

Zpráva o měnové politice

— jaro 2024



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — jaro 2024

ČNB ČESKÁ
NÁRODNÍ
BANKA

www.cnb.cz

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 9. května 2024 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 26. dubnu 2024. 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
Inovovaný jádrový predikční model g3+	8
I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ	9
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	14
BOX 1 Efekty investic sektoru vládních institucí na inflaci	21
III. INFLACE	25
BOX 2 Několik pohledů na rozdílný vývoj cen služeb a zboží	31
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	33
PŘÍLOHA Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2022	46
SEZNAM ZKRATEK	52
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	53



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. Bankovní rada je o vznikající prognóze průběžně informována, diskutuje kontury rodícího se základního scénáře a zadává ke zpracování případné další prognostické scénáře. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoli jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

— Rozhodujeme o sazbách

Hlavním nástrojem měnové politiky ČNB je dvou týdenní 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 Zprávu 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 snížili sazby o 0,5 procentního bodu. 2T repo sazba se tak bude nacházet na 5,25 %. Jedná se již o čtvrté opatrné zmírnění restriktce naší měnové politiky.

Na začátku roku byla v České republice obnovena cenová stabilita. V únoru a v březnu inflace dokonce klesla přesně na 2% inflační cíl ČNB. Bankovní rada ale nadále spatřuje na výhledu mírně proinflační rizika. Jejich naplnění by znamenalo, že by se inflace v následujících čtvrtletích odpoutala od cíle směrem k horní hranici tolerančního pásma. Bankovní rada proto považuje za nezbytné vytrvat v přísné měnové politice a k dalšímu snižování sazeb přistupovat i nadále velmi opatrně.

Česká ekonomika se na konci loňského roku odrazila ode dna a její růst pokračoval i na začátku letošního roku. Oživuje zejména domácí poptávka. S poklesem inflace totiž dochází k obnovování růstu reálných příjmů domácností. Ekonomika se nicméně nadále nachází pod potenciálem.

Známky rychlejšího oživení ekonomiky vedly k posunu naší prognózy směrem k vyššímu hospodářskému růstu v letošním i příštím roce. Výše se nachází také modelová trajektorie úrokových sazeb. Ta se posunula blíže k úrovním, které v předchozích měsících komunikovala bankovní rada. Inflace se dle prognózy bude pohybovat na celém horizontu výhledu v těsné blízkosti inflačního cíle ve výši 2 %.

Přestože ČNB začala v prosinci loňského roku postupně snižovat úrokové sazby, boj s inflací nekončí. Úrokové sazby zůstávají v reálném vyjádření zřetelně kladné a tlumí inflaci. Bankovní rada potvrzuje své odhodlání pokračovat v přísné měnové politice tak, aby se inflace dlouhodobě stabilizovala poblíž dvouprocentního cíle.

Bankovní rada ujišťuje veřejnost, že kroky ČNB budou dostatečné k udržení 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

guvernéř

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada na svém květnovém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,50 procentního bodu na 5,25 %, a pokračovala tak v cyklu uvolňování měnové politiky, který započal koncem minulého roku. S jarní prognózou je konzistentní další pokles tržních úrokových sazeb. Ten přispěje k udržení tempa růstu cen v blízkosti 2% cíle centrální banky na celém výhledu. Inflace v loňském roce výrazně poklesla a pokračující dezinflační proces v únoru a březnu letošního roku vyústil v dosažení cíle ČNB. Ochlazování domácích cenových tlaků je patrné mimo jiné v setrvalém poklesu jádrové inflace, do jejíhož vývoje se promítá tlumící efekt předchozího přísného nastavení měnové politiky. Na pokles inflace působí také jen pomalé zotavování růstu domácí ekonomické aktivity. To je důsledkem stále zvýšené opatrnosti českých domácností, fiskální konsolidace i hospodářských problémů našeho největšího obchodního partnera, německé ekonomiky. Brzdící efekt uvedených faktorů růstu české ekonomiky však postupně odezní a dynamika hrubého domácího produktu zrychlí až ke 3 % v příštím roce. Faktorem, který může brzdit pokles domácích úrokových sazeb, je zejména možné pozdější a pomalejší snižování zahraničních úrokových sazeb (ze strany ECB a zejména amerického Fedu) a jeho dopad do kurzu koruny. Pomalejší tempo snižování sazeb oproti základnímu scénáři jarní prognózy odráží v souhrnu mírně proinflační vnímání jeho rizik a nejistot ze strany bankovní rady a je vyjádřením jejího obezřetného přístupu k uvolňování měnové politiky. Ten povede k dosažení cíle i v případě naplnění proinflačních rizik.

V České republice se obnovila cenová stabilita, když během prvního čtvrtletí letošního roku inflace poklesla na úroveň 2% cíle ČNB. V tom se projevilo zejména výrazné zpomalení růstu regulovaných cen energií spojených s bydlením. Ve stejném směru působilo zlevňování potravin v důsledku poklesu cen zemědělských komodit v prostředí spíše nevýrazného oživení spotřeby českých domácností. Významný je vedle toho také setrvalý pokles jádrové inflace, který trvá již druhým rokem. Projevuje se v něm zpomalování růstu cen zahraničních vstupů a předchozí déletrvající útlum domácí poptávky ovlivněný i přísnou měnovou politikou ČNB. Dochází tak k poklesu ziskových přírůžek výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb k jejich nákladům. Růst cen služeb v rámci jádrové inflace sice zůstává zvýšený, ale z historického pohledu již příliš nevybočuje.

Podle prognózy se inflace během jarních měsíců mírně zvýší, a to vlivem zdražení pohonných hmot u čerpacích stanic a zmírnění poklesu cen potravin. I tak se bude cenový růst nacházet bezpečně v horní polovině tolerančního pásma cíle centrální banky. Také v dalším průběhu letošního roku a začátkem roku příštího se bude meziroční růst spotřebitelských cen pohybovat lehce nad 2% cílem ČNB. Bude tomu tak proto, že regulované ceny i v letošním roce porostou zvýšeným tempem, k čemuž nejvýrazněji přispívá lednové zdražení elektřiny pro domácnosti. Jeho vliv odezní až v příštím roce. Protiinflačně bude naopak působit pokračující snižování ziskových marží podniků při zmírňujícím růstu jejich celkových výrobních

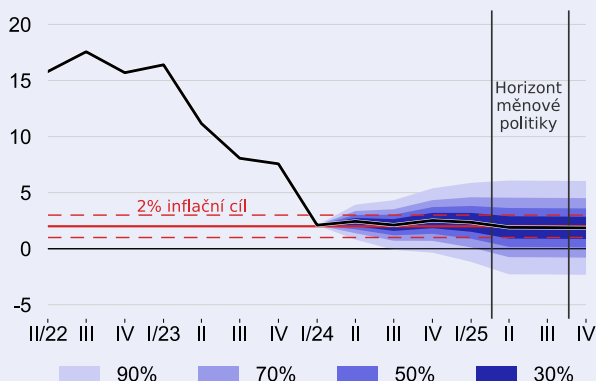
nákladů. Ve výsledku se na horizontu měnové politiky, tedy ve druhém a třetím čtvrtletí 2025, bude tempo růstu spotřebitelských cen nacházet v těsné blízkosti 2% cíle ČNB.

Česká ekonomika se začíná zotavovat z útlu, kterým prošla v uplynulém roce. Tahounem zvyšování hospodářského výkonu bude ožívání růstu soukromé spotřeby v důsledku obnoveného růstu kupní síly domácností. To bude podpořeno postupným snižováním míry úspor a zvyšováním donedávna spíše opatrného nákupního apetitu spotřebitelů. Vedle toho dojde ke stabilizaci vývoje zásob. Ožívání české ekonomiky však bude letos tlumeno konsolidačním balíčkem, kvůli kterému bude fiskální politika v roce 2024 působit restriktivně. Růst fixních investic zůstane v letošním roce solidní i přes pomalé ožívání zahraniční poptávky s patrným negativním vlivem Německa. Růst soukromé investiční aktivity bude současně brzděn nadále restriktivním nastavením zahraniční i domácí měnové politiky, která bude mimo jiné tlumit počínající oživení trhu s bydlením. Kladný příspěvek čistého vývozu zboží a služeb k růstu hrubého domácího produktu bude v letošním roce postupně vyprchávat, a to i přes postupné oživení zahraniční poptávky a návazně i českého vývozu. Zrychlení růstu tuzemské ekonomiky v roce 2025 ke 3 % se bude opírat zejména o domácí poptávku v čele se spotřebními výdaji domácností a tvorbou hrubého kapitálu.

Napětí na tuzemském trhu práce klesá jen pozvolna. Míra nezaměstnanosti, dlouhodobě jedna z nejnižších

Inflace se bude nacházet v blízkosti 2% cíle ČNB na celém výhledu včetně horizontu měnové politiky

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Letos se znovu nastartuje růst české ekonomiky, který v příštím roce dále zrychlí až téměř ke 3 %

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

	2023	2024	2025
Celková inflace (%)	10,7 (0,0)	2,3 (-0,3)	2,0 (0,0)
HDP	-0,2 (0,3)	1,4 (0,8)	2,7 (0,3)
Průměrná nominální mzda	7,5 (0,1)	7,2 (1,4)	6,1 (0,3)
Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)	7,1 (0,0)	5,0 (1,1)	3,6 (1,0)
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,0 (0,0)	25,1 (0,5)	24,8 (0,5)

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

v rámci EU, se však začíná postupně lehce zvyšovat. Počet uchazečů o zaměstnání se začátkem letošního roku po delší době přehoupl nad počet volných pracovních míst. Trh práce se bude letos dále postupně ochlazovat kvůli zpožděnému dopadu předchozího útlumu tuzemské ekonomiky. Vzhledem k jeho dosavadní odolnosti to však nebude znamenat rychlý nárůst počtu lidí bez práce, ale spíše jeho pozvolné zvyšování. Mzdová dynamika v tržních odvětvích se letos udrží na solidních hodnotách, neboť se v ní projeví mimo jiné plošný nárůst mezd, a to zejména základních tarifů. To se s přispěním srovnávací základny odrazí ve zrychlování meziroční mzdové dynamiky v podnikové sféře v průběhu letošního roku. Růst mezd ve veřejné sféře bude naproti tomu utlučený vlivem rozpočtových úspor.

Měnový kurz se po oslabení na přelomu roku stabilizoval během března a dubna na hodnotách kolem 25,3 CZK/EUR. V jeho dalším vývoji se bude na jednu stranu odrážet pokračující snižování tuzemských úrokových sazeb a související očekávání trhu na pokračující zužování úrokového rozpětí vůči sazbám v eurozóně. Na druhou stranu bude působit narůstající přebytek výkonové bilance na pozadí obnovené reálné konvergence tuzemské ekonomiky. Ve výsledku se tak bude koruna nacházet v těsné blízkosti 25 CZK/EUR do začátku příštího roku a v jeho dalším průběhu posílí mírně pod tuto hladinu.

S prognózou je konzistentní další pokles tržních úrokových sazeb. Přesto po většinu roku 2024 bude měnová politika působit nadále restriktivně, a to prostřednictvím úrokové složky. To povede k ukotvení znovuobnovené cenové stability v České republice v podmínkách odezdnívání růstu nákladů a při potlačných poptávkových inflačních tlacích.

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu jako mírně proinflační. Rizikem v tomto směru je pomalejší odezdnívání zvýšených inflačních očekávání, což by se při napjatém trhu práce mohlo projevit v silnějších mzdových požadavcích. Dalším proinflačním rizikem je vyšší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb a přerušení dezinflace u obchodovatelných statků, která doposud vyplývala zejména z odeznění problémů na straně nabídky. Rizikem pro růst cen obchodovatelných statků je také vývoj kurzu koruny, který by mohl vést k nárůstu cen dováženého zboží. Na delším horizontu je proinflačním rizikem možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé ekonomiky. Nejistotou výhledu zůstává budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

Inovovaný jádrový predikční model g3+

Počínaje Zprávou o měnové politice – jaro 2024 je makroekonomická prognóza ČNB zpracována pomocí inovované verze jádrového predikčního modelu g3+. Model g3+ je stěžejním analyticko-prognostickým nástrojem ekonomů sekce měnové ČNB, který zajišťuje mj. vzájemnou konzistenci prognózovaných makroekonomických veličin. Provedené úpravy a vylepšení jádrového modelu jsou dalším krokem v rozvoji prognostické praxe ČNB. Inovace přitom zohledňují mimořádné ekonomické jevy posledních let a také dlouhodobé zkušenosti ekonomů sekce s používáním jádrového predikčního modelu g3+ v uvedeném období. Tyto inovace i jejich motivace přitom byly detailně popsány již v [Příloze Zprávy o měnové politice – zima 2024](#), kde byla zároveň představena i stínová prognóza připravená pomocí inovovaného modelu.

Charakteristickou vlastností mimořádných ekonomických jevů posledních let byly krátké a prudké výkyvy na nabídkové straně ekonomik a ve vývoji cen energií. Rozšíření modelových vazeb v zahraniční i v domácí části modelu pomáhají věrněji popisovat ekonomické prostředí, přičemž umožňují zachycovat tyto jevy strukturálním způsobem – tedy vnitřně konzistentně, objektivně a replikovatelně. Bohatší struktura modelu poskytuje detailnější analýzu ekonomického vývoje, jako je konzistentní odhad pozice zahraniční ekonomiky v rámci hospodářského cyklu či věrnější zachycení role cen energií ve výrobním procesu. Úprava nastavení rovnovážných hodnot modelu v oblasti zahraniční obchodní výměny odpovídá pozorovanému ekonomickému vývoji v delší historii a také předpokládanému vývoji české ekonomiky dále do budoucna. Inovovaný model v souhrnu vykazuje lepší schopnost popsat a interpretovat pozorovaný ekonomický vývoj, a to nejen v období před pandemií a energetickou krizí, ale také při zahrnutí turbulentních let 2020–2023.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Hospodářský růst eurozóny letos ožíví a jeho dynamika dále zesílí v příštím roce. Odeznění nákladových tlaků z vysokých cen energií působí na zpomalování inflace v efektivní eurozóně a tím i na růst reálných příjmů domácností. Intenzita zdražování služeb v rámci indexu spotřebitelských cen však zatím zůstává na zvýšené úrovni. Pokles celkové inflace nicméně umožní ECB začít snižovat úrokové sazby, dle tržních očekávání i komunikace ECB k tomu dojde v červnu. První snížení měnověpolitických úrokových sazeb ve Spojených státech trh očekává až v průběhu druhého pololetí. V důsledku uvolnění měnových podmínek ožíví investice firem a ekonomika efektivní eurozóny ke konci letošního roku znatelně zvýší svůj výkon. Aktuální pokles cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně se bude v průběhu letošního roku postupně zmiřňovat a v příštím roce již budou výrobní ceny růst.

Globální hospodářský růst je tažen zejména rozvíjejícími se ekonomikami (Čínou a Indií), nicméně i růst v eurozóně bude postupně oživovat, zatímco dynamičtější americká ekonomika mírně zpomalí

Růst ekonomik rozvíjejících se zemí na základě předstihových ukazatelů v prvním čtvrtletí 2024 dále zrychloval, a to jak ve výrobním sektoru, tak ve službách. Inflační tlaky v těchto zemích přesto slábnou a pokračování příznivého vývoje se očekává i v následujících měsících. Ekonomický růst v eurozóně pozvolna ožíví, americká ekonomika naopak lehce zbrzdí (Tab. I.1).

Ve vyspělých zemích se obavy z ekonomické recese oproti konci minulého roku snížily. Stále přetrvávají inflační tlaky ve službách. Zdražování průmyslového zboží naopak slábne vlivem volných výrobních kapacit v Číně. Nákladové tlaky již nejsou zvyšovány ani problémy v dodavatelských řetězcích, které byly na začátku roku způsobeny růstem geopolitického napětí v oblasti Rudého moře. V současnosti se situace v dodavatelských řetězcích opět nachází poblíž historického průměru. Obnovený globální růst poptávky po spotřebním zboží přesto představuje riziko pro budoucí vývoj inflace. Centrální banky vyspělých zemí proto zůstávají opatrné a slábne očekávání brzkého začátku snižování jejich měnověpolitických sazeb, zejména v USA. Nicméně tento fakt zatím z globálního pohledu nedopadá negativně na důvěru v podnikatelském sektoru. Ta již několik měsíců roste a v březnu se dostala na dvouleté maximum.

Objem globálního obchodu se po dvouletém snižování v březnu téměř stabilizoval. Zmírnil se pokles v odvětví zpracovatelského průmyslu, zatím ale zejména zásluhou rozvíjejících se zemí (Graf I.1), a současně zrychlil růst obchodu se službami.

Vývoj spotřebitelských cen se liší napříč regiony. Čína se po několikaměsíční deflační epizodě vrátila v lednu letošního roku k mírné inflaci. V eurozóně meziroční růst cen postupně slábne, zatímco v USA cenové tlaky

Tab. I.1

Hospodářský růst v eurozóně bude pozvolna nabírat dech, zatímco v USA se očekává mírné zpomalení

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

	2022	2023	2023	2023	2024	2025
		3Q	4Q			
Eurozóna	3,5	0,5	0,1	0,1	0,5	1,4
USA	1,9	2,5	2,9	3,1	2,3	1,7
Spojené království	4,3	0,1	0,2	-0,2	0,3	1,2
Čína	3,0	5,2	4,9	5,2	4,7	4,4
Indie	6,5	7,7	8,8	9,0	6,6	6,7

Jako jeden z důležitých indikátorů na trhu s ropou slouží oficiální prodejní ceny saúdskoarabské ropné společnosti Saudi Aramco. Společnost je vyhledává zvláště pro své zákazníky v Asii, Evropě a USA, a to vždy na následující měsíc formou prémie či diskontu vůči cenám lokálních benchmarků. Zákazníci se pak rozhodují, kolik ropy v daném měsíci odeberou v rámci předem domluveného smluvního intervalu (minimálního a maximálního odběru) na základě uzavřených dlouhodobých kontraktů. Ostatní obchodníci předpokládají, že Aramco má lepší a včasější informace, a proto z vývoje oficiálních prodejních cen odhadují aktuální stav poptávky a nabídky na fyzickém trhu s ropou. U květnových dodávek se zvýšily ceny zejména pro asijské zákazníky a především pro těžší druhy ropy, kterých je z důvodu omezené produkce OPEC+ na trhu nedostatek. To jen potvrzuje rostoucí napětí na fyzickém trhu s ropou a možný tlak na další růst cen ropy v letních měsících.

opět sílí¹, zejména kvůli přetrvávajícímu napětí na trhu práce a s tím spojenému silnému růstu mezd. Dalším faktorem je i aktuální nárůst ceny ropy a pohonných hmot.

Cena ropy Brent se v dubnu dostala na hranici 90 USD/barel. Pokračovala tak ve svém růstu započatém na začátku letošního roku v reakci na zpřísněné sankce na vývoz ruské ropy a pokračující omezení těžby v rámci aliance OPEC+. K růstu ceny ropy přispělo i zlepšení výhledu čínské ekonomiky. Počátkem dubna se k tlaku na její růst přidalo silící geopolitické napětí na Blízkém východě a omezení vývozu ropy z Mexika. Tržní výhled ceny ropy Brent se z aktuálně zvýšených úrovní navrácí na konci horizontu prognózy k hodnotám 77 USD/barel. Silná globální poptávka však může ještě do léta přispět ke zvýšení napětí na trhu s ropou, což představuje (v závislosti na reakci aliance OPEC+) riziko výhledu směrem nahoru. S aktuálním růstem ceny ropy se zvýšil i tržní výhled pro velkoobchodní ceny benzínu. K růstu se v prvním čtvrtletí roku 2024 obrátily také indexy potravinářských komodit a průmyslových kovů (Graf I.2).

Růst HDP efektivní eurozóny se obnoví, neboť s poklesem inflačních tlaků oživí spotřeba domácností a prorůstově bude působit i uvolnění měnové politiky

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v závěru loňského roku stagnovala² vlivem slabé globální poptávky, stále relativně zdrženlivého nákupního apetitu domácností v zemích platících eurem a v neposlední řadě i kvůli poklesu zásob. Restriktivně působila také přísná měnová politika ECB, která odrazovala firmy od investic. Utlumený růst HDP je očekáván ještě v prvním čtvrtletí, nicméně v dalším průběhu letošního roku bude hospodářství eurozóny oživovat (Graf I.3). Tahounem oživení bude zrychlování růstu reálných příjmů domácností i globální poptávky. Ve střednědobém horizontu bude ekonomika podporována postupným uvolňováním měnové politiky ECB.

Doposud vážnou zotavování německé ekonomiky z útlumu začalo zrychlovat v důsledku překvapivě rychlého a plošného růstu německé průmyslové produkce za únor, který snižuje pravděpodobnost technické recese tamní ekonomiky. Podle údajů německého statistického úřadu se dařilo obzvláště automobilovému a chemickému průmyslu. Dochází přitom ke zřetelné obnově produkce v energeticky náročných odvětvích. Německo se tak pozvolna vymaňuje z dopadů energetické krize. Růst zaznamenalo díky příznivému počasí i stavebnictví. Poklesla rovněž

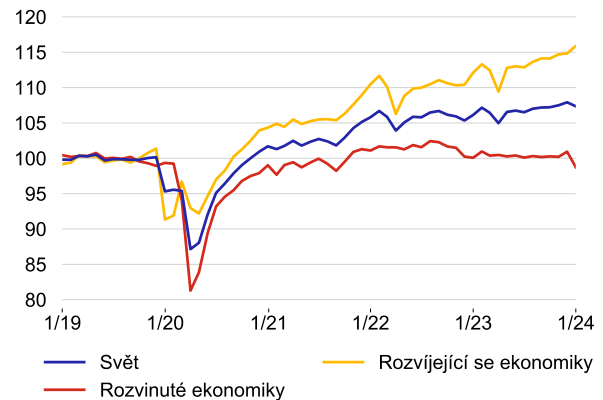
1 Meziroční růst spotřebitelských cen ve Spojených státech v březnu zrychlil na 3,5 % z únorových 3,2 %, což je o něco vyšší hodnota, než očekávali analytici.

2 Ve čtvrtém čtvrtletí 2023 ekonomický výkon efektivní eurozóny mezičtvrtletně mírně poklesl o -0,1 %. Meziročně vzrostla efektivní eurozóna o 0,2 %.

Graf I.1

Průmyslová produkce ve vyspělých zemích zaostává za vývojem v rozvíjejících se ekonomikách

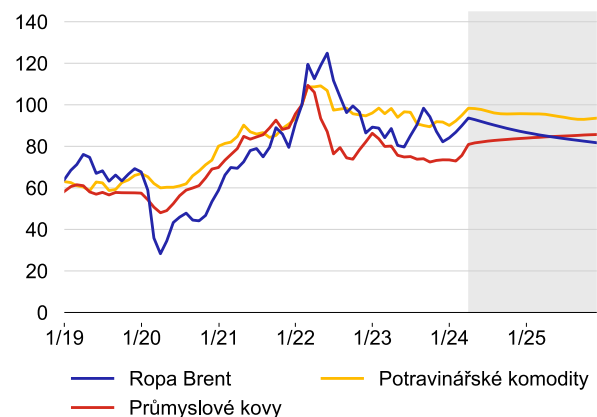
globální průmyslová výroba, rok 2019 = 100, pramen: World Trade Monitor (leden 2024)



Graf I.2

Cena ropy Brent od začátku letošního roku vzrostla, její výhled ale zůstává klesající

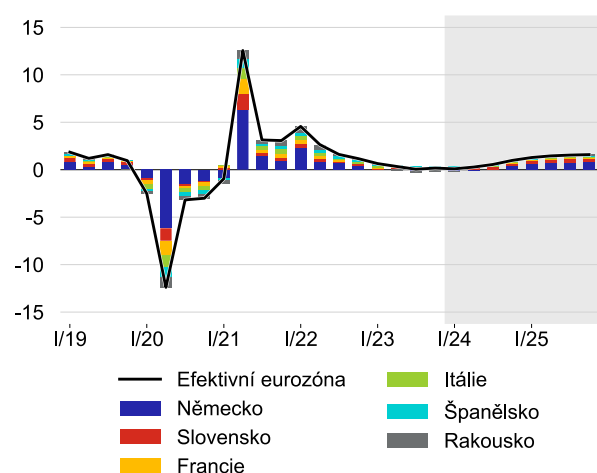
ceny vybraných komodit, index: únor 2022 = 100, pramen: Bloomberg, výpočet ČNB



Graf I.3

Na výhledu německá ekonomika opět přispěje k růstu HDP efektivní eurozóny

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



předchozí zvýšená nemocnost. Pozitivní situaci kazí pouze přetrvávající nedůvěra spotřebitelů, která se projevila dalším propadem tržeb v maloobchodě. Německo se tak zřejmě nyní odráží ode dna, strukturální problémy však přetrvávají a budou nadále znamenat nejistotu pro střednědobý výhled tamní ekonomiky.

Také na Slovensku rychle odeznívá inflace v důsledku poklesu cen na komoditních trzích a přísných měnových podmínek v eurozóně jako celku. Finanční situace slovenských domácností se zejména v letošním roce zlepšila za přispění přetrvávajícího zmrazení cen energií. Rizika pro střednědobý výhled Slovenska však plynou z potřebné fiskální konsolidace³, která může utlumit ekonomiku a současně způsobit opětovné zrychlení růstu cen.

Ve Francii a v Itálii bude hospodářský růst v letošním roce výrazněji tažen zejména spotřebou domácností a nárůstem investiční aktivity. Oživení v letošním roce čeká i rakouskou ekonomiku, která loni zaznamenala jeden z nejhlubších poklesů HDP v zemích eurozóny (-0,7 %). Tento propad byl navíc patrný napříč všemi sektory tamní ekonomiky. Naproti tomu ekonomika Španělska, která je závislá zejména na sektoru služeb, v loňském roce solidně rostla (2,5 %) a letos u ní naopak dojde k mírnému zchlazení. Lepší situaci v sektoru služeb ve srovnání s průmyslem v eurozóně dokumentuje předstihový ukazatel (indikátor důvěry) Evropské komise (Graf I.4). Pracovní trh v eurozóně zůstává odolný, čemuž odpovídá očekávaný zvýšený růst nominálních mezd v následujících dvou letech.

V souhrnu ekonomika efektivní eurozóny v prvním čtvrtletí 2024 mírně mezičtvrtletně vzroste.⁴ Za celý letošní rok se sice HDP zvýší pouze o 0,5 %, ale v příštím roce se jeho růst dočká výraznějšího oživení (1,5 %). To povede k pozvolnému uzavírání záporné mezery výstupu efektivní eurozóny, která nicméně až do konce horizontu prognózy zůstane v negativním pásmu.

Ceny průmyslových výrobců budou zejména vlivem jejich energetické složky pokračovat během letošního roku v poklesu, k růstu se vrátí až v roce 2025

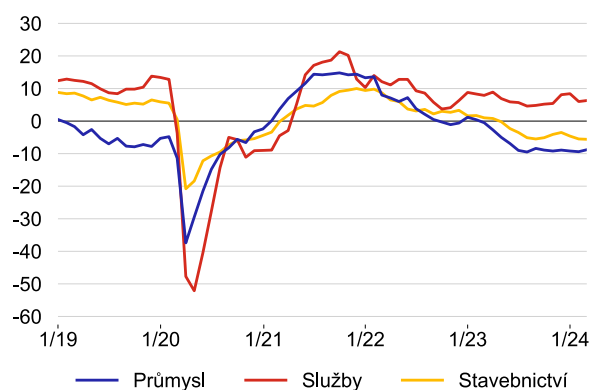
Pokračování meziročního poklesu cen energií, zejména burzovních cen zemního plynu a elektřiny v Evropě, bude v průběhu letošního roku hlavním faktorem snižování cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně (Graf I.5). Vedle toho se v doposud pozorovaném poklesu jádrových výrobních cen odrážela zhoršená ekonomická situace v evropském průmyslu. Jádrové výrobní ceny však začnou růst již v polovině

Ekonomický vývoj v zahraničí je pro potřeby modelu aproximován vývojem v efektivní eurozóně. Jednotlivé země eurozóny jsou váženy podle jejich podílu na českém vývozu. S přechodem na inovovaný jádrový predikční model dochází od jarní prognózy roku 2024 ke změně agregátu zemí eurozóny pro HDP, HICP a PPI. Dosud používaný agregát sedmnácti zemí eurozóny sloužící pro popis vývoje na minulosti, doplněný výhledem pro pět nejdůležitějších obchodních partnerů ČR (Německo, Slovensko, Francii, Itálii a Španělsko) je nahrazen agregátem šesti zemí jak na minulosti, tak na výhledu. K uvedeným pěti zemím přibylo Rakousko. Největší váhu si stále zachovávají Německo (59 %) se Slovenskem (14 %), žádná ze zbývajících zemí nepřekračuje 8% podíl. Původní a nové trajektorie výše uvedených veličin jsou si velmi podobné. Zároveň došlo k metodologické změně v rozkladu celkového PPI efektivní eurozóny na jádrovou a energetickou složku. Dříve používané členění zahrnovalo v energetické složce pouze ta průmyslová odvětví, jejichž cenový vývoj byl silně korelovaný s vývojem ceny ropy. Cenový vývoj ve zbývajících odvětvích byl pak reprezentován vývojem jádrových cen ve výrobní sféře. Počínaje touto prognózou energetická složka výrobních cen odpovídá celé kategorii MIG energie (v členění ekonomických aktivit MIG, Main Industrial Grouping, standardně publikovaném Eurostatem). Výrobní ceny bez takto rozšířeného okruhu cen energií pak nově představují jádrovou složku výrobních cen.

