

Zpráva o měnové politice

jaro 2022



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — jaro 2022

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 12. května 2022 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 22. dubnu 2022. Prostřednictvím tohoto dokumentu ČNB plní svoji zákonnou povinnost pravidelně informovat ústavní činitele a veřejnost o měnovém vývoji. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

Obsah

SLOVO GUVERNÉRA	5
ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA	6
I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ	9
BOX 1 Závislost Evropy na dovozu energetických surovin z Ruska	13
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	16
BOX 2 Občané Ukrajiny na českém pracovním trhu	23
III. INFLACE	26
BOX 3 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech	31
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	33
PŘÍLOHA Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2020	43
SEZNAM ZKRATEK	49
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	50



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 až 18 měsíců. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoliv jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

— Rozhodujeme o sazbách

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

Slovo guvernéra



Vážení čtenáři,

začátkem roku se díky ústupu koronavirové pandemie začalo konečně blýskat na lepší ekonomické časy. Ceny surovin, energií a výrobků sice zamířily do závratných výšin, ale zpříšňování naší měnové politiky mělo vést k návratu vysoké inflace k inflačnímu cíli ČNB v první polovině roku 2023. Převládalo očekávání, že poruchy globálních výrobních a dodavatelských řetězců budou ustupovat a během letoška vymizí. Po dvou letech pandemického strádání se vracel optimismus.

Vojenský vpád Ruska na Ukrajinu však slibnému oživení učinil přítrž a od základu překreslil všechny výhledy. Nejenže vysoké ceny mnoha surovin a výrobků ještě dále výrazně vzrostly, ale nově začaly růst i ceny položek, které před válkou zůstávaly utlumené. Nejenže nedošlo k nápravě poruch v mezinárodní dopravě a logistice, ale bezprecedentní ekonomické sankce uvalené na Rusko a vážné škody způsobené ukrajinské ekonomice vedly ke vzniku nových úzkých míst v dodávkách surovin a komponent. A nedostí na tom, že neblahým dědictvím pandemie byl strmý nárůst veřejného dluhu, před rozpočty zemí blízkých válečnému konfliktu vyvstaly nové požadavky na výdaje související se zvládnutím vlny uprchlíků. Hospodářské vyhlídky tak kvůli válce ze dne na den potemněly a nikdo neumí říci, jak tíživé následky válečný konflikt ještě přinese.

Dosahovala-li naše inflace na začátku roku hodnot donedávna obtížně představitelných, v nejbližších měsících nás bohužel čeká růst cen jako ze zlého snu – až k 15 %. Inflace bude mít i nadále plošný charakter. Ten bude podněcován nejen silnými nákladovými tlaky přicházejícími zvenčí, ale i setrvalé neuspokojenou domácí poptávkou, která souvisí s přetrvávajícím přehřátím trhu práce. Inflace se k našemu cíli vrátí o dost později, než jsme si ještě nedávno mysleli.

Naší hlavní snahou bude předejít rozvolnění inflačních očekávání a nepřipustit, aby vysoká inflace v rozhodování ekonomických aktérů zdomácněla. Tomu se budeme snažit zabránit dalším zvýšením úrokových sazeb. Role měnové politiky při zabezpečování cenové stability je nezastupitelná a platí to tím více, čím více se inflace odchyluje od našeho inflačního cíle. Neexistují žádné jiné zázračné nebo bezbolestné cesty, jak toto obtížné období vysoké inflace překonat.

Vážení čtenáři, dnes vás touto cestou ve funkci guvernéra oslovuji naposledy. Přeji vám, abyste se s vysokou inflací – věřím, že pouze přechodnou – vypořádali co nejlépe a i do budoucna zachovali České národní bance svoji přízeň.

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok

guvernér

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada zvýšila na svém květnovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 5,75 %. Toto rozhodnutí se opírá o jarní makroekonomickou prognózu ČNB a je reakcí na dlouhodobé a vlivem vypuknutí války na Ukrajině ještě dále zesilující inflační tlaky. Inflace během nadcházejících měsíců vzroste až k 15 % a po zbytek letošního roku se bude nacházet na dvouciferných hodnotách. To bude odrážet pokračující zdražování plynu a elektřiny pro domácnosti, další zrychlení růstu cen potravin a přetrvávající vysokou jádrovou inflaci. K poklesu inflace pod 10 % začátkem příštího roku povede jak odeznění aktuálních mimořádných cenových tlaků, tak dosavadní zpříšňování domácích měnových podmínek. Díky tomu bude inflace dál rychle klesat a ve druhé polovině roku 2023 se sníží do blízkosti 2% cíle. Se základním scénářem prognózy, v němž centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky nehlédě na původ inflačních tlaků, je konzistentní další strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny letošního roku a jejich následný postupný pokles od letošního podzimu. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře jarní prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Při svém rozhodování posoudila zdroje aktuálně narůstajících inflačních tlaků, kterými jsou z velké části silné vnější cenové šoky. Bankovní rada se proto rozhodla zpříšnit měnovou politiku mírněji oproti základnímu scénáři prognózy. Přihlédla přitom mimo jiné k vyznění simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky oproti jeho standardnímu nastavení v prognostickém aparátu ČNB.

Česká ekonomika čelí souběhu mimořádně silných inflačních tlaků, které se promítají do eskalujícího a plošného cenového růstu. Inflace rychle překonává dlouholetá maxima. Na růst spotřebitelských cen přitom tlačí především rostoucí náklady tuzemských firem. Dopad nákladových tlaků je posilován růstem ziskových marží výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb. To firmám umožňuje dosud solidní domácí poptávka, přetrvávající slušná příjmová situace a koupěschopnost českých domácností.

Dominantní příčinou zrychlování inflace na začátku letošního roku byla akcelerace růstu regulovaných cen a zvyšující se jádrová inflace. Chvillemi až zběsilým tempem navíc zdražovaly také pohonné hmoty a v menší míře i potraviny. Po skokovém nárůstu počátkem letošního roku se regulované ceny budou dále rychle zvyšovat zejména vlivem pokračujícího zdražování elektřiny, plynu a tepla pro domácnosti. Ke vzestupu burzovních cen energií na rekordní hodnoty přispěla i ruská invaze na Ukrajinu. Také jádrová inflace v následujících měsících dále zrychlí vlivem výrazného růstu surovinových a materiálových nákladů včetně energií a s významným příspěvkem imputovaného nájemného. K přetrvávajícímu výraznému zdražování potravin napříč všemi kategoriemi bude přispívat zejména růst cen světových agrárních komodit. Ty se zvýšily i vlivem války na Ukrajině, která je jedním z předních vývozců obilovin. S válkou souvisel i nárůst ceny ropy, který ovlivnil březnové meziroční zdražení pohonných hmot o více než polovinu. Jejich meziroční dynamika zůstane vysoká

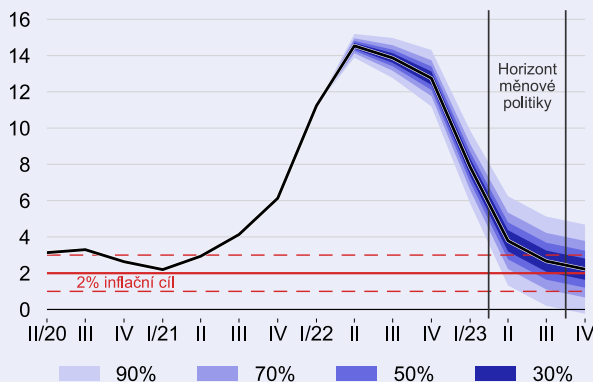
po celý letošní rok, byť se bude postupně snižovat. Letos i příští rok bude celkovou inflaci zvyšovat také další růst spotřební daně na tabák.

Inflace bude v důsledku uvedených vlivů kulminovat na přelomu letošního jara a léta, kdy se přiblíží 15 %. Následně začne zvolňovat, neboť se zmírní růst dovozních cen i produkčních nákladů a postupně oslabí globální inflační tlaky. Vedle toho se v čím dál větší míře začne projevovat stabilizující vliv dosavadního zpříšňování měnové politiky skrz domácí poptávku. Růst cen ve všech segmentech spotřebitelského koše tak ve druhé polovině letošního roku zpomalí. K poklesu inflace koncem roku 2022 povede i statistický efekt vysoké srovnávací základny z předchozího roku. Inflace klesne zpět na jednociferné hodnoty začátkem roku 2023 a na jeho konci se vrátí do blízkosti 2% cíle.

České firmy čelí již delší dobu sílícímu růstu produkčních nákladů, na němž se významně podílejí problémy v globálních řetězcích, růst cen zahraničních průmyslových výrobců i prudké zdražování dovážených vstupů. K tomu se přidalo podzimní skokové zdražení energií, které bylo koncem února dále umocněno negativními ekonomickými dopady ruské agrese vůči Ukrajině. Silné proinflační působení dovozních cen však již aktuálně kulminuje a následné zmírnění jejich dynamiky začne brzdit nárůst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru. K rychlému odeznění jejich růstu přispěje stabilizace a následné mírné zlevnění energií a zvolnění růstu zahraničních cen v průmyslu.

Inflace ve druhém čtvrtletí vyšplhá až k 15 %, poté začne klesat a koncem příštího roku se vrátí do blízkosti 2% inflačního cíle

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Horizont měnové politiky je vzdálený 12 až 18 měsíců v budoucnosti, jedná se o období, ve kterém má současné rozhodnutí bankovní rady největší vliv na vývoj inflace.

Velkou měrou k růstu nákladů českých firem přispívaly i domácí faktory, jejichž proinflační působení pokračovalo i začátkem letošního roku. Mzdový růst zůstával více než solidní. Zchlazení českého trhu práce v průběhu pandemie bylo pouze částečné a jeho napjatost se po otevření ekonomiky loni na jaře opět zvýšila. Míra nezaměstnanosti začátkem letošního roku dále mírně poklesla a setrvalý růst poptávky po práci narážel na nedostatek pracovní síly. Ani v těchto podmínkách však nedokáže mzdová dynamika letos držet krok s eskalující inflací. Firmy jsou totiž pod tlakem růstu ostatních nákladů, a prostor pro razantní zvyšování mezd je proto velmi omezen. Reálné mzdy tak letos silně poklesnou, což bude výrazně omezovat spotřebu domácností, jejíž růst se v celoročním úhrnu de facto zastaví.

Českou ekonomiku budou po celý letošní rok omezovat pokračující a válkou na Ukrajině ještě dále prohloubené obtíže v globální logistice i v dodávkách výrobních materiálů a komponent. Domácí fiskální politika bude letos ekonomický růst mírně tlumit vzhledem k ukončování vládních covidových podpůrných programů. V opačném směru budou naopak působit zvýšené výdaje vlády na pomoc ukrajinským uprchlíkům a jejich integraci do života v České republice. Ti začnou v nemalém počtu postupně vstupovat na tuzemský trh práce, čímž přispějí k mírnému snížení jeho napětí.

Ekonomický růst letos výrazně oslabí z důvodu prudkého cenového růstu, zvolnění růstu zahraniční poptávky a zhoršení všeobecného sentimentu na pozadí války na Ukrajině. Hluboký pokles reálných mezd potáhne dolů i kupní sílu domácností, přestože jejich nominální příjmy budou posíleny dalším snížením daně z příjmů, valorizací důchodů, rozšířením poskytovaných příspěvků na bydlení a dalších dávek.

Růst domácí ekonomické aktivity se letos výrazně utlumí, v příštím roce viditelně zrychlí

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

	2021	2022	2023
Celková inflace (%)	3,8 (0,0)	13,1 (4,6)	4,1 (1,8)
HDP	3,3 (0,2)	0,8 (-2,1)	3,6 (0,2)
Průměrná nominální mzda	6,1 (0,0)	4,6 (-2,0)	5,1 (-0,2)
Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)	1,1 (0,0)	7,0 (2,7)	5,1 (1,8)
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,6 (0,0)	24,2 (0,1)	24,3 (0,4)

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

Rodinné rozpočty budou nicméně čelit plošnému a citelnému zdražování. K udržení životního standardu proto budou mnohé domácnosti využívat i zbývající část finančních prostředků, nuceně odložených stranou během pandemie. Brzdou při utrácení příjmů a úspor v obavě ze ztráty jejich kupní síly bude pokračující nárůst úrokových sazeb a snížený spotřebitelský apetit. V podobném duchu povedou nepříznivý podnikatelský sentiment a utlumená poptávka k poklesu fixních investic, a to i přes pokračující snahu firem o automatizaci a robotizaci výroby. Stabilně naopak porostou vládní investice podpořené čerpáním evropských fondů. Zásoby nedokončené výroby budou i nadále zvýšené v souvislosti s globálními logistickými problémy. Exportní výkonnost české ekonomiky bude ze stejného důvodu až do poloviny příštího roku nízká. Čistý vývoz bude z důvodu umírněného dovozu letos k růstu HDP přispívat mírně kladně, s postupnou deescalací válečného konfliktu a odezníváním problémů v globálních řetězcích začne přispívat mnohem výrazněji. V příštím roce oživí také růst spotřeby domácností a fixních investic, což spolu s pokračujícím solidním růstem spotřeby vlády vyústí ve zvýšení celkové ekonomické aktivity o více než 3 %.

V důsledku letošního zpomalení hospodářského růstu poměrně záhy odezní dosavadní přehřívání tuzemské ekonomiky a napětí na trhu práce se zmírní. K útlumu domácích nákladových a poptávkových inflačních tlaků přispěje také pokračující razantní zpřísnění měnové politiky ze strany ČNB, zahájené již ve druhé polovině loňského roku. Se základním scénářem nové prognózy, v němž centrální banka i nadále nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky, je konzistentní další strmý nárůst úrokových sazeb. Ten spolu se zpevněním kurzu do blízkosti 24 CZK/EUR omezí průsak

aktuálních mimořádných inflačních tlaků do vývoje cen v delším horizontu a současně podpoří ukotvenost inflačních očekávání. Ve výsledku tak aktuální dvouciferná inflace klesne do blízkosti 2% cíle ve druhé polovině příštího roku. K výše uvedenému posílení kurzu povede další rozšiřování úrokového diferenciálu vůči eurozóně i odeznění negativního vlivu globálního sentimentu po útoku Ruska na Ukrajinu. S válkou souvisejícímu tlaku na oslabení koruna rychle odolala s přispěním krátkodobých intervencí ČNB na devizovém trhu, a to díky dlouhodobě solidním domácím ekonomickým fundamentům a srozumitelné měnové politice. Od konce letošního roku se kurz koruny stabilizuje v pásmu lehce nad hladinou 24 CZK/EUR v důsledku očekávaného zpřísnění zahraniční měnové politiky. V návaznosti na ústup inflačních tlaků a s výhledem návratu inflace do blízkosti cíle ve druhé polovině roku 2023 budou moci domácí úrokové sazby od letošního podzimu začít postupně klesat.

Proinflačními riziky výše nastíněného návratu inflace k cíli jsou vyšší než prognózou předpokládané ceny energetických surovin a komodit, hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání dvouprocentním cílem a související riziko vyššího růstu cen a mezd ve střednědobém horizontu. Naopak protiinflačním rizikem jsou silnější než prognózované negativní poptávkové dopady války na Ukrajině. Nejistotami jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, budoucí nastavení zahraniční měnové politiky a délka trvání přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců.

Bankovní rada při svém rozhodování vyhodnotila zdroje aktuálně narůstajících inflačních tlaků, kterými jsou z velké části silné vnější cenové šoky. Flexibilita režimu cílování inflace centrální banky umožňuje také zohlednit aktuální extrémní nejistoty obestírající prognózu a svou reakci odpovídajícím způsobem upravit.

Bankovní rada se proto rozhodla zpřísnit měnovou politiku mírněji oproti základnímu scénáři prognózy. V kontextu výrazných a obousměrných rizik a nejistot přitom mimo jiné přihlédla k vyznění simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky oproti jeho standardnímu nastavení v prognostickém aparátu ČNB. Tato simulace předpokládá, že centrální banka odhlíží od vývoje inflace na horizontu zhruba roku až roku a půl, kdy inflace ještě zůstává výrazně pod vlivem vnějších cenových šoků. Současně simulace předpokládá, že měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a inflační očekávání zůstávají ukotvena na cíli, a tím přispívají k návratu inflace k 2% cíli, a to i přes zdrženlivější reakci měnové politiky. Trajektorie tržních úrokových sazeb je v této simulaci zejména v letošním roce nižší oproti základnímu scénáři. Inflace ale i v této simulaci klesne v příštím roce na jednociferné hodnoty, i když návrat k 2% cíli se odkládá až do roku 2024.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Invaze Ruska na Ukrajinu vede ke zpomalení světového ekonomického růstu a výrazně zvyšuje rizika ve směru ještě hlubšího útlumu. Zhoršil se také výhled ekonomické aktivity v efektivní eurozóně, která navíc již nyní čelí vysoké inflaci jak ve výrobním, tak ve spotřebitelském sektoru. Silně rostou zejména ceny energií, a to vlivem prudkého zdražení ropy Brent i dalšího nárůstu cen zemního plynu a elektřiny z vysokých úrovní. K dalšímu nárůstu inflace budou navíc přispívat i vysoké ceny ostatních průmyslových komodit a ceny potravin. Přetrvávající potíže v dodavatelských řetězcích, které ještě prohlubuje válka na Ukrajině a další vlna pandemie v Asii, vedou k pokračujícímu tlaku na růst jádrové inflace. Na cenový vývoj bude dle tržního výhledu ECB reagovat zpřísněním své měnové politiky.

Vojenská invaze Ruska na Ukrajinu zbrzdila růst světové ekonomiky, která bude navíc déle vystavena silným inflačním tlakům taženým zejména prudkým zdražením komodit

Válečný konflikt – a částečně i v Asii nově zaváděná opatření proti šíření koronaviru – přerušily vyhlídky na obrát k příznivějšímu vývoji globální ekonomiky. Tyto vyhlídky souvisely s pouze mírnými dopady koronavirové varianty omikron, jejíž nástup zpomalil růst globální ekonomiky jen nakrátko během zimních měsíců. I když cenové tlaky zůstaly zvýšené z důvodů přetrvávajících omezení na straně nabídky a rostoucích cen energií, podnikatelská důvěra s odcházející zimou významně vzrostla. Ekonomický růst zesílil v sektoru služeb, což souviselo s uvolňováním protipandemických restrikcí. Průmysl se přitom i nadále musel vypořádávat s nedostatkem pracovní síly a přetrvávajícími úzkými hrdly v dodavatelských řetězcích.

V důsledku ruské invaze na Ukrajinu byl výhled růstu světové ekonomiky pro letošní i příští rok přehodnocen výrazně směrem dolů (Tab. I.1).¹ Vysoké ceny komodit (Graf I.1) zpomalí hospodářský růst ve většině zemí světa s výjimkou zemí vyvážejících ropu na Blízkém východě a v severní Africe. Růst čínského HDP bude negativně ovlivněn nejen slabším vývozem, ale i tamními přísnými opatřeními v boji proti opětovnému šíření pandemie koronaviru.

Zpomalování růstu globálního zpracovatelského průmyslu naznačuje i index J.P.Morgan PMI, který v březnu zaznamenal nejnižší hodnotu za posledních osmnáct měsíců. Z významných ekonomik si udržují silnou růstovou dynamiku pouze Spojené státy, Spojené království a některé země eurozóny (Irsko, Rakousko, Nizozemsko, Německo nebo Itálie). Naopak zhoršení lze pozorovat

1 Např. společnost S&P Global snížila výhled růstu světové ekonomiky pro letošní rok v důsledku války na Ukrajině o 0,8 procentního bodu na 3,3 %. Z toho 0,3 procentního bodu připadá na hlubokou recesi v Rusku a na Ukrajině, dalšího 0,3 procentního bodu na zpomalení růstu v západní Evropě, která bude zasažena nejvíce silným zdražováním energetických surovin. Předpověď růstu HDP eurozóny pro rok 2022 byla snížena o 1,3 procentního bodu na 2,4 %. Naopak odhad průměrné inflace spotřebitelských cen ve světě byl zvýšen o 1,8 procentního bodu na 6,4 %.

Tab. I.1

Globální růst bude zvolňovat

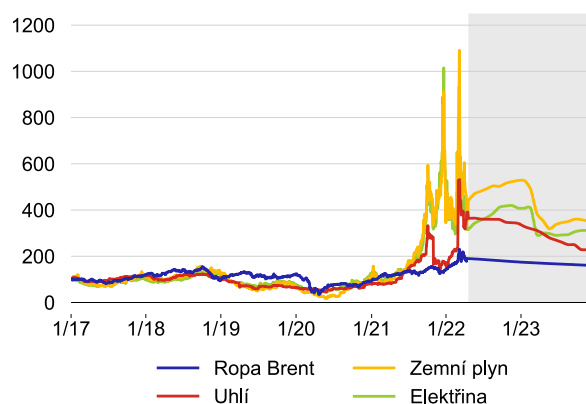
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen CF

	2020	2021	2021	2021	2022	2023
		3Q	4Q			
Eurozóna	-6,5	4,0	4,6	5,3	2,8	2,3
USA	-3,4	4,9	5,6	5,7	3,2	2,2
Čína	2,2	4,9	4,0	8,1	4,9	5,1
Spojené království	-9,4	7,0	6,5	7,5	3,9	1,4

Graf I.1

Ceny energetických komodit zůstanou podle očekávání trhů na vysokých úrovních až do začátku roku 2023

ceny energetických komodit, index: leden 2017 = 100, pramen Bloomberg, výpočet ČNB



v zemích Asie a Jižní Ameriky. Zcela nejhorší vývoj v důsledku přijatých sankcí vykazuje z velkých zemí pochopitelně Rusko.

Válečný konflikt na Ukrajině negativně dopadá na ekonomické oživení v eurozóně, přičemž současně vydatně přispívá k výraznému zrychlení růstu jak výrobních, tak spotřebitelských cen

V závěru loňského roku meziroční hospodářský růst efektivní eurozóny zpomalil (Graf I.2). Na sentiment domácností přitom negativně doléhaly vysoké ceny energií. Oproti předchozímu čtvrtletí tak v závěru roku došlo ke zpomalení růstu spotřebních výdajů a v Německu dokonce k jejich absolutnímu mezičtvrtletnímu poklesu, a to v důsledku cílených uzavírek v některých oborech sektoru služeb. Ekonomický růst ve čtvrtém čtvrtletí 2021 přitom vlivem problémů v globálních výrobních řetězcích celkově zvolnil především v průmyslově orientovaném Německu. Na Slovensku stagnoval, zatímco v jižních zemích eurozóny meziroční růst zrychlil, a to vlivem většího podílu – již prakticky ve svém fungování neomezovaného – sektoru služeb na tamní ekonomické aktivitě.

Ekonomické zotavování v souvislosti s postupným rušením protipandemických opatření bylo v únoru přerušeno ruským vojenským útokem na Ukrajinu. Invaze Ruska a následné sankce vůči němu vyvolaly prudký růst cen energetických, průmyslových i potravinářských komodit. Zároveň válečný konflikt přispěl k již tak napjaté situaci s nedostatkem materiálů a komponent (Graf I.3). Poruchy v dodavatelských řetězcích, které jsou v současnosti historicky největší, se tak zřejmě přelijí – byť již ve zmenšené míře – i do roku 2023. Po stagnaci mezičtvrtletního HDP v efektivní eurozóně v závěru roku 2021 dojde v prvním čtvrtletí letošního roku k jeho mírnému oživení.² V sentimentu domácností i firem se však projevuje vysoká ekonomická nejistota. V podnikatelském sektoru se zhoršilo produkční očekávání doprovázené předpokládaným dalším růstem prodejních cen z důvodu rostoucích nákladů (Graf I.4).

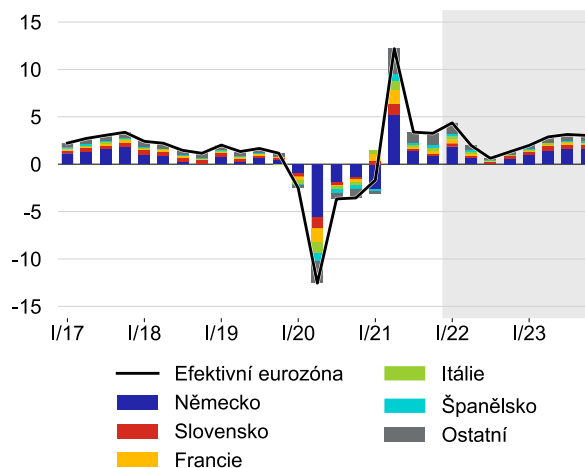
Ve druhém čtvrtletí 2022 prognóza očekává, že ekonomika efektivní eurozóny mezičtvrtletně mírně klesne, protože ani pozitivní vývoj ve službách a v maloobchodě nedokáže vykompenzovat výpadek nových objednávek v průmyslu (hlavně ze zahraničí). V případě zemí orientovaných na služby (Francie, Španělsko) bude situace příznivější.

² Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostl HDP v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2022 mezičtvrtletně o 0,4 %, meziročně vzrostl o 4,7 %. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn až po její uzávěrce.

