

Zpráva o měnové politice

jaro 2023



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — jaro 2023

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 11. května 2023 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 21. dubnu 2023. Prostřednictvím tohoto dokumentu ČNB plní svoji zákonnou povinnost pravidelně informovat ústavní činitele a veřejnost o měnovém vývoji. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

Obsah

SLOVO GUVERNÉRA	5
ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA	6
I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ	8
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	13
BOX 1 Analýza mzdové dynamiky v České republice	20
BOX 2 Měření rizika mzdově-inflační spirály	23
III. INFLACE	25
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	30
PŘÍLOHA Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2021	43
SEZNAM ZKRATEK	51
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	52



2 %

— Pečujeme o cenovou stabilitu

Podle Ústavy ČR a v souladu s primárním právem EU je hlavním cílem ČNB péče o cenovou stabilitu. Udržováním nízkoinflačního prostředí přispívá centrální banka k vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst. O cenovou stabilitu pečujeme již od roku 1998 v rámci režimu cílování inflace.

— Jsme transparentní

Základem naší měnové politiky je veřejně vyhlášený inflační cíl ve výši 2 % a otevřená komunikace s veřejností. Věříme, že transparentní a předvídatelné jednání centrální banky pomáhá domácnostem i podnikům v jejich ekonomickém rozhodování.

— Hledíme do budoucnosti

Rozhodnutí bankovní rady učiněné dnes ovlivní inflaci za 12–18 měsíců. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. V rámci prognostického procesu přitom probíhají konzultace i s bankovní radou. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoliv jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

— Rozhodujeme o sazbách

Hlavním nástrojem měnové politiky ČNB je dvoutýdenní repo sazba. Rozhodnutí o jejím nastavení vysílá impuls prostřednictvím finančního trhu do celé ekonomiky a ve svém výsledku ovlivňuje inflaci tak, aby zůstala v blízkosti cíle. Bankovní rada se k měnovým otázkám schází zpravidla osmkrát ročně. Při rozhodování o sazbách členové bankovní rady diskutují aktuální prognózu a hodnotí nově dostupné informace, rizika a nejistoty prognózy.

Slovo guvernéra



Vážení čtenáři,

dovolte mi představit jarní vydání Zprávy o měnové politice. Tato zpráva slouží jako jeden z hlavních podkladů pro rozhodování bankovní rady při nastavování měnové politiky ČNB.

Na květnovém jednání jsme společně s kolegyněmi a kolegy z bankovní rady ponechali úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 7 procentech, což je nejvyšší hodnota od roku 1999. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu. Česká národní banka bude i nadále bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny.

Úrokové sazby ČNB se nachází na úrovni, která tlumí domácí poptávkové tlaky. Brzdí růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což brzdí růst množství peněz v ekonomice. Například objem čistých nových hypoték v prvních třech měsících roku oproti prvnímu čtvrtletí loňského roku klesl o 70 %. Reálné úrokové sazby se při zohlednění výhledu inflace v ročním horizontu po řadě let pohybují na zřetelně kladných úrovních. Měnové podmínky byly v posledních čtvrtletích přísné i vlivem zhodnocení koruny vůči euru. V zemi jsou tak nejprísnejší měnové podmínky za posledních 20 let.

Přijaté rozhodnutí se opírá o novou makroekonomickou prognózu, kterou podrobně představuje tato zpráva. Základní scénář prognózy implikuje nejprve stabilitu tržní úrokové sazby 3M PRIBOR následovanou jejím pozvolným poklesem od třetího čtvrtletí 2023. Bankovní rada ale očekává, že úrokové sazby zůstanou na stávající či vyšší úrovni po delší dobu. To zaručí návrat inflace k hodnotám poblíž inflačního cíle v příštím roce, a to i v případě zvýšených inflačních očekávání, jak ukazuje scénář popsáný v kapitole IV této zprávy.

Celková inflace v české ekonomice dosáhla vrcholu v září 2022, kdy byla 18 %. V souladu s našimi očekáváními začal v únoru 2023 trend postupného poklesu inflace, která v březnu 2023 dosáhla 15 %. Jádrová inflace zvolňuje již od října loňského roku. Celková i jádrová inflace se ale i nadále nachází na nepřijatelných hodnotách. Bankovní rada proto potvrzuje své odhodlání pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována na dvouprocentním cíli. Úrokové sazby proto zůstanou po určitou dobu na relativně vysoké úrovni.

Bankovní rada ujišťuje veřejnost, že kroky ČNB budou dostatečné k obnovení cenové stability v souladu se zákonným mandátem. Bankovní rada je zároveň připravena adekvátně reagovat na případné naplnění rizik prognózy.

Jménem České národní banky

Aleš Michl

guvernér

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada ponechala na svém květnovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 7 %. Toto rozhodnutí se opírá o základní scénář jarní makroekonomické prognózy ČNB. V ní centrální banka hledí na horizont měnové politiky vzdálený 12–18 měsíců od současnosti. Tímto obdobím je aktuálně druhé a třetí čtvrtletí roku 2024. Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb na stávající vysoké úrovni zajišťující plnění inflačního cíle v příštím roce. S výhledem toho se podle prognózy budou moci úrokové sazby začít v průběhu druhé poloviny letošního roku snižovat. Domácí ekonomická aktivita bude zpočátku letošního roku ještě utlumená, neboť výkon českého hospodářství bude nadále snižován hlubokým propadem reálných příjmů domácností a nevýrazným růstem zahraniční poptávky. V dalším průběhu roku dojde k ekonomickému oživení. Domácí inflace bude během jara a léta pokračovat v započatém poklesu a ve druhé polovině letošního roku se sníží na jednociferné hodnoty. V roce 2024 cenový růst dále výrazně zpomalí a na horizontu měnové politiky se bude nacházet u 2 % cíle ČNB. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře jarní makroekonomické prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Bankovní rada vedle základního scénáře diskutovala i další dva prognostické scénáře. Ty předpokládají déletrvající stabilitu úrokových sazeb na stávající úrovni, přičemž jeden z nich v kombinaci se zvýšenými inflačními očekáváními avizuje riziko přestřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky.

Cenové tlaky v české ekonomice polevují. K tomu přispívá pokles globálních inflačních tlaků v prostředí utlumené zahraniční i domácí poptávky, v níž se projevuje zpřísněná měnová politika ČNB. Proinflační působení dovozních cen energií, které byly v loňském roce významným nákladovým faktorem, rychle odeznívá, a to s podporou posilující koruny. K pokračujícímu růstu spotřebitelských cen naopak více přispívají domácí náklady. Jejich dynamika zůstává na zvýšené úrovni, a to kvůli rychlému mzdovému růstu.

Spotřebitelská inflace začala počínaje únorem značně klesat, a to po přechodném zvýšení na počátku letošního roku. To souviselo s výrazným zrychlením růstu regulovaných cen.

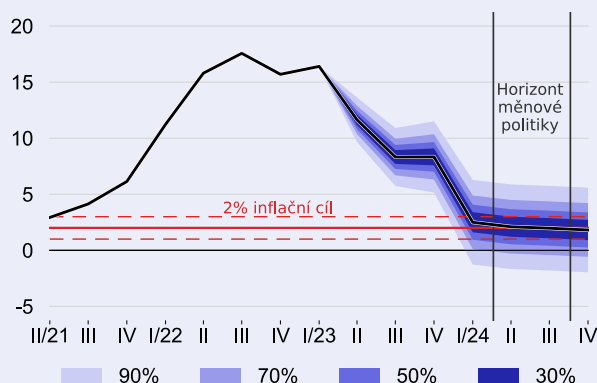
Během jara i v průběhu léta bude meziroční cenový růst pokračovat ve viditelném zpomalování. V každém dalším měsíci bude inflace o více než jeden procentní bod nižší než v měsíci předchozím. Ve druhé polovině roku tak již bude tempo růstu cen dosahovat jednociferných hodnot. Ve čtvrtém čtvrtletí dojde ke krátkodobému přerušení tohoto trendu vlivem loňské mimořádně snížené základny spotřebitelských cen dané dočasným působením vládního úsporného energetického tarifu. Po odeznění tohoto vlivu se s příchodem roku 2024 inflace dále skokově sníží. Na horizontu měnové politiky, tedy ve druhém a třetím čtvrtletí příštího roku, tak inflace klesne k 2 % cíli ČNB. K výše popsanému vývoji přispějí všechny její složky. Jádrová inflace pokračovala ve zvolňování i v prvním čtvrtletí letošního roku, k jejímu dalšímu poklesu povede odeznění růstu zahraničních výrobních cen

a zchlazená domácí poptávka. Pokračuje přitom rychlé snižování příspěvku imputovaného nájemného, v němž se projevuje zpomalování růstu cen ve stavebnictví a stabilizace cen nových rezidenčních nemovitostí pod vlivem zvýšených úrokových sazeb. Snižující se ceny světových agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců povedou k dalšímu zpomalování dynamiky cen potravin. Ceny pohonných hmot přešly počínaje březnem do hlubokého meziročního poklesu, v němž vlivem vysoké srovnávací základny po loňském propuknutí války na Ukrajině setrvávají až do konce letošního roku. Dynamika regulovaných cen bude v letošním roce vysoká a rozkolísaná, nicméně s tendencí k postupnému snižování. Ceny zemního plynu a elektřiny pro domácnosti totiž vlivem zlevnění těchto komodit na energetických burzách začaly klesat pod vládou stanovené cenové stropy. Skokově se pak růst regulovaných cen sníží v příštím roce.

Česká ekonomika letos v souhrnu mírně vzroste. Ekonomický útlum z druhé poloviny loňského roku bude ještě doznívat v prvním letošním pololetí, a to zejména kvůli pokračujícímu poklesu spotřebních výdajů domácností. České domácnosti totiž nadále čelí hlubokému propadu reálných příjmů, který je jen částečně tlumen vládní pomocí. To se spolu s negativním sentimentem a zvýšenou mírou úspor odráží v pokračujícím poklesu jejich spotřeby. Fixní investice obnoví svůj růst vlivem stále dobré finanční situace podniků a posléze i díky oživování zahraniční poptávky. Exportní aktivitu vedle toho podpoří odeznění potíží v dodávkách materiálů a výrobních komponent. Růst

Inflace se na jaře a v létě letošního roku bude dále rychle snižovat, počátkem roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



dovozu bude v důsledku útlumu domácí poptávky v letošním roce znatelně zaostávat za vývozem a příspěvek čistého vývozu k ekonomickému růstu tak bude výrazně kladný. Mírně ve směru růstu HDP bude působit i v příštím roce.

Fiskální politika bude letos působit z hlediska růstu HDP neutrálně, a to i přes vyprchání části podpůrných výdajů z loňského roku. V opačném směru budou mít totiž vliv pokračující vládní opatření související s bojem s drahými energiemi a zvýšení důchodů o výchovné. V roce 2024 bude fiskální politika hospodářský růst tlumit v důsledku ukončení podpůrných opatření a jen pomalého náběhu čerpání investic z fondů EU v rámci nového programového období.

Česká ekonomika se nachází pod svým potenciálem. Záporná mezera výstupu přetrvá až zhruba do poloviny příštího roku. K dalšímu mírnému ochlazení došlo na přelomu roku i na trhu práce, napětí na něm se však opět začne postupně zvyšovat. V letošním roce budou zaměstnanost i nezaměstnanost zhruba stagnovat. Dlouhodobě pociťovaný převis poptávky po práci nad její nabídkou se tak již dále výrazně nezmnírní. Nominální mzdový růst na začátku letošního roku zrychlil a zůstane v celém letošním roce vysoký. Vyjednávací pozice zaměstnanců je stále silná a ve prospěch svižného mzdového růstu bude působit i přetrvávající dobrá finanční kondice firem. Mzdy tak budou částečně dohánět předchozí růst cen. Objem mezd a platů v reálném vyjádření přitom citelně vzroste až v příštím roce.

Kurz koruny v posledních měsících převážně posiloval. Výraznější výjimkou byla krátká epizoda v průběhu března, kdy koruna dočasně oslabila pod vlivem zvýšené averze k riziku na světových finančních trzích způsobené problémy v americkém a švýcarském bankovním sektoru. Ve směru posilování koruny působil zlepšený sentiment trhu

Po letošním mírném růstu ekonomiky její dynamika příští rok znatelně oživí

meziroční změny v % (není-li uvedeno jinak), v závorkách změny oproti minulé prognóze v p. b.

	2022	2023	2024
Celková inflace (%)	15,1 (0,0)	11,2 (0,4)	2,1 (0,0)
HDP	2,5 (-0,1)	0,5 (0,8)	3,0 (0,8)
Průměrná nominální mzda	6,5 (-0,1)	8,8 (0,4)	7,9 (0,9)
Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)	6,3 (0,0)	6,8 (-0,2)	4,6 (-0,2)
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,6 (0,0)	23,7 (-0,8)	24,3 (-0,2)

Zeleně je vyznačen posun prognózy k vyšším hodnotám, resp. slabšímu kurzu koruny ve srovnání s minulou prognózou. Červený štítek označuje posun opačným směrem.

související s odezníváním negativního vývoje zahraničního obchodu a též připravenost ČNB bránit nadměrným výkyvům kurzu. Ve druhé polovině letošního roku a v roce příštím bude koruna pozvolna oslabovat především vlivem zužujícího se úrokového diferenciálu oproti eurozóně. Ten bude odrážet pokračující zpříšňování měnové politiky ECB zahrnující i snižování její bilance.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku. Vysoké úrokové sazby na začátku prognózy povedou k plnění 2% inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Úrokové sazby ČNB se budou moci během letošního druhého pololetí začít snižovat směrem k politicky neutrální hladině.

S prognózou se pojí řada značných rizik a nejistot. Proinflačně působí stále expanzivní fiskální politika. Významným rizikem ve stejném směru zůstává i hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály. Naopak protiinflačním rizikem je výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Ekonomika eurozóny prokázala odolnost vůči energetické krizi a na rozdíl od původních pesimistických výhledů v závěru roku 2022 pouze mírně mezičtvrtletně poklesla. I pro začátek letošního roku jsou očekávání optimističtější a efektivní eurozóna se tak pravděpodobně vyhne technické recesi. K příznivé situaci přispěla i mírná zima, která omezila čerpání plynu z evropských zásobníků, což společně s úsporami ve spotřebě energií vedlo k výraznému poklesu cen zemního plynu i elektřiny na komoditních burzách. Zlevnění energií a ústup potíží v dodavatelských řetězcích přispěly na začátku letošního roku k polevování inflačních tlaků v eurozóně. Ty budou slábnout i na výhledu v důsledku zpomalující globální poptávky, poklesu reálných příjmů domácností a zpřísněných měnových podmínek.

I přes mírné zlepšení hospodářské situace na začátku letošního roku bude globální ekonomický růst v roce 2023 utlumený mimo jiné vlivem zpřísněných měnových politik hlavních centrálních bank

Meziroční růst HDP ve velkých světových ekonomikách v závěru loňského roku dále zpomalil. Jeho výhled pro letošní rok se mírně zlepšil navzdory zpřísnění měnových politik většiny centrálních bank a silnému růstu životních nákladů. Zůstává nicméně – s výjimkou Číny – slabý (Tab. I.1). V průběhu letošního prvního čtvrtletí se podle předstihových ukazatelů PMI začal stav globální ekonomiky zlepšovat. Bylo tomu tak zejména zásluhou výkonnosti ve službách, kde zároveň přetrvávají silné poptávkové a mzdově-inflační tlaky. Oživení ve zpracovatelském průmyslu je zatím stále křehké. Slabá poptávka a pokles cen energií pomohly stlačit průmyslovou inflaci a výrazně se též snížilo napětí v dodavatelských řetězcích (Graf I.1). Podniky přitom postupně vyčerpávají zásobu stávajících objednávek. V situaci utlumeného přísunu nových zakázek budou mnohé firmy časem omezovat výrobu, snižovat zásoby a zaměstnanost. V mnoha zemích se sice snížilo bezprostřední riziko hospodářské recese, přetrvávající zvýšená inflace ve službách a zpřísnění měnových politik však budou ještě nějaký čas tlumit poptávku a tím i růst světové ekonomiky.

Inflační tlaky, pramenící zejména v Evropě z vysokých cen energií, značně polevily. Další zlevnění energetických surovin však v dohledné době již není příliš pravděpodobné (Graf I.2). Ceny neenergetických surovin, zvláště pak potravinářských komodit, zůstávají vysoké. U průmyslových kovů se očekává postupné zdražení v souvislosti se silící poptávkou z čínského průmyslu po zrušení tamních protiepidemických opatření. Společně s rostoucími mzdovými tlaky budou ceny kovů hlavním faktorem globální nákladové inflace v letošním roce.

Růst americké ekonomiky odolává rychlému zvyšování měnověpolitických sazeb tamní centrální banky, problémům v domácím bankovním sektoru a slabé

Tab. I.1

Hospodářský růst ve velkých světových ekonomikách s výjimkou Číny bude v letošním i příštím roce slabý

reálný HDP, meziroční změny v %, pramen Refinitiv, CF

	2021	2022	2022	2022	2023	2024
		3Q	4Q			
Eurozóna	5,3	2,4	1,8	3,5	0,7	1,0
USA	5,9	1,9	0,9	2,1	1,1	0,7
Čína	8,3	3,6	2,6	3,0	5,5	5,1
Spojené království	7,6	2,0	0,6	4,1	-0,2	0,8

Graf I.1

Počátkem letošního roku došlo k výraznému uvolnění napětí v globálních dodavatelských řetězcích

indikátor napětí v dodavatelských řetězcích, osa y: standardní odchylky od dlouhodobého průměru, nulová hodnota představuje dlouhodobý průměr, pramen: Federal Reserve Bank of New York (Liberty Street Economics)



Poznámka: Indikátor napětí v globálních dodavatelských řetězcích je sestavován newyorským Fedem na měsíční bázi. Vychází z dat o nákladech na lodní a leteckou přepravu, Indexu nákupních manažerů (PMI) a Indexu nákupních manažerů v průmyslu (ISM) pro sedm ekonomických celků (eurozóna, Čína, Japonsko, Jižní Korea, Tchaj-wan, Spojené království a USA) očištěných o vliv poptávky.

zahraniční poptávce. Je tažen převážně odvětvím služeb, které však zároveň přispívá ke zvýšené inflaci. Trh práce zůstává napjatý, což zřejmě americký Fed brzo přiměje k dalšímu zpřísnění měnové politiky.

Uvolnění protiepidemických opatření v Číně vedlo k silnému růstu v tamním sektoru služeb. Vliv na průmyslovou produkci byl zatím jen omezený z důvodu slabé poptávky ze zahraničí. V obou sektorech nicméně vládne silný optimismus ohledně budoucího vývoje.

Ekonomika efektivní eurozóny v letošním roce výrazně zpomalí svůj růst vlivem útlu globální poptávky a poklesu reálných příjmů domácností

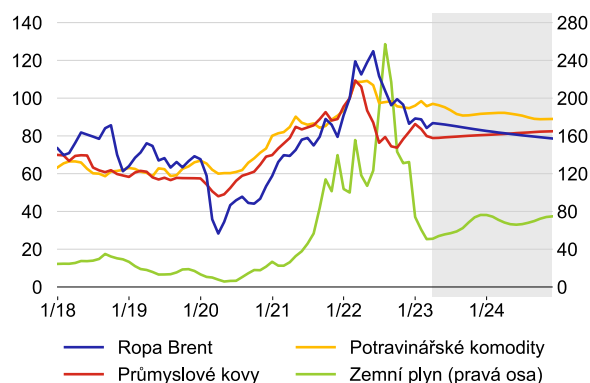
Meziroční tempo růstu HDP v efektivní eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2022 dále zpomalilo na 1,5 % (Graf I.3). V mezičtvrtletním pohledu ekonomická aktivita v efektivní eurozóně dokonce mírně klesla. Vzrostly čistý vývoz a spotřeba vlády, na druhé straně došlo k poklesu spotřeby domácností a investic. Celkově však ekonomika prokázala odolnost vůči energetické krizi, k čemuž nemalou měrou přispěla mírná zima a úspory ve spotřebě. Tyto faktory omezily čerpání plynu ze zásobníků během topné sezóny a vedly ke zlevnění této komodity na burzách. Z velkých ekonomik eurozóny se relativně dobře dařilo Španělsku a Francii, zatímco německá ekonomika zaznamenala mezičtvrtletní pokles.

Také v průběhu prvního čtvrtletí 2023 si ekonomika efektivní eurozóny oproti původním očekáváním vedla lépe. K tomu přispělo zklidnění napětí na evropském trhu se zemním plynem a elektřinou doprovázené jejich dalším zlevněním. Ekonomika se tak pravděpodobně vyhne technické recesi¹, neboť pozorovaná data o průmyslové produkci a vývozech za první měsíce letošního roku ukazují na poměrně solidní růst. Trh práce byl zároveň charakterizován nízkou a stabilní mírou nezaměstnanosti a zlepšovala se i ekonomická nálada spotřebitelů. Opatrnost domácností se nicméně zvýšila, neboť vysoká inflace se projevila poklesem jejich reálných příjmů. Reálné maloobchodní tržby poklesly. Podle předstihových indikátorů se průmysl začal potýkat s poklesem zakázek. Podle březnového šetření Evropské komise se zhoršil sentiment ve zpracovatelském průmyslu, maloobchodě i stavebnictví. V reakci na nedávné ořesy finančního sektoru v březnu i dubnu výrazně poklesl index podnikatelské nálady v Německu ZEW z důvodu očekávaných restriktivnějších úvěrových podmínek v nadcházejících měsících. Podle prognózy byl mezičtvrtletní růst HDP efektivní eurozóny začátkem

Graf I.2

Ceny energetických surovin přestávají být hlavním tahounem vysoké inflace

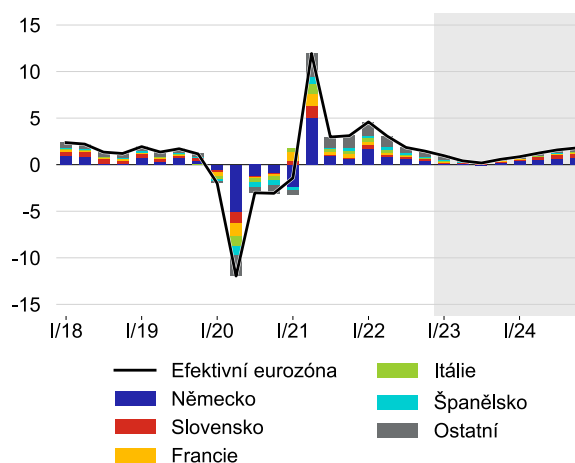
ceny vybraných komodit, index: únor 2022 = 100, pramen Bloomberg, výpočet ČNB



Graf I.3

K přechodné stagnaci HDP efektivní eurozóny přispěje zpomalení růstu globální poptávky v prostředí zpřísněných měnových podmínek

meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



¹ Za tzv. technickou recesi je považován mezičtvrtletní pokles sezonně očištěného reálného čtvrtletního HDP v alespoň dvou po sobě následujících čtvrtletích.

roku 2023 pouze nevýrazný.² Směrem dolů jej bude tlačit hlavně slábnoucí ekonomický výkon Německa.

V letošním roce bude ekonomickou aktivitu tlumit zejména očekávané zpomalení růstu globální poptávky v prostředí zpříšňujících se měnových podmínek a reálného poklesu příjmů domácností. Zhoršení poptávkové situace již nebude tlumeno polštářem dříve naakumulovaných objednávek a utrácením pandemických úspor. Potíže v globálních dodavatelských řetězcích naproti tomu během prvního pololetí odezní. Nepříznivou poptávkovou situaci budou do značné míry tlumit podpůrná opatření vlád. Znatelně nižší ceny energií umožní plné obnovení výroby v energeticky náročných odvětvích. V příští topné sezóně se již neočekává opakování složité situace na trhu se zemním plynem. V letošním roce vzroste HDP efektivní eurozóny v úhrnu o 0,5 %, v příštím roce jeho růst zrychlí na 1,4 %. Mezera výstupu se ve druhém čtvrtletí letošního roku posune do záporných hodnot, kde setrvá až do konce horizontu prognózy.

Vlivem prudkého propadu cen zemního plynu a elektřiny se rychle snížila inflace ve výrobní sféře

Cena ropy Brent se v polovině března prudce propadla, a to v souvislosti s obavami z dopadů problémů v bankovním sektoru v USA a Evropě do globálního růstu. Následně byla část ztrát umazána vlivem zmírnění výprodejů na komoditních trzích. Přesto na začátku dubna kartel OPEC+ neočekávaně ohlásil, že počínaje květnem dále omezí těžební kvóty do konce letošního roku, na což cena ropy reagovala rychlým návratem na předchozí úroveň. Výhled ceny ropy zůstává mírně klesající směrem k 75 USD/barel na konci roku 2024. Cena zemního plynu v Evropě od začátku března přibližně stagnovala poblíž hranice 40 EUR/MWh, tedy výrazně pod vládami stanovenými stropy. Zásobníky jsou ke konci topné sezóny nadstandardně naplněné (na konci dubna přibližně 58 % celkové kapacity) a spotřeba plynu zůstává přes mírný růst v průmyslu snižena.

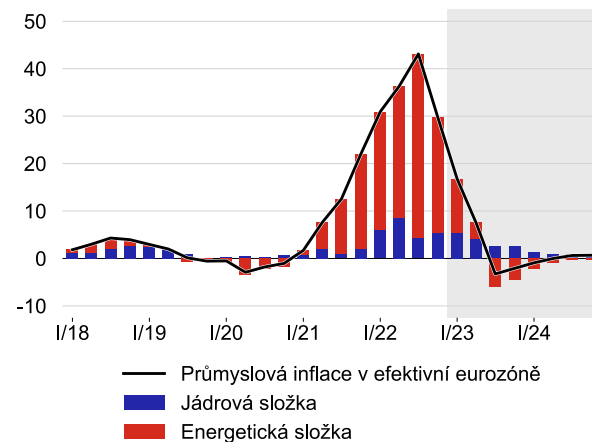
Dramatický vývoj cen energií v minulém roce se promítal do produkčních cen v efektivní eurozóně, zejména pak do jejich energetické složky (Graf I.4). Cenové tlaky spojené s energetickou krizí však ve čtvrtém čtvrtletí 2022 výrazně polevily a meziroční růst průmyslových cen dále zvolnil i během prvních dvou měsíců letošního roku. Zpomaloval zejména růst jejich energetické složky a od začátku letošního roku v menší míře také jádrové složky. Směrem dolů tlačilo ceny další snížení tržních výhledů cen zemního plynu

2 Podle předběžného odhadu Eurostatu se HDP v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2023 zvýšil mezičtvrtletně o 0,1 % a meziročně vzrostl o 0,8 %. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn 28. dubna, tedy po její uzavěření.