Graf I.4

Konjunkturální situace v sektoru služeb v eurozóně vyznívá ve srovnání s ostatními sektory pozitivněji

indikátory důvěry, sezonně očištěno, pramen: Evropská komise



³ Rozpočtový deficit dosáhne svého vrcholu v roce 2024 na úrovni přes 6 % HDP, což je nejvíce za posledních čtrnáct let.

⁴ Podle předběžného odhadu Eurostatu HDP v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2024 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3 %, meziročně se zvýšil o 0,4 %. Tento údaj byl zveřejněn 30. dubna 2024, tedy po uzávěrce prognózy.

letošního roku společně s oživením ekonomické aktivity a očekávaným meziročním růstem cen průmyslových kovů a potravinářských komodit. Dynamika jádrových výrobních cen bude v příštím roce zesilovat. V souhrnu ceny průmyslové produkce klesnou v letošním roce o 5,4 %, v roce 2025 vzrostou o 0,8 %. Nejhlubší pokles bude letos zaznamenán na Slovensku, naopak nejmělkčí v Německu.

Pozvolné odeznívání nákladových šoků a přísné měnové podmínky se promítly do poklesu inflace spotřebitelských cen v eurozóně. To bylo patrné zejména u průmyslového zboží, zatímco růst cen služeb zůstává zvýšený (Graf I.6). Potvrzuje se tak, že adaptace sektoru služeb na znovuotevření po covidových omezeních a zejména jejich zotavení z následného dopadu energetického a inflačního šoku je zdoluhavější proces. Dezinflace bude nicméně pokračovat i letos, kdy se naplno projeví předchozí zvýšení úrokových sazeb ze strany ECB. Inflace v efektivní eurozóně poklesne v souhrnu za celý letošní rok na 2,6 %. K 2% cíli ECB se v průměru přiblíží v následujícím roce.

První snížení sazeb ECB je na dohled, zatímco u Fedu se odkládá na druhou polovinu roku, euro bude přesto vůči americkému dolaru posilovat

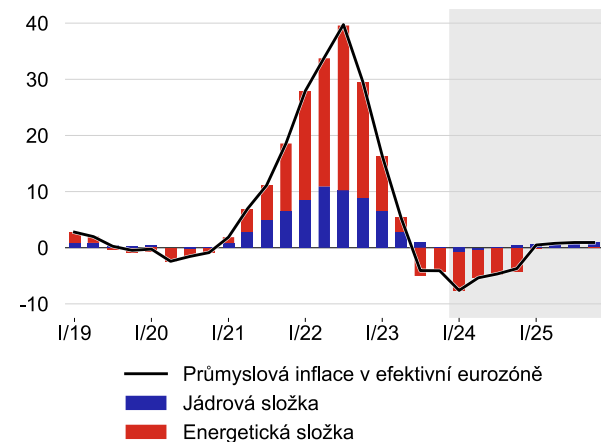
Příznivější dezinflační vývoj v eurozóně ve srovnání se Spojenými státy vede trhy k očekávání, že ECB sníží sazby dříve než Fed. U něj se letos očekává i menší razance snižování základních sazeb. ECB na svém dubnovém jednání ponechala sazby beze změny, nicméně ve své komunikaci (v souladu s očekáváním trhů) naznačila připravenost snížit sazby v červnu. Výhled sazby 3M EURIBOR je proto klesající (Graf I.7), naopak dlouhodobé výnosy se od začátku roku mírně zvýšily. Nejistá je i s ohledem na další vývoj inflace intenzita snižování sazeb ECB v dalším průběhu letošního roku. Aktuálně se jeví jako pravděpodobný opatrnější postup, tedy že ECB přistoupí celkově ke třem standardním snížením úrokových sazeb v letošním roce. ECB vedle toho pokračuje v postupném snižování své bilance, což se promítá v odhadu stínové sazby, která zachycuje současně konvenční i nekonvenční měnovou politiku. Pokud jde o Fed, aktuální očekávání trhů naznačuje v letošním roce jediné snížení úrokových sazeb v USA, a to v září.

Kurz eura vůči americkému dolaru v průběhu března oslaboval. Impulzem k výraznějšímu oslabení eura v dubnu bylo zveřejnění vyšší než očekávané březnové inflace ve Spojených státech. Na horizontu prognózy je nicméně očekáváno posilování eura až k hodnotě 1,13 USD/EUR. Důvodem je důvěra v postupné zlepšení kondice evropské ekonomiky a naopak pravděpodobné zvolnění té americké, a v neposlední řadě i odeznění nákladového šoku z vysokých cen zemního plynu a elektřiny, který byl v Evropě oproti Spojeným státům výrazně silnější.

Graf I.5

Meziroční pokles cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně bude letos tažen zejména energetickou složkou

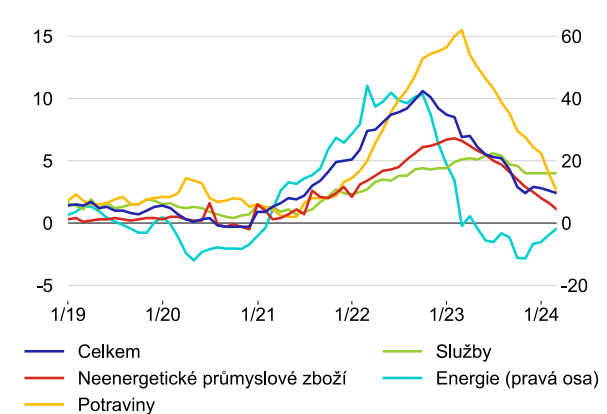
meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.6

Růst cen služeb v eurozóně zůstává nadále relativně vysoký – na rozdíl od cen zboží

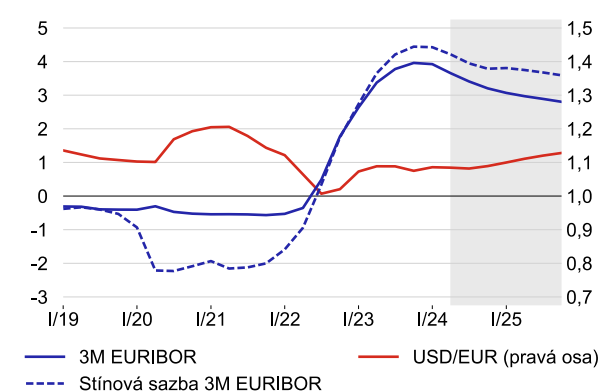
složky HICP inflace v eurozóně, meziroční změny v %



Graf I.7

Úrokové sazby v eurozóně by podle finančních trhů měly letos zamířit dolů, pokles stínové sazby bude tlumen očekávaným snížením tempa reinvestic ze strany ECB

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



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2023	2024	2025	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	0,3 (0,1)	0,5 (0,0)	1,5 (0,0)	Očekávání postupně oživujícího ekonomického růstu efektivní eurozóny z minulé prognózy se nemění.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	6,7 (0,3)	2,6 (0,8)	2,2 (0,4)	Prognóza spotřebitelské inflace se zvyšuje zejména vlivem výraznějšího dopadu konce energetických podpůrných opatření na růst energetické složky a vyššího výhledu mzdového růstu.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,8 (2,4)	-5,4 (-1,8)	0,8 (0,4)	V poklesu predikce cen průmyslových výrobců se pro letošní rok promítá zejména hlubší propad energetické složky, a to zejména kvůli jejímu výraznému poklesu počátkem roku na Slovensku.
Cena ropy Brent	USD/barel	82,2 (0,0)	84,2 (8,1)	79,1 (6,0)	Výhled ceny ropy Brent se posouvá výrazně výše kvůli silícímu napětí na Blízkém východě a přísnějším sankcím na vývoz ruské ropy.
3M EURIBOR	% procentní body	3,4 (0,0)	3,5 (0,4)	2,9 (0,5)	Ve vyšším výhledu tržních úrokových sazeb se odráží pomaleji odeznívající inflace v eurozóně a opatrnost ECB před započítáním snižování úrokových sazeb.
Měnový kurz	USD/EUR	1,08 (0,00)	1,09 (-0,01)	1,11 (-0,01)	Očekávání lehkého posilování kurzu eura vůči dolaru se oproti minulé prognóze téměř nemění.

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 po útlumu v loňském roce letos vzroste. Hlavním tahounem tohoto oživení bude spotřeba domácností, podpořená obnoveným růstem reálných mezd, zlepšujícím se sentimentem a snižující se mírou úspor v návaznosti na klesající úrokové sazby. Spotřebitelský apetit bude naopak tlumen dopady fiskálního konsolidačního balíčku. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se letos výrazně sníží kvůli utlumené zahraniční poptávce, dané zejména ekonomickými obtížemi Německa. Tvorba hrubého fixního kapitálu setrvale poroste vlivem pokračující investiční aktivity soukromého podnikového sektoru. Naopak tvorba zásob se ustálí na nízkých předkrizových hodnotách. V celoročním úhrnu letos český HDP vzroste o 1,4 % a stále se bude nacházet pod svým potenciálem. V příštím roce růst ekonomické aktivity zrychlí ke 3 %. K tomu přispěje zejména zesilující oživení růstu spotřeby domácností podpořené zvýšeným růstem reálných mezd a dalším poklesem míry úspor. V menší míře bude zrychlení ekonomického růstu v příštím roce taženo také soukromou i vládní investiční aktivitou a oživením zahraniční poptávky. Napětí na trhu práce se bude dále postupně snižovat. Nominální mzdy v tržní sféře porostou stále svižným tempem.

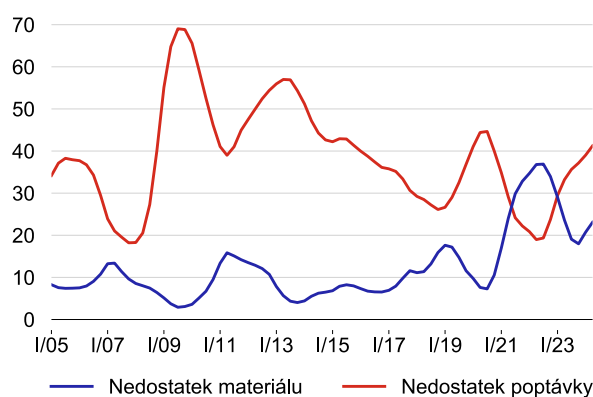
Růst hospodářské aktivity se letos obnoví a v příštím roce dynamika HDP dále zrychlí

Domácí poptávka v letošním roce ožíví. Potáhne ji zejména obnovený růst spotřeby domácností, která bude podpořena především rychlým růstem reálných příjmů. Spotřebitelský apetit posílí i vlivem zlepšujícího se sentimentu a klesajícími úrokovými sazbami. Naopak konsolidační balíček bude schopnost utrácet tlumit. Solidní bude též růst fixních investic, byť bude lehce pomalejší než v minulém roce. S postupným oživením zahraniční poptávky a klesajícími úrokovými sazbami zrychlí růst soukromých investic, zatímco investice vládních institucí mírně poklesnou. Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích vyvolané pandemií a energetickou krizí již z velké části odezněly, což dokládá absolutní pokles stavu zásob na konci loňského roku. Nedostatek materiálu již pro firmy totiž není tolik výrazným problémem jako v předchozích dvou letech (Graf II.1) a odpadá tak potřeba masivního předzásobení. Změna stavu zásob se ustálí na nízkých předkrizových hodnotách. Vývozně orientované průmyslové firmy naopak začínají jako hlavní faktor limitující produkci vnímat nedostatek poptávky (zejména zahraniční) (Graf II.1). Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se tak výrazně sníží, zůstane ovšem mírně kladný. Domácí ekonomická aktivita bude ve výsledku stále svižněji meziročně růst (Graf II.2).⁵ V celoročním úhrnu HDP vzroste o 1,4 %. V roce 2025 jeho růst zrychlí na 2,7 %.

Graf II.1

Pokles podílu podniků hlásících nedostatek materiálu jako faktor limitující produkci se zastavil, podíl podniků hlásících pokles poptávky roste

podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících jako faktor limitující produkci nedostatek materiálů či zařízení, respektive nedostatečnou poptávku, řady vyhlazeny HP filtrem (lambda = 1), pramen: Konjunkturální průzkum ČSÚ



⁵ Podle předběžného odhadu ČSÚ v prvním čtvrtletí 2024 český HDP vzrostl mezičtvrtletně o 0,5 % a meziročně o 0,4 %, což je nepatrně nad prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 30. dubna 2024, tedy po uzávěrci prognózy.

Růst spotřeby domácností bude v návaznosti na svižný růst reálných mezd rychle oživovat

Celková důvěra v ekonomiku⁶ sice setrvává na nižších úrovních oproti dlouhodobému průměru, spotřebitelský sentiment však od konce loňského roku setrvale roste. Signály z trhu práce naznačují svižný mzdový růst a společně s postupným poklesem úrokových sazeb předznamenávají pro letošní první pololetí slibnou spotřebu domácností. To nerozporují ani data ohledně tržeb v maloobchodě a ve službách ze začátku roku. Domácnosti tak vzdorují negativním vlivům fiskálního konsolidačního balíčku a jejich spotřeba se mezičtvrtletně zvýšila. Díky obnovené cenové stabilitě spotřeba domácností po téměř dvou letech vzroste i v meziročním vyjádření (Graf II.3). Stabilně rostoucí reálné mzdy budou navíc podporovat spotřebu po celý rok a její růst bude postupně zrychlovat. Úhrnem za celý letošní rok spotřeba domácností vzroste zhruba o 2,5 %.

V příštím roce bude obnovený růst reálných příjmů domácností pokračovat, přičemž jeho meziroční tempo ještě mírně zrychlí vlivem dalšího mírného poklesu celoroční inflace. Spolu se zlepšeným sentimentem a dalším poklesem úrokových sazeb to bude mít za následek svižnější růst spotřebitelské poptávky. Spotřeba domácností se tak v příštím roce v úhrnu zvýší zhruba o 4 %. Stále se však bude nacházet pod předpandemickou úrovní.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností zvolní ze zvýšených temp minulých let a během letošního a příštího roku bude umírněný. Nejvíce bude růst tažen příspěvkem mezd a platů (Graf II.4), který se bude nejprve v roce 2024 mírně zvyšovat, v roce 2025 se pak sníží. Bude přitom odrážet pokračující postupné ochlazování trhu práce. Zpomalení růstu nominálního disponibilního důchodu bude ovlivněno též poklesem důchodů z vlastnictví, podprůměrným růstem příjmů podnikatelů i negativním působením daní z titulu vládního úsporného balíčku. Příspěvky sociálních dávek budou postupně slábnout.

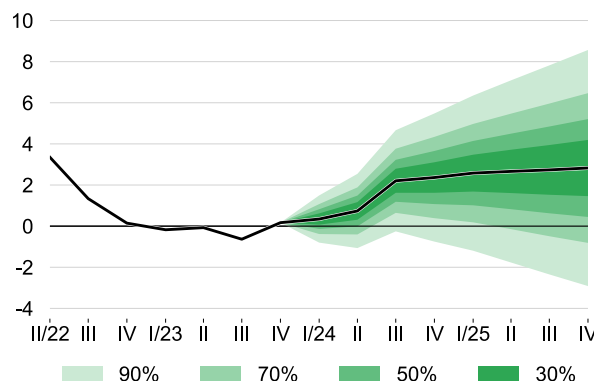
Míra úspor se bude v následujících dvou letech postupně snižovat

Míra úspor se ve čtvrtém čtvrtletí 2023 mírně zvýšila a stále se tak nacházela na zvýšených hodnotách (Graf II.5). Na konci loňského roku přetrvávala zhoršená spotřebitelská nálada živená doznívající inflací a převládaly obavy z dopadů konsolidačního balíčku a pesimistických vyhlídek vývoje ekonomiky. Domácnosti proto tvořily větší než obvyklé množství opatrnostních úspor. Tvorba dalších úspor byla nadto motivována vysokými nominálními úrokovými sazbami. Spolu se zahájením snižování úrokových sazeb koncem loňského roku začal tento motiv postupně

Graf II.2

Růst ekonomické aktivity zrychlí

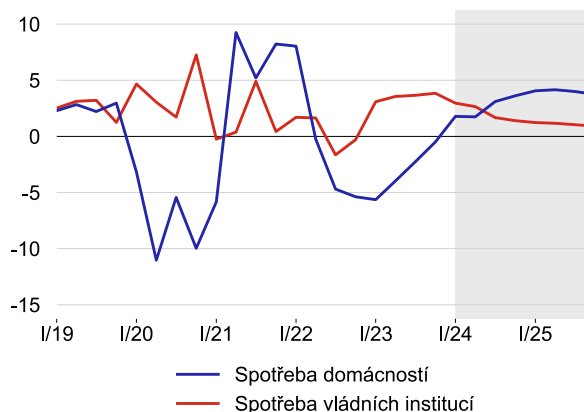
meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.3

Růst spotřeby domácností se obnovil, spotřeba vládních institucí poroste umírněným tempem

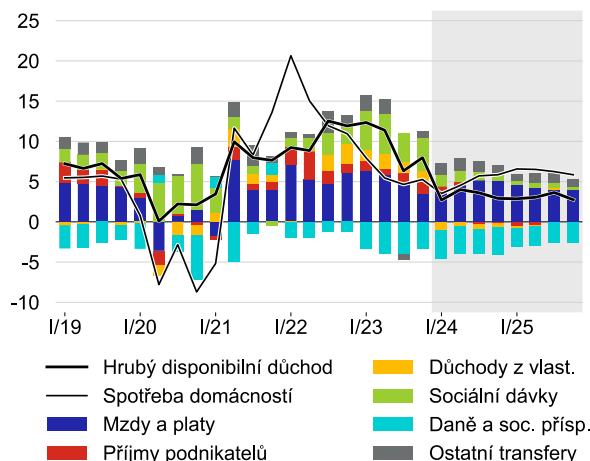
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

Růst nominálního disponibilního důchodu letos zpomalí zejména vlivem nižšího příspěvku mezd a platů, důchodů z vlastnictví a sociálních dávek

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



⁶ Dle dubnových dat z konjunkturálního průzkumu došlo ke zlepšení celkového ekonomického sentimentu při zvýšení důvěry jak podnikatelů, tak především spotřebitelů.

vyprchávat a stejně tak došlo ke zlepšení spotřebitelského sentimentu a obnově cenové stability. Všechny tyto faktory přispějí k postupnému poklesu míry úspor z aktuálně vysokých hodnot. V roce 2025 se míra úspor vrátí do blízkosti dlouhodobého průměru.⁷

Růst vývozu bude v následujících dvou letech zrychlovat v návaznosti na ožívání zahraniční poptávky

Na konci loňského roku se vývozní aktivita výrazně mezičtvrtletně zvýšila i přes nepatrný pokles zahraniční poptávky. Bylo to dáno především vyvezením nedokončené a nuceně naskladněné výroby, což bylo doprovázeno absolutním poklesem stavu zásob. Na začátku letošního roku tento vliv dle prognózy odezněl a došlo k jednorázovému mezičtvrtletnímu poklesu vývozu z důvodu vyšší srovnávací základny a stále nevýrazného výkonu zahraničních ekonomik, především té německé. V průběhu roku však začne růst zahraniční poptávky ožívovat, což bude mít za následek zrychlení dynamiky českého vývozu (Graf II.6). Na začátku příštího roku se pak růst vývozu navrátí k dlouhodobě rovnovážným tempům.

Dovoz na konci loňského roku navzdory solidně rostoucí domácí poptávce a růstu vývozu výrazně mezičtvrtletně poklesl. Firmy využily nahromaděných zásob (především materiálu a nedokončené výroby), které nemusely dovážet. Na začátku letošního roku již dovoz výrazně mezičtvrtletně vzroste, a to z důvodu nízké srovnávací základny i zrychlení růstu domácí poptávky. Ve zbytku roku bude dynamika dovozu ožívovat i v meziročním vyjádření (Graf II.6) kvůli zrychlujícímu růstu vývozu a nad rámec toho i spotřeby domácností. V roce 2025 se růst dovozu ustálí na dlouhodobě rovnovážných hodnotách. Příspěvek čistého vývozu bude v průběhu letošního i příštího roku značně rozkolísaný a celkově zhruba neutrální.

Růst fixních investic bude letos podpořen především soukromým sektorem

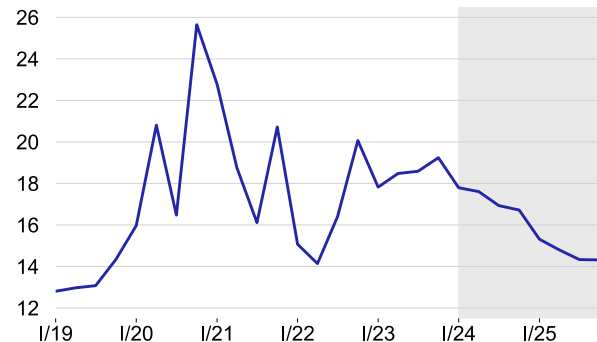
Ziskovost podniků zůstává v souhrnu stále dobrá. Firmy proto budou nadále investovat do rozšiřování výroby i do obnovitelných zdrojů energie, resp. do energetických úspor. Investiční aktivitu posléze podpoří pozvolna oživující zahraniční poptávka a také snižující se domácí úrokové sazby. K růstu se vrátí i investice do obydlí, jejichž záporný příspěvek dlouho tlumil celkové kapitálové výdaje. V souhrnu tak letos soukromé fixní investice porostou téměř o 5 %. Investice vládních institucí budou po silném růstu v roce 2023 letos zhruba stagnovat (Graf II.7). Vedle pomalého

⁷ Od minulé (zimní) prognózy předpokládáme, že dlouhodobě obvyklá míra úspor leží – mj. vzhledem ke zrušení superhrubé mzdy a dalším změnám daňové zátěže – zhruba o 1,5 procentního bodu výše než dříve uvažovaných 12 %.

Graf II.5

Míra úspor se z aktuálně zvýšených hodnot postupně sníží do blízkosti dlouhodobě obvyklých hodnot

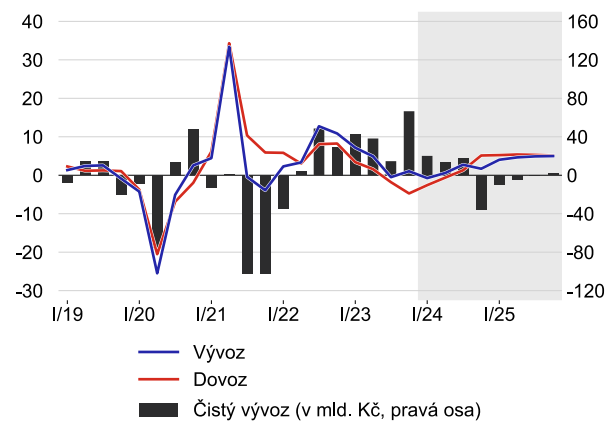
míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



Graf II.6

Dynamiky vývozu a dovozu se letos vymaní z poklesu a s oživením zahraniční i domácí poptávky bude růst obrátu zahraničního obchodu postupně zrychlovat

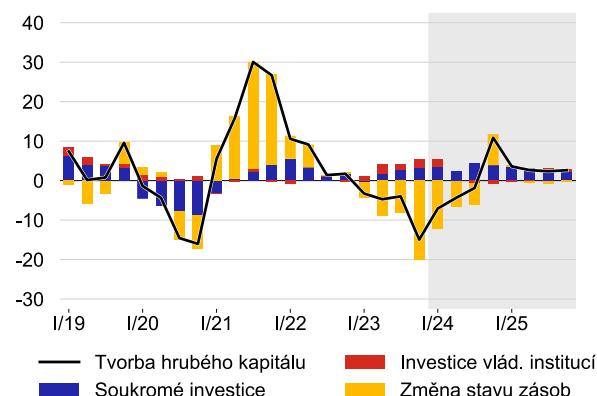
reálný vývoz a dovoz zboží a služeb, meziroční změny v % v případě vývozu a dovozu a v mld. Kč v případě čistého vývozu, sezonně očištěno



Graf II.7

Dynamika celkové tvorby hrubého kapitálu bude i po většinu roku 2024 negativně ovlivněna vývojem zásob, soukromé fixní investice naopak porostou

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



náběhu čerpání evropských fondů na začátku nového programového období to bude dáno i efektem srovnávací základny, která byla v loňském roce zvýšena jednorázovým nákupem vojenských vrtulníků.⁸ Celkově fixní investice za rok 2024 vzrostou zhruba o 4 %.

V roce 2025 se investice vládních institucí navrátí k růstu, čemuž pomůže hlavně očekávané zrychlené čerpání evropských fondů. Růst soukromých investic naopak zpomalí k dlouhodobě průměrným hodnotám a celkově fixní investice porostou tempem kolem 3 %.

Přírůstek zásob bude v dalším průběhu letošního a příštího roku zhruba stabilní. Jak již bylo nastíněno výše, jejich stav se na konci loňského roku absolutně snížil, protože nahromaděný materiál a nedokončená výroba byly použity k vývozu zboží. Firmy se do určité míry vracejí k modelu plánování „just in time“, což koresponduje s obnovením jen nízkých přírůstků zásob (Graf II.8). Meziroční dynamika tvorby hrubého kapitálu však bude po většinu letošního roku stále negativně ovlivněna vývojem zásob, pouze ve čtvrtém čtvrtletí budou zásoby přispívat kladně vlivem efektu srovnávací základny (Graf II.7). Celkově tak výdaje na tvorbu hrubého kapitálu klesnou o 1 %, v roce 2025 porostou celkové investice téměř o 3 %.

Fiskální politika letos výrazně tlumí růst HDP, v příštím roce bude působit zhruba neutrálně

Růst reálné spotřeby vládních institucí letos i v příštím roce výrazně zpomalí (Graf II.3). Na tom se bude podílet zejména snížení provozních výdajů plynoucí z fiskálního konsolidačního balíčku a částečně vyprchání loňského efektu zvýšených výdajů souvisejících s příchodem ukrajinských občanů. Dynamika nominální spotřeby vládních institucí zpomalí i vlivem úspor ve mzdové oblasti, které jsou také součástí konsolidačního balíčku.

Fiskální politika letos výrazně tlumí růst HDP (Graf II.9) v souvislosti s dopady konsolidačního balíčku⁹, definitivním ukončením podpůrných opatření v oblasti energií a snížením výdajů na penze plynoucím z dobíhání dopadu krácení mimořádné valorizace z loňského roku. V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální, přičemž dodatečný (zbytkový)

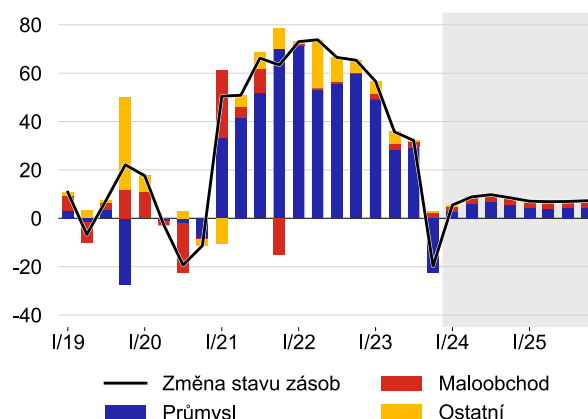
8 Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč, rozložených dominantně do druhé poloviny roku 2023 s malou částí spadající do prvního čtvrtletí 2024.

