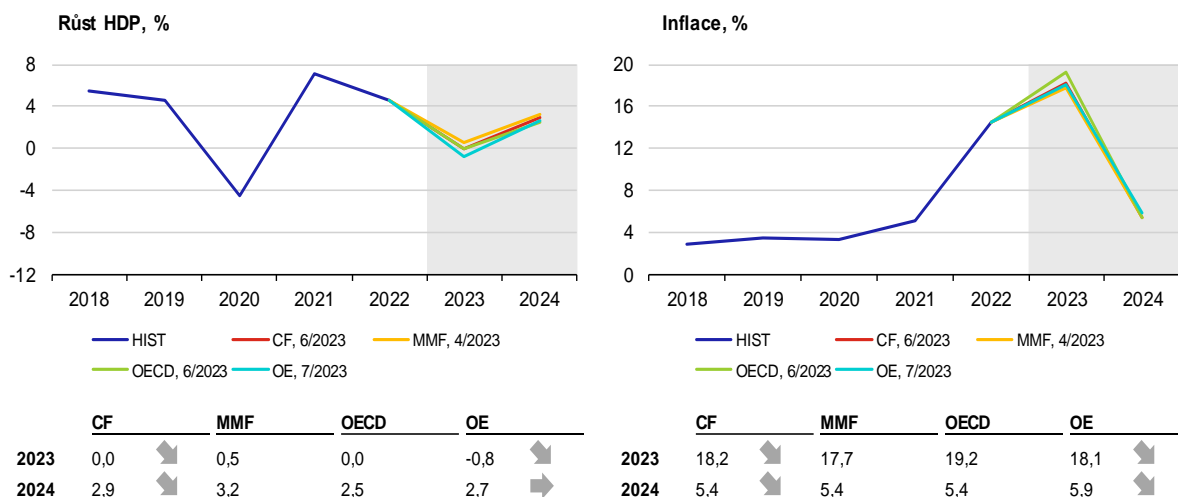
III.8 Polsko

Hospodářský růst bude letos nevýrazný, zmírňování inflace na výhledu zvolní. Nová prognóza NBP snížila výhled růstu HDP pro letošní rok (na -0,2–1,3 %), poslední šetření CF naopak přineslo zvýšení odhadu (na 1 %). V příštím roce by se mohlo tempo růstu ekonomiky zvýšit na 2–3 %. Dostupné údaje za druhé čtvrtletí nejsou nijak oslnivé. Průmyslová produkce, zdá se, naráží na problémy se zahraniční i domácí poptávkou. PMI v průmyslu dále klesá (45,1). Trh práce naproti tomu zůstává napjatý. Růst zaměstnanosti sice na jaře zpomalil, ale nezaměstnanost je nadále velice nízká (5,1 %) a nominální růst mezd vysoký (reálný jen lehce záporný). Dlouhodobě vysoká inflace přesto začíná dopadat na spotřebitele. Tržby v maloobchodě v reálném vyjádření v květnu klesly. Inflace v červnu zpomalila na 11,5 %. Meziměsíčně ceny už druhý měsíc stagnují. NBP ponechala i v červenci sazby beze změny. Trhy počítají s počátkem snižování sazeb na podzim. Avšak dle nové prognózy NBP ani za předpokladu stability sazeb neklesne průměrná inflace příští rok pod 5 %.



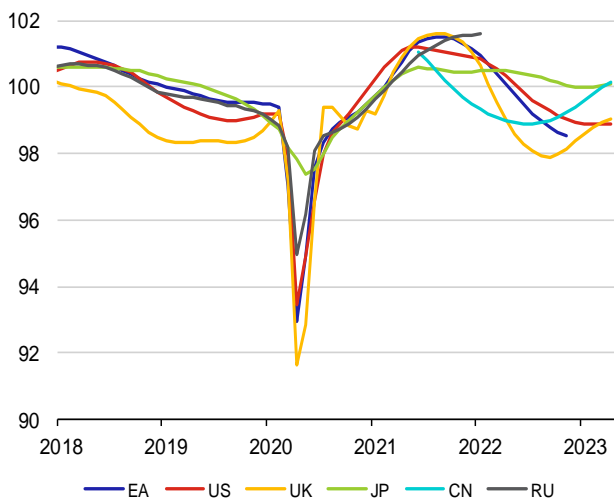
III.9 Maďarsko

Maďarská centrální banka se připravuje na dlouhý boj s inflací. Meziměsíční přírůstky spotřebitelských cen od ledna rychle klesají napříč cenovými okruhy, byť v anualizovaném vyjádření stále citelně převyšují inflační cíl. Dezinflaci podporuje pokles cen komodit a ochlazení v globální ekonomice, ale i oslabující domácí poptávka. I tak je červnová meziroční inflace 20,1 % a jádrová 20,8 % s odstupem nejvyšší v EU. Nová prognóza MNB očekává ústup inflace do jednociferných hodnot do konce roku a návrat do tolerančního pásma až v roce 2025, přičemž inflaci nad cílem bude v roce 2024 držet výhradně cenové jádro (bez potravin a energií). Inflační očekávání domácností se od začátku roku snižují, ale stále se drží poblíž 10 % v ročním horizontu. MNB přitom opatrně uvolňuje měnové podmínky – v červnu opět snížila strop úrokového pásma a sazbu na jednodenní vklady o procentní bod. Základní sazba ale zůstala zachována na 13 %.

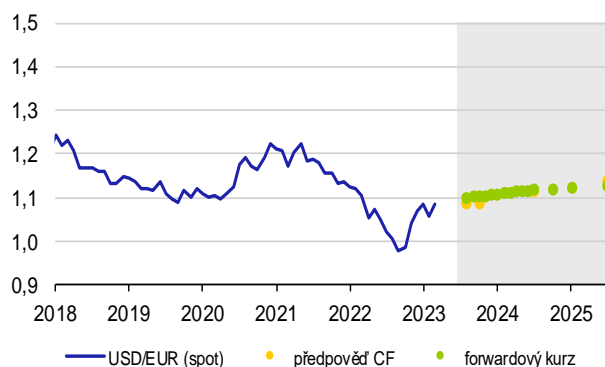


IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů

OECD Kompozitní předstihový indikátor

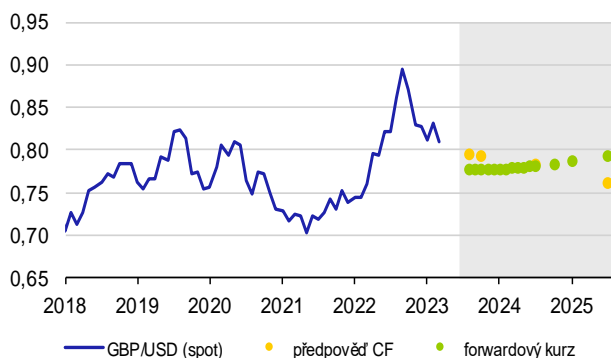


Americký dolar (USD/EUR)



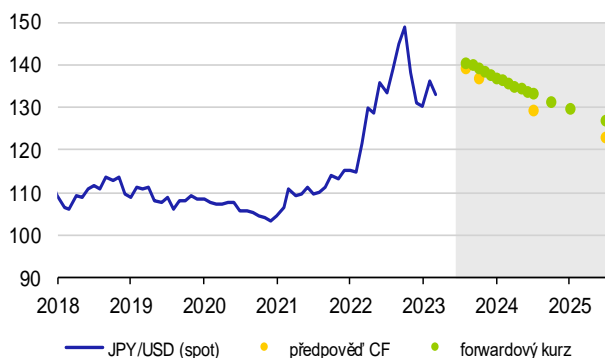
	10/7/23	8/23	10/23	7/24	7/25
spotový kurz	1,098				
předpověď CF		1,089	1,091	1,115	1,139
forwardový kurz		1,102	1,105	1,119	1,130

Britská libra (GBP/USD)



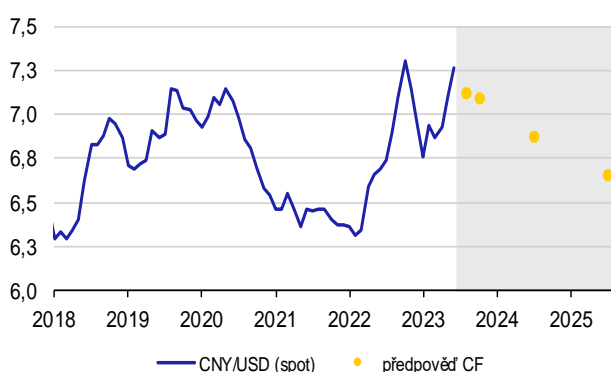
	10/7/23	8/23	10/23	7/24	7/25
spotový kurz	0,780				
předpověď CF		0,796	0,793	0,785	0,763
forwardový kurz		0,777	0,777	0,782	0,794

Japonský jen (JPY/USD)



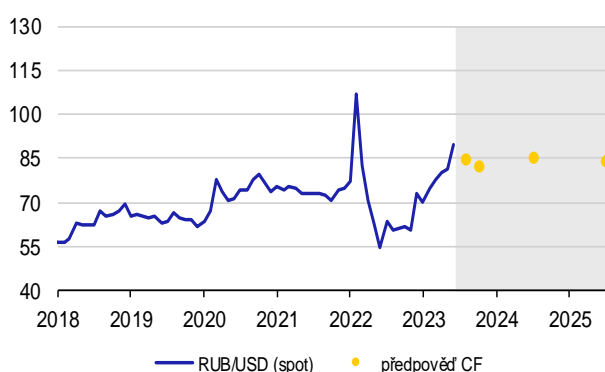
	10/7/23	8/23	10/23	7/24	7/25
spotový kurz	141,7				
předpověď CF		139,2	137,0	129,4	123,1
forwardový kurz		140,6	139,3	133,3	127,2

Čínský žen-min-pi (CNY/USD)



	10/7/23	8/23	10/23	7/24	7/25
spotový kurz	7,234				
předpověď CF		7,125	7,096	6,880	6,663

Ruský rubl (RUB/USD)



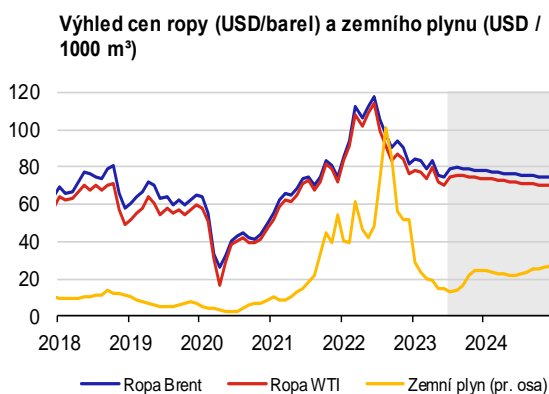
	10/7/23	8/23	10/23	7/24	7/25
spotový kurz	90,95				
předpověď CF		84,90	82,72	85,46	84,55