Graf I.2

Růst HDP efektivní eurozóny letos zpomalí zejména vlivem války na Ukrajině

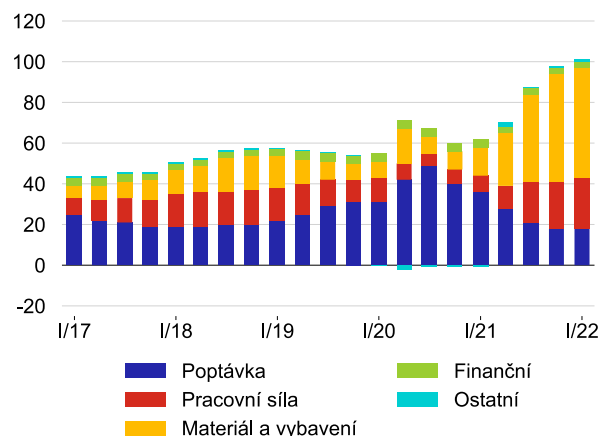
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.3

Nedostatek materiálů a vybavení představuje aktuálně hlavní produkční omezení v eurozóně

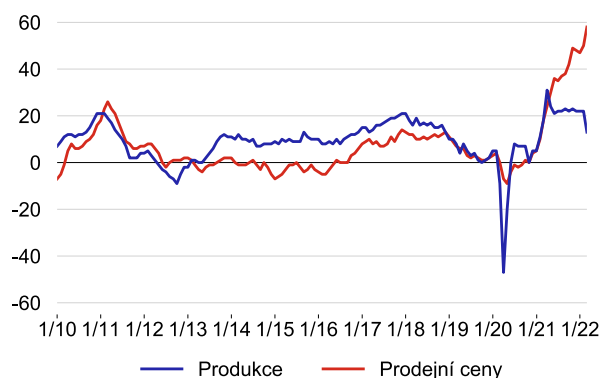
saldo odpovědí, pramen European Commission Business and Consumer Survey



Graf I.4

Očekávání firem ohledně produkce se zhoršila, zatímco předpokládaný tlak na růst prodejních cen se zvýšil

saldo odpovědí, pramen European Commission Business and Consumer Survey



V zemích eurozóny budou – vedle výpadku přímého obchodu s Ruskem a Ukrajinou – po celý letošní rok působit i ztráty finančního sektoru vlivem poměrně velkých expozic mnoha evropských bank v Rusku. Z důvodu války na Ukrajině se letos v eurozóně přivře kladná mezera výstupu. Na výdaje domácností bude mít citelný vliv prudké zdražování energií, a to i přes vládní podporu ohroženým skupinám obyvatelstva. Celkově v letošním roce HDP efektivní eurozóny poroste 2% tempem, přičemž jeho dynamika zřetelně oživí ve druhé polovině letošního roku.³ V příštím roce pak dále zrychlí. Předcovidovou úroveň ekonomické aktivity efektivní eurozóna jako celek překročí v polovině letošního roku.

Inflační tlaky z výrobní sféry razantně vzrostly zejména vlivem dalšího nárůstu cen energetických komodit

Inflační tlaky v průmyslové výrobní sféře výrazně zesílily již ve druhé polovině loňského roku. Na začátku letošního roku se v důsledku válečného konfliktu na Ukrajině dále zintenzivnily (Graf I.5). Proinflačně působil zejména šok v cenách zemního plynu a elektřiny, které dále vzrostly z již tak historicky vysokých hodnot a nově také výrazné zdražení ropy Brent (Graf I.1). Závislosti Evropy na dovozu energetických surovin z Ruska je věnován BOX 1 na konci této kapitoly. Do inflačního vývoje se ale promítá i růst cen dalších průmyslových komodit a přetrvávající napětí v globálních výrobních řetězcích, které je patrné v dynamice jádrových produkčních cen.

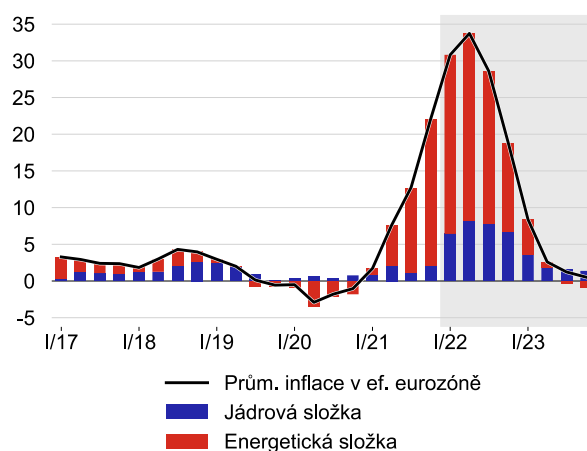
V příštím roce prognóza předpokládá zvořňování cenových tlaků u jádrových i energetických produkčních cen. Protiinflačně bude působit očekávaná částečná korekce cen energetických komodit a odeznění napětí v dodavatelských řetězcích. Cena ropy Brent poklesne na konci roku 2023 z aktuálně zvýšené úrovně pod hranici 90 USD/barel. Ceny zemního plynu a elektřiny zůstanou i přes očekávanou korekci v příštím roce stále na přibližně šestnásobku ve srovnání se začátkem roku 2020. Ceny průmyslových kovů budou až do konce horizontu prognózy zvýšené na bezmála dvojnásobné úrovni oproti předcovidovému období. Ceny potravinářských komodit budou jen pozvolna klesat. Tempo zdražování průmyslových výrobců v efektivní eurozóně tak v letošním roce dosáhne v průměru bezmála 30 %. V roce 2023 pak výrazně zpomalí.

Vysoké ceny energií se odrážejí i v růstu spotřebitelských cen v efektivní eurozóně. Výrazně jimi byla ovlivněna již březnová inflace, která skokově vzrostla a v meziročním vyjádření dosáhla 7,9 %, přičemž samotné ceny energií ve srovnání s minulým rokem vzrostly o 42 %. Vedle energií k vysoké celkové

Graf I.5

Aktuální mimořádný cenový růst v průmyslu v zahraničí je tažen zejména zdražováním energií

meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v %, příspěvky v p. b.



Poznámka: Energetická složka vedle ropy obsahuje od třetího čtvrtletí 2021 i zemní plyn a elektřinu.

Rusko vytváří přibližně 3 % světového HDP (v paritě kupní síly). Jeho ekonomika je silně orientována na produkci a vývoz energetických komodit, z čehož plyne také asymetrický charakter vzájemného obchodu s většinou jeho obchodních partnerů. Výraznou část vývozu Ruska do EU tvoří právě energetické komodity, zatímco EU na ruský trh dodává hlavně stroje a dopravní prostředky. V roce 2021 bylo Rusko pátým nejvýznamnějším exportním trhem pro zboží z EU (4,1 %) a třetím nejvýznamnějším vývozcem do EU (7,5 %). Bilance vzájemného obchodu s Ruskem je pro evropské ekonomiky dlouhodobě záporná.

Obchodní výměna Evropské unie s Ukrajinou je vyváženější. Na Ukrajinu připadá 1,3 % vývozu zboží z EU, opačným směrem proudí 1,1 % celkového dovozu do EU. Hlavním vývozním artiklem Ukrajiny do EU jsou suroviny a materiály (např. železná ruda, kovy či obilí) a také některé průmyslové komponenty. EU naopak na Ukrajinu vyváží zejména stroje a dopravní prostředky, ostatní průmyslové zboží a chemikálie. Bilance vzájemného obchodu s Ukrajinou je pro EU dlouhodobě kladná.

³ Pokud by však došlo k rozšíření sankcí o zákaz dovozu ropy a zemního plynu z Ruska do EU, zaznamenaly by zejména středoevropské země a Itálie v letošním a zřejmě i v příštím roce podstatně horší ekonomický vývoj (blíže viz kapitola IV).

inflaci přispívá také zrychlený růst cen potravin i jádrových cen, zejména vlivem potíží v dodavatelských řetězcích a průsaku vysokých cen energií do dalších cenových okruhů. Inflace bude kulminovat v polovině letošního roku a poté bude postupně klesat. Průměrná inflace v efektivní eurozóně letos dosáhne 7,8 % a v roce 2023 zpomalí na 2,9 %.

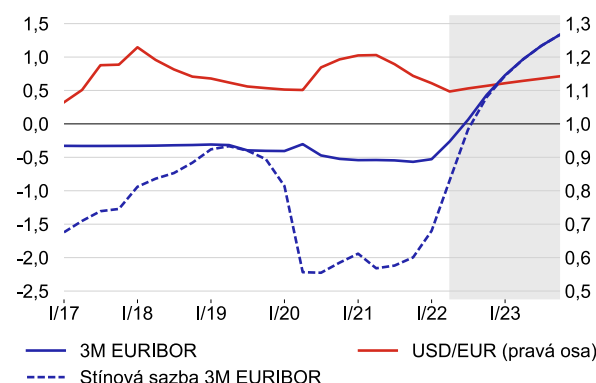
Měnová politika ECB se posouvá ve směru očekávaného výraznějšího zvýšení úrokových sazeb

Tržní výhled sazby 3M EURIBOR se zejména pro rok 2023 posouvá výše (Graf I.6). Rostou také výnosy vládních dluhopisů zemí eurozóny. Trhy velmi silně vnímají jak zvýšenou aktuální, tak očekávanou inflaci a předjímají, že ECB bude na tuto situaci reagovat zpřísněním své dosud extrémně uvolněné měnové politiky. ECB na svém dubnovém zasedání zopakovala, že čisté nákupy aktiv v rámci Programu nákupu aktiv (APP) by měly být ukončeny ve třetím čtvrtletí 2022. V souvislosti s tím se stínová sazba koncem letošního roku přiblíží k tržní sazbě 3M EURIBOR. Zvýšení základních úrokových sazeb proběhne po určité době od ukončení nákupů aktiv. Trhy většinou očekávají první zvýšení na podzim letošního roku a další sérii zvyšování v roce 2023. Kurz eura vůči americkému dolaru vlivem války na Ukrajině a přísnější měnové politiky Fedu mírně oslabil. Na výhledu je nicméně očekáváno lehké posilování eura.

Graf I.6

Do tržního výhledu rostoucích úrokových sazeb se promítá očekávaná reakce ECB na zvyšující se inflační tlaky

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



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2021	2022	2023	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	4,1 (0,0)	2,0 (-1,9)	2,8 (-0,3)	Výhled hospodářského růstu je pro oba roky přehodnocen níže, což bude zejména letos vedle dopadů války na Ukrajině ovlivněno i déletrvajících obtížemi v dodavatelských řetězcích.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,9 (0,0)	7,8 (4,6)	2,9 (1,2)	Výhled spotřebitelské inflace se zvyšuje především pro letošní rok v důsledku dalšího nárůstu cen energií a dopadů déletrvajících napětí v globálních distribučních řetězcích.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	11,0 (0,5)	27,6 (15,2)	3,1 (1,4)	Do výrazného zvýšení výhledu cen výrobců se promítá prudké zdražení naprosté většiny komodit společně s problémy v dodavatelských řetězcích, ke kterým nově přispěla válka.
Cena ropy Brent	USD/barel	70,8 (0,0)	100,4 (23,4)	92,5 (20,6)	Výrazně zvýšený výhled ceny ropy Brent je zatížen mimořádnou nejistotou a je dominantně spojen s dopady válečného konfliktu.
3M EURIBOR	% procentní body	-0,5 (0,0)	-0,1 (0,4)	1,1 (1,1)	Očekávaná úroveň tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se posouvá výše v důsledku předpokládané reakce ECB na zvýšený výhled inflace.
Měnový kurz	USD/EUR	1,18 (0,00)	1,11 (-0,03)	1,13 (-0,03)	Kurz eura vůči USD je na výhledu mírně slabší vlivem relativně většího očekávaného dopadu válečného konfliktu na Evropu a současně výraznějšího zpřísnění měnové politiky v USA.

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

BOX 1 Závislost Evropy na dovozu energetických surovin z Ruska v kontextu ruské invaze na Ukrajinu

V souvislosti s ruskou vojenskou invazí na Ukrajinu jsou aktuálně diskutovány možné ekonomické dopady sankcí ze strany Evropské unie i případných odvetných sankcí ze strany Ruska. Jedním z nejdůležitějších aspektů je energetická situace a energetická bezpečnost evropských zemí. Tento box shrnuje základní fakta, která jsou pro tyto úvahy důležitá.

Z fosilních energetických surovin je EU dlouhodobě nejvíce (z více než 90 %) závislá na dovozu ropy a ropných produktů (Graf 1). Jejich podíl v energetickém mixu Evropské unie v roce 2020 přitom dosahoval 34,5 %. Na druhém místě v tomto ohledu figuruje zemní plyn (23,7 %)¹, jehož dovoz na celkové hrubé spotřebě energie se zejména od roku 2014 rychle zvyšoval, a to jak v důsledku růstu jeho spotřeby, tak z důvodu poklesu těžby v Evropě. Pouze v případě uhlí je EU závislá na dovozu méně než z poloviny.

Ruská federace byla v roce 2021 čtvrtým největším obchodním partnerem EU, co se týká unijního vývozu (s podílem 4,5 % a hodnotou 89 mld. EUR). U dovozu do EU bylo Rusko dokonce třetím nejvýznamnějším partnerem (s podílem 7,9 % a hodnotou 158 mld. EUR). Energie přitom tvořily téměř 63 % celkového ruského vývozu do EU. Závislost Evropy na dovozu energetických surovin z Ruska ukazuje Tab. 1. V rámci dovozu energetických surovin z Ruska do EU má pak největší podíl ropa a ropné produkty dovážené potrubím nebo námořními tankery (Tab. 2). Významný je i podíl zemního plynu, který je dopravován převážně plynovody, nicméně ani dovoz tankery ve zkapalněné formě (LNG) není zanedbatelný. Nejmenší váhu na energetickém dovozu z Ruska pak má uhlí. Význam dovozu fosilních paliv z Ruska do EU dokládá Graf 2.

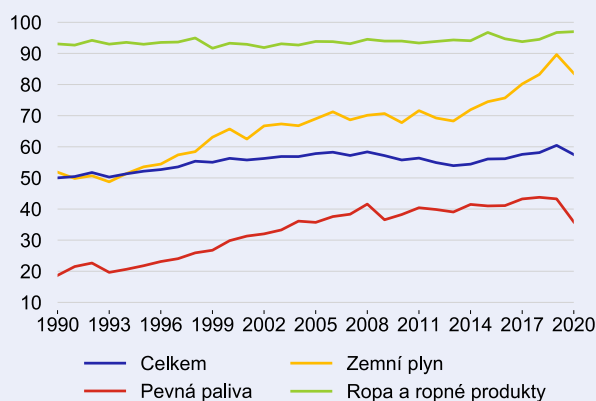
Pokud by došlo k omezení či úplnému výpadku ruských dodávek energií (ať již z popudu jedné či druhé strany), bude klíčové, jaké existují alternativní možnosti zajištění dodávek energetických surovin do Evropy.

U ropy, ropných produktů, uhlí a zkapalněného plynu je pravděpodobné, že v rámci celosvětového trhu by byly ve větší míře přesměrovány dosavadní obchodní toky. V důsledku toho by se samozřejmě zvýšily náklady na dopravu a logistiku. I když sankce na vývoz ropy z Ruska zatím uvaleny nebyly, řada velkých západních firem se již dobrovolně vyhýbá novým nákupům ruských komodit (ať již z reputačních nebo finančně-opatrnostních důvodů). Ruská ropa se tak oproti ropě Brent aktuálně nabízí se značnou slevou (i více než 25 USD/barel), a je tudíž pravděpodobné, že minimálně její část si na trhu najde ve střednědobém horizontu jiné kupce, zejména z Asie. Agentura IEA uvedla, že dodávky ruské ropy a ropných produktů na základě dlouhodobých kontraktů a obchodů uzavřených před invazí na světový trh v březnu proudily. Již v dubnu se nicméně očekával pokles ruského vývozu o 1,5 mil. barelů denně (mb/d) z celkového ruského vývozu 8 mb/d. Od května je pak očekáván výpadek až 3 mb/d.² Větší kapacity, jak kompenzovat výpadek ruské ropy v uvedeném rozsahu, mají v současnosti Saúdská Arábie a Spojené arabské emiráty, případně Írán (pokud by došlo k obnovení jaderné dohody se západními zeměmi a tím k otevření přístupu Íránu na jejich trhy). Průmyslové zásoby ropy a ropných produktů

Graf 1

Evropská unie je ve spotřebě energie více než z poloviny závislá na dovozu

podíl dovozu na celkové hrubé spotřebě energie v EU v %, pramen Eurostat



Tab. 1

Více než třetina ropy spotřebované v EU pochází z Ruska, u plynu je podíl ještě vyšší

podíl vývozu z Ruska v % na celkové spotřebě energie v EU, pramen Eurostat (pro EU) a webový portál Vox EU (pro Německo)

	EU (2020)	Německo (2021)
Ropa a ropné produkty	37	34
Zemní plyn	41	55
Uhlí	19	26

Tab. 2

Ropa v roce 2020 představovala téměř polovinu ruského vývozu energetických surovin do EU

struktura ruského dovozu energetických surovin do EU, v mld. EUR a v %, pramen Eurostat

	V mld. EUR	Podíl v %
Ropa	48,5	48,9
Rafinérské produkty	22,4	22,7
Zemní plyn (potrubní)	12,9	13,1
Zemní plyn (zkapalněný)	4,9	4,9
Uhlí	5,4	5,5
Ostatní	5,9	4,9

v zemích OECD dále klesají a v lednu byly nejnižší od dubna 2014. Pokryly by cca 57 dnů očekávané budoucí spotřeby, což lze zobecnit i na evropské země. Na pokles ruských dodávek ropy na světové trhy reagovala IEA opakovaným uvolněním zásob na trh ze strategických rezerv zemí OECD, což dočasně snížilo tlak na růst cen.

U dovozu zemního plynu z Ruska do EU je situace horší. Omezení dodávek ruského plynu dodávaného do Evropy³⁴ převážně plynovody by znamenalo odpovídající výpadek množství zemního plynu na celosvětovém trhu. Ani ve střednědobém horizontu totiž neexistují možnosti, jak jeho vývoz z Ruska případně přeměrovat například do Číny (geograficky vzdálené ložisko, neexistující plynovody) nebo jej ve zkapalněné podobě zpřístupnit jiným zákazníkům po moři (nedostatečná kapacita ruských zkapalňovacích linek).

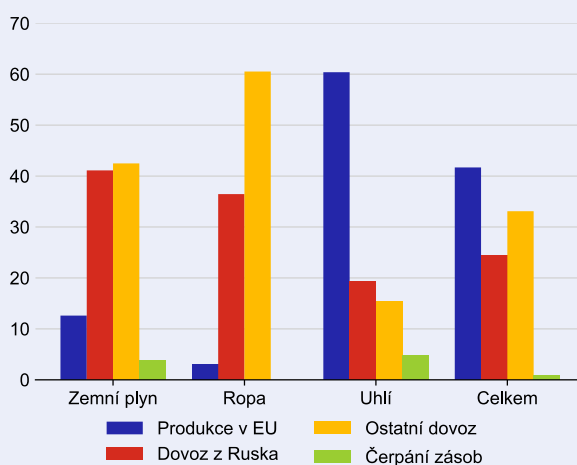
Evropa má relativně dostatečné kapacity dovozních terminálů zkapalněného zemního plynu, i když je otázka, zda by stávající síť plynovodů umožňovala potřebnou redistribuci plynu z terminálů na jihu a západě Evropy do střední a severozápadní Evropy. Nicméně je téměř jisté, že EU by musela o zvýšené dodávky LNG „soupeřit“ se zeměmi jako Japonsko, Jižní Korea nebo Čína. Ty jsou na dovozu LNG rovněž závislé, přičemž využívají převážně dlouhodobé kontrakty s Austrálií, Katarom a USA. Uvedené země by mohly v rámci svých kontraktů zvýšit aktuální odběr LNG a přebytky přeměrovat (třeba na základě mezivládních smluv) do Evropy. Nicméně to by mělo za následek adekvátní pokles množství dostupného zemního plynu na spotových trzích a zejména v případě nepříznivého počasí pak vliv na další růst již tak vysokých cen plynu.⁵

Evropa je přitom na zemním plynu kriticky závislá.⁶ Je tomu tak zejména z důvodu utlumování výroby elektřiny z uhelných a jaderných elektráren a masivního zavádění výroby elektrické energie z obnovitelných zdrojů, jejichž produkce silně kolísá v závislosti na počasí. Plynové elektrárny jsou v současnosti prakticky jedinou alternativou, jak toto kolísání v potřebném objemu vyvažovat.⁷ Avizované snižování závislosti EU na zemním plynu bude velmi náročné, a to i z toho důvodu, že plyn se nepoužívá jen k výrobě elektřiny, ale i k výrobě tepla v průmyslu a pro domácnosti. Náhrada plynu by přinesla jednak obrovské zvýšení spotřeby elektřiny a jednak zmaření prostředků, které byly v minulosti investovány do plynofikace.⁸ Spotřebu zemního plynu v chemickém průmyslu, kde plyn představuje vstupní surovinu pro výrobu (např. čpavku nebo dusíkatých hnojiv), pak lze v krátkém horizontu snížit pouze s odpovídajícím omezením produkce v tomto odvětví. Pokles zásob zemního plynu v EU se v březnu 2022 zastavil na úrovni mírně pod 30 mld. m³, což je poblíž dolní hranice pásma z let 2015–2020. Zásobníky jsou tak v průměru naplněny z necelé třetiny. Od dubna – s koncem topné sezony – by se zásobníky měly opět začít naplňovat. Vlivem mírného průběhu letošní zimy se sice nenaplnily zvažované katastrofické scénáře, nicméně kvůli vysokým cenám plynu, které jsou signalizovány i v průběhu léta, bude doplňování zásobníků problematické.⁹

Graf 2

U zdrojů energie jsou země EU nejvíce soběstačné u uhlí

podíl v % z celkové spotřeby v EU, údaje za rok 2020, pramen Eurostat



1 Energetický mix doplňují obnovitelné zdroje a biopaliva (17,4 %), jaderná energie (12,7 %) a pevná fosilní paliva (10,2 %).

2 Analytici J.P.Morgan odhadli, že v únoru Rusko z celkově vytěžených 11,05 mb/d vyváželo cca 6,5 mb/d (4,5 mb/d jako surovou ropu, 2 mb/d ve formě ropných produktů), což bylo cca 7 % světové produkce. Cca 3,6 mb/d přitom mířilo na evropský trh (1,6 mb/d ropovodem Družba, 2 mb/d tankery po moři) a pokrývalo zhruba 30 % tamní spotřeby. Studie dále uvádí, že kvůli událostem na Ukrajině by krátkodobě mohlo dojít k výpadku 1–2 mb/d ruských dodávek, který bude Evropa jen těžko nahrazovat. EU se tak může potýkat se zhoršením problémů v dodavatelských řetězcích a zvýšenou inflací energetických komodit.

3 Analytici J.P.Morgan ve své [studii](#) ze začátku března 2022 zvažovali tři scénáře vývoje dodávek plynu z Ruska do EU a jejich vliv na cenu zemního plynu:

- *Ruský vývoz plynu bude ušetřen sankcí.* Vývoz na základě dlouhodobých kontraktů bude pokračovat téměř na úrovni roku 2021. Průměrná spotová cena (TTF) se bude v roce 2022 pohybovat na úrovni 81 EUR/MWh. Bude zahrnovat zvýšenou geopolitickou rizikovou prémie a přiláká do Evropy vyšší objem dovezeného LNG.
- *Ruský vývoz plynu bude omezen o cca 30 % kvůli děletrvajícím poškozením infrastruktury na Ukrajině.* Průměrná spotová cena zemního plynu vzroste bezprostředně na 180 EUR/MWh (úroveň na konci loňského prosince), což přiláká dostatek dodávek LNG a povede k následnému poklesu ceny. Ta se ale bude udržovat nad hranicí 110 EUR/MWh, čímž se sníží poptávka v Asii, kde dojde k nahrazování plynu ropou.
- *Dovoz ruského plynu do Evropy bude úplně přerušen (v důsledku sankcí ze strany EU nebo odvetných sankcí ze strany Ruska).* Cena vystřelí vysoko nad 200 EUR/MWh, nicméně nabídka LNG na světovém trhu nebude schopna takový výpadek vykryt, Evropa

ani nemá dostatečnou regasifikační a redistribuční kapacitu pro příjem takového množství LNG. Znamenalo by to značné omezení spotřeby v průmyslu a posléze i spotřeby domácností, nízkou úroveň zásob před následující topnou sezónou a mnohé další problémy.

- 4 Omezování dodávek zemního plynu se stalo skutečností na konci dubna. Ruský Gazprom 27. dubna oznámil, že zastavuje dodávky plynu do Polska a do Bulharska.
- 5 Viz též box „Co stojí za rekordním zdražením plynu a elektřiny v Evropě?“ ze ZoMP – zima 2022.
- 6 Dle odhadu [Corbeau](#) (2022) činil podíl dovozu z Ruska na celkovém dovozu zemního plynu do EU v roce 2021 45 %, na celkové spotřebě se pak ruský plyn podílel z cca 40 %. Cca 91 % bylo dopraveno plynovody, zbytek ve formě LNG. Dodávky do EU se v poslední době snižují ve prospěch dodávek do Turecka.
- 7 Cena elektřiny z plynových elektráren silně ovlivňuje cenu elektřiny na energetických burzách v duchu konceptu mezních nákladů, což při zdražování plynu v poslední době (spolu s růstem cen emisních povolenek) vedlo i k raketovému růstu cen elektřiny.
- 8 I když na samotné výrobě elektřiny se podílel plyn v roce 2019 jen 8 %, na celkové spotřebě primárních energií jeho podíl v EU tvořil 21 %. Největší podíl na spotřebě primárních energií měla ropa a ropné produkty (41 %), elektřina z nefosilních zdrojů pak rovněž 21 %.
- 9 Obchodníci (většinou komerční firmy), kteří tradičně přes léto nakupují zásoby plynu (za zpravidla nižší letní ceny), aby jimi v zimě vykrývali zvýšenou poptávku (zejména na topení), nemají za současných podmínek na trhu motivaci plnit zásobníky před nadcházející zimou, protože se vystavují riziku finančních ztrát. Toto představuje dodatečnou výzvu pro evropskou administrativu, která se vedle nižší závislosti EU na ruském plynu snaží zajistit i určitou povinnou minimální úroveň stavu zemního plynu v evropských zásobnících.