9 Celkový rozpočtový dopad konsolidačního balíčku v roce 2024 je roven -1,4 % HDP, včetně dalších opatření mimo balíček bude fiskální impuls do dynamiky HDP činit cca -0,9 procentního bodu. V roce 2025 bude rozpočtový dopad balíčku činit dodatečných -0,2 % HDP (v opačném směru ale budou na fiskální impuls působit zvýšené vládní investice). Na straně příjmů konsolidační balíček zahrnuje růst spotřebních daní, změnu sazeb DPH, zvýšení daně z nemovitých věcí, zvýšení odvodů OSVČ, úpravu daně z příjmů fyzických i právnických osob, zrušení daňových výjimek, zavedení nemocenského pojištění pro zaměstnance a odvody z dohod o provedení práce. Na straně výdajů zohledňuje krácení dotací pro podnikatele, snížení objemu platů ve veřejné sféře a úsporu provozních a ostatních výdajů.

Graf II.8

Změna stavu zásob se bude v průběhu letošního roku nacházet poblíž předkrizových hodnot

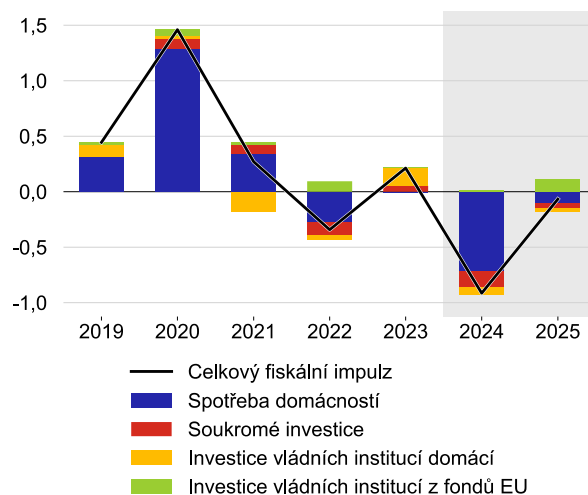
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Fiskální politika letos výrazně tlumí růst HDP, a to především vlivem konsolidačního balíčku

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



mírně tlumící dopad konsolidačního balíčku se vykompenzuje s očekávaným zrychleným čerpáním fondů EU.

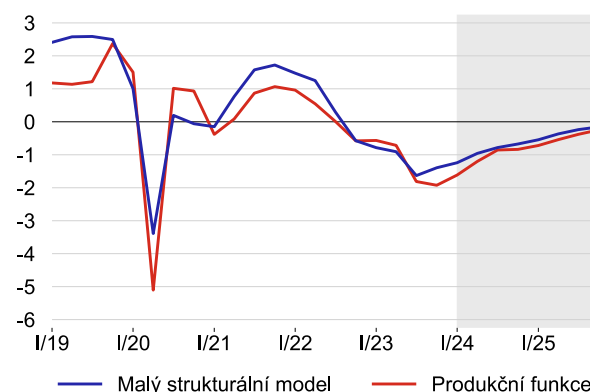
Česká ekonomika se bude i v příštích dvou letech nacházet pod svým potenciálem

Mezera výstupu se dostala po dvou letech ekonomického útlumu do značného záporu. Její uzavírání započalo na konci loňského roku a bude dále pokračovat s tím, jak bude postupně oživovat domácí i zahraniční poptávka. Tempo uzavírání letos tlumí konsolidační balíček a dosud přísná měnová politika, a tak se záporná mezera výstupu značně přivře až na konci roku 2025 (Graf II.10). Dynamika samotného potenciálního produktu bude mírně zrychlovat ke střednědobému tempu vlivem postupného oživení růstu produktivity práce.

Graf II.10

Ekonomika se bude v příštích dvou letech nacházet pod potenciálem, mezera výstupu se však bude pozvolna uzavírat

mezera výstupu v % potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2023	2024	2025	
HDP	meziroční změny v % procentní body	-0,2 (0,3)	1,4 (0,8)	2,7 (0,3)	Výhled HDP se posouvá na celém prognostickém horizontu výše vlivem silnější domácí poptávky oproti minulé prognóze.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	-3,1 (0,1)	2,6 (1,2)	4,0 (0,9)	Předikce spotřeby domácností je pro letošní a příští rok přehodnocena výše v důsledku rychlejšího růstu reálných mezd a vyššího růstu spotřeby z konce minulého roku.
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v % procentní body	3,5 (0,0)	2,2 (0,5)	1,1 (-0,1)	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos přehodnocuje mírně směrem nahoru.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	4,2 (1,5)	3,8 (0,4)	3,2 (0,0)	Růst fixních investic je přehodnocen mírně směrem nahoru v důsledku vyššího pozorování na konci loňského roku, pro příští rok se výhled nemění.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	2,7 (0,9)	0,2 (-0,5)	-0,1 (-0,4)	Příspěvek čistého vývozu se mírně snižuje z důvodu silnější domácí poptávky a s tím souvisejícího rychlejšího růstu dovozu.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	1,5 (0,0)	0,3 (0,3)	0,2 (0,1)	V letošní rychlejší dynamice zaměstnanosti se odráží především výhled lepší ekonomické aktivity oproti minulé prognóze.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,6 (0,0)	2,9 (0,0)	3,1 (0,0)	Předpokládaný výhled obecné míry nezaměstnanosti se ve srovnání s minulou prognózou nemění.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	7,5 (0,1)	7,2 (1,4)	6,1 (0,3)	Vyšší očekávaná dynamika mezd odráží předpokládaný rychlejší mzdový růst na počátku letošního roku a vyšší ekonomickou aktivitu oproti minulé prognóze.

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

Trh práce se bude i nadále pozvolna zchlazovat

Pokračuje zchlazování trhu práce související s útlumem ekonomické aktivity v uplynulém roce (Graf II.11). Celková zaměstnanost ještě v loňském roce rostla vysokými meziročními tempy především kvůli zapojení ukrajinských občanů a osob v předdůchodovém věku. Od poloviny letošního roku nicméně začne zaměstnanost stagnovat z důvodu opatrnější náborové aktivity zaměstnavatelů v situaci jen pozvolného růstu ekonomiky. Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti v průběhu roku 2023 mírně vzrostla z 2,5 % a i do budoucna se bude zvyšovat jen pomalu. Z historického pohledu tak i v mezinárodním srovnání stále zůstane velmi nízká. Mzdová dynamika od druhého čtvrtletí 2023 sice výrazně zpomalovala, v letošním roce se ale vlivem přechodného zrychlení mezikvartálního růstu v prvním čtvrtletí ještě udrží v meziročním vyjádření na zvýšených hodnotách, a to v prostředí stabilizující se ekonomiky a inflace blízko inflačního cíle. To platí jak pro celkový ukazatel, tak dominantně pro tržní odvětví.

Meziroční růst reálných příjmů domácností se počátkem letošního roku obnovil, jejich předchozí propady budou kompenzovány jen částečně

Meziroční růst průměrné nominální mzdy se v letošním roce udrží na z historické perspektivy zvýšených hodnotách (Graf II.12). Mzdový růst bude ve svém meziročním vyjádření v průběhu roku zrychlovat zejména kvůli přechodně zrychlené mezičtvrtletní dynamice na počátku roku. Ta souvisí s navýšením minimální mzdy a zaručených mezd u některých skupin a zvýšením mezd a platů lékařů. Navíc je posílena mírně nadprůměrným zvyšováním základních mzdových tarifů ve firmách v návaznosti na výsledky kolektivního vyjednávání. Zaměstnancům tak bude alespoň částečně kompenzována ztráta reálné kupní síly mezd a platů z minulosti. Prognóza také počítá s postupným nárůstem minimální mzdy až na 47 % průměrné mzdy v příštích 5 letech (předpoklad MPSV).

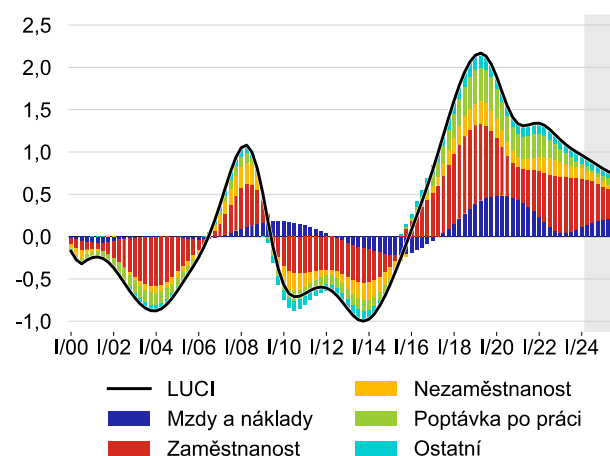
V netržních odvětvích platy také porostou, avšak mírnějším tempem než v tržní sféře. Pro letošní rok prognóza zohledňuje zvýšení platů učitelů prostřednictvím dodatečných odměn, počítá také se zmrazenými platovými tabulkami a avizovaným poklesem objemu mezd a platů (který se bude dominantně projevovat úbytkem počtu zaměstnanců či systemizovaných pracovních pozic).¹⁰

Reálná mzda se po více než dvou letech poklesu letos vrací k růstu (v meziročním vyjádření), ve kterém bude pokračovat celý rok především přičiněním výrazného

Graf II.11

Napětí na trhu práce se pohledem indikátoru LUCI bude dále snižovat

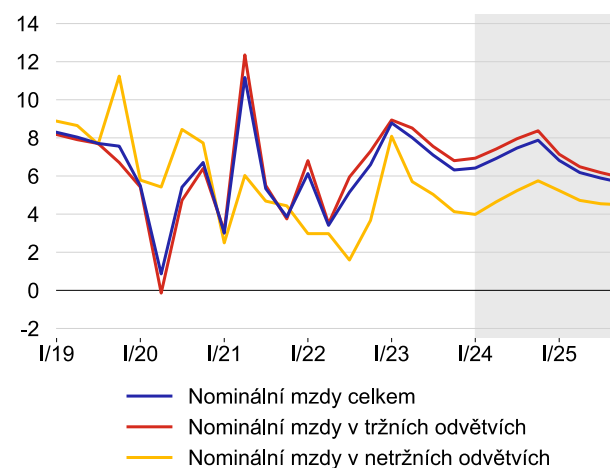
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf II.12

Dynamika nominálních mezd zůstane z dlouhodobého pohledu zvýšená

nominální mzdy, meziroční změny v %, sezónně očištěno



¹⁰ Vláda ČR začíná jednat o zvýšení platů ve státním sektoru v příštím roce.

zpomalení inflace do blízkosti 2% cíle při nadále solidní dynamice nominálních mezd.

Růst nominálního objemu mezd a platů je v letošním i příštím roce dominantně ovlivněn dynamikou průměrných mezd. V reálném vyjádření se objem mezd a platů optikou meziroční dynamiky letos – po více než dvou letech poklesu – vrátí k růstu (Graf II.13). Ten bude během letošního roku mírně zrychlovat a v příštím roce naopak mírně zpomalovat, což bude nejprve dáno poklesem inflace a posléze zpomalováním růstu nominálního objemu mezd a platů. Růst reálného objemu mezd a platů přispěje k zotavení spotřeby domácností.

Zaměstnanost bude zhruba stagnovat kvůli převládající opatrnosti v oblasti náborové aktivity firem, nezaměstnanost přitom vzroste jen velmi mírně

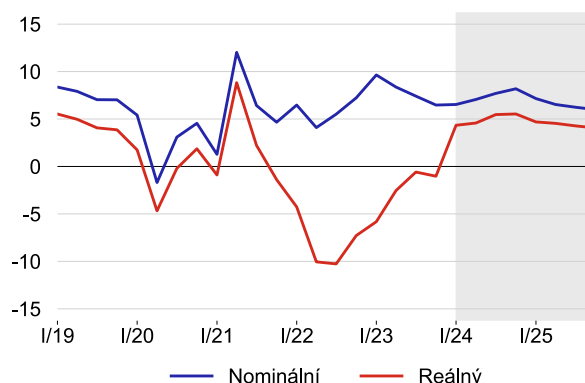
Vlivem předchozího ekonomického útlumu se růst zaměstnanosti v první polovině letošního roku zastaví a stagnace počtu zaměstnaných osob bude pokračovat i ve zbytku roku (Graf II.14). Počet zaměstnanců zpočátku roku ještě meziročně mírně vzroste, následně však jeho dynamika zvolní a na konci letošního roku začne také stagnovat. Šetření Evropské komise očekává pro následující tři měsíce dokonce pokles počtu zaměstnanců. Naopak index očekávané zaměstnanosti a některé jiné vysokofrekvenční a předstihové indikátory¹¹ naznačují pokračující náborovou aktivitu firem.

Obecná míra nezaměstnanosti v průběhu roku 2023 velmi mírně vzrostla, v následujícím období se pak bude v návaznosti na předchozí ekonomický útlum velice pozvolna zvyšovat. U podílu nezaměstnaných osob očekává prognóza obdobný vývoj.

Graf II.13

Dynamika reálného objemu mezd a platů se vrací do kladných hodnot a pomáhá tak obnovit kladné tempo růstu spotřeby domácností

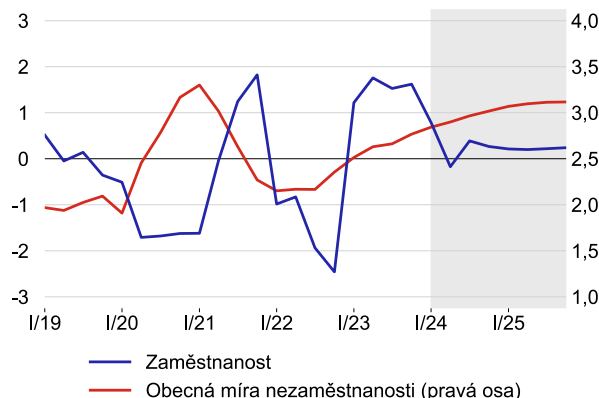
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.14

Zaměstnanost bude letos v průměru stagnovat, nezaměstnanost se bude zvyšovat jen pozvolna

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



¹¹ Index očekávané zaměstnanosti společnosti [Manpower Group](#) pro druhé čtvrtletí 2024 signalizuje pokračující, avšak slabnoucí nárůst počtu zaměstnanců z předchozích čtvrtletí. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech zůstává na nízkých hodnotách. Celkový počet volných pracovních míst se v prvním čtvrtletí 2024 oproti předchozímu čtvrtletí téměř nezměnil.

BOX 1 Efekty investic sektoru vládních institucí na inflaci

Investiční aktivita v tuzemské ekonomice po prudkém covidovém propadu v roce 2020 postupně ožívuje. Její reálná úroveň se přesto ve čtvrtém čtvrtletí 2023 stále nacházela téměř 3 % pod hodnotou z konce roku 2019 (u soukromých investic dokonce o 5,5 %). V loňském roce navíc dynamiku soukromých investic zpomalily přísné domácí i zahraniční měnové podmínky a hospodářské problémy německé ekonomiky – největšího obchodního partnera ČR. K meziročnímu zrychlení tempa celkové tvorby hrubého fixního kapitálu tak nakonec přispělo investiční úsilí sektoru vládních institucí. Ačkoli se podíl tohoto sektoru na celkových fixních investicích dlouhodobě pohyboval pod 20 % (v roce 2023 činil 18,9 %), jeho příspěvky k dynamice celkové investiční aktivity byly v jednotlivých letech relativně významné (Graf 1). Na zvýšené volatilitě vládních investic se v minulosti podílelo financování projektů prostředky z fondů EU. V souvislosti s oficiálním datem skončení programového období 2007–2013 (resp. vlivem pravidla $n + 2/3$ s mírným časovým odstupem) byla pozorována výrazná snaha tuzemských subjektů dočerpat v maximální možné míře tzv. alokaci, tedy prostředky určené pro veřejné i soukromé investiční projekty v ČR v uvedeném období. To vedlo k urychlení růstu vládních (i soukromých) fixních investic v letech 2014 a zejména 2015 a výraznému souvisejícímu čerpání kapitálových dotací a následnému inkasu přeshraničních plateb od Evropské komise. Podobný vrchol čerpání cyklu fondů EU, který byl patrný v roce 2015, se v důsledku kvalitnější administrace projektů kolem konce programového období 2014–2020 neopakoval. Čerpání unijních prostředků tak bylo v tomto období rovnoměrnější.

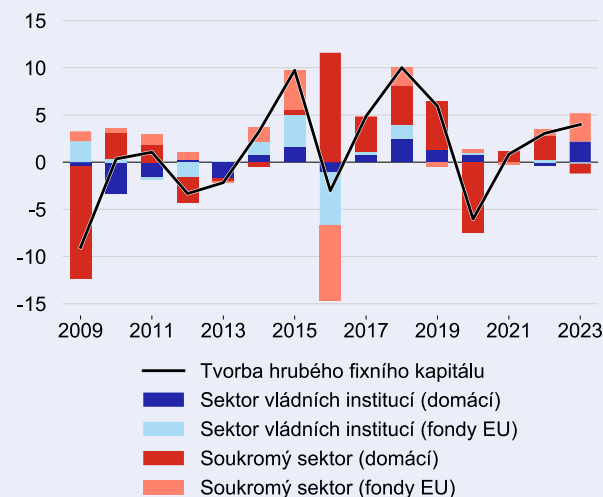
Dopad investic sektoru vládních institucí na inflaci není jednostranný a přímočarý, neboť závisí na řadě faktorů, především na časovém horizontu, pozici ekonomiky v rámci hospodářského cyklu, způsobu financování, typu a délce trvání investic a případně na dalších vlivech. Hlavní účinky investic jsou v textu pro ilustraci popsány *ceteris paribus*, tedy izolovaně za jinak stejných okolností a nezměněných předpokladů, avšak v reálném světě se jednotlivé faktory mezi sebou často prolínají.

Z hlediska časového horizontu lze účinky investic sektoru vládních institucí rozdělit na krátkodobé a dlouhodobé. V krátkém období převažuje důchodový efekt investiční aktivity, neboť dodatečný investiční výdaj vlády navyšuje agregátní poptávku a důchody, které mohou být dále utráceny. Celkový stimulační efekt je tím větší, čím nižší je mezní sklon k úsporám, zdanění i dovozu v rámci souvisejícího příjmově-výdajového proudu domácí malé otevřené ekonomiky. Zvýšení domácí poptávky posouvá *ceteris paribus* ekonomiku do stavu vyššího využití výrobních kapacit a vyšších ziskových marží. Vládní investice tak v krátkodobém horizontu působí ve směru růstu cenové hladiny, resp. urychlování inflace. Oproti běžným (spotřebním) výdajům však mají vládní investice zpravidla i tzv. „kapacitotvorný“ efekt, který se projeví v dodatečném přírůstku, resp. stimulaci růstu potenciálního produktu. Rozšíří se tak výrobní možnosti ekonomiky, která může produkovat větší objem zboží a služeb. Navýšení produkční kapacity nabídkové strany ekonomiky při dané agregátní poptávce *ceteris paribus* cenovou hladinu naopak snižuje. Z Grafu 2 je patrné, že tvorba kapitálové zásoby sektorem vládních institucí byla v ČR od poloviny 90. let do roku 2022 oproti soukromému sektoru prakticky zanedbatelná. Na vině bylo přibližně stejně velké opotřebení stávajícího kapitálu jako

Graf 1

Příspěvky sektoru vládních institucí k růstu reálných fixních investic jsou významné

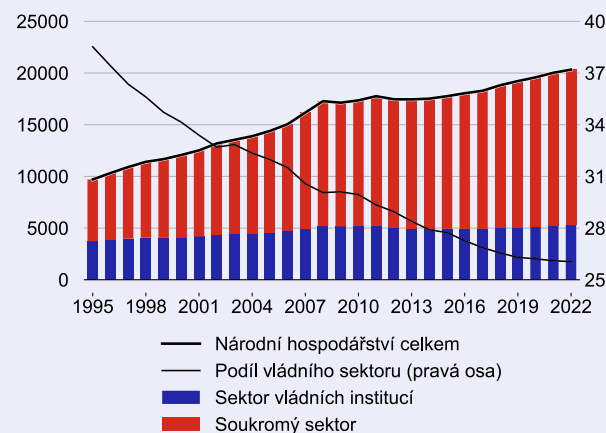
meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: ČSÚ



Graf 2

Na kumulativním nárůstu kapitálové zásoby v ČR se sektor vládních institucí podílel minimálně

stálé ceny roku 2015 v mld. Kč, pravá osa v %, pramen: ČSÚ



tvorba nových fixních investic. Podíl vládních institucí na zásobě fixního kapitálu tak během tohoto období setrvale klesal z výchozích 39 % až na 26 % v roce 2022. Ani to však nevyklučuje dlouhodobý kapacitotvorný, produktivní a potažmo latentní protiinflační účinek vládních investic. Nahrazování starého kapitálu modernějším a efektivnějším zpravidla podporuje růst produktivity výrobních faktorů, ať již skrze všeobecnou technickou a technologickou úroveň, nebo vytvářením kvalitnějšího institucionálního rámce pro rozvoj soukromé ekonomiky. V obou případech se tak děje zpravidla cestou poskytování lepších služeb a veřejných statků. Z **Grafu 3** je na průřezovém vzorku evropských ekonomik patrný kladný vztah mezi podílem vládních investic a růstem ekonomického výkonu. Kauzalita však může být obousměrná, protože větší podíl vládních investic může urychlovat růst ekonomiky a rychleji rostoucí hospodářství zase umožní financovat větší podíl vládních investic.

Důležitou roli v posouzení dopadů vládních investic hraje také celkový kontext, v první řadě cyklická pozice ekonomiky. Jejich působení na inflaci může být teoreticky jiné při ekonomice nad úrovní potenciálu a jiné, když ekonomika operuje pod ním. Pokud se ekonomika nachází pod svým potenciálem, mohou vládní investice přispět k jejímu růstu, aniž by významně zvyšovaly inflaci. Firmy (výrobci investičních statků a posléze další firmy v řetězci) totiž nebudou nuceny zvyšovat ceny a marže, jestliže mají k dispozici volné výrobní kapacity a dostatek pracovní síly, resp. jsou jejich zakázkové knihy poloprázdné. Naopak v podmínkách přehřívající se ekonomiky bude dodatečná investiční poptávka vládních institucí zvyšovat napětí na trhu práce a z něj vyplývající tlaky na růst mezd; vedle toho může dodatečná vládní investiční poptávka zvyšovat i ziskové marže producentů (a to nejen) kapitálových statků. Centrální banka tak bude nucena na rostoucí inflační tlaky reagovat zpřísněním měnových podmínek, které v určité míře zpravidla vytěsní soukromé výdaje. Jedná se o empirické zjištění, že fiskální politika je účinnější v období hospodářského poklesu, a vládní investice v tomto směru nejsou výjimkou¹. Podobně je tomu i v případě nulové dolní hranice úrokových sazeb.² Multiplikační efekt vládních investic se pro ČR odhaduje v blízkosti 0,7.³

Vedle toho je důležitá také celková kapitálová vybavenost. Ve výrazně podinvestovaných zemích nebo regionech přináší každá dodatečná vládní investice větší dlouhodobé nabídkové účinky ve srovnání se situací, kdy jsou investiční potřeby nasycené, resp. kapitálová zásoba dostatečná. K aproximaci klesající mezní produktivity kapitálu lze pro vyhodnocení přínosu vládních investic použít tradiční koncept tzv. mezní návratnosti investic (ICOR, Incremental Capital Output Ratio). Ta charakterizuje množství investic potřebných k vytvoření dodatečné jednotky produktu. Nižší hodnoty ICOR znamenají vyšší mezní výnos investic, tedy schopnost dosáhnout jednotkového přírůstku produkce s menšími výdaji. Ukazatele ICOR byly v historii často využívány pro mezinárodní porovnání⁴, nyní jsou spíše doménou hodnocení investičních záměrů na mikroúrovni. Jedním z důvodů je, že ICOR zvyhodňuje rozvojové země, které mohou ve větší míře navýšit kapacity infrastruktury, která je v rozvinutých zemích již zpravidla vybudována. Nicméně uvažování v logice mezní návratnosti investic je stále aktuální – vzhledem k omezeným vládním zdrojům a nákladům spojeným s financováním je vhodné vybírat investiční projekty s vyšší efektivitou.

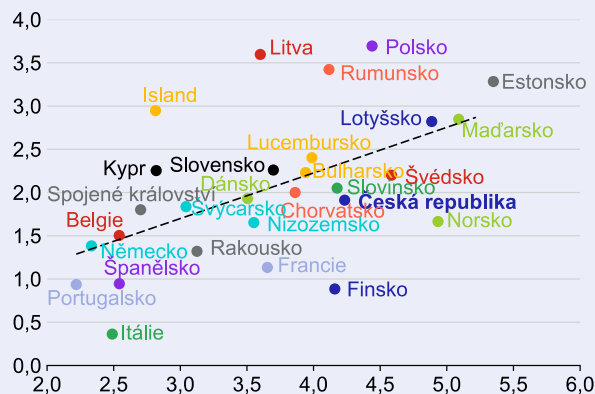
V evropském prostředí je třeba zohlednit také způsob financování investic. Pikhart (2019, viz poznámka pod čarou 3) na datech v ČR zachytil rozdílný dopad evropských fondů na soukromé a vládní investice. Soukromá investiční aktivita se zpravidla řídí ekonomickými fundamenty (ziskovost, využití kapacit, vývoj v zahraničí a měnové podmínky) a samotná dostupnost financování skrze fondy EU nenavýšuje celkový objem investic, nýbrž mění strukturu financování. Naopak kapitálové zdroje z fondů EU využité v sektoru vládních institucí se prakticky beze zbytku promítnou v navýšení objemu celkových domácích investic (viz též tzv. princip adicionality⁵). Růst vládních investic financovaných z domácích zdrojů však může vytěsnit ostatní soukromé investiční výdaje, a to opět v závislosti na pozici ekonomiky v hospodářském cyklu. Dle zmiňované studie se průměrný vytěsňovací efekt domácích vládních investic v ČR pohybuje v rozmezí 20–30 % výchozí investované částky. Tím oslabuje jak proinflační efekt na straně poptávky, tak dlouhodobý latentní dezinflační efekt na straně nabídky, protože část soukromých investic (a souvisejícího přírůstku kapitálové zásoby) bude v důsledku vytěsnění chybět.

Významným faktorem může být i typ vládních investic. Největší potenciál v dosažení protiinflačních účinků mají ty investice, které jsou zaměřeny na podporu růstu nabídkové strany ekonomiky. Záleží však vždy na konkrétním případě dané země, který typ investic k tomuto účelu poslouží nejefektivněji. Univerzální odpověď neexistuje. Například země se zoufale podinvestovanou dopravní infrastrukturou může relativně nejvíce těžit z investic do dálniční sítě

Graf 3

Vyšší podíl vládních investic souvisí s lepším ekonomickým výkonem země

horizontální osa: podíl vládních investic na HDP v %, vertikální osa: růst reálného HDP v %, průměry v letech 2011–2022, pramen: Eurostat



propojující velká města a akcelerující jejich rozvoj. Stejně tak investice do zbraňových systémů mohou být pro zemi čelící zásadnímu bezpečnostnímu ohrožení těmi zdaleka nejvíce návratnými, nejužitečnějšími. Vyspělé ekonomice s dostatečně zajištěnými předchozími oblastmi se může zase vyplatit investovat do znalostí, výzkumu a vývoje. Věcnou strukturu investic sektoru vládních institucí v ČR, v níž má největší zastoupení budování infrastruktury, ilustruje Graf 4. Existuje mnoho dalších aspektů, které v praxi hrají roli při hodnocení efektivity a dopadů vládní investiční aktivity. Jsou jimi např. míra korupce, regulace, délka a byrokratizace povolovacích řízení, sociální a environmentální aspekty či přechodnost opatření.

Pro účely tohoto boxu byla pomocí jádrového predikčního modelu g3+ provedena simulace dočasného zvýšení investičních výdajů vládních institucí o 1 % HDP, které je rozloženo v průběhu jednoho roku. Na reálnou ekonomiku i inflaci toto zvýšení působí dvěma kanály. První, bezprostřední kanál zvyšuje standardním (novým) keynesiánským příjmově-výdajovým mechanismem agregátní poptávku a zvyšuje tak ekonomický výkon i inflační tlaky. Druhý kanál působí na růst kapitálové zásoby a má charakter pozitivního nabídkového šoku, který zvyšuje ekonomický výkon a působí naopak protiinflačně. Tento druhý kanál nastupuje se zpožděním a v simulaci je modelován pomocí zvýšení produktivity investic. Jeho velikost byla nastavena tak, aby odpovídala růstu kapitálové zásoby ve výši 70 % vládního investičního impulzu, což odráží vytěšňování soukromých investic investicemi vládními. Nižší míru vytěšnění, a tedy vyšší vliv na produktivitu kapitálu, bychom mohli uvažovat, pokud by byla daná simulace prováděna v recesi, kdy nezanedbatelná část výrobních kapacit není využita, případně na efektivní dolní hranici úrokových sazeb.

