

Zpráva o měnové politice

podzim 2022



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — podzim 2022

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 10. listopadu 2022 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 21. říjnu 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	8
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	13
BOX 1 Hospodaření a cenotvorba podniků a podnikatelů v podmínkách pokračujícího energetického šoku	21
III. INFLACE	24
BOX 2 Vývoj inflace optikou poptávkových faktorů	30
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	32
BOX 3 Dopady nárůstu úrokových sazeb na hospodaření domácností a podniků	44
SEZNAM ZKRATEK	47
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	48



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 necelé dva roky. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. V rámci prognostického procesu přitom probíhají konzultace i s bankovní radou. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoliv jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

— Rozhodujeme o sazbách

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

Slovo guvernéra



Vážení čtenáři,

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

Na listopadovém jednání jsme společně s kolegyněmi a kolegy z bankovní rady ponechali úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 7 %, což je nejvyšší hodnota od roku 1999. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,75 procentního bodu. Česká národní banka bude i nadále bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny.

Úrokové sazby ČNB se nacházejí na úrovni, která tlumí domácí poptávkové tlaky. Brzdí růst bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, brzdí tedy růst množství peněz v ekonomice. Bankovní rada konstatuje, že podmínkou dlouhodobé cenové stability jsou rovněž umírněné požadavky ve mzdových vyjednáváních a zodpovědná rozpočtová politika. Bankovní rada vyčká na další data, která vyhodnotí. Na příštím zasedání rozhodne, zda sazby zůstanou stabilní, nebo se zvýší.

Přijaté rozhodnutí se opírá o novou makroekonomickou prognózu, kterou detailně představuje tato zpráva. Horizont měnové politiky v základním scénáři prognózy je jaro 2024, stejně jako v předchozí prognóze. Bankovní rada diskutovala i další scénáře.

Bankovní rada současně potvrdila své odhodlání pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována na cíli 2 %. To znamená, že úrokové sazby zůstanou po určitou dobu na relativně vysoké úrovni.

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

Jménem České národní banky

Aleš Michl

guvernéř

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada na svém listopadovém zasedání ponechala dvoutýdenní repo sazbu na 7 %. Toto rozhodnutí se opírá o podzimní makroekonomickou prognózu ČNB. V jejím základním scénáři centrální banka z důvodu nedávných mimořádných, nicméně dále neeskalujících vnějších nákladových tlaků aktuálně hledí na horizont měnové politiky vzdálený 15–21 měsíců, tedy na období ležící o čtvrtletí blíže okamžiku rozhodování, než tomu bylo v minulé prognóze. Nastavuje tudíž úrokové sazby – shodně jako v letní prognóze – s ohledem na vývoj inflace v prvním pololetí roku 2024. S prognózou je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem v průběhu příštího roku. V kontextu globálního zpomalení a propadu reálných příjmů domácností se česká ekonomika začíná ochlazovat, nicméně domácí a zejména zahraniční cenové tlaky zůstávají silné. Inflace bude kulminovat koncem letošního roku. V průběhu příštího roku bude z dvouciferných hodnot rychle klesat vlivem zmírňování růstu nákladů, ochlazení zahraniční poptávky a předchozího zpřísnění domácí měnové politiky, které přispívají k tlumení domácí poptávky a trhu práce. V první polovině roku 2024 se inflace sníží do blízkosti 2% cíle ČNB. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře podzimní makroekonomické prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Česká ekonomika čelí vrcholícím inflačním tlakům, které vedou k dalšímu nárůstu míry inflace. Rychlé zdražování ve třetím čtvrtletí pokračovalo v oblasti energií spojených s bydlením, v nichž se projeví nadále značně vysoké ceny na energetických burzách. Rostoucí náklady na energie a vysoké světové ceny agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců se projeví v dalším zvýšení dynamiky cen potravin. Jádřová inflace v průběhu třetího čtvrtletí naopak již dále nezrychlovala. Mimořádně vysoký příspěvek nákladů vlastnického bydlení, který odráží vývoj cen v oblasti stavebnictví a nemovitostí, se začal v průběhu třetího čtvrtletí mírně snižovat. Zpomalil také růst cen pohonných hmot v důsledku poklesu cen ropy i marží v celém výrobním a distribučním řetězci.

Nebývalý růst celkových nákladů, kterému čelí české firmy, dosáhl ve druhém čtvrtletí svého maxima a následně lehce polevil. Růst dovozních cen i cen domácí meziprodukce zvolňuje. Ke zmírnění růstu nákladů přispívá i ustupování obtíží v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. Dynamika domácích nákladů v prostředí postupného ochlazování poptávky také mírně zpomaluje, byť mzdový růst zůstává solidní. Praxe domácích výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb promítat do svých cen růst nákladů a v některých případech si ještě nad rámec toho vylepšovat ziskové marže již nebude nabývat na intenzitě. Rostoucí světové ceny elektřiny a plynu dopadají na firmy postupně. Ve zbytku letošního roku zůstanou nákladové tlaky ve firemním sektoru z historického pohledu silné, následně však budou poměrně rychle slábnout.

Inflace dosáhne svého vrcholu koncem letošního roku a její průměrná hodnota za čtvrté čtvrtletí překoná 18 %. Zrychlení růstu regulovaných cen způsobené opětovně rostoucími účty za energie spojené s bydlením bude částečně tlumeno odpuštěním poplatků za

obnovitelné zdroje energie. Současně bude domácnostem ve zbytku letošního roku růst cen plynu, elektřiny a tepla vládou zčásti kompenzován zavedeným úsporným tarifem.

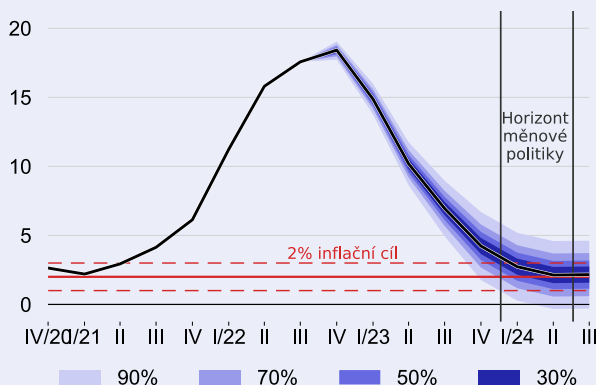
Na počátku roku 2023 se projeví další vládní opatření na pomoc s vysokými cenami energií, a to zastropování cen elektřiny a plynu. Způsobí, že se sníží zejména dynamika cen plynu pro domácnosti, a růst regulovaných cen tak začne zvolňovat. Ochladí se ale i ostatní složky inflace. K rychlému zpomalení inflace na jednociferné hodnoty od poloviny příštího roku přispěje další zmírňování nákladových tlaků, zchlazení zahraničního ekonomického růstu i domácí poptávky a trhu práce, na které bude působit i zpřísněná domácí měnová politika. Na horizontu měnové politiky, jímž je v této prognóze první polovina roku 2024, se inflace sníží do blízkosti 2% cíle ČNB.

Česká ekonomika i nadále čelí pokračujícím potížím v globální logistice a v dodávkách materiálů a výrobních komponent zejména v průmyslu. Tyto potíže sice dále neeskalují, jejich intenzita však zůstává zvýšená. Prognóza předpokládá, že se uvedené poruchy budou dále pozvolna zmírňovat a zcela odezní v polovině roku 2023. Do té doby však budou brzdit růst tuzemského vývozu i celkové domácí ekonomické aktivity.

Fiskální politika bude letos ekonomický růst mírně tlumit. Ukončení dříve přijatých opatření na podporu ekonomiky z období pandemie bude mít o něco silnější restriktivní dopad, než bude prorůstový vliv vládních výdajů na zmírnění dopadů zdražení energií na domácnosti i firmy a na pomoc uprchlíkům. K lehce kladnému působení fiskální politiky v příštím roce povede zejména prodloužení některých energetických kompenzací v kombinaci s růstem sociálních výdajů.

Inflace bude kulminovat koncem letošního roku, v průběhu příštího roku bude rychle klesat a na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle ČNB

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Horizont měnové politiky v této prognóze je vzdálený 15–21 měsíců v budoucnosti.

Výkon české ekonomiky v příštím roce poklesne, v roce 2024 se ekonomický růst obnoví

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

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

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

Domácí ekonomická aktivita ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně poklesla a v závěru roku přejde do meziročního poklesu, ve kterém setrvá po několik čtvrtletí. V celoročním vyjádření bude v příštím roce výkon české ekonomiky nižší než letos. Vliv na to budou mít dramaticky rostoucí životní náklady, zhoršující se finanční situace domácností i firem, zchlazení zahraniční poptávky a doznívání problémů v globálních řetězcích. Spotřeba domácností klesne vlivem propadu reálných příjmů a zhoršeného sentimentu. Jejím většímu propadu zabrání svižný mzdový růst v soukromé i veřejné sféře, stejně jako fiskální podpora v oblasti cen energií, opakované valorizace důchodů a zvyšování dalších sociálních dávek. Podniky čelící vysoké nejistotě a zhoršené finanční situaci budou omezovat investice. Naopak tvorba zásob nedokončené výroby zůstane v prostředí jen pomalu odeznívajících globálních logistických potíží v následujících čtvrtletích vysoká. Na vývoz vedle těchto problémů velmi negativně dopadne i citelné zeslabení poptávky v eurozóně a očekávaný opětovný růst napětí na energetickém trhu s nástupem zimy 2023/24. Odeznění výpadků v dodávkách výrobních vstupů umožní rychlou kompletaci a následný vývoz dřívě nuceně naskladněné nedokončené výroby. Kladný příspěvek čistého vývozu k ekonomické dynamice pak zesílí a společně s oživující spotřebou domácností budou hlavními faktory obnoveného hospodářského růstu v roce 2024.

Dosavadní přehřívání české ekonomiky rychle odezní. V podmínkách ekonomické recese výkon českého hospodářství klesne pod svůj potenciál. Opatat bude i napětí na trhu práce. Tvorba pracovních míst se sníží a zaměstnanost v příštím roce začne mírně klesat. Odezní tak aktuální převis poptávky po práci nad její nabídkou a dojde k pozvolnému růstu nezaměstnanosti. Nominální mzdový růst bude i přesto

v následujících dvou letech z historického pohledu poměrně vysoký. Vyjednávací pozice zaměstnanců zůstane ještě nějakou dobu silná. Pokračující energetický šok, který na přelomu letošního a příštího roku dopadne do doposud solidní finanční situace podniků, však bude zmenšovat prostor pro zvyšování mezd. K dohánění předchozího růstu cen tak bude ve mzdách docházet v příštích letech postupně a jen částečně.

Koruna v posledním půl roce čelí tlaku na své oslabení, kterému ČNB brání příležitostnými intervencemi na devizovém trhu. Kurz koruny během podzimu setrvá poblíž 24,6 CZK/EUR a i v následujících čtvrtletích zůstane zhruba stabilní. S prognózou je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem v průběhu příštího roku. Úrokové sazby ČNB budou moci začít klesat v návaznosti na odeznívání inflačních tlaků v české ekonomice a s výhledem rychlého snižování inflace v následujících dvou letech k 2% cíli centrální banky.

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty základního scénáře prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Proinflačními riziky jsou rychlejší mzdový růst proti prognóze, expanzivnější fiskální politika a vyšší výhled zahraničních produkčních cen. Významným rizikem ve stejném směru zůstává hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály. Naopak protiinflačním rizikem je vzrůstající pravděpodobnost recese v Česku i zahraničí, tedy výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Dalším rizikem ve směru nižší inflace je zavedení dodatečných opatření na omezení růstu cen energií na domácí či evropské úrovni a rychlejší než očekávaný pokles jadrové inflace. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Globální ekonomika ztrácí dech při nebývale vysoké inflaci. Expanze čínské ekonomiky, která byla tahounem světového růstu, letos prudce zpomalí, přičemž americká ekonomika zaznamenala ve druhém čtvrtletí již druhý mírný pokles HDP v řadě. Také ekonomika efektivní eurozóny projde na přelomu roku mírnou recesí. Vlivem zvolnění růstu světové poptávky dochází k uvolňování napjaté situace v globálních dodavatelských řetězcích. Zejména kvůli obavám z útlumu světové poptávky klesaly během léta cena ropy Brent i ceny základních kovů. Vlivem pokračujícího válečného konfliktu na Ukrajině naopak v Evropě během stejného období výrazně vzrostly ceny zemního plynu a elektřiny na komoditních burzách. Ceny energií jsou tak letos hlavním faktorem zvyšující se výrobní i spotřebitelské inflace v efektivní eurozóně. V příštím roce se očekává zvolnění dynamiky cenového růstu, přesto inflace měřená indexem HICP zůstane nad cílem ECB po delší dobu. Očekává se, že centrální banky budou v nejbližších měsících pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb. Kurz eura vůči americkému dolaru v poslední době oslabil, pro jeho výraznější posílení zatím chybějí ekonomické i geopolitické důvody.

Globální ekonomika čelí negativním důsledkům války na Ukrajině a rychlému ukončení uvolněných měnových politik centrálních bank

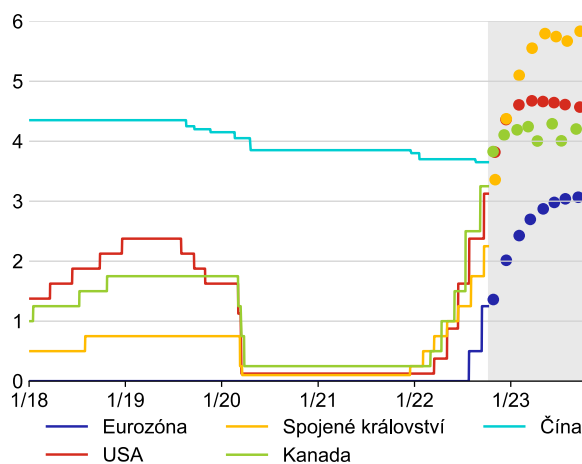
Vysoká inflace a extrémní růst životních nákladů snižují kupní sílu spotřebitelů. Centrální banky vyjadřují odhodlání bojovat s vysokou inflací pokračujícím zpříšňováním svých měnových politik (Graf I.1), a to i za cenu utlumení růstu či recese ekonomiky. Řada vyspělých zemí připravuje vládní podpůrné programy. Silný nárůst zadlužení z doby pandemie však působí problémy mnoha vládám. Zejména rozvíjející se země pak čelí i problémům v souvislosti s aktuálním výrazným posílením dolaru. Evropské ekonomiky navíc čelí vysokým cenám elektrické energie a zemního plynu (Graf I.2) a v případě plynu i riziku jeho možnému nedostatku během nadcházející zimy. Jsou rovněž nejsilněji vystaveny dalším ekonomickým dopadům války na Ukrajině.