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

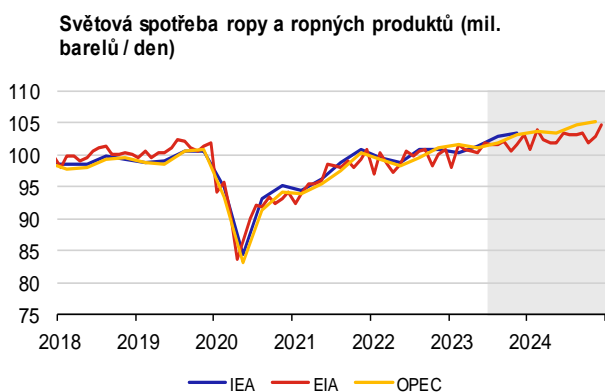
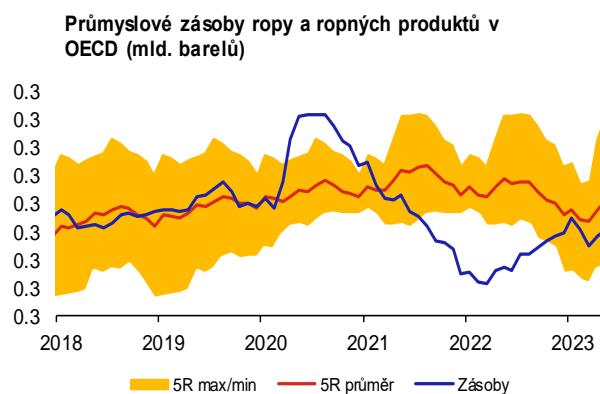
V.1 Ropa

Cena ropy Brent se v polovině července dostala poprvé od konce dubna nad hranici 80 USD/barel. Na trhu se začalo projevovat snížení těžby ze strany aliance OPEC+. V květnu a červnu se cena ropy držela převážně v úzkém pásmu 74 až 77 USD/barel kvůli nejistotě z budoucího vývoje globální ekonomiky a slabé poptávce z Číny. Aliance OPEC+ se marně snažila podpořit cenu omezením těžby. Jedním z důvodů mohl být i fakt, že předchozí silný růst úrokových sazeb značně zvýšil náklady na skladování ropy, a vlastníci zásob tak snižovali množství ropy v zásobnících, což tlumilo efekt nižší těžby. Ve druhé červencové dekádě ale začala cena ropy rychle růst. Na fyzickém trhu se projevilo silné jednostranné snížení těžby ze strany Saúdské Arábie, která navíc toto omezení těžby prodloužila i na srpen. Po delší době došlo i k dlouho očekávanému poklesu vývozu ropy z Ruska. K tomu se přidaly výpadky těžby v Libyi a Nigérii, zatímco výhled globální poptávky se zlepšil, mj. i díky stimulačním plánům čínské vlády. Cenu ropy podpořila i nižší než očekávaná inflace v USA, která zmírnila obavy z dalšího zpřísnění měnové politiky Fedu a vedla k oslabení dolaru. Cenový růst byl dále zesílen i tím, že cena ropy prorazila několik technických úrovní odporu a dostala se tak z předchozího úzkého pásma. To spolu se zlepšeným sentimentem na finančních trzích vedlo k uzavírání masivních krátkých pozic finančních investorů.

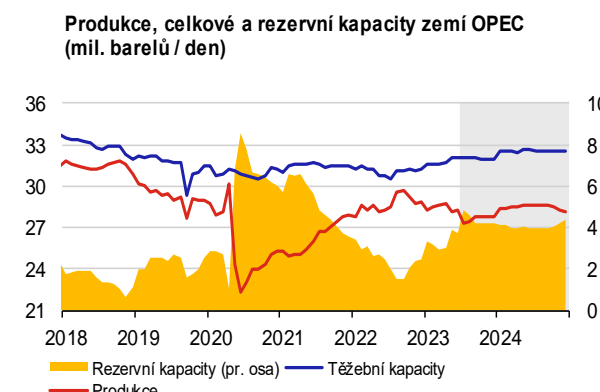
Tržní křivka z poloviny července se oproti minulé předpovědi posunula po celém horizontu výrazně vzhůru. Je nadále klesající a signalizuje cenu ropy Brent 78,1, resp. 74,4 USD/barel na konci letošního a příštího roku. Naopak předpověď EIA se nezměnila, nadále předpokládá pokles globálních zásob ropy v příštích pěti čtvrtletích, což bude tlačit cenu ropy Brent vzhůru - na 81, resp. 85 USD/barel na konci letošního a příštího roku. Červencový CF pak předpovídá (spíše v souladu s EIA) v ročním horizontu cenu 80,5 USD/barel (což ale zatím nezohledňuje silný růst ceny v polovině července).



	Brent		WTI		Plyn
2023	79,56	↗	74,91	↗	490,63
2024	76,01	↗	71,71	↗	603,65



	IEA	EIA	OPEC
2023	102,01	↗	102,00
2024		102,81	↗



	Produkce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2023	28,03	↗	3,86
2024	28,49	↗	4,05

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.

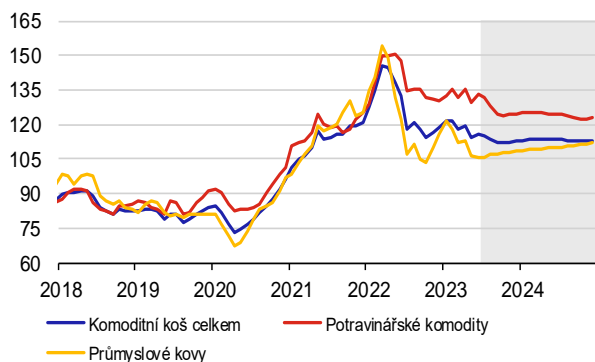
V.2 Ostatní komodity

Situace na trhu se zemním plynem se uklidnila, cena v Evropě se udržuje mírně pod spotovou cenou v Asii. Zásoby jak v Evropě, tak ve většině asijských zemí jsou nadstandardně vysoké, což snižuje letní poptávku po plynu. Většímu poklesu ceny naopak brání horké počasí v obou regionech, které zvyšuje spotřebu plynu na výrobu elektřiny pro klimatizace. Před nadcházející zimou by ale cena plynu v Evropě měla silně vzrůst. Rovněž cena uhlí se od poloviny května více méně stabilizovala. Čína zvýšila domácí těžbu a omezila dovoz, nicméně tamní poptávka zůstává silná díky snaze vlády omezit výpadky dodávek elektřiny v době letních veder, kdy klesá produkce vodních elektráren. Klesá i poptávka po uhlí v Evropě.

Pokles indexu cen průmyslových kovů se v červnu zastavil, když se stabilizovaly ceny většiny jeho složek. Mírně rostla jen cena cínu. Čínský PMI ve zpracovatelském průmyslu sice v červnu mírně klesnul, ale s hodnotou 50,5 se udržel v růstovém pásmu. Globální PMI v průmyslu se ale propadnul hlouběji do pásma kontrakce (48,8). Na LME rostly zásoby hliníku, naopak klesly zásoby mědi. Výhled indexu je rostoucí díky tradičně rostoucímu výhledu ceny hliníku a nyní rovněž niklu. Naopak výhled ceny železné rudy (která není součástí indexu) je klesající.

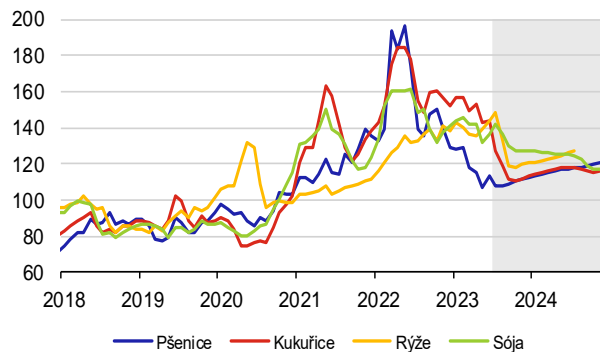
Index cen potravinářských komodit v červnu vzrostl, v první polovině července ale o část zisků přišel. S letošní sklizní se očekává další pokles. Klesající výhled vykazuje většina složek kromě ceny pšenice. Ta přechodně silně vzrostla v polovině června kvůli problémům s vývozem z Ukrajiny, ale poté se opět snížila. Nicméně v polovině července cena pšenice opět začala růst, když Rusko neprodloužilo dohodu o vývozu ukrajinského obilí z černomořských přístavů. Důvodem poklesu cen většiny ostatních potravinářských komodit je zlepšený výhled sklizně v USA a Latinské Americe, který tlumí i růst ceny pšenice. Na další historické maximum by ale měla vzrůst cena hovězího masa.

Indexy cen neenergetických komodit



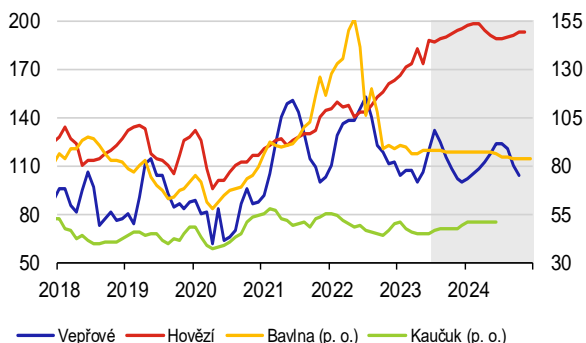
	Celkem	Potraviny	Kovy
2023	115,7	129,6	110,1
2024	113,1	124,2	110,3

Potravinářské komodity



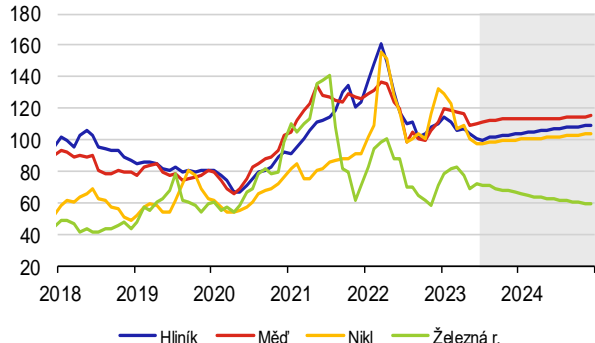
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2023	114,2	133,0	132,9	136,0
2024	117,4	116,4	123,8	122,9

Maso, nepotravinář. zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2023	110,3	183,2	87,7	46,9
2024	112,7	192,9	85,4	50,9

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2023	104,9	114,3	105,2	73,4
2024	107,2	114,2	102,4	62,7

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.

Roční vyhodnocení předpovědí obsažených v GEV¹

Globální ekonomický výhled (GEV) přináší každý měsíc pravidelný přehled nejnovějších předpovědí ekonomického vývoje od mezinárodních institucí, vybraných centrálních bank a agentury Consensus Economics. Výhledy pro loňský rok byly výrazně ovlivněny započatou válkou na Ukrajině a z ní vzešlou energetickou krizí v Evropě. Sledované instituce tak byly ohledně výhledů pro růst HDP za rok 2022 v průměru optimistické a předpokládaly vyšší růst, než jaký se naplnil. Naopak inflace překvapila vyššími než očekávanými úrovněmi. Dlouhé období nízkých úrokových sazeb ve spojení s konzervatismem analytiků se propsaly do výrazného podhodnocení výhledů krátkodobých úrokových sazeb v ročním horizontu pro eurozónu a Spojené státy. Co se týče směnných kurzů sledovaných měn vůči americkému dolaru, tak v loňském roce došlo k nárůstu volatility s ohledem nejen na nejistoty, ale také rozdílný vývoj inflace. Za celé vyhodnocované období byla v předpovědích podhodnocena cena ropy, neboť další energetický šok nikdo nečekal.