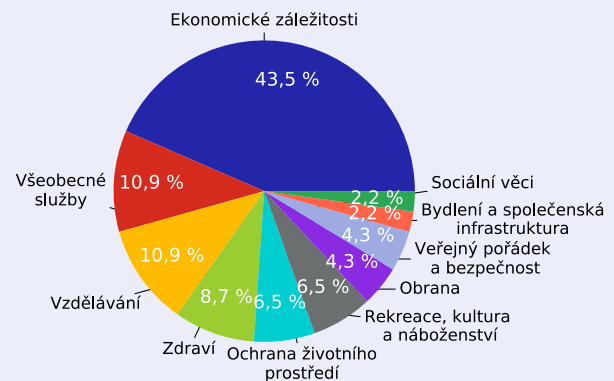
Na reálnou ekonomiku nejprve příznivě působí poptávkový efekt, který je posléze podpořen efektem nabídkovým (Graf 5). U inflace jsou efekty protichůdné; ve dvouletém horizontu působí investiční impulz nejprve proinflačně, poté začíná převažovat nabídkový protiinflační vliv (Graf 6). Tento profil je ve shodě se závěry výzkumu provedeného v jiných centrálních bankách. Např. de Jong et al. (2017)⁶ docházejí k závěru, že zvýšené investice vládního sektoru mají krátkodobě proinflační dopad. Výjimkou je situace, pokud by růst vládních investic byl financován snížením vládní spotřeby. V takovém případě by byl potlačen krátkodobý proinflační efekt zvýšené agregátní poptávky a celkové působení růstu vládních investic by bylo protiinflační.

Závěrem lze shrnout, že investice vládních institucí, zejména ty, které jsou zaměřeny na podporu hospodářského růstu, mají potenciál posílit nabídkovou stranu ekonomiky a přinést dlouhodobý makroekonomický prospěch a růst životní úrovně (blahobytu). Efektivně zaměřené investice působí nejen na poptávku, ale i na nabídku, a mohou tak dosáhnout dlouhodobě příznivého účinku. Podporují totiž růst skrze zvýšení

Graf 4

Ve věcné struktuře investic sektoru vládních institucí v ČR dominují ekonomické záležitosti, zejména dopravní infrastruktura

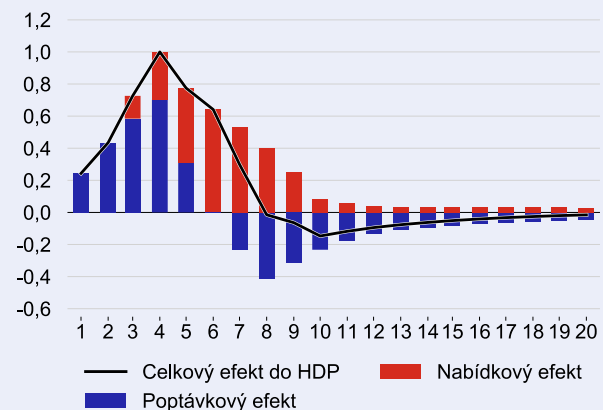
podíly za rok 2022, pramen: ČSÚ



Graf 5

Investice vládních institucí mají zpočátku poptávkový efekt k růstu HDP, až následně převáží vliv nabídky

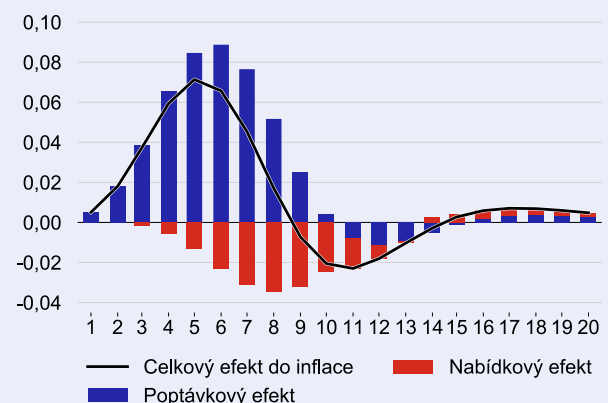
horizontální osa: počet čtvrtletí, vertikální osa: dopad investic vládních institucí do růstu HDP v procentních bodech, výpočet ČNB



Graf 6

Poptávkové efekty investic vládních institucí působí směrem k růstu inflace, zatímco nabídkové vlivy jsou se zpožděním protiinflační

horizontální osa: počet čtvrtletí, vertikální osa: dopad investic vládních institucí do inflace v procentních bodech, výpočet ČNB



produktivity, čímž stimulují růst agregátní nabídky, která začne vyvíjet implicitní (latentní) tlak na snižování cenové hladiny, resp. zpomalování inflace. Je pak na reakci centrální banky, resp. dalších makroekonomických stabilizačních politik, zda bude řídit vývoj poptávky v ekonomice tak, aby byl výše zmíněný cenový (protiinflační) vliv růstu vládních investic konzistentní s udržením cenové stability.

-
- 1 Viz Gechert, S., Rannenberg, A. (2018): [Which Fiscal Multipliers are Regime-Dependent? A Meta-Regression Analysis](#).
 - 2 Jak ukazuje Bouakez, H., Guillard, M., Roulleau-Pasdeloup, J. (2017): [Public Investment, Time to Build, and the Zero Lower Bound](#).
 - 3 Např. *OECD Economic Outlook*, Interim Report March 2009: [The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus](#), dále Ambriško, R. (2017): [Growth-Friendly Fiscal Strategies for the Czech Economy](#), a Pikhart, Z. (2019): [Metodika predikce tvorby hrubého fixního kapitálu v ČR](#).
 - 4 Viz např. Walter, A. A. (1966): [Incremental Capital-Output Ratios](#), Leibenstein, H. (1966): [Incremental Capital-Output Ratios and Growth Rates in the Short Run](#), Vanek, J., Studenmund, A. H. (1968): [Towards a Better Understanding of the Incremental Capital-Output Ratio](#), Gianaris, N. V. (1970): [International Differences in Capital-Output Ratios](#) a Sato, K. (1971): [International Variations in the Incremental Capital-Output Ratio](#).
 - 5 Zásada adicionality stanovuje, že příspěvky ze strukturálních a investičních fondů EU nesmí nahrazovat veřejné nebo rovnocenné strukturální výdaje členského státu v dotčených regionech.
 - 6 De Jong, J., Ferdinandusse, M., Funda, J., Vetlov, I. (2017): [The effect of public investment in Europe: a model-based assessment](#).

III. INFLACE

Inlace na počátku letošního roku prudce zpomalila a v únoru a březnu byla přesně na 2% cíli ČNB. K tomuto vývoji přispěla většina složek inflace. Hlavním důvodem bylo prudké zbrzdění meziročního růstu regulovaných cen. Potraviny začaly začátkem letošního roku meziročně zlevňovat a jádrová inflace pokračovala v déletrvajícím sestupném trendu, který byl podpořen přísnou měnovou politikou ČNB. Ve druhém čtvrtletí se celková inflace lehce zvýší, což bude souviset s výrazným zrychlením meziročního růstu cen pohonných hmot. Naopak příspěvek regulovaných cen se lehce sníží, jejich dynamika však zůstane z delšího pohledu nadále zvýšená. Příspěvky potravin a zejména jádrové inflace budou v letošním roce zhruba stabilní. To bude souviset s utlumenými nákladovými tlaky ze zahraničí a s pokračující korekcí předchozího nárůstu ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. S přispěním měnové politiky celková i měnověpolitická inflace setrvají i na horizontu měnové politiky v blízkosti 2% cíle ČNB.

Inlace ve druhém čtvrtletí letošního roku lehce zrychlí, udrží se však v blízkosti inflačního cíle

V lednu letošního roku celková inflace skokově zpomalila do blízkosti inflačního cíle (Graf III.1). To bylo dáno prudkým zpomalením růstu regulovaných cen. Potraviny začaly začátkem letošního roku meziročně zlevňovat a jádrová inflace pokračovala v déletrvajícím sestupném trendu. V únoru a březnu pak v důsledku výše uvedených faktorů celková inflace byla přesně na 2% cíli ČNB. Ve druhém čtvrtletí se inflace lehce zvýší. To bude souviset s výrazným zrychlením meziročního růstu cen pohonných hmot vlivem nedávného zdražení ropy a oslabení kurzu koruny vůči dolaru. Naopak příspěvek regulovaných cen se lehce sníží, byť jejich dynamika zůstane z historického pohledu po celý letošní rok nadprůměrná. Kladný příspěvek jádrové inflace a lehce záporný příspěvek cen potravin pak ve druhém čtvrtletí zůstanou zhruba stabilní (Graf III.2).

Dynamika regulovaných cen bude v letošním roce z historického pohledu nadprůměrná

Meziroční růst regulovaných cen na počátku letošního roku skokově zpomalil. Z historického pohledu však dynamika regulovaných cen zůstala na zvýšené úrovni poblíž 6% (Graf III.3). Zlevnila sice silová složka cen energií, nad tímto faktorem ale převážilo významné zdražení regulované složky jejich cen související se zrušením vládních dotací na jejich distribuci a znovuzavedením poplatků za obnovitelné zdroje¹². K udržení dynamiky regulovaných cen na zvýšené úrovni přispělo také dražší vodné a stočné, výrazné zdražení dálniční známky¹³ a zvýšení sazby DPH na vybrané položky regulovaných cen (zejména teplo,

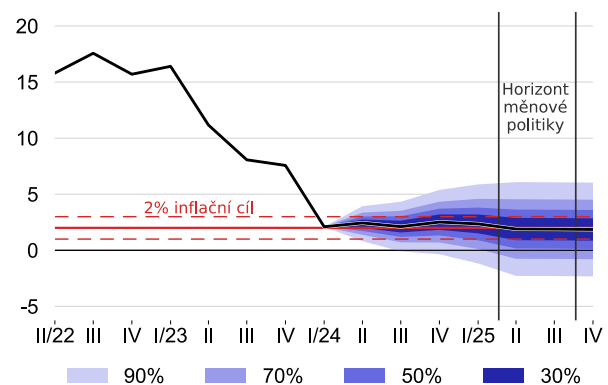
¹² Opuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR mělo platnost od října 2022 do prosince 2023.

¹³ Cena roční dálniční známky se od března 2024 zvýšila o 800 Kč (z 1500 na 2300 Kč, tedy o více než 50%). Dále bude u ceny této známky zavedeno pravidelné valorizační schéma, které bude reflektovat vyšší inflace.

Graf III.1

Inlace se v průběhu letošního roku udrží poblíž 2% cíle, u kterého setrvá i na horizontu měnové politiky

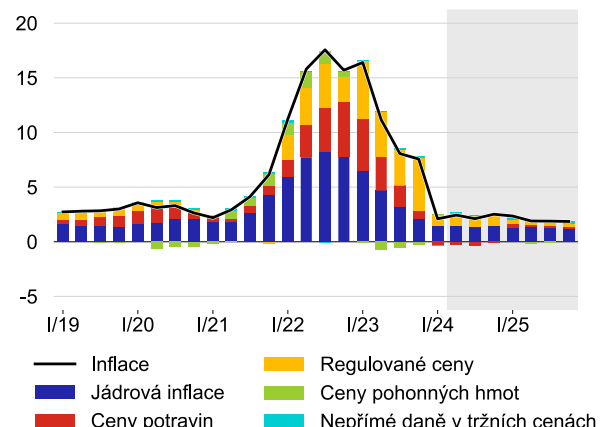
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

Ke zrychlení růstu spotřebitelských cen ve druhém čtvrtletí 2024 přispěje zvýšení příspěvku cen pohonných hmot

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



vodné, stočné a dopravu). V průběhu letošního roku bude vlivem příznivého vývoje na velkoobchodních trzích dále postupně zlevňovat silová složka cen energií, v průměru se však meziroční růst regulovaných cen v letošním roce udrží na zvýšené úrovni poblíž 6 % a ke své dlouhodobě průměrné úrovni se dostane až v roce 2025.

Dosavadní strmý pokles jádrové inflace v letošním roce výrazně přibrzdí, k 2% úrovni se její dynamika sníží až koncem roku 2025

Jádrová inflace se v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku s přispěním dosavadní přísné měnové politiky ČNB dále snižovala. To bylo způsobeno zejména zvolňujícím růstem cen obchodovatelných statků, zatímco inflace v sektoru služeb odeznívá pomaleji¹⁴. V letošním druhém čtvrtletí bude dynamika jádrové inflace zhruba stabilní. Na jedné straně na ni bude působit stále utlumená dynamika výrobních cen v zahraničí a její přeliv do domácích cenových okruhů, na straně druhé pak relativně svižný růst mezd a mírné zvýšení příspěvku imputovaného nájemného (Graf III.4). Ani v dalších čtvrtletích letošního roku se nebude dynamika jádrové inflace výrazně snižovat a udrží se v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. K jejímu poklesu na 2% úroveň dojde až v závěru roku 2025.

Potraviny budou meziročně zlevňovat

Potraviny, nápoje a tabák začaly na počátku letošního roku meziročně zlevňovat (Graf III.2). K tomu přispěl jak pokles světových cen agrárních komodit a domácích cen zemědělských výrobců, tak výrazné promítnutí snížení DPH na potraviny o 3 procentní body do cen v maloobchodní síti. Vlivem pokračujícího meziročního poklesu cen domácích zemědělských výrobců bude meziroční zlevňování potravin pokračovat i v průběhu letošního roku.

Růst cen pohonných hmot přechodně ztlačí zrychlí

Meziroční dynamika cen u čerpacích stanic se v průběhu prvního čtvrtletí 2024 vrátila do kladných hodnot. V průběhu druhého čtvrtletí růst cen pohonných hmot ztlačí zrychlí, což bude souviset s nedávným zdražením ropy a oslabením koruny vůči dolaru. V dalších čtvrtletích pak bude vlivem postupné korekce cen ropy a mírného posilování měnového kurzu růst cen pohonných hmot naopak zpomalovat.

Celková inflace se bude nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací

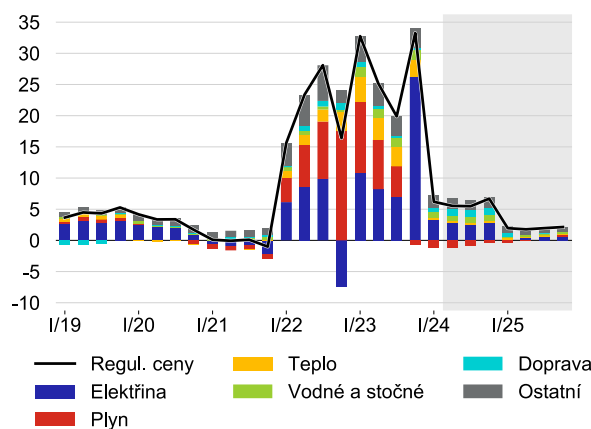
Na počátku letošního roku působily změny nepřímých daní plynoucí z vládního konsolidačního balíčku na vývoj spotřebitelských cen různorodě a v souhrnu lehce

¹⁴ Rozdílnému vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků se věnuje Box 2 na konci této kapitoly.

Graf III.3

Dynamika regulovaných cen bude v letošním roce z historického pohledu nadprůměrná

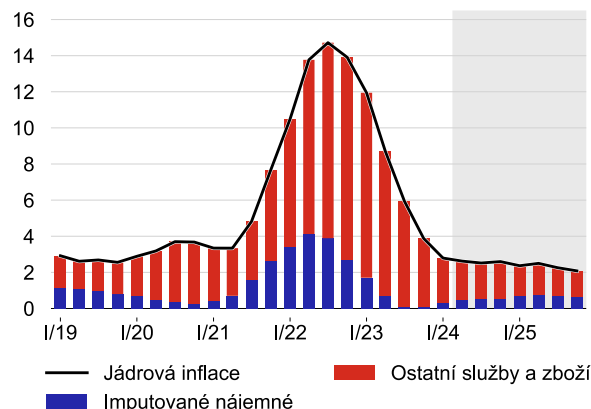
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.4

Dosavadní déletrvajícím strmým pokles jádrové inflace se letos prakticky zastaví a její dynamika se udrží na lehce zvýšené úrovni při stále nízkém příspěvku imputovaného nájemného

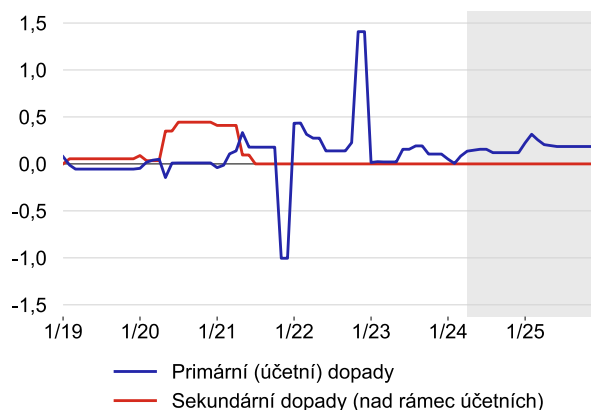
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.5

Primární a sekundární dopady změn nepřímých daní odrážejí četné změny DPH a spotřebních daní v rámci vládního konsolidačního balíčku

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



proinflačně. Součástí opatření s proinflačním dopadem bylo zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu o 10 %. Protiinflačně naopak působila redukce počtu sazeb DPH a přesuny vybraných skupin zboží a služeb mezi nimi. V souhrnu vedly tyto změny k lehce kladným primárním (účetním) dopadům (Graf III.5). Zároveň se změny DPH u některých položek nepromítly do cen plně. Tyto bezprostřední (sekundární) dopady byly obousměrné a v součtu zanedbatelné. K dalšímu zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu pak dojde na počátku příštího roku, a to o 5 %, resp. 10 %. Celková inflace se bude z výše uvedených důvodů na celém výhledu nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací (Graf III.6).

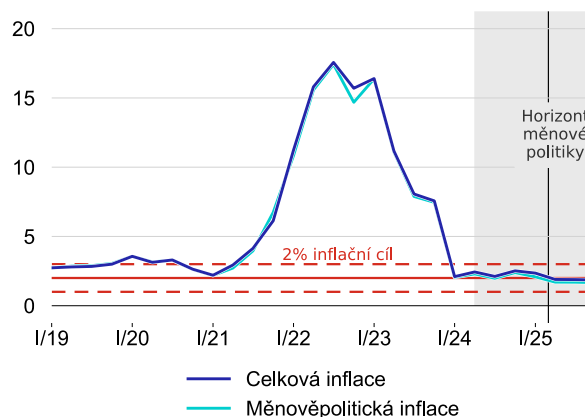
Na horizontu měnové politiky, tedy ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2025, se měnověpolitická inflace udrží v blízkosti 2% cíle centrální banky (Graf III.6), a to při pokračujícím poklesu úrokových sazeb.

U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy bezprostředních dopadů do cen – primární (neboli účetní v dotčených položkách) a sekundární (jdoucí v dotčených položkách nad rámec účetních dopadů). 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 zachycují okamžité cenové změny nad rámec jejich primárních dopadů a mohou být kladné i záporné. Sekundární dopady ovlivňují jak měnověpolitickou inflaci, tak inflaci celkovou. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek a v prognóze nastavuje úrokové sazby s ohledem na výhled měnověpolitické inflace.

Graf III.6

Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky budou nalézat v blízkosti 2% cíle

celková a měnověpolitická inflace, v %



Cenotvorba pohledem mechanismů jádrového predikčního modelu g3+

Následující část textu se věnuje popisu nákladových tlaků a mezery marží z pohledu jádrového predikčního modelu g3+. Na rozdíl od statistických dat a proměnných popisovaných v první části této kapitoly jde o nepozorované veličiny bez bezprostředního datového protějšku. Odhad jejich vývoje se tak opírá jednak o strukturální vztahy mezi přímo pozorovanými makroekonomickými proměnnými zachycenými přímo v rámci jádrového predikčního modelu g3+, a jednak o doplňující informace založené na datech získaných a zpracovaných během prognózy a vložených do modelu expertně:¹⁵

- příspěvek dovozních cen k celkovým nákladům odráží vývoj cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně a kurzu koruny;
- příspěvek cenové konvergence zachycuje zejména tzv. Balassův–Samuelsonův efekt, který je identifikován jako rozdíl v inflaci neobchodovatelných a obchodovatelných statků;
- ceny domácí meziproductce odrážejí vývoj domácích nákladů a marží v příslušném sektoru ekonomiky (více k maržím ve spotřebitelském sektoru viz inforámeček dále v textu);
- příspěvek mezd k domácím nákladům je svázán s dynamikou mezd v tržních odvětvích;
- příspěvek ceny kapitálu odráží poptávku po tomto výrobním faktoru, která reaguje na využití výrobních kapacit a celkový výkon ekonomiky v rámci hospodářského cyklu;
- příspěvek efektivity práce zohledňuje vývoj jednotky produkce (přidané hodnoty) na odpracovanou hodinu / na zaměstnanou osobu;
- odhad mezery marží v sektoru finálních spotřebních statků a sektoru meziproductce bere v úvahu (nad rámec vývoje nákladů) i pozorovaný cenový vývoj, tzn. spotřebitelskou inflaci a změny deflátorů.

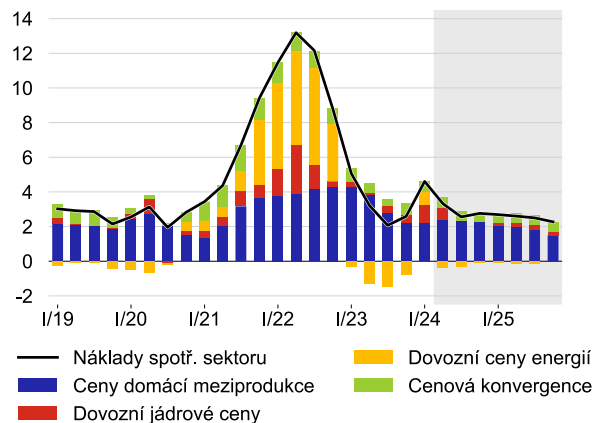
Přechodně mírně zvýšené celkové nákladové tlaky se v polovině letošního roku sníží s přispěním obnoveného posilování koruny

Růst celkových nákladů počátkem letošního roku dočasně mírně zrychlil, neboť oslabil kurz koruny a zvýšily se tedy dovozní ceny (Graf III.7). Vzestup nákladů bylo rovněž podpořeno zdražením regulované složky cen energií pro firmy, které je expertně promítnuto v kladném příspěvku dovozních cen energií. V průběhu jara náklady ještě porostou poněkud zvýšeným tempem, neboť se do nich – částečně se zpožděním – promítnou zvýšené dovozní jádrové ceny i domácí nákladové tlaky pramenící z pokračujícího svižného nominálního mzdového růstu. Následně se od poloviny letošního roku růst nákladů zmírní s přispěním obnoveného posilování kurzu koruny, které bude v rámci příspěvku dovozních cen tlumit dopad pokračujícího mezičtvrtletního růstu jádrových cen zahraničních průmyslových výrobců. Růst nákladů bude navíc tlumen poklesem dovozních cen energií odražejícím nejen obnovené zpevnování koruny, ale také pokračující zlevňování energií na světových trzích. Současně se příspěvek cen domácí meziproductce začne postupně snižovat především v návaznosti na zpomalování mezičtvrtletní dynamiky tržních mezd. Navzdory mírnému zrychlení růstu dovozních jádrových cen v příštím roce se tak dynamika celkových nákladů během roku 2025 přiblíží 2 %. Růst nákladů

Graf III.7

Aktuálně mírně zvýšené celkové nákladové tlaky se v polovině letošního roku sníží

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



¹⁵ Podrobně cenovou vertikálu jádrového predikčního modelu g3+ popisoval box [Cenotvorba a její význam pro měnovou politiku pohledem modelu g3+](#) ze ZoMP léto 2021.

bude přitom soustavně podporován pokračující cenovou konvergencí, která odráží tradičně rychlejší cenový růst v oblasti služeb než u zboží v naší ekonomice.

Zpočátku zesílené domácí nákladové tlaky se budou snižovat především v návaznosti na vývoj mezd v tržních odvětvích

Dynamika domácích nákladů počátkem letošního roku vzrostla (Graf III.8). Dominantně to bylo způsobeno přechodným zrychlením mezičtvrtletního růstu tržních mezd, ve kterém se projevilo nejen nadstandardní zvýšení mzdových tarifů ve firmách, ale také vládní opatření.¹⁶ Nicméně již od druhého čtvrtletí se začne příspěvek mzdových nákladů k vývoji domácích inflačních tlaků zase snižovat. Na celém výhledu kladný příspěvek ceny kapitálu k růstu domácích nákladů odráží setrvalé mírné zvyšování hospodářského výkonu tuzemské ekonomiky. To bude probíhat při jen nepatrném nárůstu zaměstnanosti, což povede k pokračujícímu zvyšování efektivity práce, která bude růst domácích nákladů vyvažovat. Protiinflační působení zlepšující se efektivity práce spolu s přetrvávajícím zpomalováním mezičtvrtletního mzdového růstu povede v příštím roce k postupnému snížení dynamiky domácích nákladových tlaků do blízkosti jejich rovnovážné hodnoty.

Kladná mezer marží se počátkem letošního roku citelně snížila v návaznosti na utlumenou domácí poptávku, pokračující pokles tržní inflace a přechodně zvýšený růst nákladů

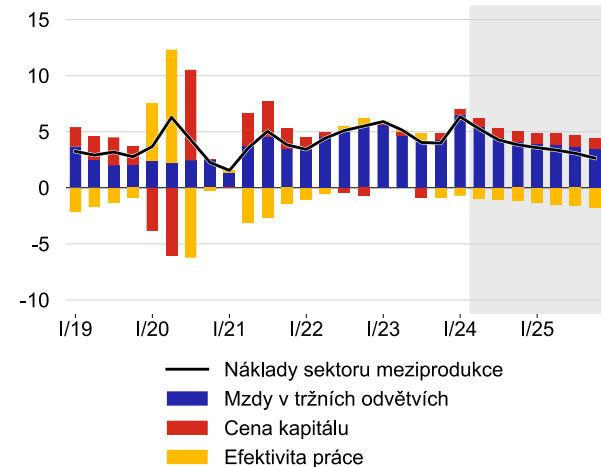
V předchozích letech se mezer marží otevřela do výrazně kladných hodnot, protože výrobci, prodejci a poskytovatelé zboží a služeb pro domácnosti zdražovali značně nad rámec růstu nákladů. To se však na přelomu loňského a letošního roku změnilo. Firmy se v návaznosti na předchozí setrvalý pokles prodejů rozhodly promítnout přechodně zvýšený růst nákladů na počátku letošního roku do cen jen v omezené míře, což vedlo k výraznému snížení jejich marží (Graf III.9). Výsledkem byl pokles tržních složek inflace. Mezer marží se bude i dále pozvolna uzavírat. Oživující spotřebitelská poptávka podpořená obnoveným růstem reálných příjmů bude totiž stále tlumena dosavadní přísnou měnovou politikou. Prodejci tak nepromítnou růst nákladů do koncových cen plně a budou dále snižovat své ziskové marže směrem k jejich dlouhodobému průměru.

¹⁶ Od začátku letošního roku vstoupila v platnost dohoda o vyšším odměňování pracovníků ve zdravotnictví (které je dominantně součástí tržních odvětví). Rovněž byla zvýšena minimální mzda a upravena na ni navázaná kaskáda zaručených mezd. Obě legislativní změny mezičtvrtletní dynamiku průměrné mzdy zvýšily.

Graf III.8

Domácí nákladové tlaky se budou na výhledu postupně zmírňovat s tím, jak se bude snižovat mezičtvrtletní dynamika tržních mezd

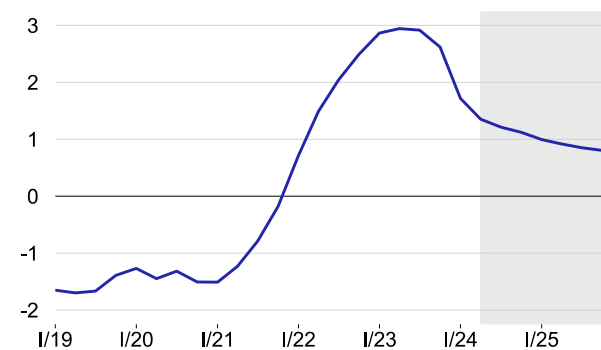
náklady sektoru mezispotřebních statků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.9

Kladná mezer marží se na začátku roku viditelně snížila vlivem přechodně zesílených nákladových tlaků a pokračujícího poklesu tržní inflace

mezer marží u spotřebních statků v p. b.