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Růst HDP během letoška výrazně zpomalí a ve druhé polovině roku ekonomická aktivita dokonce meziročně mírně poklesne. K tomu významně přispěje propad spotřeby domácností, kterým letos vlivem rychlého růstu životních nákladů klesají reálné příjmy, a současně se zhoršil jejich sentiment. Podniky budou omezovat investice kvůli utlumené poptávce i vlivem zhoršení finanční situace. Do ní se promítají prudce rostoucí náklady na energie i na další suroviny a materiály. Růst zahraniční poptávky nepříznivě ovlivňuje válka na Ukrajině, která navíc prohlubuje obtíže v globálních dodavatelských a výrobních řetězcích. Vývoz proto zůstane dočasně utlumený a podniky budou až do poloviny roku 2023 nuceny ke zvýšené tvorbě zásob. Nicméně příspěvek čistého vývozu k hospodářskému růstu bude letos mírně kladný vlivem citelného zchlazení domácí poptávky. Dosavadní přehřívání domácí ekonomiky v letošním roce rychle odezní. Napětí na trhu práce se poněkud zmírní z důvodu utlumení růstu domácí ekonomické aktivity a zapojení ukrajinských uprchlíků do pracovního procesu. Míra nezaměstnanosti se v příštích čtvrtletích mírně zvýší, ale i nadále zůstane na velmi nízké úrovni. Mzdová dynamika bude v nejbližších čtvrtletích rozkolísaná v tržních i netržních odvětvích, růst fundamentálních mezd po zpomalení v letošním roce následně mírně zrychlí.

Brzdou ekonomického růstu budou i letos problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích, dále umocněné válkou na Ukrajině, a též zhoršený sentiment českých firem i domácností

Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích nadále přetrvávají. Citelně zasáhnou i domácí průmyslově orientovanou ekonomiku. Jejich intenzita se navíc umocnila válkou na Ukrajině, zavedením výrazných ekonomických sankcí vůči Rusku a zpretrháním řady obchodních vazeb. Nedostatek materiálů převážně v průmyslové výrobě bude brzdit ekonomiku i během letošního roku (Graf II.1). Předpokládáme, že problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích se budou na pozadí postupné deeskalace válečného konfliktu pozvolna zmírňovat, avšak zcela odezní až v polovině příštího roku.

Růst hrubého domácího produktu v celoročním úhrnu letos výrazně zvolní pod 1 % (Graf II.2).⁴ V roce 2023 dynamika HDP zrychlí na více než 3 %.

Růst spotřeby domácností se letos zastaví z důvodu hlubokého propadu jejich reálných příjmů i zvýšených úrokových sazeb

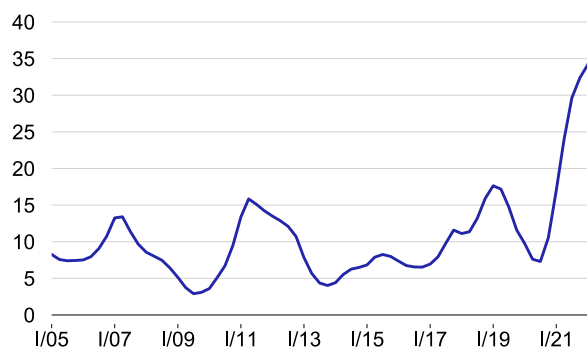
V meziročním srovnání byl růst spotřeby domácností na začátku letošního roku stále velmi vysoký. Příčiny je však třeba hledat zejména v pandemických uzavírkách loni v zimě, které tehdy podstatným způsobem

⁴ Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl v prvním čtvrtletí 2022 český HDP meziročně o 4,6 %, což je 0,8 procentního bodu nad prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 29. dubna 2022 a vzhledem k dřívějšímu uzavření prognózy není její součástí.

Graf II.1

Nedostatek materiálů a komponent čím dál více limituje domácí průmyslovou produkci

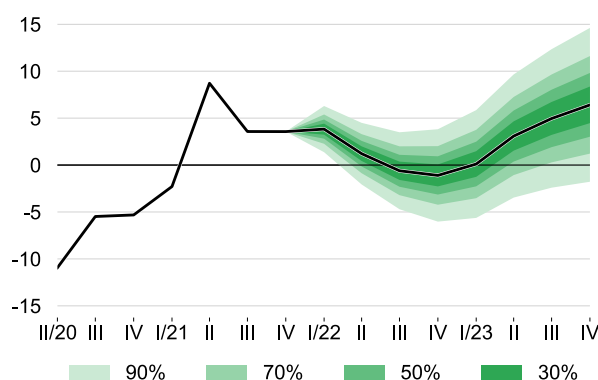
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatek materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf II.2

Ekonomika v průběhu letošního roku krátkodobě poklesne, v příštím roce se obnoví její růst

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



omezily fungování maloobchodu a služeb a tím nastavily nízkou srovnávací základnu (Graf II.3). V nadcházejících čtvrtletích však s odezněním tohoto statistického efektu začne spotřeba domácností meziročně klesat. Spotřebitelský apetit bude tlumen dalším zvýšením inflace, který ještě více prohloubí propad kupní síly domácností. Rychle rostoucí výdaje spojené s bydlením (zejména za energie), které jsou svou povahou nezbytné, přitom současně odčerpají další významnou část úspor domácností nuceně vytvořených během pandemie (Graf II.4). Větší část těchto úspor přitom domácnosti rozpustily v loňském roce. Zbývající část pak přemění na výdaje během první poloviny letošního roku, aby tak částečně vynahradily propad reálných příjmů (Graf II.5). Příznivý nebude letos ani spotřebitelský sentiment. Vedle toho bude utrácení domácností brzděno nárůstem tržních úrokových sazeb. V konečném důsledku tak spotřeba domácností bude letos z celoročního pohledu zhruba stagnovat.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu bude letos tažen příspěvkem mezd a platů (Graf II.6), které odrážejí nadále silnou poptávku na trhu práce. Spolu s opakovanou valorizací důchodů to i přes ukončení řady podpůrných fiskálních opatření povede k udržení svižného tempa růstu nominálního disponibilního důchodu domácností. To však nebude zdaleka stačit rychlému zdražování.

S poklesem inflace a zrychlením mzdového růstu v příštím roce se viditelně zlepší příjmová situace domácností a obnoví se růst jejich reálné spotřeby. Ta v celoročním úhrnu vzroste téměř o 2 % a k předpandemické úrovni se přiblíží v závěru roku 2023.

Míra úspor letos rychle klesne do blízkosti předpandemické úrovně

Zlepšení spotřebitelského sentimentu pozorované v roce 2021 v návaznosti na postcovidové otevírání ekonomiky vedlo k postupnému snižování míry úspor. Na jejím pokračujícím poklesu se bude podílet utrácení zbývající části nuceně vytvořených úspor, k němuž domácnosti povedou i zvýšené účty za energie. Míra úspor se tak během letošního roku sníží do blízkosti své úrovně z doby před covidem. V příštím roce se lehce zvýší vlivem zlepšení příjmové situace domácností a nárůstu reálných úrokových sazeb.

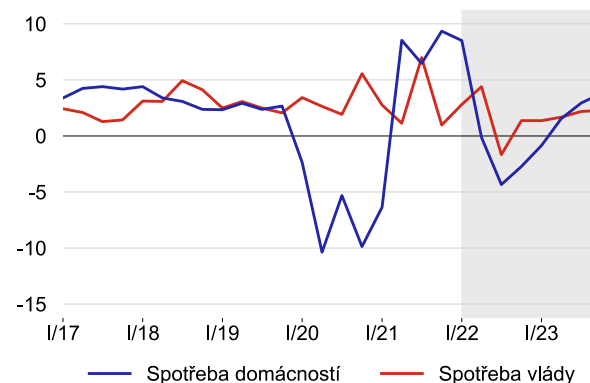
V utlumené dynamice vývozu a vysoké úrovni zásob se letos projeví zpomalení růstu zahraniční poptávky a přetrvávající nedostatek součástí a materiálů umocněný válkou

Vývozně orientovaná část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) čelí zvýšeným problémům v dodávkách vstupů do výroby (Graf II.1). Tyto obtíže byly začátkem letošního roku zesíleny vypuknutím válečného konfliktu na Ukrajině, které vedlo k zavedení ekonomických sankcí vůči Rusku a zpřetřhání značné části vzájemných obchodních vazeb mezi Evropskou

Graf II.3

Růst spotřeby domácností se letos zastaví a obnoví se příští rok, spotřeba vlády setrvale poroste

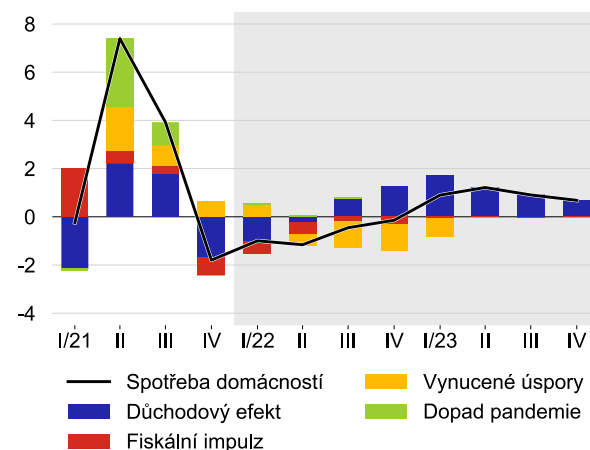
spotřeba domácností a vlády, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

Spotřeba domácností letos nepříznivě ovlivní hluboký propad jejich reálných příjmů a vyčerpání polštáře vynucených úspor z doby pandemie

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



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

unií a Ruskou federací. V případě zboží dosahuje dlouhodobý podíl Ruska a Ukrajiny na českém vývozu zhruba 3 % a jeho předpokládaný výpadek by tak neměl být významný. Domácí vývozci však v letošním roce nemohou očekávat významné přesměrování svých aktivit na jiná exportní teritoria, neboť růst zahraniční poptávky citelně zpomalí. Vedle toho se zbrzdí i křehké zotavování cestovního ruchu (vývozu služeb), který tak po dopadech pandemie dostává další úder.

Z pohledu metodiky národního účetnictví bude letos dynamika vývozu podpořena i výdaji uprchlíků z Ukrajiny, neboť ti jsou pro tyto účely považováni za nerezidenty (de facto za turisty). Jejich spotřeba v České republice je tedy vykazována jako český vývoz a nikoli (jako u rezidentů) jako spotřeba domácností. Prognóza předpokládá, že jejich výdaje na čtvrtletní bázi dosáhnou maxima během léta 2022 (v rozsahu téměř 11 mld. Kč) a v této míře se budou projevovat na celém horizontu prognózy.

Za předpokladu postupné deeskalace válečného konfliktu během letošního roku se vývoz v příštím roce rychle zotaví (Graf II.7). Přispěje k tomu i odeznění problémů v globálních dodavatelských a výrobních řetězcích, což dále zrychlí růst zahraniční poptávky. Vývoz tak v roce 2023 vzroste téměř o 10 %.

I přes pokles vývozu bude příspěvek čistého exportu k růstu HDP letos mírně kladný. Výrazně se totiž zchladí domácí poptávka, která vlivem propadu dovozně náročných investic a nízké spotřeby domácností ztlumí dovoz. Jeho výpadek bude v porovnání s vývozem větší. V příštím roce pak bude díky zmíněnému oživení exportního výkonu ekonomiky růstový příspěvek čistého vývozu výrazně kladný (Graf II.7).

Fixní investice letos budou přibližně stagnovat vlivem zhoršení finanční situace podniků i jejich sentimentu spolu se zvolněním růstu zahraniční poptávky a pokračujícími problémy v globálních řetězcích

Prostor pro zvyšování investiční aktivity se podnikům od loňského podzimu vlivem zdražování výrobních vstupů (zejména energií) zmenšuje. V podmínkách meziročně takřka stagnujícího hrubého provozního přebytku⁵ v závěru roku byl růst fixních investic pouze mírný.

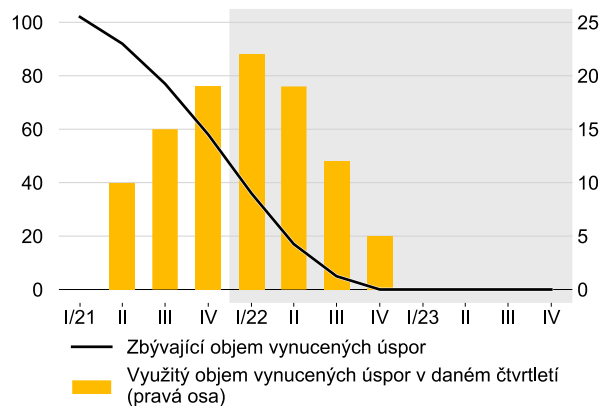
Finanční situace podniků se v první polovině letošního roku zhorší. Nadále se na tom budou podílet hlavně rychle rostoucí ceny energií. Investice do obnovy a rozšiřování výroby budou odkládány v obavách z citelného zvolnění růstu zahraniční poptávky a vlivem zvýšené

5 Oproti předcovidové úrovni, která v roce 2019 činila 46,5 %, se míra zisku nefinančních podniků (definovaná jako podíl hrubého provozního přebytku na hrubé přidané hodnotě) jen mírně zhoršila a v roce 2021 byla 45,4 %. Průměr EU činil okolo 40 %.

Graf II.5

Zbývající část vynucených úspor domácností z doby pandemie, považovaná za odložené spotřební výdaje, se letos rychle vyčerpá

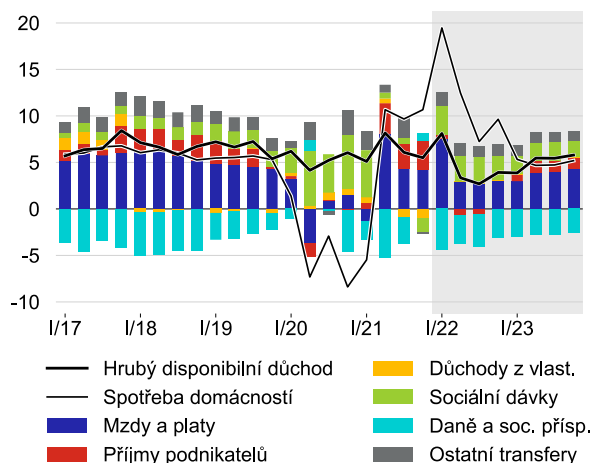
spotřební vydání domácností v mld. Kč, stálé ceny, sloupce odpovídají vynuceným úsporám v grafu II.4



Graf II.6

Růst disponibilního důchodu letos zvolní, zejména kvůli sníženému příspěvku mezd a platů a příjmů podnikatelů

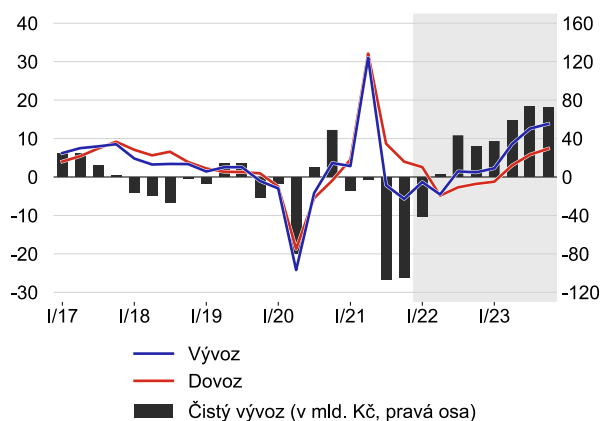
spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno



Graf II.7

Vývoz bude letos tlumen pokračujícími výpadky dodávek i válkou na Ukrajině, s odezníváním těchto problémů se obnoví jeho růst

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



nejistoty v souvislosti s probíhajícím válečným konfliktem. Nepříznivě se projeví rovněž přetrvávající poruchy ve výrobních a dodavatelských řetězcích, avšak jejich negativní vliv se bude postupně zmírňovat. Podnětem pro investiční aktivitu naopak budou z počátku plné zakázkové knihy řady podniků a dlouhodobá potřeba automatizace, robotizace a digitalizace. V souhrnu však letos soukromé fixní investice poklesnou. Vládní investice naopak při finanční podpoře z fondů EU a programů NGEU nadále porostou (Graf II.8).

V příštím roce se s odezněním obtíží v globálních výrobních řetězcích a zrychlení růstu zahraniční poptávky dynamika soukromých fixních investic výrazně zvýší. Vládní investice dále porostou a podpoří je vedle čerpání evropských peněz i nákup vojenských vrtulníků.⁶ Celkové fixní investice tak příští rok vzrostou o více než 5 %.

V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob až do poloviny příštího roku nad svou dlouhodobou úroveň, přičemž bude klesat jen postupně (Graf II.9). Následně s odezněním výpadků v dodávkách bude možné zkompletovat rozpracovanou – dříve nuceně naskladněnou – výrobu a vyvézt produkci do zahraničí. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu v letech 2022 a 2023 tak zůstane vlivem rozpouštění naakumulovaných zásob záporná.

Fiskální politika bude letos mírně tlumit růst HDP, neboť jsou ukončovány podpůrné covidové programy, v opačném směru působí výdaje související s příchodem ukrajinských uprchlíků

Růst reálné spotřeby vlády v loňském roce zvolnil jen nepatrně (Graf II.3). To bylo dáno pokračujícími vysokými výdaji spojenými s pandemií, zejména v oblasti zdravotnictví. V letošním roce bude velká část těchto výdajů ukončena, což povede k dalšímu – tentokrát již výraznému – zvolnění dynamiky vládní spotřeby. Zpomalení její dynamiky bude doprovázeno zmrazením platů u části zaměstnanců vládního sektoru, jejichž odměňování je usměřňováno v rámci státního rozpočtu, resp. usnesením vlády.⁷ V opačném směru bude působit navýšení výdajů zejména ve zdravotnictví a školství v souvislosti s příchodem ukrajinských uprchlíků.

Fiskální impuls bude letos růst HDP mírně tlumit (Graf II.10). To bude dáno odezníváním velké části podpůrných programů, které napomáhaly zotavování ekonomické aktivity po většinu loňského roku. Restriktivní dopad spojený s letošním ukončováním těchto

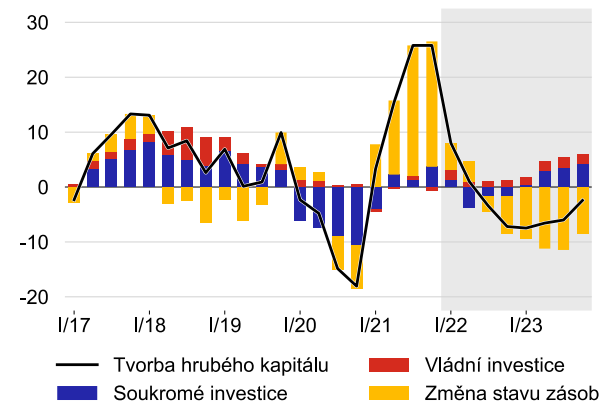
6 Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením do celého roku 2023.

7 Ve světle aktuálního vývoje inflace vláda nejspíše zahájí jednání s odbory o přehodnocení jejího záměru zmrazit v letošním roce platy většiny zaměstnanců státní správy.

Graf II.8

Přetrvávající nejistota a problémy v rámci výrobních řetězců letos povedou k nadále vysoké tvorbě zásob a poklesu soukromých investic, vládní investiční výdaje dále porostou

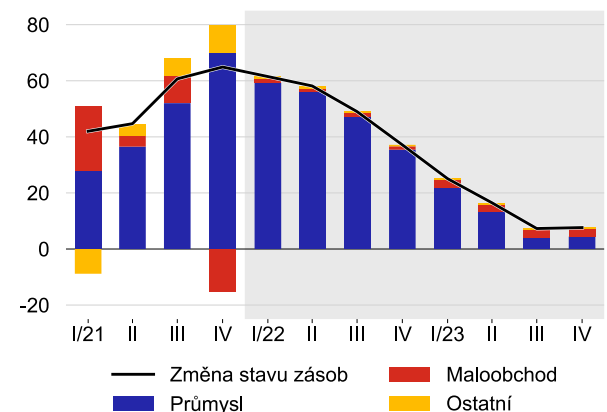
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Tvorba zásob zůstane až do poloviny roku 2022 poblíž loňských extrémních hodnot a následně bude jen postupně klesat

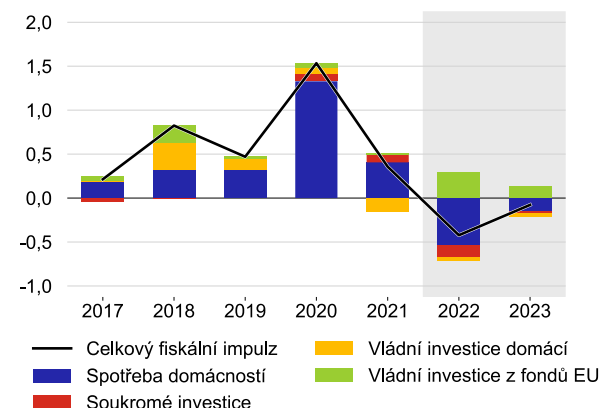
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.10

Fiskální politika bude letos dynamiku HDP mírně tlumit vlivem odeznění většiny covidových podpůrných programů

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



programů však bude zčásti kompenzován dalšími opatřeními jak na příjmové, tak výdajové straně veřejných rozpočtů.⁸ V příštím roce bude podle předpokladů prognózy fiskální impulz k dynamice HDP přispívat zhruba neutrálně.

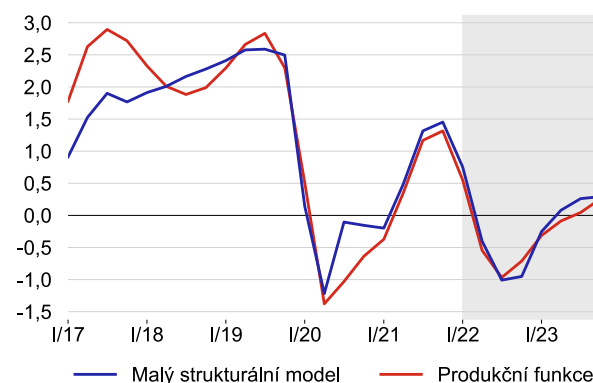
Dosavadní přehřívání české ekonomiky letos rychle odezní

Zpomalení hospodářského růstu v letošním roce povede k rychlému uzavření kladné mezery výstupu a následně se ekonomika dostane přechodně pod svůj potenciál (Graf II.11). Vše bude probíhat při pokračujících nabídkových omezeních, která letos zbrzdí dynamiku potenciálního produktu. Počátkem příštího roku, tedy s výrazným poklesem inflace a oživením domácí poptávky, se ekonomika při odeznívání problémů v globálních a dodavatelských řetězcích vrátí k růstu tempem, které bude předstihovat dynamiku potenciálu. Mezera výstupu se tak během roku 2023 zdola uzavře.

Graf II.11

Dosavadní přehřívání ekonomiky letos rychle odezní a ekonomika se bude přechodně nacházet pod svým potenciálem

mezera výstupu v % potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2021	2022	2023	
HDP	meziroční změny v % procentní body	3,3 (0,2)	0,8 (-2,1)	3,6 (0,2)	Výhled růstu HDP se pro letošek posouvá výrazně níže zejména vlivem výraznějšího než očekávaného ochlazení domácí poptávky, v příštím roce růst HDP ožíví naopak o něco rychleji.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	4,3 (-0,7)	0,1 (-5,9)	1,8 (-0,6)	Výhled růstu spotřeby domácností se výrazně snižuje z důvodu hlubšího poklesu reálného objemu mezd a platů, výraznějšího nárůstu úrokových sazeb i zhoršení sentimentu vlivem války.
Spotřeba vlády	meziroční změny v % procentní body	3,0 (-0,3)	1,7 (0,4)	1,9 (-0,1)	Prognóza spotřeby vlády se pro letošní rok mírně zvyšuje, neboť zahrnuje pomoc ukrajinským uprchlíkům, pro rok 2023 se téměř nemění.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	0,6 (-0,3)	-0,2 (-6,0)	4,5 (0,6)	Letošní dynamika investiční aktivity bude oproti předchozímu výhledu nižší kvůli slabší zahraniční poptávce, vypuknutí války na Ukrajině i vyšším úrokovým sazbám.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	-3,8 (-0,4)	0,6 (0,3)	4,1 (1,9)	I přes výraznější útlum vývozu se letos příspěvek čistého vývozu k růstu HDP lehce zvýší, a to vlivem silnějšího výpadku domácí poptávky, v příštím roce se jeho příspěvek zvýší výrazněji.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	-0,4 (0,0)	2,5 (1,2)	1,2 (0,6)	Zaměstnanost vzroste výrazněji, což bude dáno především příchodem válečných uprchlíků, z nichž se část zapojí do pracovního procesu.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,9 (-0,1)	2,4 (0,0)	2,7 (0,2)	Výhled míry nezaměstnanosti se pro příští rok posouvá lehce vzhůru zejména vlivem nižší ekonomické aktivity.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	6,1 (0,0)	4,6 (-2,0)	5,1 (-0,2)	Mzdová dynamika se snižuje zejména pro letošní rok, což bude dáno slabší ekonomickou aktivitou v prostředí vysokých výrobních nákladů, vliv bude mít i zaměstnávání uprchlíků.

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

⁸ Mezi tato opatření patří další zvýšení slevy na poplatníka u daně z příjmů fyzických osob, lednová nadstandardní valorizace důchodů, zvýšené dotace na obnovitelné zdroje energie, urychlené čerpání investic z fondů EU, výdaje na pomoc uprchlíkům z Ukrajiny, dočasné snížení spotřební daně na naftu a benzín a také snížení silniční daně na minimum (dle pravidel EU) kvůli rostoucím cenám pohonných hmot. Po uzavření prognózy vláda schválila tzv. balíček rodinné pomoci. Ten zavádí jednorázový příspěvek 5000 Kč na děti domácností s ročním příjmem do 1 mil. Kč, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku, podporu zkrácených úvazků a dětských skupin. Výdaje na jednorázový příspěvek domácnostem budou činit zhruba 10 mld. Kč.