Americká ekonomika sice ve druhém čtvrtletí letošního roku již podruhé za sebou mírně poklesla, nicméně zaměstnanost a průmyslová produkce nadále vykazují robustní růst. Ani případný další pokles ekonomiky by tak dle slov předsedy J. Powella neměl odradit Fed od dalšího zvyšování úrokových sazeb v boji s vysokou inflací. Expanze čínské ekonomiky letos zpomalí (Tab. I.1) kvůli uzavírkám rozsáhlých oblastí ve snaze zabránit šíření koronaviru a kvůli kolapsu realitního trhu představujícího cca 20 % tamní ekonomické aktivity. Ve Velké Británii byl představen plán na podporu hospodářského růstu, jehož součástí bylo zejména významné snížení daní ve výši 60 mld. GBP. Zveřejnění tohoto záměru však způsobilo nervozitu na finančních trzích, oslabení britské libry a růst výnosů vládních dluhopisů. Bank of England musela intervenovat na trhu, došlo k výměně ministra financí, následně i odstoupení

Graf I.1

Centrální banky budou dle očekávání pokračovat v boji s vysokou inflací a dál zvyšovat své měnověpolitické sazby

základní úrokové sazby hlavních centrálních bank, výhled na základě overnight index swapů, pramen Bloomberg



Poznámka: Pro Čínu nejsou overnight index swapy k dispozici.

Tab. I.1

Růst čínské ekonomiky zaznamenává prudké zpomalení již v letošním roce, u ostatních zemí k tomu dojde o rok později

reálný HDP, meziroční změny v %, pramen CF a Oxford Economics

	2021	2022	2022	2022	2023	2024
		1Q	2Q			
Eurozóna	5,2	5,4	4,1	3,0	0,0	1,3
USA	5,9	3,7	1,8	1,7	0,2	1,6
Čína	8,0	4,7	0,3	3,2	4,9	5,2
Spojené království	7,5	10,9	4,4	4,1	-0,3	1,1

premiérky a původní plán bude revidován. Bank of England očekává růst inflace nad 10 %, na což odpoví dalším zvyšováním úrokových sazeb.

Globální zpracovatelský průmysl se zřejmě v následujících měsících propadne do recese, jak naznačuje index PMI od J. P. Morgan. Nejslabší kondici vykazuje výroba meziproduktů a investičního zboží. Nepříznivý vývoj a pokles průmyslové produkce lze očekávat zejména v Číně, Evropské unii a Spojeném království. Příznivá naopak zůstává situace ohledně zaměstnanosti. V důsledku oslabování poptávky se také snižuje napětí v dodavatelských řetězcích, což mimo jiné dokládá znatelný pokles cen nákladní přepravy.

Oslabující globální poptávka a mimořádně vysoké ceny energií povedou i přes přijímaná vládní podpůrná opatření k poklesu ekonomiky efektivní eurozóny na konci letošního roku

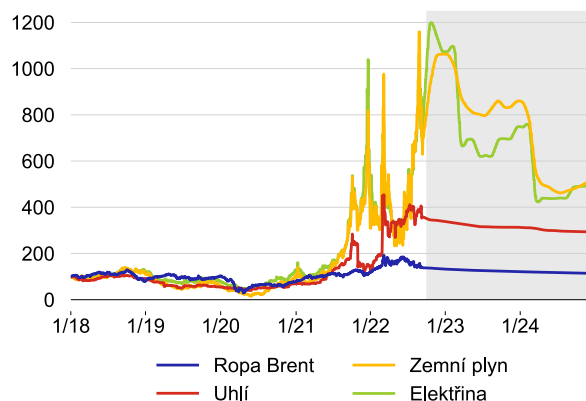
Meziroční tempo růstu HDP v efektivní eurozóně ve druhém čtvrtletí 2022 zpomalilo na 3,1 % (Graf I.3). Ekonomický výkon se zároveň vrátil na svou předpandemickou úroveň. Pozitivním překvapením byl mezičtvrtletní růst HDP, který dosáhl 0,6 %. Důvodem bylo zejména jarní rychlé otevírání ekonomik po poslední vlně covidu způsobené méně nebezpečnou variantou omikron, související oživení poptávky po službách a boom v turistice. Svižně proto rostly zejména země výrazně provázané s cestovním ruchem (Španělsko, Itálie a Francie), zatímco průmyslově a vývozně orientované Německo a Slovensko na zbytek eurozóny výrazně ztrácely. K celkovému ekonomickému růstu nejvíce přispěla spotřeba domácností a v menší míře také investice a spotřeba vlády, příspěvek čistého vývozu byl naopak záporný.

V kontrastu s pozitivním vývojem ve druhém čtvrtletí vyznívají varovně aktuální předstihové indikátory. Vysoká inflace spojená s energetickou krizí v Evropě na pozadí války na Ukrajině totiž výrazně tlumí poptávku a podlamuje ekonomický sentiment (Graf I.4). Očekávání ohledně zaměstnanosti se snížila méně výrazně a stále se tak pohybují nad svým dlouhodobým průměrem. Trh práce je i přes pokles tvorby nových pracovních míst prozatím charakterizován nízkou a stabilní mírou nezaměstnanosti, která v Německu dosahuje pouze 3% úrovně. Spotřebitelská důvěra v říjnu mírně vzrostla ze svého historického minima, ale stále se nachází níže než v pandemickém období. Domácnosti silně vnímají pokles svých reálných příjmů a vyčerpání vynucených úspor z doby pandemie. Reálné tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu tak v eurozóně od června do srpna nepřetržitě meziměsíčně klesaly (v nominálním vyjádření došlo ke zpomalení růstu). Slábnoucí poptávka vede podle průzkumů PMI k rychlému poklesu výstupu jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve službách. Výrazně poklesly nové objednávky i vývoz.

Graf I.2

Ceny energetických komodit zůstanou zvýšené dle očekávání trhů minimálně do roku 2024

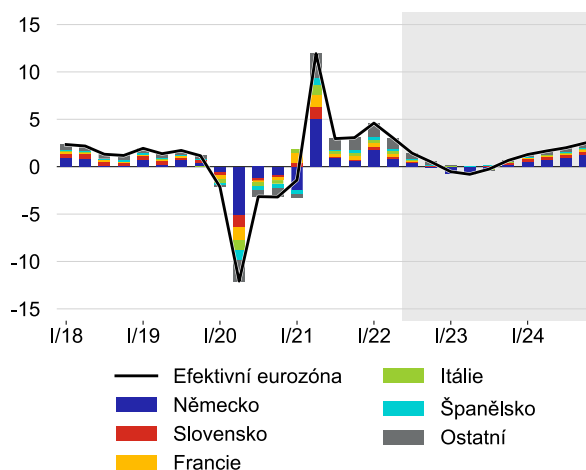
ceny energetických komodit, index: leden 2018 = 100, pramen: Bloomberg, výpočet ČNB



Graf I.3

Evropská energetická krize a zpomalení růstu globální poptávky povedou k poklesu HDP efektivní eurozóny

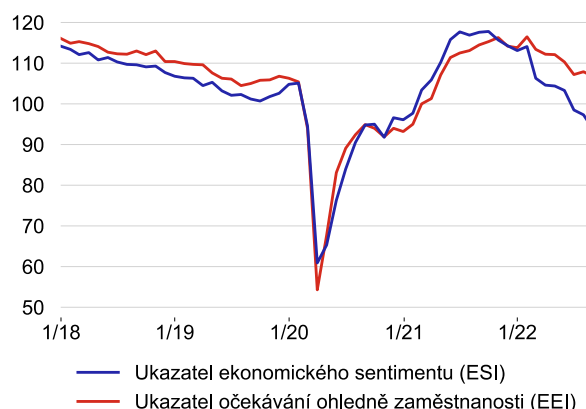
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.4

Ukazatel ekonomického sentimentu v eurozóně v posledních měsících výrazně klesá, očekávání ohledně zaměstnanosti jsou na tom lépe

hodnota 100 = dlouhodobý průměr, pramen: Evropská komise



Pro zbytek letošního roku je tak očekáváno podstatné zchlazení růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně. Podle prognózy dojde ve třetím čtvrtletí k mírnému mezičtvrtletnímu poklesu HDP¹, zejména kvůli vývoji v Německu. Směrem dolů tlačí ekonomickou aktivitu na výhledu zejména očekávané znatelné zpomalení globální poptávky v prostředí zpříšňujících se měnových podmínek, které zhoršují podmínky pro investiční aktivitu. Kvůli několikanásobně vyšším cenám zemního plynu a elektřiny se eurozóna nachází vůči zbytku světa v konkurenční nevýhodě. Naakumulované neuspokojené průmyslové objednávky z pandemického období se vyčerpávají a množství nových zakázek se snižuje. Vysoké ceny energií již vedou k omezování výroby v energeticky náročných odvětvích. Aktuální dramatický propad spotřebitelské důvěry se podepíše na poklesu výdajů domácností.

Na druhou stranu Německo zveřejnilo záměr investovat do jara 2024 až 200 mld. EUR (tj. 5 % německého HDP) do ochrany své ekonomiky před dopady vysokých cen energií. Lze tak předpokládat, že dojde ke značnému ztlumení negativních dopadů vysokých cen energií na hospodářskou aktivitu zejména pro příští zimu a související topnou sezónu (2023/24). Ostatní země také oznámily podpůrná opatření, ale jejich rozpočtové možnosti mnohde narážejí na vysoké zadlužení z předchozích let. V letošním roce v úhrnu vzroste HDP efektivní eurozóny o 2,4 %, přičemž ve druhé polovině roku jeho dynamika zřetelně zpomalí. V příštím roce HDP v průměru klesne o 0,2 %, v roce 2024 pak ekonomický výkon vzroste o 1,9 %. Postupně se uzavírající kladná mezera výstupu se na konci letošního roku posune do záporných hodnot, kde setrvá až do konce horizontu prognózy.

Diverzifikace zdrojů plynu se během letošního léta a podzimu výrazně urychlila. Nadprůměrná naplněnost zásobníků plynu a úspory při jeho spotřebě umožní vyhnout se přídělovému systému během nadcházející zimy. S tímto předpokladem pracuje i podzimní makroekonomická prognóza ČNB. Rizikem pro některé země však zůstává schopnost dosažení dostatečných zásob plynu na další topnou sezónu (2023/24).

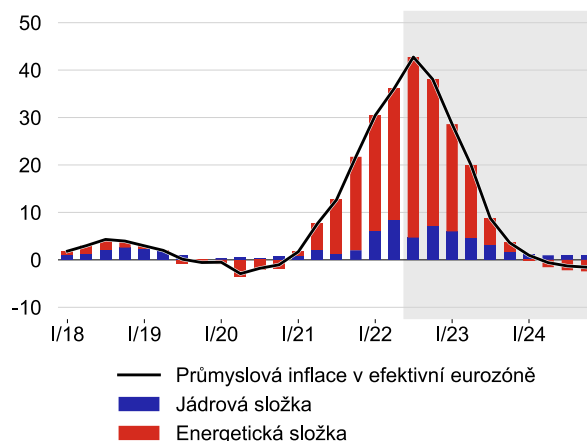
Inflaci ve výrobní sféře táhne nahoru zejména další zdražení zemního plynu a elektřiny během letních měsíců, obavy z recese však již srazily výhled cen ropy, kovů a některých potravin

Během léta se naplnily obavy ohledně úplného zastavení dodávek zemního plynu z Ruska plynovodem Nord Stream 1, což vedlo k prudkému nárůstu cen zemního plynu a elektřiny v Evropě. Na konci srpna došlo ke korekci cen v reakci na odhodlání

Graf I.5

Aktuální mimořádný cenový růst v průmyslu v zahraničí je tažen zejména (ale nejen) energetickou složkou, tedy zdražováním plynu a elektřiny

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.

Cena zemního plynu v Evropě je v současnosti pro většinu odběratelů odvozena od tržní ceny stanovované ve virtuálním obchodním uzlu v Nizozemí (Dutch Title Transfer Facility, TTF). Jde o výrazný rozdíl oproti minulosti, kdy byla cena zemního plynu indexována k cenám ropy na základě dlouhodobých kontraktů. Tržní cena plynu v srpnu letošního roku vlivem eskalace války na Ukrajině a omezování dodávek ruského plynu do Evropy vystoupala na šestnáctinásobek průměru z roku 2019 a i přes následný pokles byla v říjnu 2022 stále přibližně desetkrát vyšší než před pandemií. Ministři energetiky členských států EU proto pověřili Evropskou komisi vytvořením jiného cenového vzorce, který by byl méně kolísavý. To nějakou dobu potrvá. Prozatím se cena plynu pro evropské domácnosti a podniky obchoduje na bezmála čtyřnásobku hodnoty pro trh USA, kde cena zemního plynu od roku 2019 vzrostla výrazně méně. Lépe než v Evropě jsou na tom také odběratelé v Asii, kde jsou obvyklé dodávky plynu na základě dlouhodobých kontraktů s předem stanovenou cenou. Evropské podniky tak v současnosti čelí konkurenční nevýhodě a evropské domácnosti jsou vystaveny výraznějšímu poklesu reálných příjmů než jinde ve světě.

¹ Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostl HDP v efektivní eurozóně ve třetím čtvrtletí 2022 mezičtvrtletně o 0,2 % a meziročně o 1,7 %. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn 31. října, tedy po její uzavěření.

představitelů EU řešit vzniklou krizi. Pod vlivem příznivých zpráv o naplněnosti evropských zásobníků trendově klesala cena zemního plynu také během září a října. Výrazná rizika směrem k vyšším cenám oproti prognóze nicméně přetrvávají. Souvisejí zejména s možnými neočekávanými výpadky dodávek plynu do EU. Výhled ceny ropy Brent zůstává v očekávání globálního ekonomického útlumu klesající (Graf I.2) i přes nedávné rozhodnutí o omezení těžby ropy kartelem OPEC+. Také ceny průmyslových kovů se po přechodném srpnovém růstu vrátili vlivem slabé poptávky na klesající trajektorii.