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 mezer marží tak odpovídá vyšší než obvyklé „ziskové přírážce“ firem, naopak záporná mezer marží představuje nižší než obvyklou přírážku. V případě, že se mezer v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak).

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2023	2024	2025	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	10,7 (0,0)	2,3 (-0,3)	2,0 (0,0)	Prognóza inflace se pro letošní rok posouvá dolů vlivem nižšího výhledu regulovaných cen a jádrové inflace, pro rok 2025 se nemění.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	27,8 (0,0)	6,0 (-3,3)	2,0 (-0,4)	Výhled regulovaných cen se pro letošní rok posouvá viditelně níže vlivem pozorovaného méně výrazného zdražení energií spojených s bydlením na počátku letošního roku.
Jádrová inflace	% procentní body	7,6 (0,0)	2,6 (-0,3)	2,3 (0,1)	Za přehodnocením predikce jádrové inflace směrem dolů v letošním roce stojí především méně výrazné přecenění z počátku roku ve srovnání s minulou prognózou.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	10,0 (0,0)	-0,9 (0,9)	1,0 (0,4)	Pokles cen potravin bude v letošním roce mírnější vlivem o něco dražších produktů zemědělských výrobců.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	-12,1 (0,0)	4,4 (7,6)	-1,3 (-0,8)	Predikce cen pohonných hmot se pro letošní rok posouvá výrazně směrem nahoru v návaznosti na vyšší výhled cen ropy a slabší kurz koruny.

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

BOX 2 Několik pohledů na rozdílný vývoj cen služeb a zboží

Po periodě vysoké inflace, která od poloviny roku 2021 přibližně dva roky svírala českou ekonomiku, se situace v oblasti růstu cen začala v průběhu loňského roku zklidňovat a inflace se v prvním letošním čtvrtletí navrátila k 2% cíli ČNB. Tento box se zabývá dynamikou cen dvou zásadních skupin položek spotřebního koše, a to změnami cen služeb a cen zboží v rámci jádrové inflace, a to z hlediska jejich temp, plošnosti a perzistence cenových změn v uvedených okruzích.

Z dlouhodobého pohledu až do roku 2019 platilo, že dynamika cen služeb je vyšší než dynamika cen zboží. Výrazná změna nastala v covidovém období, které bylo spojeno s nedostupností mnoha služeb kvůli epidemiologickým uzávkám mnoha provozoven a tedy s vynuceným přesunem části poptávky od služeb ke zboží. To spolu s dopady narušených výrobních a dodavatelských řetězců vyústilo v dlouho nevídané sblížení temp růstu cen služeb a zboží a jejich setrvání na srovnatelných hladinách až do podzimu 2021. Situaci dále ovlivnil příchod dalšího šoku, tentokrát v podobě prudkého růstu cen energií na konci roku 2021, který dále eskaloval po ruské agresi na Ukrajině od února 2022. Zdražování energií se tradičně výrazněji promítá do cen zboží, a proto se do té doby pozorovaný již jen mírný rozdíl v dynamikách cen služeb oproti zboží obrátil do znatelně opačného gardu. S odezníváním uvedených faktorů se opět kladný rozdíl v dynamice cen služeb vůči zboží v posledních měsících vrací do blízkosti svého dlouhodobého průměru (Graf 1).

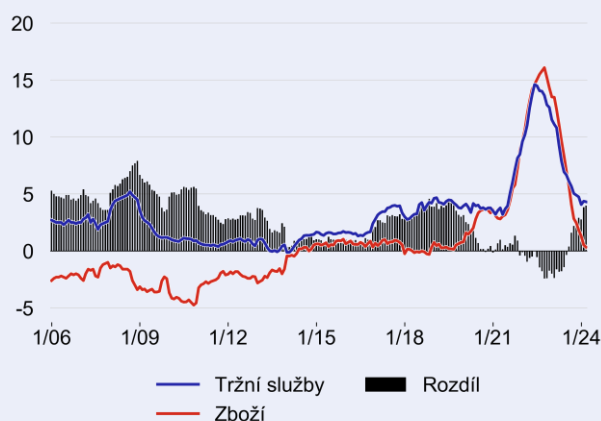
Ze srovnání české ekonomiky s jinými zeměmi¹ (Graf 2) je patrné, že v minulosti se rozdíl mezi dynamikou cen služeb a zboží v ČR vyvíjel podobně jako v Polsku či na Slovensku a byl citelně vyšší než v případě Německa a eurozóny². V průměru byl pak za období 2006–2019 viditelně kladný a dosahoval úrovně přibližně 3 procentní body. Během covidového období a na počátku vysokoinflační epizody se však domácí vývoj od zbytku konvergujících ekonomik odpoutal a více odpovídal situaci v Německu či eurozóně, kde se rozdíl dynamik přesunul – podobně jako v ČR po energetické krizi (viz výše) – do záporných hodnot. Již v polovině roku 2022³ se však rozdíl v ČR opět překloupil do kladných hodnot a do poloviny roku 2023 svižně rostl. Od té doby se udržuje přibližně stabilní na zvýšené úrovni. Vyjma Slovenska je rostoucí trend v posledních měsících patrný také ve všech ostatních sledovaných ekonomikách, přičemž v Polsku a v eurozóně se momentálně rozdíl mezi dynamikou cen služeb a zboží – stejně jako v ČR – nachází nad průměrem období 2006–2019.

I z údajů za první čtvrtletí 2024 je zřejmé, že domácí ceny služeb rostou rychleji než ceny zboží⁴ (Graf 3). Zdražování ve službách bylo přitom poměrně plošné. U většiny položek služeb (cca u 80 %) se ceny zvýšily výrazněji než celkový průměr za tuto kategorii spotřebního koše, protože položky s relativně vyšší vahou celkový růst cen služeb lehce tlumily. To platilo zejména pro imputované nájemné (největší bod světlemodré barvy v Grafu 3), jehož cenová dynamika během prvního čtvrtletí letošního roku za svým dlouhodobým průměrem zaostala. V návaznosti na aktuálně oživující situaci na realitním trhu lze předpokládat opětovné zvýšení jeho příspěvků k inflaci. Dynamika jednotlivých položek z oblasti zboží je oproti tomu více rozptýlená. Z hlediska inflační perzistence⁵ platí, že váhově významnější položky služeb (například ceny v restauracích) vykazují spíše vyšší setrvačnost cenových změn. Poměrně výraznou perzistenci přitom mají

Graf 1

Aktuální rozdíl mezi dynamikami zboží a služeb odpovídá dlouhodobému průměru

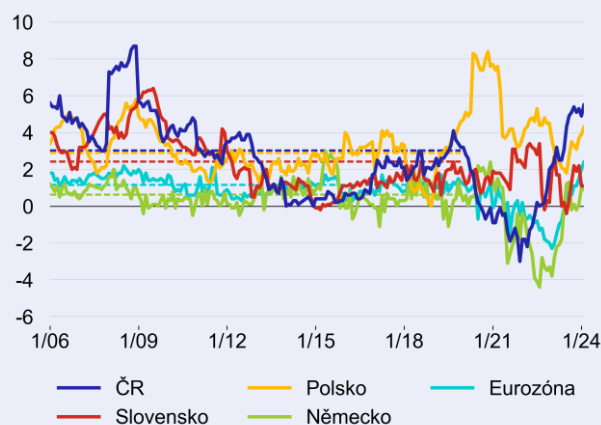
meziroční růst cen v %, rozdíl v procentních bodech, pojetí CPI, očištěno o daňové dopady, pramen: ČSÚ, výpočet: ČNB



Graf 2

Rozdíl mezi růstem cen služeb a zboží je dlouhodobě znatelně vyšší u konvergujících ekonomik

rozdíl mezi růstem cen služeb a zboží v procentních bodech, čárkovaně jsou vyznačeny průměry v uvedených zemích v období 2006–2019, pojetí HICP, pramen: Eurostat



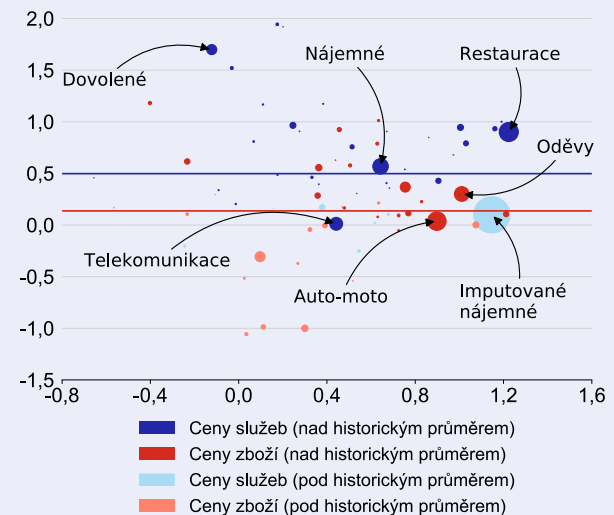
i některé váhově důležité položky z oblasti zboží (například ceny oděvů).

Celkově lze shrnout, že po pandemickém období, kdy ceny služeb rostly pomaleji než ceny zboží, se rozdíl mezi jejich dynamikami v pojetí CPI vrací k dlouhodobému (kladnému) průměru. Tento rozdíl nevybočuje z historického pohledu a o anomálii nejde ani v mezinárodním kontextu (dle pojetí HICP). Nejistota ohledně dalšího zpomalování dynamiky cen služeb nicméně souvisí zejména s odezníváním doposud nízkého příspěvku imputovaného nájemného na pozadí oživujícího reálného trhu.

Graf 3

Aktuální růst cen služeb je tažen většinou položek a tlumí jej zejména imputované nájemné, dynamika cen u položek zboží je více rozptýlená

osa x: inflační perzistence položek, osa y: průměrný meziměsíční růst v prvním čtvrtletí 2024 v %, sezonně očištěno, velikost bubliny odpovídá váze položky ve spotřebním koši, modrá barva: položky služeb, červená barva: položky zboží, vodorovné čáry: průměrný meziměsíční růst v prvním čtvrtletí 2024 u služeb (modrá) a zboží (červená), tmavý (světlý) odstín bubliny: aktuální dynamika leží nad (pod) historickým průměrem v období 2010–2019, pramen: ČSÚ, výpočet ČNB



- Pro mezinárodní srovnání byla využita data z harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP), u kterého je definice zboží a služeb mírně odlišná od CPI. Hlavním rozdílem je, že u HICP není v rámci služeb zahrnuto imputované nájemné.
- Znatelně kladný růstový diferenciál mezi cenami služeb a zboží je typický pro konvergující ekonomiky a v literatuře bývá označován jako tzv. Balassův–Samuelsonův efekt. Tento jev je v prognóze reflektován příspěvkem cenové konvergence v rámci vývoje mezních nákladů ve spotřebitelském sektoru. Vedle dlouhodobě působícího Ballasova–Samuelsonova efektu může být důvodem vyšší dynamiky cen služeb oproti zboží větší váha zatím stále svižně rostoucích mzdových nákladů při produkci neobchodovatelných statků. Ve stejném směru může působit výraznější síla firem při cenotvorbě (jejich větší pricing power) daná tím, že poskytovatelé služeb jsou často na jednotlivých lokálních trzích v pozici pseudomonopolů, resp. zde často (zejména v menších městech) existuje silná osobní vazba poskytovatel–zákazník. Konzument je z tohoto důvodu ochoten akceptovat vyšší cenu (výraznější cenový nárůst), neboť de facto dává vydělat „sousedovi“ (a nikoliv nadnárodní firmě), který si tak zvyšuje ziskovou marži. V neposlední řadě mělo určitý vliv i přeměrování částí spotřebních výdajů domácností od zboží zpět ke službám v období postcovidového otevření ekonomiky, služeb, zábavy a cestování a všeobecné euforie z toho pramenící.
- Tou dobou začala výrazně brzdit dynamika imputovaného nájemného, tudíž záporný rozdíl dynamiky cen služeb oproti zboží v pojetí národního CPI se naopak začal ještě více prohlubovat.
- Analýza se zaměřuje na přibližně 80 položek zboží a služeb ve spotřebním koši, které dohromady tvoří jádrovou inflaci. Váha těchto položek ve svém součtu odpovídá více než 50 % spotřebního koše.
- Perzistence je definována jako součet prvních tří koeficientů parciální autokorelační funkce na sezonně očištěných meziměsíčních změnách cen. Perzistence udává, do jaké míry pozorovaný pohyb cen setrvá na dosažené úrovni.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada na květnovém měnověpolitickém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,50 procentního bodu na 5,25 %, ve stejném rozsahu diskontní sazbu na 4,25 % a lombardní sazbu na 6,25 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty výhledu jako mírně proinflační. Rizikem v tomto směru je pomalejší odeznívání zvýšených inflačních očekávání, což by se při napjatém trhu práce mohlo projevit v silnějších mzdových požadavcích. Dalším proinflačním rizikem je vyšší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb a přerušení dezinflace u obchodovatelných statků, která doposud vyplývala zejména z odeznění problémů na straně nabídky. Rizikem pro růst cen obchodovatelných statků je také vývoj kurzu koruny, který by mohl vést k nárůstu cen dováženého zboží. Na delším horizontu je proinflačním rizikem možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé ekonomiky. Nejistotou výhledu zůstává budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. Se základním scénářem prognózy sekce měnové je konzistentní další pokles tržních úrokových sazeb. To je v souladu s očekávaným setrváním inflace v blízkosti 2% cíle po zbytek letošního roku i dále na horizontu měnové politiky.

Se základním scénářem prognózy je konzistentní další pokles tržních úrokových sazeb

Jarní prognóza implikuje pokles tržních úrokových sazeb na celém výhledu (Graf IV.1). Tempo tohoto poklesu je zpočátku stále zvýšené, posléze poněkud zpomalí. Na konci příštího roku se tak úrokové sazby nacházejí poblíž měnověpoliticky neutrální úrovně. To je dáno odezněním mimořádných inflačních tlaků z vnějšího prostředí a potlačenou domácí poptávkovou inflací. Přestože růst nákladů v první polovině letošního roku bude ještě zvýšený, potřebu uvolnění měnové politiky to nezvrátí. Proinflační vliv růstu nákladů totiž bude kompenzován poklesem ziskových marží firem, který růst cen tlumí.

Koruna na počátku roku dále oslabila

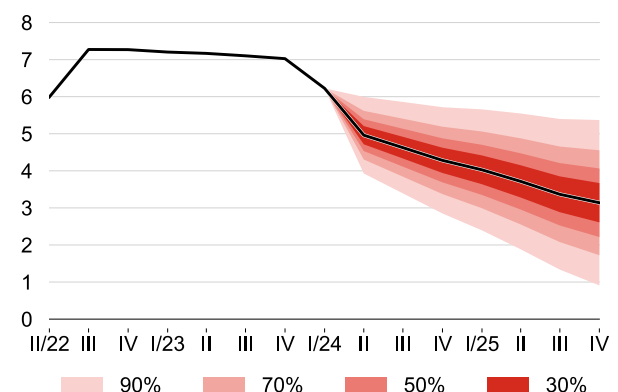
Loňský oslabující trend koruny pokračoval i v letošním lednu a zejména únoru. Následně se kurz stabilizoval poblíž 25,3 CZK/EUR, kde se obchodoval i během dubna. Za oslabením v letošním únoru stálo zejména měnověpolitické jednání ČNB, které trhy překvapilo hlubším vyzněním nové makroekonomické prognózy a širokou shodou bankovní rady nad snižováním sazeb i v nadstandardních krocích. Následně koruna reagovala dalším oslabením na zveřejnění lednové inflace, která zaostala za očekáváním trhů i prognózou centrální banky.

Nové údaje zahraničních veličin naznačovaly v prvním čtvrtletí spíše pomalejší než očekávaný ústup inflace v klíčových zahraničních ekonomikách, a tedy o něco pozdější snížení zahraničních sazeb. Rozdíly v očekávání domácí a zahraniční měnové politiky se v lednu i únoru promítly v dalším citelném odlivu zahraničního

Graf IV.1

Se základním scénářem prognózy je konzistentní další pokles tržních úrokových sazeb

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.

Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti (standardně vzdálený 12–18 měsíců), na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje časovou délku transmise měnové politiky. Cílením inflace na daném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.

krátkodobého dluhového kapitálu z tuzemských bank, což rovněž přispělo k oslabení koruny.

Na výhledu bude koruna mírně posilovat

Jarní prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve druhém čtvrtletí 2024 ve výši 25,2 CZK/EUR. Následně začne koruna mírně posilovat (Graf IV.2), a to zejména vlivem příznivého vývoje čistého vývozu zboží a služeb, resp. výkonové bilance. Posilování koruny však bude tlumeno pozvolna se zužujícím úrokovým rozpětím oproti eurozóně¹⁷ (Graf IV.3), které se koncem příštího roku uzavře.

Tržní výhled úrokových sazeb i očekávání analytiků ohledně kurzu jsou přibližně v souladu s prognózou ČNB

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech posunul výše, a korigoval tak očekávání ohledně rozsahu snižování základních úrokových sazeb ČNB. Trh očekává postupné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled je přibližně v souladu s trajektorií sazeb ze základního scénáře prognózy ČNB. Pro květnové měnověpolitické jednání téměř všichni respondenti šetření IOFT očekávali snížení 2T repo sazby o 0,50 procentního bodu. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v rozmezí 3 % až 4 % (v mediánu na 3,75 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny lehce pod 25 CZK/EUR (Tab. IV.1 dále v textu). Jimi předpokládaný kurzový vývoj je na obdobné úrovni jako výhled centrální banky. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu v horizontu jednoho roku dosahuje v uvedených šetřeních více než 2 koruny za euro. V delším výhledu by se dle analytiků při ekonomickém oživení a zlepšeném sentimentu na finančním trhu měl kurz koruny postupně vrátit k trajektorii dlouhodobého pozvolného posilování. Faktorem, který by mohl přechodně zvýšit volatilitu kurzu koruny, je případné zhoršení geopolitického vývoje.

Komunikace bankovní rady vyznívala ve směru pozvolného snižování úrokových sazeb

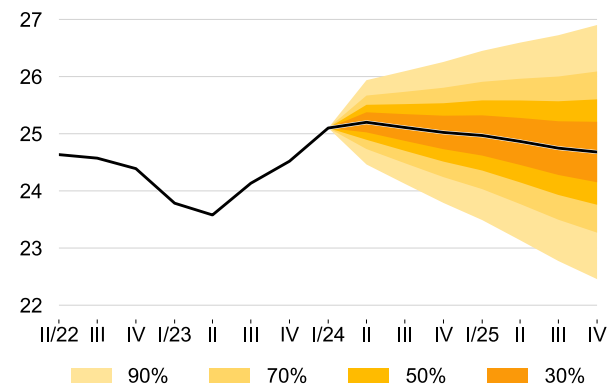
V komunikaci členů bankovní rady zaznělo, že na květnovém zasedání je pravděpodobné další snižování úrokových sazeb. Snižování bude však opatrné a závislé na datech. Pro zmírnění stávajícího tempa se podle části bankovní rady v ekonomice neobjevují silné signály. Zároveň však proti rychlejšímu snižování sazeb hovoří zejména zvýšená inflace v sektoru služeb a výhled pozvolnějšího snižování sazeb v zahraničí (tj. u amerického Fedu a ECB). Jako možný inflační tlak z domácí ekonomiky bylo také zmiňováno počínající oživení na trhu s bydlením.

¹⁷ Tento vliv je částečně expertně tlumen.

Graf IV.2

Po počátečním lehkém oslabení se od poloviny roku obnoví postupné posilování koruny

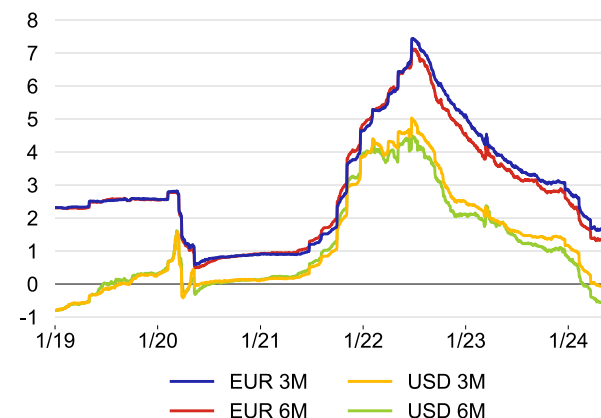
kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf IV.3

Úrokový diferenciál vůči eurovým i dolarovým sazbám se postupně zužuje

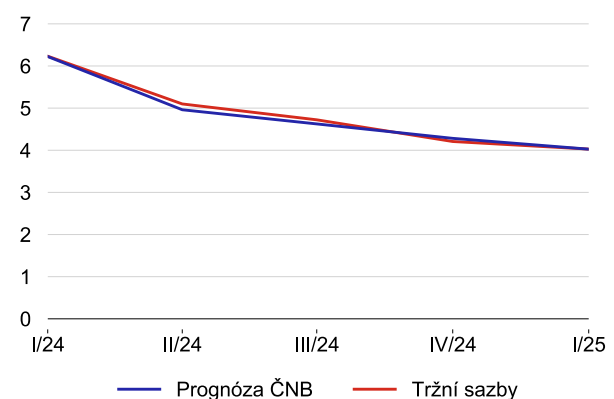
procentní body, diferenciál sazeb na českém peněžním trhu vůči sazbám v EUR a USD



Graf IV.4

Trh očekával na květnovém zasedání snížení úrokových sazeb, výhled trhu je téměř v souladu s prognózou ČNB

3M PRIBOR, FRA v %



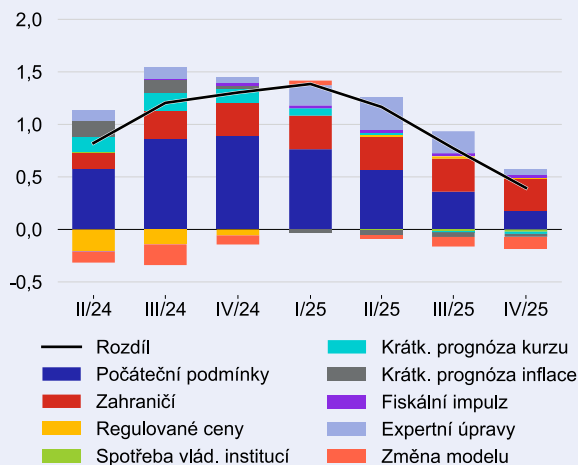
Poznámka: Tržní sazby představují pro I/24 3M PRIBOR, pro II/24 až I/25 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 30. dubnu 2024.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.5

Oproti zimní prognóze se trajektorie sazeb nachází výše

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

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

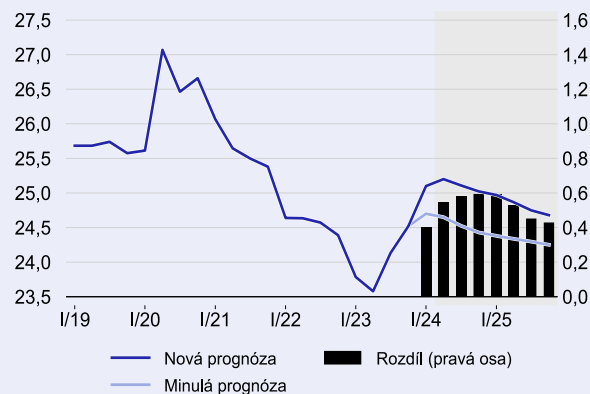
- **Počáteční podmínky** působí ve směru zřetelně vyšších sazeb, což je důsledkem vyšší očekávané mezičtvrtletní dynamiky mezd a rychlejšího růstu HDP na počátku letošního roku. Stejným směrem se projevuje také slabší pozorovaná hodnota kurzu koruny.
- Kladný příspěvek **zahraničí** odráží především zvýšený tržní výhled úrokových sazeb ECB oproti předpokladům zimní prognózy.¹⁸
- **Krátkodobá prognóza kurzu** pro druhé čtvrtletí letošního roku je nastavena na mírně slabší hodnotu, než by odpovídalo interpretaci makroekonomického vývoje jádrovým modelem, a působí tak ve směru vyšších sazeb.
- **Krátkodobá prognóza inflace** také přispívá k lehce vyšším úrokovým sazbám.
- Záporné příspěvky **regulovaných cen** v nejbližších čtvrtletích odrážejí zejména zlevnění plynu pro domácnosti a přechod zákazníků na výhodnější fixní kontrakty.
- Dopady zpřesněného výhledu **spotřeby vládních institucí** a **fiskálního impulzu** jsou zhruba neutrální.
- **Expertní úpravy** působí směrem k mírně vyšším sazbám. Přispívají k nim zejména úpravy zrychlující růst spotřeby domácností v návaznosti na poměrně

¹⁸ Americký Fed se přitom staví k začátku snižování měnově-politických úrokových sazeb ještě opatrněji než ECB.

Graf IV.6

Prognóza kurzu se posouvá na slabší hodnoty

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



rychlé zlepšování sentimentu a zmírnění předchozích expertních zásahů do kurzu koruny.

- **Změna modelu** odráží dopady přechodu na inovovaný jádrový predikční model g3+. Příspěvek modelové změny přitom vyjadřuje rozdíl v trajektorii sazeb mezi zimní stínovou prognózou zpracovanou inovovaným modelem a tehdejšími základními scénářem.¹⁹

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

- Nastavení krátkodobé prognózy kurzu odráží zejména jeho **pozorované hodnoty**, které ho oproti minulé prognóze posouvají na slabší počáteční úroveň. Ta přitom zrcadlí změnu v očekávání finančních trhů ohledně omezování světových centrálních bank vůči snižování úrokových sazeb. To se týká primárně ECB, ale vliv na vývoj koruny směrem k jejímu oslabení vůči světovým měnám může mít i velmi opatrný přístup americké centrální banky k zahájení poklesu měnověpolitických sazeb.
- Na výhledu koruna posiluje zhruba obdobným tempem jako v minulé prognóze. Tempo posilování koruny je tlumeno zmírněním rozsahu předchozích expertních zásahů do kurzu.

¹⁹ Zimní stínová prognóza oproti tehdejšímu základnímu scénáři implikovala potřebu lehce rychlejšího snižování sazeb. Stínová prognóza byla spolu s inovovaným jádrovým predikčním modelem g3+ představena v [příloze ke Zprávě o měnové politice – zima 2024](#).

Sazby na peněžním trhu se snižují, naopak sazby s delší splatností od počátku letošního roku vzrostly

Úrokové sazby PRIBOR postupně klesají v reakci na snižování základních sazeb ČNB. Vlivem očekávání, že uvolňování měnových podmínek touto cestou bude pokračovat, má výnosová křivka na peněžním trhu znatelně záporný sklon. Naopak tuzemské sazby s delší splatností (nad 2R) se zhruba od března začaly zvyšovat (Graf IV.7). Následovaly tak vývoj na zahraničních trzích (zejména v USA), které reagovaly na komunikaci hlavních centrálních bank (ECB, Fed) ohledně začátku fáze snižování základních úrokových sazeb; ty chtějí být přesvědčeny o udržitelném návratu inflace zpět ke 2 %. Celkově se od začátku letošního roku domácí sazby IRS v jednotlivých splatnostech zvýšily až o 0,7 procentního bodu, což zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů.²⁰ Došlo tak k mírnému autonomnímu zpřísnění domácích měnových podmínek v širěji definované úrokové složce. Tento vývoj může skrze vyšší úročení některých úvěrových a depozitních produktů bank zmírnit rychlost oživení domácí poptávky (včetně hypotečního trhu a trhu bytových nemovitostí). Konvexní sklon s minimem okolo splatnosti 5R u domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal přibližně zachován (Graf IV.8).