Úvod

Každoročně provádíme vyhodnocení přesnosti předpovědí ekonomických veličin pravidelně sledovaných v GEV. Výsledky tohoto hodnocení poskytují cennou informaci o tom, které ze sledovaných institucí se svými odhady nejvíce blížily následně zaznamenané skutečnosti, a byly tedy ve svých předpovědích nejúspěšnější. U předpovědí úrokových sazeb, měnového kurzu USD a ceny ropy hodnotíme kromě prognóz Consensus Forecasts (CF) také výhledy odvozené z tržních kontraktů. Vyhodnocení se vždy vztahuje k uplynulému roku. V případě předpovědí růstu HDP a inflace CPI pro daný kalendářní rok (tzv. fixed-event forecasts), jsou tak aktuálně vyhodnocovány předpovědi pro rok 2022. Obecná charakteristika těchto výhledů je celkem zřejmá – se zkracujícím se horizontem předpovědi dochází k jejich zpřesňování (Graf 1). V případě předpovědí, jež jsou uveřejňovány pro fixní horizont, jehož časové ukotvení se s každým zveřejněním nové prognózy posouvá dále do budoucna (tzv. rolling-event forecasts), byly do vyhodnocení zahrnuty predikce od roku 2021. Do této kategorie „rolujících se“ předpovědí spadají z výhledů pravidelně uveřejňovaných v GEV např. tříměsíční a jednoleté výhledy zahraničních úrokových sazeb, cena ropy nebo výhledy měnových kurzů sledovaných měn vůči americkému dolaru.

Z důvodu krátkosti vyhodnocovaných časových řad používá analýza hlavně jednoduchý ukazatel průměrné chyby předpovědi (Mean forecast error, MFE). Chyba

předpovědi e_t je počítána jako rozdíl mezi ex post známou skutečností a_t a jí odpovídající předpovědí f_t , tedy: $e_t = a_t - f_t$. Kladná hodnota chyby předpovědi tak znamená, že pro danou veličinu byla prognózována nižší hodnota, než jaká poté ve skutečnosti nastala (podstřelení skutečnosti). Záporná hodnota chyby předpovědi naopak znamená, že prognózovaná hodnota byla vyšší než následná skutečnost (přestřelení skutečnosti).²

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

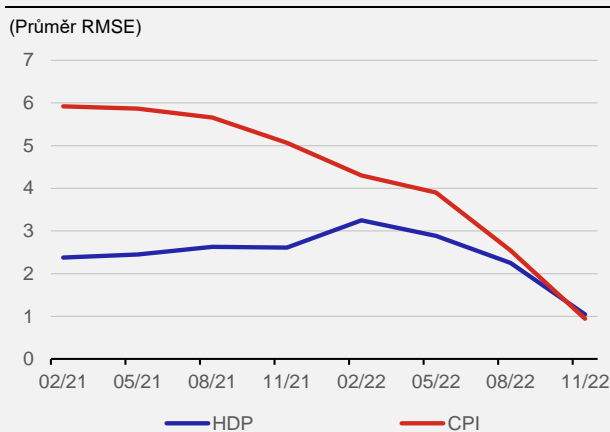
$$MAPE = \frac{100}{n} \sum_{t=1}^n \left| \frac{a_t - f_t}{a_t} \right|. \quad (1)$$

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

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

² Zdrojem skutečně dosažených hodnot růstu HDP a inflace spotřebitelských cen za rok 2022 je publikace Consensus Forecasts. Zdrojem skutečných hodnot ostatních vyhodnocovaných veličin je Refinitiv. Termínové kontrakty pro úrokové sazby, měnové kurzy a cenu ropy Brent jsou získány z databáze Bloomberg.

Graf 1 – Postupné zlepšování předpovědí pro rok 2022



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

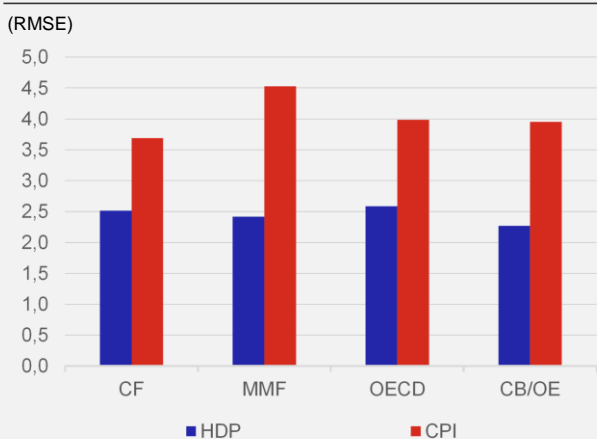
Vyhodnocení přesnosti předpovědí růstu HDP a inflace CPI na rok 2022

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

Ve sledovaných ekonomikách byla průměrná očekávání ekonomického růstu vyšší ve srovnání s následnou skutečností. Odchytky prognóz růstu HDP námi sledovaných zemí od následné skutečnosti zachycují grafy v Příloze 1. Největší variabilitu³ výhledů jak růstu HDP, tak inflace mělo přirozeně Rusko, na které kromě války dopadly mezinárodní sankce. Nejpřesnější (měřeno ukazatelem RMSE) byly výhledy růstu HDP eurozóny, která byla navíc charakteristická nízkou variabilitou prognózovaných růstů. Z očekávaného růstu HDP podle CF na začátku roku 2021 o 4,1 % se nakonec realizoval růst o 0,6 procentního bodu nižší. Mnohem větší rozdíly se nastaly v případě ostatních zemí (nejvíce pak v případě Ruska, kde tento rozdíl činil 4,8 p. b.). Výhledy pro většinu zemí byly nejvíce nadhodnocené během roku 2021, tedy ještě před začátkem války na Ukrajině. Po začátku války došlo ke korekci výhledů ekonomického růstu směrem dolů (v případě Ruska o 14,7 p. b.). Přesnost predikcí hospodářského růstu napříč všemi zeměmi byla velmi podobná u všech srovnávaných institucí (Graf 2).

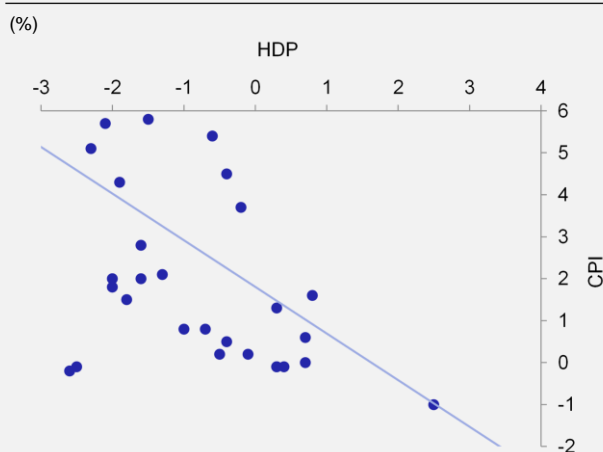
Vlivem válkou vyvolané energetické krize a doznívajících efektů postpandemického oživení skutečná inflace výrazně překonala (s výjimkou Číny) její prvotní očekávané hodnoty ze začátku roku 2021 (Příloha 2). V jednotlivých zemích se tak v souvislosti s válkou objevily stagflační rysy. Mezi chybami prognóz hospodářského růstu a inflace podle CF za všechny vyhodnocované země je proto zřejmý inverzní vztah (Graf 3). Největší variabilita předpovědí inflace byla charakteristická opět pro Rusko a v menší míře také pro Spojené království. V eurozóně dosahovala průměrná očekávaná inflace na rok 2022 na začátku roku 2021 1,1 %, ale skutečnost byla o výrazných 7,3 p. b. vyšší. Inflační výhledy centrálních bank vykazovaly podobnou nepřesnost jako výhledy ostatních institucí. V průměru za všechny země pak nejpřesnějších výhledů inflace dosáhli analytici CF (Graf 2). Z výsledků pouze pro jeden vyhodnocovaný rok nelze nicméně činit obecnější závěry, neboť přesnost předpovědí se v čase a mezi jednotlivými institucemi zpravidla mění.⁴ Z grafů odchylek růstu HDP a inflace je však patrný obecný průběh, kdy se zkracujícím se časovým horizontem prognóz dochází k postupnému zpřesňování předpovědí (Graf 1).

Graf 2 – Porovnání přesnosti institucí, které prognózují růst HDP a inflaci pro všechny země



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

Graf 3 – Vztah mezi odchylkami HDP a CPI



Pozn.: Prognózy CF pro vyhodnocované země.

³ Variabilita je v analýze měřena směrodatnou odchylkou.

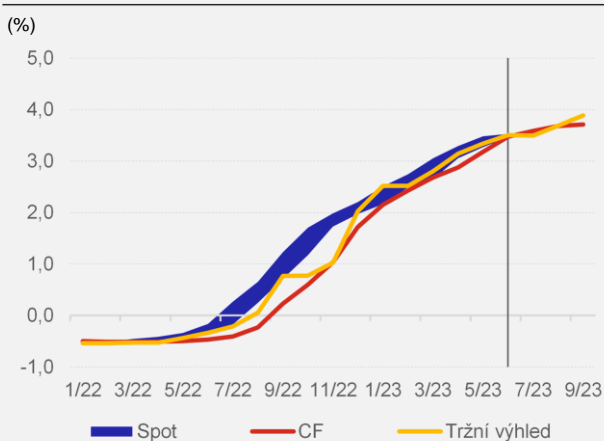
⁴ Delší časové období předpovědí bylo vyhodnoceno např. v Novotný a Raková (2010): Assessment of Consensus Forecasts Accuracy: The Czech National Bank Perspective. WP ČNB.

Vyhodnocení přesnosti předpovědí zahraničních úrokových sazeb

V GEVU jsou výhledy úrokových sazeb sledovány pro eurozónu a pro Spojené státy. Sledované výhledy tříměsíčních úrokových sazeb jsou kromě výhledu z dílny CF rovněž doprovázeny výhledem odvozeným z termínových tržních kontraktů. Naproti tomu výhledy dlouhodobých (desetiletých) výnosů vládních dluhopisů jsou přebírány pouze z CF. V minulém roce začaly na růst inflace a inflačních očekávání reagovat hlavní centrální banky zvyšováním svých sazeb a nyní, v polovině roku 2023, zatím stále nejsou u konce.

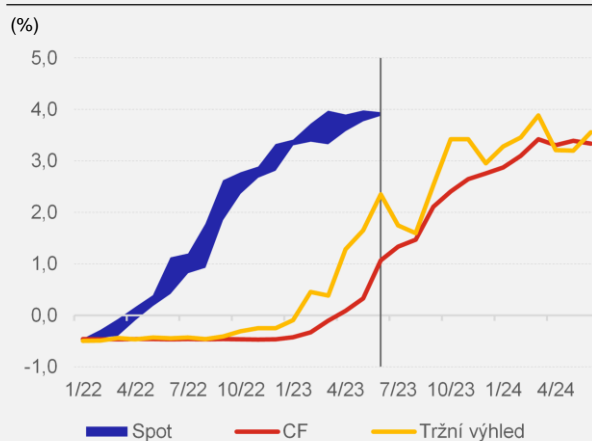
Tržní očekávání ohledně vývoje krátkodobých úrokových sazeb byla od druhé poloviny minulého roku poměrně spolehlivá, u ročních sazeb však stále příliš konzervativní (Grafy 4 a 5). Na počátku minulého roku postupně odeznívala komunikace ECB o dočasnosti inflace a trhy ani analytici nebyli schopni odhadnout započetí procesu zvyšování sazeb. V polovině roku došlo k prvním zvýšením sazeb a poté již začal trh poměrně dobře odhadovat budoucí situaci. Analytici se ale většinou stavěli k budoucí přísnosti měnové politiky ECB zdrženlivěji než trhy (Graf 4a). Graf 4b, zachycující výhledy na ročním horizontu, ukazuje na mnohem větší míru nejistoty v očekáváních a také ještě zdrženlivější analytiku (výhledy CF) ve srovnání s tržními výhledy. Ke změnám očekávání ohledně růstu sazeb docházelo velmi opatrně a rychleji až od druhé poloviny roku 2022. Současně jsou roční výhledy nyní zatíženy mírou nejistoty i ohledně následného snižování sazeb, ke kterému by mělo dle tržních výhledů dojít zhruba za rok.