Graf I.4

Ceny průmyslových výrobců v efektivní eurozóně letos přejdou do meziročního poklesu

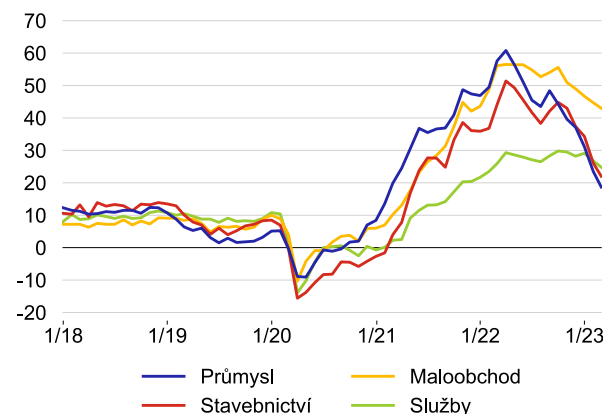
meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.5

Šetření Evropské komise indikuje zvolňování inflačních očekávání v eurozóně napříč sektory

cenová očekávání ohledně prodejních cen v následujících třech měsících v eurozóně, saldo odpovědí, pramen Evropská komise



Tržní pohled na konvenční měnovou politiku ECB lze sledovat prostřednictvím sazby 3M EURIBOR. Evropskou centrální bankou vyhlášené sazby zpravidla tvoří spodní hranici tržních sazeb v eurozóně, rozdíl pak tvoří časová, riziková a likviditní prémie. ECB používá tři základní sazby: depozitní sazbu, sazbu pro hlavní refinanční operace (repo sazbu) a mezní zápůjční sazbu (Graf I.6). Depozitní sazba je nejnižší a představuje sazbu, za niž si banky mohou u ECB uložit svá depozita. Sazba 3M EURIBOR se obvykle pohybuje nad ní a současně pod úrovní sazby pro refinanční operace. Od června 2014 do července 2022 byla depozitní sazba ECB jako jediná klíčová sazba záporná a v září 2019 klesla až na hladinu -0,5 %. Význam depozitní sazby narostl také použitím nekonvenčních nástrojů kvantitativního uvolňování (APP, PEPP) a poskytováním další likvidity do bankovního systému pomocí cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO I, II a III).

a elektřiny. Postupně se také snižuje intenzita zdražování souvisejícího s přetížením dodavatelských řetězců, což přispívá ke snižování tlaků v jádrové inflaci.

Cenová očekávání v průmyslu se dle šetření Evropské komise výrazně snížila (Graf I.5). Tempo zdražování průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v letošním roce zvolní v úhrnu na 4,2 % (z loňských 35 %). V roce 2024 pak budou průmyslové ceny v efektivní eurozóně v průměru stagnovat.

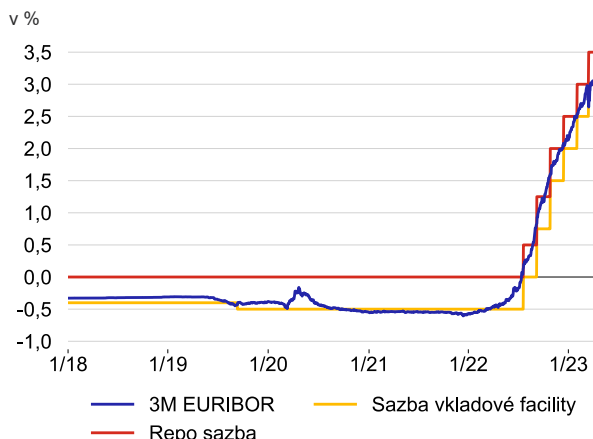
Svého vrcholu ve čtvrtém čtvrtletí 2022 již dosáhl také růst spotřebitelských cen v efektivní eurozóně. Jejich dynamika zvolnila v prvním čtvrtletí letošního roku na 9,4 % a k 2% cíli se inflace postupně přiblíží v závěru příštího roku. V březnu strmě zvolnil meziroční růst cen energií na 3,5 % z únorových 17,9 %. Na zvýšené úrovni zůstává nadále jádrová inflace, která v únoru i v březnu dosáhla 6,5 %. Momentum jádrové inflace rovněž stagnovalo. Zrychlila meziroční dynamika růstu cen služeb a přes postupné zvolňování dosahoval vysokých hodnot také růst cen zboží.

ECB a Fed i přes napětí na finančních trzích zvýšily v březnu své základní úrokové sazby

ECB i Fed pokračovaly v březnu ve zvyšování svých základních úrokových sazeb o 0,5, resp. 0,25 procentního bodu. Centrální banky tím daly najevo, že jejich prioritou je i přes nedávné napětí v bankovním sektoru snížení inflace k 2% cíli. Dle slov prezidentky ECB Ch. Lagardeové neexistuje kompromis mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Ke zvýšení sazeb ECB (Graf I.6) došlo na základě výhledu, který předpovídá inflaci vysoko a po delší dobu nad cílem. I když březnové turbulence na finančních trzích způsobily korekci tržního výhledu sazeb, ten se nyní nachází zpět na úrovních ze začátku letošního roku. Budoucí trajektorie sazby 3M EURIBOR tak odráží již oznámené zvýšení úrokových sazeb v eurozóně o 0,25 procentního bodu na květnovém měnověpolitickém zasedání ECB a další předpokládané ve stejném rozsahu v červnu (Graf I.7). Odhad stínové sazby se nachází nad tržní úrokovou sazbou 3M EURIBOR z důvodu započaté realizace plánu ECB na postupné snižování její bilance. Základní úroková sazba Fedu byla na květnovém zasedání zvýšena do pásma 5–5,25 %. Euro vůči americkému dolaru posílilo, přičemž očekávané tempo jeho dalšího zpevnování zůstalo neměnné.

Graf I.6

Na zvyšování základních sazeb ECB reagovala tržní sazba 3M EURIBOR

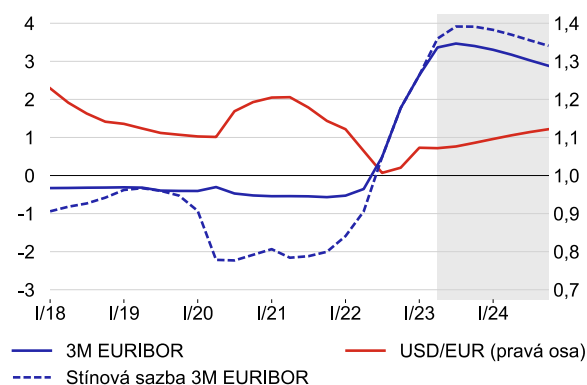


Nekonvenční nástroje měnové politiky ECB vstupují do prognózy ČNB přes tzv. stínovou zahraniční úrokovou sazbu. Ta vychází z tržního výhledu 3M EURIBOR a zohledňuje navíc i očekávanou výši čistých nákupů aktiv na finančních trzích ze strany ECB. V poslední době se jednalo zejména o nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEPP) a program nákupu aktiv (APP). Vztah mezi objemem nákupu a stínovou sazbou se odvíjí od modelové simulace dopadu do ekonomiky eurozóny, která je popsána v tematickém článku [Globálního ekonomického výhledu z října 2015](#). Přístup je symetricky uplatňován i při aktuálně probíhající snižování bilance ECB. Od jara 2023 již nejsou splatná aktiva plně reinvestována (zpočátku tempem 15 mld. EUR měsíčně, později 30 mld. EUR). To ve výhledu vede k růstu stínové sazby nad sazbu 3M EURIBOR v rozsahu cca 0,5 procentního bodu.

Graf I.7

Do výhledu úrokových sazeb se promítá trhmem očekávané další zpříšňování měnové politiky ECB včetně snižování její bilance

3M EURIBOR a stínová sazba v %, nominální kurz USD/EUR



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2022	2023	2024	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,7 (0,0)	0,5 (0,1)	1,4 (0,1)	Výhled růstu efektivní eurozóny se pro letošní i příští rok lehce zvýšil.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	9,2 (0,0)	6,8 (0,6)	2,6 (0,4)	Výhled inflace se posouvá výše zejména vlivem vyšších cen potravin, opačným směrem bude působit pokles cen energií.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	35,0 (0,0)	4,2 (4,9)	0,1 (1,4)	K přehodnocení cen průmyslových výrobců směrem nahoru vedlo nižší promítnutí poklesu tržních cen zemního plynu a elektřiny (zejména v případě Slovenska).
Cena ropy Brent	USD/barel	98,9 (0,0)	80,6 (-0,1)	75,8 (-0,6)	Klesající výhled ceny ropy se prakticky nemění.
3M EURIBOR	% procentní body	0,3 (0,0)	3,2 (0,0)	3,1 (0,0)	Výhled tržních úrokových sazeb zůstává stabilní.
Měnový kurz	USD/EUR	1,05 (0,00)	1,08 (0,03)	1,11 (0,04)	Očekávaný kurz eura vůči dolaru se posouvá ve směru lehce silnějšího eura s tím, jak se očekává oslabení ekonomické aktivity v USA.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, resp. posun ke slabšímu kurzu dolaru, červený štítek označuje snížení hodnoty, resp. posun k silnějšímu kurzu dolaru)

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Česká ekonomika se v první polovině letošního roku vymaní z mírné recese a obnoví svůj mezičtvrtletní růst. K tomu bude letos dominantně přispívat příspěvek čistého vývozu související zejména s odezněním problémů v dodavatelských řetězcích. Soukromá spotřeba i celková investiční aktivita se během letošního roku odrazí ode dna. Utrácení domácností bude v nejbližší době ještě brzdit negativní sentiment a s ním spojená zvýšená tvorba úspor. Zotavování spotřeby bude důsledkem obnovení růstu reálných příjmů, tedy zvýšené dynamiky nominálních mezd v podmínkách zpomalující inflace. Firmy v souhrnu ustály recesi v solidní kondici a generovaly zisky, a to i přes propad reálné spotřeby a prudký nárůst nákladů. Tento prostor následně využijí na vyplácení rostoucích mezd i na pokračující investice do automatizace, robotizace a digitalizace, stejně jako do obnovitelných zdrojů energie, resp. do energetických úspor. Investičnímu apetitu firem napomůže i oživení zahraniční poptávky v příštím roce. V celoročním úhrnu letos česká ekonomika mírně vzroste, stále se však bude nacházet pod svým potenciálem. Trh práce se již nebude dále zchlazovat, obnoví se naopak jeho narůstající přehřívání. Míra nezaměstnanosti se zvýší jen mírně při zhruba stabilní zaměstnanosti. Růst nominálních mezd zrychlí a počátkem příštího roku výrazně překoná inflaci.

Domácí hospodářská aktivita již začíná vykazovat náznaky oživení, citelně však zrychlí až v příštím roce vlivem zotavování spotřeby domácností

Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích odeznívají, a to i přes dočasné dílčí problémy se zásobováním na počátku roku, což vyústilo např. v rušení směn v některých automobilkách. V dalším průběhu roku už nebude nedostatek materiálů v průmyslu výrazněji bránit růstu české ekonomiky (Graf II.1), příspěvek čistého vývozu tak bude stále kladný. Finanční situace domácností se bude od poloviny roku zlepšovat, což vyústí v oživení růstu reálné spotřebitel-ské poptávky. Ziskovost firem zůstane i přes snižující se marže solidní. Celková ekonomická aktivita tak začne v mezičtvrtletním vyjádření opět růst, v meziročním vyjádření však bude v prvním pololetí zhruba stagnovat (Graf II.2). V celoročním úhrnu letos HDP vzroste o 0,5 %.³ V roce 2024 ekonomická aktivita zrychlí svůj růst na 3 %.

Spotřeba domácností se začne v průběhu roku zvyšovat v návaznosti na obnovení růstu reálných příjmů, její rychlejší zotavování bude tlumit vysoká tvorba úspor

Spotřeba domácností⁴ bude po většinu roku meziročně klesat (Graf II.3), avšak v mezičtvrtletním vyjádření obnoví svůj růst již na jaře. Počátkem letošního roku

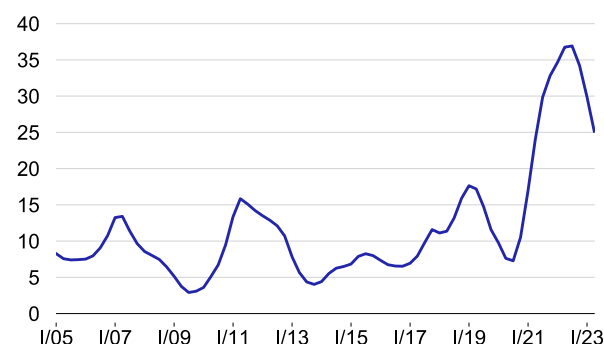
³ Podle předběžného odhadu ČSÚ se v prvním čtvrtletí 2023 český HDP zvýšil mezičtvrtletně o 0,1 % a meziročně klesl o 0,2 %, což je v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 2. května 2023.

⁴ Od čtvrtého čtvrtletí 2022 jsou výdaje ukrajinských občanů nově považovány za spotřebu domácností. Ve stálých cenách

Graf II.1

Problémy v globálních dodavatelských řetězcích odeznívají, stále však mají na ekonomiku negativní vliv

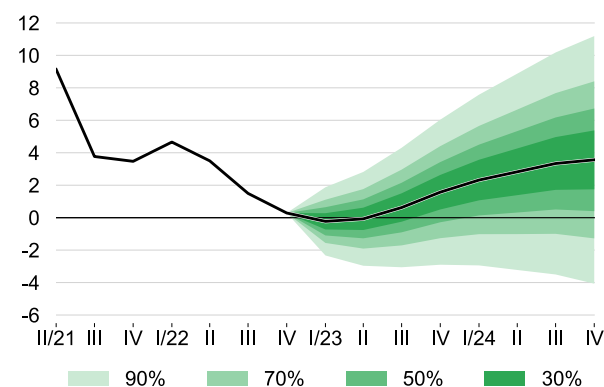
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatek materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf II.2

Ekonomická aktivita bude v prvním pololetí meziročně zhruba stagnovat, její růst se obnoví ve druhé polovině roku

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



odezněl tzv. úsporný energetický tarif, což spolu se stále nepříznivým nákupním apetitem⁵ a snižující se reálnou kupní silou domácností vedlo k dalšímu snížení spotřeby domácností. Fiskální politika tento pokles částečně zmírňovala (Graf II.4). Vlivem postupného odeznívání vysoké inflace se začne během letošního roku růst kupní síly příjmů domácností postupně obnovovat, zejména vlivem reálného mzdového růstu, což nastartuje i mírné oživení meziročního růstu reálné soukromé spotřeby koncem roku. V celoročním úhrnu ale i tak letos spotřeba domácností klesne zhruba o 2,5 %.

V příštím roce bude růst reálných příjmů domácností pokračovat, což bude mít spolu s poklesem míry úspor za následek svižný růst reálné spotřeby, která se tak v celoročním úhrnu zvýší o více než 4 %.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností bude na celém prognostickém horizontu tažen zejména přibližně stabilním příspěvkem mezd a platů (Graf II.5), který bude odrážet i nadále napjatý trh práce. V letošním prvním pololetí dál poroste hrubý disponibilní důchod cca 10% tempem. Poté ztlačí, zejména kvůli poklesu příspěvku příjmů podnikatelů z loňských historicky vysokých hodnot, v čemž se bude odrážet i snižování jejich marží. Ostatní běžné transfery a sociální dávky včetně opakované valorizace důchodů a některá další podpůrná fiskální opatření budou na výhledu postupně slábnout, důchody z vlastnictví mírně poklesnou.

Míra úspor zůstane letos i po převážnou část příštího roku na vyšších úrovních oproti dlouhodobému průměru

Míra úspor se ve čtvrtém čtvrtletí 2022 překvapivě dále zvýšila. K tomu vedlo další zhoršení spotřebitelské nálady a tvorba opatrnostních úspor v návaznosti na rychlý růst životních nákladů. Ve stejném směru působily pokles poptávky po dražších úvěrech a tvorba úspor motivovaných zvýšenými úrokovými sazbami z vkladů. Tyto vlivy se budou v následujících čtvrtletích postupně zmírňovat.

I přes oživení spotřeby domácností však zůstane míra úspor delší dobu na zvýšené úrovni. Ke svému dlouhodobému průměru se dostane až koncem roku 2024.

Vývoz solidně poroste v důsledku odeznění problémů s nedostatkem součástek a materiálů

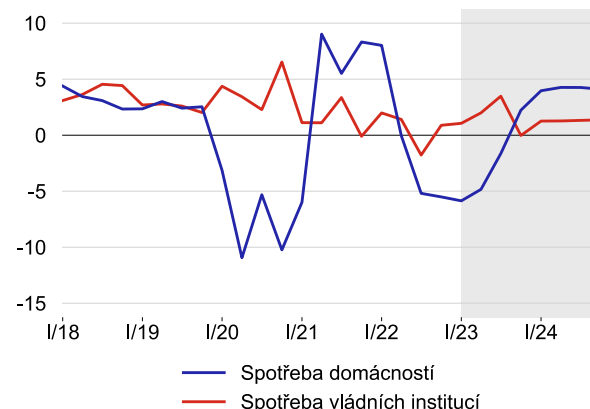
se však tato metodická změna neprojevila, jelikož byl příslušným způsobem navýšen deflátor spotřeby domácností. Odhadujeme, že výdaje Ukrajinců na konci loňského roku se pohybovaly okolo 7,5 mld. Kč v běžných cenách, což odpovídá přibližně 1 % nominální spotřeby domácností.

5 Dle dubnových dat z konjunkturálního průzkumu se spotřebitelský i podnikatelský sentiment citelně zlepšily, oba však zůstávají pod svým dlouhodobým průměrem.

Graf II.3

Spotřeba domácností bude v meziročním vyjádření klesat i po většinu letošního roku, růst spotřeby vládních institucí bude kolísat

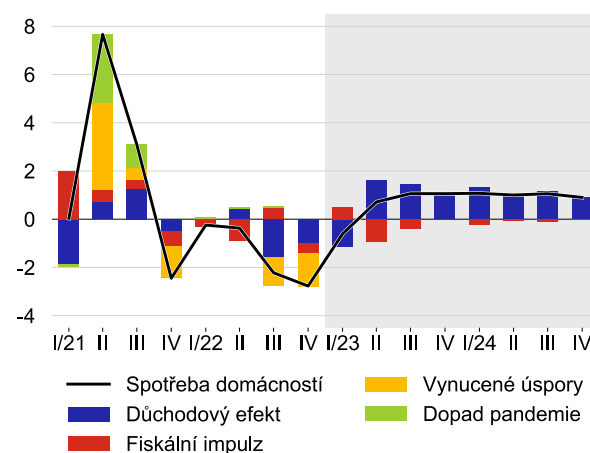
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

Kladná dynamika spotřeby domácností se obnoví spolu s růstem reálných příjmů, fiskální politika na ni letos nebude mít v souhrnu velký vliv

spotřeba domácností, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Poznámka: Důchodový efekt odráží vývoj reálných příjmů (včetně mezd a platů) i cen energetických komodit. „Dopad pandemie“ ztělesňuje vliv uzavírek ekonomiky, resp. efekt následného znovuotevření ekonomiky a návratu lidí k běžnému spotřebitelskému chování, například pokud jde o frekvenci návštěv kin, restaurací apod.

spolu s postupným oživením zahraniční poptávky

Vývozně orientovaná část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) stále v některých případech čelí problémům v dodávkách výrobních vstupů (Graf II.1), tyto obtíže ale postupně odeznívají a na průmyslovou produkci tak přestanou mít brzo významnější vliv. Růst zahraniční poptávky letos v mezičtvrtletním vyjádření mírně oživí, což se projeví i ve zrychlení dynamiky českého vývozu (Graf II.6). Ve stejném směru bude působit i zvolnění růstu energetických nákladů, které po celý loňský rok omezovaly výrobu v energeticky náročných odvětvích v rámci vývozně orientovaného průmyslu.

Spolu s oživením dovozně náročných fixních investic bude růst dovozu podporován i postupným oživením kladné dynamiky spotřeby domácností. I tak se ale bude meziroční růst dovozu nacházet na nižších úrovních, než tomu bude u vývozu, a čistý vývoz tak bude po celý letošní rok přispívat k růstu HDP výrazně kladně. V příštím roce se rozdíl mezi dynamikou vývozu a dovozu zboží a služeb zmírní, příspěvek čistého vývozu však zůstane kladný (Graf II.6).

Fixní investice po mírném mezičtvrtletním poklesu z přelomu roku obnoví svůj růst vlivem stále dobré finanční situace podniků i oživování zahraniční poptávky

Celková finanční kondice podniků zůstává v souhrnu solidní i přes nedávné extrémní zdražení energií, což dokládá zvyšující se míra zisku po většinu loňského roku. Firmy proto budou nadále investovat do obnovy a rozšiřování výroby i do obnovitelných zdrojů energie, resp. do energetických úspor, které pro ně představují určitou pojistku proti případným negativním dopadům v průběhu příští zimy. Během roku investiční aktivitu dále podpoří odeznění poruch ve výrobních a dodavatelských řetězcích. Tlumit investiční apetit firem budou naopak již delší dobu zvýšené domácí i postupně rostoucí zahraniční úrokové sazby. V souhrnu bude letos dynamika soukromých fixních investic zřetelně kladná (Graf II.7). Investice vládních institucí přispějí k celkové tvorbě fixního kapitálu též významnou měrou, neboť je vedle čerpání evropských peněz podpoří i jednorázový nákup vojenských vrtulníků.⁶

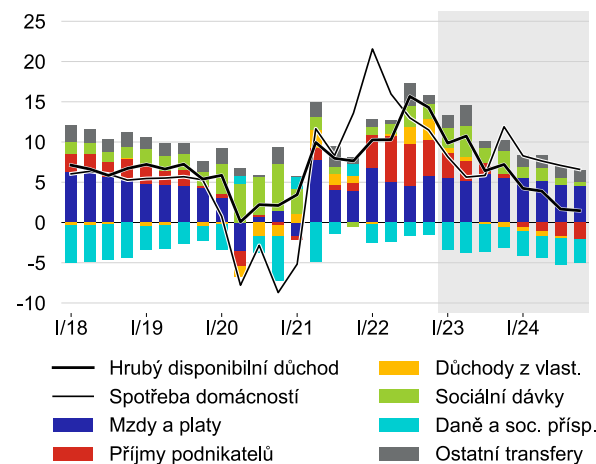
V příštím roce růst fixních soukromých investic s oživením zahraniční poptávky zrychlí, investice vládních institucí naopak poklesnou vlivem pomalého náběhu fondů EU z nového programového období a zvýšené srovnávací základny z letošního roku. Celkově fixní investice za rok 2023 vzrostou zhruba o 3 %. V roce 2024 jejich růst zrychlí a dosáhne téměř 5 %.

V podmínkách slábnoucích problémů na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob až do poloviny

Graf II.5

Růst nominálního disponibilního důchodu letos postupně zvolní zejména vlivem nižšího příspěvku příjmů podnikatelů a důchodů z vlastnictví, mzdy a platy porostou zhruba stabilním tempem

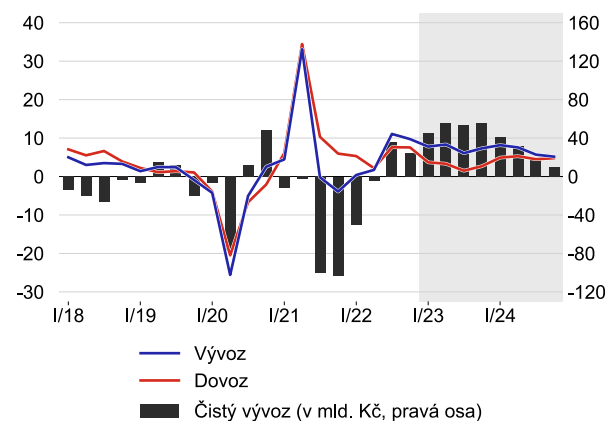
spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno



Graf II.6

Růst dovozu a především vývozu bude dosahovat solidních temp v návaznosti na odeznění problémů v dodavatelských řetězcích a později i na oživení zahraniční, resp. v případě dovozu i domácí poptávky

reálný vývoz a dovoz, meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno



⁶ Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením do celého roku 2023.

letošního roku nad svou dlouhodobou úroveň (Graf II.8). S předpokládaným odezněním výpadků v dodávkách ve druhé polovině roku bude následně možné zkompletovat dříve rozpracovanou a nuceně naskladněnou výrobu. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu tak letos zůstane záporná vlivem snižujícího se přírůstku zásob. Klesat budou celkové investice i v první polovině příštího roku, zejména vlivem vysoké srovnávací základny změny stavu zásob z roku 2023.

Fiskální politika bude letos přispívat k růstu HDP zhruba neutrálně, příští rok jej bude mírně tlumit

Růst reálné spotřeby vládních institucí letos v celoročním úhrnu zrychlí nad 1,5 % (Graf II.3). Na tom se bude podílet navýšení veřejných výdajů zejména ve zdravotnictví a školství související s příchodem ukrajinských občanů i zvýšení celkového objemu vypláceného příspěvku na bydlení. V růstu nominální spotřeby vládních institucí se navíc projeví očekávané navýšení mezd a platů v netržní sféře.

Fiskální politika bude letos na růst HDP působit zhruba neutrálně (Graf II.9). Odeznění některých podpůrných opatření z minulého roku je vykompenzováno pokračováním části opatření na příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů souvisejících s nárůstem inflace a pomocí s drahými energiemi. Mezi tato opatření patří zejména prodloužení snížené spotřební daně na motorovou naftu, navýšení limitu pro registraci plátců DPH a vyplácení výchovného nad rámec opakované valorizace důchodů.⁷ Protisměrně bude působit ukončení úsporného energetického tarifu, odeznění opatření na podporu Ukrajinců a snížení rozsahu mimořádné valorizace důchodů od letošního června⁸. Definitivní ukončení podpůrných opatření, výpadek čerpání investic z fondů EU z důvodu pomalého náběhu nového programového období a snížení výdajů na penze plynoucí z krácení letošní mimořádné valorizace bude znatelně tlumit dynamiku HDP v roce 2024.