Vysoký meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně bude v letošním roce kulminovat poté, co odezní razantní nárůst cen zemního plynu a elektřiny. Ten způsobil výrazné vzepětí energetické složky PPI (Graf I.5). Obrat již naopak nastal v případě jádrových produkčních cen. Zpomalení růstu globální ekonomiky se totiž promítá v utlumení poptávky po vstupech, což snižuje napětí v dodavatelských řetězcích a přispívá ke zmírňování cenové dynamiky v průmyslu. Tempo zdražování průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v letošním roce dosáhne v průměru 37 %. V příštím roce cenový růst zpomalí na 14 %, ovšem za podmínky, že nedojde k dalšímu vystupňování energetické krize či k další eskalaci války na Ukrajině. V roce 2024 pak dynamika průmyslových cen překmitne do lehce záporných hodnot.

Zářijová inflace spotřebitelských cen (HICP) v efektivní eurozóně vlivem růstu cen energií a potravin dále zrychlila na 11,2 %. Samotné spotřebitelské ceny energií meziročně vzrostly o více než 40 %. Po ukončení vládních opatření, která byla zaměřena na snížení cen, zrychlila inflace zejména v Německu. Meziročně zrychlila v eurozóně také jádrová inflace. Její momentum (Graf I.6) však zatím nenaznačuje další evidentní směr. Budoucí vývoj je proto zastřen značnou nejistotou. Podle průzkumu Evropské komise totiž po předchozím zvolnění došlo v září k opětovnému zvýšení inflačních očekávání. Znatelné snížení inflace lze očekávat až v roce 2024.

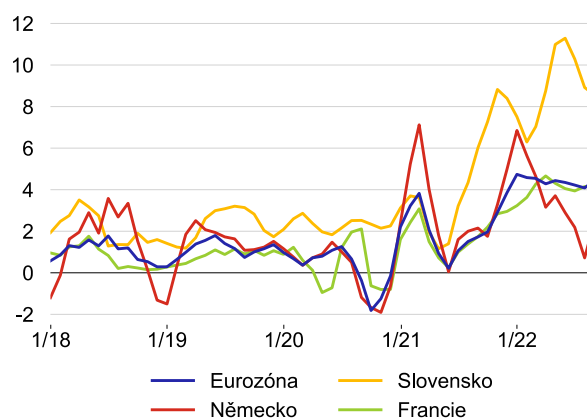
ECB dále zpřísnila svou měnovou politiku, základní sazba v eurozóně však bude nižší než v USA

Měnová politika ECB stále zaostává za kroky amerického Fedu, což společně s nejistotou ohledně hospodářského a geopolitického vývoje vedlo k oslabení eura vůči americkému dolaru až pod úroveň parity. Na výhledu nicméně trhy očekávají opětovné lehké posilování eura. Na svém zářijovém zasedání zvýšila ECB dle očekávání úrokovou sazbu o 0,75 procentního bodu. Zároveň avizovala další rychlé zvyšování sazeb na následujících zasedáních, podle slov prezidentky Ch. Lagardové i za cenu negativního dopadu do hospodářství. Na říjnovém měnovém zasedání ECB zvýšila úrokové sazby rovněž

Graf I.6

Poslední vývoj jádrové inflace u našich hlavních obchodních partnerů je poměrně různorodý

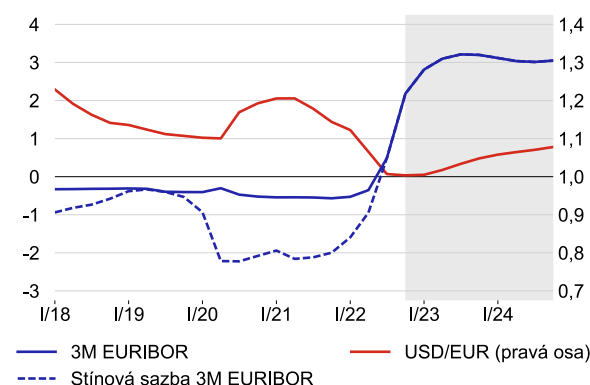
momentum (změna měsíční jádrové inflace v rámci HICP za poslední tři měsíce oproti předchozím třem měsícům), v %, anualizováno



Graf I.7

Do tržního výhledu rostoucích úrokových sazeb se promítá očekávané další výrazné zpřísnění měnové politiky ECB v reakci na zvyšující se inflační tlaky

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



o 0,75 procentního bodu.² Tržní výhled sazby 3M EURIBOR je tak rostoucí (Graf I.7) a v ročním horizontu se pohybuje nad 3 %. ECB v rámci reinvestic nakoupených aktiv silně upřednostňuje zadlužené země jižního křídla. Využívá tak avizovanou flexibilitu s cílem omezit fragmentaci výnosů státních dluhopisů. Zatím nebyl aktivován připravený program na podporu transmise měnové politiky (TPI), naopak se diskutuje o možnosti zahájení kvantitativního utahování poté, kdy bude dokončen aktuální proces zvyšování úrokových sazeb.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2022	2023	2024	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,4 (0,3)	-0,2 (-1,5)	1,9 (-0,6)	Zhoršení výhledu růstu efektivní eurozóny je dáno rychleji slábnoucí globální poptávkou při nečekaně vysokých cenách energií a horším sentimentu domácností.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	9,1 (0,9)	5,5 (1,6)	1,8 (0,0)	Predikce spotřebitelské inflace se zvyšuje především v důsledku výraznějšího než dosud očekávaného nárůstu cen energií a potravin.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	37,0 (6,1)	14,4 (8,8)	-0,6 (-0,5)	Do zvýšení výhledu cen výrobců se promítají zejména vyšší ceny elektřiny a zemního plynu v Evropě.
Cena ropy Brent	USD/barel	99,1 (-4,0)	81,5 (-8,8)	75,5 (-7,9)	Výhled ceny ropy se posouvá níže, přičemž zůstává silně klesající; pro příští rok jeho snížení odráží výraznější zpomalení globálního ekonomického růstu ve srovnání s minulou prognózou.
3M EURIBOR	% procentní body	0,4 (0,2)	3,1 (1,6)	3,1 (1,5)	Očekávaná úroveň tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se posouvá znatelně výše v důsledku avizované výraznější reakce ECB na rychleji rostoucí inflaci oproti minulé prognóze.
Měnový kurz	USD/EUR	1,05 (-0,03)	1,03 (-0,06)	1,07 (-0,06)	Kurz eura vůči USD je na výhledu mírně slabší vlivem rychlejšího zpřísnění měnové politiky v USA oproti ECB a zvýšených obav o vývoj hospodářské situace v Evropě.

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)

2 Na říjnovém měnovém zasedání ECB dále rozhodla o úpravách programu na podporu likvidity TLTRO III, resp. zvýšení úrokových sazeb u toho nástroje. Lze tak předpokládat, že banky budou předčasně splácet své závazky, což povede ke snížení likvidity v bankovním systému.

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Česká ekonomika přejde koncem letošního roku do meziročního poklesu, ve kterém setrvá po většinu příštího roku. Podílet se na tom bude propad spotřeby domácností a investic. Domácnosti totiž budou čelit dalšímu poklesu reálných příjmů v důsledku rychlého růstu životních nákladů. Výrazně oslabená domácí poptávka firmám neumožní promítat rostoucí náklady do cen tak silně jako doposud a jejich finanční situace se zhorší. V podmínkách vysoké nejistoty budou proto podniky omezovat fixní investice. Tvorba zásob zůstane naopak zvýšená. Jen pomalu odeznívající problémy ve výrobních a dodavatelských řetězcích totiž budou i nadále brzdit růst vývozu, který bude tlumen též poklesem poptávky v eurozóně, což bude omezovat i kladný příspěvek čistého vývozu. Dosavadní přehřívání české ekonomiky rychle odezní. Napětí na trhu práce se dále zmírní z důvodu utlumení domácí ekonomické aktivity. Míra nezaměstnanosti se začne pozvolna zvyšovat. Růst mezd v tržních odvětvích a návazně i mezd v ekonomice jako celku opětovně zrychlí, avšak bude i po několika dalších čtvrtletích stále zaostávat za inflací. Během příštího roku se oživí růst investic mimo jiné v návaznosti na snahu o zvýšené využívání obnovitelných zdrojů energie v podmínkách pokračující automatizace výroby. I růst spotřeby domácností se zotaví, což bude odrážet zlepšení spotřebitelského sentimentu a obnovení růstu jejich reálných příjmů.

Tuzemský ekonomický růst bude v nejbližších čtvrtletích brzděn dále se zhoršující finanční situací českých firem a domácností, zchlazením poptávky v zahraničí a přetrvávajícími problémy v globálních dodavatelských řetězcích

Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích sice ani přes probíhající válku dále neeskálují, jejich intenzita však zůstává zvýšená, což stále citelně zasahuje domácí průmyslově orientovanou ekonomiku. Nedostatek materiálů převážně v průmyslové výrobě bude brzdit ekonomiku i na konci letošního roku (Graf II.1). Prognóza předpokládá, že problémy v globálních řetězcích se budou pozvolna zmírňovat, přičemž zcela odezní v polovině roku 2023. Zhoršená finanční situace domácností a firem bude ve zbytku letošního roku výrazně tlumit soukromou spotřebitelskou i investiční poptávku.

Ekonomická aktivita tak v mezičtvrtletním vyjádření ve třetím i čtvrtém čtvrtletí letošního roku poklesne a koncem roku přejde hospodářství do poklesu i v meziročním vyjádření.³ Růst hrubého domácího produktu pak v celoročním úhrnu letos zvolní ke 2 % (Graf II.2). V roce 2023 ekonomická aktivita mírně poklesne a v roce 2024 obnoví svůj růst v tempu zhruba 2,5 %.

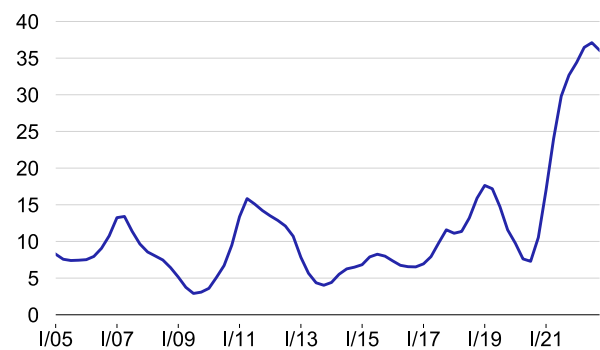
Spotřeba domácností bude negativně ovlivněna hlubokým propadem reálných příjmů i rekordně zhoršeným sentimentem, v opačném směru

³ Podle předběžného odhadu ČSÚ se ve třetím čtvrtletí 2022 český HDP snížil mezičtvrtletně o 0,4 % a meziročně vzrostl o 1,6 %, což je v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 1. listopadu 2022.

Graf II.1

Nedostatek materiálů a komponent nadále výrazně limituje domácí průmyslovou produkci, byť pozvolna odeznívá

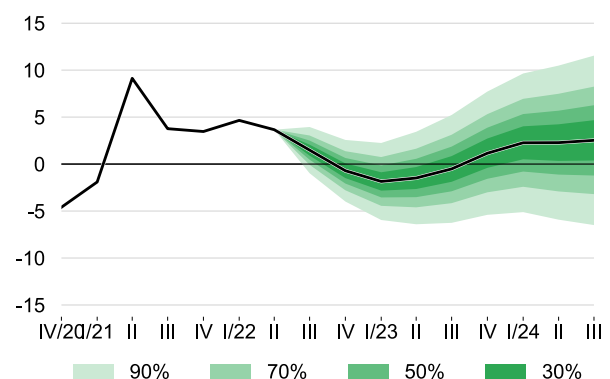
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatek materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf II.2

Ekonomika bude v nadcházejícím období klesat, její meziroční růst se plně obnoví až v roce 2024

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



bude působit fiskální politika včetně finančních kompenzací drahých energií

Od letošního třetího čtvrtletí začne spotřeba domácností meziročně výrazně klesat (Graf II.3). Aktuálně nepříznivý nákupní apetit⁴ se v návaznosti na propadající se kupní sílu domácností dále zhorší. Rychle rostoucí nezbytné výdaje spojené s bydlením (zejména za energie) odčerpají zbytky úspor domácností nuceně vytvořených během pandemie, resp. jejich část určenou k utracení formou odložené spotřeby (Graf II.4). Utrácení domácností bude bržděno také zvýšenou úrovní úrokových sazeb. V celoročním úhrnu bude letos spotřeba domácností zhruba stagnovat.

Svižný růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností bude letos tažen zejména příspěvkem mezd a platů (Graf II.5), který odráží i nadále silný trh práce. K udržení solidního tempa růstu příjmů domácností přispěje rovněž opakovaná valorizace důchodů a řada podpůrných fiskálních opatření, například úsporný energetický balíček.

V nominálním vyjádření poroste v důsledku vysoké dynamiky příjmů spotřeba domácností i nadále rychlým tempem, stejně jako maloobchodní tržby a tržby ve službách. V reálném vyjádření však bude soukromá spotřeba pokračovat v poklesu i po většinu roku 2023. Vlivem vysoké inflace se totiž budou reálné příjmy domácností až do poloviny příštího roku snižovat, a to i přes dílčí úlevu v podobě zastropování cen energií. Poté se vývoj kupní síly domácností zlepší s tím, jak bude docházet k výraznému poklesu inflace. Obnovení reálného mzdového růstu tak nastartuje i růst soukromé spotřeby. Ta se však v celoročním úhrnu zvýší až v roce 2024.

Míra úspor zůstane poblíž předpandemické úrovně

Míra úspor se od poloviny letošního roku již nachází v blízkosti svých předpandemických hodnot. K jejímu snižování v loňském roce vedlo zlepšení spotřebitelského sentimentu v návaznosti na post-covidové otevírání ekonomiky, v letošním roce se zbývající část nuceně vytvořených úspor postupně vyčerpává mimo jiné i z důvodu zvýšených účtů za energie. Poblíž dlouhodobé rovnováhy míra úspor setrvává i ve zbytku prognostického horizontu.