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



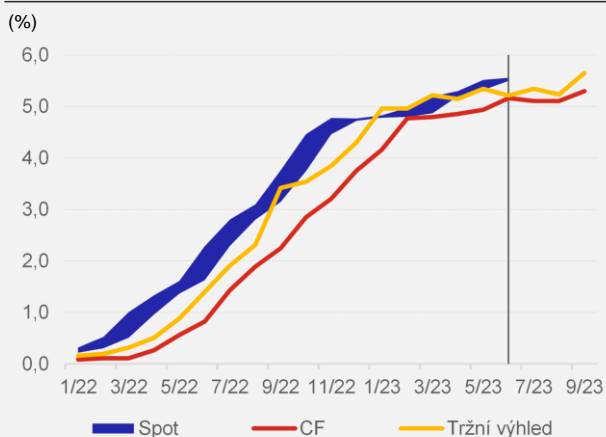
Zdroj: CF, Bloomberg
Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

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



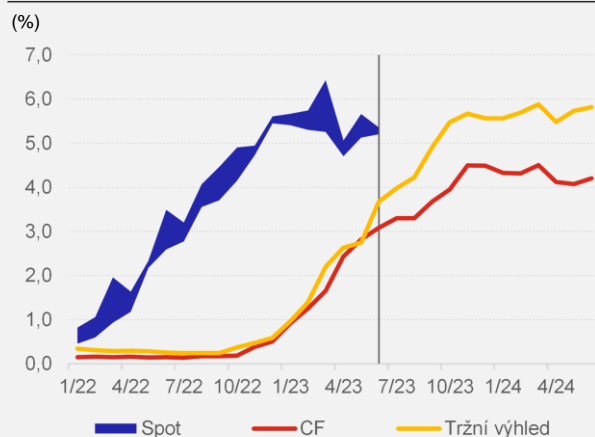
Zdroj: CF, Bloomberg
Pozn.: Modrá plocha značí rozpětí minimální a maximální ceny v daný měsíc. Svislá čára značí konec pozorovaných dat.

Situace ohledně výhledů pro Spojené státy je velmi podobná, analytici na rozdíl od tržních výhledů nevěřili v tak razantní kroky centrální banky. Americký Fed reagoval na inflační tlaky rychleji a již na konci roku 2021 nasadila americká centrální banka velmi jestřábí tón, což se projevilo v růstu výhledů jak krátkodobých, tak dlouhodobých sazeb (Graf 5). I zde ale platí, že tržní výhledy reagovaly mnohem pružněji a rychleji, nežli výhledy z dílny CF, které jsou tak výrazně opožděné a spíše konzervativnější. Z vyhodnocení současně plyne, že v ročním horizontu došlo k rozevření nůžek mezi tržním výhledem a výhledem analytiků. Tento výrazný rozdíl přitom stále trvá – analytici CF nevěří ve vyšší sazby a očekávají jejich snížení ze současných vysokých hodnot, zatímco trh očekává jejich setrvání nad úrovní 5 % i v polovině příštího roku (Graf 5b).

Graf 5a – Tříměsíční výhled tříměsíčních úrokových sazeb pro Spojené státy a srovnání se skutečností

Zdroj: CF, Bloomberg

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

Graf 5b – Roční výhled ročních úrokových sazeb pro Spojené státy a srovnání se skutečností

Zdroj: CF, Bloomberg

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

Vyhodnocení přesnosti předpovědí kurzů amerického dolaru

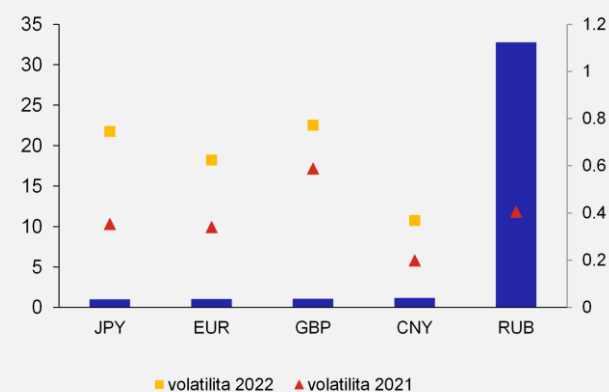
V minulém roce byl vývoj sledovaných měnových kurzů velmi ovlivněn ruskou agresí na Ukrajině, která měla dopad zejména na kurz rublu (Graf 6). GEV poskytuje informace o výhledech kurzů vybraných měn vůči americkému dolaru na základě prognóz CF. Pro euro a japonský jen a od roku 2017 i pro britskou libru jsou navíc uváděny také forwardové kurzy, které vycházejí z kryté úrokové parity a spíše než výhled tak představují aktuální možnost zajištění budoucího kurzu. Přesnost výhledů CF a tržních kontraktů se příliš neliší, jak je ilustrováno i grafem 7, kde je vidět jejich měsíční vývoj za poslední více jak 2 roky.

Celkově byly tříměsíční výhledy eurodolaru ve sledovaném období relativně pevně spojené s pozorovanou skutečností. Graf 6 ilustruje nejprve oslabení amerického dolaru vůči euru od počátku roku 2020, následně jeho posilování od jara 2021 do konce roku 2022 a poté opětovné posilování eura. Jak tržní výhledy, tak výhledy CF byly vždy stejně vychýleny a nebyly v tříměsíčním horizontu schopny zachytit změnu trendu.

Napříč všemi měnovými páry byl nejpřesněji predikován jak v tříměsíčním, tak v jednoletém výhledu kurz japonského jenu. Prognózy japonského jenu dopadly nejlépe i pro většinu minulých let. Současně již tradičně nejhůře dopadly prognózy ruského rublu v tříměsíčním horizontu (Graf 6). Přesnost předpovědí byla rovněž určena i pozorovanou volatilitou sledovaných měn, která se ale v minulém roce ve srovnání s rokem 2021 výrazně zvýšila především nejistotou spojenou s ruskou agresí na Ukrajině.

Graf 6 – Chyby prognóz měnového kurzu vybraných měn vůči USD (tříměsíční výhledy)

(MAPE; pravá osa: volatilita)

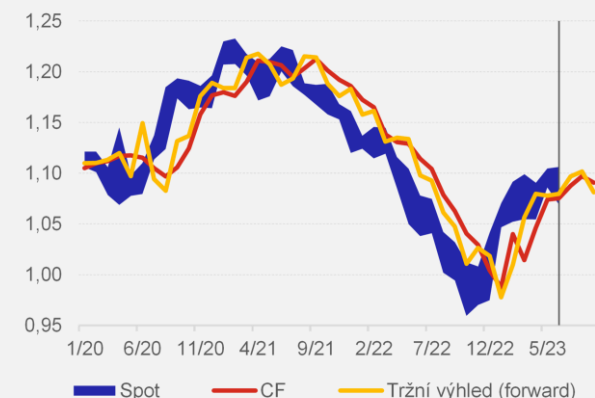


Zdroj: CF, Bloomberg

Pozn.: MAPE, volatilita

Graf 7 – Tříměsíční výhled měnového kurzu EUR vůči USD a skutečnost

(USDEUR)



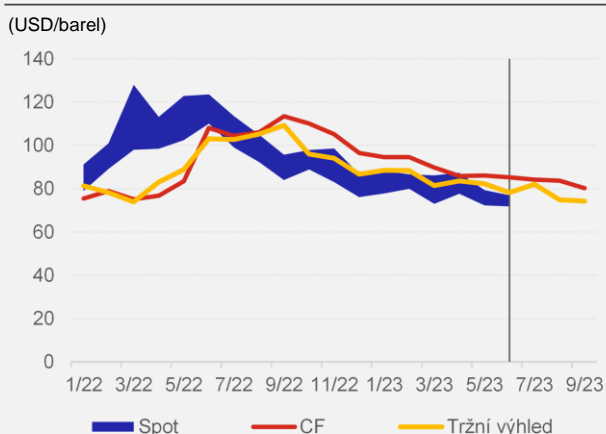
Zdroj: CF, Bloomberg

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

Vyhodnocení přesnosti předpovědí ceny ropy Brent

Z výhledů cen komodit, které v GEVu přinášíme, patří mezi nejdůležitější cena ropy Brent; přesnost jejich předpovědí podle futures kontraktů i podle CF byla v průměru stejná. V GEVu jsou pravidelně popisovány oba zdroje výhledů a z Grafů 8 a 9 je patrné, že se hodnota i trend předpovědí liší jen nepatrně. Cena ropy na počátku minulého roku výrazně zdražila vlivem ruské agrese na Ukrajině, neboť Rusko do Evropy exportovalo většinu své produkce a evropské státy se postupně začaly závislosti na ruské ropě zbavovat. Tuto situaci samozřejmě nešlo ani v tříměsíčním, ani v jednoletém horizontu zachytit. Větší chyba byla pochopitelně v jednoletém horizontu, kde se ještě propal cenový růst z roku 2021. Následný pokles cen byly schopny lépe zachytit tržní výhledy oproti výhledům analytiků CF, kteří očekávali pomalejší pokles cen. V současné době je pak výhled na krátkodobém horizontu téměř konstantní, okolo hodnoty 75 USD/barel, na ročním horizontu se pak předpokládá cena okolo 70 USD/barel pomocí tržních výhledů a mírně nad 80 USD/barel od analytiků CF. Vzhledem ke stále probíhajícímu konfliktu na Ukrajině se výraznější pokles cen aktuálně předpokládat nedá.

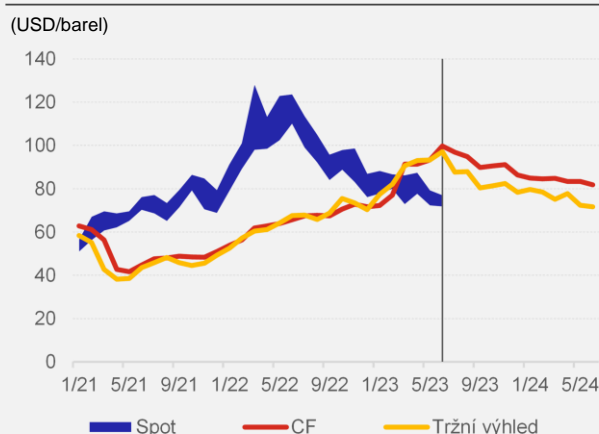
Graf 8 – Tříměsíční výhled ceny ropy Brent



Zdroj: CF, Bloomberg

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

Graf 9 – Jednoletý výhled ceny ropy Brent



Zdroj: CF, Bloomberg

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

Závěr

V loňském roce došlo k realizaci výrazného nečekaného externího šoku v podobě války na Ukrajině. Válečný konflikt výrazně ovlivnil původní odhady vývoje růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích, ale rovněž cen komodit. Vyvolaná energetická krize v Evropě způsobila ještě výraznější nárůst inflačních tlaků a v menší míře vedla k přehodnocení růstu HDP směrem dolů. Výhledy finančních veličin pak byly výrazně ovlivněny dlouho uvolněnou měnovou politikou centrálních bank a nedůvěrou v rychlé zpříšňování měnové politiky zejména mezi analytiky.

Článek pomocí jednoduchých metod vyhodnocuje přesnost předpovědí sledovaných v GEVu za uplynulé roční období. Přesnost předpovědí jednotlivých institucí, které GEV pokrývá, se rok od roku mění, což je také jedním z důvodů, proč jsou v GEVu sledovány předpovědi více institucí. Přesnost předpovědí CF je dlouhodobě srovnatelná s dostupnými alternativními předpověďmi, což platilo i pro uplynulý rok 2022. Výhodou CF je navíc jeho měsíční frekvence zveřejňování a relativně široký rozsah ekonomických proměnných. Přesnost CF zároveň plyne z jeho určujícího charakteru, kdy se vlastně jedná o prostý průměr předpovědí přispívajících soukromých institucí.⁵ Nevýhodou je pak zejména v turbulentních dobách pomalá reakce předpovědí, které tak často „zaostávají“ za tržními výhledy.