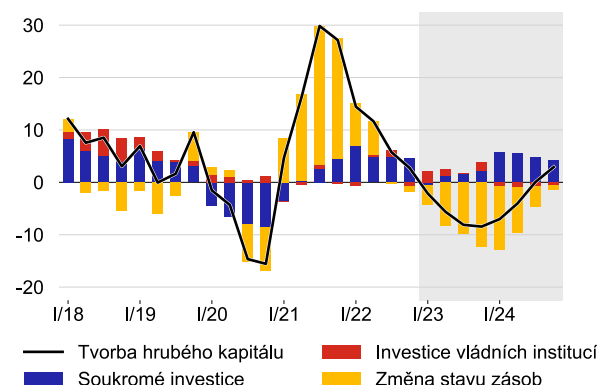
Česká ekonomika se koncem loňského roku dostala pod svůj potenciál, kde setrvá do začátku příštího roku

Tuzemská ekonomika se vlivem mělké recese ve druhé polovině loňského roku dostala pod svůj potenciál. Tam zůstane celý letošní rok (Graf II.10). To se odrazí i na trhu práce, kde se bude míra nezaměstnanosti dále lehce zvyšovat. Potenciální produkt budou přitom letos brzdit pozvolna odeznívající nabídková omezení a až ve druhé polovině roku se jeho dynamika začne pomalu navracet ke střednědobému tempu. Po celý

Graf II.7

Dynamika celkových hrubých investic bude dominantně ovlivněna tvorbou zásob

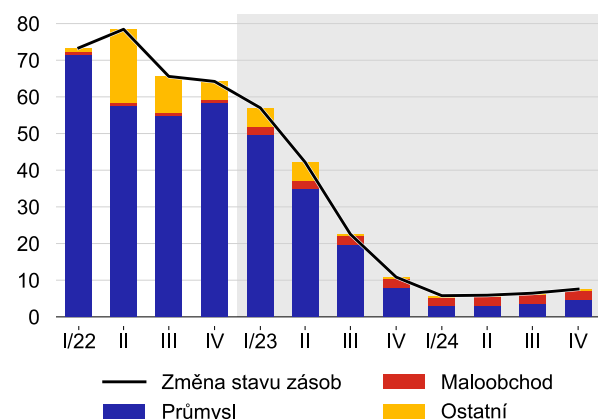
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.8

Změna stavu zásob se bude v průběhu letošního roku výrazně snižovat, v roce 2024 se bude nacházet poblíž předpandemických hodnot

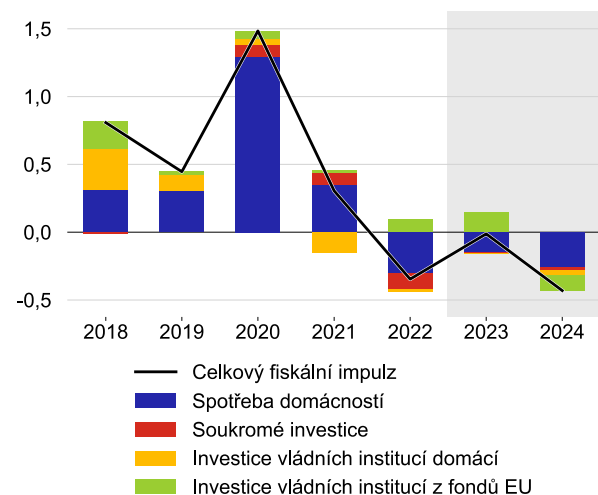
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Fiskální politika bude letos na růst HDP a jeho složek působit zhruba neutrálně, po odeznění podpůrných opatření souvisejících vysokými cenami energií bude v příštím roce růst tlumit

fiskální impuls, příspěvky k růstu HDP v p. b.



⁷ Vedle pravidelné lednové valorizace dojde letos opět také k mimořádné inflační valorizaci, a to od června.

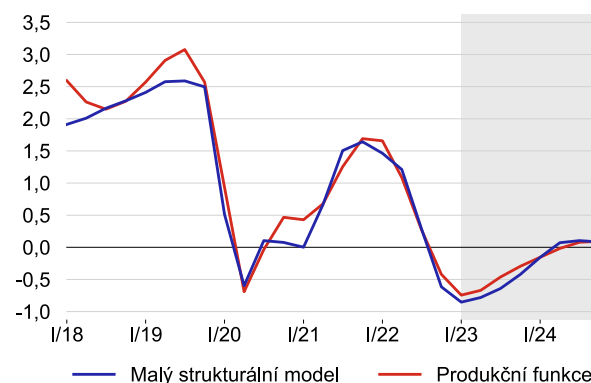
⁸ Průměrná starobní penze se zvýší o 760 Kč místo navýšení o 1770 Kč, které by odpovídalo původnímu valorizačnímu schématu.

příští rok bude potenciální produkt růst stabilním tempem a záporná mezera výstupu se v prvním pololetí uzavře.

Graf II.10

Ekonomika se bude letos nacházet pod svým potenciálem, v první polovině příštího roku se záporná mezera výstupu uzavře

mezera výstupu v % potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2022	2023	2024	
HDP	meziroční změny v % procentní body	2,5 (-0,1)	0,5 (0,8)	3,0 (0,8)	Výhled růstu HDP se letos posouvá nahoru vlivem vyšší tvorby hrubého fixního kapitálu a lehce většího příspěvku čistého vývozu, v příštím roce se přidá výraznější oživení spotřeby domácností.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	-0,9 (-0,6)	-2,6 (-0,4)	4,1 (1,0)	Predikce spotřeby domácností se letos snižuje kvůli jejímu hlubšímu propadu koncem minulého roku, pro rok 2024 je výhled naopak vyšší hlavně v důsledku rychlejšího růstu reálných mezd.
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v % procentní body	0,6 (0,3)	1,6 (0,3)	1,3 (0,1)	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos přehodnocuje mírně směrem nahoru kvůli vyšším nemzdovým výdajům, pro příští rok zůstává výhled téměř beze změny.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	6,2 (1,1)	2,9 (2,0)	4,8 (0,1)	Letošní rychlejší dynamika celkových investic je důsledkem lepší finanční kondice firem a také vyšších pozorovaných dat z konce loňského roku.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	0,2 (-0,4)	3,4 (0,3)	1,5 (0,2)	Příspěvek čistého vývozu je letos i příští rok ve srovnání s minulou prognózou mírně vyšší kvůli lehce silnější zahraniční poptávce.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	1,6 (0,1)	0,1 (0,5)	0,1 (0,3)	V rychlejší dynamice zaměstnanosti se odráží především lepší ekonomická situace a vyšší pozorované údaje ze závěru minulého roku.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,4 (0,0)	2,5 (-0,2)	2,8 (-0,5)	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se posouvá níže z důvodu jejího mírnějšího než očekávaného nárůstu a současně i dřívějšího a výraznějšího hospodářského oživení v roce 2023.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	6,5 (-0,1)	8,8 (0,4)	7,9 (0,9)	Vyšší dynamika mezd odráží zrychlený mzdový růst na přelomu roku, dále lepší než očekávanou situaci firem a dřívější obnovení růstu poptávky po práci.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, červený její snížení)

Napětí na trhu práce se již dále nebude snižovat, naopak se obnoví jeho narůstající přehřívání

Trh práce se v posledních čtvrtletích zchlazoval. Tento trend se zastavil na konci minulého roku (Graf II.11). Předchozí pokles celkové zaměstnanosti byl téměř plně kompenzován jejím opětovným nárůstem ve čtvrtém čtvrtletí 2022. Rovněž míra nezaměstnanosti setrvala i přes potíže způsobené energetickou krizí na nízkých úrovních. Z nich se začne pozvolna zvyšovat, nicméně z historického pohledu zůstane i nadále nízká. Celková zaměstnanost bude zhruba stagnovat i přes postupný nárůst poptávky po práci. Mzdová dynamika v tržních odvětvích, která v průběhu minulého roku výrazně akcelerovala, ještě krátkodobě zrychlí a následně bude klesat jen pomalu.

Reálné příjmy se loni výrazně propadly a v menší míře klesnou i letos

Nominální mzdový růst v tržní sféře v průběhu minulého roku meziročně významně zrychlil (Graf II.12). K tomu v jeho druhé polovině již přispívala všechna odvětví. Zvyšování mzdové dynamiky umožnila mimo jiné velmi dobrá finanční situace firem, které byly i v prostředí zvýšených nákladů schopny realizovat poměrně vysoké zisky. Podniky tak v průměru měly a nadále mají prostor pro zvyšování mezd. Tlak na růst nominálních mezd je navyšován také průsakem vysoké inflace a požadavky zaměstnanců na kompenzaci loňského i letošního propadu reálných příjmů. Na trhu práce se zřejmě také začíná odrážet předchozí doporučení ČMKOS pro vyjednávání o výši mzdového růstu na rok 2023 o 9 až 10 % a někteří významní zaměstnavatelé již oznámili nárůst mezd svým zaměstnancům dvoucifernými tempy. Dynamika mezd bude podpořena také zvolna se zvyšující ekonomickou aktivitou. Analýze mzdového růstu se blíže věnuje Box 1 na konci této kapitoly. Možné riziko mzdově-inflační spirály v české ekonomice pak detailně popisuje Box 2.

Reálná mzda letos značně poklesne, nicméně ve srovnání s loňským rokem bude ztráta kupní síly příjmů zaměstnanců výrazně menší a ve druhé polovině letošního roku budou reálné mzdy vlivem snížení inflace meziročně zhruba stagnovat. Skokový pokles inflace od počátku roku 2024 při jen postupně zvolňujícím nominálním mzdovém růstu povede ke znatelnému růstu reálných mezd.

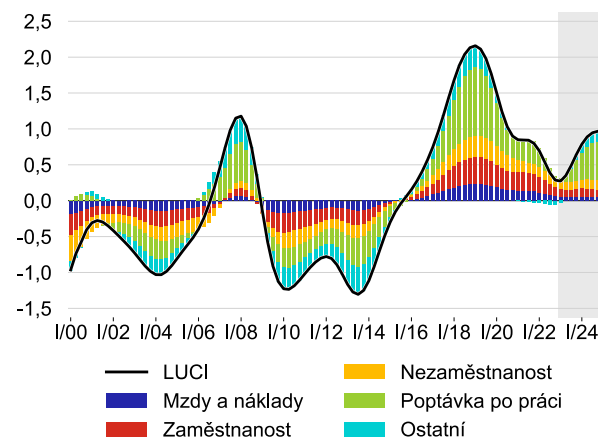
V netržních odvětvích letos platy také porostou, nicméně mírnějším tempem než v tržní sféře. Pro letošní rok státní rozpočet počítá s růstem platů většiny státních zaměstnanců. Současně bude dobíhat efekt mimořádného zvýšení mezd pro vybrané skupiny profesí s nejnižšími příjmy z loňského září. V roce 2024 pak prognóza počítá s plánovanou indexací mezd učitelů koeficientem 1,3 vůči průměrné mzdě v ekonomice.

Také růst objemu mezd a platů je dominantně ovlivněn zvýšenou pozorovanou i předpokládanou dynamikou

Graf II.11

Trh práce se pohledem indikátoru LUCI již více ochlazovat nebude, spíše naopak

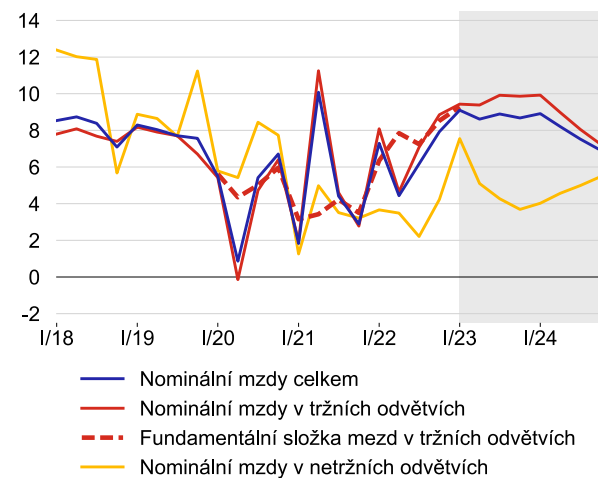
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf II.12

Nominální mzdový růst bude letos i nadále zrychlovat, čímž se zmírní pokles mezd v reálném vyjádření, následný pokles dynamiky bude pozvolný

nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %



Poznámka: Do čtvrtého čtvrtletí 2019 a od druhého čtvrtletí 2023 fundamentální mzda splývá s oficiálně vykázanou mzdou v tržních odvětvích.

průměrných mezd v loňském roce, respektive na začátku letošního roku. V menší míře bude k růstu celkového objemu vyplacených mezd přispívat růst přepočteného počtu zaměstnanců. V reálném vyjádření objem mezd a platů v roce 2022 hluboce poklesl (Graf II.13), což bylo dáno výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za inflací. K opětovnému citelnému nárůstu reálné kupní síly v ekonomice dojde začátkem příštího roku, a to především vlivem výrazného snížení inflace při perzistentním vývoji nominálního růstu mezd v prostředí oživujícího růstu ekonomiky.

Pokles poptávky po práci se zastavil

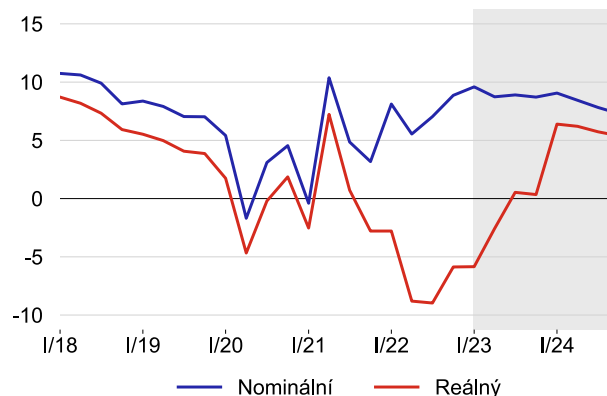
Zaměstnanost ve druhé polovině loňského roku setrvala na zhruba nezměněné úrovni (Graf II.14). Stagnace či jen velmi pozvolný růst počtu zaměstnaných osob pak bude pokračovat i v následujících obdobích, a to především kvůli obnovené poptávce po práci ze strany podniků. Šetření Evropské komise spolu s některými vysokofrekvenčními a předstihovými indikátory⁹ naznačují, že se náborová aktivita firem, která ještě na přelomu roku signalizovala další zchlazování trhu práce, pro druhé čtvrtletí spolu s ekonomickou aktivitou obnovila. Ze strukturálního pohledu bude v rámci přibližně stabilní zaměstnanosti pokračovat přesun ze skupiny zaměstnanců k podnikatelům. Tento pohyb bude dán zlepšováním ekonomické situace i návratem k předcovidovému stavu.

Obecná míra nezaměstnanosti se na konci minulého roku obrátila k lehkému nárůstu, který bude pokračovat i letos. Obdobný vývoj prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob.

Graf II.13

Dynamika reálného objemu mezd a platů bude v nejbližších čtvrtletích vlivem vysoké inflace záporná, následně se obnoví její růst a pomůže oživit spotřebu domácností

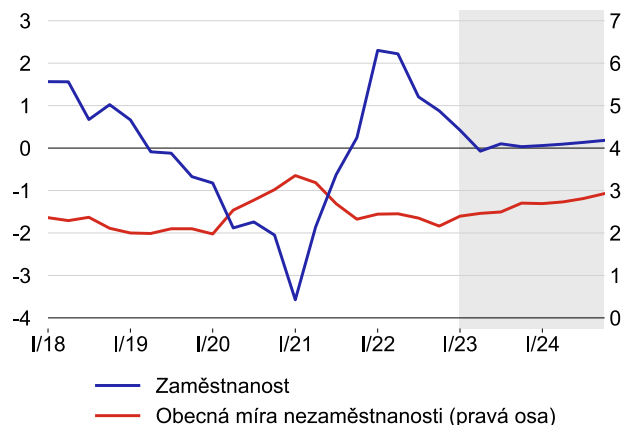
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.14

Zaměstnanost bude nadále zhruba stagnovat a nezaměstnanost poroste jen mírně

zaměstnanost, meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno



⁹ Index očekávané zaměstnanosti společnosti [Manpower Group](#) pro první čtvrtletí 2023 signalizuje mírný pokles, zatímco pro druhé čtvrtletí již znatelný nárůst. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech zůstává relativně nízké.

BOX 1 Analýza mzdové dynamiky v České republice

V české ekonomice v posledních měsících spolu s vysokou inflací akceleroval i růst nominálních mezd, a to i přes zvýšené náklady firem související s energetickou krizí. Mzdový růst se přitom v reálném vyjádření hluboce propadl a zůstává stále výrazně záporný. Tento box se zaměřuje na nominální mzdový vývoj v České republice z hlediska jeho distribuce a perzistence, detailně se snaží rozklíčovat aktuální stav a případné implikace pro budoucí vývoj.

Ke zvyšování meziroční dynamiky mezd dochází téměř nepřetržitě od odeznění covidové pandemie, tedy od čtvrtého čtvrtletí 2021, a probíhá v obdobné míře v podnicích napříč celou domácí ekonomikou. Plošné zrychlování mzdové dynamiky je zřejmé z posunu celé distribuce růstu mezd směrem k vyšším hodnotám (Graf 1), který je mezi roky 2021 a 2022 znatelný.¹ Všeobecnost tohoto růstu vypovídá o přetrvávající poptávce po práci ze strany firem v situaci jejich poměrně dobré finanční kondice. Podniky sice plně nekompenzují domácnostem ztrátu reálné kupní síly, ke které dochází v důsledku vysoké inflace, nicméně akceptují požadavky zaměstnanců alespoň částečně. Chování firem se výrazně neliší ani v závislosti na jejich velikosti.

Plošnost mzdového růstu dokládají také příspěvky jednotlivých odvětví k celkovému mzdovému růstu (Graf 2). Tímto pohledem je zřejmé, že se mzdový vývoj vrátil ke své předpandemické dynamice jak z hlediska úrovně, tak i z hlediska struktury, kdy se na růstu mezd podílejí všechna hlavní odvětví, přičemž největší příspěvky vykazují vlivem své váhy v ekonomice tržní služby a průmysl. Podle posledních informací o mzdovém vývoji v průmyslu a ve stavebnictví z počátku letošního roku lze očekávat pokračování vysoké meziroční dynamiky nominálních mezd.²

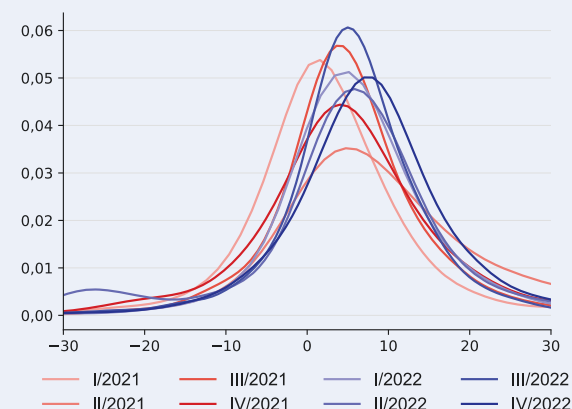
Pokračující vysokou mzdovou dynamiku naznačují zprávy o výsledcích jednotlivých kolektivních vyjednávání ve velkých automobilkách či obchodních řetězcích. Ve prospěch zvýšeného mzdového růstu pak hovoří dlouhodobě vysoký, byť v poslední době znatelně klesající počet neobsazených pracovních míst a související snaha firem tato místa obsazovat i za cenu růstu osobních nákladů. Tyto podmínky na trhu práce posilují vyjednávací pozici zaměstnanců.³

Vysokou perzistenci mzdového vývoje dokládá analýza strukturálních zlomů v časové řadě meziročních růstů mezd v tržních odvětvích (Graf 3).⁴ Zatímco globální finanční krize z let 2008–2009 způsobila výrazný útlum růstu mezd, následný překmit trhu práce do přehřátého stavu od roku 2016 byl opět provázen zrychlením růstu mezd. Covidová pandemie přitom způsobila pouze krátkodobé a do velké míry statistickými vlivy dané výkyvy, mzdovou dynamiku však

Graf 1

Distribuce mzdového růstu ve firmách se posouvá k vyšším hodnotám

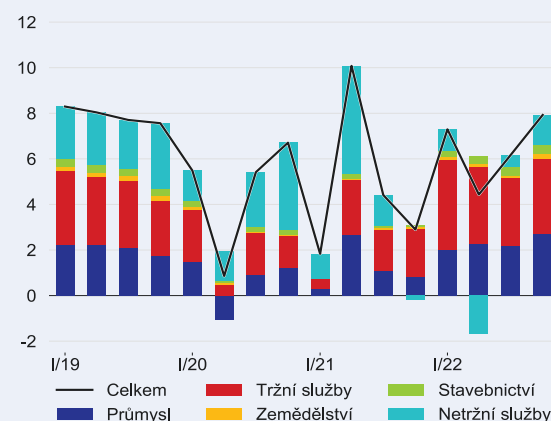
osa x: meziroční růst nominálních mezd v tržních odvětvích v %, osa y: hustota pravděpodobnosti, pramen: výkaz P2-04 (ČSÚ), výpočet ČNB



Graf 2

Oživení mzdového růstu po pandemii táhnou především váhově významné tržní služby a průmysl, vývoj je nicméně plošný

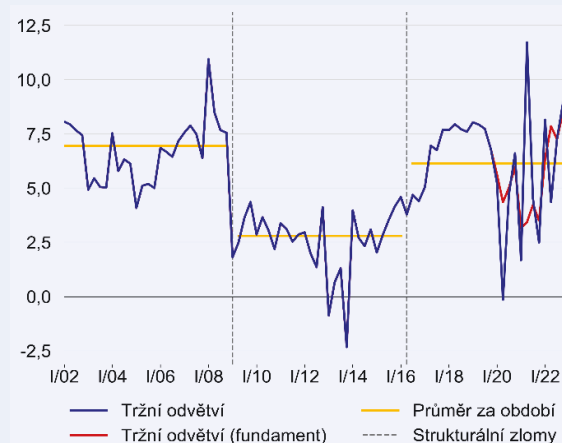
meziroční růst nominální mzdy v %, příspěvky v procentních bodech



Graf 3

Pandemie ani následná stagface nezpůsobily zásadní zlom ve mzdovém vývoji

meziroční růst nominální mzdy v %



výrazněji nezchladila. Stejně tak k tomu nedošlo ani v období vysoké inflace a utlumeného růstu ekonomiky v posledním roce.

Ve prospěch pokračujícího vysokého růstu mezd svědčí ochota zaměstnavatelů zvyšovat svým zaměstnancům mzdy, vyjádřená jako podíl firem, u kterých došlo k mezičtvrtletnímu navýšení mezd (Graf 4).⁵ Tato optika ukazuje, že firmy zvyšovaly kompenzace za práci svým zaměstnancům i v časech energetické krize a nyní se uvedený podíl nachází na historicky vysoké úrovni z let 2016–2018. Při sektorovém pohledu se příliš neliší vývoj průmyslu a tržních služeb. Nižší hodnoty tohoto ukazatele byly dlouhodobě pozorovány v období po globální finanční krizi, což koresponduje i s obdobími strukturálních zlomů ve mzdové dynamice.

Hypotézu o výrazné perzistenci mezd podporuje i rozklad dynamiky mezd pomocí mzdové Phillipsovy křivky (Graf 5). Z ní vyplývá, že na současnou a budoucí výši mezd má dominantní vliv jejich předchozí vývoj.⁶ V období zvýšeného růstu cen zesiluje role inflačních očekávání domácností. Vysoká inflace v nedávné minulosti se pohledem tohoto rozkladu jeví jako velmi významný faktor zrychlující dynamiku meziročního mzdového růstu během roku 2022.

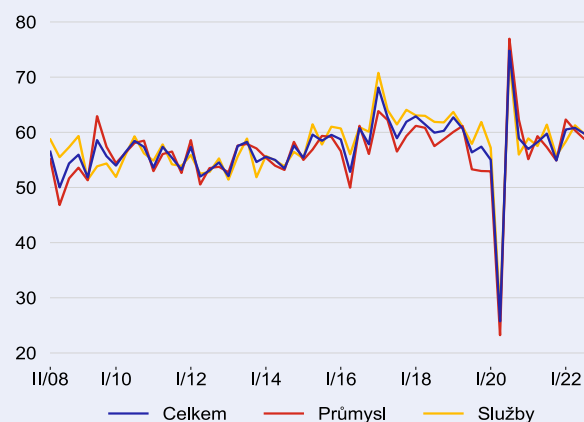
Další pohled na aktuální vývoj mezd poskytuje roční klouzavý průměr mezičtvrtletních změn mezd, který aproximuje perzistentní složku mzdového růstu. Pokud roční klouzavý průměr z daného čtvrtletí vztáhneme k ročnímu klouzavému průměru ze stejného čtvrtletí předchozího roku, dostaneme ukazatel tzv. momenta mzdového růstu. I z tohoto pohledu se loňský mzdový růst nachází na historicky nejvyšších úrovních (Graf 6) (odhlédneme-li od rozkolísání v roce 2014, která byla ovlivněna statistickými faktory)⁷.

Na riziko možného výrazného posílení budoucích mzdových tlaků ukazuje i aktuální trendcyklický rozklad reálné mzdy (Graf 7). Historické odchylky od dlouhodobě rovnovážné úrovně dynamiky reálných mezd korespondují s celkovým obrazem trhu práce a cenového vývoje. Viditelné je předcovidové období přehřívající se ekonomiky, kdy reálné mzdy rostly výrazně rychleji než produktivita práce. Aktuální pokles reálné mzdy je hluboký. Identifikace jeho povahy jako cyklického výkyvu přitom naznačuje, že k návratu reálné mzdy k dlouhodobé rovnováze dojde v budoucnu buď vlivem poklesu inflace, nebo dalším zrychlováním růstu nominálních mezd, případně kombinací obojího. Tím by se dorovnal v současnosti výrazný kladný rozdíl mezi dynamikou produktivity práce a reálných mezd. Zvýšení reálného objemu mezd by současně podpořilo spotřebu domácností.

Graf 4

Ochota zvyšovat mzdy se nachází na hodnotách z předcovidových let

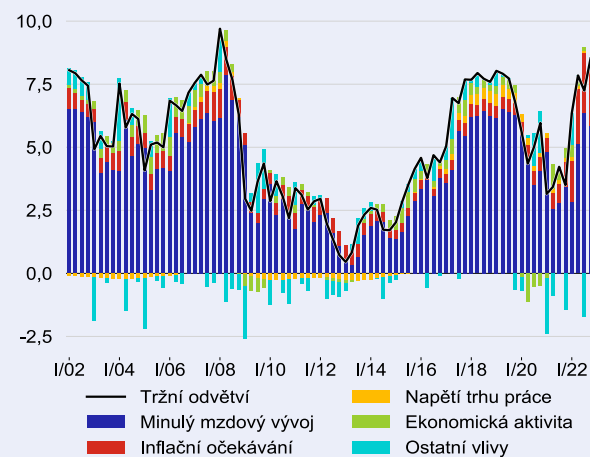
podíl firem mezičtvrtletně zvyšujících mzdy, váženo velikostí firmy podle počtu zaměstnanců, pramen: výkazy P3-04 a P2-04 (ČSÚ), výpočet ČNB (sezónně očištěno)



Graf 5

Odolnost a setrvalost mzdového růstu je dlouhodobě vysoká

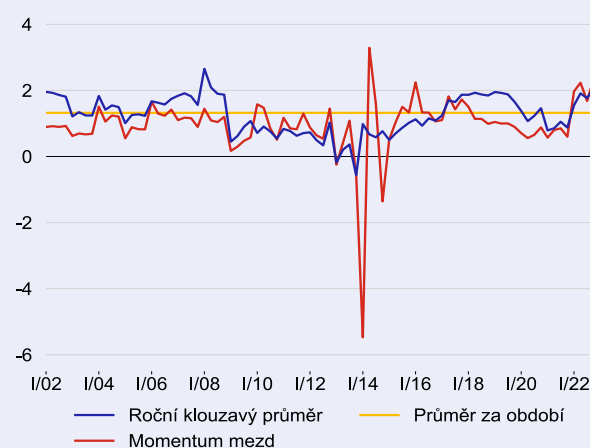
meziroční růst nominální mzdy v %, příspěvky v procentních bodech



Graf 6

Momentum mezd je aktuálně na vysoké úrovni

mezičtvrtletní růst v %, tržní odvětví

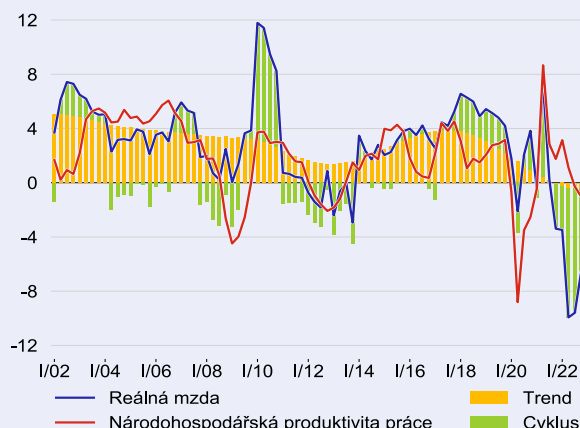


Závěrem lze konstatovat, že trh práce je dlouhodobě přehřátý a během pandemie ani následné staglační epizody nedošlo k jeho dostatečnému zchlazení. Pohled do nitra mzdové dynamiky ukazuje, že aktuální mzdový růst má plošný charakter a je relativně perzistentní. V nejbližší době tedy není pravděpodobné jeho rychlé a výrazné zmírnění. Bude totiž docházet k poklesu jiných (nemzdových) nákladů kvůli postupné stabilizaci na trhu energií, surovin a materiálů.