Trh práce se v první polovině letošního roku dále mírně zchladí

Trh práce pohledem souhrnného indikátoru LUCI působí i přes pozvolné ochlazování stále napjatě. V současné době se nachází mírně nad svou rovnovážnou úrovní, především ve své reálné části (Graf II.12). V letošním roce dojde k jeho dalšímu mírnému ochlazení. V návaznosti na problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích a vysoký růst cen energií a dalších nákladů totiž firmy nebudou schopny významně navyšovat mzdy. Dalším podstatným faktorem působícím ve směru zmírňování napětí na tuzemském trhu práce je příchod uprchlíků z Ukrajiny a jejich postupné zapojování do pracovního procesu. To sníží přetlak poptávky po práci nad její nabídkou. Podrobně se postavení ukrajinských občanů na domácím trhu práce věnuje **BOX 2** na konci této kapitoly.

I přes vysokou inflaci letos mzdový růst zmírní kvůli zpomalení růstu ekonomické aktivity

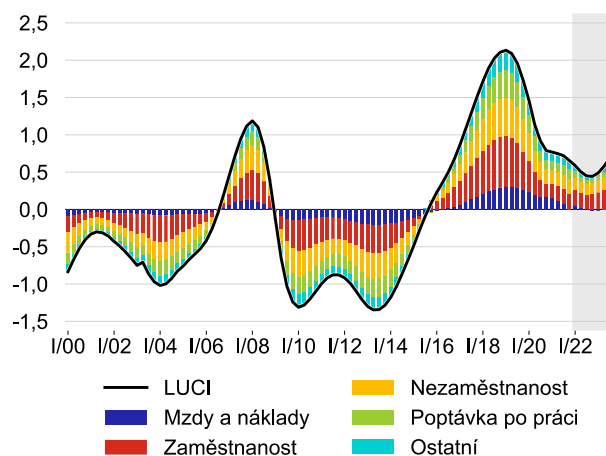
Mzdový vývoj v tržních odvětvích bude nadále ovlivněn jednorázovými faktory i efekty srovnávací základny⁹, které budou rozkolísávat meziroční mzdovou dynamiku až do poloviny letošního roku. Z hlediska ekonomické interpretace mzdového růstu tak má smysl sledovat spíše odhadovaný růst fundamentálních mezd (Graf II.13).

Ani přes stále silnou poptávku po práci se v první polovině letošního roku inflace výrazněji nepromítne do dynamiky mezd. Firmy totiž čelí výrazně zvýšeným nákladům v období energetické krize a zároveň problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, které od konce února ještě prohloubila válka. To bude oslabovat (donedávna pravděpodobně silnou) vyjednávací pozici zaměstnanců v řadě odvětví. K nižší dynamice mezd přispěje také příchod velkého počtu uprchlíků. Občané Ukrajiny nově zapojení do trhu práce budou snižovat průměrnou mzdu především kompozičním efektem, tj. obsazováním pozic s převážně nižší než průměrnou odměnou.¹⁰ I přes velké

Graf II.12

Trh práce se letos pohledem indikátoru LUCI dále mírně zchladí, zůstane ale i tak v určitém napětí

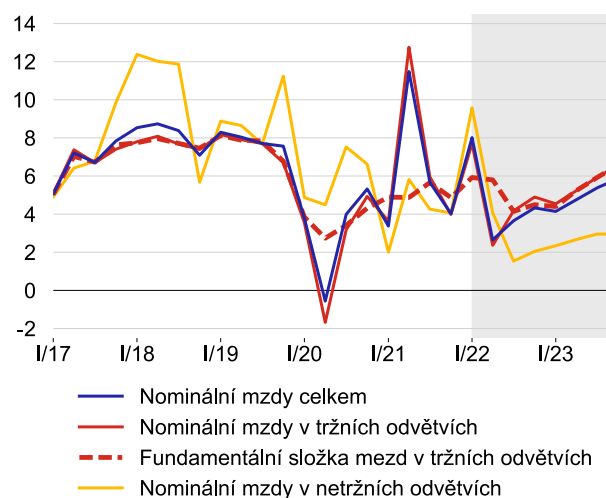
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf II.13

Fundamentální mzdový růst ve druhé polovině roku 2022 zpomalí, oslabí také – v důsledku zmrazení platů ve většině profesí ve státní sféře – růst mezd v netržních odvětvích

nominální mzdy, meziroční změny v %



⁹ Jedná se především o statistické efekty plynoucí z výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetřovné či náhradu mzdy v případě karantény v roce 2021. Částečný výpadek mezd nastal rovněž u zaměstnanců, kteří nepracovali z titulu překážek v práci v souvislosti s pandemií, přičemž někteří z nich čerpali pouze částečné náhrady mzdy. Na jaře roku 2021 (podobně jako v závěru let 2020 a 2021) byly navíc vyplaceny mimořádné „covidové“ odměny ve zdravotnictví. Uvedené vlivy se projeví zejména v loňském druhém čtvrtletí, kdy statisticky vykázaný meziroční růst mezd v tržních odvětvích výrazně zrychlil vlivem odeznění záporných statistických efektů z roku 2020 v kombinaci s výplatou zmíněných mimořádných odměn ve zdravotnictví.

¹⁰ Prognóza předpokládá příchod zhruba 300 tisíc uprchlíků, z nichž asi polovina se do konce třetího čtvrtletí letošního roku postupně zapojí do pracovního trhu. Uvažujeme, že Ukrajinci budou kvůli struktuře obsazených pozic pobírat nižší než průměrnou mzdu a v průměru budou zaměstnání spíše na kratší úvazek, než je v ČR běžné.

Fundamentální tržní mzda je získána z oficiálně vykázané mzdy očištěním o některé jednorázové statistické efekty související s pandemií (vliv ošetřovného, karantén a částečných náhrad mezd) a o mimořádné odměny ve zdravotnictví a sociálních službách.

množství aktuálně volných pracovních míst navíc zvýšená nabídka práce ze strany uprchlíků posílí konkurenci. Mzdová dynamika se začne zvyšovat až v průběhu roku 2023, kdy bude zaměstnancům – v návaznosti na opětovné oživení růstu hospodářské aktivity – částečně zpětně „kompenzován“ letošní propad reálných příjmů.

V netržních odvětvích porostou v následujících letech platy sníženým tempem ve srovnání s předpandemickou dobou. Dle státního rozpočtu by mělo v roce 2022 dojít k 2% růstu platů pedagogů a k plošnému zvýšení platů o 700 korun pro složky integrovaného záchraného systému a pracovníky v sociálních službách. Zbylým zaměstnancům vládního sektoru budou letos mzdy zmrazeny. Stejně jako v tržní sféře bude i v netržních odvětvích oficiální mzdová dynamika rozkolísaná.

Také růst objemu mezd a platů bude ovlivněn příchozem občanů Ukrajiny, neboť na jeho nárůst bude tlačit zvýšení přepočteného počtu zaměstnanců.¹¹ V reálném vyjádření objem mezd a platů v roce 2022 hluboce poklesne (Graf II.14), což bude dáno výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za vysokou inflaci. Až se snížením inflace v první polovině příštího roku a odezněním problémů v dodavatelsko-odběratelských řetězcích dojde k obnově růstu reálného mzdového objemu, což podpoří oživení spotřeby domácností.

Zaměstnanost nadále poroste díky doznívající silné poptávce po práci ze strany českých firem i zesílené nabídce práce vlivem nově příchozích pracovníků z Ukrajiny

Růst zaměstnanosti v podmínkách pokračující solidní poptávky firem po práci v letošním roce výrazně zrychlí (Graf II.15). Z hlediska struktury bude růst celkové zaměstnanosti tažen zejména zvyšujícím se počtem zaměstnanců, avšak postupně poroste i počet podnikatelů. V první polovině letošního roku se také významně projeví příchod uprchlíků, kteří částečně zaplní volná pracovní místa.¹² Uprchlíká vlna se přitom odrazí také v nárůstu pracovní síly, která v důsledku pandemie viditelně poklesla. Zvýšení zaměstnanosti pro nejbližší měsíce naznačují také některé vysoko-frekvenční a předstihové indikátory¹³ nebo šetření Evropské komise. Ve druhé polovině letošního roku se nicméně vlivem předchozího útlumu ekonomické aktivity začne tvorba pracovních míst zpomalovat, resp.

11 Brzdící vliv bude mít naopak výše zmíněný efekt nižší průměrné mzdy ukrajinských pracovníků.

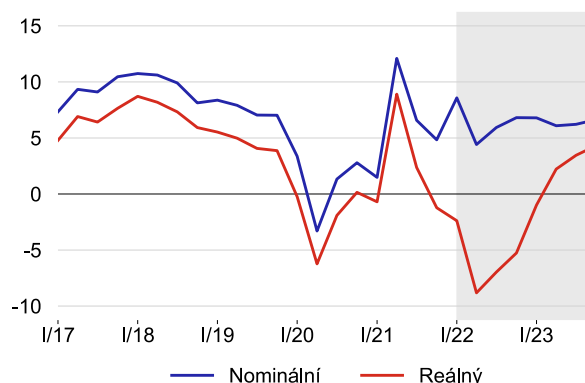
12 Ze způsobu provádění a povahy Výběrového šetření pracovních sil (VŠPS) plyne poměrně značná nejistota ohledně statistického zachycení zapojení ukrajinských občanů do pracovního trhu. V současnosti prognóza pracuje s předpokladem téměř úplného statistického zachycení.

13 Podle Google Trends je skóre témat „nezaměstnanost“ i „podpora v nezaměstnanosti“ relativně nízké. Ani ManpowerGroup index neočekává propouštění.

Graf II.14

Dynamika reálného objemu mezd a platů bude vlivem vysoké inflace hluboce záporná a povede tak k utlumenému vývoji spotřeby domácností

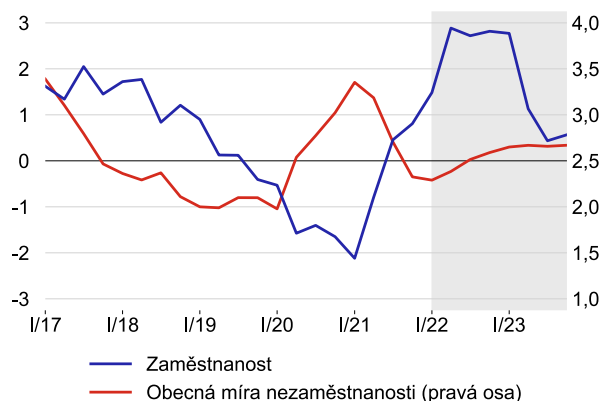
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.15

Migrace z Ukrajiny výrazně zvýší dynamiku zaměstnanosti, nezaměstnanost se však časem mírně zvýší vlivem zeslabení ekonomického růstu v letošním roce

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



začne se i propouštět. V důsledku toho se mírně zvýší počet lidí bez práce, který ale i tak zůstane v blízkosti historicky nejnižších hodnot. Obecná míra nezaměstnanosti se v souvislosti s tím bude zejména ve druhé polovině roku mírně zvyšovat¹⁴, zůstane však stále poměrně nízká. Po odeznění faktorů, které zpomalují letošní hospodářský růst, bude obecná míra nezaměstnanosti během příštího roku zhruba stagnovat. Podobný průběh prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob.

BOX 2 Občané Ukrajiny na českém pracovním trhu

Jedním z důsledků invaze Ruska na Ukrajinu je masivní příliv uprchlíků do řady zemí včetně ČR. Převažující část z nich je v produktivním věku a představuje tak – v případě jejich delšího setrvání na našem území – potenciální pracovní sílu pro český dlouhodobě přehřátý trh práce. Box popisuje dosavadní postavení občanů Ukrajiny na tuzemském trhu práce, následně představuje strukturu nově příchozích ukrajinských občanů v rámci současné uprchlické vlny a naznačuje možnosti budoucí integrace uprchlíků na pracovním trhu.

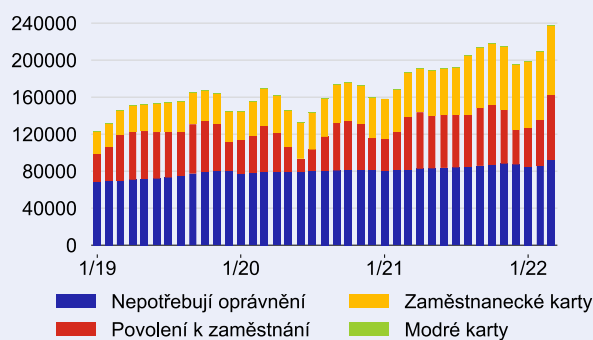
Ukrajinci aktuálně představují významnou část zahraničních pracovníků v ČR (32 % všech evidovaných uchazečů na Úřadu práce). Lze předpokládat, že jejich počet kvůli válce ještě významně naroste. V březnu 2022 bylo na Úřadu práce registrováno přibližně 240 tisíc Ukrajinců (Graf 1), z toho 57 % mužů a 43 % žen. V datech za březen oproti únoru pozorujeme znatelný přírůstek počtu žen, což je první projev zvýšeného počtu válečných uprchlíků v tuzemských statistikách. Necelá polovina Ukrajinců pro práci v České republice nepotřebuje žádné pracovní povolení¹, zbývající žádají o zaměstnaneckou kartu (povolení k dlouhodobému pobytu a výkonu práce) nebo o povolení k zaměstnání (povolení k výkonu práce po dobu maximálně dvou let). Modré karty, které jsou vydávány cizincům, kteří prokážou vysokou kvalifikaci (alespoň tříleté vysokoškolské vzdělání), se mezi povoleními vydávanými Ukrajincům dosud téměř nevyskytují.

Občané Ukrajiny vykonávali v ČR dosud spíše méně kvalifikované, fyzicky náročné práce (Graf 2). Polovina z nich pracuje jako obsluha strojů či v dalších dělnických profesích. Přibližně čtvrtina občanů Ukrajiny pracujících v ČR je pak rozptýlena v široké paletě profesí, z nichž některé jsou kvalifikovanější, čemuž odpovídá i vyšší než průměrná mzda této skupiny. Toto profesní a kvalifikační spektrum ukrajinských pracovníků a s ním konzistentní nižší

Graf 1

Necelá polovina občanů Ukrajiny evidovaných jako uchazeči o zaměstnání na Úřadu práce nepotřebuje v ČR pracovní povolení

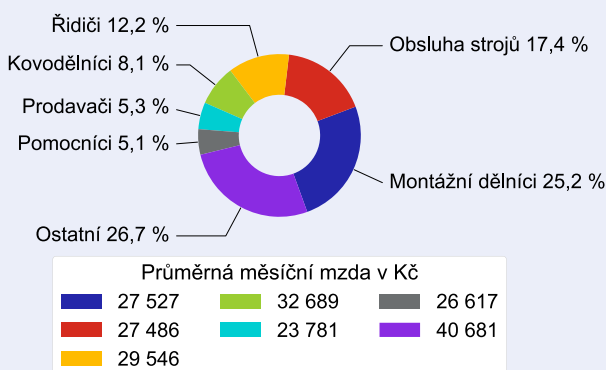
celkový počet a typ pracovních povolení, pramen MPSV



Graf 2

Pracovníci z Ukrajiny zastávají v ČR především méně kvalifikované pozice s nižšími výdělky

podíl jednotlivých skupin profesí na zaměstnanosti Ukrajinců v % a jejich výdělky, údaje za rok 2021, pramen Informační systém o průměrném výděлку (MPSV)



¹⁴ Kvůli horší výchozí pozici na trhu práce v porovnání s českými občany přispívají uprchlíci vedle zvýšení pracovní síly a zaměstnanosti zároveň ke zvýšení nezaměstnanosti.

mzdová hladina na jimi obsazených postech způsobují, že v průměru pobírají nižší mzdu ve srovnání s příslušníky jiných národností (Graf 3) i s průměrem ČR.

S příchodem válečných uprchlíků se situace (nejen Ukrajinců) na českém trhu práce poněkud promění.² To je dáno odlišnou strukturou nově příchozích v porovnání s těmi, které už eviduje Úřad práce (Graf 4). Nově příchozí občané Ukrajiny jsou především ženy (66 %). Téměř dvě třetiny příchozích jsou lidé v produktivním věku 15–64 let, kteří tak představují potenciální pracovní sílu. V této kategorii je převaha žen ještě silnější; muži zde tvoří pouze jednu čtvrtinu. I tak aktuální příjem mužů z Ukrajiny v absolutním vyjádření hypoteticky zvyšuje pracovní sílu v ČR asi o 1 %.

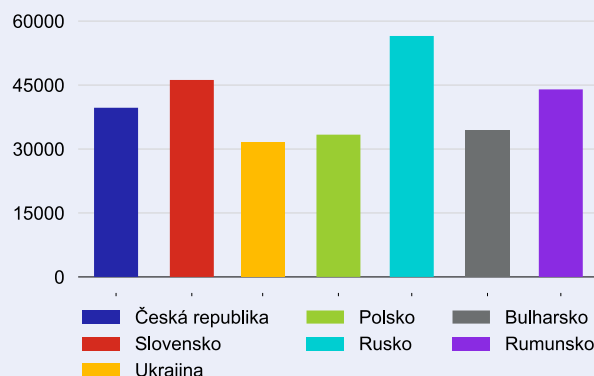
Nově příchozí občané Ukrajiny budou zřejmě zpočátku vyhledávat podobné pracovní pozice jako jejich zde již registrovaní krajané. Vzhledem k odlišné kvalifikační struktuře nově příchozích by se však postupně měla zvyšovat průměrná kvalifikace Ukrajinců zapojených do českého trhu práce a tedy i jejich průměrná mzda. Jak je uvedeno výše, kvalifikační rozptyl Ukrajinců je značný. Lze očekávat, že pokud by Ukrajinci zastávali stejný mix pozic, jaké jsou v ČR v průměru k dispozici, pak by i jejich mzda byla velmi podobná tuzemským pracovníkům a vliv na průměrnou mzdu by byl v podstatě zanedbatelný. Při porovnání průměrné mzdy na daných pozicích v ČR³ je totiž zřejmé, že na českém trhu práce nedochází k systematickému mzdovému podhodnocování (či naopak mzdovému nadhodnocování) pracovníků z Ukrajiny (Graf 5). Průměrný rozdíl ve mzdách mezi českými a ukrajinskými občany na dané pozici (napříč všemi pozicemi) činí necelá 4 %, což je na hranici statistické chyby.

Příchod velkého počtu Ukrajinců do ČR nicméně i tak ovlivní mzdové statistiky. Předně lze (z výše uvedených důvodů) předpokládat čistě kompoziční efekt, neboť občané Ukrajiny pravděpodobně minimálně zpočátku obsadí pozice v nižších patrech mzdového spektra. Tlumící efekt na budoucí růst mezd bude mít také zvýšená nabídka pracovní síly v tuzemsku a tedy i vyšší konkurence na trhu práce, resp. tlak na snížení jeho aktuálně vysokého napětí.⁴ Ve statistikách sledovaných pomocí výběrového šetření pracovních sil (VŠPS) by mělo dojít ke značným změnám. Ty budou vyplývat jak z výrazného zvýšení celkové pracovní síly a postupně i počtu zaměstnaných osob, tak současně z předpokladu, že Ukrajinci budou v ČR shánět práci přece jen obtížněji než čeští občané, a budou tak zvyšovat celkovou nezaměstnanost (více než proporcionálně). Z povahy daného šetření ovšem vyplývá poměrně vysoká nejistota ohledně zachycení vlivu ukrajinských pracovníků.⁵

Graf 3

Ukrajinci v ČR vydělávají v průměru méně než pracovníci z jiných států a tuzemci, neboť zastávají hůře placené profese

průměrná mzda v ČR podle občanství, údaje za rok 2021, pramen Informační systém o průměrném výděлку (MPSV)

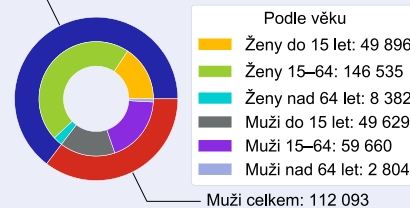


Graf 4

Ve struktuře uprchlíků z Ukrajiny v souvislosti s válkou převažují ženy

absolutní počty k 29. 4. 2022, pramen Ministerstvo vnitra ČR

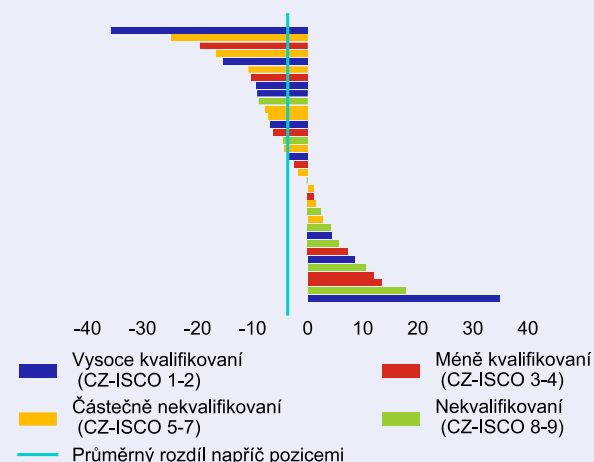
Ženy celkem: 204 813



Graf 5

V profesích zastávaných ukrajinskými pracovníky nedochází k systematickému mzdovému podhodnocování či nadhodnocování

průměrný rozdíl v platu na jednotlivých pozicích ukrajinských pracovníků v ČR oproti průměru v ČR, v %, každý vodorovný sloupec grafu představuje skupinu pozic v rámci dané skupiny CZ ISCO, stejnou barvou jsou označeny pozice ve stejné kvalifikační úrovni, údaje za rok 2021, pramen Informační systém o průměrném výděлку (MPSV)



Poznámka: Mezi vysocí kvalifikované pozice (CZ-ISCO 1-2) se řadí např. ředitelé podniků či IT specialisté. Mezi pozice CZ-ISCO 3-4 patří např. odborníci a úředníci. Do skupin CZ-ISCO 5-7 jsou řazeni např. řemeslníci, kovodělníci, prodejci nebo pečovatelé. Ve skupinách CZ-ISCO 8-9 se nacházejí montážní dělníci, řidiči, obsluha stacionárních strojů nebo pomocní pracovníci.

- 1 Cizinci nepotřebují pracovní povolení, pokud například mají v ČR trvalý pobyt, umístí je sem zaměstnavatel v rámci dlouhodobého kontraktu nebo zde vystudovali střední, vyšší odbornou nebo vysokou školu (viz např. přehled pravidel na [webu Sdružení pro integraci a migraci](#)).
- 2 Po vypuknutí války se přírůstky uprchlíků z původních více než 10 tisíc denně postupně snižovaly a na počátku dubna se ustálily v intervalu 2 až 3 tisíce denně. Prognóza ČNB předpokládá, že v rámci současné uprchlické vlny do třetího čtvrtletí 2022 do ČR přesídí celkem 300 tisíc imigrantů z Ukrajiny, u nichž nepočítáme s jejich odchodem až do konce prognostického horizontu (tj. do konce 2023) a z nichž asi polovina se zapojí do pracovního trhu.
- 3 Profese jsou agregované podle klasifikace CZ-ISCO.
- 4 Nicméně efekt přímé konkurence bude nižší v důsledku velkého počtu volných pracovních míst, která jsou v ČR k dispozici. Ze začátku tedy pravděpodobně bude konkurenčně působit jen malá část příchozích. Až dojde k překonání prvotních bariér (jazyk, administrativa, ubytování atd.) budou Ukrajinci pravděpodobně konkurovat na všech kvalifikačních úrovních.
- 5 Šetření VŠPS probíhá formou dotazování v domácnostech a případně dalších ubytovacích zařízeních, přičemž četnost kontaktu se zahraničními respondenty je podstatně nižší než s českými respondenty.

III. INFLACE

Inlace v letošním druhém čtvrtletí dále vzroste a s přispěním všech svých složek dosáhne téměř 15 %. V jádrové inflaci se budou nadále projevat jak silná dynamika produkčních cen v tuzemsku a v zahraničí, tak doznívající znatelné domácí nákladové i poptávkové tlaky. Razantně se zvyšující účty za energie spojené s bydlením se projeví v dalším znatelném zrychlení růstu regulovaných cen. Výrazný růst cen agrárních komodit urychlí další zdražování potravin. Rekordně silné nákladové tlaky tažené dovozními cenami i domácí ekonomikou kulminovaly počátkem letošního roku. V průběhu roku se budou snižovat díky odeznívání aktuálně vysokého růstu dovozních cen a umírněnému mzdovému vývoji. V příštím roce se nákladové tlaky dále zmírní v důsledku stabilizace a následného mírného poklesu dovozních cen. Letošní dvouciferná inflace se tak v první polovině příštího roku rychle sníží, přičemž k tomu podstatným způsobem přispěje i dosavadní rychlý růst úrokových sazeb. Celkový cenový růst se bude vlivem zvyšování spotřebních daní nacházet mírně nad měnověpolitickou inflací.

Rekordně silné celkové nákladové tlaky kulminovaly začátkem letošního roku, s odezníváním rychlého růstu dovozních cen budou postupně slábnout

Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru na začátku roku zdatelně zrychlila. Přispěly k tomu především dovozní ceny, k čemuž se následně přidaly i důsledky válečného konfliktu na Ukrajině (Graf III.1). Rychle zesilující příspěvek dovozních cen energií odrážel další nárůst cen ropy, plynu a elektřiny na světových burzách. Narůstající příspěvek jádrových dovozních cen byl tažen zrychlením růstu cenového jádra zahraničních průmyslových výrobců. V jeho dynamice se zrcadlily přetrvávající obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. K více než svižnému růstu nákladů počátkem letošního roku i nadále podstatným způsobem přispívala i domácí ekonomika.