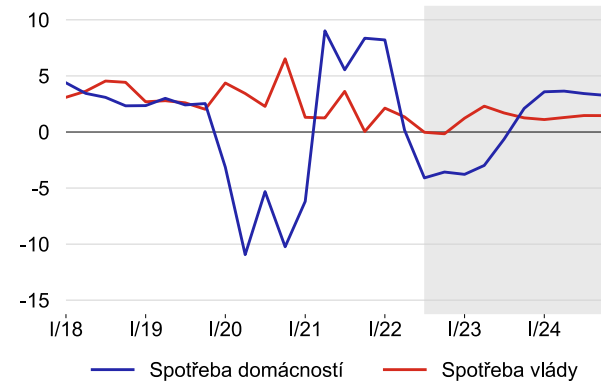
Ochlazení zahraniční poptávky a přetrvávající nedostatek součástek a materiálů se projeví zpomalením růstu vývozu a vysokou tvorbou zásob

Vývozně orientovaná část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) nadále čelí problémům v dodávkách výrobních vstupů (Graf II.1). Tyto obtíže sice

Graf II.3

Spotřeba domácností bude klesat po většinu příštího roku, růst spotřeby vládních institucí se po dočasném zastavení obnoví setrvalým tempem

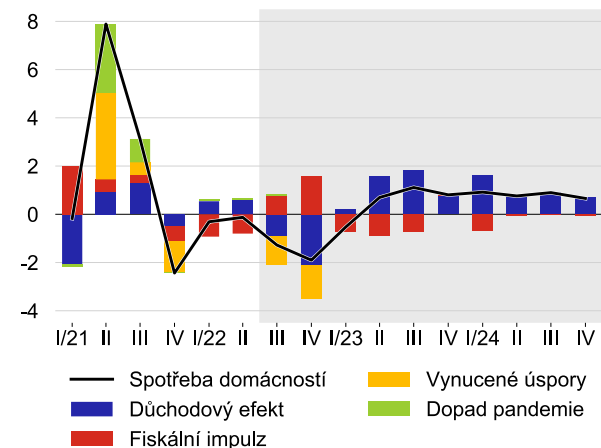
spotřeba domácností a vlády, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

Aktuální dynamiku spotřeby domácností nepříznivě ovlivňuje hluboký propad jejich reálných příjmů a vyčerpání polštáře vynucených úspor, pokles spotřeby je tlumen fiskální politikou

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.

⁴ Dle říjnových dat z konjunkturálního průzkumu dosáhla úroveň spotřebitelského sentimentu historického minima. Podnikatelský sentiment se propadl pod svou předpandemickou úroveň.

již postupně odeznívají, stále však mají negativní vliv. Domácí vývozci se navíc nemohou spoléhat na významné přesměrování svých aktivit na nová exportní teritoria v rámci EU, neboť růst poptávky v nadcházejících čtvrtletích citelně zpomalí v celé Evropě, potažmo na celém světě. Kromě toho se vlivem obav ze zpomalení globální ekonomiky zbrzdí i dosud slibné, byť křehké zotavování cestovního ruchu (vývozu služeb), který tak po dopadech pandemie zasáhne další těžká rána.

Z pohledu metodiky národních účtů bude letos dynamika vývozu podpořena i výdaji uprchlíků z Ukrajiny na českém území, neboť ti jsou pro tyto účely považováni za nerezidenty (de facto za turisty). Jejich nákupy v České republice jsou tedy vykazovány jako český vývoz a nikoliv (jako u rezidentů) jako spotřeba domácností. Prognóza předpokládá, že jejich výdaje na čtvrtletní bázi budou dosahovat cca 11 mld. Kč od letošního léta až do konce horizontu prognózy.

Na začátku příštího roku zahraniční poptávka klesne, což se projeví zvolněním růstu českého vývozu. S následným odezněním problémů v globálních řetězcích jeho růst zrychlí (Graf II.6), avšak opětovné napětí na energetickém trhu související s příchodem další zimy bude jeho plnému rozmachu bránit.

I přes útlum dovozně náročných fixních investic a propad spotřeby domácností zůstane letos meziroční dynamika dovozu na vyšších úrovních oproti vývozu. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP tak bude záporný. V příštím roce vzroste vývoz zboží a služeb o 3,5 % a jeho růst v roce 2024 dále zrychlí. Díky oživení exportního výkonu ekonomiky bude příspěvek čistého vývozu v letech 2023 i 2024 výrazně kladný (Graf II.6).

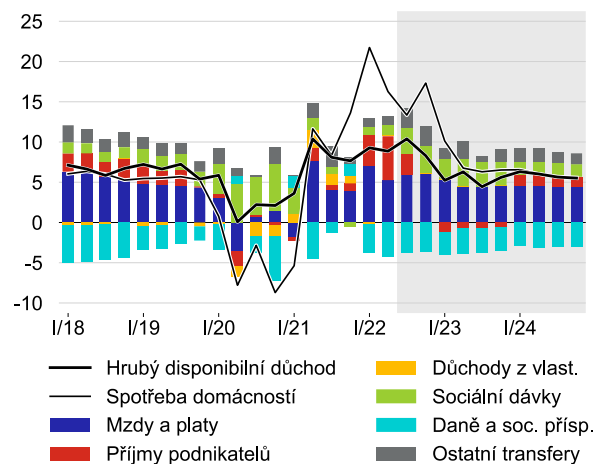
Růst fixních investic se počátkem roku 2023 zastaví vlivem poklesu zahraniční poptávky a zhoršení finanční situace podniků

Finanční situace podniků zůstává i přes raketový růst cen energií solidní (viz Box 1 na konci této kapitoly). Na přelomu letošního a příštího roku se však situace podnikové sféry zhorší. Důvodem budou nadále rychle rostoucí ceny energií a pokles domácí i zahraniční poptávky. Investice do obnovy a rozšiřování výroby budou odkládány v obavách z recese globální ekonomiky a vlivem mimořádné nejistoty v souvislosti s probíhajícím válečným konfliktem. Tlumit investiční apetit firem budou rovněž již delší dobu zvýšené domácí a postupně rostoucí zahraniční úrokové sazby. Ve stejném směru budou působit přetrvávající poruchy ve výrobních a dodavatelských řetězcích, byť se jejich negativní vliv bude postupně zmírňovat. V opačném směru bude působit fiskální podpora zaměřená na zmírnění dopadu vysokých cen energií. V souhrnu zůstane letos dynamika soukromých fixních investic v kladných číslech, nicméně bude postupně zpomalovat. Investice vládních institucí budou v reálném

Graf II.5

Růst nominálního disponibilního důchodu na přelomu let 2022–23 zvolní, zejména kvůli poklesu příspěvku příjmů podnikatelů, naopak mzdy a platy a sociální dávky dále stabilně porostou

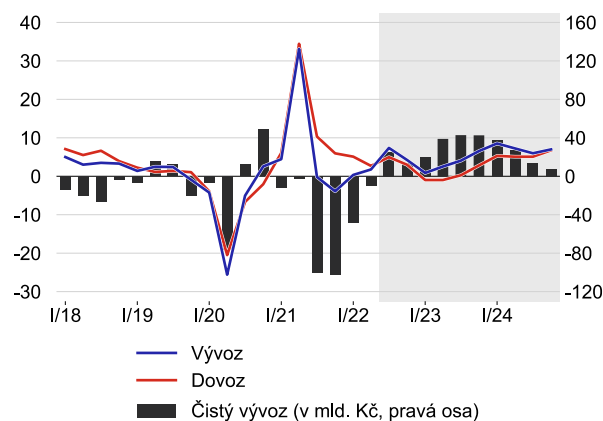
spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno



Graf II.6

Růst vývozu i dovozu v příštím roce zvolní v návaznosti na útlum zahraniční i domácí poptávky

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



vyjádření naopak utlumené po celý letošní rok i přes finanční podporu z fondů EU a programů NGEU (Graf II.7).

V příštím roce růst soukromých fixních investic ožíví, a to s odezněním obtíží v globálních řetězcích a s obnovením růstu zahraniční poptávky. Podnětem pro investiční aktivitu bude snaha urychleně přejít na alternativní energetické zdroje na pozadí dlouhodobého posunu k automatizaci, robotizaci a digitalizaci. Také investice vládních institucí opět znatelně porostou, neboť je vedle čerpání evropských peněz podpoří i nákup vojenských vrtulníků.⁵ Celkově fixní investice za rok 2023 vzrostou o zhruba 1,5 %. V roce 2024 jejich růst dosáhne více než 4 %.

V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob až do poloviny příštího roku nad svou dlouhodobou úroveň (Graf II.8). S definitivním odezněním výpadků v dodávkách ve druhé polovině příštího roku bude následně možné zkompletovat veškerou rozpracovanou a nuceně naskladněnou výrobu a vyvézt produkci do zahraničí. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu tak letos zůstane vlivem růstu fixních investic i přírůstkem zásob z prvního pololetí roku kladná. Se zrychlením rozpouštění naakumulovaných zásob přejde následně do poklesu.

Fiskální politika bude letos mírně tlumit růst HDP, a to i přes výdaje související s příchodem ukrajinských uprchlíků či úsporný energetický balíček

Růst reálné spotřeby vládních institucí letos v celoročním úhrnu zvolní pod 1 % (Graf II.3). Na jejím pokračujícím, byť utlumeném růstu se bude podílet navýšení výdajů zejména ve zdravotnictví a školství souvisejících s příchodem ukrajinských uprchlíků. V nominální spotřebě vládních institucí se navíc projeví očekávané navýšení mezd a platů (podrobněji viz dále v textu).

Fiskální impulz bude letos růst HDP mírně tlumit (Graf II.9). To je dáno odezníváním velké části podpůrných programů z doby pandemie, které napomáhaly zotavování ekonomické aktivity po většinu loňského roku. Restriktivní dopad spojený s jejich letošním ukončováním však je v tomto roce zčásti vyvažován velkým množstvím opatření na příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů souvisejících s pomocí uprchlíkům, nárůstem inflace a cen energií.⁶ V příštím roce bude

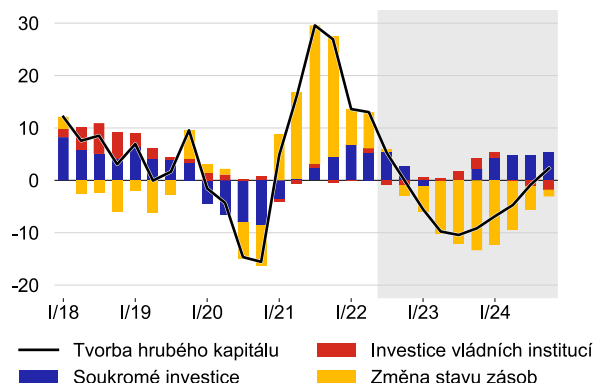
5 Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením do celého roku 2023.

6 Mezi tato opatření patří další zvýšení slevy na poplatníka, dočasné snížení spotřební daně na naftu a benzín, snížení silniční daně kvůli rostoucím cenám pohonných hmot, lednová nadstandardní valorizace důchodů, vyšší čerpání investic z fondů EU, výdaje na pomoc uprchlíkům z Ukrajiny, energetické kompenzace domácnostem (tzv. úsporný tarif), dotační program pro firmy na zvýšené náklady energií a opatření z tzv.

Graf II.7

Dynamika celkových hrubých investic bude dominantně ovlivněna tvorbou zásob

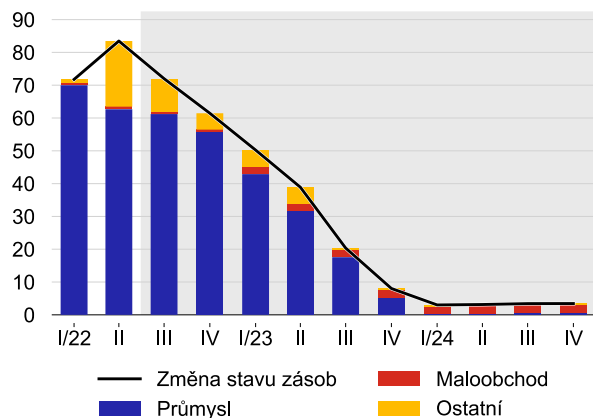
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.8

Změna stavu zásob zůstane až do poloviny příštího roku poblíž vysokých hodnot a poté výrazně klesne

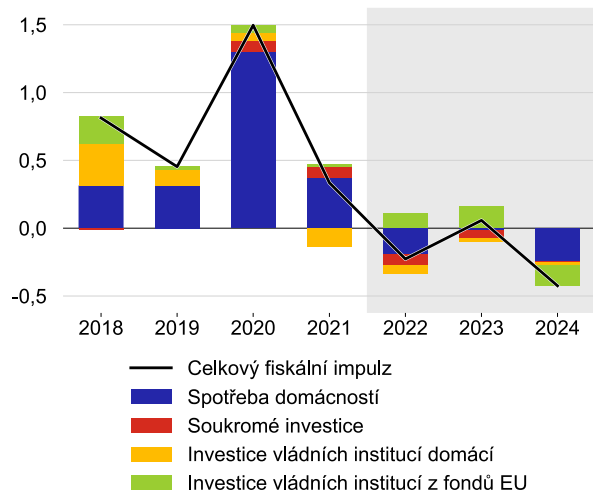
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Fiskální politika bude letos růst HDP mírně tlumit, a to přes mimořádné výdaje spojené s uprchlíky a energetickou krizí, v příštím roce naopak nepatrně stimulovat

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



příspěvek fiskální politiky k růstu HDP nepatrně kladný zejména v souvislosti s dopady prodlouženého snížení spotřební daně na motorovou naftu, navýšením limitu pro registraci plátců DPH a vyšší valorizací důchodů.⁷ Protisměrně bude působit zrušení úsporného tarifu, ukončení dotačního programu pro firmy a odeznění opatření pro podporu uprchlíků. Úplné ukončení dočasných podpůrných opatření a výpadek čerpání investic z fondů EU z důvodu pomalého náběhu čerpání v rámci nového programového období bude dynamiku HDP v roce 2024 znatelně tlumit.