Klientské úrokové sazby se v reakci na pokles základních sazeb ČNB snížily

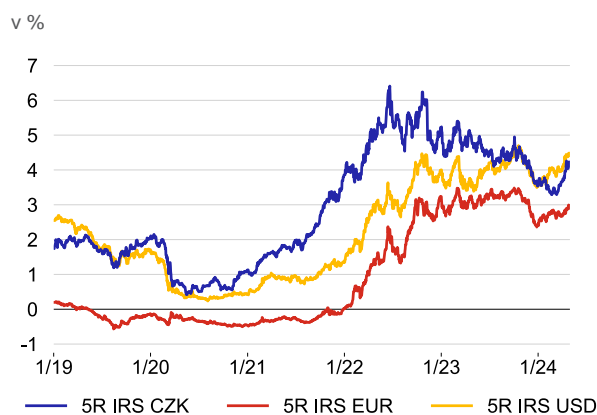
Úrokové sazby se ve všech segmentech úvěrového trhu pohybují na nejnižší úrovni od zhruba poloviny roku 2022. Od loňského prosincového snížení základních sazeb ČNB poklesla sazba z nových čistých korunových úvěrů nefinančním podnikům v souhrnu o 1,4 procentního bodu na 7,3 % v březnu. Přenos poklesu měnověpolitických sazeb je tedy v tomto segmentu rychlý. Oproti sazbě z eurových úvěrů podnikům je sazba z korunových úvěrů vyšší o zhruba jeden procentní bod. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení se od poloviny loňského roku snížila o 0,3 procentního bodu na 5,2 % v březnu 2024 (Graf IV.9). V uvedeném vývoji se projevoval předchozí pokles tržních úrokových sazeb s delší splatností. Zvýšení těchto sazeb zaznamenané v posledním období však bude snižování úrokové sazby z hypoték v následujícím období brzdit (viz výše).

Na pokles měnověpolitických sazeb dále reagují úrokové sazby z vkladů, sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností se od loňského listopadu snížila o 0,9 procentního bodu na 5,3 %. Reálné

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. Aktuálně (před květnovým měnovým zasedáním bankovní rady ČNB) tento rozdíl dosahoval -0,2 procentního bodu.

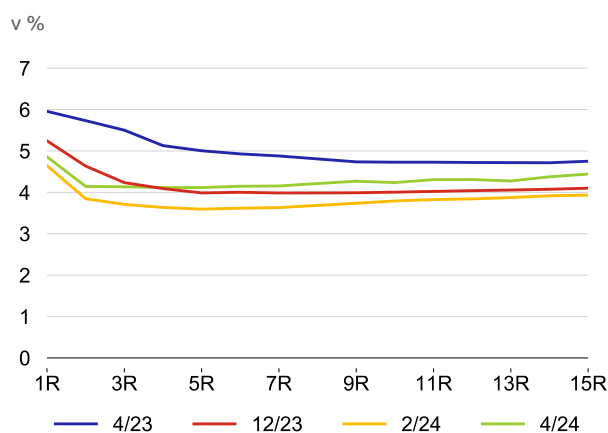
Graf IV.7

Domácí úrokové sazby s delší splatností se v posledních týdnech převážně zvyšovaly



Graf IV.8

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se oproti začátku letošního roku posunula na vyšší hladinu, její sklon je konvexní



²⁰ Od počátku letošního roku do konce dubna Ministerstvo financí ČR emitovalo státní dluhopisy na primárním trhu za 104 mld. Kč. Strategie financování a řízení státního dluhu na celý rok 2024 předpokládá emise v objemu 300 až 400 mld. Kč.

úrokové sazby zůstávají vlivem nižší očekávané inflace v ročním horizontu v kladných hodnotách a kladné jsou i ex post reálné sazby.

Dynamika úvěrů nefinančním podnikům zvolnila, u domácností se stabilizovala

Tempo růstu úvěrů podnikům v průběhu prvního čtvrtletí zvolnilo (z poměrně výrazného nárůstu v závěru loňského roku) na 6,2 %. K růstu podnikových úvěrů nadále přispívaly úvěry v cizí měně při přetrvávajícím mírném poklesu korunových úvěrů. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech podniků se tak zvýšil na 52 %. U nových úvěrů je tento podíl stabilizovaný v blízkosti obdobné úrovně. Nové čisté korunové úvěry se za leden až březen meziročně lehce snížily a jejich objem je zatím na poměrně nízké úrovni. Dle šetření úvěrových podmínek bank celková poptávka podniků po úvěrech v prvním čtvrtletí letošního roku mírně poklesla. K tomu přispívala stále vysoká úroveň úrokových sazeb, její působení na poptávku ale bylo méně intenzivní než v předchozím období. Banky nadále vnímaly sníženou poptávku po úvěrech na fixní investice, avšak méně plošně než v minulosti. Dle prognózy růst úvěrů podnikům zrychlí v reakci na postupné snižování úrokových sazeb a obnovení ekonomického růstu (Graf IV.10).

Růst úvěrů domácnostem na bydlení se po předchozím zpomalování stabilizoval na úrovni 4,3 %. Banky na počátku letošního roku vnímaly další nárůst poptávky po úvěrech na bydlení, což odráželo očekávání pokračujícího zvyšování aktivity na rezidenčním trhu doprovázené růstem cen rezidenčních nemovitostí a poklesem úrokových sazeb z hypoték. Nové čisté hypotéky potvrzují pokračující oživení hypotečního trhu. Dle prognózy růst úvěrů na bydlení v návaznosti na rostoucí poptávku po nových hypotečních úvěrech v letošním roce zrychlí (Graf IV.10).

Rizika prognózy jsou mírně proinflační

Hlavním faktorem, který může brzdit snižování domácích úrokových sazeb, je možné pozdější a pomalejší snižování zahraničních úrokových sazeb a jeho dopad do kurzu koruny.

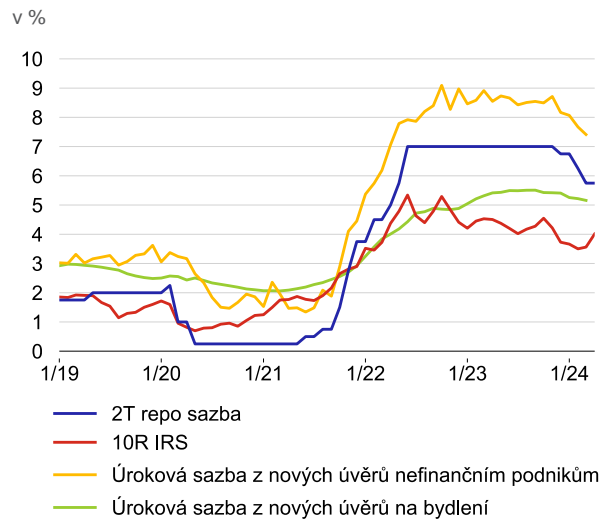
S prognózou se pojí také několik nejistot. Na straně domácí ekonomiky panuje nejistota ohledně rychlosti zchlazování růstu cen ve službách a nejistota ohledně vývoje čistého vývozu v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky. Další nejistoty představují dynamika mezd a intenzita snižování míry úspor domácností. Panuje také obecná nejistota diskutovaná již delší dobu v branži centrálních bank o úrovni rovnovážných úrokových sazeb v globalizované ekonomice.

Pozdější a pomalejší snižování zahraničních úrokových sazeb by zmírňovalo potřebu rychlého poklesu domácích úrokových sazeb

Hlavní faktor, který může brzdit snižování domácích úrokových sazeb, plyne z měnících se tržních výhledů

Graf IV.9

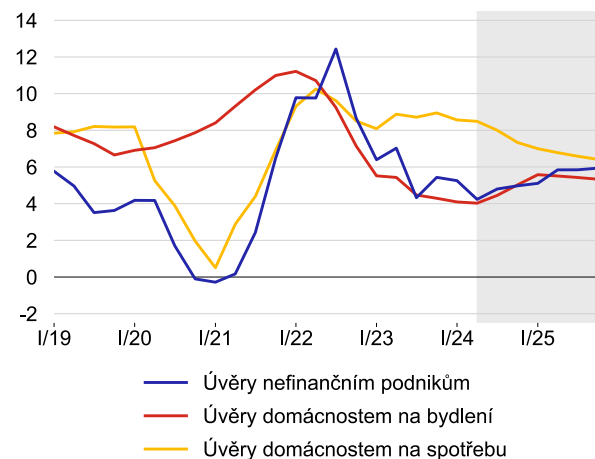
Úrokové sazby z úvěrů podnikům a úvěrů na bydlení se snížily



Graf IV.10

Růst úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení bude v letošním roce zrychlovat

roční míry růstu v %



Poznámka: Roční míry růstu úvěrů byly ve druhém čtvrtletí 2023 ovlivněny dubnovým odkupem úvěrů Sberbank CZ ze strany České spořitelny. Prognóza byla mimořádně provedena na základě posledních známých údajů za únor 2024. Důvodem byla významná revize dat v březnu, ke které došlo až po uzavření prognózy.

pro USA. Nová data o vývoji americké ekonomiky a komunikace představitelů Fedu naznačují, že Fed by mohl zahájit cyklus snižování úrokových sazeb až ve druhém pololetí tohoto roku. To by mohlo, i když nutně nemuselo, mít vliv i na rozhodování ECB, jejíž představitelé zatím stále častěji zmiňují červnové zasedání jako možný termín pro první snížení sazeb. Pozdější a pomalejší pokles zahraničních úrokových sazeb, než očekávaly dostupné tržní výhledy zahrnuté do základního scénáře prognózy, by mohl tlačit kurz koruny ke slabším hodnotám, což by vedlo k menší potřebě poklesu domácích úrokových sazeb oproti prognóze.

Nejistotou prognózy je rychlost dalšího zchlazování cen ve službách

Zatímco růst cen zboží na začátku tohoto roku dále zpomalil a přiblížil se k nule, dynamika cen služeb se nachází na (zatím) zvýšené hodnotě. Ceny služeb tak brzdily pokles jádrové inflace. Další vývoj cen služeb je přitom nejistý. Případná pokračující korekce cen služeb by přispívala k dalšímu snížení jádrové inflace. Naopak přetrvávající zvýšená dynamika cen služeb by při odpoutání kolísavějších cen zboží od nuly nebo při výraznějším než očekávaném nárůstu příspěvku imputovaného nájemného mohla vést ke zvýšení tempa jádrové inflace.²¹

Nejistota obestírá vývoj zahraniční poptávky a s tím související další vývoj čistého vývozu

Zotavení Německa, které je klíčovým obchodním partnerem ČR, donedávna vázlo, obrat k lepšímu naznačily až údaje o německé průmyslové produkci za únor. Přetrvávající strukturální problémy německé ekonomiky nicméně nadále představují nejistotu ohledně jejího budoucího vývoje. V průběhu letošního roku by mělo ke zrychlení dynamiky vývozu přispívat pozvolné oživování zahraniční poptávky, které je – jak je popsáno výše – zatím velmi křehké. Situaci komplikuje stále zvýšené geopolitické napětí, především pokračující válka na Ukrajině a konflikt na Blízkém východě.

Další nejistoty se týkají dynamiky mezd jak v tržních, tak v netržních odvětvích a intenzity snižování míry úspor domácností

Prognóza očekává, že vysoká mezičtvrtletní dynamika nominálních mezd zaznamenaná na počátku letošního roku se poměrně rychle zkoriguje, meziroční dynamika mezd však zůstane vlivem počátečního nárůstu po celý rok zvýšená. Očekávané zpomalování růstu mezd je nicméně zatíženo zvýšenou mírou nejistoty. Vývoj mezd a platů v netržních odvětvích bude v letošním roce ovlivněn zmrazením platů ve státní, resp. veřejné sféře. Pro příští rok vláda ČR začala jednat o zvýšení

21 Podrobněji se tématu věnuje analýza v [Boxu 2](#) v kapitole III. Nejistota ohledně dalšího zpomalování dynamiky cen služeb podle této analýzy souvisí zejména s odezníváním doposud nízkého příspěvku imputovaného nájemného na pozadí oživujícího reálního trhu.

platů ve státním sektoru, přičemž odbory požadují zvýšení platů o 15 % v návaznosti na nedávné výrazné propady reálných odměn.

Obnovený růst reálných mezd bude na výhledu přispívat k oživení spotřeby domácností. Základní scénář prognózy očekává, že při rychle se zlepšujícím sentimentu a klesajících úrokových sazbách bude spotřebu podporovat také návrat k běžnému spotřebitelskému chování českých domácností.²² Přesné načasování a intenzita snížení (nadále výrazně zvýšené) míry úspor s dopady do dynamiky spotřeby domácností však zůstávají nejisté.

Úroveň rovnovážných úrokových sazeb v zahraniční i domácí ekonomice je rovněž obecnou nejistotou prognózy

Návrat reálných úrokových sazeb do kladných hodnot otevřel diskusi o tom, zda ve vyspělých ekonomikách nedošlo ke zvýšení reálné rovnovážné úrokové míry, tj. míry konzistentní s inflací dlouhodobě na cíli a výstupem ekonomiky na úrovni potenciálního produktu. Od této rovnovážné úrokové míry, která je nepozorovanou a tedy pouze odhadovanou veličinou, se přitom odvíjí výše měnověpoliticky neutrální sazby.²³

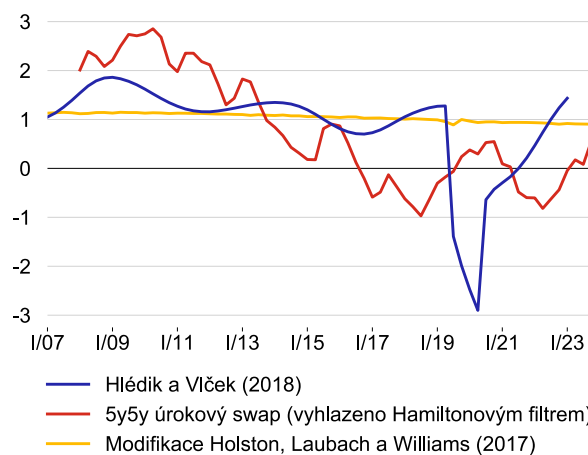
V mezinárodní diskusi se v nedávné době objevila řada důvodů pro možný posun rovnovážné sazby na vyšší úroveň. Vedle pozorovaných vyšších dlouhodobých tržních sazeb byly zmiňovány efekty ovlivňující rovnováhu mezi úsporami a investicemi. Zvýšená potřeba investic je spojena se zelenou transformací ekonomik, vyššími klimatickými riziky, digitalizací a rozvojem umělé inteligence a také vyššími výdaji na obranu. Obecně větší role vládních výdajů a růst veřejného zadlužení vytváří zvýšenou poptávku po zápůjčních fondech a může tlačit na růst rovnovážné sazby. Na potenciálně vyšší rovnovážnou sazbu působí též částečná deglobalizace. Demografický vývoj stárnutí populace může působit oběma směry – snižovat rovnovážnou sazbu, když jsou úspory na stáří budovány, a naopak ji zvyšovat ve chvíli, kdy jsou úspory již v důchodovém věku čerpány.

Odhady ČNB naznačují, že se reálná rovnovážná úroková míra v ČR dlouhodobě pohybuje kolem 1 % (Graf IV.11)²⁴, což je hodnota, se kterou pracuje základní scénář prognózy. Nicméně pro ilustraci hypotetické situace, že v ČR i eurozóně v posledních letech došlo k nárůstu rovnovážné sazby (shodně o 0,5 procentního bodu) byl vypracován scénář vyšší

Graf IV.11

Odhady reálné rovnovážné úrokové míry pro českou ekonomiku se dlouhodobě pohybují okolo 1 %

v %, p. a.



Poznámka: Propad reálné rovnovážné úrokové míry v letech 2019–2020 podle metodologie Hlédik a Vlček je dán jednorázovým propadem potenciálního produktu.

²² V tomto směru byla provedena expertní úprava spotřeby domácností.

²³ Nejistotu ohledně výše rovnovážné úrokové míry v eurozóně naznačila [ve svém projevu](#) také členka výkonného výboru ECB Isabel Schnabel.

²⁴ Viz Hlédik, T., Vlček, J. (2018): [Quantifying the Natural Rate of Interest in a Small Open Economy – The Czech Case](#), a Holston, K., Laubach, T., Williams, J. C. (2017): [Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants](#).

reálné rovnovážné úrokové míry. V tomto scénáři je plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky a dále konzistentní s vyšší trajektorií domácích úrokových sazeb oproti základnímu scénáři.

Scénář vyšší reálné rovnovážné úrokové míry (r^*)

V poslední době se v mezinárodním kontextu vede debata ohledně možné vyšší úrovně reálné rovnovážné úrokové míry²⁵, která je důležitou kotvou pro nastavení měnové politiky v dlouhodobějším horizontu. V české ekonomice by mohla být rovnovážná úroková míra zvýšena řadou vlivů, které snižují nabídku úspor nebo zvyšují poptávku po zápůjčních fondech a investicích. Jedná se o zvýšené fiskální deficity od pandemie covidu, vyšší rizikovitost tuzemské ekonomiky, zpomalení reálné konvergence vůči eurozóně a související zvolnění posilování reálného rovnovážného kurzu či přeliv vyšší rovnovážné reálné úrokové sazby ze zahraničí. Pro účely zhodnocení možného rozsahu posunu rovnovážné reálné úrokové míry byly použity tři metody odhadu (Graf IV.11). Jejich výsledky nezpochybňují současné nastavení na úrovni 1 %, se kterou nadále pracuje základní scénář prognózy.

Odhad pomocí strukturálního modelu malé otevřené ekonomiky²⁶ ukazuje, že po období narušeném pandemickými šoky došlo k postupnému nárůstu rovnovážné úrokové míry mírně nad úroveň předpokládanou základním scénářem prognózy.

Další použitou metodou odhadu rovnovážné úrokové míry je filtrace dlouhodobých sazeb (5y5y úrokový swap). Ta ilustruje, jak dlouhodobý výhled sazeb hodnotí samotný trh. Tento odhad ležel dlouhou dobu velmi nízko, až v posledních letech směřuje k úrovni 1 % a nyní míří mírně nad ni. Slabinou tohoto přístupu je, že tržní dlouhodobé sazby jsou do jisté míry ovlivněny současnou měnovou politikou, odvozovat z nich pohyb rovnovážné sazby je tedy částečnou tautologií.

Třetí odhad je založen na přístupu amerického Fedu²⁷, který je modifikován pro malou otevřenou ekonomiku typu ČR. Odhad na základě této metody má v poslední době spíše klesající tendenci. Odchyly kolem předpokladu základního scénáře jsou zde však velmi malé.

Lze shrnout, že uvedené odhady nerozporují nastavení rovnovážné reálné úrokové míry pro ČR na úrovni 1 % a pokud přece jenom k nějakému posunu směrem výše došlo, rozsah tohoto zvýšení není vyšší než 0,5 procentního bodu. Podobnou kvantifikaci přináší i ECB pro ekonomiku eurozóny²⁸ (0,3 procentního bodu).

Zpracovaný scénář uvažuje symetrický nárůst reálné rovnovážné úrokové míry v ČR a v zahraničí. Nastavení zbývajících domácích rovnováh včetně rovnovážného posilování koruny a rizikové prémie je stejné jako v základním scénáři. Scénář předpokládá postupné zvýšení zahraniční měnověpoliticky neutrální nominální úrokové sazby²⁹ ECB v letech 2021 a 2022 o 0,5 procentního bodu na 3% úroveň. Toto zvýšení je ve scénáři doprovázeno souběžným nárůstem tuzemské měnověpoliticky neutrální nominální úrokové sazby ze 3 % na 3,5 %. Neutrální úrokové sazby zůstávají zvýšené na nových hodnotách i na výhledu.

Zahraněční úrokové sazby se v tomto scénáři nesnižují v letech 2025 a 2026 až k úrovni 2,5 %, jak předpokládá základní scénář, ale jejich pokles se zastaví dříve na nové 3% neutrální úrovni.³⁰ Na této hodnotě zahraniční sazby setrvávají i v následujících dvou letech.

25 Rovnovážnou reálnou úrokovou míru lze definovat jako krátkodobou úrokovou sazbu dlouhodobě konzistentní s inflací u cíle a hospodářským výkonem na potenciální (rovnovážné) úrovni. Hodnota rovnovážné míry je nepozorovanou veličinou. Z její výše pak vyplývá neutrální nastavení měnové politiky v úrokové složce.

26 Jedná se o aktualizaci modelového odhadu rovnovážné úrokové míry podle Hlédík, T., Viček, J. (2018): [Quantifying the Natural Rate of Interest in a Small Open Economy – The Czech Case](#).

27 Newyorský Fed pravidelně aktualizuje odhady na základě metody Holston, K., Laubach, T., Williams, J. C. (2017): [Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants](#).

28 Viz Brand, C., Lisack, N., Mazelis, F. (2024): [Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update](#).

29 Měnověpoliticky neutrální nominální úroková sazba je definována jako součet reálné rovnovážné úrokové míry a 2% inflačního cíle.

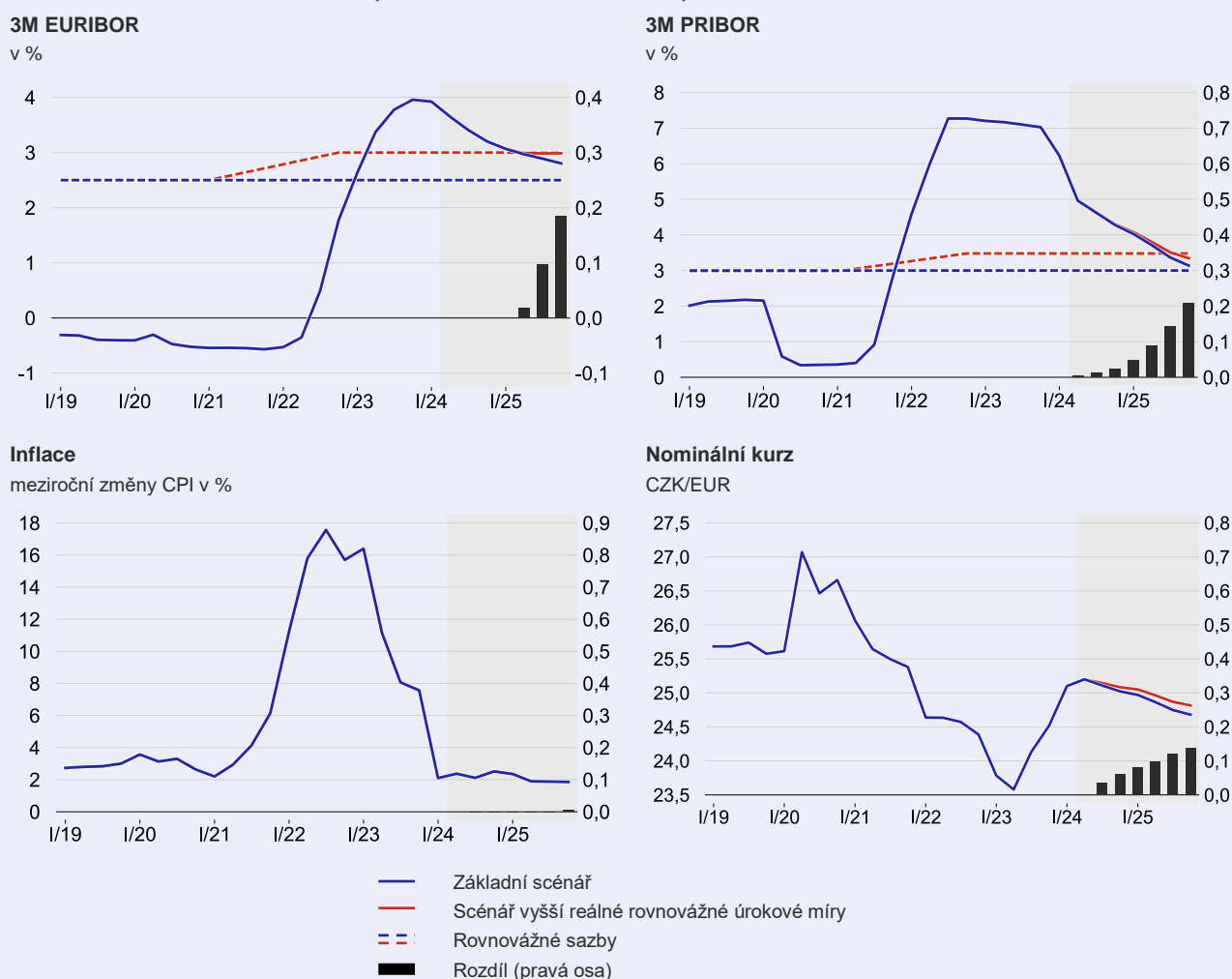
30 Scénář předpokládá, že v letošním roce se bude zahraniční sazba vyvíjet v souladu se základním scénářem, neboť aktuální tržní očekávání měnové politiky ECB v letošním roce nevyklučují realizaci scénáře vyšší rovnovážné úrokové sazby v eurozóně. Pokud by zvýšená rovnovážná míra vedla v letošním roce k vyššímu výhledu sazeb ECB, rovněž prognóza tuzemských úrokových sazeb by se posunula výše.

S ohledem na vyšší rovnovážnou úroveň úrokových sazeb tuzemská měnová politika udržuje domácí úrokové sazby o něco výše oproti základnímu scénáři prognózy, aby tak nepůsobila výrazně uvolněněji a doručila plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. K vyšším domácím sazbám současně přispívá i vyšší budoucí výhled zahraničních sazeb. Výhled plnění inflačního cíle v budoucnu pak v tomto scénáři znamená, že úrokové sazby poklesnou koncem roku 2025 lehce pod neutrální úroveň 3,5 %. To spolu s očekávaným vývojem zahraničních sazeb, které se v roce 2026 nachází již viditelně nad aktuálním tržním výhledem použitým v základním scénáři, tlačí na nepatrně slabší korunu bez viditelného vlivu na inflaci na horizontu predikce. Hlavní roli ve směru slabšího kurzu jakožto výrazně vpředhledící veličiny tak hrají očekávání ekonomických subjektů, která prakticky okamžitě zohledňují viditelně vyšší úrokové rozpětí za horizontem prognózy³¹ (Graf IV.12).

Graf IV.12

Při vyšší reálné rovnovážné míře vyžaduje plnění inflačního cíle vyšší trajektorii tržních úrokových sazeb

srovnání základního scénáře se scénářem vyšší reálné rovnovážné úrokové míry



31 Vzhledem k současně pozorovaným hodnotám kurzu koruny a dostupným předstihovým ukazatelům scénář předpokládá hodnotu kurzu koruny i inflace pro druhé čtvrtletí letošního roku na stejné úrovni jako v základním scénáři.

Nad rámec prognózy indikuje několik proinflačních rizik také Scoreboard inflačních a měnověpolitických rizik

Scoreboard je novým nástrojem ČNB pro sledování inflačních rizik a dalších měnověpolitických hrozeb nad rámec hlavního scénáře prognózy. Jeho vyznění ČNB začíná počínaje touto Zprávou o měnové politice pravidelně publikovat.³² Aktuálně Scoreboard indikuje jako proinflační riziko hluboce deficitní hospodaření sektoru vládních institucí, nadále zvýšená inflační očekávání a vývoj nepozorované dlouhodobé inflace, která nabývá zvýšených hodnot již od počátku roku 2021 a mohla by komplikovat udržitelné plnění inflačního cíle. Intenzita těchto dlouhodobějších rizik však v čase klesá.

Naopak potenciální protiinflační riziko dle Scoreboardu indikuje sklon výnosové křivky, který je v posledních letech záporný.

Hospodaření vládních institucí zůstává i přes zlepšení značně deficitní a nadále přispívá ke zvýšenému růstu množství peněz v ekonomice

Roční míra růstu peněžního agregátu M3 zpomalila a v březnu dosáhla 6,8 %. K tomuto zpomalení přispěl technický vliv spojený s přesuny peněz z nebankovního sektoru do Garančního systému finančního trhu a také zlepšení deficitního hospodaření sektoru vládních institucí. Příspěvek zadlužení sektoru vládních institucí po zohlednění vkladů centrální vlády k růstu M3 je však oproti minulosti stále zvýšený. V loňském roce dosáhl tento příspěvek v průměru 3,7 procentního bodu, v průběhu prvního čtvrtletí se snížil na průměrných 2,7 procentního bodu (Graf IV.13), přičemž v letech 2010–2019 činila jeho průměrná výše 0,2 procentního bodu. S ohledem na probíhající konsolidaci veřejných financí (Graf IV.14) se bude příspěvek financování vládních institucí k růstu M3 v čase snižovat. Na druhou stranu tempo růstu úvěrů soukromému sektoru zůstává umírněné vlivem nadále restriktivního nastavení měnové politiky a nízké ekonomické aktivity, v následujícím období se však bude zvyšovat.