Graf 7

Po prudkém propadu reálné mzdy se trend obrací

meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech



- 1 Ve čtvrtém čtvrtletí 2021 dosáhl podle výkazu P2-04 průměrný růst mezd v tržních odvětvích 6,1 % se směrodatnou odchylkou 18,9 %. Ve čtvrtém čtvrtletí 2022 byl průměrný růst mezd 8,3 % se směrodatnou odchylkou 13,7 %.
- 2 V lednu a únoru 2023 byl v průmyslu vykázán meziroční mzdový růst ve výši 11,9 % a 10,8 %, ve stavebnictví 14,9 % a 14,1 %.
- 3 Kolektivní vyjednávání je v ČR decentralizované a míra pokrytí zaměstnanců kolektivními smlouvami je ve srovnání s jinými zeměmi EU relativně nízká na úrovni kolem 30 %. Blíže viz [Moving with the times: Emerging practices and provisions in collective bargaining](#), Ricardo Rodriguez Contreras, Oscar Molina (2022), Eurofound.
- 4 Strukturální zlomy byly identifikovány a otestovány pomocí Chowova testu.
- 5 Jedná se o data za nefinanční soukromé podniky s 50 a více zaměstnanci. Zvolená metodologie byla použita například v blogu [Recent Trends in Individual Wage Growth](#), Maximiliano A. Dvorkin, Maggie Isaacson (2022), Federal Reserve Bank of St. Louis.
- 6 Vliv perzistence je v ČR pravděpodobně vyšší než v USA, viz například studie [Wage Growth When Inflation Is High](#), Oscar Jorda, Celeste Liu, Fernanda Nechio, Fabián Rivera-Reyes (2022), Federal Reserve Bank of San Francisco.
- 7 Jedná se o výrazné změny v trajektorii mezd, které byly způsobeny pravděpodobně [změnami daní v roce 2013](#).

BOX 2 Měření rizika mzdově-inflační spirály

Mzdově-inflační spirála se nejčastěji definuje jako rychlý, souběžný růst nominálních mezd a cen v několika po sobě jdoucích čtvrtletích.¹ Zahrnuje proces vzájemného působení mezi oběma veličinami, přičemž nárůst cen vede ke zvýšení mezd, které následně podpoří cenový růst atd. Vzhledem k obvykle vyšší strnulosti mezd je většinou bezprostřední přenos mezi mzdami a cenami tlumen a vývoj zpravidla nepřeroste v dokonale eskalující spirálu stále rostoucích mezd a cen. Nicméně i tak vede k nežádoucímu déletrvajícimu zvýšení inflace.

Riziko mzdově-inflační spirály pomáhá analyzovat index, který měří společnou dynamiku mezd a cen. Jeho zvýšená hodnota, pozorovaná v české ekonomice v posledním roce, znamená souběžný vysoký růst mezd a cen (Graf 1). Samotná hodnota indexu však ještě mnoho nevypovídá o riziku roztočení mzdově-inflační spirály. K tomuto účelu se pomocí kvantilové regrese odhaduje podmíněný 95. percentil distribuce výhledu indexu² v horizontu jednoho roku, relevantního pro měnovou politiku. Percentil je podmíněn minulou pozorovanou realizací indexu (tedy jeho vlastní perzistencí), vývojem makroekonomických veličin a také měnovou politikou.³ Hodnota indexu převyšující 95. percentil pak indikuje naplnění rizika vysokého růstu mezd a cen.

Růst horního konce distribuce indexu reprezentovaného 95. percentilem implikuje nárůst rizika vysokých hodnot indexu, tedy vyšší pravděpodobnost roztočení mzdově-inflační spirály. To je významné především v situaci, kdy se tento percentil pohybuje nad svou „neutrální“ úrovní. Neutrální úroveň tvoří index, který je konzistentní s 2% cílem a růstem produktivity, zvýšený o dvě historicky pozorované standardní odchylky.⁴

V průběhu minulého roku dosahovala jak hodnota indexu, tak horní mez jeho distribuce historicky vysokých hodnot (Graf 2). Propočtený index rizika mzdově-inflační spirály se v průběhu roku 2022 nacházel nad odhadem podmíněného 95. percentilu. Zároveň se tento percentil dostal v minulém roce nad neutrální úroveň konzistentní s 2% inflačním cílem. Obojí dokumentuje významné riziko vzniku mzdově-inflační spirály, resp. propočtený index přesahující 95. percentil potvrzoval naplňování tohoto rizika.

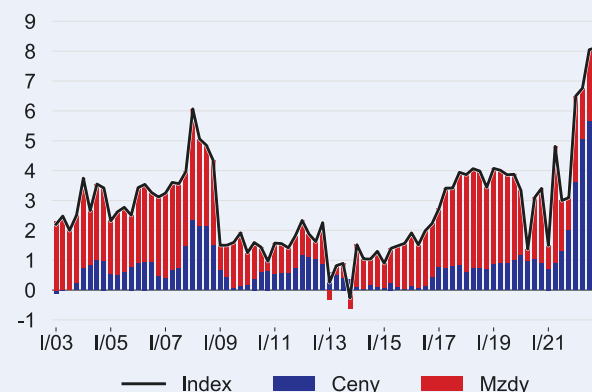
Rozklad příspěvků jednotlivých veličin k hodnotě 95. percentilu (Graf 3) ukazuje vysoký vliv perzistence (zpožděné hodnoty indexu). Výsledky kvantilové regrese zároveň ukazují, že vlastní perzistence horních percentilů je vyšší než vlastní perzistence nižších percentilů. To znamená, že riziko mzdově-inflační spirály zůstává *ceteris paribus* zvýšené déle než například průměrný výhled indexu.

Rozklad horního konce distribuce indexu zároveň dokumentuje vliv hospodářského cyklu, resp. situace na trhu práce. Kladná mezera výstupu indikuje inflační tlaky (přehřívání na trhu práce) a vede k nárůstu 95. percentilu. Podobně oslabení reálného kurzu implikuje inflační tlaky přes vyšší dovozní ceny a vyšší ekonomickou aktivitu (zejména vývoz) a tento percentil

Graf 1

Index mzdově-inflační spirály dosahuje historicky nejvyšší úrovně

index v %, příspěvky v procentních bodech

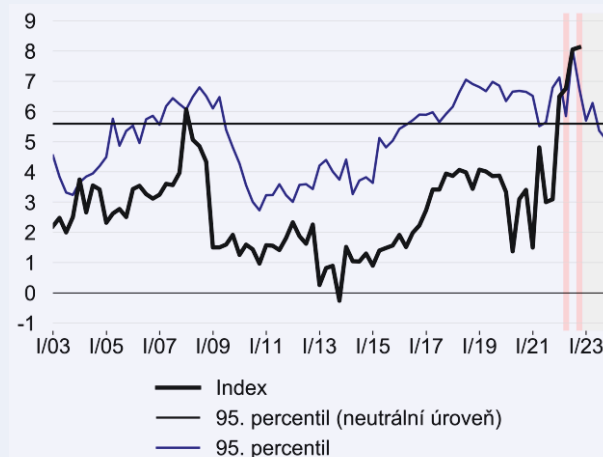


Poznámka: Index je definován jako vážený průměr meziročního růstu průměrné nominální mzdy a indexu CPI. Jako váhy jsou použity historické směrodatné odchylky.

Graf 2

V loňském roce se zvýšilo riziko mzdově-inflační spirály

index a podmíněný 95. percentil v %



Poznámka: Šedá oblast (rok 2023) je predikce 95. percentilu na rok dopředu odhadnutá na základě pozorovaných historických dat. Světle červené oblasti vyznačují periody, v nichž ex-post propočtený index přesáhl 95. percentil, který se zároveň nacházel nad neutrální úrovní.

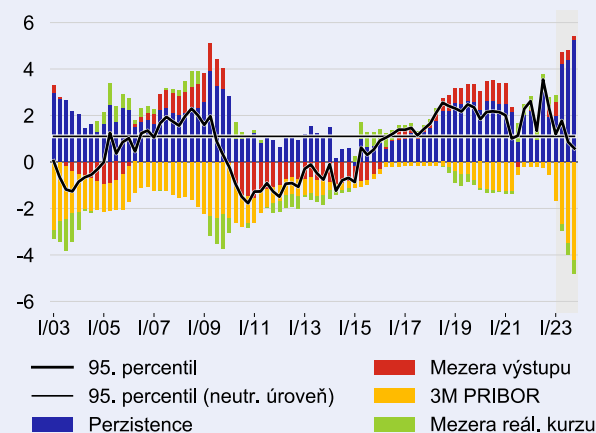
tak zvyšuje. Naopak ekonomický pokles či posílení reálného kurzu působí směrem k jeho poklesu. Historický vztah měnové politiky a horního konce distribuce indexu navíc naznačuje, že měnová politika může riziko mzdově-inflační spirály výrazně korigovat. V průběhu minulého roku úrokové sazby přispívaly k poklesu rizika mzdově-inflační spirály.

Konstrukce 95. percentilu umožňuje na základě pozorovaných dat vytvořit prognózu pro rok 2023 (šedá oblast v [Grafu 2](#) a [Grafu 3](#)). Prognóza ukazuje zvýšené riziko mzdově-inflační spirály pro celý rok 2023. V první polovině roku zůstává predikce percentilu nad svou neutrální úrovní, poté se pod ni mírně sníží. Pokles indexu je spojen s restriktivním působením měnové politiky a v menší míře také se zhodnocením reálného kurzu. To přetlačí efekty vlastní perzistence a v minulosti kladné mezery výstupu.

Graf 3

Reálná ekonomika i měnová politika ovlivňují riziko mzdově-inflační spirály, významným faktorem je však i setrvačnost indexu

percentil v %, příspěvky v procentních bodech



Poznámka: Šedá oblast (rok 2023) je predikce 95. percentilu na rok dopředu odhadnutá na základě pozorovaných historických dat.

- Odborná literatura pracuje s různými definicemi mzdově-inflační spirály. Příkladem je souběžný růst cen a mezd ve třech ze čtyř po sobě jdoucích čtvrtletí ([Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?](#), Jorge A. Alvarez, John C. Bluedorn, Niels-Jakob H. Hansen, Youyou Huang, Evgenia Pugacheva, Alexandre Sollaci, IMF Working Paper 2022/221) nebo dynamika nominálních mezd převyšující růst cen ([Are major advanced economies on the verge of a wage-price spiral?](#), Frederic Boissay, Fiorella De Fiore, Deniz Igan, Albert Pierres Tejada, Daniel Rees, BIS Bulletin 2022/53). Taková situace je často spojena s výraznými ekonomickými šoky, a tedy i výraznými souběžnými změnami cen a mezd. Teoretický model mzdově-inflační spirály lze nalézt ve studii [The Wage Price Spiral](#), Olivier J. Blanchard, The Quarterly Journal of Economics, 1986/101(3) nebo ve studii [Wage Price Spirals](#), Guido Lorenzoni, Iván Werning, 2023.
- Kvantilová regrese odhaduje lineární vztah mezi vysvětlujícími makroekonomickými proměnnými a percentilem distribuce vysvětlované proměnné. 95. podmíněný percentil ukazuje, jak vysoké hodnoty indexu lze pro dané pozorované makroekonomické veličiny očekávat, když z jeho možných budoucích hodnot uvažujeme pouze 5 % nejvyšších hodnot. Jinými slovy tento percentil popisuje riziko výrazného a souběžného růstu cen a mezd pro danou makroekonomickou situaci ve výhledu čtyř čtvrtletí.
- Motivací pro výběr makroekonomických veličin podmiňujících 95. percentil jsou standardní specifikace mzdové a cenové verze Phillipsovy křivky. Výběr veličin obsahuje mezeru výstupu a mezeru reálného kurzu vůči efektivní eurozóně. Mezera výstupu je převzata z prognózy ČNB ze ZoMP zima 2023 a mezeru reálného kurzu vypočtena pomocí HP filtru. Měnovou politiku zastupuje nominální úroková sazba 3M PRIBOR.
- Vzdálenost dvou historicky pozorovaných standardních odchylek je dána faktem, že pro normálně rozdělenou veličinu (neutrální hodnota cen a mezd) leží 95 % pozorovaných hodnot ve vzdálenosti menší než dvě standardní odchylky.

III. INFLACE

Inlace se po přechodném lednovém zvýšení souvisejícím zejména s nárůstem cen elektřiny začala od února snižovat. Tento trend bude v zesílené míře pokračovat i v následujících měsících, a to s přispěním všech hlavních složek spotřebitelského koše. V létě pak tempo růstu spotřebitelských cen zpomalí na jednociferné hodnoty. Růst tržních cen zvolní vlivem rychle se snižujících nákladových tlaků ze zahraničí a současného dalšího zmírňování cenových tlaků z domácí ekonomiky. Zároveň dojde k postupné korekci aktuálně kulminujících ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. V posledním letošním čtvrtletí se trend poklesu inflace dočasně zastaví vlivem nízké srovnávací základny loňského roku dané poklesem cen elektřiny z důvodu vládního energetického úsporného tarifu. Po odeznění tohoto vlivu a s přispěním zpřísněné měnové politiky se začátkem roku 2024 celková i měnověpolitická inflace skokově sníží do blízkosti 2% cíle ČNB, kde setrvá do konce prognostického horizontu.

Celkové nákladové tlaky se začátkem roku dále zmírnily a i na prognóze budou postupně polevovat

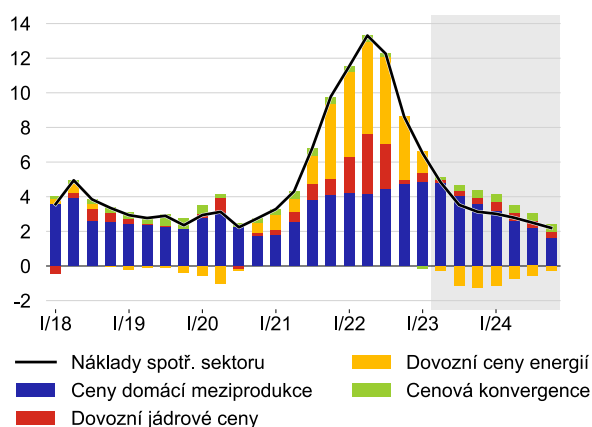
Růst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru byl v prvním čtvrtletí 2023 dominantně tažen mírně se zrychlujícím růstem cen domácí meziprodukce. Dynamika nákladů jako celku však přitom dále zvolnila, a to především vlivem klesajícího příspěvku dovozních cen energií (Graf III.1). Ten se postupně přesune do záporných hodnot, jak se do zlevňování dovážených energií s mírným časovým odstupem daným cenovými strnulostmi bude promítat již pozorovaný pokles energetické složky cen zahraničních výrobců. Kladný příspěvek dovozních jadrových cen k růstu celkových nákladů naopak mírně zesílil. Kurz koruny sice na začátku roku znatelně zpevnil, nicméně mezičtvrtletní růst jadrové složky cen zahraničních průmyslových výrobců zrychlil ještě výrazněji, což ve výsledku převážilo.

Celkové nákladové tlaky budou ve zbytku letošního roku dále polevovat. K tomu významně přispěje očekávaný pokles dovozních cen energií. Ten bude odrážet zejména znatelný pokles energetické složky cen zahraničních výrobců související s korekcí cen plynu a elektřiny na komoditních burzách. Příspěvek cen domácí meziprodukce se – po přechodném mírném zrychlení ve druhém čtvrtletí – bude také snižovat. To bude souviset s poklesem aktuálně zvýšených ziskových marží v sektoru meziprodukce a posléze i s postupným zvolňováním mezičtvrtletního mzdového růstu. Mírný kladný příspěvek dovozních jadrových cen k růstu nákladů bude odrážet pokračující umírněný růst zahraničních jadrových výrobních cen při lehce oslabujícím kurzu koruny. V příštím roce dynamika celkových nákladů dále zpomalí a koncem roku 2024 se dostane do blízkosti své rovnovážné hodnoty. Za tím bude stát zejména zmírňující se příspěvek cen domácí meziprodukce odrážející pokračující zvolňování mezičtvrtletního mzdového růstu.

Graf III.1

Nákladové tlaky budou dále polevovat zejména vlivem poklesu dovozních cen energií a zmírnění příspěvků domácí ekonomiky

náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Domácí nákladové tlaky na jaře ještě přechodně zesílí, od druhé poloviny roku se začnou postupně zmírňovat, nadále však zůstanou na zvýšené úrovni

Ke zrychlení dynamiky domácích nákladů (Graf III.2) na začátku letošního roku dominantně přispěl akcelerující mzdový růst. V návaznosti na mírné oživení ekonomické aktivity během zimy byl příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů kladný. Souběžně s tím došlo ke zlepšení efektivity práce, což naopak domácí nákladové tlaky tlumilo.

Ve druhém čtvrtletí 2023 domácí nákladové tlaky ještě přechodně zesílí. Jejich hlavním tahounem bude mzdový růst, který v mezičtvrtletním vyjádření mírně zrychlí. To bude odrážet přetrvávající napětí na trhu práce a snahu domácností o alespoň částečnou zpětnou kompenzaci poklesu reálných příjmů z loňského roku. Ve druhé polovině letošního roku se již začne mzdová dynamika pozvolna zmírňovat. Růst ekonomické aktivity bude ve zbytku letošního roku postupně zrychlovat, kladný příspěvek ceny kapitálu do domácích nákladů tak bude narůstat. Souběžné zvyšování efektivity práce přitom bude působit v protiinflačním směru a růst ceny kapitálu bude zhruba vyvažovat.

V návaznosti na pokračující oživování ekonomického růstu se bude kladný příspěvek ceny kapitálu k růstu domácích nákladů v roce 2024 dále zvyšovat. Naproti tomu zesílí protiinflační působení efektivity práce. Postupné narovnávání dřívějších propadů v reálných příjmech domácností v prostředí snižující se inflace povede i k pokračujícímu zmírňování růstu mezd během příštího roku. Domácí nákladové tlaky se tak budou dále snižovat, nicméně ani koncem roku 2024 nedosáhnou své rovnovážné úrovně.

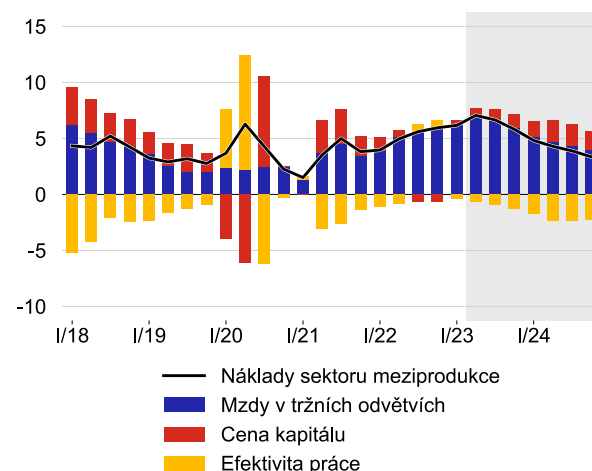
Kladná mezera marží ve spotřebitelském sektoru se bude postupně uzavírat při utlumené domácí poptávce ovlivněné zpřísněnou měnovou politikou

Dosud výrazně kladná mezera marží odráží zvyšování cen domácími výrobci, prodejci a poskytovateli zboží a služeb pro domácnosti, které šlo značně nad rámec růstu nákladů. Ve druhé polovině letošního roku se tato mezera začne pomalu uzavírat (Graf III.3). Celkové nákladové tlaky budou přitom pozvolna odeznívat a v současnosti výrazně utlumená spotřeba domácností se bude jen postupně zotavovat. Její dynamika bude nadále tlumena oslabenou koupěschopností domácností i předchozím zpřísněním měnové politiky. Ve výsledku se tak prostor pro navyšování cen nad rámec nákladů začne vytrácet a ziskové marže se začnou normalizovat. To bude přispívat ke zpomalování inflace. Přecenění zboží a služeb na začátku příštího roku bude sice nižší oproti nedávné minulosti, ale výše nastíněné uzavírání kladné mezery marží jím bude krátkodobě přibrzděno. V návaznosti na plošný charakter aktuální zvýšené

Graf III.2

Po počátečním zvýšení se domácí nákladové tlaky budou postupně zmírňovat

náklady sektoru mezispotřebních statků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno

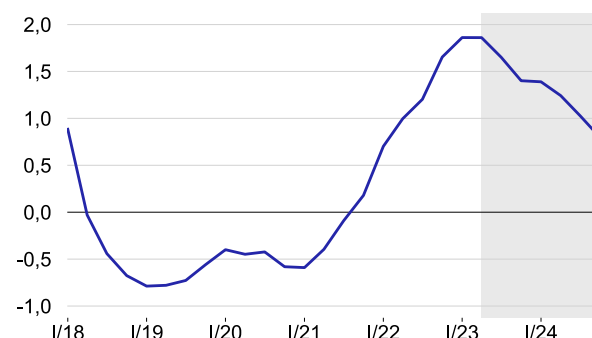


Marže ve spotřebitelském sektoru představují rozdíl mezi cenou a jednotkovými mezními náklady výrobců finálních spotřebních statků. Relativní vyjádření ve formě mezery marží pak ukazuje odchylku aktuálních marží od jejich dlouhodobě rovnovážné hodnoty. Kladná mezera marží tak odpovídá vyšší než obvyklé „ziskové přírážce“ firem, naopak záporná mezera představuje nižší než obvyklou přírážku. V případě, že se mezera v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak).

Graf III.3

Výrazně kladná mezera marží se bude jen postupně uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky, k němuž přispěje i předchozí zpřísnění měnové politiky

mezera marží u spotřebních statků v %



ziskovosti tuzemských firem očekává prognóza obdobný vývoj mezery marží (jako u spotřebních statků) také v sektoru domácí meziprodukce.

Inlace ve druhém čtvrtletí 2023 ztelně zvolní, v létě se sníží na jednociferné hodnoty

V souhrnu se meziroční růst spotřebitelských cen v letošním druhém čtvrtletí výrazně sníží, a to v průměru pod 12 % (Graf III.4). Přibližně v polovině letošního roku pak inflace klesne pod 10 %. K tomu přispějí všechny její složky (Graf III.5). Prudce se bude snižovat příspěvek jádrové inflace, cen potravin a v malé míře i regulovaných cen. Příspěvek cen pohonných hmot bude po zbytek letošního roku záporný. V posledním letošním čtvrtletí se trend brzdící inflace dočasně zastaví vlivem nízké srovnávací základny loňského roku dané snížením cen elektřiny vlivem vládního energetického úsporného tarifu. K dalšímu výraznému poklesu inflace pak dojde počátkem příštího roku, kdy odezní vysoká dynamika regulovaných cen a obvyklé lednové přecenění zboží a služeb proběhne v nižší míře ve srovnání s posledními dvěma lety.

Dynamika regulovaných cen letos zůstane vysoká, začátkem příštího roku se skokově sníží

Meziroční růst regulovaných cen se bude v průběhu letošního roku snižovat, zůstane však vysoký. Spotřebitelské ceny energií se letos budou snižovat pod vládou stanovené cenové stropy vlivem aktuálního hlubokého poklesu cen energií na velkoobchodních trzích. Na zpomalení dynamiky regulovaných cen bude mít vliv mimo jiné vysoká srovnávací základna daná zdražováním energií pro domácnosti v průběhu celého loňského roku. Ve čtvrtém čtvrtletí dojde k dočasnému skokovému zvýšení meziroční dynamiky regulovaných cen, na němž se bude téměř výhradně podílet příspěvek cen elektřiny. Projeví se totiž naopak efekt mimořádně snížené srovnávací základny z konce loňského roku daný zavedením úsporného tarifu, který vedl k dočasnému zlevnění elektřiny od října do prosince 2022.

Na počátku příštího roku se dynamika regulovaných cen skokově sníží a po celý následující rok setrvá na hodnotách okolo 1 % (Graf III.6). V návaznosti na vývoj cen komodit na burzách a na již letos započaté snižování cen energií pod vládou stanovené cenové stropy dojde k dalšímu poklesu spotřebitelských cen plynu a silové elektřiny. Proti tomu však bude v rámci cen elektřiny působit znovuzavedení poplatků za obnovitelné zdroje energie od ledna příštího roku.¹⁰

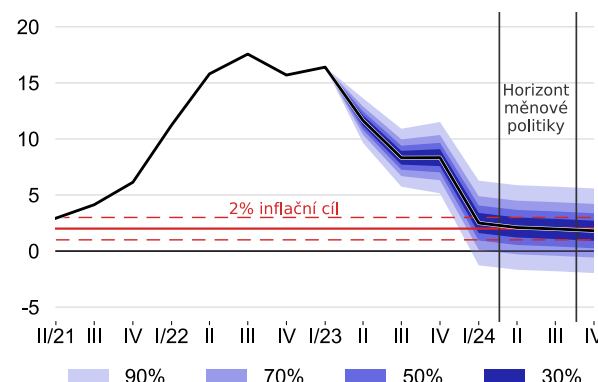
V rámci cenového jádra dále zvolní dynamika cen zboží i služeb

Jádrová inflace se v průběhu prvního čtvrtletí postupně snižovala, což bylo způsobeno zpomalujícím růstem

Graf III.4

Inlace se od druhého čtvrtletí 2023 začne rychle snižovat, počátkem roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle

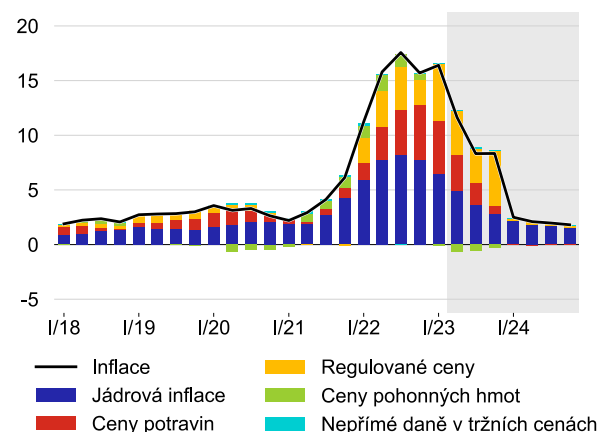
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.5

Růst spotřebitelských cen bude po většinu roku 2023 a na počátku roku 2024 s přispěním všech složek prudce brzdít

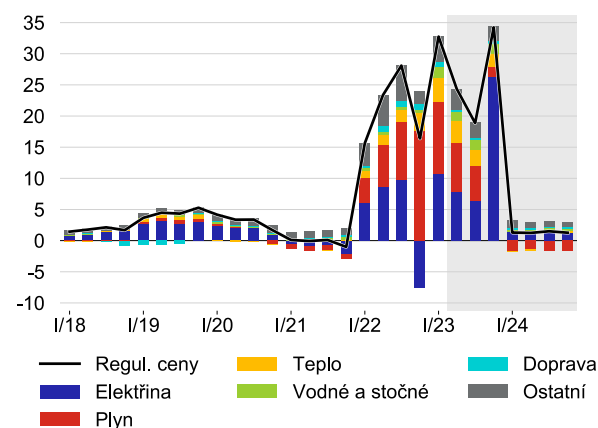
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.6

Dynamika regulovaných cen se bude nejprve snižovat, v závěru letošního roku se přechodně zvýší a skokově se sníží až v příštím roce

regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



¹⁰ Odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR má platnost od října 2022 do prosince 2023.

cen obchodovatelných i neobchodovatelných statků. Během druhého čtvrtletí jádrová inflace dále výrazně zbrzdí, a to až na jednociferné hodnoty. To bude souviset s poměrně rychle zpomalujícím růstem cen průmyslových výrobců v zahraničí, který se přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Významnou roli ve znatelném snížení jádrové inflace sehraje i loňská vysoká srovnávací základna. Zmírňující se jádrová inflace bude také souviset s pokračujícím poklesem příspěvku imputovaného nájemného (Graf III.7). V něm se projevuje souběh stabilizace cen nových nemovitostí a klesající dynamiky cen ve stavebnictví (prací i materiálů). Ve snižující se inflaci zboží se letos silně projeví pokles dovozních cen, ve kterých se vedle posílení kurzu koruny bude zrcadlit i pokles zahraničních výrobních cen. Snižování jádrové inflace tak bude s přispěním zpřísněných domácích měnových podmínek pokračovat v průběhu celého letošního roku.