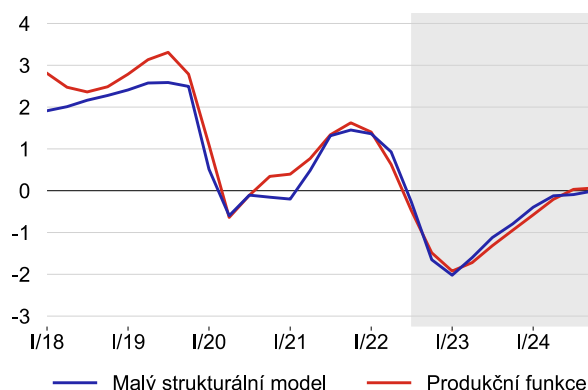
Mezera výstupu se v letošním druhém pololetí dostane do záporných hodnot, kde setrvá po většinu prognostického horizontu

Zpomalení hospodářského růstu v letošním roce povede k rychlému uzavření doposud kladné mezery výstupu a následně se s nastupující recesí ekonomika přechodně dostane pod svůj potenciál (Graf II.10). V tom se odrazí i zchlazení trhu práce. Vše bude probíhat při jen pozvolna odeznívajících nabídkových omezeních, která i letos zbrzdí dynamiku potenciálního produktu. Ta se začne pomalu navracet k dlouhodobě rovnovážné hodnotě s oživením domácí poptávky a odezněním problémů v globálních řetězcích v polovině příštího roku. Záporná mezera výstupu se současně s tím začne postupně uzavírat.

Graf II.10

Dosavadní přehřívání ekonomiky v letošním druhém pololetí rychle odezní a ekonomika se bude nacházet pod svým potenciálem

mezera výstupu v % potenciálního produktu



balíčku rodinné pomoci. Ten zahrnuje jednorázový příspěvek 5000 Kč na děti domácností s ročním příjmem do 1 mil. Kč, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a podporu zkrácených úvazků a dětských skupin.

⁷ Mimořádné výdaje státu na dorovnání zastropovaných cen energií přitom budou dle představ vládní koalice kompenzovány očekávanými příjmy z „windfall tax“, a jejich výsledný vliv na deficit vládního sektoru i na ekonomickou aktivitu tak bude zhruba neutrální.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2022	2023	2024	
HDP	meziroční změny v % procentní body	2,2 (-0,1)	-0,7 (-1,8)	2,5 (-1,3)	Výhled růstu HDP se pro letošek prakticky nemění, v příštích dvou letech bude růst ekonomiky podstatně nižší vlivem výraznějšího ochlazení domácí i zahraniční poptávky.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	0,0 (2,0)	-1,4 (-0,5)	3,5 (-0,3)	Výhled spotřeby domácností je letos vyšší kvůli lepšímu vývoji v prvním pololetí, v příštím roce bude její propad naopak hlubší vlivem horšího sentimentu a vyšších úrokových sazeb.
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v % procentní body	0,8 (-1,2)	1,6 (-0,2)	1,3 (-0,3)	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos přehodnocuje dolů vlivem nižších nemzdových výdajů spojených s uprchlíky z Ukrajiny, v dalších letech je nižší jen mírně.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	4,8 (-0,2)	1,4 (-2,5)	4,3 (1,4)	Nižší dynamika fixních investic souvisí zejména s horším výhledem zahraniční poptávky.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	-0,3 (-1,0)	2,4 (-1,0)	1,5 (-0,9)	Příspěvek čistého vývozu se na celém horizontu prognózy přehodnocuje oproti letní prognóze níže kvůli slabší zahraniční poptávce.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	1,8 (0,7)	0,0 (-0,7)	-0,2 (-1,0)	Vyšší dynamika zaměstnanosti v roce 2022 je dána především metodickou změnou (sčítání lidu 2021), v následujících letech se projeví nižší výhled ekonomické aktivity.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,5 (0,0)	3,2 (0,4)	3,7 (1,0)	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se ve druhé polovině prognostického horizontu posouvá výrazně výše z důvodu nižší očekávané ekonomické aktivity.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	6,3 (1,7)	7,7 (1,5)	7,0 (-0,5)	Rychlejší mzdová dynamika letos i příští rok odráží především pozorované silnější údaje v letošním prvním pololetí, v roce 2024 se projeví horší kondice firem a nižší poptávka po práci.

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

Napětí na trhu práce bude dále opadat

Trh práce se pohledem souhrnného indikátoru LUCI na celém horizontu prognózy bude významně ochlazovat. K tomu přispěje především vývoj v jeho reálné části (Graf II.11). Podstatným momentem bude zastavení růstu zaměstnanosti a pozvolný nárůst nezaměstnanosti. Bude se tak snižovat převis poptávky po práci nad její nabídkou, což se bude projevovat i v pokračujícím významném úbytku volných pracovních míst. Výrazný pokles reálných mezd je tlumen přetrvávajícím napětím na trhu práce na počátku prognózy. V průběhu roku 2024 se indikátor LUCI přiblíží své rovnovážné úrovni.

Reálné příjmy se letos výrazně propadnou, neboť tempo růstu nominálních mezd bude zaostávat za inflací

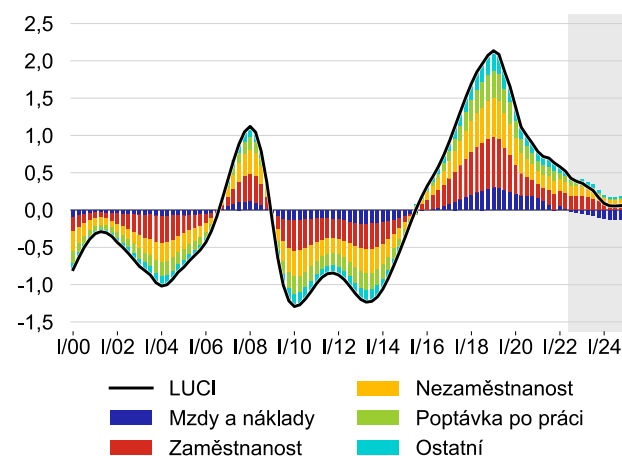
Lze předpokládat, že meziroční mzdový vývoj v tržních odvětvích již nadále nebude významněji ovlivňován jednorázovými faktory ani efekty srovnávací základny⁸,

⁸ 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

Graf II.11

Trh práce se letos pohledem indikátoru LUCI dále zchladí, v roce 2024 se přiblíží rovnováze

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchytky



kteří ztlačí mezdovou dynamiku do poloviny letošního roku (k úplnému odeznění statistických efektů v meziroční dynamice pak dojde počátkem příštího roku). Z hlediska ekonomické interpretace meziročního mzdového růstu tak postupně ztratí smysl konstruovat odhad růstu fundamentálních mezd (Graf II.12).

Nominální mzdový růst bude ve zbytku letošního roku částečně ovlivněn vysokou inflací. Kvůli silné vyjednávací pozici zaměstnanců, kterých je na trhu stále nedostatek, se projeví tlak, resp. požadavky zaměstnanců a odborů na zvyšování mezd v návaznosti na dramaticky rostoucí životní náklady. Prostor pro zvyšování mezd bude ale omezen. Firmy totiž čelí současně vysokým cenám vstupů a přetrvávajícím problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích a přitom hledí s obavami do budoucnosti, neboť nejen Evropou obchází hrozba ekonomické recese. Nebudou proto zaměstnancům dorovnávat celé zvýšení cenové hladiny. Ve zbytku letošního a po celý příští rok bude mzdová dynamika kolísat okolo 7% úrovně. Reálná mzda proto výrazně poklesne. V roce 2024, tedy po odeznění všech problémů spojených s výrobními řetězci i energetickou krizí, dále poklesne inflace a obnoví se hospodářský růst. To vyústí v solidní růst reálných mezd, a to i přes zvolňující dynamiku mezd nominálních. Tím bude s odstupem zaměstnancům částečně kompenzován propad příjmů z let 2022 a 2023. V návaznosti na probíhající jednání tripartity prognóza předpokládá zvýšení minimální mzdy od 1. ledna 2023 o 1000 Kč.

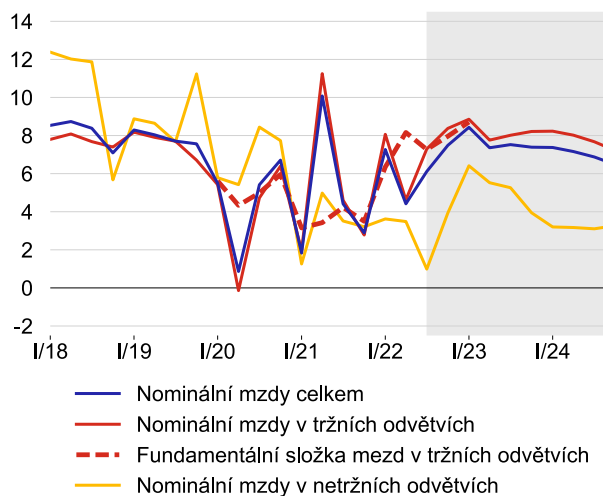
Platy v netržních odvětvích porostou v následujících letech mírnějším tempem než v soukromé sféře. Státní rozpočet pro rok 2022 stanovil 2% růst platů pedagogickým pracovníkům v regionálním školství a plošně navýšil platy pro složky integrovaného záchranného systému a pracovníky v sociálních službách o 700 Kč. Prognóza současně zohledňuje navýšení mezd o 10 % pro pracovníky veřejné správy a služeb s nejnižšími příjmy (nepedagogičtí pracovníci ve školství, zaměstnanci, kteří nejsou pod státní službou, oblast kultury a další), které je v platnosti od 1. září 2022 a týká se asi 370 tisíc zaměstnanců. Zbylým zaměstnancům ve státní správě by měly být mzdy do konce roku zmrazeny. V letech 2023 a 2024 prognóza zohledňuje informace z návrhu státního rozpočtu na rok 2023, který počítá s plošnějším růstem platů většiny státních zaměstnanců. V příštím roce bude současně dobíhat efekt mimořádného zvýšení mezd pro vybrané pracovníky s nejnižšími příjmy od letošního září.

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.

Graf II.12

Nominální mzdový růst ztlačí v tržních i netržních odvětvích, což bude částečně zmírňovat pokles mezd v reálném vyjádření

nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %



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

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. Vzhledem k očekávanému plnému odeznění těchto vlivů z minulosti splyne v nejbližších čtvrtletích prognóza fundamentální mzda s oficiálně vykázanou mzdou v tržních odvětvích.

Také růst objemu mezd a platů je dominantně ovlivněn zvýšenou pozorovanou i předpokládanou mzdovou dynamikou v letošním a příštím roce. V opačném směru bude naopak působit zastavující se růst přepočteného počtu zaměstnanců, ve kterém se příliš neprojevuje příchod občanů Ukrajiny. Na výhledu se pak dynamika počtu zaměstnanců přepočtených na celé úvazky propadne mírně do záporu, a to v reakci na útlum ekonomické aktivity a pokles poptávky po práci. Výsledkem toho bude zhruba stabilní růst objemu mezd a platů na mírně zvýšené úrovni. V reálném vyjádření objem mezd a platů v roce 2022 hluboce poklesne (Graf II.13), což bude dáno výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za vysokou inflací. Až ve druhé polovině příštího roku dojde opět k nárůstu reálné kupní síly v ekonomice, především kvůli výrazně zpomalující inflaci i zlepšení celkové makroekonomické situace.

Zaměstnanost letos dosáhne svého vrcholu, následně bude pozvolna klesat v reakci na propad ekonomické aktivity

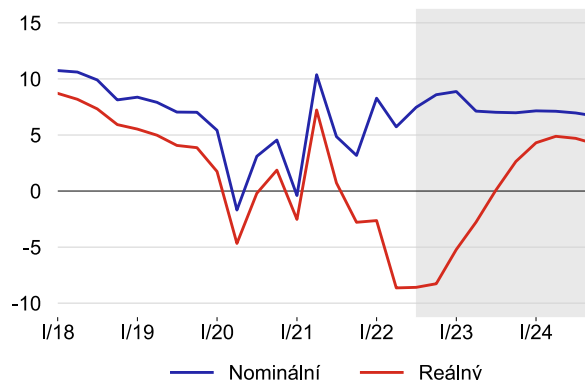
Zaměstnanost v letošním roce zpomalí svůj růst a následně přejde do mírného poklesu (Graf II.14). Tomuto vývoji odpovídá již pozorované výrazné snížení počtu nově hlášených volných pracovních míst i celkového počtu volných pracovních míst. Donedávna ještě velmi výrazná náborová aktivita firem tak spolu s rostoucí nejistotou ohledně budoucího ekonomického vývoje stagnuje či se dokonce mírně snižuje. Z hlediska vnitřní struktury bude vývoj celkové zaměstnanosti dán zejména snižujícím se počtem zaměstnanců, počet podnikatelů bude zhruba stabilní. Pokles ekonomické aktivity a zhoršená finanční situace firem se projeví mírným propouštěním, přičemž firmy propustí méně produktivní zaměstnance. Příchod Ukrajinců se ve statistikách VŠPS neprojevuje, neboť povaha tohoto šetření to prakticky neumožňuje.⁹ Stagnaci či mírné snížení zaměstnanosti pro nejbližší měsíce naznačují také některé vysokofrekvenční a předstihové indikátory nebo šetření Evropské komise¹⁰.

Obecná míra nezaměstnanosti zůstane letos zhruba stabilní a od konce roku se začne pozvolna zvyšovat. Na konci prognostického horizontu se pak míra nezaměstnanosti vrátí do pásma, které nebude značit přehřívání trhu práce. Podobný vývoj prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob.

Graf II.13

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

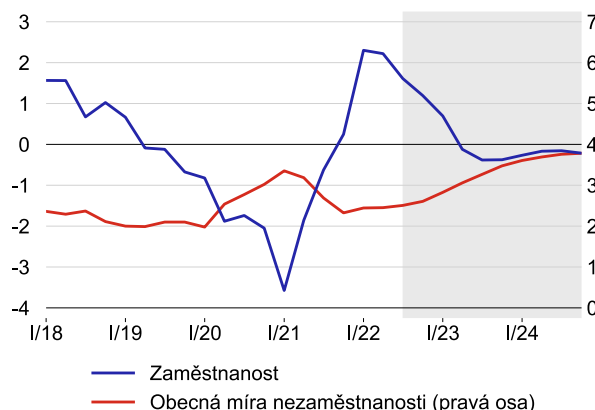
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.14

Vlivem horší makroekonomické situace se zastaví růst zaměstnanosti a zvolna začne narůstat nezaměstnanost

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



9 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.

10 Index očekávané zaměstnanosti společnosti ManpowerGroup pro čtvrté čtvrtletí 2022 výrazně poklesl. Naopak podle Google Trends je skóre témat „nezaměstnanost“ i „podpora v nezaměstnanosti“ relativně nízké.