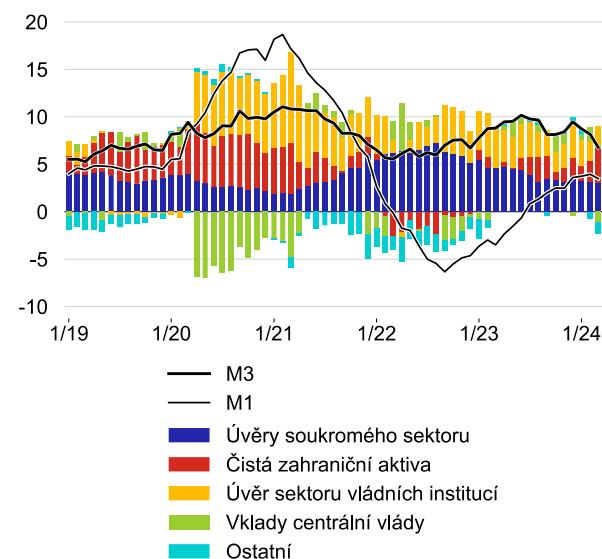
Inflační očekávání poklesla, zatím však zůstávají nad 2% cílem

Dostupné ukazatele signalizují, že riziko odkotvení inflačních očekávání postupně odeznívá. Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu klesla v březnu na 4,1 % (Tab. IV.1). Stejně hodnoty dosahují i v tříletém horizontu, a nadále se tak pohybují nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.15). Podniky jsou dotazovány i na vývoj cen

Graf IV.13

Dynamika peněžního agregátu M3 zpomalila, příspěvek financování deficitu sektoru vládních institucí je však oproti minulosti stále zvýšený

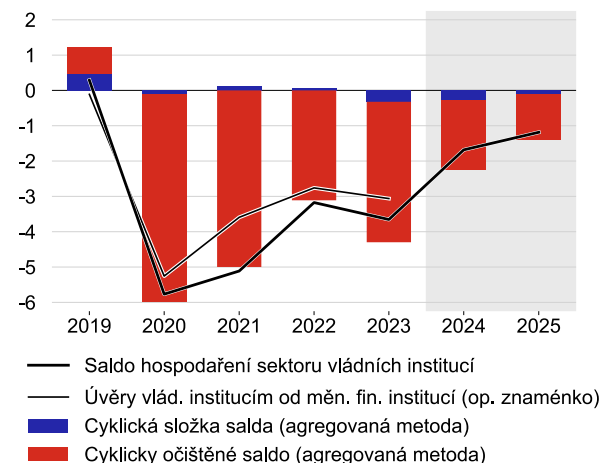
roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech



Graf IV.14

Hospodaření vládních institucí zůstává deficitní, na prognóze se však schodek ztelně snižuje

v % nominálního HDP



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 sebenaplňující. Proto je pro centrální banky důležité inflační očekávání monitorovat a snažit se je udržet v blízkosti svého inflačního cíle.

³² Vizualizace vyznění Scoreboardu bude pravidelně zveřejňována v Chartbooku, který je souběžnou publikací ke Zprávou o měnové politice. Podrobnější informace jsou uvedeny v dokumentu [Scoreboard – metodologie \(únor 2024\)](#).

hlavních vstupů (surovinových, materiálových, energetických atd.) v ročním horizontu. U tohoto výhledového ukazatele došlo v březnu k poklesu na 5 %. Také konjunkturní šetření Evropské komise ukazuje, že podíl podniků očekávajících v nejbližším období růst cen svých výrobků a služeb zůstává nízký.

Rovněž u českých domácností oslabují obavy z růstu cenové hladiny. Ukazatel inflace vnímané tuzemskými domácnostmi v šetření Evropské komise pokračoval v poklesu z historicky nejvyšších hodnot. Také indikátor inflace očekávané v ročním horizontu se na počátku letošního roku mírně snížil (Graf IV.16). Dle dubnového konjunkturálního šetření ČSÚ znatelně zeslábly obavy spotřebitelů z růstu cen. Vedle toho se zlepšil výhled jejich finanční situace a vzrostl úmysl spořit.

Analytiky očekávaná inflace se v ročním i tříletém horizontu nachází lehce nad 2% cílem ČNB.

Vzhledem k mírně proinflačnímu vyznění rizik může být snižování sazeb oproti prognóze pomalejší

Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní pokračující pokles tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR z průměrné hodnoty 6,2 % v prvním čtvrtletí 2024 (resp. z hodnoty 5,6 % na konci čtvrtletí) na 5 % v průměru za druhé čtvrtletí. Základní scénář tak ukazuje potřebu dalšího uvolnění úrokové složky měnových podmínek. Rizika prognózy jsou hodnocena v souhrnu jako mírně proinflační, tedy ve směru pozvolnějšího poklesu úrokových sazeb oproti základnímu scénáři.

Důležitým faktorem pro nastavení úrokových sazeb je kurzový vývoj

Po únorovém měnověpolitickém jednání došlo ke znatelnému oslabení měnového kurzu. Další oslabení koruny následovalo po zveřejnění údajů o domácí inflaci a v reakci na posun očekávání o chování velkých centrálních bank. Tento vývoj měl za následek nenaplnění předchozí krátkodobé prognózy kurzu. Zároveň je užitečné představit uživatelům Zprávy o měnové politice citlivost makroekonomického vývoje na kurzové změny v inovovaném modelu g3+. Za tím účelem byl zpracován citlivostní scénář vývoje kurzu.

Tento scénář ukazuje dopady krátkodobého vychýlení kurzu v obou směrech, konkrétně pracuje s odchylkou o ± 3 % (75 haléřů) od základního scénáře ve druhém čtvrtletí tohoto roku. Odchylku kurzu ve scénáři kompenzuje měnová politika úpravou trajektorie úrokových sazeb oproti základnímu scénáři, dopad do inflace však plně nevyváží.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků nacházejí lehce nad inflačním cílem, u podniků klesla ke 4 %

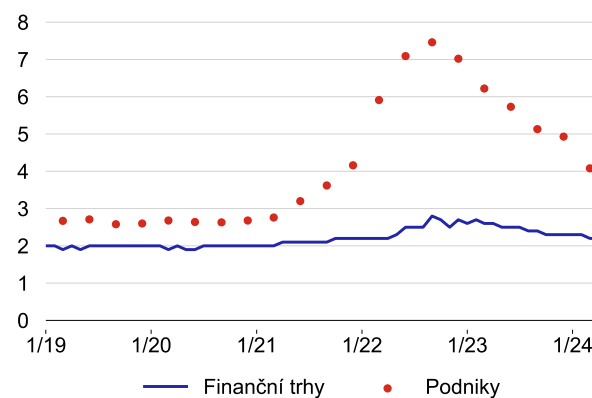
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

	12/23	1/24	2/24	3/24	4/24
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,9	2,5	2,4	2,1	2,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2
Reálný HDP v roce 2024	1,4	1,4	1,2	1,1	1,2
Reálný HDP v roce 2025		2,7	2,6	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2024	6,5	6,3	6,2	6,2	6,1
Nominální mzdy v roce 2025		5,2	5,2	5,1	5,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,5	24,6	24,8	24,7	24,7
2T repo (v %)	4,3	4,0	3,7	3,5	3,5
1R PRIBOR (v %)	4,1	3,9	3,5	3,5	3,5
Podniky:					
Index spotřebitelských cen				4,1	
Index spotř. cen v horizontu 3R				4,1	
CF:					
Reálný HDP v roce 2024	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
Reálný HDP v roce 2025		2,8	2,8	2,8	2,8
Nominální mzdy v roce 2024	6,5	6,1	5,9	6,0	5,7
Nominální mzdy v roce 2025		5,2	5,1	5,2	5,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,7	24,7	24,7	24,7	24,9
3M PRIBOR (v %)	4,3	4,0	3,6	3,6	3,6

Graf IV.15

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

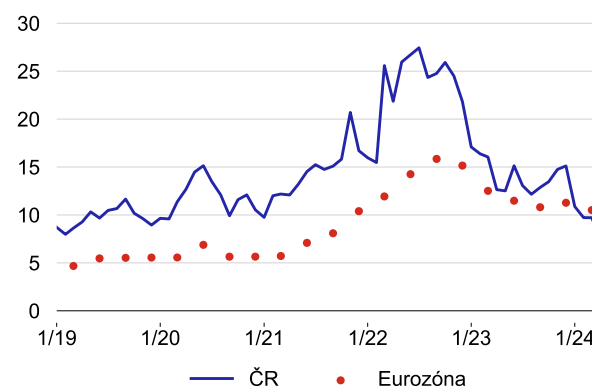
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



Graf IV.16

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně se na počátku letošního roku dále snížila

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, pro ČR vzorek cca 1000 domácností, v %



Citlivostní scénář krátkodobě odlišného kurzového vývoje

Tento symetricky zpracovaný scénář ukazuje dopady hypotetické situace, kdy se kurz ve druhém čtvrtletí letošního roku dočasně odchýlí od své hodnoty v základním scénáři o $\pm 3\%$ (75 haléřů). Jedná se o jednorázový nefundamentální šok, po kterém se – vzhledem k charakteru šoku a endogenní reakci měnové politiky – všechny veličiny vrací zpět k hodnotám základního scénáře.

V případě silnějšího kurzu koruny (v grafech **červeně**), resp. analogicky v případě slabšího kurzu (v grafech **žlutě**) centrální banka reaguje na slabší (resp. silnější) inflační tlaky plynoucí z dovozních cen nižšími (resp. vyššími) sazbami oproti základnímu scénáři. K nejvýraznějšímu rozdílu v trajektorii sazeb přitom dochází ve třetím čtvrtletí letošního roku, kdy se sazby nacházejí o zhruba 50 bazických bodů níže (resp. výše). Jelikož však mají úrokové sazby pozdější dopad do ekonomiky než kurz, nepotlačí centrální banka nižší (resp. vyšší) inflační tlaky plně. Inflace se tak na přelomu letošního a příštího roku nachází o 0,3 procentního bodu níže (resp. výše) oproti základnímu scénáři. Dopad do růstu ekonomické aktivity je minimální, neboť dočasná odchylka kurzu od základního scénáře má dopad do vývozní aktivity, ta je však vyvážena protisměrnou reakcí domácí poptávky.

Graf IV.17

Krátkodobou odchylku kurzu od základního scénáře vyvažuje měnová politika úpravou trajektorie úrokových sazeb

srovnání základního scénáře se scénářem silnějšího a slabšího kurzu koruny

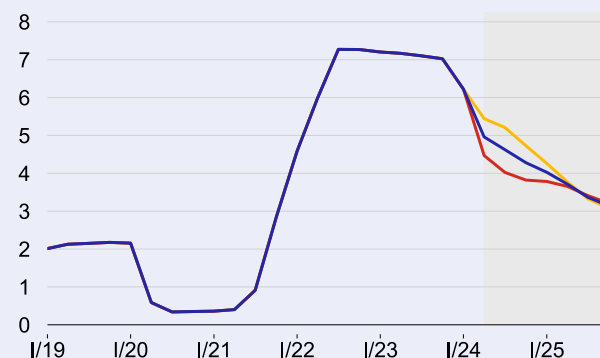
Nominální kurz

CZK/EUR



3M PRIBOR

v %



Inflace

meziroční změny CPI v %



HDP

meziroční změny v %



- Základní scénář
- Scénář silnějšího kurzu koruny
- Scénář slabšího kurzu koruny

Reálné měnové podmínky indikují nadále restriktivní působení měnové politiky

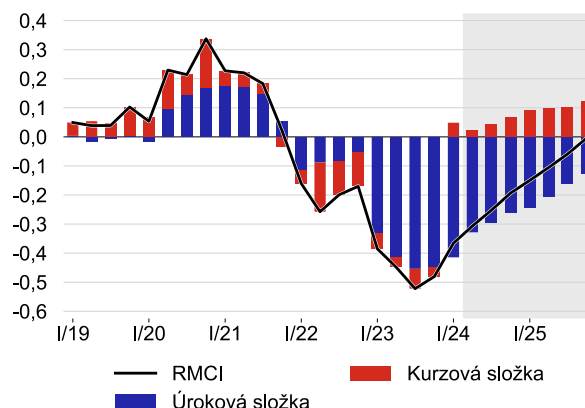
Do indexu reálných měnových podmínek (RMCI) vstupují odchylky reálných úrokových sazeb v ex ante vyjádření a reálného měnového kurzu od jejich rovnovážných hodnot (v případě reálné úrokové sazby je její rovnovážná hodnota aproximována dlouhodobým průměrem na úrovni -0,1 %). V letošním roce se očekává postupné zmírňování restriktivnosti úrokové složky měnových podmínek (Graf IV.18) vlivem prognózovaného pokračujícího poklesu úrokových sazeb.

Kurzová složka reálných měnových podmínek v letošním roce působí expanzivně. To je dáno současnou oslabenou hodnotou kurzu a pouze lehkým posilováním koruny na prognóze, které zaostává za rovnovážným tempem reálné aprece. Uvolněná kurzová složka měnových podmínek zmírňuje celkovou restriktivnost měnové politiky. Ta vlivem klesajících úrokových sazeb postupně odeznívá.

Graf IV.18

Měnové podmínky zůstávají restriktivní výhradně v úrokové složce

index reálných měnových podmínek (RMCI), kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak



PŘÍLOHA Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2022

ČNB dlouhodobě usiluje o vysokou míru důvěryhodnosti, odpovědnosti a transparentnosti své měnové politiky. Součástí toho je – vedle pravidelného vyhodnocování plnění inflačního cíle publikovaného zpravidla formou boxu v zimních Zprávách o měnové politice – i zpětné vyhodnocování naplnění minulých prognóz. To poskytuje zpětnou vazbu k používání predikčního a analytického systému ČNB. Jeho jádrem je predikční model g3+, který je základním a jednotícím prvkem pro tvorbu makroekonomické prognózy ČNB. Závěry z vyhodnocení minulých prognóz slouží k ověřování aktuálního nastavení modelu či k úvahám o jeho možných úpravách. Výsledkem úprav je i inovovaný model g3+, který se počínaje touto Zprávou o měnové politice (ZoMP) stává jádrovým predikčním modelem ČNB.¹

V této Příloze se nejprve věnujeme srovnání prognóz ČNB připravených v roce 2022 s tehdejšími výhledy jiných analytických pracovišť. Následně vyhodnocujeme naplnění prognóz ČNB z roku 2022, přičemž začínáme srovnáním jejich tehdejších předpokladů (exogenních vstupů do prognózy) s následně pozorovaným vývojem. Poté již porovnáváme prognózovaný vývoj samotných hlavních domácích endogenních veličin s dnes již známými daty. Závěrečnou pasáž textu věnujeme náhledu na hypotetickou modelovou simulaci. Ta ukazuje, jak by zhruba vypadala prognóza ze [Zpráv o měnové politice – léto 2022](#), pokud by v době její přípravy byl znám následně pozorovaný, z tehdejšího pohledu ovšem neznámý budoucí vývoj všech předpokladů vstupujících do predikce.

Prognózy z roku 2022 ve srovnání s ostatními institucemi

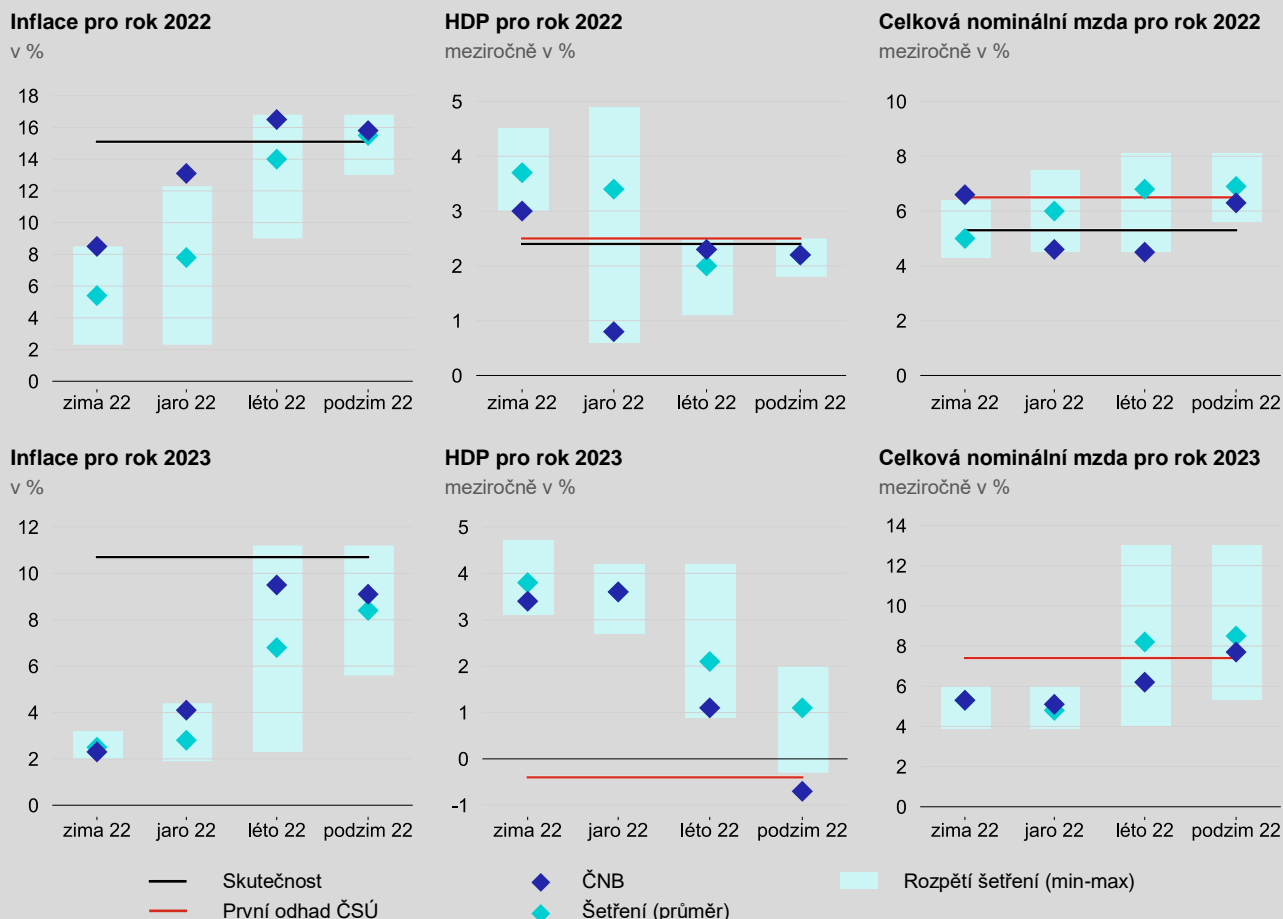
Úvodní část nabízí srovnání prognóz ČNB z roku 2022 s tehdejšími výhledy dalších analytických pracovišť. **Graf 1** zachycuje predikované a následně pozorované celoroční úhrny hlavních sledovaných veličin pro rok 2022 a 2023.

Graf 1

Srovnání prognóz ČNB z roku 2022 s prognózami ostatních institucí (celoroční údaje za roky 2022 a 2023)

Zdrojem dat jsou prognózy ČNB a šetření Ministerstva financí (MF) zveřejňovaná v rámci publikací „Makroekonomické predikce České republiky“ z roku 2022. Šetření MF vycházejí z veřejně dostupných prognóz 13 institucí, z toho 8 bývá 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.

Příklad: modrý bod ČNB odpovídající pozici „jaro 22“ v grafu „HDP pro rok 2022“ znázorňuje celoroční odhad růstu HDP pro rok 2022 z prognózy centrální banky, která byla publikována na jaře 2022 (tj. ZoMP jaro 2022).



Z pohledu na shromážděná data vyplývá, že v případě **inflace spotřebitelských cen** prognózy sledovaných institucí zohledňovaly sílu a robustnost inflačních tlaků pouze postupně, přičemž v porovnání s ostatními institucemi je ČNB odhadla v souhrnu lépe. Prognózy byly navíc obklopeny vysokou nejistotou, která souvisela především s délkou a dopady konfliktu na Ukrajině. Nejvíce se tato nejistota promítla v jarních prognózách, kdy byly instituce nuceny předvídat, jestli se vládám podaří zajistit náhradní dodávky za ruský plyn. Právě v jarní prognóze byla ČNB zpětným pohledem velmi pesimistická ve své předpovědi **HDP**, neboť se – proti jejímu očekávání – ve skutečnosti plynové zásobníky podařilo před další zimou solidně naplnit. V následujících prognózách však již ČNB ekonomickou aktivitu v roce 2022 předvíдалa jen nepatrně pod skutečností. Pro rok 2023 naopak žádná z prognóz dostatečně neodhadla dopady zpřísnění měnové politiky v tuzemsku i v zahraničí, a sledované instituce tak predikovaly výrazně vyšší hospodářský růst ve srovnání s jeho odhadem ze strany ČSÚ.² Je však třeba poznamenat, že zejména v letní a podzimní prognóze ČNB vyhodnotila hospodářský útlum v roce 2023 v porovnání s ostatními institucemi lépe. V případě **mezd** lze konstatovat, že v roce 2022 prognózy ČNB byly v průměru ve srovnání s ostatními institucemi blíže skutečnosti. Pro rok 2023 prognózy ČNB stejně jako predikce ostatních institucí mzdový růst nejprve podhodnocovaly, následně ale poměrně dobře jeho výši odhadly v porovnání s nyní dostupným odhadem ČSÚ.³

Makroekonomická prognóza ČNB slouží jako důležité vodítko při rozhodování bankovní rady o nastavení úrokových sazeb. Nástrojem tvorby prognózy je jádrový predikční model g3+. Základní scénář prognózy předpovídá nejpravděpodobnější budoucí vývoj domácí ekonomiky z pohledu ekonomů sekce měnové ČNB. S ním konzistentní trajektorie domácích úrokových sazeb zajišťuje dosažení inflačního cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

Celkově můžeme shrnout, že oproti predikcím ostatních analytických pracovišť z roku 2022 dosahovaly prognózy ČNB v případě inflace a domácí ekonomické aktivity (kromě jarní prognózy pro rok 2022) o něco vyšší přesnosti. V případě dynamiky celkových nominálních mezd pak prognózy ČNB predikovaly rok 2022 přesněji než ostatní instituce, odhady pro loňský rok pak lze hodnotit jako srovnatelně přesné.

Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2022 – předpoklady

Klíčovými předpoklady makroekonomické prognózy ČNB pro domácí ekonomiku jsou výhledy zahraničního vývoje, fiskální politiky a regulovaných cen.⁴ Z hodnocených prognóz se vnější předpoklady zimní prognózy 2022 ukázaly být nejvíce vychýlené především z důvodu neočekávané invaze Ruska na Ukrajinu, která významně prohloubila energetickou krizi v Evropě (**Graf 2**). Zahraniční předpoklady jarní i letní prognózy již tuto událost zahrnovaly, její dopad do růstu cen energií nicméně zachytily jen částečně. Oproti tomu předpoklady podzimní prognózy se zpětným pohledem ukázaly být příliš pesimistické. Tehdejší výhledy překvapil mírný průběh zimy společně s rychlým zajištěním dodávek plynu do zemí EU z alternativních (neruských) zdrojů, jakož i rychlejší uvolnění narušených globálních a výrobních řetězců. To vedlo k výraznějšímu než očekávanému snížení růstu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně a od jara 2023 dokonce i k jejich poklesu, který hodnocené výhledy nezahrnovaly.

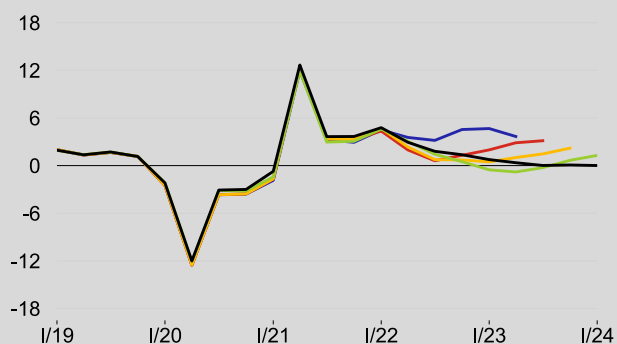
Kromě zimní prognózy, která nepředjímalala konflikt na Ukrajině a jeho dopady, byl růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně oproti hodnoceným prognózám v roce 2022 o něco vyšší. Na překvapivě rychlé zdražování při vcelku solidní hospodářské situaci reagovala ECB citelným zpřísněním měnové politiky, se kterým nepočítaly finanční trhy, a tedy ani předpoklady hodnocených prognóz centrální banky. Utažení zahraniční měnové politiky se následně projevilo ve stagnaci ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR v loňském roce, zatímco předpoklady hodnocených prognóz ČNB již očekávaly ekonomické oživení.

Výraznější než očekávané zdražení energií v roce 2022 vedlo v průměru k podhodnocení výhledu domácích regulovaných cen (**Graf 2**). Nejvyšší odchylku oproti pozorování představují předpoklady zimní prognózy 2022, která neočekávala vypuknutí války na Ukrajině, a nemohla tak zohlednit její dopady do růstu cen energií. Meziroční růst regulovaných cen byl vedle toho později ovlivněn neočekávaným přechodným zavedením tzv. úsporného tarifu ve čtvrtém čtvrtletí 2022. Ten byl vyhlášen až po zveřejnění podzimní prognózy 2022, a nebyl tak v předpokladech hodnocených prognóz zahrnut.⁵ Vládní podpora domácností a firem proti vysokým cenám energií vedla spolu s dalšími výdaji vyvolanými válečným konfliktem na Ukrajině k citelně rychlejšímu růstu nominální spotřeby vládních institucí oproti předpokladům hodnocených prognóz.

Graf 2
Vybrané předpoklady prognóz

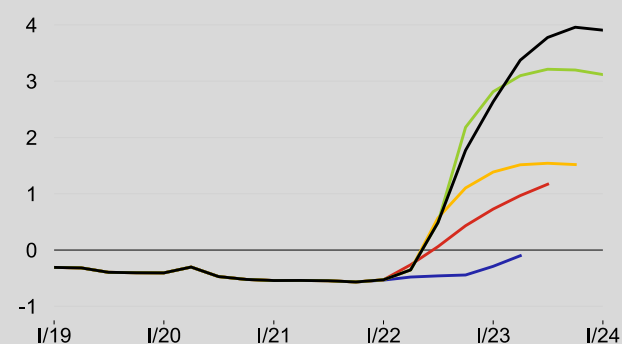
HDP efektivní eurozóny

meziroční změny v %



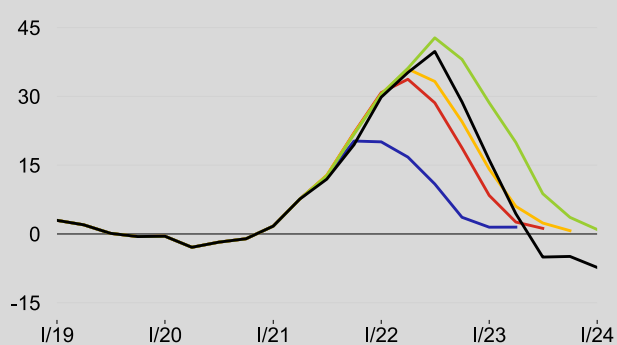
3M EURIBOR

v %



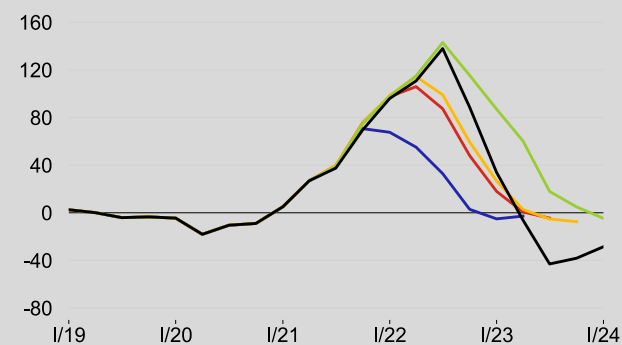
PPI efektivní eurozóny – celkem

meziroční změny v %



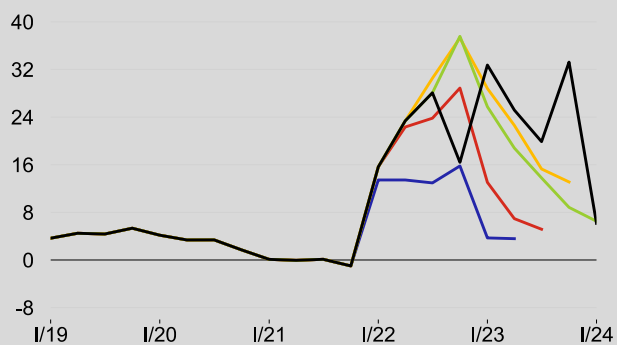
PPI efektivní eurozóny – energetická složka

meziroční změny v %



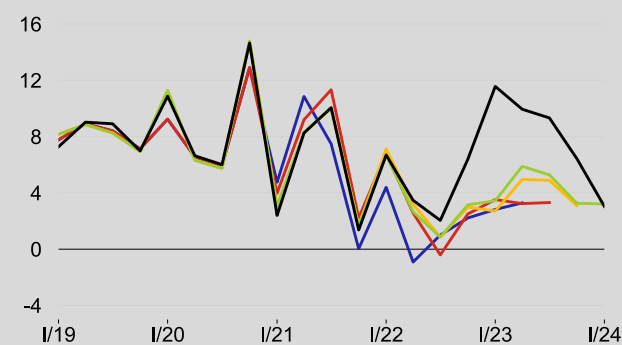
Domácí regulované ceny

meziroční změny v %



Nominální spotřeba vládních institucí

meziroční změny v %



- Skutečnost
- ZoMP léto 2022
- ZoMP zima 2022
- ZoMP jaro 2022
- ZoMP podzim 2022

Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2022 – klíčové endogenní domácí veličiny

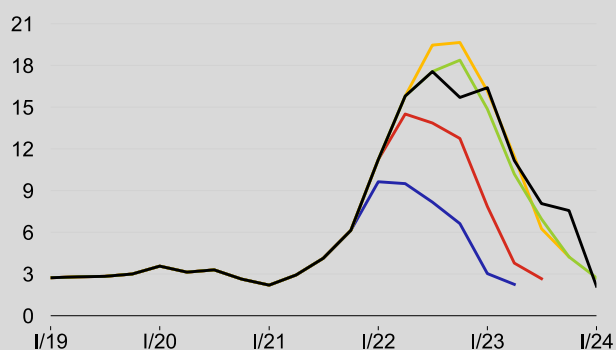
S výjimkou zimní prognózy, která nezahrnovala dopady neočekávané ruské invaze na Ukrajinu do růstu HDP, se domácí **ekonomická aktivita** v roce 2022 a na začátku roku 2023 vyvíjela oproti hodnoceným predikcím lépe (Graf 3). Hlavním důvodem odchylek pozorovaných hodnot od prognóz byla silnější než předpokládaná zahraniční ekonomická aktivita, která se promítla ve vyšším vývozu. Od poloviny roku 2023 hodnocené prognózy predikovaly hospodářské oživení, které však nenastalo vlivem neočekávaného pokračování stagnace v zahraničí (zejména v Německu). To se projevilo ve výrazně nižší vývozní aktivitě i ve slabším růstu spotřeby domácností v návaznosti na jejich zhoršený sentiment, který se mj. odrazil v překvapivě vyšší míře úspor.