Růst cen potravin na jaře dále zpomalí

Tempo růstu cen potravin se na počátku letošního roku snižovalo jen pozvolna. Jejich dynamika převyšovala tempo růstu ostatních složek tržních cen, nicméně v průběhu jara se bude snižovat poměrně citelně (Graf III.5). K tomu přispějí jak klesající ceny světových agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců, tak vysoká srovnávací základna z loňského roku v podmínkách všeobecného poklesu ziskových marží v ekonomice. Ve druhé polovině letošního roku dynamika cen potravin dále znatelně zvolní a na začátku roku 2024 začnou ceny potravin meziročně klesat.

Meziroční dynamika cen pohonných hmot bude letos hluboce záporná

Meziroční růst cen u čerpacích stanic se v závěru prvního čtvrtletí 2023 překlopil do hlubokého záporu, a to zejména vlivem vysoké srovnávací základny z loňského roku. S přispěním silného kurzu koruny budou ceny pohonných hmot po celý letošní rok meziročně klesat, byť se zmírňující se intenzitou.

Celková inflace se bude na celém výhledu nacházet nad měnověpolitickou inflací

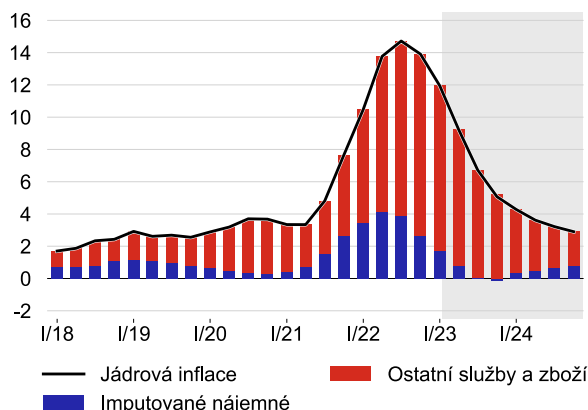
Změny nepřímých daní budou na růst spotřebitelských cen působit protisměrně. Snížení spotřební daně na pohonné hmoty o 1,50 Kč/l od loňského června vedlo k mírně zápornému příspěvku změn nepřímých daní do inflace (Graf III.8). Snížení spotřební daně bylo u nafty prodlouženo do konce roku 2023,¹¹ poté se sazba daně vrátí na původní vyšší úroveň. To představuje jediné prognózu uvažované zvýšení nepřímých daní v roce 2024. Od letošního ledna došlo k dalšímu zvýšení spotřební daně na cigarety o 5 %. V souhrnu budou uvedené změny nepřímých daní

¹¹ Spotřební daň na benzín se vrátila na původní úroveň od října 2022.

Graf III.7

Jádrová inflace bude brzdít jak vlivem dalšího snížení příspěvku imputovaného nájemného a poklesu celkových inflačních tlaků, tak vlivem vysoké srovnávací základny

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.

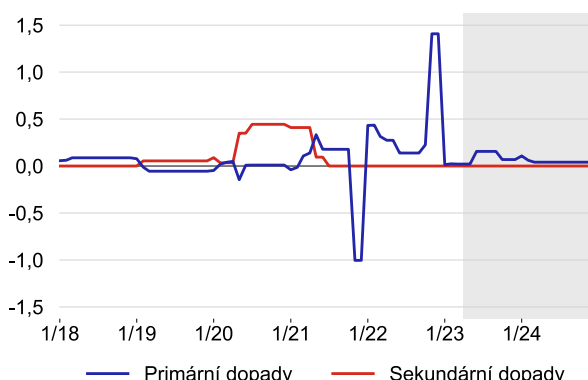


U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy dopadů do cen – primární a sekundární. Primárními dopady jsou propočítané cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly plnému (účetnímu) promítnutí daňových změn do cen příslušných položek spotřebního koše. Sekundární dopady změn nepřímých daní zachycují cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní nad rámec jejich primárních dopadů. Sekundární dopady mohou být kladné i záporné. Kladné jsou v případě zvyšování (snižování) nepřímých daní tehdy, když je růst (pokles) cen dotčených položek vyšší (méně výrazný), než by odpovídalo mechanickému promítnutí změn daní. Záporné nastávají naopak v případě, kdy je růst (pokles) cen menší (výraznější), než by odpovídalo zvýšení (snížení) nepřímých daní. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek.

Graf III.8

Primární dopady změn nepřímých daní budou odrážet změny ve spotřebních daních na tabák a pohonné hmoty

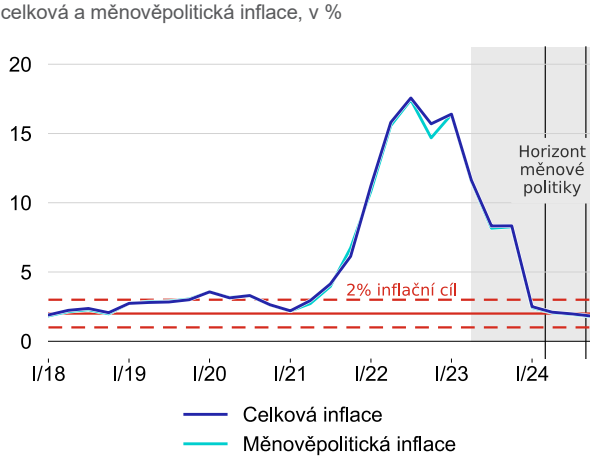
primární a sekundární dopady změn daní, příspěvky v p. b. k meziročnímu růstu cen



mírně zvyšovat růst spotřebitelských cen na celém výhledu. Měnověpolitickou inflaci tyto změny neovlivňují, a proto na ně centrální banka nereaguje. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny způsobených odpovídajícím promítnutím změn nepřímých daní. Od nich centrální banka zpravidla zcela odhlíží, zejména pokud – jako v tomto případě – nemají zřetelné dlouhodobé sekundární dopady do cenového růstu.

Na horizontu měnové politiky, tedy ve druhém a třetím čtvrtletí 2024, se měnověpolitická inflace i díky dosavadní zpřísněné měnové politice sníží do blízkosti inflačního cíle (Graf III.9).

Graf III.9
Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky sníží do blízkosti 2% cíle, celková inflace se bude nacházet nepatrně nad ní



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Cenový vývoj

		2022	2023	2024	
		(0,0)	(0,4)	(0,0)	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	15,1 (0,0)	11,2 (0,4)	2,1 (0,0)	Za přehodnocením prognózy inflace v letošním roce směrem nahoru stojí zejména vyšší dynamika cen potravin a v menší míře i jádrová inflace.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	20,9 (0,0)	27,6 (-2,3)	1,3 (-4,0)	
Jádrová inflace	% procentní body	13,2 (0,0)	8,2 (0,5)	3,5 (0,7)	Za přehodnocením prognózy jádrové inflace výše stojí pomalejší než očekávané snižování zahraničních průmyslových cen a větší inflační tlaky z trhu práce.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	12,9 (0,0)	10,3 (2,0)	-0,2 (0,6)	
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	33,6 (0,0)	-12,5 (2,4)	0,9 (2,5)	Ceny pohonných hmot se v letošním roce sníží méně než v minulé prognóze kvůli aktuálně vyššímu výhledu burzovních cen benzínu.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, červený její snížení)

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na květnovém měnověpolitickém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na 7 %, diskontní sazbu na 6 % a lombardní sazbu na 8 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty nové prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku. Tato trajektorie úrokových sazeb odráží odeznívání silných zahraničních nákladových tlaků a utlumenou domácí poptávku v tomto roce, což v souhrnu vede ke stabilizaci inflace u cíle v příštím roce. S prognózou se však pojí řada značných rizik a nejistot. Proinflačně působí stále expanzivní fiskální politika. Významným rizikem ve stejném směru zůstává i hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály. Naopak protiinflačním rizikem je výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. Součástí měnověpolitických úvah je simulace déletrvající stability úrokových sazeb na současné úrovni a scénář déletrvající stability sazeb při současně zvýšených inflačních očekáváních.

Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb na aktuální úrovni následovaná jejich postupným poklesem od druhé poloviny letošního roku

Jarní prognóza implikuje setrvání krátkodobých tržních úrokových sazeb po určitou dobu na jejich aktuální hodnotě (Graf IV.1). To je v souladu s doznívajícími mimořádnými inflačními tlaky z vnějšího prostředí a sekundárními dopady vysokého cenového růstu v domácí ekonomice v podobě zvýšeného mzdového růstu a jen postupně se uzavírající mezery marží výrobců a prodejců. Pokračující odeznívání extrémních zahraničních cenových tlaků společně s předchozím zpříšňováním měnové politiky povede k poklesu inflace do blízkosti cíle na horizontu měnové politiky, tj. ve druhém a třetím čtvrtletí 2024. S tím se začne otevírat prostor pro postupné uvolňování měnové politiky, a úrokové sazby se tak budou moci začít od druhé poloviny letošního roku snižovat. Důležitým předpokladem základního scénáře prognózy však i nadále zůstává ukotvenost inflačních očekávání dvouprocentním cílem, což přispívá k návratu inflace do blízkosti cíle.

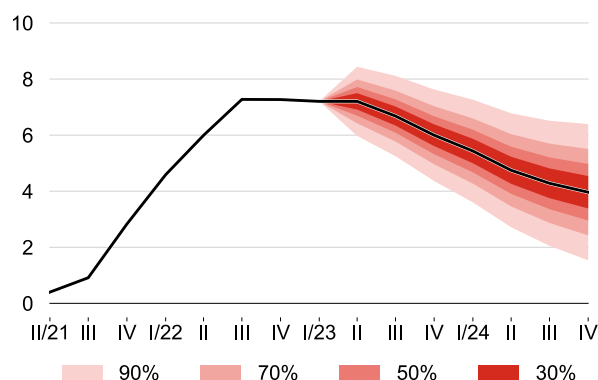
Kurz koruny v prvním čtvrtletí zpevnil

V průběhu prvního čtvrtletí 2023 koruna posílila z hodnot kolem 24 CZK/EUR na 23,5 CZK/EUR. Nedaleko této hodnoty se pohybovala i během dubna. Za posilováním koruny stál poměrně výrazný příliv krátkodobého zahraničního kapitálu umísťovaný do korunových aktiv (za leden a únor činil čistý příliv více než 70 mld. Kč) v souvislosti se snížením rizikové premie středoevropských zemí. K posilování koruny přispělo

Graf IV.1

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Intervaly spolehlivosti prognózy hlavních makroekonomických veličin odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jsou symetrické a lineárně se rozšiřující. V případě celkové inflace se rozšiřují pouze pro prvních pět čtvrtletí a poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

také odeznívání výrazné vnější nerovnováhy (vysokého deficitu běžného účtu platební bilance), která ČR trápila v loňském roce. Za zlepšením situace stál prudký pokles cen energetických surovin, jichž je ČR čistým dovozcem (zejména zemního plynu), zlepšení situace v tuzemském automobilovém průmyslu a obvyklá absence výplat dividend v této části roku. Průměrná hodnota kurzu za první čtvrtletí 2023 činila 23,8 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení o 3,5 %.

Kurz koruny oslabí z počátečních posílených hodnot k úrovním nad 24 CZK/EUR

Prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve druhém čtvrtletí 2023 ve výši 23,5 CZK/EUR. Kurz postupně oslabí k hodnotám nad 24 CZK/EUR (Graf IV.2). Vývoj měnového kurzu bude ovlivněn postupným odezněním vlny pozitivního sentimentu a zužujícím se úrokovým diferencíalem oproti eurozóně (Graf IV.3), což bude působit směrem k jeho oslabování. Tento vliv je však v prognóze tlumen expertními zásahy do kurzové rovnice. Proti výraznějšímu oslabení kurzu koruny bude působit obnovení kladného salda obchodní bilance v návaznosti na odeznění negativních dopadů narušených globálních řetězců i bezprostředních ekonomických a inflačních dopadů válečného konfliktu na Ukrajině.

Tržní výhled úrokových sazeb se nachází oproti prognóze ČNB výše, analytici stejně jako centrální banka očekávají oslabení kurzu koruny

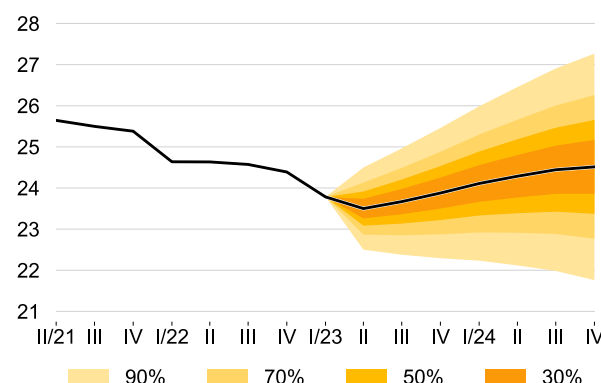
Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA v posledních týdnech a měsících mírně kolísá. Aktuálně trh očekává pozvolné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled se přitom od poloviny letošního roku nachází o něco výše než trajektorie sazeb ze základního scénáře prognózy ČNB. Pro květnové měnověpolitické jednání všichni respondenti šetření IOFT očekávali ponechání 2T repo sazby na stávající úrovni. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v širokém rozmezí 4,5 % až 6,5 % (v průměru 5,6 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v průměru očekávají v ročním horizontu mírné oslabení kurzu koruny ze současných hodnot (Tab. IV.1) a jimi předpokládaná kurzová hladina je tak zhruba stejná jako výhled centrální banky. Převažují názory, že současná úroveň okolo 23,5 CZK/EUR neodpovídá makroekonomickým fundamentům a očekávané měnové politice v ČR a eurozóně. Z dlouhodobého hlediska by se podle analytiků koruna měla po odeznění vysoké inflace vracet k dlouhodobému pozvolnému apreciačnímu trendu, který se bude opírat o oživení ekonomického vývoje a zlepšení sentimentu. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku dosahuje v uvedených šetřeních dvou, resp. necelých tří korun.

Graf IV.2

Koruna bude mírně oslabovat z počátečních posílených hodnot

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

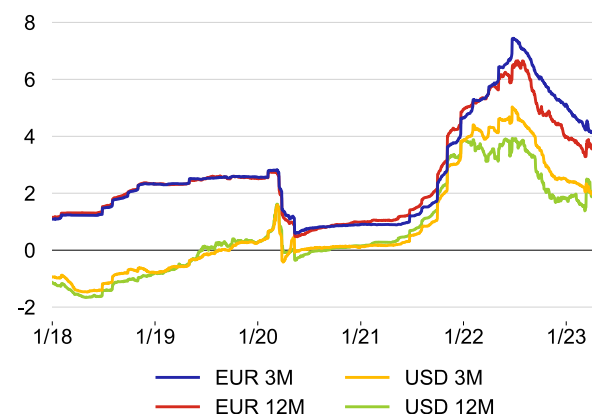


Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Soustředěním se na inflaci na daném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.

Graf IV.3

Úrokový diferenciál vůči eurovým i dolarovým sazbám se postupně zužuje

procentní body, diferenciál sazeb na českém peněžním trhu vůči sazbám v EUR a USD



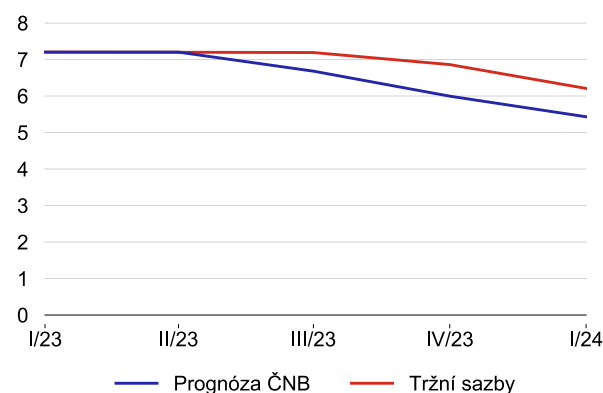
Komunikace bankovní rady naznačovala ponechání úrokových sazeb na vyšší úrovni po delší dobu

Ohledně květnového zasedání se členové bankovní rady shodovali, že jednat budou o ponechání nebo zvýšení úrokových sazeb. Většina členů bankovní rady zároveň upozorňovala, že úrokové sazby bude nutné držet na vyšší úrovni, aby se podařilo ekonomiku dostatečně zchladit. Pro rozhodování o nastavení úrokových sazeb podle nich bude určující zejména vývoj jádrové inflace, mezd a fiskální politiky. Dva členové bankovní rady připustili, že ke snížení sazeb by mohlo dojít již ve druhé polovině roku, pokud bude tempo dezinflace dostatečně příznivé.

Graf IV.4

Trh očekával na květnovém zasedání stabilitu úrokových sazeb, oproti prognóze ČNB leží výhled trhu na vyšší hladině

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro I/23 3M PRIBOR, pro II/23 až I/24 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 28. dubnu 2023.

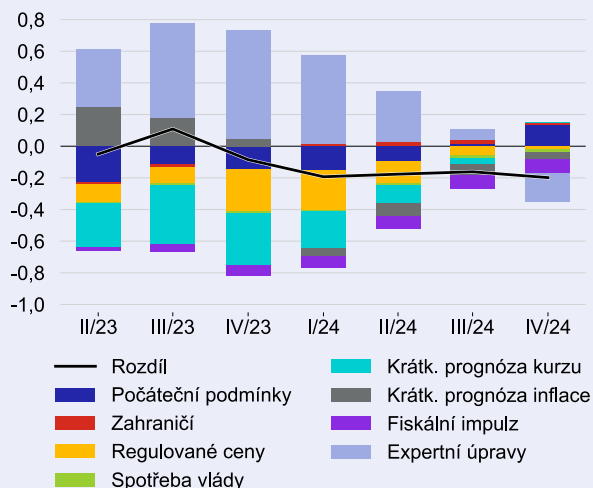
Tržní úroková sazba 3M PRIBOR je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je **dvoutýdenní (2T) repo sazba**, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně budoucího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. Od začátku letošního roku tento rozdíl dosahuje 0,2 procentního bodu.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.5

Trajektorie úrokových sazeb je podobná jako v minulé prognóze

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

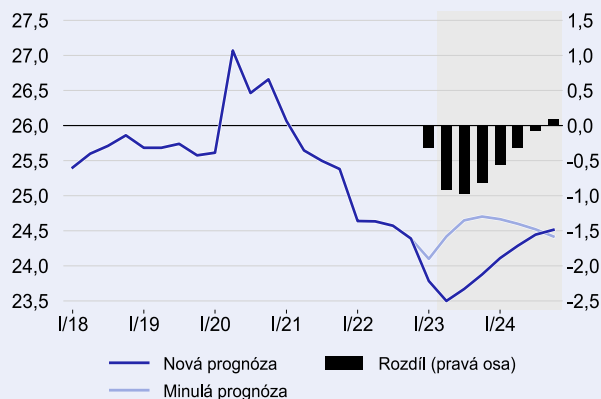
**Srovnání trajektorie úrokových sazeb s minulou prognózou (Graf IV.5)**

- **Počáteční podmínky** působí nejprve ve směru nižších sazeb, což je důsledkem jejich nižší výchozí hodnoty a efektu vyhlazování v reakční funkci. Ostatní složky počátečních podmínek vyznívají v souhrnu zhruba neutrálně. Efekt silnějšího kurzu koruny počátkem roku a vyšší efektivity práce je zhruba vyvažován dopady mírnějšího ekonomického útlumu a svižnějšího růstu mzdových nákladů z počátku letošního roku.
- **Krátkodobá prognóza kurzu** na druhé čtvrtletí letošního roku působí na přehodnocení trajektorie úrokových sazeb směrem dolů.
- Záporné příspěvky **regulovaných cen** jsou odrazem rychlejšího snižování cen energií pod vládou stanovené cenové stropy.
- Příspěvky **spotřeby vlády** a **fiskálního impulsu** působí směrem k lehce nižším úrokovým sazbám.
- **Expertní úpravy** působí nejprve směrem k vyšším úrokovým sazbám. To je zpočátku dáno vlivem sníženého růstu efektivity práce ve druhém čtvrtletí letošního roku. Následně stejným směrem působí expertní zohlednění pozdějšího a pomalejšího uzavírání mezery marží v sektoru domácí meziprodukce a také svižnější dynamiky mezd během jara a léta. Na celém výhledu jsou přítomny zesílené expertní úpravy snižující vliv zužujícího se úrokového diferenciálu na měnový kurz, které působí směrem k nižším sazbám. Tyto úpravy společně s odezníváním expertních zásahů do mezery marží pak ve druhé polovině příštího roku převáží a projeví se v lehce záporném příspěvku expertních úprav.

Graf IV.6

Kurz koruny bude oproti minulé prognóze zejména v letošním roce silnější

změna prognózy kurzu CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa



- Směrem k vyšším sazbám v letošním roce pak působí nastavení **krátkodobé prognózy inflace**, kde se odráží zejména vyšší než v minulé prognóze očekávaný růst cen potravin.
- Příspěvek **zahraničí** působí zhruba neutrálně.

Srovnání kurzu koruny s minulou prognózou (Graf IV.6)

- Posun kurzu k silnějším hodnotám je na bližším konci prognostického horizontu dán zejména jeho **pozorovanými hodnotami**. Stejným směrem působí i předpoklad o pozvolnějším odeznívání aktuální vlny pozitivního **sentimentu spolu s očekávaným lepším výhledem běžného účtu platební bilance** a snížení průsaku zužujícího se úrokového diferenciálu do kurzu koruny.

Podmínky dlouhodobého financování zůstaly beze změny

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstávaly od počátku letošního roku stabilní. Tuzemské sazby s delší splatností kolísaly v návaznosti na vývoj sazeb na zahraničních trzích (Graf IV.7). To primárně souviselo s pádem americké banky SVB a problémy švýcarské banky Credit Suisse. V této souvislosti byla na trzích patrná nejistota, zda budou – navzdory potížím v bankovním sektoru – zahraniční centrální banky pokračovat ve zpřísňování měnových podmínek ve snaze zkrátit inflaci. Turbulence na globálních finančních trzích však poměrně rychle odezněly a na domácím trhu se projeví jen omezeně.

Celkově se od počátku letošního roku sazby IRS v jednotlivých splatnostech snížily jen mírně (do 0,4 procentního bodu), což zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů.¹² Podmínky dlouhodobého financování se příliš nezměnily. Záporný sklon domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal zhruba zachován (Graf IV.8).

Vývoj domácích tržních sazeb se promítá do klientských úrokových sazeb

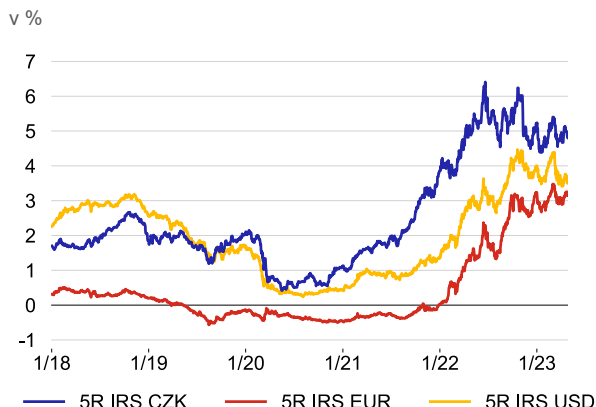
Sazba z úvěrů nefinančním podnikům se po předchozím výrazném nárůstu již od podzimu loňského roku zásadněji nezměnila a v březnu dosáhla 9,1 % (Graf IV.9). Sazba z nových čistých hypoték se v podmínkách poklesu dlouhodobých tržních sazeb slabě snížila a pohybuje se na úrovni 5,9 % (oproti počátku letošního roku je tato sazba nižší o 0,1 procentního bodu). Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení zatím zůstává okolo 5 %, neboť zahrnuje mimo jiné i refixace hypoték, které se u některých bank sjednávají s výrazným časovým předstihem. Úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností se v prvním čtvrtletí pohybovala mírně nad 6 %. Sazba z jednodenních vkladů se lehce zvýšila v důsledku nárůstu vkladů na spořicí účtech. Celková sazba z vkladů domácností je však nízká vlivem stále významného podílu vkladů na běžných účtech s nízkou úrokovou sazbou. Reálné úrokové sazby zohledňující očekávanou inflaci v ročním horizontu se dále zvýšily v kladných hodnotách, u úvěrů podnikům dosáhly 5,2 %.