BOX 1 Hospodaření a cenotvorba podniků a podnikatelů v podmínkách pokračujícího energetického šoku

Česká i evropská ekonomika se již přes rok potýká s dramaticky rostoucími cenami energií. Intenzita tohoto růstu nabrala na síle se začátkem ruské invaze na Ukrajinu a další zhoršení přineslo omezení dodávek plynu z Ruska. Ceny energií – zejména plynu a elektřiny – dosahují dříve zcela nemyslitelných úrovní a výrazně dopadají na hospodaření domácností, firem i státu. Tento box se zabývá finanční kondicí podniků i živnostníků a intenzitou, se kterou tyto sektory promítají rychlý růst svých výrobních nákladů do konečných cen. Snaží se také odpovědět na otázku, jak se vyvíjejí zisky firem a podnikatelů z hlediska jejich dlouhodobé trendové úrovně, tedy zda si výrobci zvyšují zisk více, než je běžné, a to i v prostředí rychlého růstu nákladů.

Podniky a podnikatelé mohou v zásadě zvýšit svůj zisk několika způsoby: snížením nákladů (které je však v aktuálně vysoce proinflačním prostředí těžce realizovatelné), prodejem většího množství vyráběných produktů a poskytovaných služeb nebo zdražením jejich jednotkové ceny. Vzhledem k tomu, že českými spotřebiteli poptávané množství zboží a služeb (tj. jejich reálná spotřeba) poslední tři čtvrtletí již neroste, případné navyšování zisku by bylo zřejmě generováno výrazným zdražováním.¹ To by znamenalo proinflační tlak, který není pro měnovou politiku v prostředí aktuálně dvouciferné inflace žádoucí.

Cenové tlaky v ekonomice je možné detailněji zhodnotit pomocí rozkladu deflátoru HDP a deflátoru hrubé přidané hodnoty (HPH). Rozklad deflátoru HDP (Graf 1)² lze zkonstruovat na základě rozkladu nominálního HDP, který je z důchodového pohledu součtem hrubého provozního přebytku, náhrad zaměstnancům a salda daní a dotací. Pokud všechny členy v této rovnici vydělíme reálným HDP, získáme členění deflátoru HDP dle jednotlivých složek. Hrubý provozní přebytek na jednotku produktu (neboli jednotkový zisk) lze detailněji členit dle sektorů na domácnosti, nefinanční podniky a ostatní.

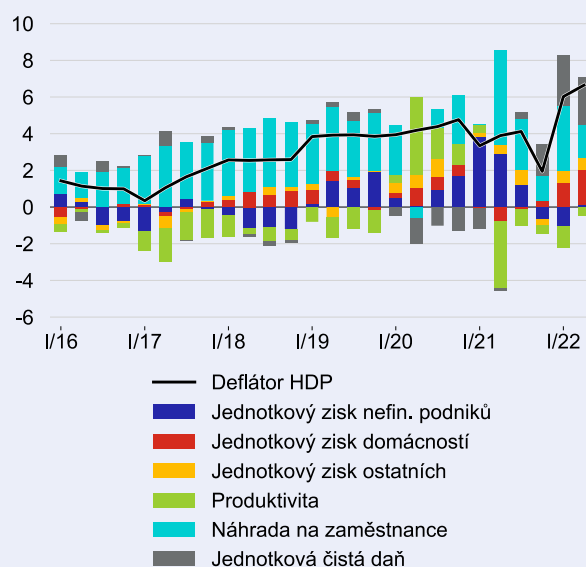
Z pohledu nedávné historie stojí za pozornost především zvýšené příspěvky jednotkového zisku podnikajících domácností (tj. osob samostatně výdělečně činných neboli podnikatelů či živnostníků). U nich po covidovém šoku dochází k určitému „dohánění“ ušlých zisků. To ve vývoji deflátoru hrubé přidané hodnoty (Graf 2) signalizují dominantní příspěvky obchodu zahrnující též dopravu a pohostinství, tedy odvětví, která byla nejvíce zasažena pandemickými uzavírkami a kde jsou výrazně zastoupeny malé firmy (živnostníci, podnikatelé)

Výrazné jsou v rozkladu deflátoru HDP také příspěvky jednotkové čisté daně, neboli rozdílu mezi daněmi

Graf 1

V prvním pololetí letošního roku k růstu deflátoru HDP nejvíce přispívají náhrady na zaměstnance, zisky podnikajících domácností (živnostníků a podnikatelů) a čisté daně

deflátor HDP, meziroční růst v %, příspěvky v p. b.

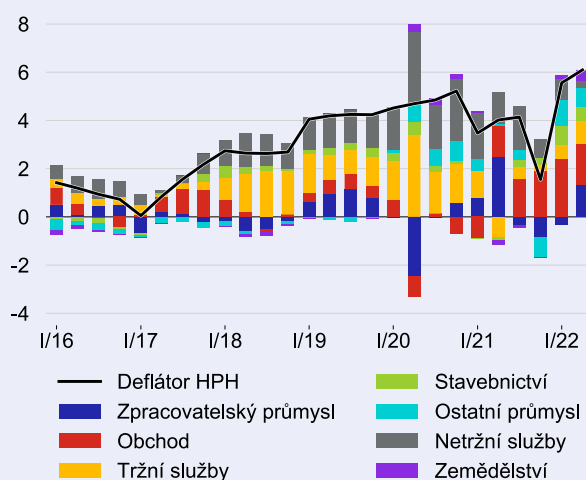


Poznámka: Součet příspěvků produktivity a náhrady na zaměstnance přibližně odpovídá příspěvku nominálních jednotkových mzdových nákladů.

Graf 2

Cenové tlaky v ekonomice jsou plošné, nejvíce viditelné jsou v odvětví obchodu, dopravy a pohostinství, kde jsou výrazně zastoupeny malé firmy (živnostníci a podnikatelé)

deflátor hrubé přidané hodnoty, meziroční růst v %, příspěvky v p. b.



Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu.

a dotacemi na jednotku produktu. To odráží ukončování podpůrných covidových programů. Viditelné, byť ve srovnání s předpandemickým obdobím spíše nižší, jsou příspěvky náhrad na zaměstnance, tedy ukazatel nákladů práce. Jednotkový zisk nefinančních podniků (tedy středních a velkých firem) působí na cenový růst zhruba neutrálně.

Současná výše hrubého provozního přebytku (zisku) živnostníků souvisí s aktuální dvoucifernou inflací. Proto byl očištěn o cenový vliv pomocí deflátoru HDP. **Graf 3** ukazuje trendcyklický rozklad takto upravené časové řady. Je patrné, že živnostníci v poslední době dokázali vytvářet vyšší reálný zisk, než který by odpovídal trendové úrovni. To signalizuje vyšší než normální reálné zisky, které jsou pravděpodobně důsledkem zdražování produktů na pozadí donedávna solidní poptávky domácností po zboží a službách produkovaných podnikatelským sektorem. Pokud by spotřebitelé nebyli ochotni akceptovat vysoké ceny, museli by podnikatelé naopak své zisky snižovat.

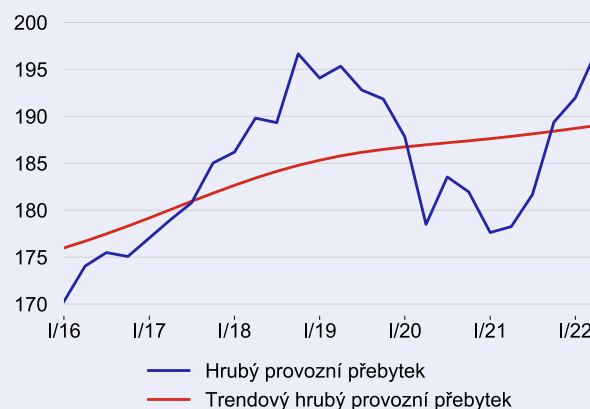
Z hlediska objemu zisků je pro ekonomiku nejvýznamnější sektor nefinančních podniků, který jich vytvoří více než polovinu. Trendcyklický rozklad jejich reálného hrubého provozního přebytku zobrazený v **Grafu 4** ukazuje, že tvorba zisku se po pandemii pohybovala v rámci běžné volatility posledních let. Při detailnějším členění pro jednotlivá odvětví jsme využili individuální údaje o zhruba 2000 největších domácích podnicích.³ Vzhledem k vysoké volatilitě dat však provedený trendcyklický rozklad neposkytoval jednoznačnou odpověď. Ekonomickou kondici podniků proto v **Grafu 5** popisujeme pomocí míry zisku definované jako podíl výsledku hospodaření a účetní přidané hodnoty. Ve všech odvětvích se takto definovaná míra zisku pohybuje minimálně na předpandemické úrovni. Nejvyšších hodnot dosahuje odvětví telekomunikace, kde je však situace výrazně zkruslena posledním pozorováním v jedné z velkých telekomunikačních firem. Vysoké ziskovosti dosahuje také odvětví těžby a energetiky, což pravděpodobně souvisí se zvýšením cen energií v uplynulých dvanácti měsících. Zpracovatelský průmysl, který byl po pandemii zasažen jednak problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích a také aktuálním energetickým šokem, si udržuje míru zisku na solidní úrovni. V dalších důležitých odvětvích domácí ekonomiky – obchodě, dopravě a pohostinství – se míra zisku zvyšuje.⁴

Hypotézu o solidní kondici podniků v důsledku vyšších marží podporuje odhad mezery marží ve spotřebitelském sektoru v jádrovém predikčním modelu g3+. Marže ve spotřebitelském sektoru představují rozdíl mezi pozorovanými cenami a odhadovanými jednotkovými mezními náklady výrobců finálních spotřebních statků. Vyjádření ve formě mezery marží pak ukazuje odchylku aktuálních marží od jejich dlouhodobě rovnovážné hodnoty.

Graf 3

Zisky živnostníků se aktuálně pohybují nad trendovou úrovní

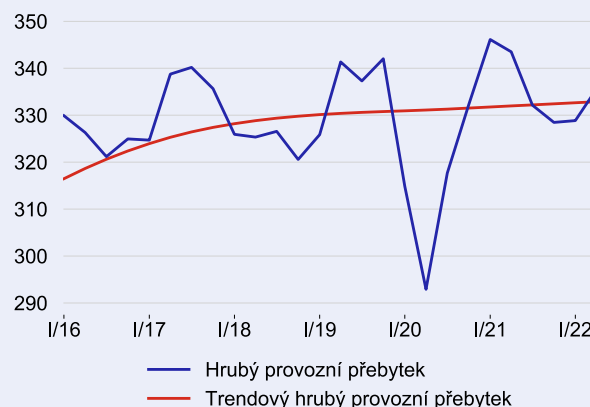
hrubý provozní přebytek domácností v mld. Kč, stálé ceny, HP filtr (lambda = 1600)



Graf 4

S výjimkou prudkého propadu během pandemie se zisky podniků udržují v blízkosti trendu

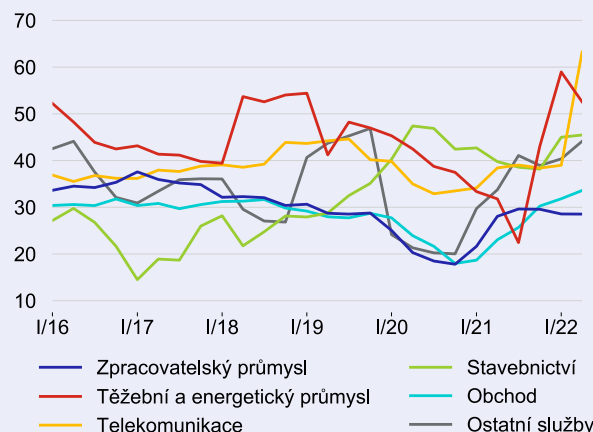
hrubý provozní přebytek nefinančních podniků v mld. Kč, stálé ceny, HP filtr (lambda = 1600)



Graf 5

Míra zisku velkých podniků se napříč odvětvími pohybuje na solidní úrovni

míra zisku v %, roční klouzavý průměr



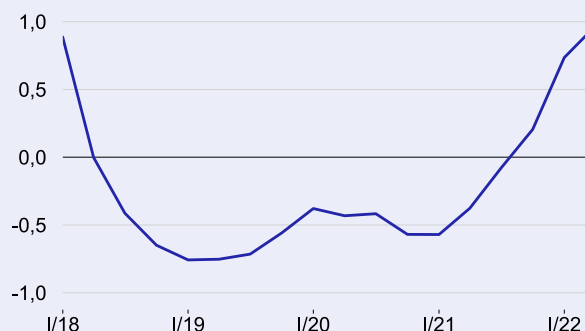
Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu.

Kladná mezera marží tak odpovídá vyšší než obvyklé „ziskové přírážce“ firem, naopak záporná mezera představuje nižší než obvyklou přírážku. V případě, že se mezera v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak). Jak je patrné z [Grafu 6](#), mírně záporná mezera marží se začala uzavírat již od začátku minulého roku a během loňského podzimu následně přešla do kladných hodnot. V postupném nárůstu mezery marží se projevila postupný ústup pandemie, tak i přetrvávající silný spotřebitelský apetit odrážející realizaci odložené poptávky, resp. utrácení vynucených úspor. Postcovidový hlad po zboží a službách navíc v podmínkách stále narušeného fungování globálních a výrobních řetězců způsobil značný převis poptávky nad nabídkou, který otevřel prostor pro zvyšování marží výrobců a prodejců.