Mimořádně silné nákladové tlaky začnou v průběhu letošního roku odeznívat. K tomu přispěje především zvolnění růstu cen energií, ale také zmírnění zdražování domácí meziproductce, které bude odrážet umírněný mzdový vývoj. V roce 2023 se nákladové tlaky ještě dále sníží. Jejich dynamiku začne tlumit záporný příspěvek dovozních cen energií související s očekávanou částečnou korekcí vysokých cen na komoditních burzách. Navíc se bude průběžně snižovat i příspěvek dovozních jádrových cen v návaznosti na postupné odeznívání problémů v globálních výrobních řetězcích. Koncem roku 2023 se dynamika celkových nákladů shora přiblíží ke 2 %, a to i přes opětovně mírně narůstající příspěvek domácí ekonomiky.

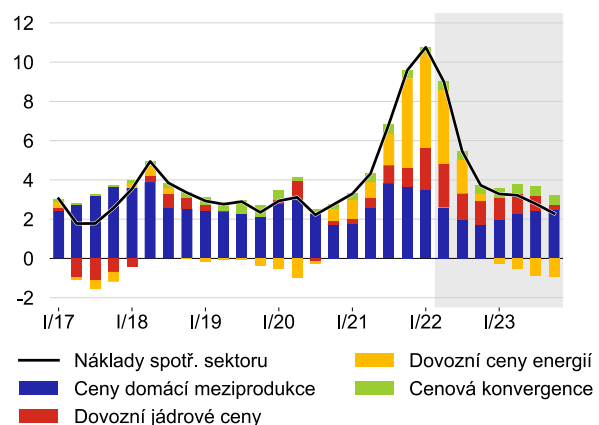
Domácí nákladové tlaky letos zůstanou zvýšené navzdory určitému zmírnění

Na přelomu roku došlo k postupnému zmírnění dynamiky domácích nákladů (Graf III.2), ke kterému výrazně přispěla polevující mzdová dynamika. Příspěvek ceny

Graf III.1

K výraznému zvýšení nákladových tlaků na přelomu roku dominantně přispěly dovozní ceny energií, v průběhu letošního roku se růst nákladů s přispěním většiny složek postupně zmírní

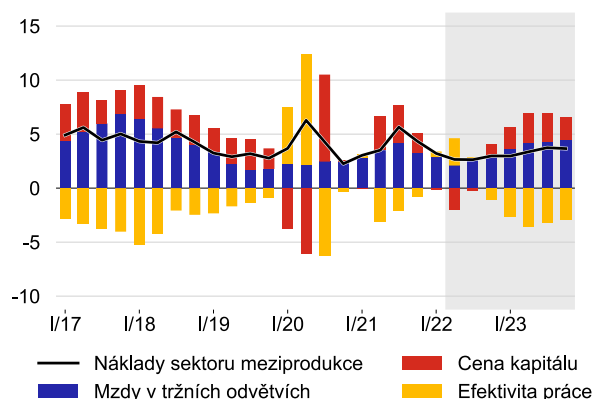
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.2

Domácí nákladové tlaky se letos zmírní, v roce 2023 zesílí zejména vlivem zrychlující mzdové dynamiky

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



kapitálu překmitl koncem roku lehce do záporu, zatímco pokles efektivity práce se projevil proinflačně. To bylo důsledkem omezení výroby v průmyslu, která byla způsobena přetíženými globálními dodavatelskými řetězci a souvisejícím ochlazením ekonomické aktivity.

Domácí nákladové tlaky ve druhém čtvrtletí letošního roku ještě poněkud oslabí, neboť se dále sníží příspěvek mezd. V tom se bude promítat oslabení předchozí poměrně silné vyjednávací pozice zaměstnanců, kteří budou muset reflektovat situaci vysokých nákladů podniků. Z toho důvodu dojde většinou k jen částečné indexaci mezd o vysokou inflaci. Ve stejném směru bude na růst mzdových nákladů v malé míře působit také tzv. kompoziční efekt spojený se zapojením části uprchlíků z Ukrajiny do tuzemského trhu práce (viz BOX 2 „Občané Ukrajiny na českém pracovním trhu“ v kapitole II). Během jara se současně záporný příspěvek ceny kapitálu dále prohloubí v návaznosti na znatelný mezičtvrtletní pokles ekonomické aktivity v důsledku ekonomických dopadů válečného konfliktu na Ukrajině. Proti tomu bude ale proinflačně působit pokles efektivity práce, ve kterém se vedle zakolísání ekonomické aktivity projeví jen postupné začleňování uprchlíků do trhu práce a jejich zapracovávání na nových pozicích.

Příspěvek mezd k růstu domácích nákladů začne od letošního léta pozvolna zesilovat v souvislosti se snahou o alespoň částečné zpětné dorovnání vysoké inflace. Tento efekt v příštím roce ještě zesílí. Koncem letošního roku se příspěvek kapitálu v podmínkách obnovujícího se ekonomického růstu a zlepšující se situace v průmyslu opět překloupí do proinflačního působení a až do poloviny příštího roku bude narůstat. Spolu s tím se obnoví i růst efektivity práce, který začne nákladové tlaky opětovně vyvažovat.

Proinflační působení domácí poptávky na podzim odezní vlivem předešlého zpřísnění měnové politiky

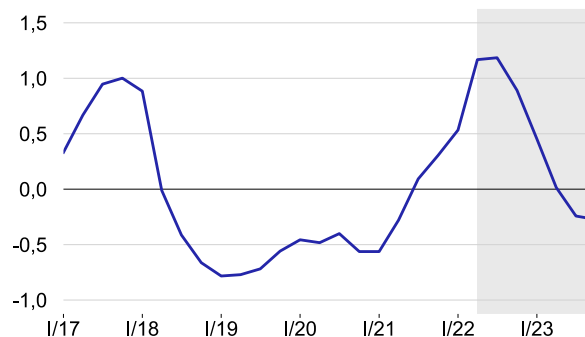
Domácí výrobci, prodejci a poskytovatelé služeb v posledním období zvyšují ceny nad rámec růstu nákladů. To jim umožňuje stále solidní domácí poptávka, přetrvávající slušná příjmová situace a koupěschopnost českých domácností. Tomu odpovídající nárůst kladné mezery marží se krátkodobě ještě dále zvýší. (Graf III.3). Ke konci letošního roku se však začnou poptávkové tlaky snižovat a mezera marží uzavírat. Bude to v důsledku výrazného ochlazení spotřeby, v němž se odrazí vysoká inflace a dosavadní zpřísnění měnové politiky. Zvýšené domácí úrokové sazby budou tlumit spotřebitelský apetit a prodejci budou muset při nižší poptávce své ziskové marže postupně snížit zpět na jejich obvyklou úroveň. To přispěje ke zpomalování inflace.

Inlace ve druhém čtvrtletí 2022 dále ztelně zrychlí a po celý zbytek roku bude dosahovat dvouciferných hodnot

Graf III.3

Kladná mezera marží se začne rychle uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky, k němuž napomůže i dosavadní zpřísnění měnové politiky

mezera marží u spotřebních statků v %

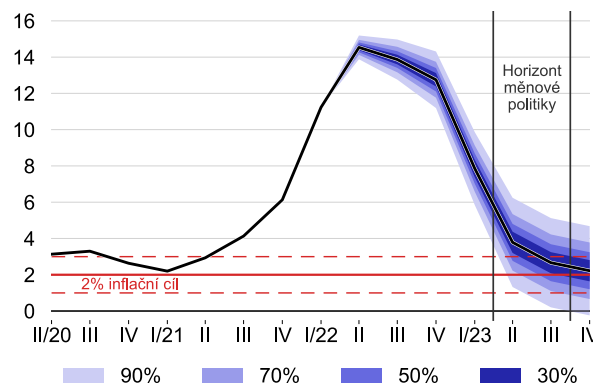


Marže ve spotřebitelském sektoru představují rozdíl mezi cenou a jednotkovými mezními náklady výrobců finálních spotřebních statků. Relativní vyjádření ve formě mezery marží pak ukazuje odchylku aktuálních marží od jejich dlouhodobě rovnovážné hodnoty. Kladná mezera marží tak odpovídá vyšší než obvyklé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

Graf III.4

Inlace ve druhém čtvrtletí letošního roku vyšplhá až k 15 %, poté začne klesat a koncem příštího roku se vrátí do blízkosti 2% inflačního cíle

celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



K nárůstu celkové inflace (Graf III.4) přispěje vedle dalšího zvýšení jádrové inflace rovněž zesilující růst regulovaných cen a cen potravin. Současně s tím bude jen pozvolna odeznívat zdražování pohonných hmot. Celková inflace se tak na přelomu jara a léta zvýší až k 15% úrovni (Graf III.5).

Pohonné hmoty¹⁵ v březnu vlivem nárůstu cen ropy souvisejícího s válkou na Ukrajině meziročně zdražily o více než polovinu. Jejich dynamika zůstane vysoká po celý letošní rok, bude však klesat, k čemuž bude vedle poklesu světových cen ropy přispívat také zrušení povinnosti přimíchávat do nich biosložky.¹⁶ V polovině roku 2023 pak dojde k meziročnímu poklesu cen u čerpacích stanic.

V rámci cenového jádra výrazně narůstá dynamika cen jak obchodovatelných, tak neobchodovatelných statků, v jejichž rámci stále hraje velkou roli imputované nájemné

Jádrová inflace se v prvním čtvrtletí značně zvýšila s přispěním zrychlujícího růstu cen zboží i služeb. Ve druhém čtvrtletí její dynamika ještě dále zesílí (Graf III.5), neboť se i v tomto segmentu inflace projeví výrazný růst nákladů včetně energií.

Významnou položkou v rámci zrychlující jádrové inflace je setrvale narůstající příspěvek imputovaného nájemného (Graf III.6), které má v národním indexu spotřebitelských cen (CPI) relativně vysokou váhu. V růstu imputovaného nájemného se projevuje souběh pokračujícího výrazného zdražování nových nemovitostí (o více než 25 % ve čtvrtém čtvrtletí 2021) i vysoká dynamika cen stavebních prací a materiálů. Růst cen stavebních prací v březnu přesáhl 10 %. Na tom mají velký podíl zejména potíže v globálních řetězcích, které způsobují nedostatek a následné zdražování stavebních materiálů. Růst jejich cen v březnu dosáhl téměř 23 %. Tyto nákladové tlaky spolu s výraznou poptávkou po produkci ve stavebnictví vedly podle posledních dostupných dat k vysoké dynamice cen obydlí (nových i existujících bytů a domů včetně půdy) téměř o 26 % ve čtvrtém čtvrtletí 2021.¹⁷ Ve vysoké jádrové inflaci se bude – mimo jiné i v důsledku války na Ukrajině – nadále odrážet také výrazný růst cen průmyslových výrobců v zahraničí, který se citelně přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Veškeré tyto vlivy budou jádrovou inflaci udržovat na velmi vysoké úrovni po celý letošní rok. Po jejich odeznění – a s přispěním významného zpřísnění domácích měnových podmínek v loňském a letošním roce – se

¹⁵ Po očištění o vliv přechodného snížení spotřební daně, který je popsán dále v textu.

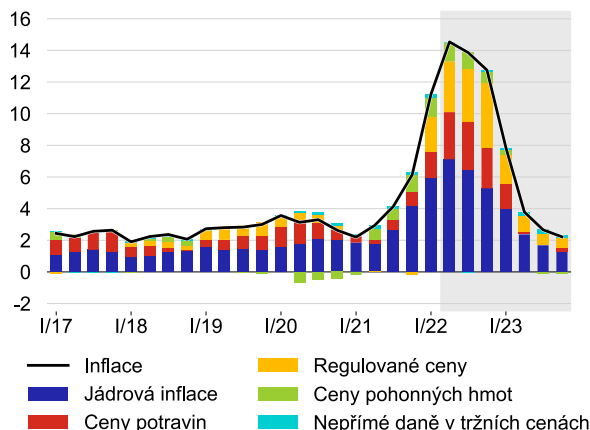
¹⁶ V případě pohonných hmot dojde k dočasnému snížení spotřební daně na pohonné hmoty (popsaném dále), nicméně ceny pohonných hmot po očištění o primární vliv nepřímých daní, které jsou popisovány v tomto odstavci, to neovlivní.

¹⁷ Měřeno indexem cen bytových nemovitostí (House Price Index) ČSÚ.

Graf III.5

Eskalujícímu cenovému růstu bude i nadále dominovat jádrová inflace, nemalou měrou však přispějí i rostoucí příspěvky regulovaných cen a výrazné zdražování potravin

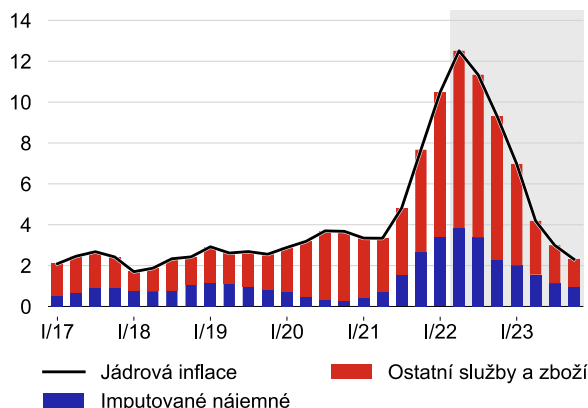
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.6

Již tak mohutný příspěvek imputovaného nájemného se ve druhém čtvrtletí dále zvýší, během druhé poloviny roku se však postupně snižovat

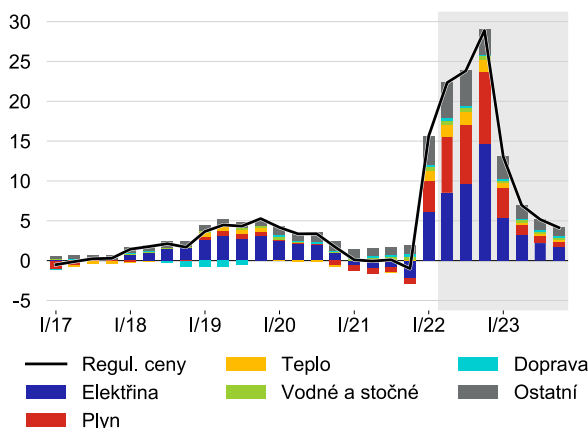
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.7

Dynamika regulovaných cen bude po celý letošní rok extrémně vysoká, příští rok se sice skokově sníží, ale zůstane i tak zvýšená

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



jádrová inflace začne letos postupně snižovat a ve druhé polovině roku 2023 se bude navracet ke 2 %.

Dynamika regulovaných cen se vlivem dalšího zdražení energií dále zvýší

Po skokovém nárůstu počátkem letošního roku se regulované ceny budou dále zvyšovat (Graf III.7). Odráží se v nich vysoké burzovní ceny energií, k jejichž vze-stupu na donedávna nevídané hodnoty přispívá i ruská invaze na Ukrajinu. V rámci segmentu domácích regulovaných cen bude pokračovat zejména zdražování energií spojených s bydlením (elektřina, plyn, teplo). Celkově dynamika regulovaných cen ve druhém čtvrtletí přesáhne 20 % a na konci roku bude kulminovat až na hodnotách okolo 30 %.¹⁸ V roce 2023 jejich růst sice zvolní, avšak kvůli postupnému průsaku předchozího nárůstu cen na energetických burzách se bude jejich dynamika stále pohybovat na zvýšených úrovních.

Zdražování potravin bude v nejbližší době zesilovat

K výraznému zdražování potravin přispívá zejména růst cen světových agrárních komodit. Silná globální poptávka spolu s omezeními na nabídkové straně se projevuje především ve vysokých cenách rostlinné výroby, zejména obilovin a olejnin. To se promítá i do růstu cen domácích zemědělských výrobců a producentů potravin. Výrazné zdražování lze však v následujících měsících očekávat napříč všemi kategoriemi potravin. Přispěje k němu i válka na Ukrajině, která je jedním z předních vývozců obilovin. Zrychlující dynamika cen potravin bude kulminovat v polovině letošního roku (Graf III.5). V průběhu roku 2023 pak dynamika cen potravin zdatelně zvolní v návaznosti na očekávanou korekci světových cen agrárních komodit a zmírnění ostatních nákladových tlaků.

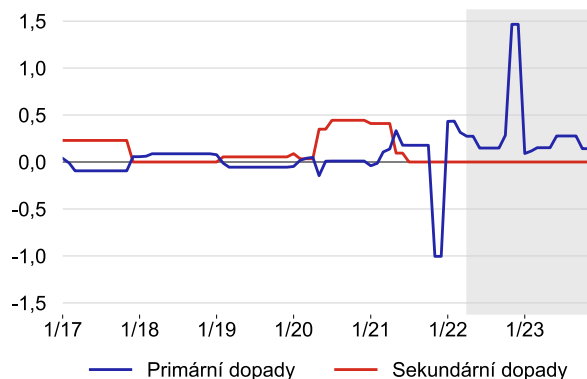
Měnověpolitická inflace se bude na celém horizontu nacházet pod celkovou inflací

Dílčí změny nepřímých daní budou na růst spotřebitelských cen působit obousměrně. Počátkem letošního roku došlo k navýšení spotřební daně na cigarety o 5 %, což se dle předpokladu prognózy plně promítne do jejich zdražení (Graf III.8). Současně s tím v lednu pomínulo krátkodobé prominutí DPH na elektřinu a plyn, což zvýšilo celkové dopady změn nepřímých daní do inflace pro první polovinu letošního roku na zhruba 0,3 procentního bodu.¹⁹ Od června bude v opačném směru působit dočasné snížení spotřební

Graf III.8

Primární dopady změn nepřímých daní odrážejí změny ve spotřebních daních na tabák a pohonné hmoty a krátkodobé prominutí DPH u energií v závěru roku 2021

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



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

¹⁸ Příspěvek regulovaných cen k celkové inflaci tak koncem letošního roku dosáhne 4,1 procentního bodu.

¹⁹ Dočasné prominutí DPH na elektřinu a plyn v posledních dvou měsících roku 2021 krátkodobě mírně rozšířil rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací na konci letošního roku, a to vlivem efektu srovnávací základny.

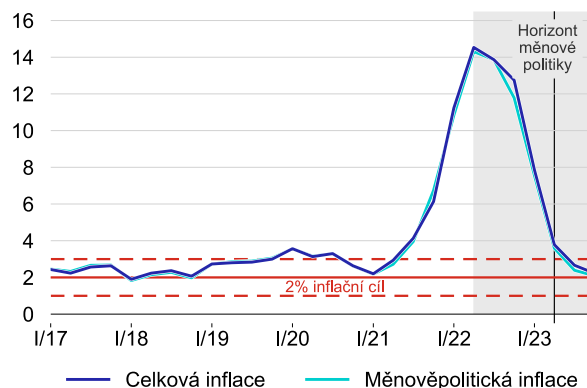
daně na benzín a naftu o 1,50 Kč/l.²⁰ K dalšímu zvýšení spotřebních daní na tabák (ve stejném rozsahu jako letos) dojde počátkem roku 2023. Měnověpolitickou inflaci tyto změny neovlivňují, a proto na ně centrální banka nereaguje. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny způsobených odpovídajícím promítnutím změn nepřímých daní. Od nich centrální banka zpravidla zcela odhlíží, zejména pokud – jako v tomto případě – nemají zřetelné dlouhodobé sekundární dopady do cenového růstu.

Na konci horizontu měnové politiky se měnověpolitická inflace i díky předchozímu zpřísnění měnových podmínek snížila do blízkosti inflačního cíle (Graf III.9).

Graf III.9

Měnověpolitická inflace se na konci horizontu měnové politiky snížila do blízkosti 2% cíle, celková inflace se bude na celém výhledu vlivem dopadů změn spotřebních daní nacházet mírně nad ní

celková a měnověpolitická inflace, v %



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2021	2022	2023	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	3,8 (0,0)	13,1 (4,6)	4,1 (1,8)	Na výrazném přehodnocení prognózy inflace v roce 2022 směrem nahoru se podílejí všechny její složky.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	-0,2 (0,0)	22,7 (8,8)	7,3 (3,6)	Za dalším mimořádně vysokým zvýšením výhledu regulovaných cen pro rok 2022 i rok 2023 stojí vyšší než v minulé prognóze očekávané zdražení energií.
Jádrová inflace	% procentní body	4,8 (0,0)	10,9 (1,8)	4,1 (0,9)	Znatelně rychlejší růst cen v zahraničí posouvá výhled tuzemské jádrové inflace podstatně výše.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	2,1 (0,0)	9,5 (6,4)	1,9 (1,8)	Prognóza cen potravin se posouvá výrazně výše v návaznosti na citelnější nárůst cen agrárních komodit, který je aktuálně tažen zejména válkou na Ukrajině.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	16,8 (0,0)	31,8 (21,4)	0,9 (5,2)	Dynamika cen pohonných hmot se letos viditelně zvyšuje vlivem nepředpokládaného nárůstu cen ropy v první polovině března, který souvisel s válkou na Ukrajině.

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

²⁰ Snížení spotřebních daní na benzín a naftu je prozatím plánováno na období červen – září 2022. Tento krok povede ke snížení spotřebitelské inflace o cca 0,1 procentního bodu.

BOX 3 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech

Součástí výkonu mandátu ČNB v oblasti cenové stability je pravidelné zpětné vyhodnocování plnění inflačního cíle a určení příčin, které vedly k případným odchylkám skutečného cenového růstu od cíle centrální banky. V rámci transparence měnové politiky ČNB vůči odborné a široké veřejnosti se tato analýza stala v roční frekvenci součástí Zprávy o měnové politice.¹ Aktuálně vyhodnocujeme odchylky inflace od 2% cíle za období od druhého čtvrtletí 2020 do prvního čtvrtletí letošního roku.

Inlace se po celé hodnocené období nacházela nad 2% cílem ČNB. Během druhé poloviny loňského roku a na začátku letošního roku vystoupala vysoko nad něj (Graf 1). Graf 2 prezentuje příspěvky jednotlivých faktorů, které byly identifikovány pomocí jádrového predikčního modelu $g3+^2$ a jsou podrobněji popsány v následujících odstavcích. To poskytuje náhled na původ inflačních tlaků, kterým česká ekonomika v minulosti čelila.

Ekonomický vývoj v zahraničí působil v roce 2020 výrazně protiinflačně. Nejvýrazněji se v něm projevovaly ceny zahraničních výrobců, které v té době klesaly vlivem propadu cen ropy na začátku první vlny pandemie. Ve stejném směru působila i zahraniční ekonomická aktivita, která byla ovlivněna negativními dopady pandemie koronaviru. V průběhu loňského roku se však intenzita protiinflačního působení zahraničí postupně snižovala a začátkem letošního roku zahraničí působilo již proinflačně. To bylo způsobeno z historického pohledu rekordním nárůstem cen zahraničních výrobců. V něm se projeví sekundární dopady pandemie v podobě přetížených globálních výrobních a dodavatelských řetězců a také výrazný nárůst cen energetických komodit na světových burzách od loňského podzimu. Proinflační působení zahraničních cen bylo v posledních čtvrtletích vyvažováno uvolněnou měnovou politikou ECB. Vyčkávací pozice ECB ohledně nastavení její měnové politiky totiž skrz zvětšující se úrokové rozpětí vytvářela latentní tlak na silnější kurz koruny a tedy i nižší inflaci.

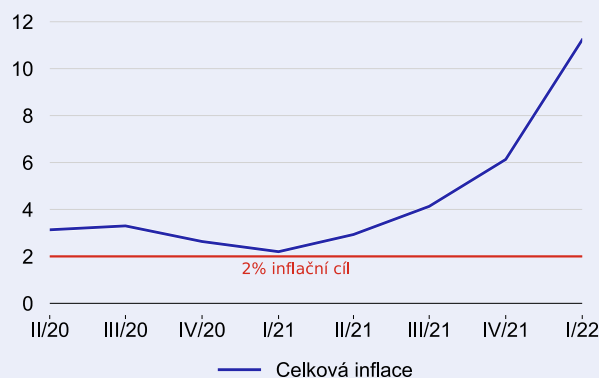
Domácí ekonomika v souhrnu působila ve směru kladné odchylky inflace od cíle. V roce 2020 bylo její proinflační vyznění odrazem jejího výrazného počátečního přehřátí a jen pozvolna se ochlazujícího trhu práce v důsledku pandemie. První pandemická vlna se navíc projevila zhoršením efektivity práce, které převážilo nad protiinflačním vlivem poklesu ekonomické aktivity. Na přelomu let 2020 a 2021 již ale domácí ekonomika dočasně působila v protiinflačním směru v důsledku razantních vládních protipandemických opatření, která brzdila spotřebu domácností. K opětovnému obratu v působení domácí ekonomiky do proinflačního směru došlo od poloviny loňského

Měnověpolitické pravidlo v modelu $g3+$ nastavuje úrokové sazby s ohledem na odchylku očekávané inflace od 2% cíle na horizontu měnové politiky. Výhled inflace v sobě odráží prognózu všech relevantních makroekonomických veličin. Důraz na horizont měnové politiky zohledňuje postupnou transmisii úrokových sazeb do budoucího vývoje ekonomiky a následně do inflace. Soustředěním se na inflaci na uvedeném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků. Jejich dopad je přitom měnovou politikou ovlivnitelný v minimální míře. Navíc by případná snaha o jejich rychlé potlačení vyvolávala nadměrné výkyvy v úrokových sazbách, což by destabilizovalo ekonomiku. Součástí měnověpolitického pravidla je vyhlazování úrokových sazeb ze strany centrální banky. Aktivní měnová politika nicméně ve střednědobém horizontu stabilizuje inflaci na cíli, což zpravidla doprovází postupné směřování úrokových sazeb k jejich dlouhodobě neutrální úrovni (3 %).

Graf 1

Inlace se během pozorovaného období nacházela převážně nad horní hranicí tolerančního pásma cíle, na začátku roku 2022 vystoupala nad 10 %

spotřebitelské ceny v %



roku, kdy v postcovidové euforii a díky předchozí štědré fiskální politice rychle oživovala domácí poptávka a spotřebitelé ochotně akceptovali rostoucí ceny. To umožnilo podnikům dále zdražovat a růstem ziskových marží si kompenzovat předchozí ztráty příjmů. K již tak silným domácím inflačním tlakům se začátkem letošního roku navíc přidal také citelný nárůst regulovaných cen způsobený výrazným zdražením energií na světových burzách.