Dynamika úvěrů podnikům a domácnostem v návaznosti na zvýšené úrokové sazby, oslabenou poptávku a zpřísněné úvěrové standardy dále zpomalila

Tempo růstu úvěrů podnikům zpomalilo a v březnu dosáhlo 5,8 %. K tomu přispíval pokračující pokles

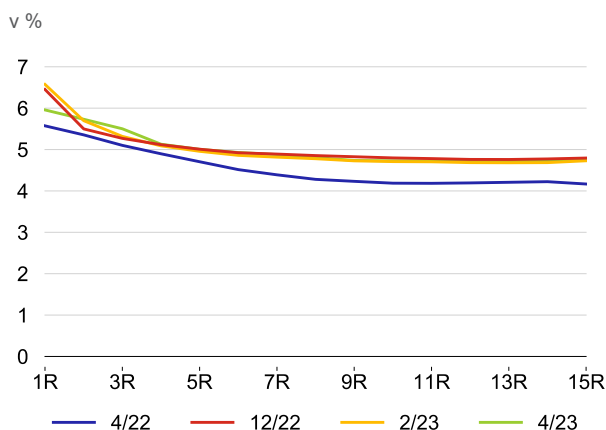
Graf IV.7

Úrokové sazby s delší splatností v březnu klesly v souvislosti s problémy v bankovním sektoru v zahraničí, turbulentní vývoj však rychle odezněl



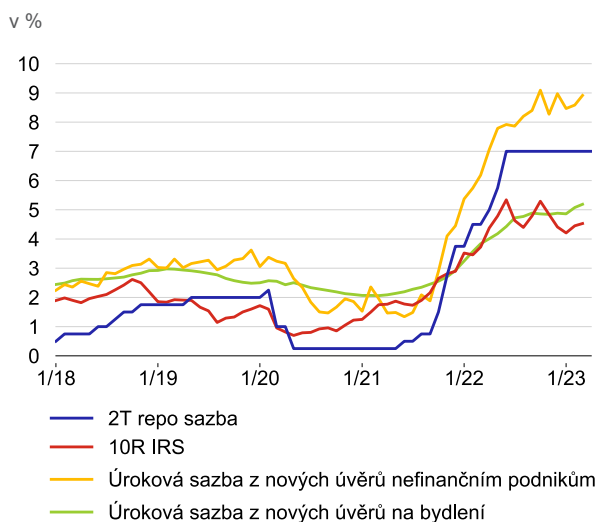
Graf IV.8

Hladina ani sklon výnosové křivky českých státních dluhopisů se příliš nezměnily



Graf IV.9

Úrokové sazby z úvěrů podnikům a úvěrů na bydlení se po zpřísnění měnových podmínek v uplynulém období pohybují na zvýšených úrovních



¹² Od počátku letošního roku Ministerstvo financí ČR emitovalo státní dluhopisy na primárním trhu za 137 mld. Kč. Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2023 předpokládá emise v objemu 400 až 500 mld. Kč.

korunových úvěrů i zvolnění silného růstu úvěrů v cizí měně. Podíl cizoměnových úvěrů zůstává na vysoké úrovni 47 %, intenzita jeho zvyšování však zvolnila, a to v podmínkách snížení úrokového diferenciálu vůči zahraničí a zpřísněných úvěrových standardů bank v tomto segmentu. Banky v prvním čtvrtletí v souhrnu vnímaly pokles poptávky podniků po úvěrech zejména vlivem zvýšené úrovně úrokových sazeb a nižší potřeby financování fixních investic. Poprvé od konce roku 2020 se snížila i poptávka po krátkodobých úvěrech v důsledku postupného zmiřování růstu cen vstupů a snahy podniků o rozpouštění zásob. Dle prognózy bude růst úvěrů podniků dále zpomalovat v reakci na vysoké úrokové sazby a ochlazený ekonomický růst (Graf IV.10).

Dynamika úvěrů domácnostem rovněž dále zpomalila (na 5,4 %) zejména v důsledku zpomalení úvěrů na bydlení. Zvýšená úroveň úrokových sazeb, vysoké životní náklady a nízká spotřebitelská důvěra přispěly v prvním čtvrtletí k poklesu poptávky po úvěrech na bydlení, i když méně plošnému než v předchozím období. Meziroční pokles nových čistých hypoték dosáhl v březnu 59 %. Ochlazení poptávky je patrné i u úvěrů na spotřebu, kde banky dále zpřísnily úvěrové standardy. Zpomalení růstu obou kategorií úvěrů prognóza očekává i ve zbývající části letošního roku (Graf IV.10).

Růst množství peněz v ekonomice se zvýšil

Dynamika peněžního agregátu M3 na počátku letošního roku zrychlila (Graf IV.11). Z hlediska zdrojů tvorby peněz uvedený vývoj odrážel vyšší přírůstek emise vládního dluhu. Banky od počátku letošního roku do konce března zvýšily držbu státních dluhopisů o 90 mld. Kč. Na druhou stranu přírůstek úvěrů soukromému sektoru dále zpomalil. Příspěvek čistých zahraničních aktiv se mírně zvýšil vlivem přílivu krátkodobého kapitálu a zlepšení obchodní bilance spojené s vývojem cen energií. Zvýšená úroveň úrokových sazeb se nadále projevuje v poklesu vysoce likvidního agregátu M1 a přesunu části vkladů do více úročených produktů.

Rizika a nejistoty prognózy jsou výrazné a jdoucí oběma směry

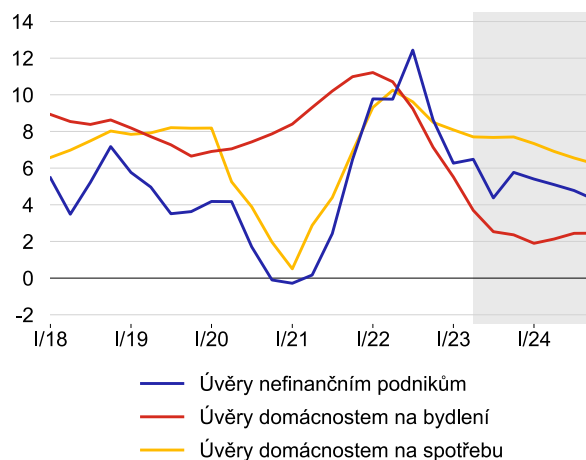
V kontextu déletrvající dvouciferné inflace přetrvává riziko zvýšených inflačních očekávání nad úroveň 2% inflačního cíle ČNB. Odpoutaná inflační očekávání by měla za následek déletrvající tlak na zvýšený růst cen a komplikovala by tak návrat inflace k cíli ČNB. Nejistotou prognózy je vývoj státního rozpočtu v letošním roce.

Na straně domácí ekonomiky panují nejistoty ohledně vývoje mezd, spotřeby a míry úspor. Zahraniční nejistoty se týkají zejména zpřísnování zahraniční měnové politiky a vývoje cen komodit.

Graf IV.10

Dle prognózy růst úvěrů domácnostem i podnikům dále zpomalí

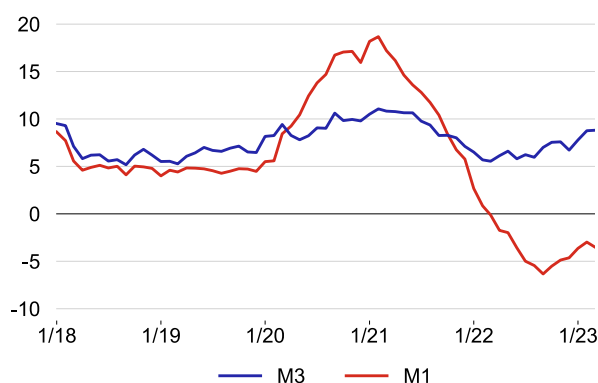
roční míry růstu v %



Graf IV.11

Dynamika peněžního agregátu M3 se zvýšila

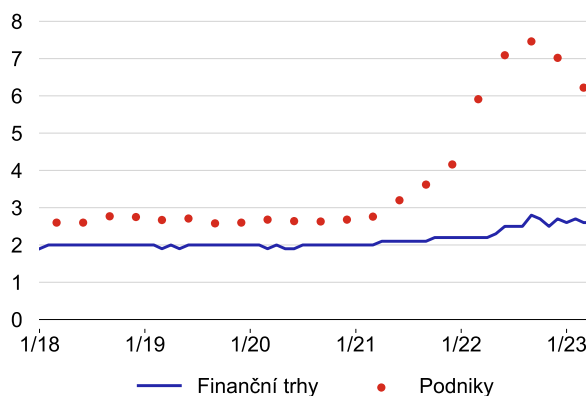
roční míry růstu v %



Graf IV.12

Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků dále klesla, stále však zůstávají vysoko nad 2% cílem

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



Významným proinflačním rizikem prognózy zůstává možnost déletrvajícího zvýšení inflačních očekávání nad 2% inflační cíl ČNB

Ukotvenost inflačních očekávání ve střednědobém horizontu zajišťuje, že šoky do inflace mají tendenci relativně rychle vymizet. Pokud však inflační očekávání nejsou dostatečně ukotvena k inflačnímu cíli, mohou cenové šoky způsobit persistentní zvýšení inflace, resp. zpomalovat její pokles. Toto riziko ilustruje scénář déletrvající stability úrokových sazeb při současně zvýšených inflačních očekáváních (viz níže).

Inflační očekávání poklesla, stále však zůstávají vysoko nad 2% cílem

Dostupné ukazatele signalizují, že riziko odkotvení inflačních očekávání nadále přetrvává, byť patrně v menší míře než dříve. Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu dosáhla v březnu téměř 9 % (Tab. IV.1). V tříletém horizontu poklesla na 6,2 %, i tak se však pohybují výrazně nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.12). Podniky jsou dotazovány i na vývoj svých výrobních cen v ročním horizontu. U tohoto výhledového ukazatele došlo v březnu k poklesu na 8,1 %. Také konjunkturní šetření Evropské komise ukazuje, že podíl podniků očekávajících v nejbližším období růst cen svých výrobků a služeb se snížil.

U domácností oslabují obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise se sice pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot, avšak indikátor inflace očekávané v ročním horizontu během posledních 12 měsíců setrvale klesal, (Graf IV.13). Dle konjunkturního šetření ČSÚ spotřebitelé zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace, zhoršený přetrvává také výhled jejich finanční situace, což souvisí především s rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

Analytici v tříletém horizontu nadále prognózují inflaci znatelně nad 2% cílem ČNB (v dubnovém šetření IOFT v průměru očekávali 2,6 %). Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky velmi dobře obeznámena, a má proto obvykle vysokou důvěru v její schopnost inflační cíl ve střednědobém horizontu plnit.

Nejistotou prognózy je vývoj státního rozpočtu

V letošním roce panuje nejistota ohledně skutečných dopadů kompenzací vyplácených v důsledku stropů na ceny energií i dopadů schválené daně z nadměrných zisků (windfall tax a odvod z nadměrných příjmů výrobců energií) za účelem financování těchto kompenzací. Další nejistotou je možné zrušení snížení mimořádné červnové valorizace důchodů Ústavním soudem.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků pohybují již delší dobu nad inflačním cílem, u podniků přesahují 6 %

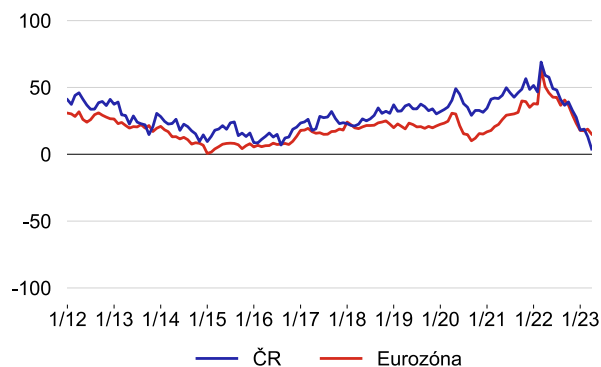
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

	12/22	1/23	2/23	3/23	4/23
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	7,0	4,8	3,8	3,7	3,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,7	2,6	2,7	2,6	2,6
Reálný HDP v roce 2023	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
Reálný HDP v roce 2024		2,4	2,6	2,7	2,6
Nominální mzdy v roce 2023	7,4	8,1	7,9	7,8	8,2
Nominální mzdy v roce 2024		5,5	5,9	6,0	6,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,7	24,4	24,3	24,2	24,1
2T repo (v %)	6,0	5,9	5,8	5,6	5,6
1R PRIBOR (v %)	5,7	5,7	5,5	5,5	5,3
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	10,2			8,9	
Index spotř. cen v horizontu 3R	7,0			6,2	
CF:					
Reálný HDP v roce 2023	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Reálný HDP v roce 2024		2,8	2,9	2,7	2,6
Nominální mzdy v roce 2023	7,6	7,5	7,7	8,1	8,4
Nominální mzdy v roce 2024		5,9	6,1	6,3	6,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,8	24,7	24,4	24,2	24,0
3M PRIBOR (v %)	5,8	5,4	5,6	5,5	5,4

Graf IV.13

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně se snižují již 12 měsíců v řadě

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, vzorek cca 1000 domácností, saldo odpovědí, očekávání mohou nabývat hodnot -100 až 100



Inflační očekávání domácností, firem a finančních trhů podstatným způsobem ovlivňují jejich chování a rozhodování a tím i celkový ekonomický vývoj a výslednou inflaci. Do značné míry přitom mohou být očekávání sebeznaplňující. Proto je pro centrální banky důležité inflační očekávání monitorovat a snažit se je udržet v blízkosti svého inflačního cíle.

Domácí nejistoty souvisejí s růstem mezd a poklesem marží, ale také s vývojem spotřeby domácností a míry úspor

Na straně domácí ekonomiky panuje nejistota ohledně tempa dalšího růstu mezd. Ten je aktuálně zrychlený a odráží přetrvávající, byť snížené napětí na trhu práce a dobrou finanční situaci firem. Ty byly i v prostředí zvýšených nákladů schopny generovat poměrně vysoké zisky. Jejich zvýšené marže budou dle prognózy postupně klesat, přičemž rychlost tohoto poklesu je opředena určitým stupněm nejistoty.

Nejistota obestírá také vývoj spotřeby domácností a míry úspor. Obavy domácností z dalšího růstu životních nákladů přispěly k výraznému nárůstu míry úspor na konci loňského roku. Příznivější ekonomický vývoj a zlepšení spotřebitelského sentimentu povedou k jejímu poklesu, nicméně rychlost jejího návratu k dlouhodobému průměru, která se bude promítat i do rychlosti oživení spotřeby domácností, je nejistá.

S řadou nejistot je spojen i vývoj v zahraničí

Napětí na finančních trzích vyvolané březnovým pádem několika bank v USA se díky rychlému zásahu regulátorů v USA i Evropě podařilo uklidnit. ECB i Fed tak pokračovaly ve zvyšování svých úrokových sazeb a daly najevo odhodlanost dosáhnout inflačního cíle. Ohledně rychlosti a intenzity dalšího zpřísňování zahraniční měnové politiky však panuje nejistota.

Nejistota obestírá také budoucí vývoj cen komodit, zejména energetických. Obecnou nejistotou zůstává další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině.

Fáze snižování domácích úrokových sazeb může být v situaci nadále vysoké inflace a svižného růstu mezd odložena na později

Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich poklesem od druhé poloviny letošního roku. Centrální banka však může se snižováním úrokových sazeb vyčkávat do chvíle, kdy bude patrné, že pokles inflace je trvalý a robustní.

Pro ilustraci takového vývoje byla vypracována simulace déletrvající stability sazeb zachovávající předpoklad ukotvenosti inflačních očekávání, stejně jako v základním scénáři prognózy. Simulace ukazuje, že pokud by centrální banka započala v obavách z možné odkotvenosti inflačních očekávání se snižováním úrokových sazeb později než v základním scénáři, ale ke zvýšení samotných inflačních očekávání by nakonec nedošlo, vedlo by to na horizontu prognózy k podstřelení inflačního cíle.

Při zvýšených inflačních očekáváních povede déletrvající stabilita sazeb k částečnému tlumení jejich vlivu

Vzhledem k riziku odkotvených inflačních očekávání byl vypracován také scénář déletrvající stability sazeb, který opouští předpoklad ukotvenosti inflačních očekávání (viz scénář déletrvající stability úrokových sazeb při současně zvýšených inflačních očekávání níže). Na rozdíl od v minulosti představených obdobných simulací byl tento scénář generován upraveným jádrovým predikčním modelem, který obsahuje endogenní navýšení inflačních očekávání. Pro kalibraci upraveného modelu byl použit nový přístup ke kvantifikaci inflačních očekávání, a to pomocí kompozitního indexu inflačních očekávání (index CIE) zkonstruovaného dle přístupu Fedu.

Tento scénář ukazuje, že odklad snižování úrokových sazeb tlumí dopady zvýšených inflačních očekávání do vyššího růstu spotřebitelských cen jen částečně. Inflace tak dosáhne 2% cíle až za horizontem měnové politiky (na konci příštího roku).

Simulace déletrvající stability úrokových sazeb

Simulace uvažuje očekávanou stabilitu základních úrokových sazeb na jejich stávající úrovni do konce letošního roku. Stejně jako základní scénář prognózy i tato simulace předpokládá, že měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a inflační očekávání zůstávají ukotvena 2% cílem ČNB.

Trajektorie úrokových sazeb leží oproti základnímu scénáři do začátku příštího roku na vyšší hladině (Graf IV.14). To vede k silnějšímu kurzu koruny oproti základnímu scénáři na celém horizontu prognózy. Měnové podmínky jsou tak v obou svých složkách ve srovnání se základním scénářem přísnější.

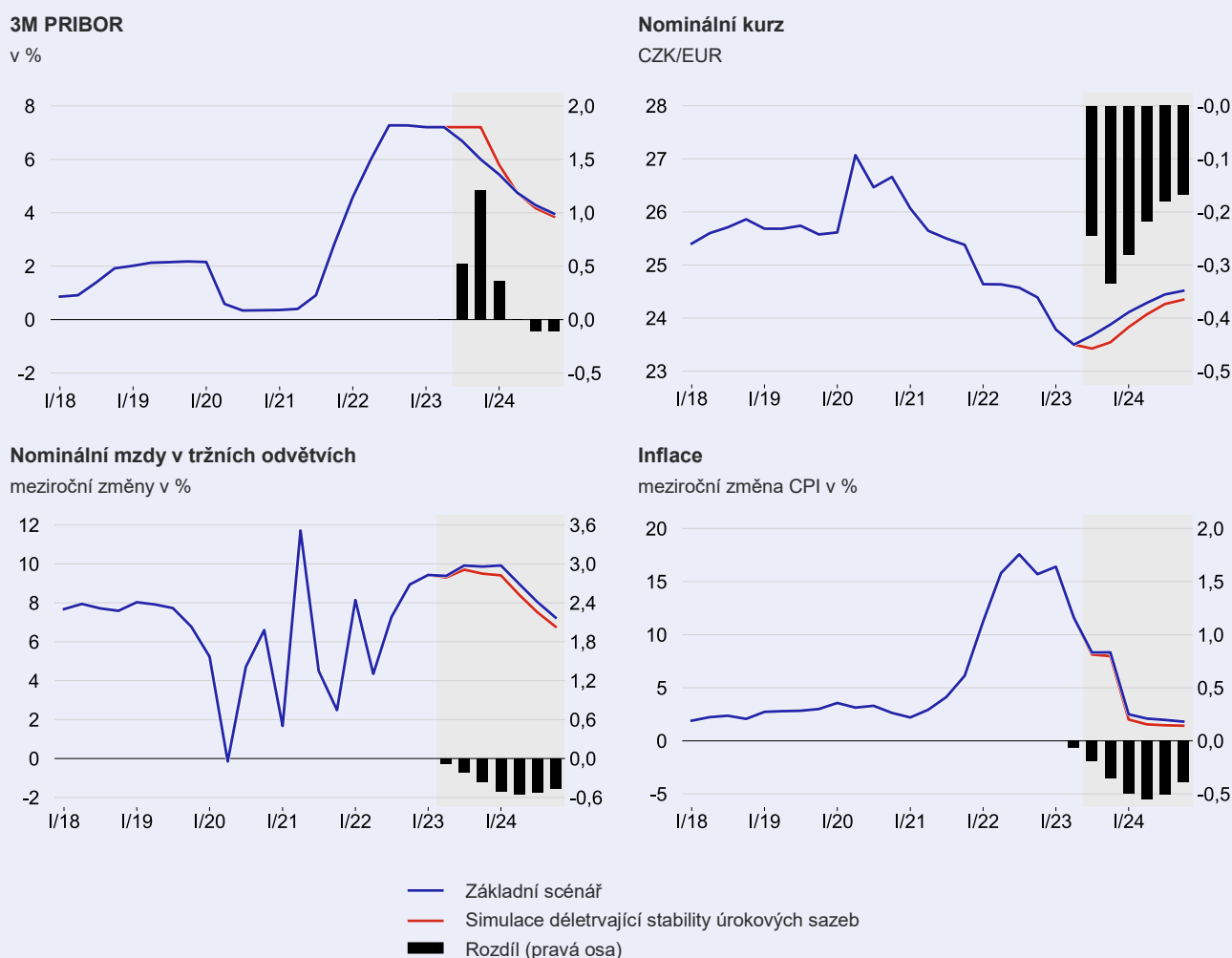
Inflace je proto v letošním i příštím roce nižší a na horizontu měnové politiky, tj. ve druhém a třetím čtvrtletí příštího roku, podstřeluje 2% cíl, přičemž se nachází o zhruba 0,6 procentního bodu níže v porovnání se základním scénářem prognózy.

Dopady do ostatních domácích veličin jdou ve směru mírně nižšího HDP i nominálních mezd.

Graf IV.14

Déletrvající stabilita sazeb vede k silnějšímu kurzu a nižší inflaci

srovnání základního scénáře se simulací déletrvající stability úrokových sazeb



Scénář déletrvající stability úrokových sazeb při současně zvýšených inflačních očekáváních

Inovovaný přístup k modelování zvýšených inflačních očekávání

V inovovaném přístupu k modelování zvýšených inflačních očekávání je využit nově zkonstruovaný kompozitní index inflačních očekávání (Common Inflation Expectations – Index CIE), který sdružuje data o očekávaném vývoji inflace v horizontu jednoho roku z průzkumů Inflačních očekávání finančního trhu (IOFT), podniků a domácností.¹³ Index tak poskytuje ucelený náhled na vývoj inflačních očekávání v české ekonomice. Vývoj indexu CIE v letošním roce indikuje poměrně výrazný pokles inflačních očekávání z loňských bezprecedentně vysokých hodnot, nicméně nadále ukazuje na významně zvýšená inflační očekávání nad 2% cílem ČNB (Graf IV.15).

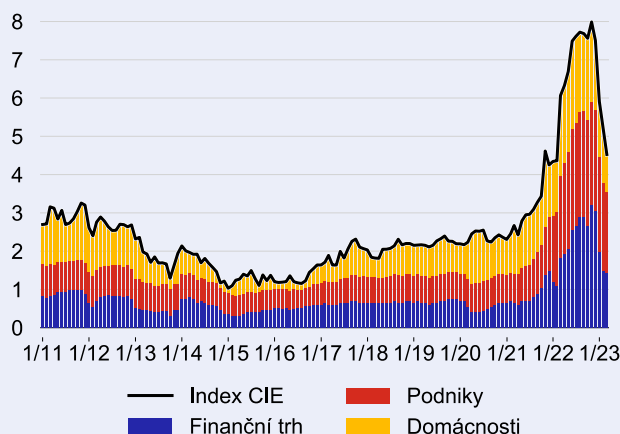
Hodnoty tohoto indexu jsou použity jako zdroj informace pro úpravu inflačních očekávání v jádrovém predikčním modelu. Kalibrace upraveného modelu byla zvolena tak, aby se modelová inflační očekávání přiblížila průběhu indexu CIE v roce 2022 a zejména pak v prvním čtvrtletí letošního roku. Simulace navíc předpokládá, že odchylka inflačních očekávání od 2% cíle se promítá do zhoršeného sentimentu na devizovém trhu, což zvyšuje rizikovou prémii a vytváří dodatečný tlak na oslabení kurzu koruny.

Graf IV.15

Inovovaný přístup k modelování zvýšených inflačních očekávání využívá indexu CIE

Kompozitní index inflačních očekávání (CIE)

očekávané meziroční změny CPI v horizontu 1 roku v %



Simulace pomocí upraveného modelu g3+

Stejně jako v simulaci déletrvající stability sazeb je i v této simulaci do konce letošního roku uvažována očekávaná trajektorie úrokových sazeb 3M PRIBOR na hodnotě 7,2 %. Hlavním rozdílem je předpoklad o odlišném vývoji inflačních očekávání a jejich přiblížení k indexu CIE. Simulace tak ukazuje dopady déletrvající stability úrokových sazeb v případě, že by inflace měla tendenci snižovat se kvůli zvýšeným inflačním očekáváním pozvolněji, než uvažuje základní scénář.

Zvýšená inflační očekávání mají zásadní vliv na rozhodování ekonomických subjektů, což v ekonomice vytváří dodatečné inflační tlaky. Centrální banka ponechává úrokové sazby stabilní na stávající úrovni. Tato reakce však není dostatečná k tlumení vlivu zvýšených inflačních očekávání, což se ve výsledku projevuje zejména v rychlejším nominálním mzdovém růstu a vyšší míře inflace oproti základnímu scénáři. Dodatečný tlak na depreciaci kurzu v souvislosti s nárůstem rizikové premie vede ke slabším hodnotám kurzu na prognóze.

¹³ Výpočet indexu je inspirován studií [Index of Common Inflation Expectations](#), Hie Joo Ahn, Chad Fulton, Feds Notes, 2020.

Graf IV.16

Při zvýšených inflačních očekáváních nezabrání ani déletrvající stabilita úrokových sazeb vyšší inflaci

srovnání základního scénáře se scénářem déletrvající stability úrokových sazeb při současně zvýšených inflačních očekáváních

3M PRIBOR

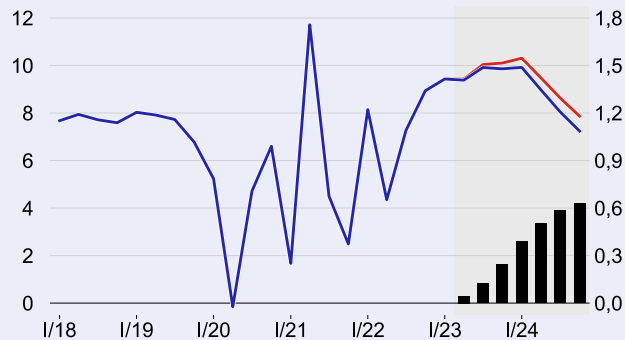
v %

**Nominální kurz**

CZK/EUR

**Nominální mzdy v tržních odvětvích**

meziroční změny v %

**Inflace**

meziroční změna CPI v %



— Základní scénář
 — Scénář déletrvající stability úrokových sazeb při současně zvýšených inflačních očekáváních
 ■ Rozdíl (pravá osa)

Projevy zvýšených inflačních očekávání si mohou vyžádat potřebu zvýšení úrokových sazeb

Scénář déletrvající stability úrokových sazeb v prostředí zvýšených inflačních očekávání ukazuje, že při zvýšených inflačních očekáváních nemusí být ani politika delší stability úrokových sazeb dostatečně přísná na to, aby dosáhla návratu inflace k cíli na horizontu měnové politiky.

Riziko neukotvenosti inflačních očekávání a souvisejícího vyššího mzdového růstu je přitom (i přes klesající intenzitu) stále aktuální. Analýza představená v **Boxu 2** (Měření rizika mzdově-inflační spirály) navíc ukazuje, že riziko mzdově-inflační spirály bude pravděpodobně zvýšené po celý rok 2023. Centrální banka tak musí i nadále pečlivě vyhodnocovat vývoj inflace, mezd a dalších makroekonomických veličin a analyzovat signály z oblasti inflačních očekávání.