Graf 6

Mezera marží ve spotřebitelském sektoru se v uplynulém roce otevřela do vysoce kladných hodnot

mezera marží spotřebitelských statků v %, výpočet ČNB



- 1 Celková poptávka po produkci firem i podnikatelů není tvořena jen spotřebou domácností, ale pochází významně i z ostatních výdajových složek HDP, např. z vývozu. Primárně se však soustředíme na poptávkovou situaci v domácím prostředí, pro kterou je spotřeba domácností nejhodnější aproximací.
- 2 Představený rozklad deflátoru HDP vychází z materiálu litevské centrální banky [Analysis of profit indicators calculated from national accounts](#), Lithuanian Economic Review, December 2015. Zde je velmi podrobně a přehledně popsána metodologie výpočtu. Nad rámec uvedeného zdroje jsme využili i publikaci [Ekonomický a menový vývoj](#), jeseň 2022, Box 2, Národní banka Slovenska. Při přípravě tohoto textu jsme se inspirovali také třemi analytickými boxy ECB: [How do profits shape domestic price pressures in the euro area?](#), ECB Economic Bulletin, Issue 6/2019, [What accounts for the recent decoupling between the euro area GDP deflator and the HICP excluding energy and food?](#), ECB Economic Bulletin, Issue 6/2016 a [Using National Accounts Data to Gauge Price Pressures in the Euro Area](#), ECB Monthly Bulletin, December 2006.
- 3 Data pocházejí z odpovědí respondentů výkazu ČSÚ P6-04, který zahrnuje největší podniky dle velikosti aktiv.
- 4 Míra zisku nefinančních podniků dle agregátního pohledu ČSÚ (tedy zahrnující i malé a střední podniky) ve druhém čtvrtletí 2022 dosáhla 44,7 % a byla tak stejná jako v předchozím čtvrtletí, ovšem o 2 procentní body nižší než před rokem.

III. INFLACE

Aktuálně vysoká inflace ještě dále mírně vzroste. Ve čtvrtém čtvrtletí se s přispěním všech složek zvýší v průměru nad 18 %. Jádrová inflace přitom zvolní, avšak i nadále se v ní bude projevovat silná dynamika produkčních cen v tuzemsku i v zahraničí, stejně jako kulminující ziskové marže domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. Nadcházející další zrychlení růstu regulovaných cen způsobené opětovně rostoucími účty za energie spojené s bydlením bude částečně tlumeno odpuštěním poplatků za obnovitelné zdroje energie. Současně bude domácnostem ve zbytku letošního roku růst cen plynu, elektřiny a tepla vládou zčásti kompenzován též zavedeným úsporným tarifem. Vysoké ceny agrárních komodit povedou k dalšímu zdražení potravin. Na přelomu roku se na druhou stranu sníží donedávna rekordně vysoké nákladové tlaky tažené dovozními cenami i domácí ekonomikou. Mzdový vývoj nebude v podmínkách ekonomického útlumu výrazně eskalovat a aktuálně vysoké marže výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb se sníží. K tomu přispěje i předchozí zpřísnění měnové politiky. V příštím roce se nákladové tlaky s přispěním všech složek dále zmírní a inflace bude rychle klesat. V roce 2024 se celková i měnověpolitická inflace sníží do blízkosti 2% cíle ČNB. K tomu v prognóze přispěje i růst úrokových sazeb na konci letošního roku.

Silné celkové nákladové tlaky v létě kulminovaly a s odezníváním rychlého růstu dovozních cen budou slábnout, nicméně zůstanou do konce příštího roku zvýšené

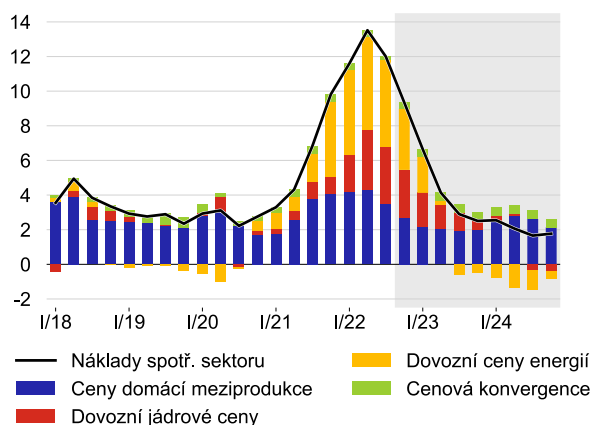
Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru ve třetím čtvrtletí 2022 polevila vlivem zmírnění růstu dovozních cen i cen domácí meziprodukce (Graf III.1). Příspěvek jádrové složky dovozních cen se snížil z důvodu odeznívání vysokého růstu cenového jádra zahraničních průmyslových výrobců. Do jeho snižující se dynamiky se promítlo ustupování obtíží v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. Příspěvek dovozních cen energií se také přechodně zmínil, a to navzdory skokovému zrychlení růstu energetické složky zahraničních výrobních cen. To se totiž v celkových domácích nákladech vlivem cenových strnulostí projeví převážně až se zpožděním v nadcházejících čtvrtletích. Ke zvolnění růstu celkových nákladů přispěla i domácí ekonomika.

Nákladové tlaky se budou dále rychle zmírňovat i v následujících čtvrtletích. Bude to způsobeno snižováním tempa růstu dovozních cen i cen domácí meziprodukce. Ve druhé polovině příštího roku dynamiku nákladů začne postupně tlumit záporný příspěvek dovozních cen energií související s očekávanou částečnou korekcí vysokých cen plynu a elektřiny na komoditních burzách. Navíc se zmírní i tempo růstu jádrových dovozních cen vlivem vyprchání problémů v globálních řetězcích. Opačným směrem však budou působit postupně opět mírně silící domácí náklady. Celkové nákladové tlaky tak ve druhé polovině příštího roku zůstanou zvýšené. V roce 2024 se tempo jejich růstu ustálí na rovnovážné hodnotě 2 %, a to navzdory přechodně zvýšeným domácím nákladům,

Graf III.1

Mimořádně silné nákladové tlaky budou opadat zejména vlivem slábnoucího působení dovozních cen

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



kteří vyváží pokles dovozních cen podpořený obnoveným posilováním kurzu koruny.

Domácí nákladové tlaky po nepatrném zmírnění koncem letošního roku zůstanou v příštím roce na zvýšené úrovni

Ke zrychlení dynamiky domácích nákladů (Graf III.2) v první polovině letošního roku přispěl z velké části svižný mzdový růst. Ten pokračoval i ve třetím čtvrtletí a byl výrazným tahounem růstu domácích nákladů. Naopak z důvodu pozvolného ochlazování ekonomické aktivity během léta se příspěvek ceny kapitálu posunul do záporného působení. Souběžně s tím došlo k mírnému poklesu efektivity práce.

Domácí nákladové tlaky se koncem letošního roku dále lehce zmírní. Ekonomická aktivita totiž znatelně mezičtvrtletně poklesne v důsledku pokračujícího ochlazování domácí poptávky zasažené hlubokým propadem reálných příjmů domácností v důsledku vysoké inflace. To dále prohloubí záporný příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů. Další citelné zhoršení efektivity práce naopak bude působit proinflačně.

Od začátku roku 2023 zůstane růst domácích nákladů zvýšený. Příspěvek mezd k růstu nákladů bude postupně zesilovat v souvislosti se snahou o alespoň částečné zpětné dorovnání poklesu reálných příjmů z letošního roku. Do mzdových nákladů se také promítne prognózou předpokládané navýšení minimální mzdy od 1. ledna 2023 o 1000 Kč. Hospodářský výkon se bude pozvolna zotavovat i přes možné napětí na trhu s energiemi během topné sezóny. Postupně se tak obnoví kladný příspěvek ceny kapitálu. Vzhledem k ochlazování trhu práce v průběhu příštího roku začne růst efektivity práce více než vyvažovat příspěvky ceny kapitálu, a tím růst domácích nákladů tlumit. Míra nezaměstnanosti totiž příští rok mírně poroste s tím, jak budou zaměstnavatelé upravovat skladbu svých pracovních týmů s ohledem na jejich produktivitu. Během roku 2024 již ekonomický růst zřetelně oživí, přičemž dříve přehřátý trh práce se dále zchladí. To povede i k určitému zmírnění růstu mzdových nákladů i domácích nákladových tlaků jako celku.

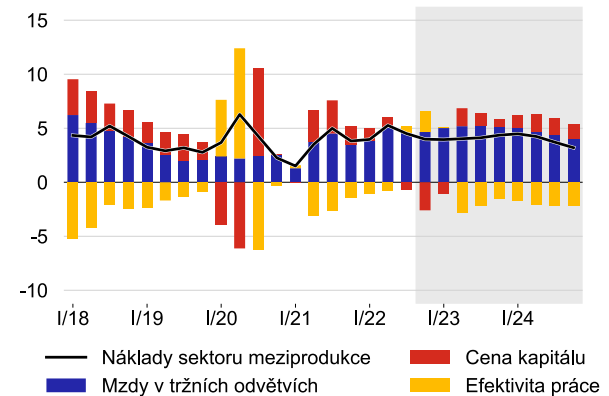
Růst marží, který inflaci dosud podporoval, se na přelomu letošního a příštího roku zastaví, a to v návaznosti na oslabující poptávku

Dosud výrazně kladná a dále narůstající mezera marží odrážející zvyšování cen nad rámec růstu nákladů domácími výrobci, prodejci a poskytovateli služeb se začátkem příštího roku začne obracet (Graf III.3). Bude to důsledkem nejen výrazného ochlazení soukromé spotřeby, v němž se odrazí snížená koupěschopnost domácností, ale také dosavadního zpříšňování měnové politiky. Uvedené vlivy budou tlumit spotřebitelský apetit a prodejci budou muset při nižší poptávce své ziskové marže postupně snižovat. To přispěje ke zpomalování inflace. Analýze dosavadního vývoje inflace z pohledu

Graf III.2

Domácí nákladové tlaky se koncem letošního roku zmírní, zůstanou však zvýšené se značným přispěním mzdového růstu

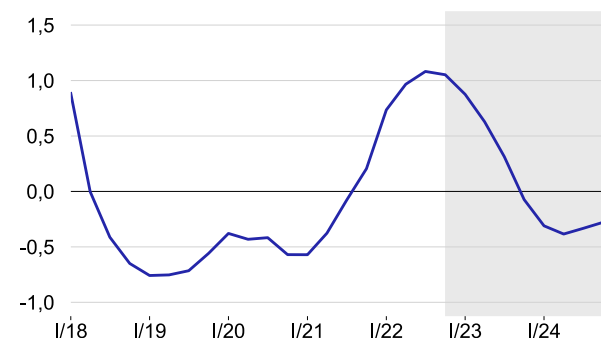
náklady sektoru mezispotřebních statků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.3

Výrazně kladná mezera marží se na výhledu bude uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky, k němuž napomůže i zpříšnění 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 přírážce“ firem, naopak záporná mezera představuje nižší než obvyklou přírážku. V případě, že se mezera v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak).

poptávkových a ostatních faktorů se věnuje **Box 2** na konci této kapitoly.

Inlace ve čtvrtém čtvrtletí 2022 dále dočasně mírně zrychlí, na jednociferné hodnoty se vrátí ve druhé polovině příštího roku

K dalšímu mírnému zvýšení celkové inflace (**Graf III.4**) v závěru letošního roku přispěje zejména zrychlení růstu regulovaných cen a cen potravin. Příspěvek jádrové inflace se naopak oproti předchozímu čtvrtletí zmírní. Spolu s tím se sníží dynamika cen pohonných hmot. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí zvýší nad 18 % (**Graf III.5**).

V rámci cenového jádra dále narůstá dynamika cen obchodovatelných statků, naopak u cen neobchodovatelných statků začala zvolňovat

Jádrová inflace zůstala v průběhu třetího čtvrtletí stabilní, což bylo způsobeno protichůdným působením zrychlujícího zdražování zboží a naopak zpomalujícího růstu cen služeb. Ve čtvrtém čtvrtletí začne dynamika jádrové inflace zvolňovat (**Graf III.5**). To bude souviset zejména se snižujícím se příspěvkem imputovaného nájemného (**Graf III.6**), které je její významnou položkou. V něm se začíná naplno projevovat předchozí zvyšování úrokových sazeb, které zbrzdilo růst úvěrů na bydlení a cen nemovitostí.

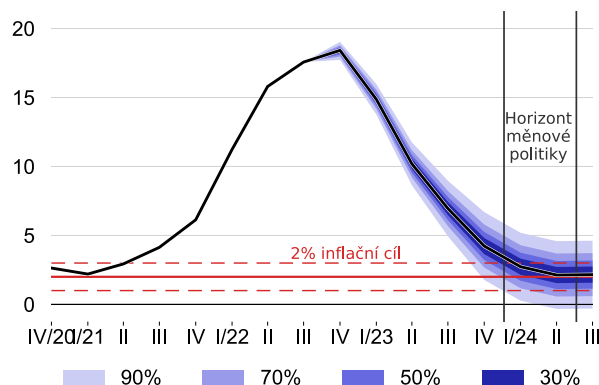
Konkrétně se ve zpomalování dynamiky imputovaného nájemného projevuje souběh zvolňování meziroční dynamiky cen nových nemovitostí (po dvou a půl letech zrychlování meziročního růstu jejich dynamika zpomalila z téměř 30 % na 25 % ve druhém čtvrtletí 2022), razantního snižování poptávky po nových hypotékách a snižující se dynamiky cen stavebních materiálů. Růst jejich cen se během léta snížil z květnových 26,5 % na zářijových 18,3 %. Dynamika cen stavebních prací se již dvě čtvrtletí v řadě drží na hodnotách kolem 13 %. Podle posledních dostupných dat se začala snižovat rovněž meziroční dynamika cen obydlí jako celku (tedy nových i existujících bytů a domů včetně půdy), a to na přibližně 23 % ve druhém čtvrtletí 2022.¹¹ Zvolňování bude pokračovat i ve druhé polovině letošního roku, mimo jiné vlivem zvýšených úrokových sazeb z hypotečních úvěrů.

Jádrová inflace se ve čtvrtém čtvrtletí začne snižovat, avšak pokles z výchozích vysokých hodnot bude pozvolný. To bude souviset zejména s pomalu odezdnávajícím růstem cen průmyslových výrobců v zahraničí, který se citelně přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Utlumování domácí poptávky bude působit ve stejném směru. Zvolňování jádrové inflace bude s přispěním zpřísněných domácích měnových podmínek, zchlazení trhu

Graf III.4

Inlace se ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku zvýší nad 18 %, poté začne klesat a v první polovině roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle

celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti

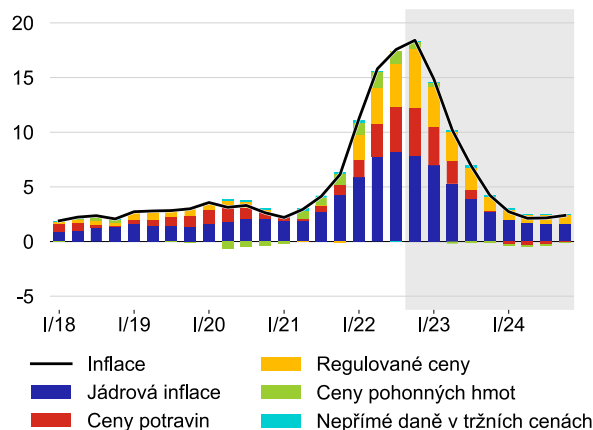


Poznámka: Horizont měnové politiky je v této prognóze umístěn do období vzdáleného 15–21 měsíců a odpovídá tedy první polovině roku 2024.