Graf 3

Prognózy klíčových domácích veličin

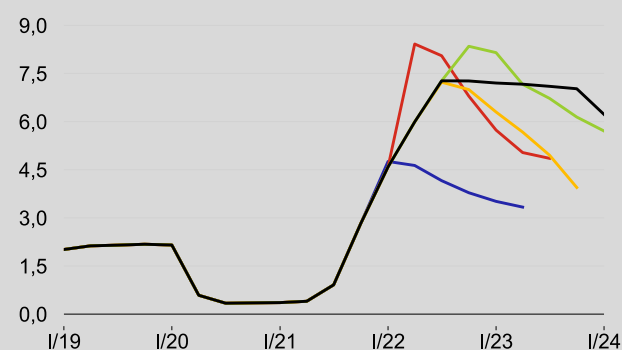
Inflace

meziročně v %



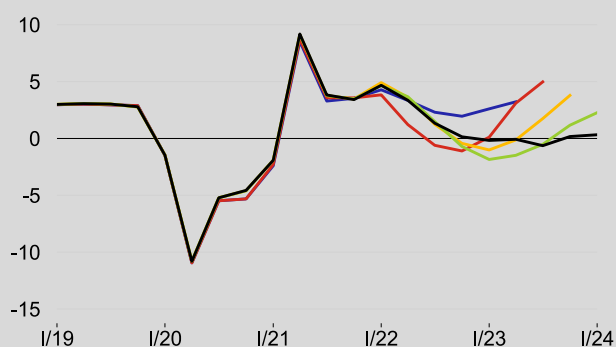
3M PRIBOR

v %



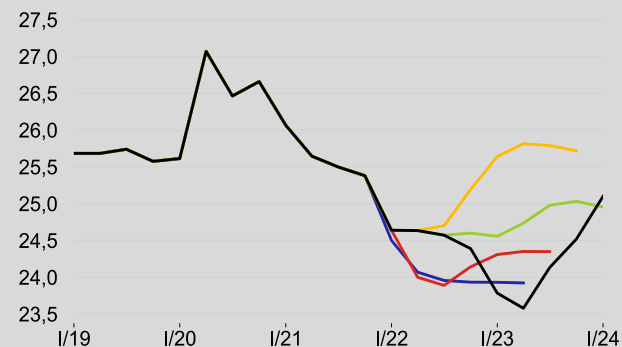
HDP

meziroční změny v %



Nominální kurz

CZK/EUR



— Skutečnost
 — ZoMP zima 2022
 — ZoMP jaro 2022
 — ZoMP léto 2022
 — ZoMP podzim 2022

Spotřebitelská inflace se v první polovině roku 2022 razantně zvýšila a nacházela se tak nad hodnotami z tehdejší zimní prognózy (Graf 3). Hlavním faktorem byly nákladové vlivy, především nečekaně prudké zdražení energií v souvislosti s vypuknutím válečného konfliktu na Ukrajině. S postupem času, jak začal být zřejmý rozsah hospodářských dopadů ruské agrese, se prognózy v průběhu roku 2022 začaly přibližovat následně publikované skutečnosti. Současně se také zpřesňoval náhled na sílu poptávkových tlaků. Prognózy nejprve podceňovaly ochotu zákazníků akceptovat vyšší ceny, což dovolovalo prodejčům zdražit dokonce více, než odpovídalo nárůstu nákladů. Letní a podzimní prognóza se pak již z velké části naplnily. Výjimku tvoří čtvrtá čtvrtletí let 2022 a 2023, kdy roli hrál již výše zmíněný efekt přechodného zavedení úsporného tarifu, se kterým (a pochopitelně ani s jím způsobeným efektem snížené srovnávací základny o rok později) hodnocené predikce nepočítaly.

Po zachycení dopadů spojených s válečným konfliktem na Ukrajině jarní prognóza – na rozdíl od prognózy zimní – identifikovala potřebu dalšího výraznějšího zpřísnění **měnové politiky**, které by z části omezilo vzedmuté inflační tlaky a umožnilo rychlejší návrat inflace na cíl. ČNB se však rozhodla na inflační tlaky, které jsou mimo kontrolu měnové politiky, nereagovat plně (s přihlédnutím mj. k simulaci se vzdálenějším horizontem měnové politiky oproti

jeho standardnímu nastavení v [ZoMP jaro 2022](#)), proto se pozorovaná trajektorie sazeb nacházela níže ([Graf 3](#)). Pro letní a podzimní prognózu se bankovní rada rozhodla na část inflačních tlaků nereagovat úrokovými sazbami z titulu jejich nákladové a předpokládané dočasné povahy.⁶ V souladu s tím došlo v samotném základním scénáři k posunu horizontu měnové politiky pro cílování inflace o dvě čtvrtletí dopředu v případě letní a o jedno čtvrtletí dopředu v případě podzimní prognózy.⁷ Vzhledem k ustupujícím inflačním tlakům ve vzdálenějším horizontu již implikovaná trajektorie sazeb letní prognózy roku 2022 předvíдалa jejich pokles, který však ve skutečnosti nenastal. Podzimní prognóza téhož roku sice v souhrnu očekávala podobné zvolnění inflačních tlaků, avšak za předpokladu dalšího přechodného zvýšení úrokových sazeb vlivem výrazného přehodnocení mzdové dynamiky výše oproti letní prognóze. Bankovní rada na tuto situaci reagovala ponecháním úrokových sazeb na zvýšené úrovni po delší dobu místo jejich dalšího zvyšování a následného poklesu.

Kurz koruny se vyvíjel odlišně od hodnocených prognóz ([Graf 3](#)). Zatímco zimní prognóza roku 2022 předvíдалa pokračující posilování koruny, kurz ve skutečnosti posiloval výrazně méně v návaznosti na katastrofálně zhoršený sentiment v regionu vlivem ruské vojenské agrese na Ukrajině. Rovněž jarní prognóza predikovala přechodné posílení koruny v návaznosti na nárůst sazeb, nicméně další zhoršení sentimentu na finančních trzích vedlo naopak k jejímu oslabení. To však bylo tlumeno pomocí faktických i verbálních devizových intervencí ČNB (ČNB intervenovala proti oslabování koruny na devizovém trhu v období květen až říjen 2022 prodejem svých devizových rezerv v celkovém rozsahu 25,56 mld. EUR).⁸ Na přelomu let 2022 a 2023 koruna stejně jako další měny ve středoevropském regionu překvapivě zpevnila, což bylo odrazem mírného průběhu zimy a nad očekávání dobře zvládnuté energetické krize v Evropě. V souvislosti s formálním ukončením intervenčního režimu v srpnu loňského roku došlo k jejímu oslabení, ke kterému vedle toho přispělo zúžení úrokového rozpětí vůči eurozóně vlivem zpřísnění měnové politiky ECB a na konci roku také zahájení cyklu snižování domácích úrokových sazeb. Prognózy ČNB z druhé poloviny roku 2022 přitom očekávaly zahájení poklesu sazeb doprovázené oslabením koruny již dříve.

Hypotetická prognóza ze ZoMP léto 2022 při znalosti skutečného vývoje předpokladů

Simulace se znalostí faktorů představuje hypotetickou podobu makroekonomické prognózy ze ZoMP léto 2022. Zpracovaná simulace napovídá, jak by bývala vypadala prognóza, pokud by namísto tehdejších předpokladů byl použit jejich následně pozorovaný vývoj.⁹ Hypotetická simulace byla stejně jako tehdejší prognóza připravena s nastavením horizontu měnové politiky vzdáleným 18–24 měsíců¹⁰ v budoucnu. Simulace však není plnohodnotnou prognózou, jelikož neobsahuje dodatečné expertní úpravy.

Při **porovnání hypotetické simulace se znalostí faktorů s prognózou ze ZoMP léto 2022** se celková inflace nejprve v roce 2022 nachází pod původní predikcí, následně v roce 2023 leží nad ní ([Graf 4](#)). Rozdíl je zčásti způsobený již v předchozí části zmíněným zavedením tzv. úsporného tarifu, jehož efekty do regulovaných cen původní prognóza nezahrnovala. Vyšší inflace v hypotetické simulaci v roce 2023 je odrazem rychlejšího růstu nominální spotřeby vládních institucí a také výraznějším nárůstem regulovaných cen. Centrální banka v hypotetické simulaci na tento výhled reaguje přechodným zvýšením úrokových sazeb, aby se inflace na konci hodnoceného období navrátila zpět k 2% cíli. K tomu je potřeba přísnějších měnových podmínek na celém horizontu hypotetické prognózy, neboť ta předpokládá oproti původní prognóze výrazně vyšší zahraniční úrokové sazby. Více do kladných hodnot otevřená zahraniční mezera výstupu spolu s nečekanou korekcí v cenách zahraničních výrobců v roce 2023 vedou v hypotetické simulaci k silnějšímu kurzu koruny. Vyšší spotřeba vládních institucí a lehce silnější zahraniční poptávka působí ve směru rychlejšího růstu tuzemského hospodářství v roce 2022. Následná stagnace zahraniční poptávky naopak stojí za tím, že hypotetická prognóza se znalostí faktorů vede k pomalejšímu růstu domácího HDP, než předvíдалa hodnocená autentická prognóza.

Při **porovnání hypotetické simulace se znalostí faktorů se skutečností** zjišťujeme, že pozorovaná inflace se na celém horizontu prognózy nacházela o něco níže ve srovnání se simulací ([Graf 4](#)). Ve skutečnosti totiž úrokové sazby zůstaly zvýšené po delší dobu a potlačily tak dodatečné inflační tlaky plynoucí z tlaku na oslabení koruny. Silnější pozorovaný kurz koruny byl navíc podpořen faktickými i slovními devizovými intervencemi ČNB, jejichž dopad hypotetická prognóza nedokáže ex ante zachytit. Obě složky měnových podmínek tak byly ve skutečnosti přísnější, což tlumilo ekonomickou aktivitu. Pevnější koruna vedla k menšímu množství vyvezeného zboží a služeb, vyšší sazby motivovaly ke spoření, což se odrazilo ve výraznějším poklesu spotřeby domácností ve srovnání s hypotetickou prognózou. V souhrnu se simulace se znalostí faktorů přibližuje ke skutečnosti více než prognóza z léta 2022.

Simulace přitom současně ukazuje, že **dřívější zahájení cyklu snižování úrokových sazeb by vedlo k menšímu útlumu hospodářství za cenu o něco vyšší inflace**, která by však na horizontu měnové politiky hypotetické prognózy (tedy v první polovině roku 2024) rovněž poklesla k inflačnímu cíli.¹¹

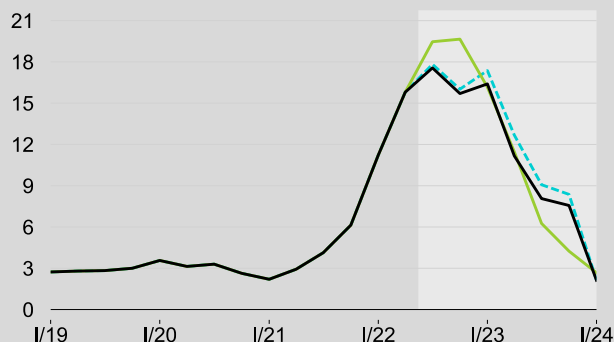
Graf 4

Srovnání prognózy a simulace se znalostí faktorů (hypotetické prognózy) ze ZoMP léto 2022 s pozorovanými daty

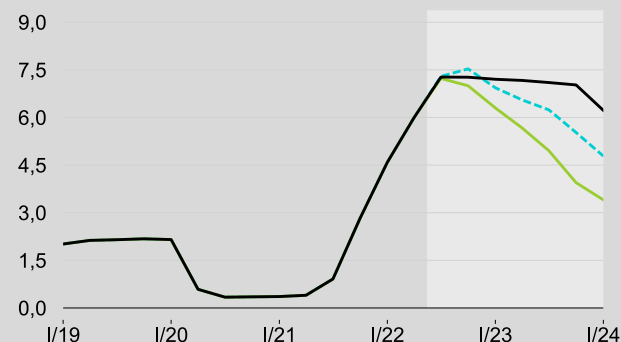
šedá plocha v grafech znázorňuje horizont prognózy ze ZoMP léto 2022

Inflace

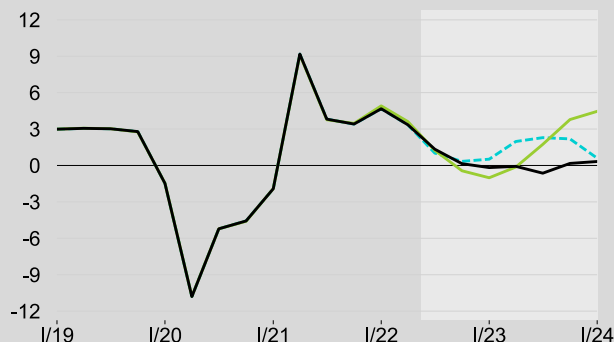
meziročně v %

**3M PRIBOR**

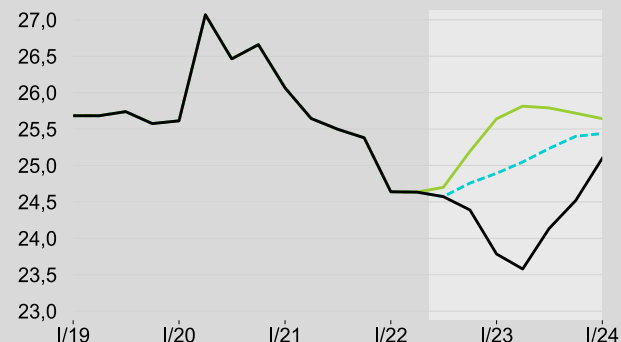
v %

**HDP**

meziroční změny v %

**Nominální kurz**

CZK/EUR



— Skutečnost
 — Prognóza ZoMP léto 2022
 - - - Hypotetická prognóza ze ZoMP léto 2022

- Inovovaný jádrový predikční model g3+ byl blíže představen v [příloze k ZoMP zima 2024](#).
- Růst HDP bude ze strany ČSÚ zpětně revidován při zveřejnění čtvrtletních sektorových účtů v červnu 2024.
- Celoroční růst mezd pro rok 2023 zveřejňuje ČSÚ dne 4. června 2024 ve své rychlé informaci.
- 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 impulz.
- Toto opatření vedlo k poklesu ceny elektřiny a zmírnilo růst regulovaných cen ve čtvrtém čtvrtletí 2022. Snížená srovnávací základna se naopak projevila ve skokovém zvýšení růstu regulovaných cen ve stejném čtvrtletí o rok později, které tak v závěru roku 2023 dočasně přerušilo trend zpomalování meziročního růstu indexu spotřebitelských cen.
- K potřebě uplatňovat výjimky z plnění inflačního cíle vedou v režimu cílování inflace poměrně často se vyskytující nárazové změny exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky), které jsou zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky tuzemské centrální banky. Mezi faktory, které lze vyjmout, se řadí i výrazné změny světových cen surovin, energetických zdrojů a komodit. Blíže se institutu výjimek z inflačního cíle věnuje [příloha Zpráva o inflaci III/2001](#).
- V letní a podzimní prognóze 2022 tak horizont měnové politiky, na který se ve svém rozhodování soustředila bankovní rada, byl u umístěn shodně do první poloviny roku 2024.
- Na svém měnovém zasedání dne 3. srpna 2023 bankovní rada formálně ukončila intervenční režim oznámený v květnu 2022 a zároveň obnovila program odprodeje částí výnosů z devizových rezerv.
- Simulace se znalostí faktorů tak obsahuje informace ohledně odlišného ex post pozorovaného vývoje regulovaných cen, spotřeby vládních institucí a zahraničních veličin.
- Standardně hledí ČNB na horizont vzdálený 12–18 měsíců. V letní prognóze 2022 však bankovní rada rozhodla nereagovat na část mimořádných nákladových tlaků ze zahraničí a dočasně horizont posunula o dvě čtvrtletí dále do budoucna.
- Na přelomu let 2022 a 2023 se bankovní rada postupně vrátila ke standardnímu nastavení horizontu měnové politiky, což vedlo v tehdejších prognózách k potřebě přísnějšího nastavení úrokových sazeb v porovnání s predikcí z léta 2022.

Seznam zkratek

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	ISPV	informační systém o průměrném výděлку
CZK, Kč	česká koruna	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)	Zol	Zpráva o inflaci
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)	ZoMP	Zpráva o měnové politice

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4344,6	4627,4	4794,9	5116,9	5416,4	5793,9	5710,8	6107,0	6785,2	7352,5	7793,9	8223,0
HDP (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,4	-0,2	1,4	2,7
HDP (% , mezičtvrtletně, reálně, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,1	-0,8	-3,1	2,6	4,0
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,3	3,5	2,2	1,1
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,7	4,4	-9,2	19,0	5,6	-6,7	-1,0	2,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,8	-6,0	0,7	3,1	4,2	3,8	3,2
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,4	-8,1	6,8	7,2	3,1	1,1	4,6
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálně, sez. očištěno)	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,4	-8,2	13,2	6,3	-0,4	0,8	5,3
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	-0,4	-0,2	1,3	1,3	-1,2	0,0	-0,4	-3,6	0,9	2,7	0,2	-0,1
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,3	2,0
Regulované ceny (% , meziročně, průměr, 15,01 %*)	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	27,8	6,0	2,0
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, % , meziročně, průměr, 26,21 %*)	1,8	0,1	0,2	3,7	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,0	-0,9	1,0
Jádrová inflace (% , meziročně, průměr, 55,27 %*)	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,3	4,8	13,2	7,6	2,6	2,3
Ceny pohonných hmot (% , meziročně, průměr, 3,51 %*)	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-12,1	4,4	-1,3
Méněpolitická inflace (bez vlivu změn daní, % , meziročně, průměr)	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	10,7	2,2	1,8
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	5,0	1,3	1,2
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,7	-5,9	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-5,5	-6,5	-1,8
Deflátor HDP (% , meziročně, sez. očištěno)	2,6	1,0	1,1	1,3	2,6	3,9	4,3	3,3	8,6	8,6	4,5	2,7
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	5,8	5,3	7,5	7,2	6,1
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	6,1	5,9	7,9	7,7	6,4
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	2,5	3,3	4,8	7,1	10,2	9,2	6,9	4,4	2,8	5,6	4,9	4,7
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálně)	2,6	2,8	3,7	4,1	5,9	4,9	1,4	2,0	-8,4	-2,9	4,8	4,1
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,8	8,3	6,0	3,7
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,9	-1,1	1,4	2,5
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, % , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	6,2	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,6	2,9	3,1
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, % , průměr, sez. očištěno)	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	3,8	4,0
Zaměstnanost (ILO, % , meziročně)	0,7	1,3	1,8	1,5	-1,4	0,1	-1,4	0,3	-1,6	1,5	0,3	0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, % , meziročně)	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	0,2	0,5	0,4	0,2	0,3
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-312,3	-215,4	-268,4	-131,0	-97,4
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,7	-1,7	-1,2
Strukturální saldo / HDP (% , nominálně)	-0,4	-0,8	0,2	0,9	0,5	-0,4	-5,9	-5,5	-3,3	-3,3	-1,6	-1,3
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,7	2997,6	3228,4	3396,8	3525,3
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	44,2	44,0	43,6	42,9
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	275,6	274,3	365,1	384,0	320,9	345,8	383,9	174,0	74,9	383,8	438,7	461,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-168,0	-332,8	29,2	3,0	9,1
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-2,8	-4,9	0,4	0,0	0,1
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-83,5	-16,3	-80,0	-70,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,2	23,1	22,3
Kč/EUR (průměr)	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	25,1	24,8
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	9,0	8,1	8,6
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	7,0	5,1	3,6
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,1	5,0	3,6
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	1,9	1,9	2,0	2,8	1,6	1,4	-5,3	4,3	2,5	0,3	0,5	1,5
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,6	0,4	0,2	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	8,9	6,7	2,6	2,2
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-1,5	-2,3	-2,2	2,4	3,1	1,1	-1,3	9,6	32,8	2,8	-5,4	0,8
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	82,2	84,2	79,1
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,5	2,9
USD/EUR (průměr)	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,09	1,11

* stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2023				čtvrtletí roku 2024				čtvrtletí roku 2025			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1817,1	1840,5	1842,5	1852,5	1902,4	1936,9	1963,1	1991,5	2017,2	2043,5	2069,0	2093,4
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,2	-0,1	-0,6	0,2	0,3	0,7	2,2	2,4	2,6	2,7	2,7	2,8
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,3	0,3	-0,8	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-5,6	-4,0	-2,3	-0,5	1,8	1,7	3,1	3,6	4,1	4,2	4,0	3,7
Výdaje na konečnou spotřebu vlád, institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,1	3,6	3,7	3,8	3,0	2,6	1,7	1,4	1,2	1,2	1,0	0,9
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,3	-4,7	-4,0	-14,9	-7,0	-4,4	-1,9	10,9	3,6	2,7	2,4	2,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,7	5,0	5,0	6,2	6,1	2,4	4,0	2,8	3,2	3,2	3,2	3,0
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,2	4,9	-0,5	1,0	-0,7	0,6	2,7	1,7	4,0	4,6	4,9	5,0
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,4	1,6	-1,8	-4,7	-2,6	-0,6	1,3	5,1	5,2	5,4	5,3	5,1
Čistý vývoz (procentní body, příspěvky k růstu HDP)	2,8	2,5	1,0	4,4	1,2	0,8	1,1	-2,2	-0,5	-0,2	0,0	0,2
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	16,4	11,2	8,1	7,6	2,1	2,4	2,1	2,5	2,4	1,9	1,9	1,9
Regulované ceny (% , meziročně, průměr, 15,01 %*)	32,8	25,2	19,9	33,2	6,2	5,5	5,5	6,7	2,0	1,8	2,0	2,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku, % , meziročně, průměr, 26,21 %*)	18,3	11,9	7,3	2,6	-1,1	-0,9	-1,3	-0,4	1,5	0,7	1,0	0,7
Jádrová inflace (% , meziročně, průměr, 55,27 %*)	11,9	8,7	5,9	3,9	2,8	2,6	2,5	2,6	2,4	2,5	2,3	2,1
Ceny pohonných hmot (% , meziročně, průměr, 3,51 %*)	-3,7	-21,5	-15,5	-7,6	0,4	12,1	4,0	0,9	1,4	-3,7	-3,1	0,1
Méněpolitická inflace (bez vlivu změn daní, % , meziročně, průměr)	16,4	11,1	7,9	7,5	2,1	2,3	2,0	2,4	2,1	1,7	1,7	1,7
<i>Díčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	15,0	3,9	1,3	0,8	-0,9	1,8	2,1	2,5	1,0	1,1	1,3	1,5
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	19,6	-8,2	-14,7	-15,0	-17,3	-7,0	0,5	0,0	-0,2	-3,1	-2,4	-1,6
Deflátor HDP (% , meziročně, sez. očištěno)	11,2	10,0	7,2	6,0	4,3	4,5	4,2	5,0	3,4	2,8	2,6	2,2
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	8,8	8,0	7,1	6,3	6,4	6,9	7,5	7,9	6,8	6,2	5,9	5,7
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,9	8,5	7,6	6,8	6,9	7,4	8,0	8,4	7,1	6,5	6,2	5,9
Průměrná měsíční mzda v netržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,1	5,7	5,0	4,1	4,0	4,6	5,2	5,8	5,2	4,7	4,5	4,5
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-6,6	-2,9	-0,9	-1,2	4,2	4,4	5,2	5,2	4,4	4,2	3,9	3,7
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	9,9	9,0	8,3	6,3	5,8	6,3	6,0	5,8	4,5	3,8	3,4	3,1
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,2	-1,5	-1,3	-0,3	0,0	1,4	2,1	2,1	2,4	2,5	2,5	2,6
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO, % , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV, % , průměr, sez. očištěno)	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Zaměstnanost (ILO, % , meziročně)	1,2	1,8	1,5	1,6	0,8	-0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE, % , meziročně)	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010, mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Strukturální saldo / 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>												
Zboží a služby, saldo (mld. Kč, běžné ceny)	106,2	107,8	63,8	106,0	143,7	127,6	82,4	84,9	144,2	132,6	92,7	91,5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	36,6	-19,8	0,4	12,0	86,2	-9,9	-58,1	-15,2	81,9	-9,2	-53,5	-10,2
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	2,1	-1,1	0,0	0,6	4,8	-0,5	-2,9	-0,7	4,3	-0,4	-2,6	-0,5
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-36,0	-6,7	35,5	-9,1	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	17,5	17,5	17,5	17,5
<i>Měnové kurzy</i>												
Kč/USD (průměr)	22,2	21,6	22,2	22,8	23,1	23,2	23,2	23,0	22,7	22,4	22,1	21,9
Kč/EUR (průměr)	23,8	23,6	24,1	24,5	25,1	25,2	25,1	25,0	25,0	24,9	24,7	24,7
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	8,5	9,6	9,2	8,7	7,9	6,9	8,5	8,8	9,3	9,3	8,0	7,8
2T repo sazba (% , průměr)	7,0	7,0	7,0	7,0	6,4	5,1	4,7	4,4	4,1	3,7	3,4	3,0
3M PRIBOR (% , průměr)	7,2	7,2	7,1	7,0	6,2	5,0	4,6	4,3	4,0	3,7	3,4	3,1
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	1,0	1,3	1,5	1,5	1,6
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	9,5	7,7	6,2	3,7	2,9	2,5	2,4	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	16,4	5,3	-4,1	-4,1	-7,6	-5,4	-4,7	-3,7	0,5	0,8	0,9	0,9
Cena ropy Brent (v USD/barel, průměr)	82,2	77,7	85,9	82,9	81,8	87,4	84,9	82,8	81,0	79,6	78,4	77,3
3M EURIBOR (% , průměr)	2,6	3,4	3,8	4,0	3,9	3,7	3,4	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8
USD/EUR (průměr)	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,08	1,09	1,10	1,11	1,12	1,13

* 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)