Oproti očekávání byl rok 2022 opět turbulentní a ekonomiky překvapily svou odolností. Pesimistická očekávání a vysoká volatilita byla formována prvotním šokem z ruské agrese na Ukrajině na začátku roku 2022. Následně však došlo k relativně rychlému přizpůsobení ekonomik zavedeným sankčním opatřením a díky příhodnému počasí postupně došlo i ke zmírnění napětí na energetických trzích. Vysoká poptávka po zboží a robustní trh práce společně s cenami energií přispěly k rychlému růstu inflace, která byla ekonomickým tématem celý loňský rok.

⁵ O charakteristikách CF blíže pojednává dřívější článek Adama a Hoška „Jak se měnil konsensus v Consensus Forecasts“ v GEVu 04/2015.

Klíčová slova

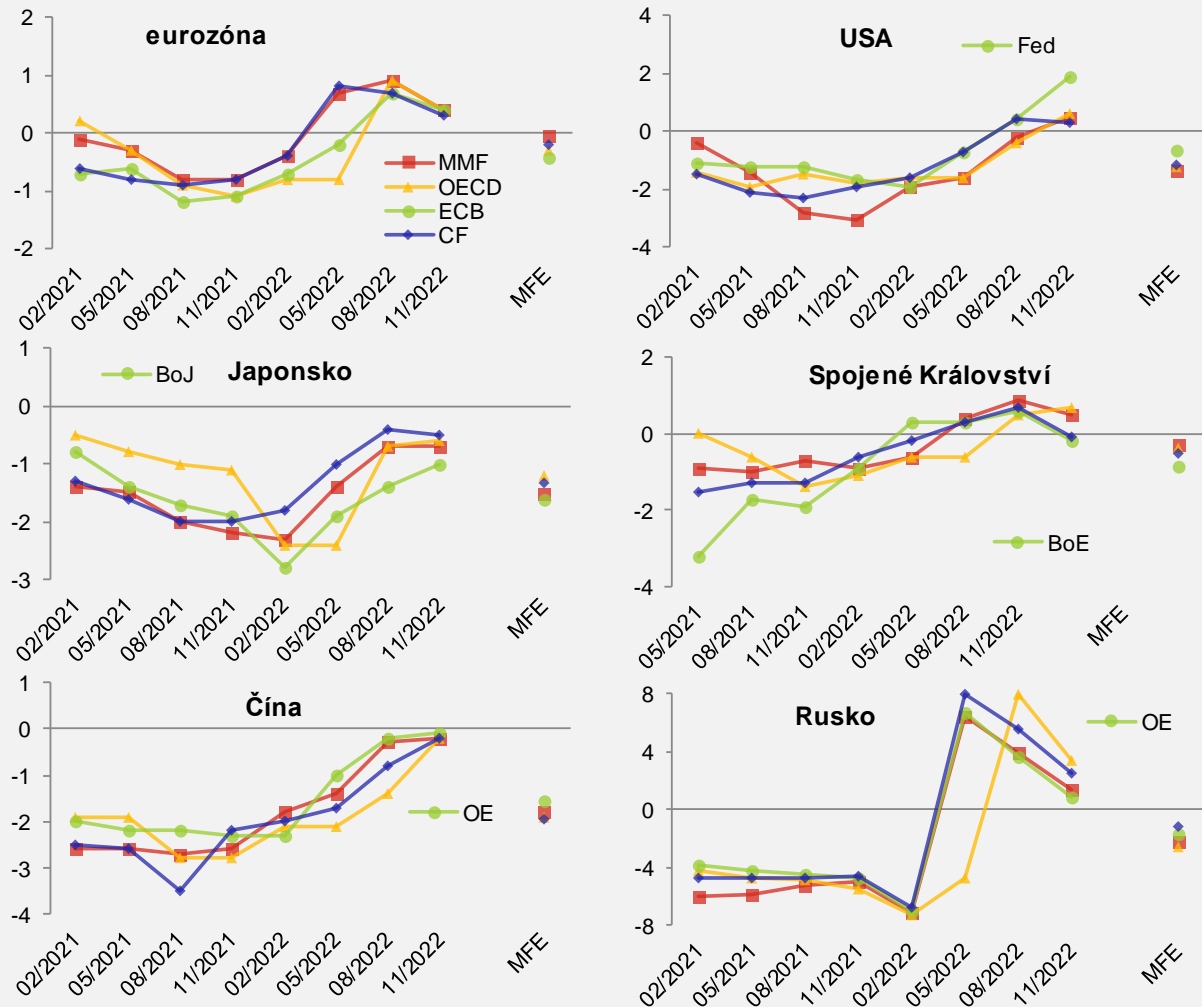
chyba předpovědi, ekonomický výhled, Consensus Forecasts

JEL Klasifikace

E66, E27, C18

Příloha 1 – Chyby prognóz růstu HDP na rok 2022

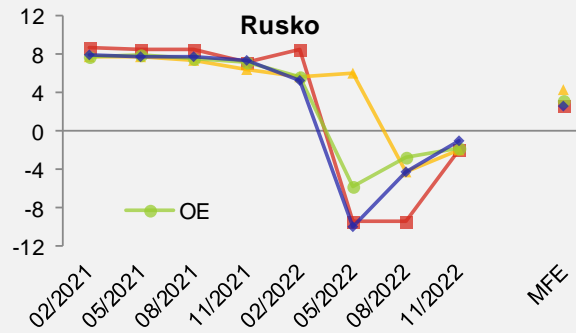
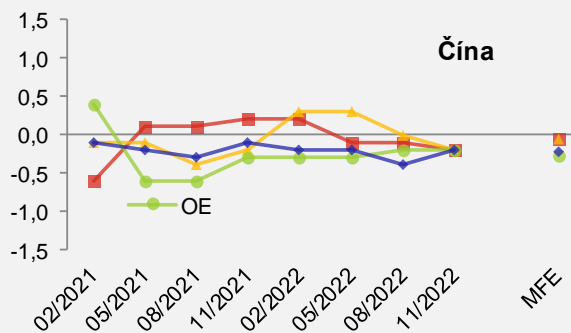
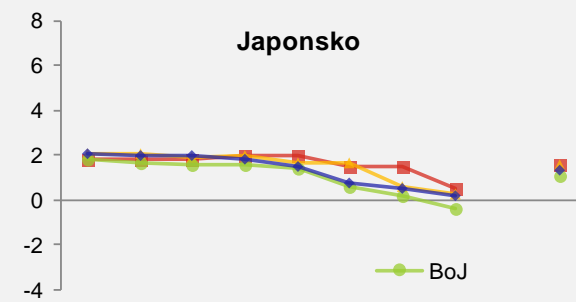
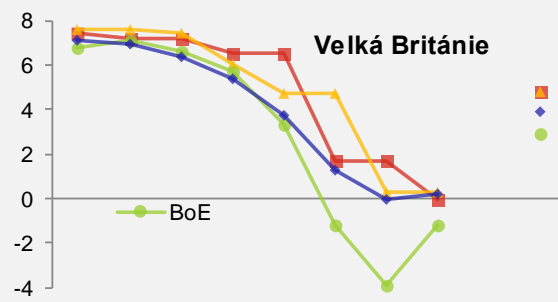
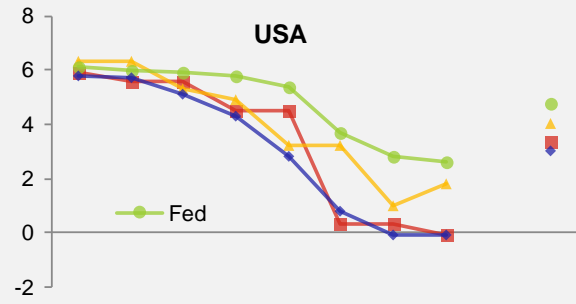
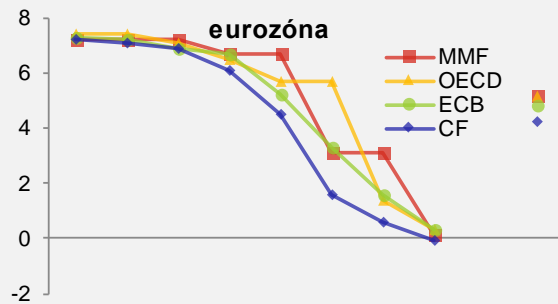
(v procentních bodech)



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

Příloha 2 – Chyby prognóz inflace spotřebitelských cen na rok 2022 (v procentních bodech)

(v procentních bodech)



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

A1. Změna predikcí pro rok 2023

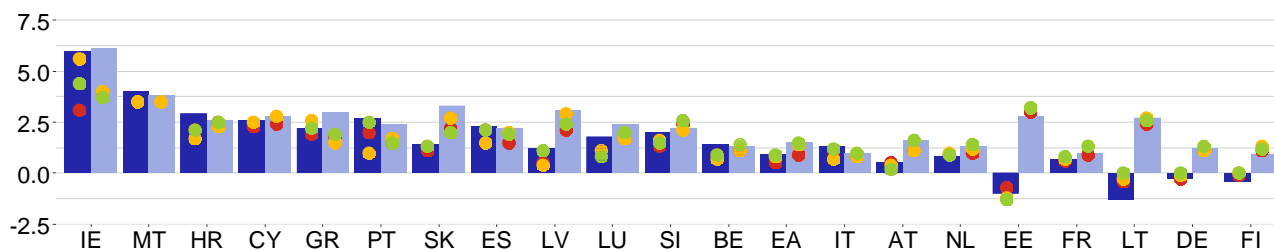
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	-0,1	+0,1	+0,1	-0,1	0	-0,4	-0,4	+0,1
US	+0,3	+0,2	+0,1	+0,6	0	+1,0	+0,5	-0,1
UK	0	+0,3	+0,5	+0,8	+0,1	-2,2	+0,2	+1,0
JP	+0,1	-0,5	-0,1	-0,3	+0,1	+1,3	+0,3	+0,2
CN	-0,2	0	+0,1	0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,5
RU	+0,7	+0,4	+1,0	+0,9	-0,4	+2,0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

A2. Změna predikcí pro rok 2024

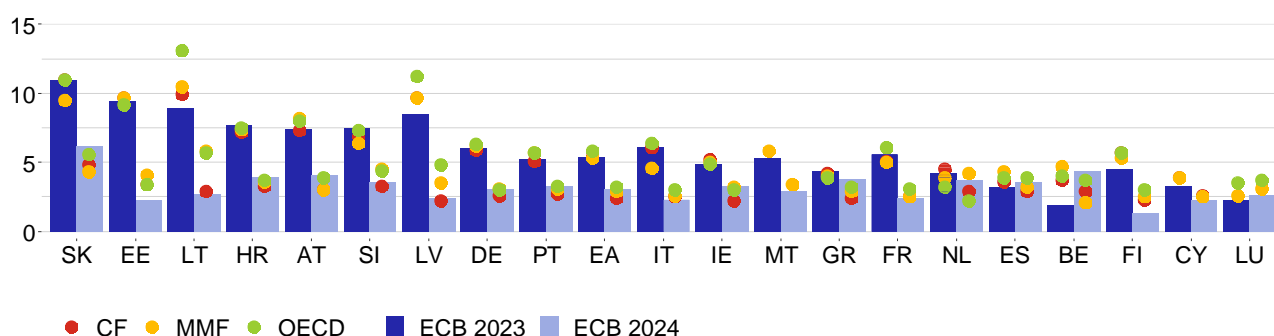
	Růst HDP, %				Inflace, %			
	CF	MMF	OECD	CB / OE	CF	MMF	OECD	CB / OE
EA	0	-0,2	0	-0,1	0	+0,2	+0,2	+0,1
US	0	+0,1	+0,1	-0,1	0	+0,1	+0,1	0
UK	-0,4	+0,1	+0,1	+1,1	0	-0,7	0	+0,8
JP	-0,2	+0,1	0	+0,1	0	+1,2	+0,2	+0,2
CN	-0,1	0	+0,2	0	-0,2	+0,3	0	-0,5
RU	0	-0,8	+0,1	-0,7	-0,2	+0,6	-0,1	0