ČNB je připravena pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována na 2% cíli. Pokud by nové informace naznačily, že se projevují dopady zvýšených inflačních očekávání a nedochází k požadovanému robustnímu poklesu inflace, není vyloučena ani možnost zvyšování úrokových sazeb.

PŘÍLOHA Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2021

Součástí predikčního a analytického systému ČNB je zpětné vyhodnocování naplnění prognóz. Tyto analýzy poskytují zpětnou vazbu k fungování jádrového predikčního modelu g3+, který je základním a jednotícím prvkem pro tvorbu makroekonomické prognózy ČNB. Závěry těchto analýz slouží k ověřování aktuálního nastavení modelu či k úvahám o jeho možných úpravách.¹ Tato Zpráva o měnové politice pokračuje v tradici každoročního zveřejnění shrnutí těchto analýz, což je v souladu s dosavadní vysokou transparentností prognostické praxe i měnové politiky ČNB jako takové.

Makroekonomická prognóza ČNB slouží jako důležité vodítko při rozhodování bankovní rady o nastavení úrokových sazeb. Nástrojem tvorby prognózy je jádrový predikční model g3+. Prognóza předpovídá nejpravděpodobnější budoucí vývoj domácí ekonomiky a s ním konzistentní trajektorii domácích úrokových sazeb, která zajišťuje dosažení inflačního cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

V následujících pasážích se nejprve věnujeme vyhodnocení naplnění prognóz² připravených v roce 2021, přičemž začínáme srovnáním jejich tehdejších předpokladů (exogenních vstupů prognózy) a pozorovaného vývoje. Poté porovnáváme prognózovaný vývoj hlavních domácích veličin s dnes již pozorovanými daty. V následující části pak poskytujeme náhled na hypotetickou modelovou simulaci. Ta ukazuje, jak by zhruba vypadala prognóza ze Zprávy o měnové politice – podzim 2021, pokud by v době její přípravy byl znám následně pozorovaný, z tehdejšího pohledu ovšem neznámý budoucí vývoj všech předpokladů vstupujících do predikce. Závěrečnou, nově koncipovanou pasáž materiálu věnujeme srovnání prognóz ČNB z roku 2021 s výstupy jiných analytických pracovišť.

Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2021 – předpoklady

Mezi předpoklady makroekonomické prognózy ČNB pro domácí ekonomiku patří především výhled zahraničního vývoje.³ Očekávání o obnovení růstu **ekonomické aktivity v efektivní eurozóně** během roku 2021 se prakticky naplnila.⁴ Návrat zahraničního hospodářského života k normálu v návaznosti na uvolňování protipandemických opatření byl ve skutečnosti jen nepatrně rychlejší, než tehdejší výhledy očekávaly. Naopak ve druhé polovině roku 2021 a v roce 2022 rostl HDP v efektivní eurozóně pomaleji, než očekávaly prognózy z roku 2021. Důvodem byly nejprve výraznější dopady narušených globálních výrobních a dodavatelských řetězců (global value chains, GVC) brzdící produkční stranu ekonomiky, která nestačila uspokojovat rychle oživující poptávku podpořenou utrácením pandemií vynucených úspor a s tím související odloženou spotřebou. Posléze se přidaly negativní dopady energetické krize v Evropě a vypuknutí válečného konfliktu na Ukrajině, který dále eskaloval situaci na trhu energií a otrásl spotřebitelským sentimentem.

Příběh o dopadu covidových vln byl v našich prognózách v roce 2021 postupně přehodnocován ve prospěch citelnějších dopadů do dynamiky potenciálu (tj. nabídkové strany ekonomiky) při pouze omezeném propadu mezery výstupu (**Graf 1**).⁵ Nabídka byla totiž zasažena nařízenými omezeními provozu firem během pandemických vln, ke kterým se později připojilo i narušení a přetížení GVC. S výhodou zpětného pohledu však můžeme říci, že hodnocené prognózy podcenily poptávkové tlaky uvnitř efektivní eurozóny. Podle aktuálních odhadů byla mezera výstupu v efektivní eurozóně kladná už od druhé poloviny roku 2020 a koncem roku 2022 se začala uzavírat shora. Prognózy z roku 2021 naopak očekávaly opětovné prohloubení záporné mezery výstupu začátkem roku 2021 a následně její postupné uzavírání zdola. Poptávka (a s ní poptávkové inflační tlaky) se totiž snížila jen v omezené míře, přičemž poruchy v GVC způsobovaly zřetelně silnější nabídkové inflační tlaky.

Bezprecedentní zrychlení růstu **zahraničních výrobních cen** (**Graf 1**) během let 2021 a 2022, které bylo z velké části taženo skokovým až extrémním zdražením **energií**, bylo prognózami předpokládáno jen částečně, a to v rozsahu odpovídajícím promítnutí tehdejších tržních kontraktů na energetické komodity s předem stanoveným datem dodání (futures kontrakty). Nízké stavy plynu v evropských zásobnících před blížící se zimou 2021/2022 spolu s omezováním dodávek energetických surovin z Ruska vedly k rychlému zdražování energetických surovin na evropských trzích už během roku 2021. Situace se dále vyostřila po invazi Ruska na Ukrajinu v únoru 2022. Snahy evropských států o naplnění plynových zásobníků před zimou 2022/2023 v kombinaci se zvýšenou poptávkou po plynu z titulu výpadků jiných zdrojů elektřiny⁶ a souběžným odklonem od Ruska jako dodavatele energetických surovin vyústily v další zdražování plynu. Oproti původním předpokladům rostly výrazně rychleji také **jádrové ceny zahraničních výrobců** v efektivní eurozóně, odrážející jak silnější poptávkové tlaky v prostředí narušených GVC, tak i průsak zvýšených nákladů na energie v cenové vertikále.

Zatímco prognózy z roku 2021 očekávaly pokračování tehdejšího nastavení měnové politiky v eurozóně bez výraznějších změn, ve skutečnosti přistoupila ECB koncem července 2022 k postupnému zvyšování svých základních úrokových sazeb. Ze záporných hodnot tak tržní úroková sazba **3M EURIBOR** postupně vystoupala až

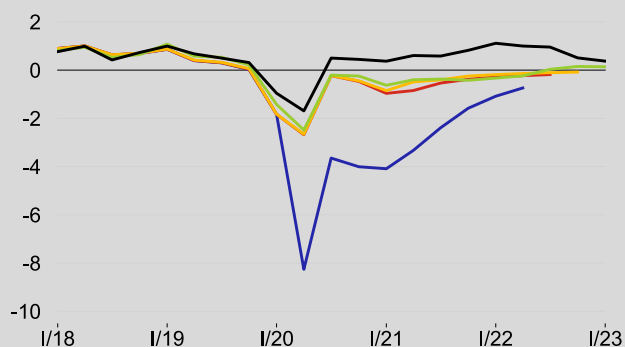
ke 3 % začátkem roku 2023 (Graf 1). Také v **nekonvenční složce** byla měnová politika ECB v průměru méně uvolněná ve srovnání s předpoklady hodnocených prognóz, de facto konstantní objem nakoupených aktiv v bilanci ECB od druhé poloviny roku 2022 působil zhruba neutrálně. Válka na Ukrajině spolu s pomalejší reakcí měnové politiky ECB na narůstající inflační tlaky oproti americkému Fedu vedly k podstatně slabšímu **kurzu eura vůči americkému dolaru**, než očekávaly hodnocené prognózy.

Graf 1

Vybrané předpoklady prognóz

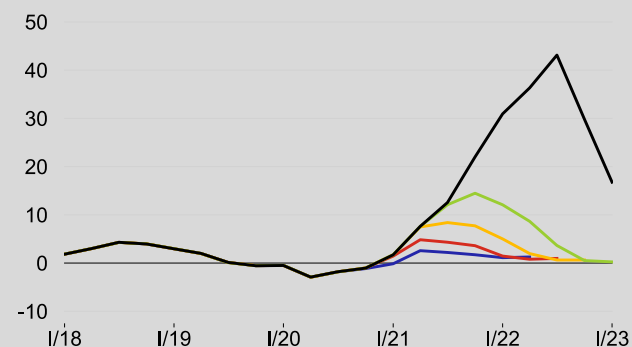
Mezera výstupu v efektivní eurozóně

v % HDP



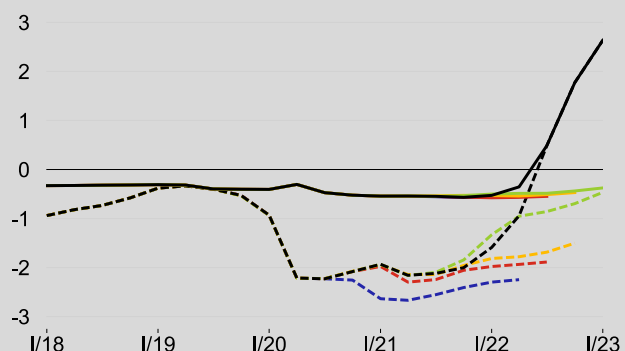
PPI efektivní eurozóny

meziroční změny v %



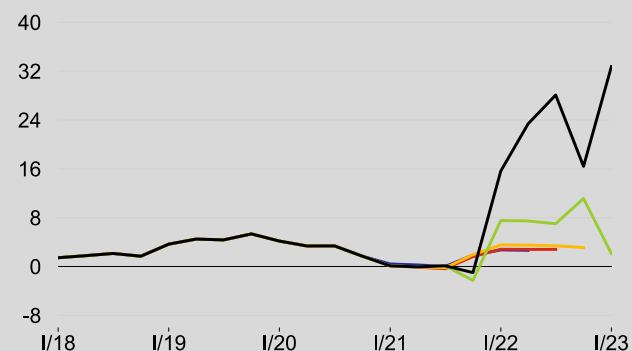
3M EURIBOR a stínová sazba

v %, stínová sazba je zobrazena čárkovaně



Domácí regulované ceny

meziroční změny v %



— Skutečnost — ZoMP léto 2021
— ZoMP zima 2021 — ZoMP podzim 2021
— ZoMP jaro 2021

S výjimkou čtvrtého čtvrtletí 2021, kdy byla (v listopadu a v prosinci) dočasně odpuštěna DPH na elektřinu a plyn, se pozorovaný růst **regulovaných cen** v domácí ekonomice nacházel ve srovnání s předpoklady hodnocených prognóz na celém horizontu podstatně výše (Graf 1). Začátkem roku 2022 se totiž do regulovaných cen začal promítat předchozí nečekaně silný nárůst cen energií na světových burzách a jejich dynamika tak podstatně překonala i předpoklad prognózy ze ZoMP podzim 2021. Na konci roku 2022 se sice dynamika regulovaných cen dočasně zmírnila vlivem vládou přechodně zavedeného tzv. úsporného energetického tarifu (který vedl k poklesu cen elektřiny), i tak ale zůstala oproti původním předpokladům výrazně vyšší. Po skončení platnosti úsporného energetického tarifu na začátku roku 2023 se dynamika regulovaných cen opět výrazně zvýšila a dosáhla historického maxima.

Růst nominální **spotřeby vlády a fiskální impulz**, jako další z domácích předpokladů, se vyvíjely zhruba v souladu s hodnocenými prognózami. Na začátku roku 2022 se vládní výdaje zvýšily oproti předpokladům výrazněji v souvislosti s podporou přicházejících válečných uprchlíků z Ukrajiny.

Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2021 – hlavní domácí veličiny

Celková inflace v průběhu roku 2021 v narůstající míře překonávala tehdejší prognózy (Graf 2). Nečekaně rychle zesilující cenové tlaky ze zahraničí i z domácí ekonomiky vedly nejprve k postupnému a později až skokovému zrychlování inflace. Hlavním faktorem vyššího než očekávaného cenového růstu byly nabídkové, resp. nákladové vlivy, především nečekaně prudké zdražení energií a také silnější než předpokládané dopady narušených GVC. Podstatné zrychlení růstu nákladů tuzemských firem přitom částečně podchytila až podzimní prognóza z roku 2021 (Graf 2). Ke zrychlování inflace však do jisté míry přispěly i silnější poptávkové tlaky, mj. větší ochota domácností tolerovat vyšší ceny. Ta byla primárně dána lehkomyšlnějším než původně očekávaným utrácením pandemických úspor a lepší kondicí trhu práce, na němž nadále přetrvával převis poptávky po pracovní síle nad její nabídkou. Přetrvávající napětí na trhu práce tak zmírňovalo dopad narůstajících životních nákladů do spotřeby domácností zejména v důsledku nadále nízké míry nezaměstnanosti. S určitým zpožděním se pak zrychlující cenový růst začal promítat i do mzdové dynamiky. Podobně jako u nákladů, i v případě marží tuzemských firem vyrábějících pro domácí spotřebu jejich zvýšenou ziskovost částečně identifikovala až podzimní prognóza z roku 2021 (Graf 2). Při zpětném pohledu však byly marže domácích producentů během roku 2022 výrazně vyšší.

Tržní úroková sazba 3M PRIBOR se po většinu roku 2021 vyvíjela zhruba v souladu s tehdejšími prognózami, které s narůstající intenzitou identifikovaly potřebu výrazného zpřísnění měnových podmínek (Graf 2). Ve skutečnosti pokračoval růst tuzemských tržních úrokových sazeb ještě i v první polovině roku 2022, zatímco prognózy z roku 2021 očekávaly pro rok 2022 relativně stabilní hodnoty poblíž měnověpoliticky neutrálních 3 %. Rozsah inflační vlny spojené zejména s energetickou krizí se totiž během roku 2022 dále zvětšoval a vedle cen překonávala očekávání hodnocených prognóz i mzdová dynamika.

Domácí ekonomická aktivita se v roce 2021 vyvíjela oproti tehdejším predikcím spíše lépe (Graf 2). Odložená spotřeba a utrácení vynucených úspor z dob pandemických uzavírek se projevily o něco výrazněji, než hodnocené prognózy očekávaly, a to i přes vyšší inflaci a výraznější problémy ve výrobě v důsledku narušených GVC.⁷ Reálný ekonomický růst během roku 2022 naopak za výhledy z roku 2021 většinou zaostával. Zhoršení spotřebitelského sentimentu v důsledku války na Ukrajině a energetické krize spolu s cenovými dopady v podobě reálného mzdového propadu vedly v průběhu roku 2022 k výraznému snižování reálné spotřeby domácností a tím i k celkově nižší dynamice domácího HDP. K jeho výraznějšímu zpomalení oproti hodnoceným prognózám částečně přispěla i nakonec přísnější měnová politika v podobě vyšších než hodnocenými prognózami implikovaných úrokových sazeb.

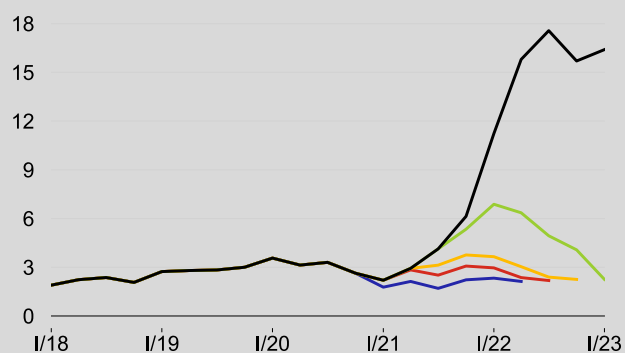
Kurz koruny se v hodnoceném období vyvíjel poměrně dynamicky, nicméně v optice čtvrtletních průměrů průběžně posiloval zhruba v souladu s tehdejšími prognózami (Graf 2). Zpočátku to bylo důsledkem postupného návratu ekonomiky k normálnímu fungování po pandemických uzavírkách a s tím souvisejícího pozitivního sentimentu na devizových trzích. Od poloviny roku 2021 k tomu přispěl nárůst tuzemských tržních úrokových sazeb, který zvýšil atraktivitu české měny. V roce 2022 pak byl vývoj kurzu koruny vůči euru stabilizován i s pomocí příležitostných devizových intervencí ČNB, resp. s komunikovanou připraveností ČNB tlumit nadměrné výkyvy kurzu koruny. Potřeba zásahu centrální banky se projevila nejzřetelněji po vpádu ruských vojsk na Ukrajinu, kdy kurz koruny na přelomu února a března 2022 během několika dní oslabil z hladiny okolo 24,5 CZK/EUR až k 26 CZK/EUR. Příležitostně pak centrální banka ve prospěch koruny intervenovala i v dalším průběhu roku 2022 (fakticky do října). Na přelomu let 2022 a 2023 se na devizových trzích projevila vlna pozitivního sentimentu v souvislosti s mírným průběhem zimy a relativně dobře zvládnutou energetickou krizí v Evropě, která pomohla všem měnám v regionu střední Evropy.

Graf 2

Prognózy hlavních domácích veličin

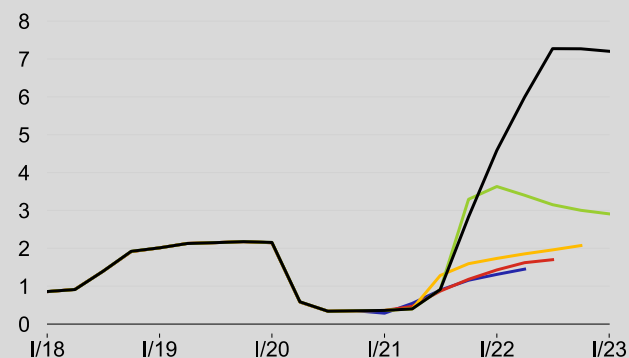
Inflace

meziročně v %



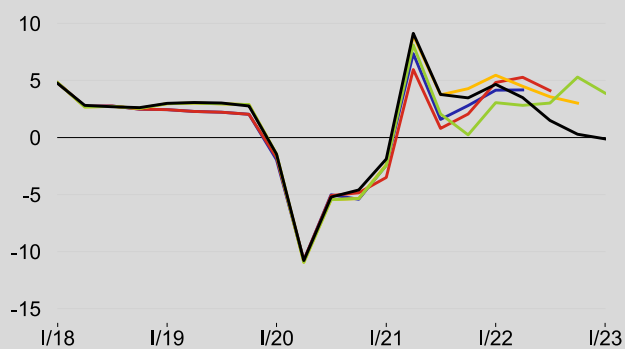
3M PRIBOR

v %



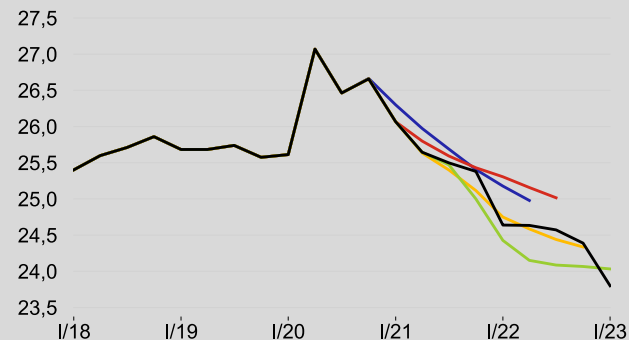
HDP

meziroční změny v %



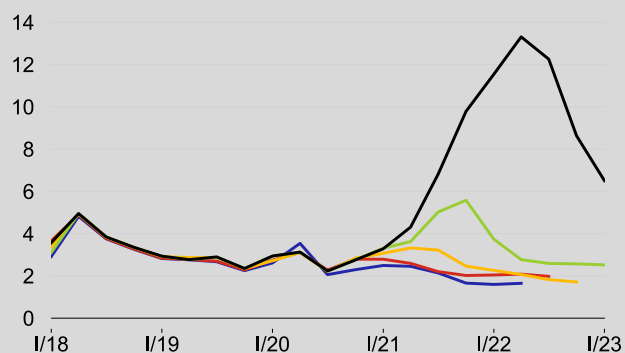
Nominální kurz

CZK/EUR



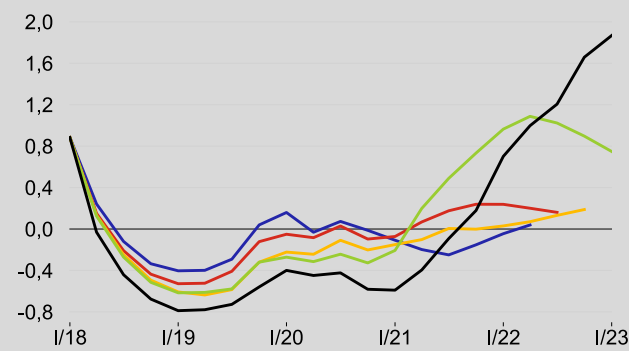
Celkové náklady firem ve spotřebitelském sektoru

mezičtvrtletní změny v %, anualizováno



Mezera marží firem ve spotřebitelském sektoru

v %



— Skutečnost — ZoMP léto 2021 — ZoMP podzim 2021
 — ZoMP zima 2021 — ZoMP jaro 2021

Poznámka: V grafech celkových nákladů a mezery marží je skutečnost aproximována aktuální prognózou ze ZoMP jaro 2023, neboť z pohledu jádrového predikčního modelu g3+ se jedná o nepozorované veličiny.

Hypotetická prognóza Zprávy o měnové politice podzim 2021 při znalosti skutečného vývoje předpokladů

Simulace se znalostí faktorů představuje hypotetickou podobu makroekonomické prognózy ze ZoMP podzim 2021. Hypotetické simulace byly stejně jako tato prognóza připraveny pomocí jádrového predikčního modelu g3+ se standardním nastavením horizontu měnové politiky vzdáleným 12–18 měsíců v budoucnu.

ČNB se však v průběhu roku 2022 (v prostředí zvýšené nejistoty po ruském vpádu na Ukrajinu) rozhodla výjimečně část inflačních tlaků způsobených extrémními nabídkovými šoky a odhlížet tak od bezprostředních dopadů těchto šoků do inflace. Přirozeným důsledkem tohoto kroku byl posun okamžiku, na který se tvůrci měnové politiky při svém rozhodování soustředí, dále do budoucna. **Horizont měnové politiky** se tak odsunul do období, kdy už měly předpokládané primární dopady nabídkových šoků do inflace odeznít a v ekonomice měly přetrvávat pouze dlouhodobější sekundární dopady.⁸ Potenciální dopady alternativního nastavení horizontu měnové politiky ilustruje pomocná simulace s dodatečným předpokladem o horizontu měnové politiky umístěném 18–24 měsíců v budoucnosti. Navíc je v této simulaci uvažováno ještě dodatečné výjimečné části nabídkových šoků, která by znamenala překonání ve skutečnosti dosažené úrovně úrokových sazeb ve výši 7,3 %.

Simulace se znalostí faktorů je podmíněná simulací modelu g3+, která představuje hypotetickou podobu prognózy při znalosti skutečného vývoje exogenních faktorů prognózy (tj. předpokladů prognózy). Do simulace se znalostí faktorů se promítají pozorovaná data, resp. ex-post známý vývoj zahraničí, regulovaných cen a spotřeby vlády. Simulace tak napovídá, jak by vypadala hypotetická prognóza, pokud by pro její sestavení byl použit pozorovaný vývoj jejích předpokladů. Simulace přitom není plnohodnotnou prognózou, jelikož i v tomto případě by byly uplatněny dodatečné expertní úpravy, které by simulaci významně ovlivnily.

Dále v textu nejprve porovnáme rozdíl mezi původní prognózou a hypotetickou simulací se znalostí faktorů. Následně posoudíme odchylky této simulace od pozorovaného historického vývoje. Závěrem této kapitoly je pak zhodnocení implikací vzdálenějšího horizontu měnové politiky na základě pomocné simulace. Souhrnně lze konstatovat, že simulace se znalostí faktorů implikuje ex post potřebu podstatně přísnějšího nastavení měnových podmínek, než jaké ve skutečnosti nastalo. V případě této standardní vpředhledící reakce centrální banky zejména na nákladové tlaky, kterým tuzemská ekonomika ve skutečnosti čelila, by pak byl i vývoj ostatních ekonomických proměnných výrazně odlišný. Pomocná simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky, zachycující věrněji tehdejší chování ČNB, se pak přibližuje trajektoriím pozorovaným ve skutečnosti.

Při porovnání hypotetické simulace se znalostí faktorů s prognózou ze ZoMP podzim 2021 se celková inflace nachází na celém horizontu prognózy nad původní predikcí (**Graf 3**) a výrazně nad 2% inflačním cílem ČNB. Za tím stojí především rychlý růst cen zahraničních výrobců a dopady energetické krize, která působí na domácí ekonomiku dvěma kanály. Jednak je to prostřednictvím dovozních cen a kanálu nákladů v tuzemské produkci, a jednak také skrz vývoj regulovaných cen přímo do spotřebního koše domácností (zejména teplo a elektřina pro domácnosti). Centrální banka v simulaci na tento výhled vpředhledícím způsobem okamžitě reaguje, proto se inflace v hypotetické simulaci po přechodném zvýšení vrací ke svému 2% cíli. K dosažení této trajektorie spotřebitelské inflace CPI nicméně v hypotetické simulaci vyvstává potřeba podstatně dramatičtějšího nárůstu úrokových sazeb než v hodnocené prognóze, a to až k dvouciferným hodnotám. Většinou je to opět důsledkem vnějších předpokladů prognózy včetně vyšších zahraničních úrokových sazeb, částečně ale k rozdílu přispívá i více proinflační působení domácí ekonomiky v roce 2021. Skokové zvýšení tuzemských úrokových sazeb koncem roku 2021 a jejich další zvyšování v průběhu roku 2022 vede v hypotetické simulaci k podstatně silnějšímu kurzu koruny, ale také k výrazně utlumenějšímu vývoji celé tuzemské ekonomické aktivity. Silnější kurz v hypotetické simulaci totiž zhoršuje konkurenceschopnost tuzemských vývozců a vede k meziročnímu poklesu vývozu až do poloviny roku 2022. Na tento vývoj následně reaguje také trh práce, kde by došlo k mírnému poklesu nominálních mezd v roce 2022, zatímco hodnocená prognóza očekávala jejich zhruba rovnovážný růst. To by dále přispělo k hlubšímu propadu reálné spotřeby domácností, zejména v roce 2022.

Při porovnání hypotetické simulace se znalostí faktorů s historickým vývojem se pozorovaná inflace na celém horizontu prognózy nacházela výrazně nad touto simulací. Ve skutečnosti totiž nebyl rozsah energetické krize dopředu znám a centrální banka reagovala na nové informace postupně a se zpožděním. Ve skutečnosti tedy nedošlo k tak rychlému a výraznému zvýšení úrokových sazeb a posílení kurzu koruny, jak ukazuje hypotetická simulace. Nebylo tudíž doručeno ani potřebné utlumení domácí ekonomické aktivity a uvolnění napětí na trhu práce. Domácí ekonomika proto ve skutečnosti nadále působila proinflačně a domácnosti byly schopné a ochotné akceptovat vyšší inflaci. Toho využila i část firem, které k inflačnímu vývoji přispěly navýšením svých marží. Od druhé poloviny roku 2022 pak navíc hraje ve srovnání trajektorie úrokových sazeb podle hypotetické simulace s pozorovanou skutečností

podstatnou roli institut výjimek. Modelové simulace zpracované během roku 2022 s pomocí jádrového predikčního modelu s výchozím nastavením horizontu měnové politiky, tedy reagující na očekávaný výhled inflace v horizontu 12–18 měsíců, indikovaly potřebu dalšího nárůstu sazby 3M PRIBOR až k hodnotám přes 10 %. Ta však ve skutečnosti od posledního zvýšení základních sazeb ČNB v červnu 2022 setrvala mírně nad 7 %.