Na očekávané protiinflační dopady koronavirové pandemie ČNB rychle reagovala razantním snižováním úrokových sazeb. Bankovní rada na svých zasedáních v roce 2020 opakovaně hodnotila nejistoty a rizika tehdejších makroekonomických prognóz jako velmi výrazné. Za hlavní riziko považovala průběh pandemie a její ekonomické a cenové dopady. V potaz brala také další nejistoty týkající se reakce domácí fiskální politiky, vnitropolitického vývoje ve Spojených státech, způsobu odchodu Spojeného království z Evropské unie a skladby nabídkových a poptávkových faktorů stojících za vývojem inflace. Významnou nejistotu představoval pro bankovní radu také vývoj kurzu koruny, který značně kolísal.

Také v roce 2021 bankovní rada vnímala nejistoty a rizika prognóz jako výrazné a spojené zejména s otevíráním domácí i zahraničních ekonomik v návaznosti na neustále se měnící epidemickou situaci. S tím úzce souvisela nejistota ohledně délky trvání narušeného fungování globálních výrobních a dodavatelských řetězců a jeho promítání do cen. Centrální banka proto zpočátku udržovala úrokové sazby blízko nuly. Předpokládané zchlazení ekonomiky však nenastalo, což vedlo k setrvání inflace nad cílem. Zhruba od poloviny roku 2021 bankovní rada komunikovala proinflační rizika. Zároveň identifikovala riziko zeslabení ukotvenosti inflačních očekávání v podmínkách dlouhodobého přestřelování inflačního cíle. K proinflačním rizikům se později připojily i bezprecedentně vysoký nárůst cen energií a imputovaného nájemného a oslabená reakce kurzu koruny na růst domácích úrokových sazeb.

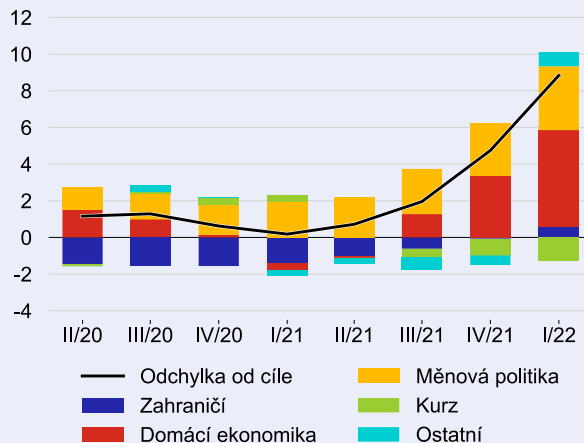
Na mimořádně silné a plošné inflační tlaky ČNB reagovala zvyšováním úrokových sazeb od června 2021, které nabralo na razanci během podzimu. Cílem bylo omezit průsak těchto tlaků do cenového vývoje v delším období, zabezpečit návrat inflace na horizontu měnové politiky do blízkosti 2% inflačního cíle a podpořit ukotvenost inflačních očekávání u cíle tak, aby ČNB naplňovala svůj mandát cenové stability. Za celý rok 2021 ČNB v celkem pěti krocích zvýšila 2T repo sazbu o 350 bazických bodů. Ve zvyšování úrokových sazeb pokračovala i v únoru a březnu letošního roku ve dvou krocích v souhrnu o 125 bazických bodů.

Inlace se v celém hodnoceném období pohybovala nad 2% inflačním cílem. K proinflačnímu působení měnové politiky se od poloviny loňského roku přidal vliv přehřáté domácí ekonomiky. To bylo jen v omezené míře vyvažováno měnovým kurzem a zahraničními faktory. Z tohoto hlediska lze ze zpětného pohledu konstatovat, že měnová politika měla být v minulosti výrazně méně uvolněná.³

Graf 2

Výrazné a dále narůstající přestřelování cíle v roce 2021 a na počátku 2022 bylo způsobeno zejména přehříváním domácí ekonomiky a předchozí příliš uvolněnou měnovou politikou

odchylka měnověpolitické inflace od 2% cíle ČNB, příspěvky v p. b.



Měnověpolitická inflace je inflace, na kterou v prognóze reaguje měnová politika. Je definována jako celková inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní.

1 Předchozí vyhodnocení plnění inflačního cíle bylo náplní [Boxu 4](#) ve Zprávě o měnové politice – jaro 2021.

2 Jádrový predikční model g3+ je používán pro přípravu makroekonomických prognóz ČNB. Současně model g3+ slouží k vyhodnocení naplnění předchozích prognóz včetně určení zdrojů odchylek skutečnosti od hodnocených predikcí i inflačního cíle. Blíže viz Working Paper [The g3+ Model: An Upgrade of the Czech National Bank's Core Forecasting Framework, CNB WP 7/2020](#).

3 Česká ekonomika byla silně přehřátá už delší dobu před tím, než na ni dopadl koronavirový šok, který byl ex post identifikován jako negativní nabídkový šok. Na související krátkodobý propad ekonomiky, výpadek příjmů a hrozbu vyschnutí likvidity a finanční nestability reagovaly vláda i ČNB protikrizovými stabilizačními opatřeními, podobně jako tomu bylo v celém vyspělém světě. Tato podpůrná politika ale po čase nevyhnutelně vedla k poptávkové stimulaci. Takto rozsáhlá podpora poptávky se v podmínkách zotavování ekonomiky záhy ukázala být jako silně proinflační.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na květnovém měnověpolitickém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 0,75 procentního bodu na 5,75 %. Současně rozhodla o zvýšení diskontní sazby ve stejném rozsahu na 4,75 % a lombardní sazby na 6,75 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Proinflačními riziky jsou vyšší než prognózou předpokládané ceny energetických surovin a komodit, hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání dvouprocentním cílem a související riziko vyššího růstu cen a mezd ve střednědobém horizontu. Naopak protiinflačním rizikem jsou silnější než prognózované negativní poptávkové dopady války na Ukrajině. Nejistotami jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, budoucí nastavení zahraniční měnové politiky a délka trvání přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců. Se základním scénářem jarní prognózy, v němž centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky nehledě na původ inflačních tlaků, je konzistentní další strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny tohoto roku následovaný jejich postupným poklesem od letošního podzimu. Bankovní rada se rozhodla zpřísnit měnovou politiku mírněji oproti základnímu scénáři prognózy. V kontextu výrazných a obousměrných rizik a nejistot přitom mimo jiné přihlédla k vyznění simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky oproti jeho standardnímu nastavení v prognostickém aparátu ČNB.

Se základním scénářem prognózy, v němž centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky nehledě na původ inflačních tlaků, je konzistentní další strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny roku následovaný jejich postupným poklesem

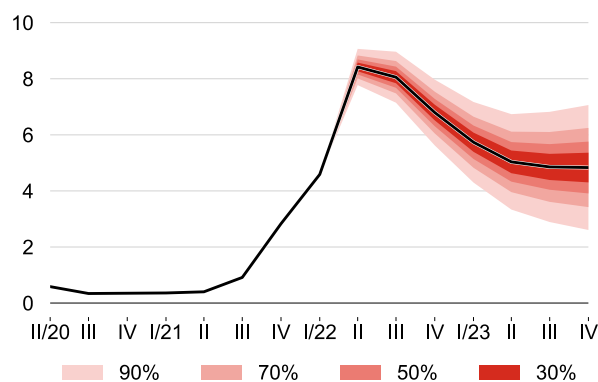
Česká ekonomika čelí souběhu mimořádně silných a perzistentních cenových tlaků ze zahraničí a přetrvávajících domácích inflačních tlaků, které se promítají do zrychlujícího a plošného cenového růstu. Do vývoje cen výrazně promlouvá zdražení všech druhů energií a dalších surovinových a materiálových vstupů, což značně zvyšuje náklady tuzemských firem. K rychlému růstu nákladů, byť v menší míře, přispívá i stále napjatý trh práce. Dopad nákladových tlaků je navíc posilován růstem ziskových marží tuzemských firem vlivem stále solidní domácí poptávky a přetrvávající slušné koupěschopnosti českých domácností. Proinflačně také působí i nadále přehřátý trh nemovitostí, neboť rostoucí ceny bydlení setrvale tlačí vzhůru dynamiku imputovaného nájemného v rámci jádrové inflace.

Se základním scénářem prognózy je proto konzistentní pokračující strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny roku (Graf IV.1). Tento nárůst sazeb představuje měnověpolitickou reakci, která je konzistentní s úsilím centrální banky o plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky, tedy ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2023. Centrální banka přitom v tomto scénáři snižuje inflaci k cíli nehledě na původ a charakteristiku faktorů, které tlačí inflaci nad cíl, a chová se tedy i v současné mimořádné (válečné)

Graf IV.1

Pokračující rychlé zvyšování úrokových sazeb na počátku prognózy je reakcí na souběh zahraničních i domácích cenových tlaků

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 minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky. V případě úrokových sazeb a kurzu koruny není do výpočtu intervalů spolehlivosti zahrnuto období kurzového závazku.

době jako cílovač inflace v duchu „business as usual“. Strmý nárůst domácích úrokových sazeb tedy zajistí rychlý návrat inflace do blízkosti cíle do konce příštího roku i za cenu toho, že zpřísnění měnových podmínek bude českou ekonomiku zchlazovat nad rámec negativních hospodářských dopadů válečného konfliktu na Ukrajině. Zpřísnění domácí měnové politiky bude do datečně brzdit domácí poptávku a přenos dovážených inflačních tlaků do domácích spotřebitelských cen. Tím omezí průsak aktuálních cenových tlaků do inflace v delším období a podpoří ukotvenost inflačních očekávání. To spolu s odezníváním současných extrémních zahraničních cenových tlaků povede k poklesu inflace do blízkosti cíle v druhé polovině příštího roku. Od letošního podzimu se tak úrokové sazby budou moci začít pozvolna snižovat.

Kurz koruny nejprve mírně zpevní, poté bude zhruba stabilní

Trend posilování koruny vyvolaný narůstajícím úrokovým diferenciálem se v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku zastavil. Růst napětí a začátek vojenského konfliktu na Ukrajině vedly na konci února k prudkému oslabení koruny až nad 25,5 CZK/EUR. Nadměrným výkyvům kurzu a dalšímu oslabování koruny zabránily intervence ČNB na devizovém trhu. V průběhu března koruna své únorové oslabení postupně korigovala a vrátila se k předchozí úrovni kolem hodnoty 24,4 CZK/EUR, kde se pohybovala i během prvních dvou dubnových dekád. Průměrná hodnota kurzu koruny v prvním čtvrtletí 2022 byla 24,6 CZK/EUR.

Dle prognózy kurz koruny vlivem dalšího rozšíření úrokového diferenciálu vůči eurozóně ve druhém čtvrtletí zpevní do blízkosti hodnoty 24 CZK/EUR. V příštím roce se kurz koruny bude pohybovat v širším intervalu mírně nad uvedenou hodnotou (Graf IV.2). Většímu posílení kurzu totiž bude bránit stále zjitřený sentiment globálních finančních trhů spojený s válečným konfliktem na Ukrajině a pokračující obtíže v mezinárodním obchodě, které se spolu s vysokými cenami komodit odrazí ve výrazně záporném saldu běžného účtu platební bilance. K tomu se navíc přidá zpřísnování měnové politiky ECB při postupném poklesu domácích úrokových sazeb od konce letošního roku, což bude též bránit posilování koruny.

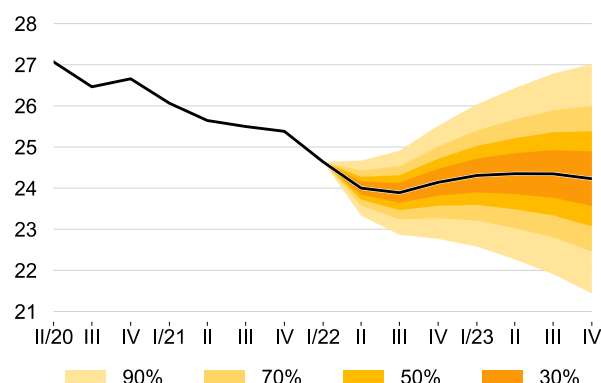
Tržní výhled úrokových sazeb se v celém letošním roce nachází níže oproti základnímu scénáři prognózy ČNB, trajektorie kurzu očekávaná analytiky se od predikce centrální banky příliš neliší

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech a měsících posunul výrazně výše. Trh tak reagoval na březnové zvýšení 2T repo sazby, související komunikaci bankovní rady ČNB a zveřejněné údaje o inflaci. Aktuálně trh očekává další postupný nárůst sazby 3M PRIBOR v první polovině

Graf IV.2

Koruna nejprve mírně posílí, následně bude zhruba stabilní

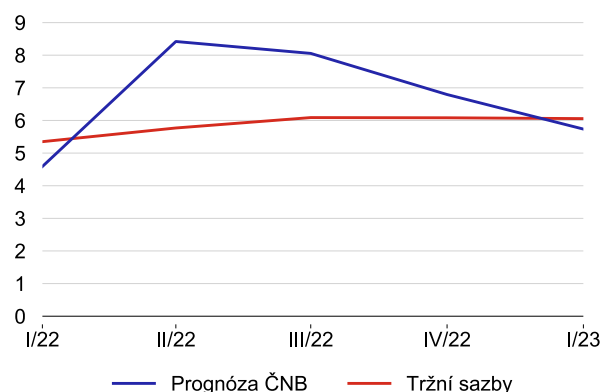
kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf IV.3

Tržní výhled sazeb je mírně rostoucí, přičemž leží oproti prognóze ČNB na výrazně nižší hladině

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro I/22 3M PRIBOR, pro II/22 až I/23 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 29. dubnu 2022.

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. Po březnovém zasedání bankovní rady tento rozdíl dosahoval 0,3 procentního bodu. Následně v očekávání zvýšení sazeb na květnovém zasedání narostl na 0,4 procentního bodu.

roku (Graf IV.3) a její následné setrvání na úrovni okolo 6 %. Tento výhled se přitom až do konce letošního roku nachází oproti prognóze ČNB výrazně níže. Podobně vyznívají krátkodobé předpovědi analytiků ze šetření IOFT. Ti většinou očekávali zvýšení 2T repo sazby na květnovém měnověpolitickém jednání o půl procentního bodu na 5,50 %. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v poměrně širokém rozmezí 4 % až 5,75 %, v průměru očekávají základní sazbu ve výši 4,9 %.

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v průměru očekávají přibližnou stabilitu kurzu koruny (Tab. IV.1). Jejich predikce se tak příliš neliší od výhledu centrální banky. Za zásadní pro vývoj kurzu analytici považují geopolitické faktory. V případě uklidnění válečného konfliktu na Ukrajině by se koruna mohla vrátit k pozvolnému posilování, které bude podpořeno očekávaným delším obdobím vyšších domácích úrokových sazeb. Naproti tomu další eskalace geopolitického napětí by korunu opět stáhla dolů, ovšem rozsáhlejšímu oslabení by podle analytiků pravděpodobně zabránily intervence ČNB. Rozpětí odhadů budoucího vývoje kurzu koruny, které bylo ještě nedávno poměrně úzké, se aktuálně rozšířilo. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu roku dosahuje téměř dvou korun.

Komunikace členů bankovní rady vyznívala ve prospěch dalšího zvýšení sazeb

Převážná část členů bankovní rady v uplynulých týdnech avizovala potřebu dále zvýšit úrokové sazby ČNB na květnovém měnovém zasedání. Podle nich je úkolem centrální banky zabránit, aby se vnější nákladové šoky v prostředí silné poptávky a zvýšených inflačních očekávání promítly do trvale zvýšené inflace. Zvýšení úrokových sazeb bude mít podle těchto členů bankovní rady za cíl podpořit návrat inflace směrem k cíli na horizontu měnové politiky a ukotvenost inflačních očekávání firem a domácností.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu jsou u analytiků lehce a u podniků výrazně nad inflačním cílem

horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

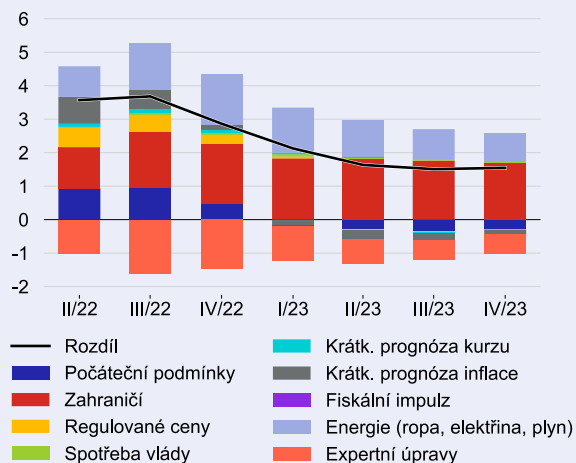
	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	3,8	3,2	3,0	4,5	4,7
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Reálný HDP v roce 2022	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9
Reálný HDP v roce 2023		4,0	3,7	3,2	3,0
Nominální mzdy v roce 2022	5,6	5,5	6,0	6,5	6,5
Nominální mzdy v roce 2023		5,1	5,1	5,6	5,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,6	24,3	24,2	24,5	24,2
2T repo (v %)	3,7	4,3	4,1	4,6	4,9
1R PRIBOR (v %)	3,9	4,3	4,2	4,6	5,1
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	4,4			7,1	
Index spotř. cen v horizontu 3R	4,2			5,9	
CF:					
Reálný HDP v roce 2022	4,3	4,2	4,1	2,4	
Reálný HDP v roce 2023		3,9	3,7	3,2	
Nominální mzdy v roce 2022	5,6	5,9	6,1	6,8	
Nominální mzdy v roce 2023		5,2	5,2	6,1	
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,8	24,8	24,4	24,8	24,5
3M PRIBOR (v %)	3,5	4,0	4,0	4,4	

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.4

Trajektorie úrokových sazeb se posouvá výrazně výše

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



- **Počáteční podmínky** působí ve směru vyšších sazeb v roce 2022, což odráží zejména rychlejší růst zahraničních výrobních cen na začátku roku.
- K vyšším sazbám v tomto roce vede i nastavení **krátkodobé prognózy inflace** a výhled rychlejšího růstu **regulovaných cen** oproti minulé prognóze.
- Na celém horizontu prognózy působí ve směru vyšších sazeb výhled **zahraničí**, který odráží méně uvolněnou měnovou politiku ECB a silnější příspěvek jádrové složky cen zahraničních průmyslových výrobců.
- Samostatně je z vlivu zahraničí vyčleněn příspěvek **energetické složky dovozních cen**, který odráží vyšší výhled cen ropy, plynu a elektřiny na komoditních burzách a který rovněž posouvá trajektorii domácích úrokových sazeb výše.
- **Expertní úpravy** působí na celém horizontu prognózy směrem k nižším sazbám. Odrážejí zejména polevující poptávkové inflační tlaky v ekonomice, které budou vyvíjet tlak na snižování marží ve spotřebitelském sektoru. Vedle toho expertní úpravy zachycují též nadstandardně rychlé odeznívání aktuálního vysokého cenového růstu (z velké části energií) s ohledem na jeho přechodný charakter.

Graf IV.5

Kurz koruny bude na výhledu oproti minulé prognóze slabší

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



- Během letošního jara a léta dosáhne **kurz koruny** obdobných hodnot jako v minulé prognóze.
- Přehodnocení dalšího vývoje kurzu k mírně slabším hodnotám je pak významně ovlivněno **úrokovým diferenciálem** oproti eurozóně. Ten se bude koncem letošního a v první polovině příštího roku uzavírat znatelně rychleji než v minulé prognóze (strmější pokles domácích sazeb a výraznější nárůst sazeb ECB). Zhoršená situace v mezinárodních obchodních tocích a hluboce záporné saldo běžného účtu platební bilance (i vlivem zdražení dovážených komodit) bude také tlačit na slabší kurz koruny.

Růst měnověpolitických úrokových sazeb v prvním čtvrtletí se bezprostředně promítl do domácích tržních sazeb

Úrokové sazby na peněžním trhu se v reakci na únorové a březnové zvýšení základních úrokových sazeb posunuly na vyšší hladinu. Také domácí úrokové sazby s delší splatností vzrostly nejvýrazněji na začátku výnosové křivky. Domácí výnosové křivky IRS i státních dluhopisů tak nadále mají zřetelně záporný sklon (Graf IV.6). Na zahraničních trzích se úrokové sazby od počátku letošního roku také celkově zvýšily, a to zhruba ve stejném rozsahu jako na domácím trhu (Graf IV.7).

Pokračující růst tržních sazeb se promítal do klientských úrokových sazeb, růst úvěrů však zůstává poměrně vysoký

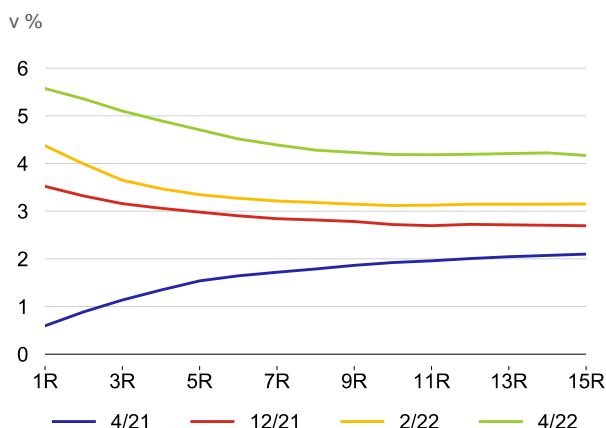
Nárůst tržních úrokových sazeb se v prvním čtvrtletí nadále nejvýrazněji promítal do zvýšení sazby u úvěrů podnikům, s krátkým zpožděním se pak přenášel do sazby u úvěrů na bydlení (Graf IV.8). Pokračoval také růst úrokové sazby spořicích vkladů. Další zvýšení klientských sazeb lze očekávat i ve druhém čtvrtletí letošního roku. Dynamika úvěrů podnikům přitom zrychlila. Silně rostly krátkodobé úvěry na provoz a zásoby, v menší míře i dlouhodobé úvěry na investice. Nicméně poptávka podniků po úvěrech dle Šetření úvěrových podmínek bank na počátku letošního roku oslabila. To souviselo zejména se zvýšenými nejistotami ohledně ekonomického vývoje a s tím spojeným odkládáním fixních investic. Při zvyšování domácích úrokových sazeb rostl zájem podniků o úvěry v cizí měně, jejich podíl na celkových podnikových úvěrech aktuálně dosahuje 36,4 %. Nárůst úrokových sazeb doprovázený růstem cen nemovitostí přispěl ke snížení poptávky po úvěrech na bydlení. To spolu se zpřísněním úvěrových podmínek povede dle prognózy ke zpomalení dynamiky úvěrů na bydlení v roce 2022.

Rizika a nejistoty základního scénáře prognózy jsou vnímány jako výrazné

V souvislosti s probíhajícím válečným konfliktem na Ukrajině se rizika a nejistoty okolo makroekonomické prognózy řádově zvyšují. Všechny předpoklady prognózy je proto potřeba vnímat v kontextu války. Proinflačním směrem jsou rizikem případně ještě vyšší ceny energetických surovin a komodit, než předpokládá prognóza. V kontextu současných a očekávaných hodnot inflace je významným proinflačním rizikem prognózy na straně domácí ekonomiky možné odpoutání inflačních očekávání od 2% inflačního cíle ČNB. S tím úzce souvisí riziko oproti prognóze výraznějšího růstu mezd, do kterých se i v podmínkách utlumené ekonomické aktivity může promítat vysoká pozorovaná či očekávaná inflace ve větší míře, než očekává prognóza. Naopak protiinflačně mohou působit silnější než prognózou očekávané negativní poptávkové dopady válečného konfliktu.

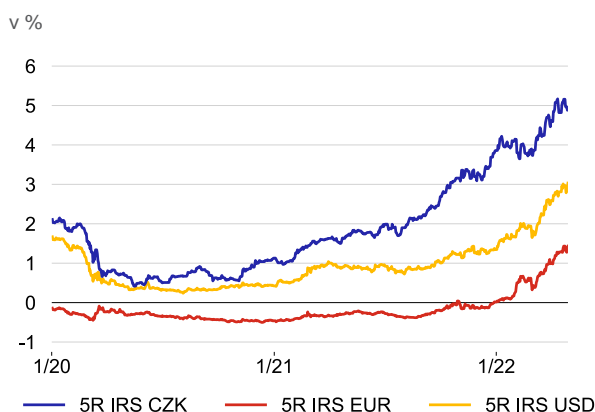
Graf IV.6

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula výše, aktuálně je výrazně negativně skloněná



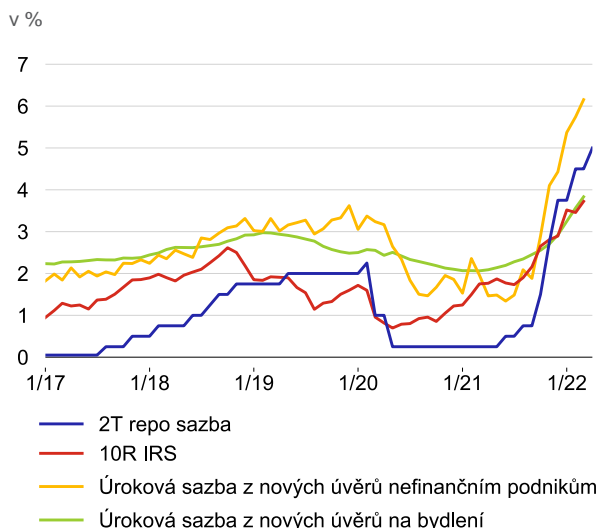
Graf IV.7

Domácí úrokové sazby s delší splatností pokračovaly v růstu, zvyšují se také sazby v zahraničí



Graf IV.8

Na růst tržních sazeb nadále nejvýrazněji reagovaly sazby z úvěrů podnikům, pokračovalo i zvyšování sazby z úvěrů na bydlení



Vedle výše uvedených rizik prostupují několik oblastí prognózy také významné nejistoty. Tou hlavní je především další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině.²¹ Vývoj domácí ekonomické aktivity a trhu práce je vedle toho specificky spojen také s nejistotou ohledně počtu a míry integrace uprchlíků z Ukrajiny, respektive jejich vlivu na zchlazování českého trhu práce a tlumení růstu mezd. Uprchlíká vlna a integrace Ukrajinců do českého trhu práce a tuzemského života obecně může mít nepředvídatelný vliv rovněž na výdaje české vlády. Mnoho neznámých figuruje i kolem dopadu vysokých cen energií a propadu reálných příjmů na spotřebu domácností.