A3. Výhledy růstu HDP a inflace v zemích eurozóny

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



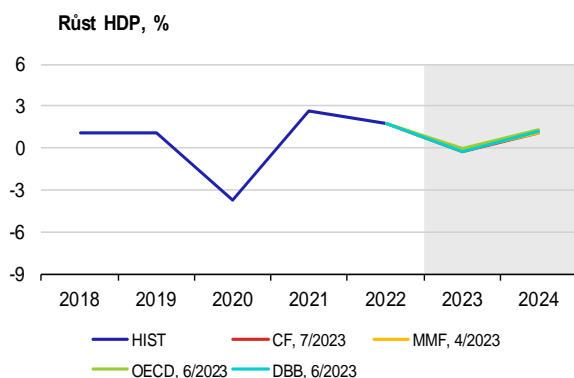
Inflace v zemích eurozóny pro rok 2023 a 2024, %



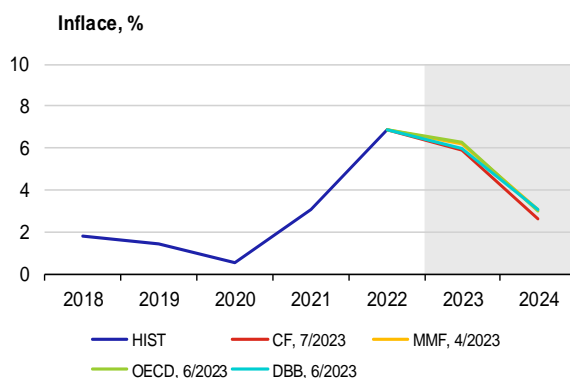
Pozn.: Grafy zobrazují nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi.

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

Německo

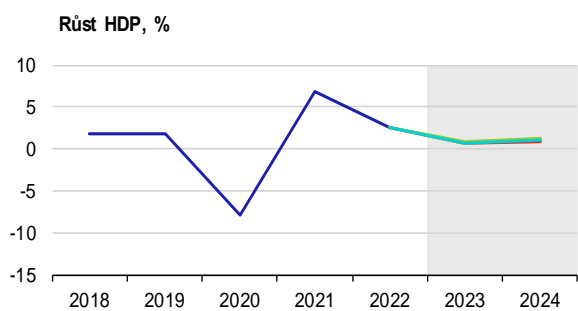


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	-0,3	-0,1	0,0	-0,3
2024	1,1	1,1	1,3	1,2

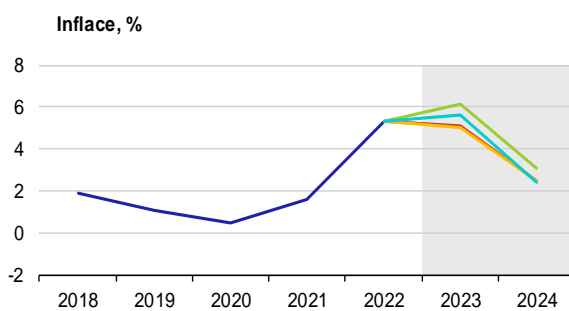


	CF	MMF	OECD	DBB
2023	5,9	6,2	6,3	6,0
2024	2,6	3,1	3,0	3,1

Francie

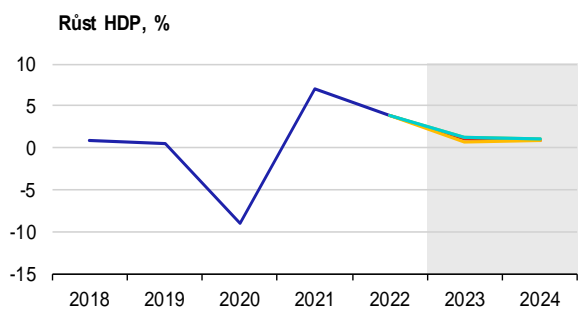


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,6	0,7	0,8	0,7
2024	0,9	1,3	1,3	1,0

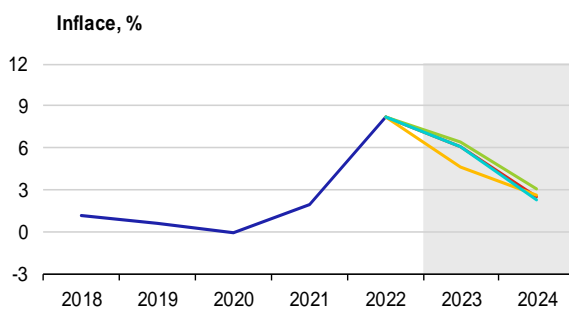


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,1	5,0	6,1	5,6
2024	2,5	2,5	3,1	2,4

Itálie

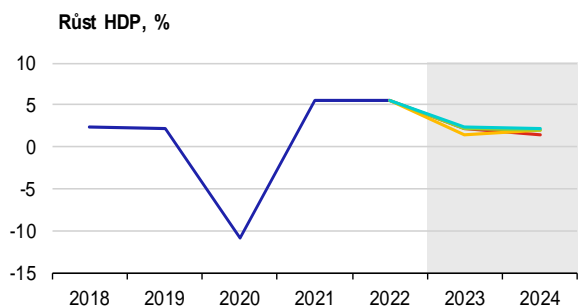


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,1	0,7	1,2	1,3
2024	0,8	0,8	1,0	1,0

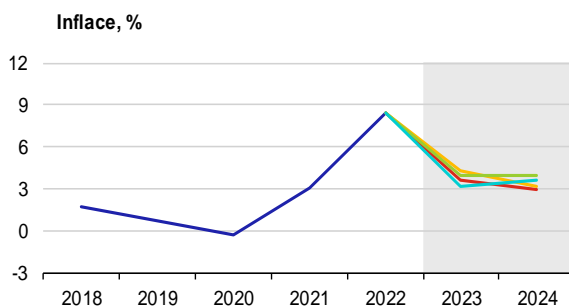


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,1	4,6	6,4	6,1
2024	2,5	2,6	3,0	2,3

Španělsko

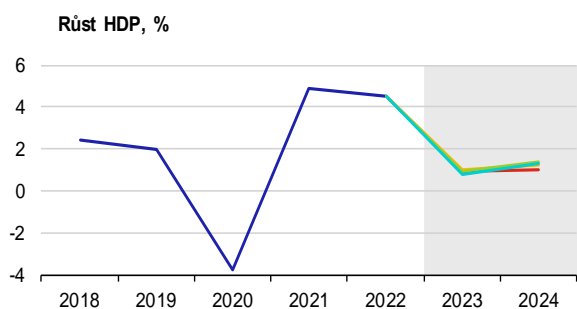


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,1	1,5	2,1	2,3
2024	1,5	2,0	1,9	2,2

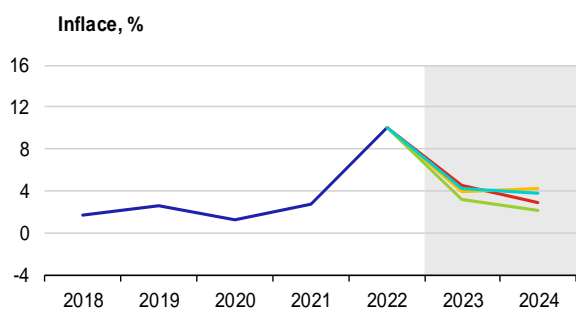


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,6	4,3	3,9	3,2
2024	2,9	3,2	3,9	3,6

Nizozemsko

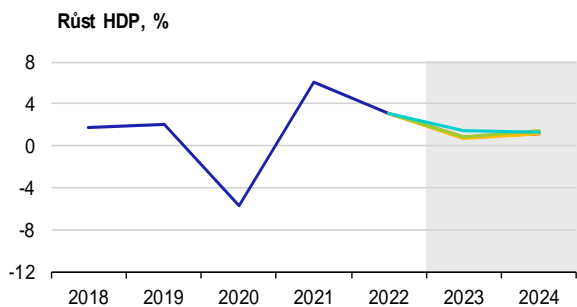


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,9	1,0	0,9	0,8
2024	1,0	1,2	1,4	1,3

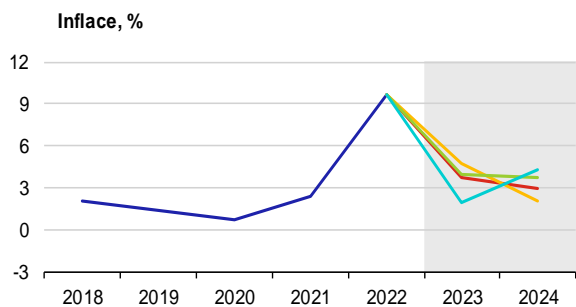


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	4,5	3,9	3,2	4,2
2024	2,9	4,2	2,2	3,7

Belgie

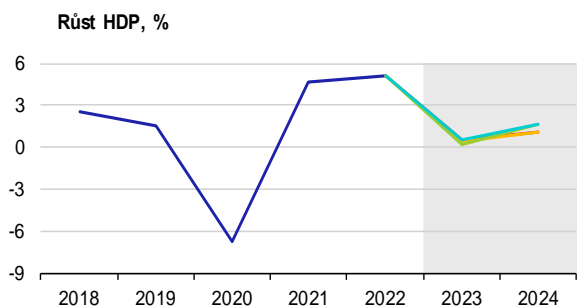


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,9	0,7	0,9	1,4
2024	1,1	1,1	1,4	1,3

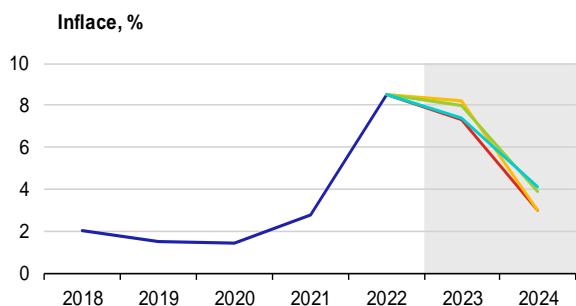


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,7	4,7	4,0	1,9
2024	2,9	2,1	3,7	4,3

Rakousko

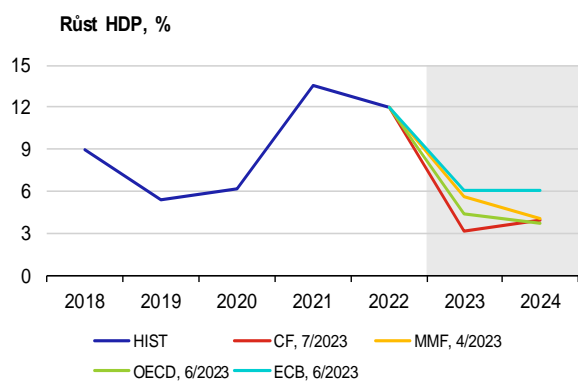


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	0,4	0,2	0,5
2024	1,1	1,1	1,6	1,6