Pomocná hypotetická simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky (tedy 18–24 měsíců) implikuje zpočátku podobně svižný nárůst úrokových sazeb jako v případě standardního horizontu. I s tímto nastavením je totiž centrální banka nucena reagovat jak na výhled extrémního nárůstu cen zahraničních výrobců a regulovaných cen během roku 2022, tak především na jeho sekundární dopady. Po dosažení stávající hladiny domácích tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR ve výši 7,3 % následně v simulaci setrvávají sazby na této úrovni až do konce hodnoceného období. Tomu pak odpovídá vývoj měnového kurzu, který neposílí tak silně a následně začne oslabovat dříve než ve výchozí simulaci se znalostí faktorů. Ve výsledku proto domácí spotřebitelská inflace dosáhne v souladu s logikou posunu horizontu měnové politiky vyšších hodnot a odeznívá pomaleji a později než při výchozím nastavení horizontu. Na rozdíl od simulace s původním měnověpolitickým horizontem se celková inflace ani na konci hodnoceného období nesnižuje do tolerančního pásma. Pokles HDP v roce 2022 je v pomocné simulaci o poznání mělký. Celkově uvolněnější měnové podmínky se projeví zejména v méně hlubokém propadu spotřeby domácností, slabší kurz navíc podpoří i čistý vývoz.

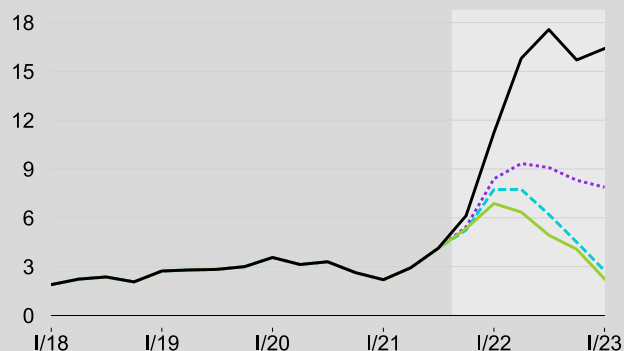
Graf 3

Srovnání prognózy a simulace se znalostí faktorů (hypotetické prognózy) ze ZoMP podzim 2021 s pozorovanými daty

šedá plocha v grafech znázorňuje horizont prognózy ze ZoMP podzim 2021

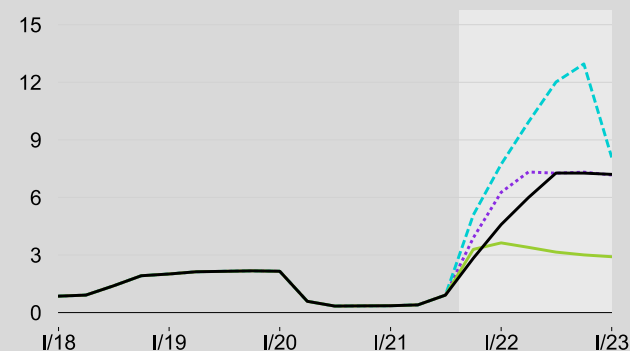
Inflace

meziročně v %



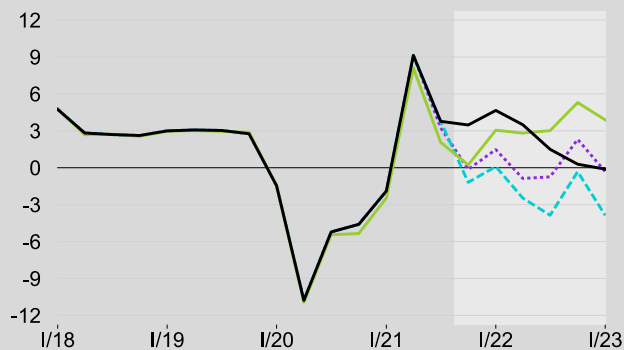
3M PRIBOR

v %



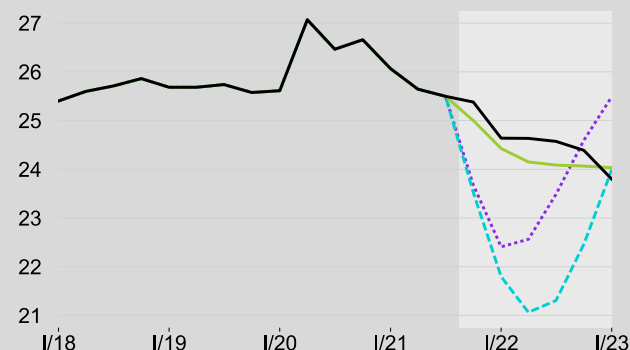
HDP

meziroční změny v %



Nominální kurz

CZK/EUR



- Skutečnost
- Prognóza ZoMP podzim 2021
- - - Hypotetická prognóza ze ZoMP podzim 2021
- Hypotetická prognóza ze ZoMP podzim 2021 se vzdálenějším horizontem měnové politiky

Prognózy z roku 2021 ve srovnání s ostatními institucemi

Závěrečná část nabízí srovnání prognóz ČNB z roku 2021 s tehdejšími výstupy dalších analytických pracovišť. **Graf 4** zachycuje predikované a následně pozorované celoroční úhrny hlavních sledovaných veličin za rok 2021, resp. 2022.

V případě **inflace spotřebitelských cen** byly prognózy institucí pro rok 2021 i 2022 nejprve ukotveny 2% inflačním cílem centrální banky, v průběhu roku 2021 se však nejistota predikcí postupně zvyšovala. Do predikcí se začaly postupně promítat informace o zrychlujícím růstu výrobních cen v efektivní eurozóně a také o významně se zvyšujících cenách plynu a elektřiny. V létě 2021 tak predikce opustily předpoklad o dosažení 2% cíle v roce 2021 a následně i 2022.

Prognózy ČNB byly ve srovnání s predikcemi ostatních institucí v průměru spíše vyšší a tím i blíže ke skutečnosti. Podzimní prognóza ČNB z roku 2021 odhadla výslednou inflaci za rok 2021 nejlépe a zároveň pro rok 2022 již poměrně jasně indikovala i perzistenci inflační vlny do budoucna. Plný rozsah inflační vlny se nicméně predikovat nepodařilo.

Graf 4

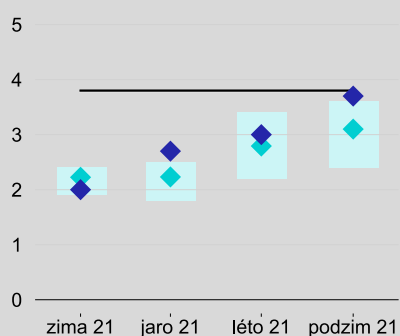
Srovnání prognóz ČNB z roku 2021 s prognózami ostatních institucí (celoroční údaje za rok 2021 a 2022)

Zdrojem dat jsou prognózy ČNB a šetření Ministerstva financí (MF) zveřejněného v rámci publikací „Makroekonomické predikce České republiky“ z roku 2021. Šetření MF vychází z veřejně dostupných prognóz 13 institucí, z toho 8 institucí je tuzemských (ČNB, Česká bankovní asociace, MPSV a domácí komerční banky), ostatní jsou zahraniční (např. Evropská komise, OECD, MMF). Pro účely tohoto materiálu jsou ze šetření vyjmuty prognózy ČNB a naopak zařazeny predikce MF. MF ve své zimní prognóze (a stejně tak v šetření) nepublikovalo data pro celoroční úhrny roku 2022, proto údaje chybějí.

Příklad: modrý bod ČNB odpovídající pozici „jaro 21“ v grafu „HDP pro rok 2021“ znázorňuje celoroční odhad růstu HDP pro rok 2021 z prognózy, která byla publikována na jaře 2021 (tj. ZoMP jaro 2021).

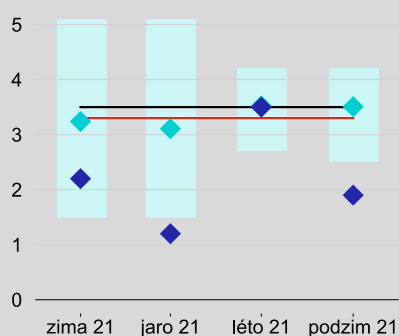
Inflace CPI pro rok 2021

v %



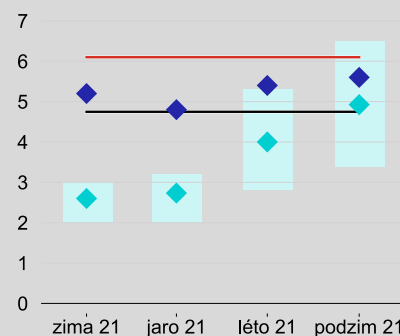
HDP pro rok 2021

meziročně v %



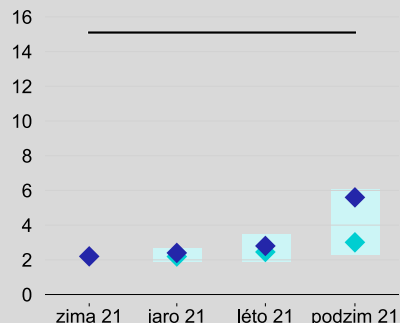
Celková nominální mzda pro rok 2021

meziročně v %



Inflace CPI pro rok 2022

v %



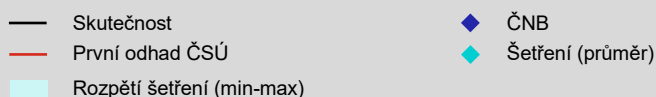
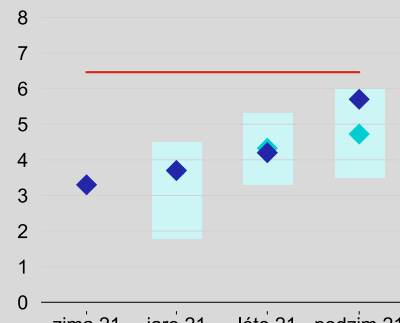
HDP pro rok 2022

meziročně v %



Celková nominální mzda pro rok 2022

meziročně v %



Instituce mimo ČNB zpočátku pro rok 2021 očekávaly zhruba rovnovážný 3% **růst tuzemské ekonomiky**, později se jejich odhady mírně zvýšily. Široké intervaly odhadů odrážely zvýšenou nejistotu predikcí v období postupně ustupující pandemie.⁹ Rozptýl predikcí růstu HDP pro rok 2021 se významně snížil až v návaznosti na publikaci prvních odhadů ČSÚ ve druhé polovině roku 2021. Odhady pro rok 2022 očekávaly zvýšená tempa růstu kolem 4 % spojená s dalším doháněním pandemického propadu při postupném odeznívání problémů v globálních řetězcích, nicméně při nadále značné nejistotě.

Prognózy ČNB byly v odhadech hospodářského růstu pro rok 2021 oproti ostatním institucím vesměs výrazně pesimističtější. První tři prognózy roku 2021 podcenily rozsah oživení spotřeby domácností a zároveň podceňovaly dopady narušených GVC do útlumu dynamiky vývozu. Podzimní prognóza z roku 2021 odhadla vývoj spotřeby domácností i vývozu téměř přesně, výsledné podhodnocení růstu HDP bylo důsledkem menšího předpokládaného nárůstu zásob. V případě odhadovaného růstu HDP pro rok 2022 se prognózy ČNB nacházely prakticky uprostřed intervalu ostatních institucí. Pouze podzimní prognóza z roku 2021 byla mírně pesimističtější, ve výsledku však nejbližší skutečné hodnotě, protože růst tuzemského hospodářství v roce 2022 za veškerými odhady z roku 2021 zaostal. Bylo to mimo jiné důsledkem citelného poklesu reálných mezd a domácí poptávky v prostředí vysoké spotřebitelské inflace, které tehdejší predikce v takovém rozsahu nepředpokládaly.

Zatímco ještě na počátku roku 2021 očekávaly predikce institucí jen mírný **růst průměrné nominální mzdy**, následující prognózy již odrážely pozorované zrychlování inflace a růstu mezd. Odhady pro rok 2021 a 2022 se tak postupně posouvaly do blízkosti 5% úrovně.

Odhady nárůstu nominálních mezd z dílny ČNB pro rok 2021 byly oproti ostatním institucím spíše vyšší, přičemž po celý rok 2021 očekávaly nárůst o zhruba 5 %. Nicméně první odhad ČSÚ překonal 6 % (finální odhad po revizích pak činil necelých 5 %). V rámci odhadů pro rok 2022 se prognózy ČNB s výjimkou poslední hodnocené predikce nacházely v blízkosti průměru odhadů ostatních institucí. Podzimní prognóza 2021 pak konzistentně s persistentním vývojem inflace očekávala také déle přetrvávající zvýšený mzdový růst a byla tak v rámci srovnání jednou z nejvyšších a zároveň nejbližších následně pozorované skutečnosti.

Celkově můžeme shrnout, že oproti predikcím ostatních analytických pracovišť z roku 2021 dosahovaly prognózy ČNB v případě domácí ekonomické aktivity srovnatelné přesnosti, jakkoliv odhady pro rok 2021 byly v průměru pesimističtější. V případě spotřebitelské inflace a dynamiky celkových nominálních mezd pak prognózy ČNB patřily mezi srovnávanými výhledy většinou k těm přesnějším.

-
- 1 Prognóza vzniká na základě odborných debat mnoha ekonomů a tvůrců měnové politiky, jejichž pohledy se do ní promítají v podobě expertních úprav. Jádrový model slouží jako jednotící rámec, který zaručuje potřebnou makroekonomickou konzistenci. Nicméně i tak musí model vykazovat dobrou predikční schopnost a pravidelná kontrola jeho kvality je více než žádoucí.
 - 2 Výběr prognóz zahrnutých do této analýzy je dán dostupností pozorování, která musí pokrývat horizonty měnové politiky hodnocených prognóz. Poslední predikce, která může být do analýzy zahrnuta, je prognóza ze ZoMP podzim 2021.
 - 3 Konkrétně se jedná o ceny průmyslových výrobců v efektivní eurozóně, které jsou rozloženy na jádrovou a energetickou složku, dále pak zahraniční ekonomickou aktivitu, resp. trend a mezeru výstupu v efektivní eurozóně, křížový kurz USD/EUR, cenu ropy Brent, zahraniční úrokovou sazbu 3M EURIBOR a její stínovou složku zachycující nekonvenční měnověpolitická opatření (nákupy aktiv) ECB. Mezi domácí předpoklady patří výhled regulovaných cen a nominální spotřeby vlády společně s jejím deflátorem a fiskální impuls.
 - 4 Rozdíly předpokládaných trajektorií HDP v efektivní eurozóně oproti pozorované skutečnosti plynou hlavně z revize historických dat.
 - 5 Charakter ekonomických šoků souvisejících s covidovou pandemií analyzovala ČNB např. v článku [Assessment of the Nature of the Pandemic Shock: Implications for Monetary Policy](#), Oxana Babecká Kucharčuková, Jan Brůha, Petr Král, Martin Motl, Jaromír Tonner (2022), ČNB RPN 1/2022.
 - 6 Odstávky jaderných elektráren ve Francii a omezená produkce větrných elektráren v Německu vedly během roku 2022 ke zvýšené poptávce po elektřině z plynových elektráren. Burzovní cena plynu tak koncem léta 2022 kulminovala na více než desetinásobku předkrizových maxim.
 - 7 Na druhou stranu produkce a vývoz průmyslových odvětví tuzemské ekonomiky, zejména automobilového průmyslu, byly v roce 2021 a v první polovině roku 2022 v podstatné míře omezeny výpadky dodávek komponent a surovin v důsledku přetížených globálních dodavatelských řetězců. To se projevilo zejména ve vyšší tvorbě zásob oproti hodnoceným prognózám.
 - 8 Při rozhodování o nastavení měnověpolitických úrokových sazeb během hodnoceného období bankovní rada ČNB nejprve přihlédla k simulaci se vzdálenějším horizontem měnové politiky ze ZoMP jaro 2022, v navazující letní prognóze se pak toto nastavení stalo základním scénářem. V obou případech byl uvažován horizont měnové politiky vzdálený 18–24 měsíců, tzn. oproti dřívějšímu nastavení umístěný o půl roku dále v budoucnu. S tím, jak se na podzim začala situace na burzách energetických komodit zklidňovat, se potřeba výjimkování snížila. Prognóza ze ZoMP podzim 2022 proto pracovala s horizontem měnové politiky vzdáleným 15–21 měsíců v budoucnu. Prognóza ze ZoMP zima 2023 se poté vrátila k původnímu nastavení s horizontem vzdáleným 12–18 měsíců.
 - 9 Vedle přesného načasování uvolňování pandemických omezení byl značně nejistý i rozsah následného oživení domácí poptávky podpořeného utrácením vynucených úspor a odloženou spotřebou. Opětovný rozjezd světové ekonomiky počínaje druhým čtvrtletím 2021 byl navíc komplikován narušeními výrobními a dodavatelskými řetězci. Zčásti ještě utlumené produkční kapacity nebyly schopné v globálním měřítku pružně zareagovat na náhlý vzestup poptávky. Zejména komplexní výrobní odvětví jako například automobilový průmysl byla významně zasažena výpadky subdodávek klíčových materiálů a komponent.

Seznam zkratk

BoE	centrální banka UK	Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
BoJ	centrální banka Japonska	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
CF	Consensus Forecasts	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	IRI	Institut regionálních informací
CZK, Kč	česká koruna	ISPV	informační systém o průměrném výdělku
CMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČSÚ	Český statistický úřad	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
DPH	daň z přidané hodnoty	M1, M3	peněžní agregát
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MF	Ministerstvo financí
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	MFI	měnové finanční instituce
ECB	Evropská centrální banka	MMF	Mezinárodní měnový fond
EET	elektronická evidence tržeb	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
EHP	Evropský hospodářský prostor	NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NBS	Národní banka Slovenska (slovenská centrální banka)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)	NH	národní hospodářství
EIU	Economist Intelligence Unit	NHPP	národohospodářská produktivita
EK	Evropská komise	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESA	Evropský systém národních účtů	NÚ	národní účty
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESI	Economic Sentiment Indicator (Indikátor důvěry)	OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
EU	Evropská unie	p. b.	procentní body
EUR	Euro	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PPI	ceny průmyslových výrobců
FECF	Foreign Exchange Consensus Forecasts	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	PZI	přímé zahraniční investice
FOMC	Federální výbor pro volný trh	repo	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	sazba	
HDP	hrubý domácí produkt	UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
HICP	harmonizovaný cenový index	USA	Spojené státy americké
HNP	hrubý národní produkt	USD	americký dolar
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HPH	hrubá přidaná hodnota	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)	ZoI	Zpráva o inflaci
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)	ZoMP	Zpráva o měnové politice
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4290,8	4387,8	4627,4	4740,8	4994,2	5154,3	5307,2	5014,3	5189,6	5317,3	5342,4	5503,4
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4141,9	4344,6	4627,4	4794,9	5116,8	5416,4	5793,9	5710,7	6107,0	6793,6	7405,2	7834,9
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,0	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,5	0,5	3,0
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,9	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,1	-0,9	-2,6	4,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,6	1,6	1,3
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,2	7,1	13,1	-3,9	6,5	7,7	4,5	-9,2	19,1	8,5	-6,1	-2,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,9	-6,0	0,8	6,2	2,9	4,8
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,3	-8,1	6,8	5,7	7,4	6,6
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,1	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,5	-8,2	13,2	5,7	2,8	4,9
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	295,5	283,3	276,7	337,5	401,7	338,1	338,4	315,6	96,8	102,0	312,8	413,7
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	11,2	2,1
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	27,6	1,3
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,3	-0,2
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,2	8,2	3,5
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-12,5	0,9
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	11,1	2,1
<i>Dílič cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	6,2	0,9
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	5,0	-3,7	-5,9	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-0,2	-7,2
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	4,7	6,5	8,8	7,9
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	5,1	7,2	9,7	8,5
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	1,5	0,9	-8,6	-2,2	5,8
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,5	8,6	5,0
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,7	0,4	2,9
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	2,9	2,4	2,5	2,8
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,7	4,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,9	0,7	1,3	1,8	1,5	1,2	-0,1	-1,6	-1,5	1,6	0,1	0,1
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	-0,3	0,9	0,1	0,2
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-310,6	-247,5	-286,0	-192,1
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,6	-3,9	-2,5
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,7	2997,1	3259,0	3459,3
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	44,1	44,0	44,2
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	69,0	-99,3	214,8	318,5
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,1	-1,5	2,9	4,1
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	105,0	89,9	109,6	124,2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-168,0	-415,3	8,5	85,1
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-2,8	-6,1	0,1	1,1
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-172,4	-140,0	-140,0
<i>Měnové kurzy</i>												
Kč/USD (průměr)	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,0	21,9
Kč/EUR (průměr)	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	23,7	24,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	8,8	11,5
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	6,6	4,4
3M PRIBOR (% , průměr)	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	6,8	4,6
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,3	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,0	4,0	2,7	0,5	1,4
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	9,2	6,8	2,6
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	11,0	35,0	4,2	0,1
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	108,8	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	80,6	75,8
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,2	3,1
USD/EUR (průměr)	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2022				čtvrtletí roku 2023				čtvrtletí roku 2024			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1329,6	1333,2	1329,6	1324,9	1326,6	1332,2	1337,9	1345,7	1357,4	1369,8	1382,6	1393,6
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1639,3	1678,0	1741,5	1734,7	1819,5	1831,5	1859,6	1894,7	1929,6	1954,7	1969,5	1981,1
HDP (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	4,7	3,5	1,5	0,3	-0,2	-0,1	0,6	1,6	2,3	2,8	3,3	3,6
HDP (% , mezičtvrtletně, reálně, sez. očištěno)	0,6	0,3	-0,3	-0,4	0,1	0,4	0,4	0,6	0,9	0,9	0,9	0,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	8,0	0,0	-5,2	-5,5	-5,9	-4,8	-1,6	2,2	4,0	4,3	4,3	4,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,0	1,4	-1,8	0,9	1,1	2,0	3,5	0,0	1,3	1,3	1,3	1,4
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	14,4	11,6	5,8	2,7	-2,1	-5,6	-8,1	-8,4	-7,0	-4,0	0,1	2,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	7,1	6,0	7,2	4,6	2,0	3,2	2,0	4,6	5,8	5,3	4,3	3,8
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	0,4	1,7	11,1	9,7	7,8	8,3	6,1	7,3	8,2	7,6	5,7	5,2
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	5,3	2,2	7,6	7,6	3,7	3,3	1,5	2,7	4,9	5,3	4,5	4,8
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	15,0	15,6	32,2	39,3	60,5	71,5	86,1	94,7	101,9	102,9	104,7	104,3
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	11,2	15,8	17,6	15,7	16,4	11,6	8,3	8,3	2,5	2,1	2,0	1,8
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	15,7	23,4	28,1	16,4	32,8	24,4	18,9	34,2	1,3	1,2	1,5	1,3
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	6,2	11,4	15,2	18,8	18,2	12,5	7,6	2,8	-0,2	-0,4	-0,2	0,0
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	10,5	13,8	14,7	13,9	11,9	9,2	6,7	5,1	4,3	3,6	3,2	2,9
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	36,9	46,3	36,1	15,1	-3,7	-19,1	-17,7	-9,6	0,2	1,2	1,3	0,9
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	10,8	15,6	17,4	14,7	16,4	11,6	8,2	8,3	2,4	2,1	1,9	1,8
<i>Dílič cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	21,8	27,7	25,9	21,8	15,0	5,3	2,8	2,4	-0,1	1,1	1,1	1,4
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	23,3	38,8	37,1	27,9	19,6	-4,7	-5,5	-7,4	-11,1	-7,0	-5,8	-4,7
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	7,3	4,4	6,2	7,9	9,1	8,6	8,9	8,7	8,9	8,2	7,5	6,9
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,1	4,6	7,1	8,9	9,4	9,4	9,9	9,9	9,9	9,0	8,0	7,2
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálně)	-3,5	-9,8	-9,7	-6,7	-6,3	-2,7	0,5	0,3	6,3	6,0	5,4	5,0
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	6,4	4,7	5,9	9,0	9,2	8,3	9,7	7,2	6,5	5,5	4,3	3,6
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	3,4	1,1	-0,1	-1,2	-1,2	0,4	1,0	1,5	2,3	2,7	3,2	3,4
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,4	2,5	2,4	2,2	2,4	2,5	2,5	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,3	3,3	3,4	3,7	3,6	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	2,3	2,2	1,2	0,9	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	0,8	1,1	0,8	0,9	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	6,1	-38,1	-51,5	-15,9	66,7	64,0	36,9	47,3	97,2	93,5	57,8	70,0
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	0,4	-2,2	-2,9	-0,9	3,9	3,4	2,0	2,4	5,4	4,8	2,9	3,4
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	24,2	31,2	28,7	5,8	17,5	36,8	33,2	22,1	34,2	32,5	28,7	28,9
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-19,2	-85,2	-227,2	-83,6	51,3	-3,5	-37,9	-1,4	93,9	9,6	-39,4	21,1
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-1,2	-5,0	-12,9	-4,7	3,0	-0,2	-2,0	-0,1	5,2	0,5	-2,0	1,0
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-16,4	-32,2	-32,3	-91,5	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0
<i>Měnové kurzy</i>												
Kč/USD (průměr)	22,0	23,1	24,4	23,9	22,2	21,9	22,0	22,0	22,0	22,0	21,9	21,9
Kč/EUR (průměr)	24,6	24,6	24,6	24,4	23,8	23,5	23,7	23,9	24,1	24,3	24,4	24,5
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	6,0	6,2	6,4	7,3	8,5	8,4	8,9	9,4	10,5	11,4	12,0	12,0
2T repo sazba (% , průměr)	4,2	5,6	7,0	7,0	7,0	7,0	6,5	5,8	5,2	4,5	4,1	3,8
3M PRIBOR (% , průměr)	4,6	6,0	7,3	7,3	7,2	7,2	6,7	6,0	5,4	4,7	4,3	4,0
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	4,6	3,1	1,9	1,5	1,0	0,4	0,2	0,6	0,9	1,2	1,6	1,8
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	0,6	0,6	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	6,6	8,8	10,2	11,2	9,4	7,7	6,2	4,2	3,4	2,8	2,4	2,1
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	30,9	36,3	43,1	29,8	16,8	7,5	-3,3	-2,1	-0,9	0,0	0,6	0,7
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	97,9	112,0	97,7	88,6	82,2	81,3	80,1	78,6	77,4	76,3	75,3	74,3
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,4	0,5	1,8	2,6	3,4	3,5	3,4	3,3	3,2	3,0	2,9
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

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

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

ISSN 2695-1150 (Print)
ISSN 2695-1169 (Online)