Otazníkem je rovněž budoucí chování ECB a Fedu. Obě tyto centrální banky již avizovaly, že v dohledné době zahájí zpřísnování svých měnových politik.²² Případný razantnější/mírnější průběh tohoto zpřísnování by mohl vést ke slabšímu/silnějšímu kurzu koruny a vytvářet tím tlak na vyšší/nížší domácí úrokové sazby. Nejistá je rovněž délka trvání narušení globálních výrobních a dodavatelských řetězců, jejichž zprůchodnění oddálil vývoj na Ukrajině a proticovidová opatření v Číně.

Nejvýraznější rizika a nejistoty prognózy jsou spojeny s dopady válečného konfliktu na Ukrajině do evropských ekonomik

V souvislosti s děním na Ukrajině je rizikem zejména výraznější růst cen energetických surovin a silnější negativní dopady tohoto konfliktu na ekonomickou aktivitu. Extrémním případem by bylo přerušení dodávek energetických surovin z Ruska do Evropy, ať už z rozhodnutí Ruska zastavit vývoz do EU, či z důvodu uvalení mezinárodních sankcí na jejich dovoz z Ruska. Nejvíce by evropskou ekonomiku postihlo přerušení dodávek plynu (viz **BOX 1**). Dle odhadu Evropského parlamentu by se takový výpadek podařilo v krátkém horizontu nahradit jinými zdroji pouze přibližně ze dvou třetin.²³ Řešení takovéto bezprecedentní situace by vyžadovalo koordinovaný přístup napříč zeměmi EU a zavedení netržních opatření jednotlivých států.

Není snadné kvantifikovat dopady případných omezených dodávek plynu. Je zřejmé, že snížení dodávek plynu do Evropy o třetinu by znamenalo zastavení energeticky náročných výrobních i potřebu úspor při vytápění domácností. Současně by pravděpodobně docházelo k dalšímu růstu cen energií a tedy nákladových položek firem i domácností. České

21 Prognóza přitom předpokládá postupnou deeskalaci válečného konfliktu na Ukrajině v blíže nespecifikované podobě.

22 Některé centrální banky v malých otevřených ekonomikách pokračují v razantním zpřísnování měnové politiky (např. Maďarsko, Polsko aj.).

23 Viz závěry březnového workshopu EP https://s1.eesta-tic.com/2022/04/01/mundo/russian_oil_-1.pdf

podniky by navíc výrazně pocítily také ochlazení zahraniční poptávky, což by dále prohlubovalo propad ekonomické aktivity. V každém případě by se jednalo o nespojitý ekonomický vývoj se stagflačními dopady, tedy s protisměrným vlivy na inflaci (směrem nahoru) a ekonomickou aktivitu (dolů).

Proinflačním rizikem prognózy je růst inflačních očekávání

Vysoká pozorování inflace mohou ovlivnit očekávání domácností i firem ohledně budoucího cenového růstu. Rizikem by byl zejména všeobecný nárůst inflačních očekávání v delším horizontu, který by komplikoval návrat inflace k 2% cíli ČNB.

Dostupné ukazatele signalizují, že nadále zesiluje relevance tohoto rizika. Zřetelný růst inflačních očekávání lze pozorovat u nefinančních podniků, které skokově zvýšily svá očekávání inflace v tříletém horizontu. Dle březnového průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB podniky v průměru očekávají za tři roky cenový růst v tempu bezmála 6 % (Graf IV.9). Konjunkturální šetření Evropské komise ukazují, že výrazně roste podíl podniků očekávajících růst cen svých výrobků a služeb v nejbližším období, přičemž ke zdražování by mělo dojít napříč všemi obory (průmysl, stavebnictví, maloobchod i služby).

I u domácností narůstají obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise dále výrazně vzrostl, stejně jako očekávání domácností o vývoji inflace v ročním horizontu (Graf IV.10). Dle konjunkturálního šetření ČSÚ dvě třetiny spotřebitelů očekávají pokračující růst celkové cenové hladiny v příštích měsících. Spotřebitelé zároveň zůstávají počátkem letošního roku pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace. V posledních měsících se zhoršil výhled jejich finanční situace, což souvisí především s rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

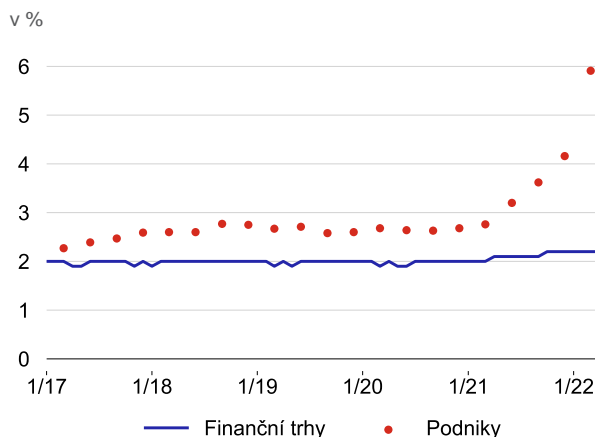
Analytici v tříletém horizontu očekávají inflaci ve výši 2,2 %, tedy mírně nad cílem ČNB. Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky a jejím inflačním cílem velmi dobře obeznámena. Má proto vysokou důvěru v její schopnost inflační cíl ve střednědobém horizontu plnit, i když nemusí zcela sdílet její výhled nastavení měnové politiky, který by to měl zabezpečit.

Podrobnější analýza inflačních očekávání podniků potvrzuje jejich posun k vyšším hodnotám

Z výsledků průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB mezi manažery nefinančních podniků je i přes značnou heterogenitu získaných odpovědí patrné, že klesá podíl manažerů, kteří očekávají, že se inflace bude za tři roky nacházet v tolerančním pásmu inflačního cíle ČNB (Graf IV.11).

Graf IV.9

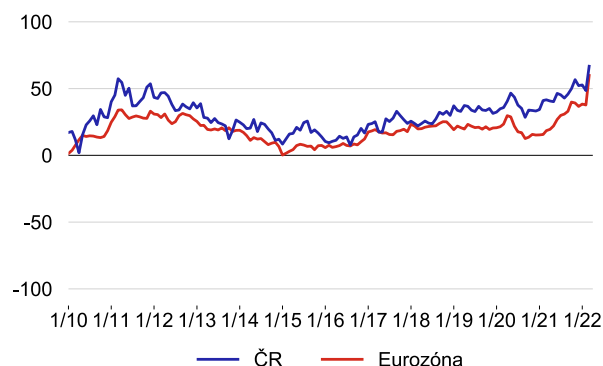
Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků skokově vzrostla



Graf IV.10

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně se počátkem letošního roku razantně zvýšila

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, saldo odpovědí



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.

Shlukovou analýzou získaných odpovědí byly identifikovány tři skupiny manažerů. První skupinu (cca 50 %) tvoří manažeři, kteří dlouhodobě očekávají inflaci poblíž cíle ČNB. Do druhé skupiny lze zařadit odpovědi, které se od cíle výrazně odchyľují, nevysvětlitelně se však odchyľovaly i v minulosti, kdy bylo cíle dosahováno. Můžeme je tedy hodnotit jako dlouhodobě nespolehlivé (důvodem může být špatné pochopení dotazu – například časového horizontu, či cenového okruhu). Pozornost je potřeba věnovat třetí skupině manažerů (cca 30 %), jejichž inflační očekávání byla donedávna ukotvena poblíž 2 %. V poslední době však vzrostla v průměru k 5 %. Tyto hodnoty přitom nelze spojovat s nepochopením dotazu. Provedená analýza tak ukazuje, že riziko růstu inflačních očekávání nad 2% cíl ČNB nelze podceňovat.

V případě zvýšených inflačních očekávání by byl pro návrat inflace k cíli zapotřebí mnohem výraznější růst sazeb ve srovnání se základním scénářem prognózy, který předpokládá jejich ukotvenost poblíž 2% cíle

Inflační očekávání analytiků i velké části manažerů nefinančních podniků se nadále výrazně nevzdalují od 2% cíle ČNB, což podporuje zachování předpokladu ukotvenosti inflačních očekávání v základním scénáři prognózy. Pokud by nebyl naplněn předpoklad ukotvených inflačních očekávání, k omezení propagace dopadů zvýšených inflačních očekávání do ekonomiky by bylo zapotřebí ještě přísnějšího nastavení měnové politiky, než implikuje základní scénář.

Základní scénář prognózy ukazuje jednoznačnou potřebu výrazného zpřísnění měnové politiky

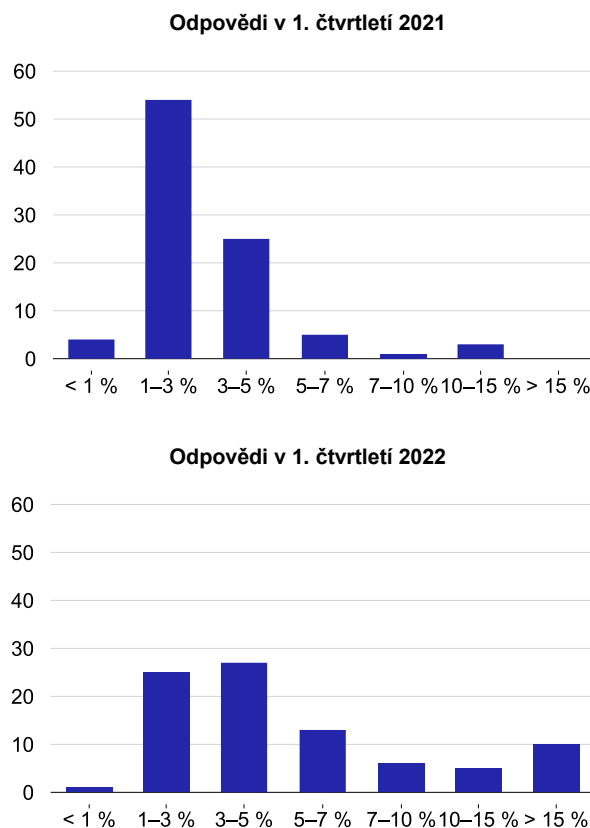
Na silný růst cenových tlaků by dle základního scénáře prognózy měla měnová politika reagovat strmým nárůstem úrokových sazeb. To odpovídá charakteristice používaného makroekonomického modelu, podle kterého centrální banka usiluje o dosažení inflačního cíle na standardním horizontu měnové politiky. Nebere přitom zvláštní ohledy na možné negativní dopady rychlých a výrazných změn úrokových sazeb do reálné ekonomiky. Prognózu je tedy třeba vnímat jako užitečné vodítko pro nastavování vhodné úrovně měnověpolitických sazeb, které je však potřeba – obzvláště v dobách bezprecedentního vývoje, jakému čelíme právě nyní – nutno zasadit do kontextu okolního dění, možných rizik a nejistot.

Je zřejmé, že pro zkrocení eskalující inflace je další zvýšení úrokových sazeb nevyhnutelné. V současných podmínkách extrémních rizik a nejistot vyplývajících zejména ze složité geopolitické a návazně ekonomické situace je však vhodné zvolit obezřetný přístup a zvyšovat úrokové sazby pozvolněji, než implikuje

Graf IV.11

Distribuce inflačních očekávání se během posledního roku posunula k vyšším hodnotám

histogramy odpovědí ohledně inflace očekávané ve tříletém horizontu



prognóza. To centrální bance umožní průběžně vyhodnocovat dění ve světové i domácí ekonomice a také inflační tlaky, u nichž není vyloučen nespojitý vývoj. Současně bude ČNB monitorovat průsak zvýšených měnověpolitických úrokových sazeb do tuzemské ekonomiky včetně kurzového vývoje a další kroky přizpůsobovat aktuální situaci, novým datům a budoucím prognózám.

V současné situaci může být relevantní přihlídnout ke zdrojům inflačních tlaků, kterými jsou z velké části silné exogenní cenové šoky

V normálních časech měnová politika vpředhledícím způsobem nastavuje úrokové sazby tak, aby na horizontu měnové politiky, který je standardně uvažován za 12 až 18 měsíců, bylo dosaženo inflačního cíle. Flexibilita režimu cílování inflace centrální bance umožňuje v situaci vyhraněných rizik nebo extrémních nejistot svou reakci odpovídajícím způsobem upravit. V kontextu velkých vnějších cenových šoků, které v současnosti výrazně negativně dopadají do hospodaření firem i koupěschopnosti domácností, je proto nyní možné zvažovat flexibilnější postup. Při něm centrální banka do jisté míry odhlíží od vývoje inflace, která je pod bezprostředním vlivem silných exogenních cenových šoků. Při takovém postupu se inflace na cíl vrátí pomaleji, resp. později, neboť mírnější nárůst domácích úrokových sazeb zabrání přenosu vnějších šoků do domácí inflace v menší míře, než se tomu děje v základním scénáři. Klíčové však je, že nedochází k rezignaci na dosažení inflačního cíle. Tento postup ilustruje simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky oproti jejímu standardnímu zachycení v prognostickém aparátu ČNB (viz následující strana). V simulaci je uvažováno, že centrální banka odhlíží od vývoje inflace v horizontu do jednoho roku až roku a půl, který je pod bezprostředním vlivem silných vnějších cenových šoků. Ze simulace vyplývá, že zaměření na vzdálenější horizont vede k pomalejšímu snižování inflace při mírnějším růstu sazeb a slabším kurzu koruny. Na standardním horizontu měnové politiky pak inflace v této simulaci přestřelí cíl o více než 2 procentní body (tedy výrazně více než v základním scénáři), přičemž k cíli se vrací až koncem roku 2024.

Standardní horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti, na který se při svém rozhodování zpravidla soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Tento časový horizont je od současnosti vzdálený zhruba 12 až 18 měsíců.

Simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky oproti jeho standardnímu nastavení

V simulaci centrální banka odhlíží od vývoje inflace, který je pod bezprostředním vlivem silných exogenních cenových šoků, které se projeví v inflaci v horizontu do jednoho roku až roku a půl. Technicky je to provedeno jako posun horizontu měnové politiky o dvě čtvrtletí dále do budoucna. Simulace současně předpokládá, že měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a inflační očekávání zůstávají ukotvena na cíli, a tím přispívají k návratu inflace k 2% cíli i přes zdrženlivější reakci měnové politiky (Graf IV.12).

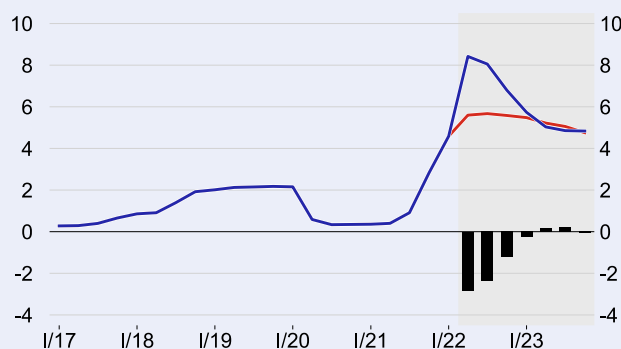
Graf IV.12

Posun horizontu měnové politiky je spojen s menším růstem úrokových sazeb, slabším kurzem a větším přestřelením cíle v roce 2023

srovnání základního scénáře se simulací se vzdálenějším horizontem měnové politiky

3M PRIBOR

v %



Nominální kurz

CZK/EUR



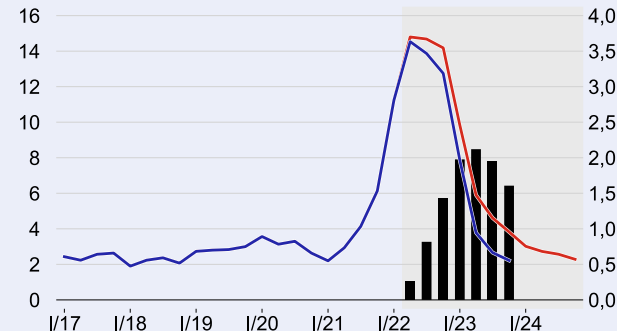
Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

meziroční změna CPI v %



- Základní scénář
- Simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky
- Rozdíl (pravá osa)

Trajektorie tržních úrokových sazeb je oproti základnímu scénáři zejména v letošním roce nižší, přičemž sazby vystoupají na necelých 6 %. Kurz koruny je v důsledku podstatně méně rozšířeného úrokového diferenciálu výrazně slabší. Nižší úrokové sazby společně se slabším kurzem vedou k citelně vyšší inflaci než v základním scénáři, přičemž na standardním horizontu měnové politiky dojde k přestřelení inflačního cíle o více než 2 procentní body. Inflace se tak vrací k 2% cíli až koncem roku 2024, a nachází se tedy viditelně nad cílem i na vzdálenějším horizontu měnové politiky.

PŘÍLOHA Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2020

Nedílnou součástí predikční a analytické architektury ČNB je zpětné vyhodnocování naplnění minulých prognóz. Tyto čtvrtletní analýzy jsou důležitým prvkem prognostické praxe a předpokladem setrvalého zdokonalování predikcí. Poskytují totiž zpětnou vazbu k fungování jádrového predikčního modelu, který je základním a jednotícím prvkem při tvorbě makroekonomické prognózy ČNB. Závěry z těchto analýz slouží k ověřování aktuálního nastavení modelu i jako zdroj inspirace pro jeho další rozvoj.¹ Analýza vyhodnocení naplnění minulých prognóz je v ČNB pravidelnou součástí vnitřních procesů od počátku používání strukturálních modelů pro prognózování. V této Zprávě o měnové politice² je vyhodnocení naplňování minulých prognóz poprvé představeno v rozšířeném pojetí³ i veřejnosti. Jeho zveřejnění jde ve směru dalšího zvýšení již tak vysoké transparentnosti⁴ měnové politiky ČNB a dokládá odpovědnost, kterou ČNB jako instituce cítí ve vztahu k odborné i široké veřejnosti.

Makroekonomická prognóza ČNB slouží jako důležité vodítko při rozhodování bankovní rady o nastavení úrokových sazeb. Jejím základem je jádrový predikční model (od roku 2019 model g3+). Základní scénář prognózy popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj domácí ekonomiky a s ním konzistentní trajektorii domácích úrokových sazeb, která zajišťuje dosažení inflačního cíle ČNB na horizontu měnové politiky.

V následujících pasážích se nejprve věnujeme vyhodnocení naplnění prognóz⁵ připravených v roce 2020, přičemž začínáme srovnáním jejich tehdejších předpokladů (exogenních faktorů prognózy) a pozorovaného vývoje. Poté porovnáváme prognózovaný vývoj hlavních domácích veličin s dnes již pozorovanými daty. V poslední části materiálu pak poskytujeme náhled na hypotetickou modelovou simulaci. Ta ukazuje, jak by zhruba vypadala prognóza ze Zprávy o inflaci IV/2020, pokud by v době její přípravy byl znám následně ve skutečnosti pozorovaný, z tehdejšího pohledu ovšem neznámý budoucí vývoj všech předpokladů vstupujících do predikce. Obecně lze říci, že tato simulace ukazuje sílu predikční schopnosti jádrového modelu g3+.

Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2020 – předpoklady

Mezi předpoklady makroekonomické prognózy ČNB pro domácí ekonomiku patří především výhled zahraničního vývoje.⁶ S výjimkou předpandemické prognózy ze Zol I/2020 se předpoklady o propadu **ekonomické aktivity v efektivní eurozóně** v první polovině roku 2020 zhruba naplnily (**Graf 1**). Bezprostřední dopady pandemie i souvisejících uzavírek ekonomiky (lockdownů) se tedy podařilo správně odhadnout. Návrat zahraničního hospodářského života k normálu přitom byl ve skutečnosti o něco rychlejší a rozkolísanější, než tehdejší výhledy očekávaly. Zahraniční ekonomická aktivita byla od druhé poloviny roku 2020 oproti predikcím převážně vyšší, a to mj. z důvodu přijatých fiskálních podpůrných opatření napříč většinou států EU. Příběh o dopadu covidových vln v podobě výrazně záporné **mezery výstupu**, která zachycuje poptávkovou stranu ekonomiky, byl v prognózách ČNB z roku 2020 postupně přehodnocován ve prospěch citelnějších dopadů do potenciálního produktu (tj. nabídkové strany ekonomiky) při pouze omezeném propadu mezery výstupu do záporných hodnot. Nabídka totiž byla zasažena nařízenými omezeními provozu firem a celé společnosti během pandemických vln, ke kterým se později připojily i dlouhodobější dopady pandemie v podobě narušení a přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců (GVC).

Prognózy proto zpočátku očekávaly výraznější a dlouhodobější protiinflační tlaky v efektivní eurozóně v důsledku poklesu poptávky souvisejícího s příchodem pandemie. Poptávka se však snížila jen v omezené míře, přičemž se od služeb přesunula do sféry průmyslového spotřebního zboží. Naopak přetíženost a poruchy v GVC způsobily nečekaně silné inflační tlaky na úrovni zahraničních cen průmyslových výrobců. Rychlejší zotavení světové ekonomiky se promítlo i do růstu **cen ropy Brent**, která po hlubokém propadu v první polovině roku 2020 vystoupala oproti původním předpokladům znatelně výše. Na počátku roku 2022 se pak do již tak vysoké ceny ropy navíc promítl vpád ruských vojsk na Ukrajinu, který prognózy z roku 2020 pochopitelně nemohly předpokládat. Hodnocené prognózy také neobsahovaly předpoklad bezprecedentního zrychlení růstu **zahraničních výrobních cen** koncem roku 2021, z velké části taženého skokovým a extrémním zdražením zemního plynu a elektřiny. Předpokládaný výhled zahraničních sazeb **3M EURIBOR** se zhruba potvrdil. Měnová politika ECB byla v **nekonvenční složce** jen o něco méně uvolněná ve srovnání s předpoklady hodnocených prognóz.

Pozorovaný růst **regulovaných cen** v domácí ekonomice se ve srovnání s předpoklady hodnocených prognóz nacházel v průběhu roku 2021 podstatně níže (**Graf 1**), to zejména kvůli nečekanému poklesu cen elektřiny a plynu pro domácnosti. Koncem loňského roku se odchylka od minulých prognóz navíc dále prohloubila vlivem dočasného odpuštění DPH na elektřinu a plyn. Začátkem letošního roku se do regulovaných cen promítl předchozí nečekaně

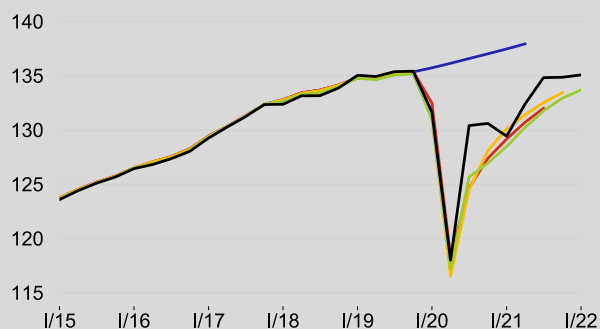
výrazný nárůst cen energií na světových burzách a jejich dynamika tak zdaleka překonala předpoklad prognózy ze Zol IV/2020. Růst nominální **spotřeby vlády a fiskální impulz**, jako další z domácích předpokladů, se v porovnání s hodnocenými prognózami nacházely v průměru výše vlivem dodatečných vládních výdajů spojených s pandemií, zejména na zdravotnictví a bezpečnostní sbory. Opatření vlády na podporu ekonomiky byla výraznější a trvala déle, než prognózy očekávaly.⁷

Graf 1

Vybrané předpoklady prognóz

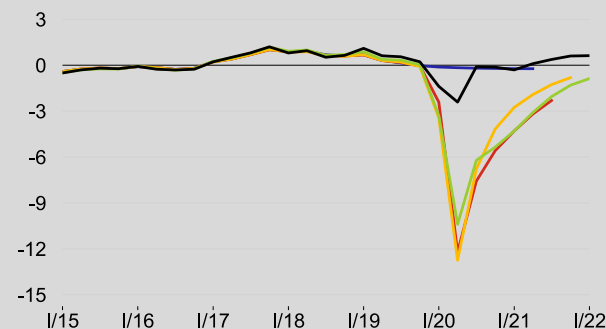
HDP efektivní eurozóny

index, 2000 = 100, stálé ceny



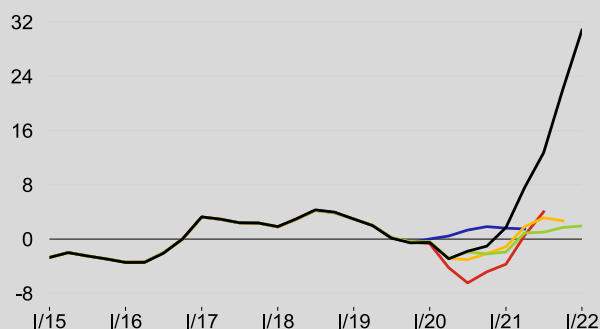
Mezera výstupu v efektivní eurozóně

v % HDP



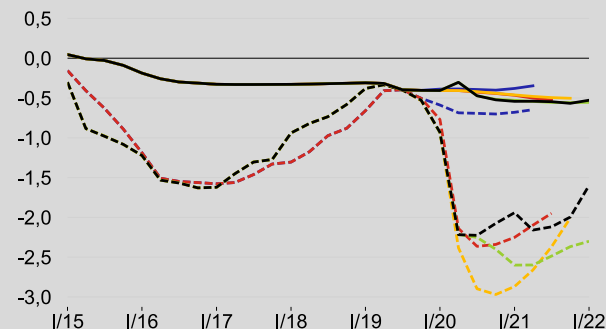
PPI efektivní eurozóny

meziroční změny v %



3M EURIBOR a stínová sazba

v %, stínová sazba je zobrazena čárkovaně



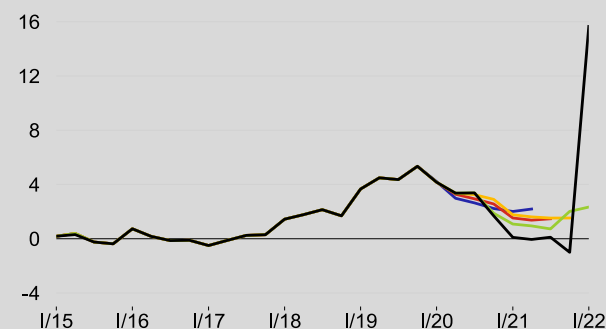
Cena ropy Brent

v USD/barel



Domácí regulované ceny

meziroční změny v %



— Skutečnost
— Zol I/2020
— Zol II/2020
— Zol III/2020
— Zol IV/2020

Vyhodnocení naplnění prognóz z roku 2020 – hlavní domácí veličiny

Celková inflace se do začátku roku 2021 vyvíjela zhruba v souladu s hodnocenými prognózami s výjimkou predikce ze Zol II/2020 (Graf 2). Protiinflační vlivy předpokládané v této prognóze se totiž v očekávaném rozsahu neprojevily a inflace se zvýšila do horní poloviny tolerančního pásma cíle. Výrazným překvapením pak bylo zejména zrychlení

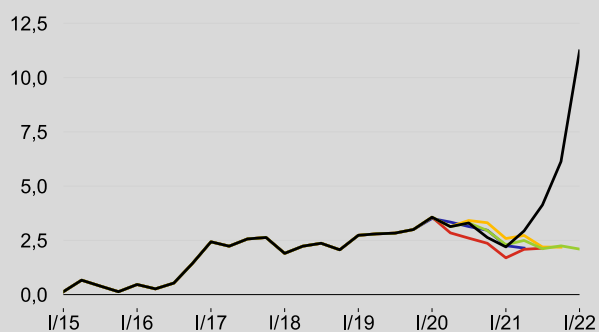
inflace ve druhé polovině roku 2021 a na počátku roku 2022, které bylo způsobeno nečekaně rychle zesilujícími cenovými tlaky jak ze zahraničí, tak z domácí ekonomiky. Stabilizační opatření vlády v podobě náhrad a kompenzací domácnostem a firmám totiž v situaci, kdy byla činnost celých sektorů ekonomiky včetně služeb významně omezena nebo pozastavena, podporovala přehřívání trhu práce a další vytváření vynucených úspor (zadržené poptávky). To se pak spolu se snížením daně z příjmů fyzických osob v rámci vládního daňového balíčku projevilo v loňském solidním spotřebitelském apetitu a ochotě domácností tolerovat zvýšený cenový růst. Celková inflace nabrala na obrátkách také kvůli napjaté situaci na nemovitostním trhu, která se skrz imputované nájemné propjala do cenového jádra.