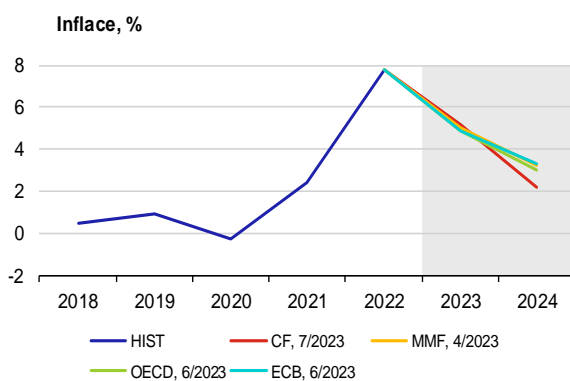


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	7,3	8,2	8,0	7,4
2024	3,0	3,0	3,9	4,1

Irsko

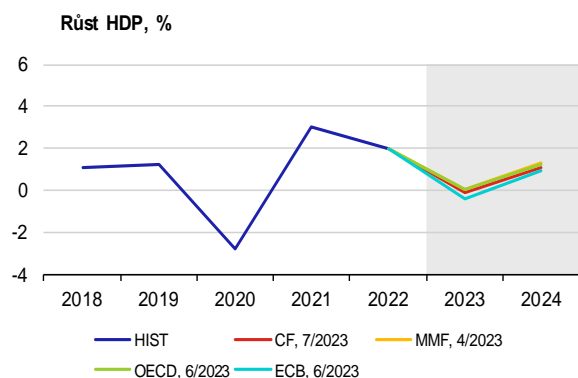


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,1	5,6	4,4	6,0
2024	3,9	4,0	3,7	6,1

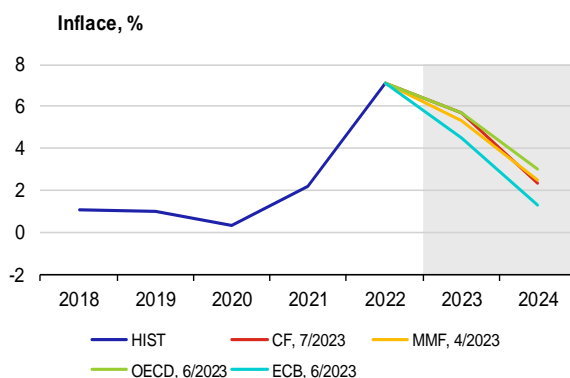


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,2	5,0	4,9	4,9
2024	2,2	3,2	3,0	3,3

Finsko

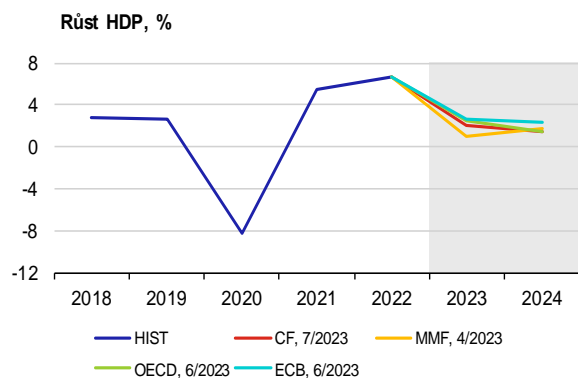


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,1	0,0	0,0	-0,4
2024	1,1	1,3	1,2	0,9

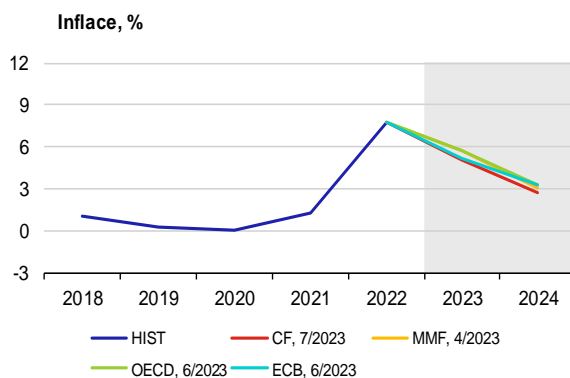


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	5,7	5,3	5,7	4,5
2024	2,3	2,5	3,0	1,3

Portugalsko

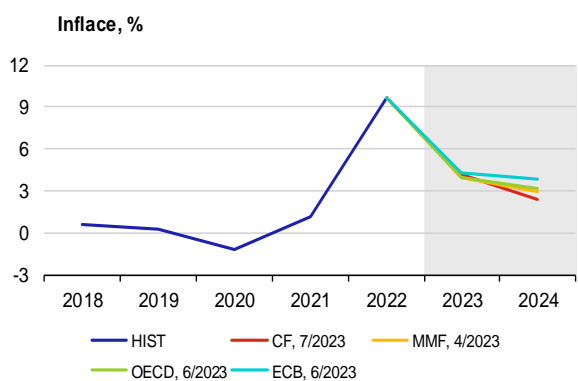
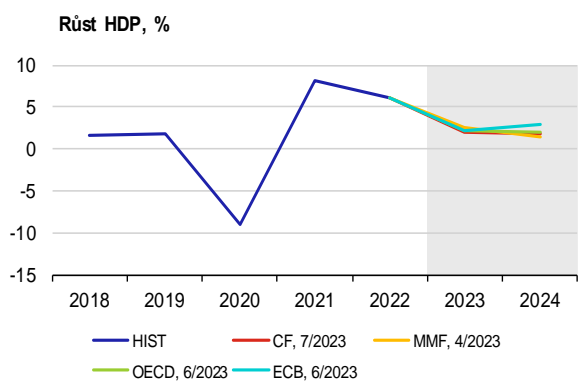


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,0	1,0	2,5	2,7
2024	1,5	1,7	1,5	2,4



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

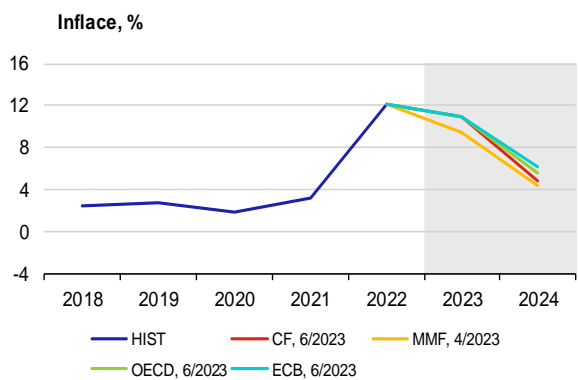
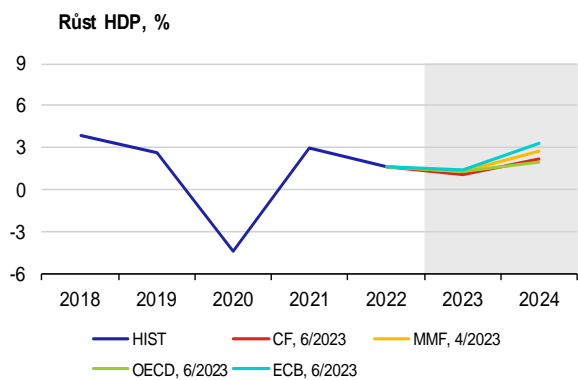
Řecko



	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,9	2,6	2,2	2,2
2024	1,8	1,5	1,9	3,0

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

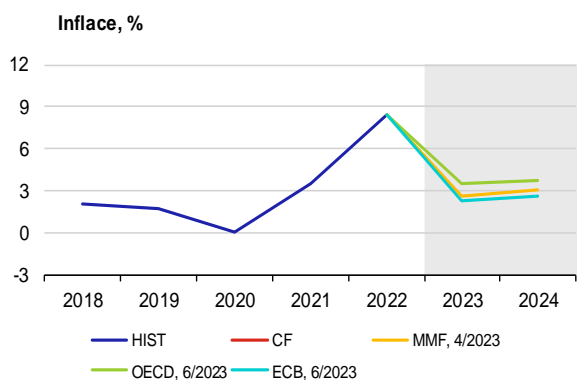
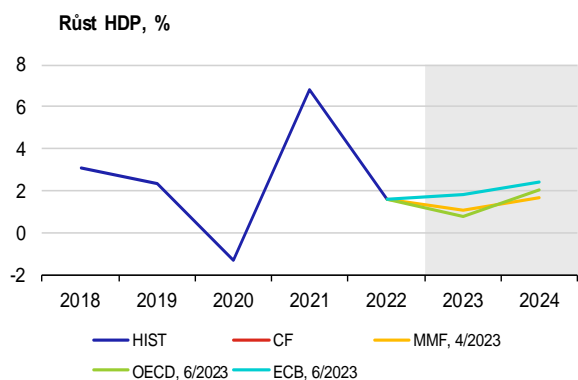
Slovensko



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

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

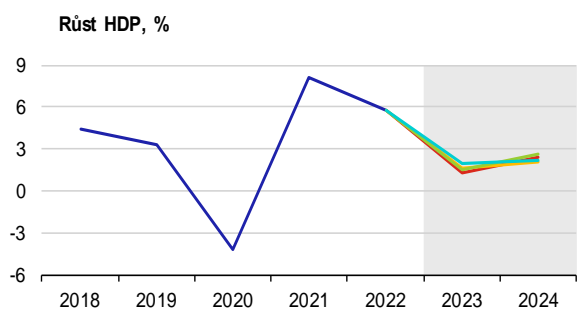
Lucembursko



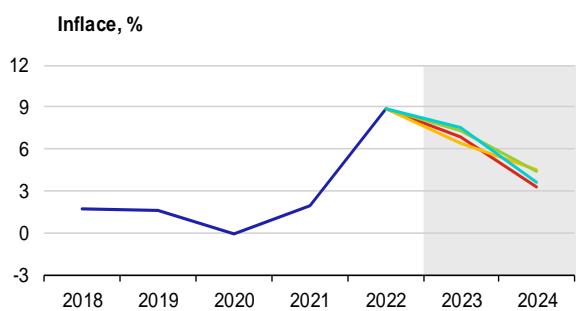
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	1,1	0,8	1,8
2024	n. a.	1,7	2,0	2,4

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

Slovensko

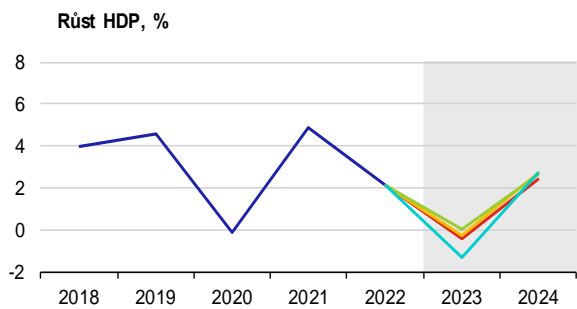


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	1,3	1,6	1,5	2,0
2024	2,4	2,1	2,6	2,2

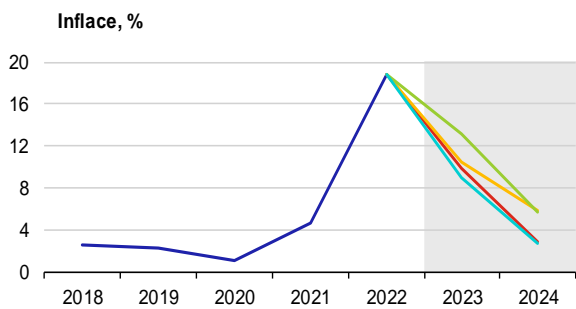


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	6,9	6,4	7,3	7,5
2024	3,3	4,5	4,4	3,6