Graf 2

Prognózy hlavních domácích veličin

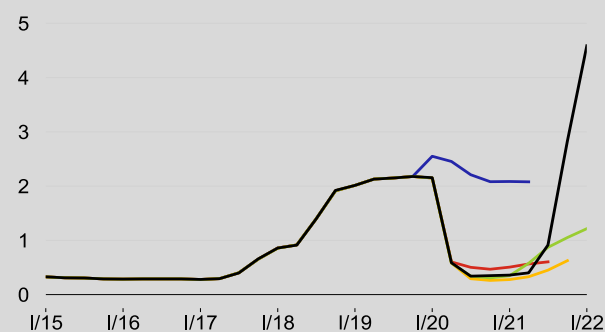
Inflace

meziročně v %



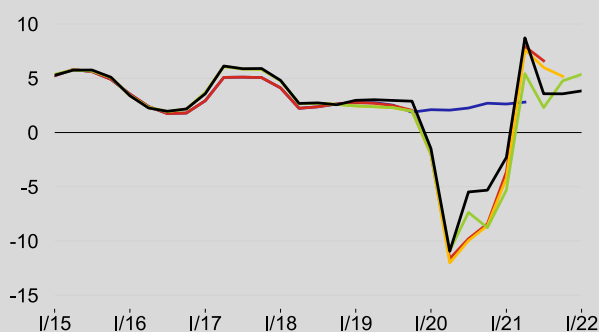
3M PRIBOR

v %



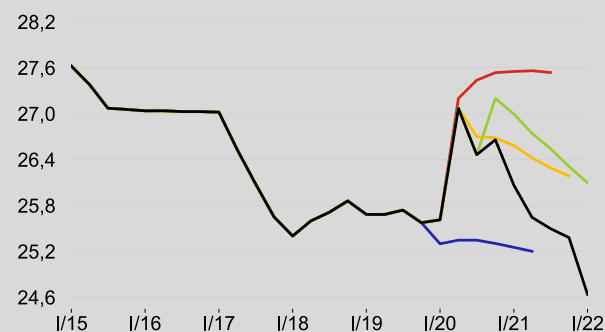
HDP

meziroční změny v %



Nominální kurz

CZK/EUR



— Skutečnost
— Zol I/2020
— Zol II/2020
— Zol III/2020
— Zol IV/2020

Tržní úroková sazba 3M PRIBOR s příchodem pandemie výrazně poklesla. Důvodem bylo zejména razantní snížení základních úrokových sazeb ČNB na jaře 2020 v očekávání propadu domácí poptávky a utlumeného cenového vývoje. Následný nárůst tržních úrokových sazeb v průběhu roku 2021 byl zpočátku zhruba v souladu s prognózou ze Zol IV/2020.⁸ V druhé polovině loňského roku však vyvstala nutnost dále reagovat na souběh silných domácích a bezprecedentně eskalujících dovážených inflačních tlaků, a úrokové sazby tak vzrostly podstatně více, než předpovídaly hodnocené prognózy.

Kurz koruny prudce reagoval na jednotlivé pandemické vlny a související opatření, a odchyloval se tak od hodnocených prognóz. Nejvíce se od pozorované trajektorie vzdalovala předpandemická prognóza ze Zol I/2020, která globální dopady pandemie Covid-19 ještě nezahrnovala. Následná prognóza ze Zol II/2020 byla naopak příliš pesimistická a predikovala další oslabení koruny. Ta však ve skutečnosti po oslabení spojeném s nástupem jarní a posléze i podzimní pandemické vlny v roce 2020 posilovala. V roce 2021 byl kurz koruny ztlačován silnější opotí prognózám a projevilo se v něm především zlepšení sentimentu na finančních trzích v návaznosti na postupné proočkování významné části populace vyspělých zemí. Na zpeřování kurzu od druhé poloviny loňského roku také působila nejprve komunikace a následně i realizace rychlého zvyšování domácích úrokových sazeb centrální bankou

v reakci na mimořádně silné inflační tlaky. Kurzové posilování bylo přitom na konci léta 2021 dočasně přibrzděno nástupem další pandemické vlny.

Domácí ekonomická aktivita byla v posledních dvou letech výrazně poznamenána pandemií. Její dopady byly do prognóz plně zapracovávány počínaje prognózou ze Zol II/2020. Celkově vedlo rychlejší oživení zahraniční poptávky v roce 2020 a silnější oživení domácí poptávky v roce 2021 k vyššímu růstu HDP oproti hodnoceným predikcím. Výraznější oživení domácí ekonomiky bylo dáno silnějšími dopady stabilizačních opatření vlády a rozpouštěním úspor nuceně vytvořených v době uzavírek ekonomiky. Růst nominálních mezd v tržních odvětvích v roce 2021 navíc překonal předpoklady prognóz ze Zol III/2020 a Zol IV/2020, které očekávaly podstatnější zchlazení trhu práce následkem pandemie.⁹

Hypotetická prognóza Zprávy o inflaci IV/2020 při znalosti skutečného vývoje předpokladů

Simulace se znalostí předpokladů (faktorů) představuje hypotetickou podobu makroekonomické prognózy ze Zol IV/2020, která vedle dnešní znalosti vývoje exogenních veličin (předpokladů prognózy) zohledňuje také revize historických dat, ke kterým od té doby došlo. Simulace přitom není plnohodnotnou prognózou, jelikož dokonalá znalost skutečného vývoje předpokladů prognózy je nerealistická a i v tomto případě by pravděpodobně byly uplatněny dodatečné expertní úpravy. Ty jsou nedílnou součástí každé predikce. Avšak i simulace jako taková dokáže poodhalit, jak jádrový predikční model reaguje na změny předpokladů. Simulace byly stejně jako prognóza ze Zol IV/2020 připraveny pomocí jádrového predikčního modelu g3+.

Simulace se znalostí faktorů je podmíněná simulace modelu g3+, která představuje hypotetickou podobu prognózy při znalosti skutečného vývoje exogenních faktorů prognózy (tj. předpokladů prognózy). Do simulace se znalostí faktorů se promítají pozorovaná data, resp. ex-post známý průběh zahraničních veličin, domácích regulovaných cen a spotřeby vlády. Simulace tak napovídá, jak by přibližně vypadala prognóza, pokud by pro její sestavení byl použit ve skutečnosti následně pozorovaný vývoj jejich předpokladů.

Nejprve porovnáme rozdíl mezi původní prognózou a hypotetickou simulací se znalostí faktorů. Následně posoudíme odchylky této simulace od pozorovaného historického vývoje. Souhrnně lze konstatovat, že simulace se znalostí faktorů se přibližuje pozorované skutečnosti a potvrzuje tak vhodné nastavení modelového aparátu g3+.¹⁰

Při porovnání hypotetické simulace se znalostí faktorů s autentickou prognózou ze Zol IV/2020 se celková inflace nachází do poloviny roku 2021 mírně nad původní predikcí (Graf 3), následně pozvolna klesá k 2% cíli ČNB. Za setrváním inflace nad cílem do poloviny loňského roku stojí především ex-post vyhodnocené proinflační působení první vlny pandemie, jejíž dopady ve směru klesající fáze hospodářského cyklu byly oproti původním předpokladům mírnější při rychlejším růstu nákladů. V důsledku rychlého nárůstu úrokových sazeb od konce roku 2020 se inflace v simulaci se znalostí faktorů navrácí počátkem letošního roku na cíl. Měnová politika totiž v hypotetické prognóze vpředhledícím způsobem reaguje na souběh silných inflačních tlaků ze zahraniční ekonomiky. Skutečný zahraniční vývoj působí ve směru přísnějších domácích měnových podmínek, a to především vlivem přetížení globálních a výrobních řetězců a skrze rekordní nárůst cen energií na světových burzách. Tento proinflační efekt zahraničí však částečně tlumí nadále uvolněná zahraniční měnová politika ECB, která vytváří latentní tlak na posilování kurzu koruny, který by měl za neměnných okolností naopak protiinflační dopady. Ve výsledku dále se rozšiřující rozpětí domácích úrokových sazeb vůči eurozóně tlačí v hypotetické simulaci na větší posílení kurzu koruny oproti autentické prognóze. Rychlejší tempo posilování kurzu tažené výrazněji se rozšiřujícím úrokovým diferencíálem tak podstatně přispívá k dosahování inflačního cíle v hypotetické simulaci. Domácí ekonomika v simulaci se znalostí faktorů roste oproti prognóze z podzimu roku 2020 nejprve v průměru rychleji, což odráží nejprve menší pokles a následně i rychlejší zotavení zahraniční poptávky. Od druhé poloviny roku 2021 převládá v simulaci efekt přísnějšího nastavení domácích měnových podmínek oproti hodnocené prognóze, a ekonomický růst je proto posléze naopak pomalejší.

Při porovnání hypotetické simulace se znalostí faktorů s historickým vývojem se pozorovaná inflace na přelomu let 2020 a 2021 nacházela pod touto simulací. V simulaci totiž nejsou zachyceny dopady tehdejších uzavírek v maloobchodě a službách v domácí ekonomice, které bránily realizaci silné latentní spotřebitelské poptávky a vedly mj. k odložení tradičního lednového přecenění. S koncem uzavírek byly domácnosti ochotny vlivem nahromaděných vynucených úspor akceptovat za výrobky a služby vyšší ceny. To podnikům umožnilo zdražovat a růstem ziskových marží si tak kompenzovat předchozí ztráty z doby lockdownů. Výsledný růst cen v kombinaci s uvolněnou měnovou politikou a jen částečným pandemickým zchlazením trhu práce vedl od poloviny roku 2021 k výrazně vyšší skutečné inflaci oproti hypotetické prognóze. V té době měnová politika ještě nepozorovala silné inflační tlaky ze zahraničí, a proto se až do podzimu roku 2021 skutečné úrokové sazby nacházely pod trajektorií simulace se znalostí faktorů. Následně však pozorované úrokové sazby trajektorii ze simulace dokonce překonaly, neboť měnová politika začala

razantně reagovat na vztlínající inflaci, a to v prostředí opětovně se přehřívající domácí ekonomiky, trhu práce a trhu nemovitostí a kumulujících se výrazných zahraničních inflačních tlaků. Kurz koruny se zpočátku vyvíjel v souladu se simulací se znalostí faktorů. Poté zpevňoval pomaleji v důsledku nepříznivého sentimentu na finančních trzích spojeného s šířením nových variant koronaviru. Růst HDP po odeznění dopadů první vlny pandemie dosahoval oproti hypotetické simulaci vyšších hodnot, protože český průmysl těžil z výše zmíněného přesunu tuzemské i zahraniční spotřebitelské poptávky od služeb ke zboží. Poté dynamika HDP v průměru odpovídá hypotetické simulaci.

Graf 3

Srovnání autentické prognózy ze Zol IV/2020 a simulace se znalostí faktorů (hypotetické prognózy) s pozorovanými daty

světle šedá plocha v grafech znázorňuje horizont prognózy ze Zol IV/2020

Inflace

meziročně v %



3M PRIBOR

v %



HDP

meziroční změny v %



Nominální kurz

CZK/EUR



— Skutečnost
— Prognóza Zol IV/2020
- - - Hypotetická prognóza ze Zol IV/2020

- 1 Prognóza vzniká na základě odborných debat mnoha ekonomů a tvůrců měnové politiky, jejichž pohledy se do ní promítají v podobě expertních úprav. Jádrový model slouží jako jednotící rámec, který zaručuje potřebnou makroekonomickou konzistenci. Nicméně i tak musí model vykazovat dobrou predikční schopnost a pravidelná kontrola jeho kvality je žádoucí.
- 2 Aktuální hlavní měnověpolitickou publikací ČNB je čtvrtletní Zpráva o měnové politice (ZoMP), která počínaje rokem 2021 nahradila předchozí Zprávu o inflaci (Zol).
- 3 Tento typ analýzy – v užším zaměření pouze na jednu prognózu – byl pravidelnou součástí Zpráv o inflaci (Zol). Analýza však byla zaměřena pouze na srovnání prognózy a pozorovaných dat. Nyní je materiál podstatně rozšířen, a to jednak o simulaci se znalostí faktorů, a zároveň s větším nadhledem posuzuje více prognóz současně.
- 4 Za otevřenou a srozumitelnou komunikací se širokou veřejností i odborníky a trvalou snahu o další zvyšování transparentnosti získala v roce 2022 ČNB [prestižní ocenění](#) odborného portálu Central Banking, tzv. [Central Banking Transparency Award](#). Stalo se tak již podruhé, poprvé ČNB byla takto oceněna v roce 2015.
- 5 Výběr prognóz zahrnutých do této analýzy je dán dostupností pozorování, která musí pokrývat horizonty měnové politiky hodnocených prognóz. Poslední predikce, která může být do analýzy zahrnuta, je prognóza ze Zol IV/2020.
- 6 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 HDP 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 ECB. Mezi domácí předpoklady patří výhled regulovaných cen a nominální spotřeby vlády společně s jejím deflátorem a fiskální impuls.

- 7 Na příjmové straně došlo v rámci daňového balíčku zejména ke zrušení tzv. superhrubé mzdy (od 1. 1. 2021), což při zachování neměnné sazby daně z příjmů fyzických osob vedlo k faktickému poklesu míry zdanění práce.
- 8 Ta mimochodem v době svého zveřejnění způsobila mezi českou i světovou analytickou obcí rozruch, neboť umísťovala počátek zvyšování domácích úrokových sazeb zhruba do poloviny roku 2021, což se během tvrdého podzimního lockdownu české ekonomiky zdálo mnohým jako nemyslitelné.
- 9 Na druhou stranu produkce a vývoz průmyslových odvětví tuzemské ekonomiky, zejména automobilového průmyslu, byly v roce 2021 v podstatné míře omezeny výpadky dodávek komponent a surovin, to v důsledku přetížených globálních dodavatelských řetězců. Vedle vyšší tvorby zásob (vstupů i nedokončené výroby) to ve druhé polovině roku 2021 vedlo také k nižší dynamice vývozu oproti hodnoceným prognózám.
- 10 Toto konstatování však neplatí pro prognózu inflace. Měnová politika by totiž v rámci simulace se znalostí faktorů reagovala tak, aby zajistila cenovou stabilitu. Inflace se tak v této simulaci bude vždy navracet k 2% cíli ČNB. V tomto smyslu tedy simulace neaspiruje na zpětnou predikci reality, která byla ve skutečnosti ovlivněna neznalostí faktorů ze strany ČNB.

Seznam zkratk

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

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4292,5	4290,6	4387,6	4627,6	4740,5	4995,2	5154,1	5306,4	4998,1	5161,5	5203,2	5392,6
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4087,7	4141,7	4344,5	4627,6	4794,6	5117,9	5416,2	5793,1	5696,5	6118,3	6500,7	6970,8
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,7	0,0	2,3	5,5	2,4	5,4	3,2	3,0	-5,8	3,3	0,8	3,6
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,1	0,9	1,4	3,9	3,7	4,1	3,3	2,6	-7,0	4,3	0,1	1,8
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,9	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,8	2,5	3,4	3,0	1,7	1,9
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,1	-4,2	7,2	13,1	-4,0	6,6	7,6	4,4	-10,2	17,1	-0,6	-5,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,3	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,9	-7,5	0,6	-0,2	4,5
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,4	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,4	-7,0	5,0	-0,9	9,3
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,7	0,1	10,0	6,9	2,7	6,5	5,8	1,5	-6,9	11,4	-1,7	3,7
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	289,2	295,8	283,2	276,2	337,3	400,3	336,9	337,8	310,0	82,5	118,9	361,2
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	13,1	4,1
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	22,7	7,3
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	2,9	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	9,5	1,9
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	10,9	4,1
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,8	31,8	0,9
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	12,7	3,9
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,9	4,8
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	5,9	29,9	4,3
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	3,2	6,1	4,6	5,1
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	2,6	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	2,5	6,5	4,7	5,6
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	0,0	2,2	-8,5	1,0
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	3,6	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	6,3	3,2	5,6	2,2
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,2	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,8	2,8	-4,2	3,2	-1,5	2,5
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	7,0	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	2,9	2,4	2,7
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,8	4,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,3	-0,4	2,5	1,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	0,0	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-2,0	0,1	1,7	1,3
VEŘEJNÉ FINANČE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-159,3	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-359,4	-340,7	-316,9
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-3,9	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,9	-5,2	-4,5
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1805,3	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,3	2566,6	2872,7	3206,9
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,1	37,7	41,9	44,2	46,0
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	123,8	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	73,3	-37,0	110,5
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	3,0	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,2	-0,6	1,6
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	77,6	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	110,1	134,6	167,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-63,3	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-51,1	-319,3	-158,4
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-1,5	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-0,8	-4,9	-2,3
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-4,8	-50,0	-60,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	21,8	21,5
Kč/EUR (průměr)	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,2	24,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	5,4	9,7
2T repo sazba (% , průměr)	0,53	0,05	0,05	0,05	0,05	0,17	1,06	1,92	0,77	0,88	6,65	4,82
3M PRIBOR (% , průměr)	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	7,0	5,1
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,2	0,2	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,6	4,1	2,0	2,8
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,6	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	7,8	2,9
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,1	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	11,0	27,6	3,1
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	111,7	108,8	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	100,4	92,5
3M EURIBOR (% , průměr)	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,1	1,1
USD/EUR (průměr)	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2021				čtvrtletí roku 2022				čtvrtletí roku 2023			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1264,1	1281,5	1302,8	1313,2	1312,5	1297,1	1294,9	1298,7	1314,0	1337,2	1359,2	1382,1
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1476,2	1521,0	1561,4	1559,7	1593,0	1598,7	1634,7	1674,4	1697,5	1727,1	1755,7	1790,4
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,3	8,7	3,6	3,6	3,8	1,2	-0,6	-1,1	0,1	3,1	5,0	6,4
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-0,3	1,4	1,7	0,8	0,0	-1,2	-0,2	0,3	1,2	1,8	1,6	1,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-6,4	8,5	6,5	9,3	8,5	-0,1	-4,3	-2,7	-0,9	1,5	2,9	3,8
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,8	1,1	7,0	1,0	2,8	4,4	-1,7	1,4	1,4	1,7	2,2	2,3
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,3	15,5	25,8	25,8	8,0	1,0	-3,4	-7,2	-7,5	-6,6	-6,0	-2,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,5	2,0	2,0	3,0	3,1	-2,8	-0,6	-0,4	1,9	4,6	5,5	6,0
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,8	31,0	-2,1	-5,7	-1,3	-4,5	1,5	1,2	2,3	8,6	12,6	13,8
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,5	32,1	8,7	4,0	2,6	-4,8	-2,7	-1,8	-1,2	3,0	5,8	7,4
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	62,5	17,7	-12,6	14,9	21,6	20,1	30,8	46,5	59,0	79,3	103,8	119,0
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	14,5	13,9	12,7	7,9	3,8	2,7	2,2
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	0,1	-0,1	0,1	-1,0	15,7	22,3	23,8	28,9	13,0	7,0	5,2	4,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	1,6	1,0	2,4	3,4	6,2	11,0	11,1	9,7	5,8	0,7	0,0	1,0
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	3,3	3,3	4,8	7,7	10,5	12,5	11,3	9,3	7,0	4,2	3,0	2,3
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	-5,7	21,1	20,8	31,1	36,9	37,4	32,0	20,9	9,0	0,2	-2,5	-3,2
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	2,2	2,7	4,0	6,7	10,8	14,3	13,9	11,8	7,6	3,6	2,4	2,1
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	1,5	5,3	9,0	12,8	21,8	28,3	26,0	23,4	10,9	4,3	2,7	2,1
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-1,3	3,8	7,5	15,8	23,9	32,6	35,1	27,1	14,4	1,6	0,1	2,4
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	3,4	11,5	5,7	4,0	8,0	2,7	3,7	4,3	4,1	4,8	5,4	5,9
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,6	12,8	6,0	4,0	7,7	2,4	4,2	4,9	4,5	5,2	5,9	6,6
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	1,2	8,5	1,6	-2,1	-3,2	-11,9	-10,2	-8,4	-3,7	1,0	2,7	3,6
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	1,0	4,6	4,1	3,1	8,2	3,4	5,0	6,0	4,6	2,9	1,2	0,2
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,0	9,0	2,5	2,4	2,5	-1,1	-3,3	-3,8	-2,6	1,9	4,5	5,8
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	3,4	3,2	2,7	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	4,0	4,0	3,7	3,5	3,3	3,8	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	-2,1	-0,8	0,5	0,8	1,5	2,9	2,7	2,8	2,8	1,1	0,4	0,6
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,8	0,6	0,9	0,8	0,5	1,7	2,2	2,4	2,5	1,3	0,8	0,7
VEŘEJNÉ FINANČE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	91,8	41,0	-31,6	-28,0	11,6	-20,5	-21,6	-6,5	40,1	10,5	22,2	37,7
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	6,6	2,7	-2,0	-1,7	0,8	-1,3	-1,3	-0,4	2,5	0,6	1,3	2,0
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	23,1	32,1	29,8	25,1	41,2	43,8	39,6	10,0	42,4	46,8	41,0	36,8
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	66,6	19,9	-83,8	-53,7	30,4	-110,7	-123,2	-115,9	29,8	-77,8	-72,6	-37,8
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	4,8	1,3	-5,3	-3,3	2,0	-6,8	-7,5	-6,7	1,9	-4,4	-4,1	-2,0
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	33,8	-31,7	-11,3	4,3	-12,5	-12,5	-12,5	-12,5	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	21,6	21,3	21,6	22,2	22,0	21,9	21,6	21,7	21,7	21,6	21,4	21,2
Kč/EUR (průměr)	26,1	25,6	25,5	25,4	24,6	24,0	23,9	24,1	24,3	24,4	24,3	24,2
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	10,8	10,7	9,1	7,8	5,9	5,3	4,9	5,6	7,4	9,0	10,8	11,8
2T repo sazba (% , průměr)	0,25	0,27	0,65	2,34	4,21	8,12	7,75	6,49	5,44	4,74	4,56	4,53
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,4	0,9	2,8	4,6	8,4	8,1	6,8	5,7	5,0	4,9	4,8
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-1,7	12,2	3,4	3,3	4,4	2,0	0,6	1,3	2,0	2,9	3,1	3,0
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-0,9	2,3	1,8	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,3	2,0	3,2	5,1	6,5	8,6	8,6	7,6	5,2	3,1	2,1	1,5
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,7	7,6	12,7	22,1	30,8	33,7	28,6	18,8	8,4	2,6	1,2	0,5
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	61,3	69,1	73,2	79,7	97,9	104,4	101,6	98,4	95,7	93,5	91,5	89,5
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3
USD/EUR (průměr)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

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

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

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