Litva

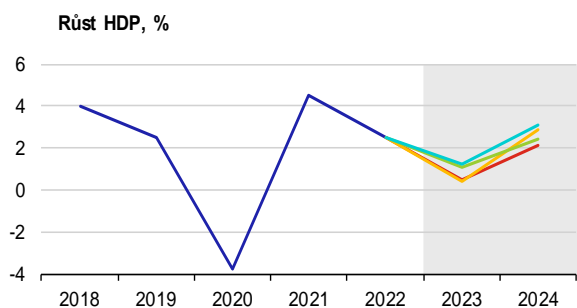


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,4	-0,3	0,0	-1,3
2024	2,4	2,7	2,6	2,7

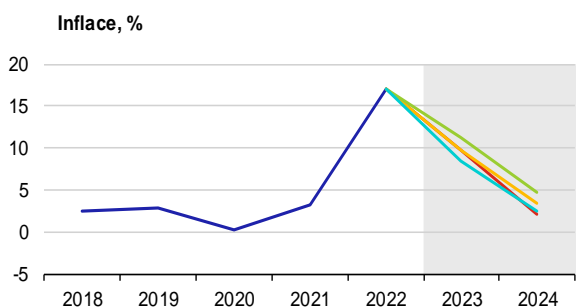


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,9	10,5	13,1	8,9
2024	2,9	5,8	5,7	2,7

Lotyšsko

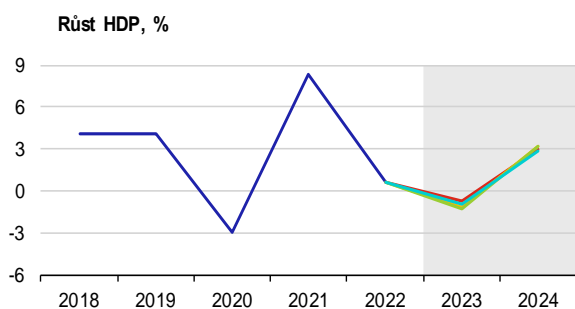


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	0,5	0,4	1,1	1,2
2024	2,1	2,9	2,4	3,1

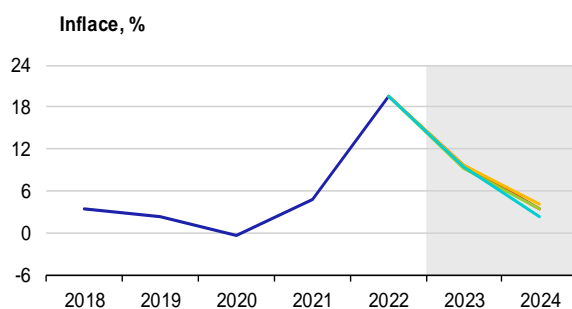


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,7	9,7	11,2	8,5
2024	2,2	3,5	4,8	2,4

Estonsko

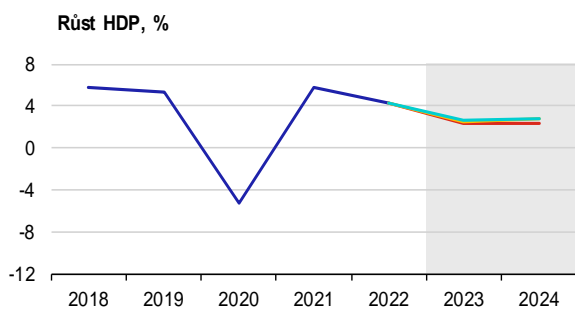


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	-0,7	-1,2	-1,3	-1,0
2024	3,0	3,2	3,2	2,8

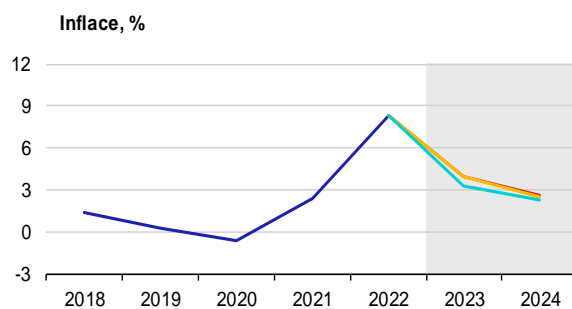


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	9,7	9,7	9,2	9,4
2024	3,4	4,1	3,4	2,3

Kypr

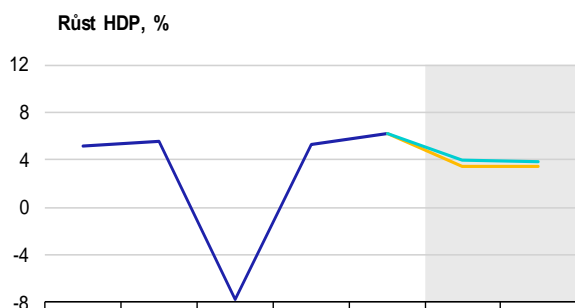


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	2,3	2,5	n. a.	2,6
2024	2,4	2,8	n. a.	2,8

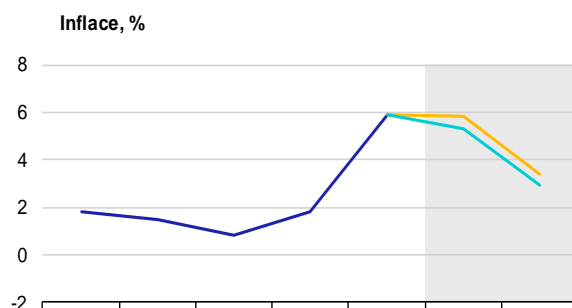


	CF	MMF	OECD	ECB
2023	3,9	3,9	n. a.	3,3
2024	2,6	2,5	n. a.	2,3

Malta



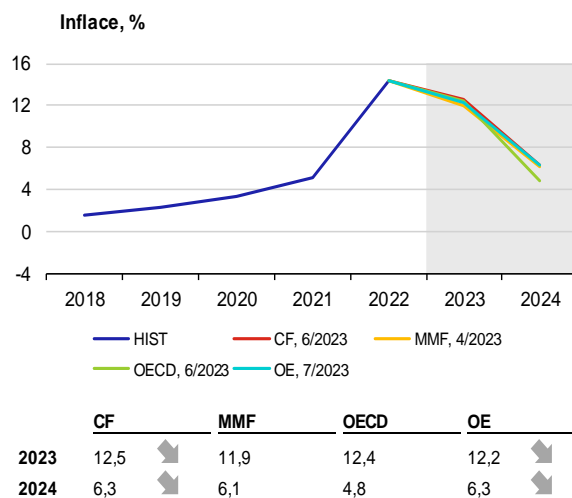
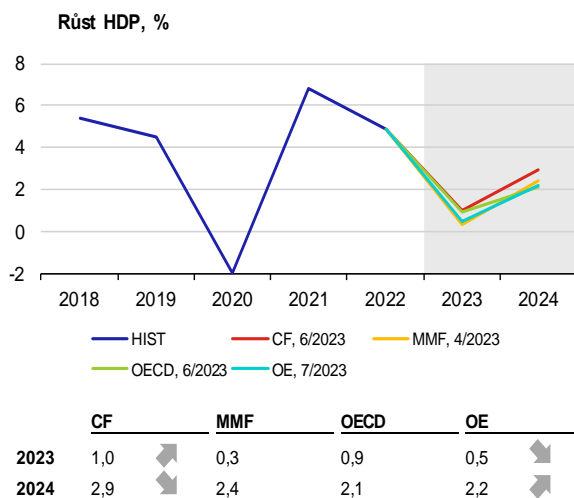
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	3,5	n. a.	4,0
2024	n. a.	3,5	n. a.	3,8



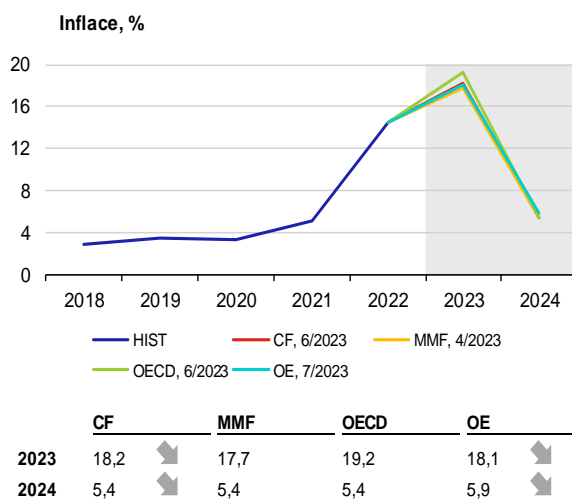
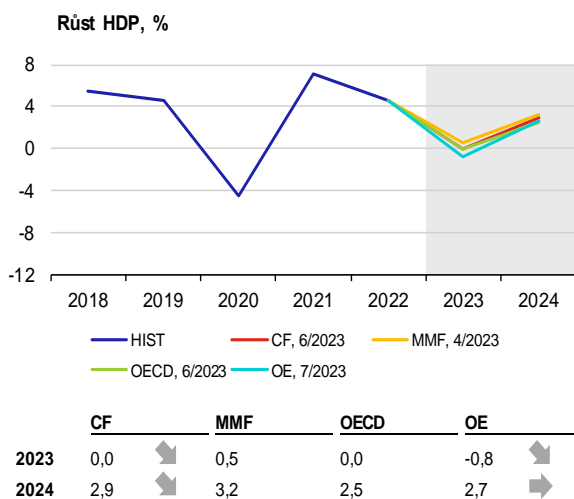
	CF	MMF	OECD	ECB
2023	n. a.	5,8	n. a.	5,3
2024	n. a.	3,4	n. a.	2,9

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

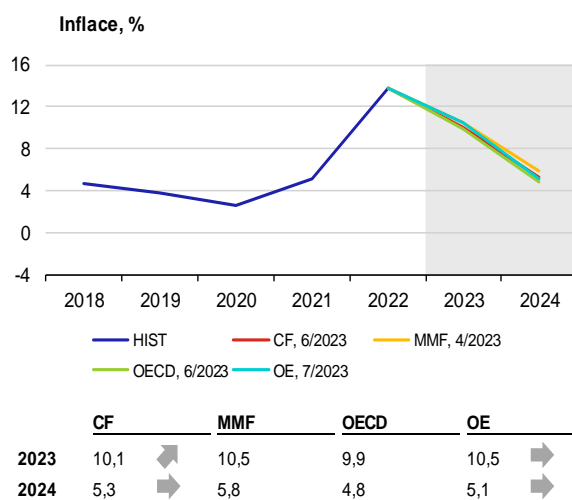
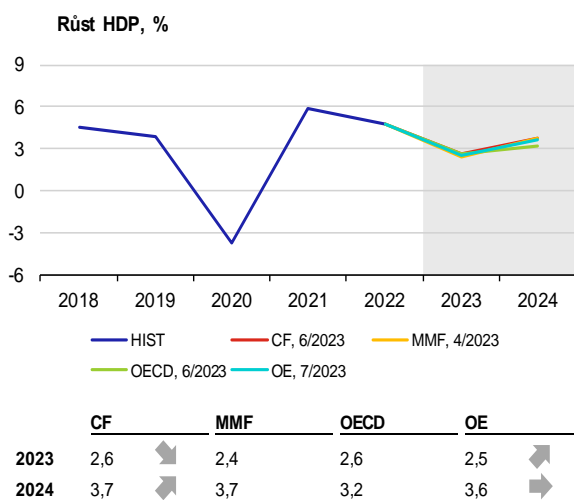
Polsko



Maďarsko



Rumunsko



A6. Seznam zkratek použitých v GEVu

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

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

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