Graf III.5

Růstu spotřebitelských cen bude i nadále dominovat jádrová inflace, významný však bude i zvyšující se příspěvek regulovaných cen a zdražování potravin

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



¹¹ Měřeno indexem cen bytových nemovitostí (House Price Index) ČSÚ. Tento index přímo nevstupuje do nákladů vlastnického bydlení v rámci CPI (imputovaného nájemného).

práce i nadcházející ekonomické recese pokračovat i v letech 2023 a 2024.

Dynamika regulovaných cen dosáhne vrcholu na konci letošního roku

Meziroční růst regulovaných cen v říjnu mírně zpomalí vlivem odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie.¹² V listopadu a prosinci naopak výrazně zrychlí, a to jak vlivem snížené srovnávací základny dané loňským dočasným odpuštěním DPH na elektřinu a plyn, tak z důvodu dalšího zdražování energií spojených s bydlením (elektřina, plyn, teplo). To souvisí s eskalujícími burzovními cenami energií na konci léta. V souhrnu bude dynamika regulovaných cen ve čtvrtém čtvrtletí 2022 kulminovat na hodnotách okolo 40 % (Graf III.7).

Na počátku roku 2023 se projeví další vládní opatření na pomoc s vysokými cenami energií, a to zastropování cen elektřiny a plynu.¹³ Způsobí, že se sníží zejména dynamika cen plynu pro domácnosti. Ceny plynu se již u většiny dodavatelů nacházejí nad tímto cenovým stropem, jehož zavedení tudíž povede k faktickému zlevnění plynu od ledna. Ceny silové elektřiny pro domácnosti jsou naopak u většiny kontraktů zachycených ve statistice spotřebitelských cen dosud pod stanoveným stropem. Jeho zavedení tedy k faktickému zlevnění elektřiny nepovede a její ceny budou mít spíše tendenci se směrem k tomuto stropu zvýšit. V průběhu roku 2023 bude dynamika regulovaných cen sice výrazně zvolňovat v návaznosti na pokles cen energetických komodit na burze, avšak nadále se bude pohybovat na vysokých úrovních. Zklidnění růstu regulovaných cen lze očekávat až v roce 2024.

Zdražování potravin bude kulminovat ve čtvrtém čtvrtletí 2022

K mírnému zrychlení dynamiky cen potravin ve čtvrtém čtvrtletí (Graf III.5) přispějí nadále zvýšené ceny světových agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců v podmínkách rostoucích nákladů na energie. Tyto náklady promítají do růstu svých cen jak domácí zemědělské výrobci, tak producenti potravin. Zdražení lze v následujících měsících očekávat napříč všemi kategoriemi potravin, zejména pak u vepřového masa z důvodu jeho nedostatečné nabídky v Evropě. V průběhu roku

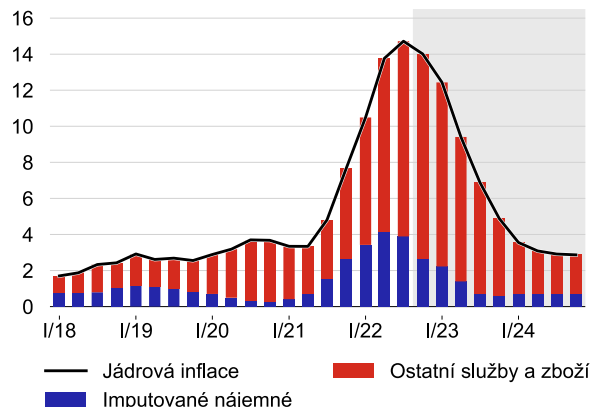
12 Odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR bude platné od října 2022 do prosince 2023. Další vládní opatření na pomoc s vysokými cenami energií platné od října 2022 je tzv. úsporný tarif. V jeho rámci domácnosti obdrží podle výše spotřeby příspěvek 2000 nebo 3500 Kč. Bezprostřední dopad úsporného tarifu do jednotkových cen energií souvisejících s bydlením – tedy do cen příslušných reprezentantů v rámci indexu spotřebitelských cen – je nejistý. Proto není v podzimní prognóze v růstu regulovaných cen jako takových zohledněn a pracuje se s ním jako s fiskálním kompenzačním opatřením.

13 Cenový strop bude činit 6,05 Kč/kWh včetně DPH u silové elektřiny a 3,025 Kč/kWh včetně DPH u plynu a bude uplatněn pro dodávky uskutečněné od ledna do prosince 2023. Cílem opatření je ochránit domácnosti, veřejné instituce a malé a střední podniky před dopady výrazného zdražování energií.

Graf III.6

Donedávna silící příspěvek imputovaného nájemného se od léta začal také vlivem dosavadního zvyšování úrokových sazeb snižovat, což podpoří pokles jádrové inflace v příštích čtvrtletích

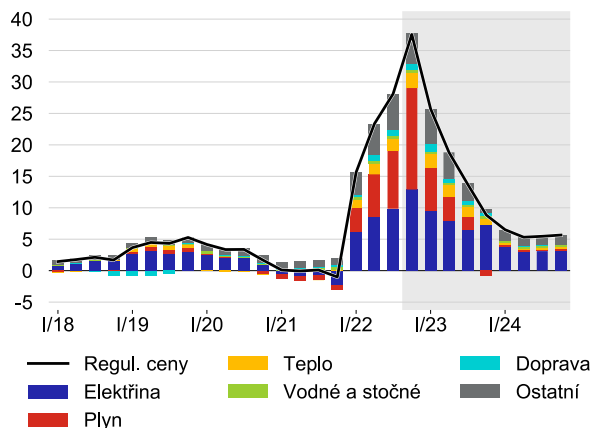
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.7

Dynamika regulovaných cen bude v letech 2022–2023 mimořádně vysoká, a to i přes tlumící efekt vládních opatření, až v roce 2024 lze očekávat výrazné zklidnění

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



2023 pak zdražování potravin ztlačí zčásti v souvislosti s korekcí světových cen agrárních komodit i ochlazením domácí poptávky a na konci roku 2023 dokonce přejdou ceny potravin do poklesu.

Dynamika cen pohonných hmot bude v závěru letošního roku zhruba stabilní

Pohonné hmoty (po očištění o vliv přechodného snížení spotřební daně, viz níže) během letošního třetího čtvrtletí vlivem poklesu cen ropy a marží v celém výrobním a distribučním řetězci ztlačily.¹⁴ V říjnu však začaly ceny u čerpacích stanic opět stoupat v návaznosti na oznámené snížení těžby ropy zeměmi OPEC+. V následujících měsících bude meziroční dynamika cen pohonných hmot zhruba stabilní. V prvním pololetí 2023 pak ceny u čerpacích stanic vlivem slábnoucí poptávky i vysoké srovnávací základny meziročně poklesnou.

Rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací se dočasně rozšíří

Změny nepřímých daní budou na růst spotřebitelských cen působit obousměrně. Od letošního ledna došlo k dalšímu zvýšení spotřební daně na tabák. Snížení spotřební daně na benzín a naftu o 1,50 Kč/l od června pak vedlo k dočasnému zápornému příspěvku změn nepřímých daní k inflaci ve výši 0,14 procentního bodu (Graf III.8).¹⁵ Spotřební daň na benzín se od října vrátila na původní úroveň, u nafty však bylo snížení spotřební daně prodlouženo až do konce roku 2023. Dočasné prominutí DPH na elektřinu a plyn v posledních dvou měsících roku 2021 krátkodobě rozšířilo rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací na konci letošního roku, a to vlivem srovnávací základny. Počátkem roku 2023 pak dojde ke zvýšení spotřební daně na cigarety o 5 %. Měnověpolitickou inflaci tyto změny neovlivňují, a proto na ně centrální banka nereaguje. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny způsobených odpovídajícím promítnutím změn nepřímých daní. Od nich centrální banka zpravidla zcela odhlíží, zejména pokud – jako v tomto případě – nemají zřetelné dlouhodobé sekundární dopady do cenového růstu.

Na horizontu měnové politiky vzdáleném v základním scénáři podzimní prognózy 15–21 měsíců, tedy v první polovině roku 2024, se měnověpolitická inflace i díky prognózovanému krátkodobému růstu úrokových sazeb sníží do blízkosti inflačního cíle (Graf III.9).

¹⁴ Cena benzínu klesla více zásluhou postupné normalizace rafinérských marží. Naopak ceny motorové nafty a topného oleje se nadále držely vysoko, protože vzrostla poptávka elektráren, které se snaží nahradit ropnými produkty drahý zemní plyn.

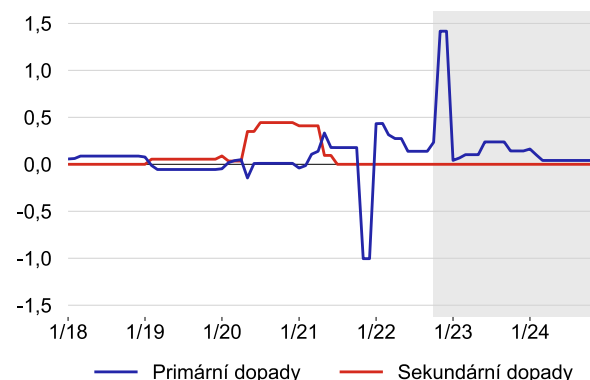
¹⁵ Oproti letní prognóze byl z primárních dopadů změn nepřímých daní výjmut vliv odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie (OZE), jehož zohlednění v daňových změnách je obestřeno velkou nejistotou. Odpuštění poplatků za OZE na prognóze nicméně ovlivňuje spotřebitelské ceny v rámci regulovaných cen energií jako takových.

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 (snížování) 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 výjimky.

Graf III.8

Primární dopady změn nepřímých daní budou odrážet změny ve spotřebních daních na tabák a pohonné hmoty a bazický efekt prominutí DPH na energie v závěru loňského roku

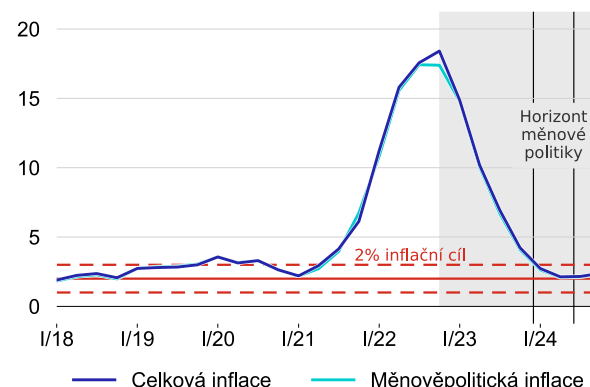
primární a sekundární dopady změn daní, příspěvky v p. b. k meziročnímu růstu cen



Graf III.9

Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky sníží do blízkosti 2% cíle, celková inflace se bude na celém výhledu nacházet nad ní

celková a měnověpolitická inflace, v %



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2022	2023	2024	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	15,8 (-0,7)	9,1 (-0,4)	2,4 (0,0)	Na přehodnocení prognózy inflace v letošním i příštím roce směrem dolů se podílejí všechny její složky.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	26,2 (-0,5)	16,8 (-3,2)	5,7 (-0,6)	Za snížením výhledu regulovaných cen pro rok 2023 stojí zejména zastropování cen energií spojených s bydlením pro domácnosti.
Jádrová inflace	% procentní body	13,2 (-0,5)	8,4 (-0,2)	3,1 (0,6)	Za přehodnocením prognózy jádrové inflace směrem dolů v roce 2022 i 2023 stojí rychleji se snižující příspěvek imputovaného nájemného i nižší domácí poptávka.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	12,3 (-1,0)	6,3 (1,4)	-0,9 (-1,4)	Prognóza cen potravin se pro letošní rok posouvá dolů vlivem nižšího pozorování, v roce 2023 je růst vyšší kvůli jejich pozdější kulminaci.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	35,1 (-6,3)	-1,0 (-5,5)	-3,4 (1,8)	Dynamika cen pohonných hmot se oproti letní prognóze ztelně snižuje vlivem rychlejšího zpomalení jejich růstu během třetího čtvrtletí a nižšího výhledu cen ropy.

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

BOX 2 Vývoj inflace optikou poptávkových faktorů

Loni v létě začala celková inflace významně zrychlovat a opustila toleranční pásmo 2% cíle ČNB. Svým dílem k tomu přispěly jak poptávkové, tak i nákladové a ostatní faktory. Centrální banky v rámci péče o cenovou stabilitu reagují především na vzednutí poptávkových tlaků. Nemohou však rezignovat ani na boj s druhotnými dopady nákladových tlaků, a to zejména tehdy, pokud by byla ohrožena ukotvenost dlouhodobých inflačních očekávání.

V rámci tohoto boxu prezentujeme výsledky dvou přístupů k dekompozici tuzemského vývoje spotřebitelských cen na poptávkové a ostatní faktory. První z nich vychází z toho, že trh práce hraje zásadní roli při identifikaci poptávkových tlaků v ekonomice. V rámci tohoto přístupu proto odhadujeme intenzitu poptávkových faktorů s využitím souhrnného indikátoru LUCI¹, který vyjadřuje kondici, v jaké se trh práce nachází.²

Analýza poptávkové inflace s využitím informací z trhu práce ukazuje, že prudké zrychlení celkové inflace zaznamenané od počátku letošního roku bylo taženo především náklady a ostatními faktory (Graf 1), a to v návaznosti na dramatické zdražení energií. Současně je však patrné, že i poptávková inflace je v letošním roce zdatelně zvýšená. Silná poptávka se přitom již od poloviny minulého roku propisovala především do obou složek jádrové inflace, tedy do cen zboží a tržních služeb (Graf 2). Počátkem letošního roku se k tomu ve významné míře připojily rovněž poptávkové tlaky projevující se v cenách netržních služeb a v cenách potravin, které byly do té doby relativně mírné. Ve vývoji cen pohonných hmot naopak poptávkové tlaky identifikovány nebyly.

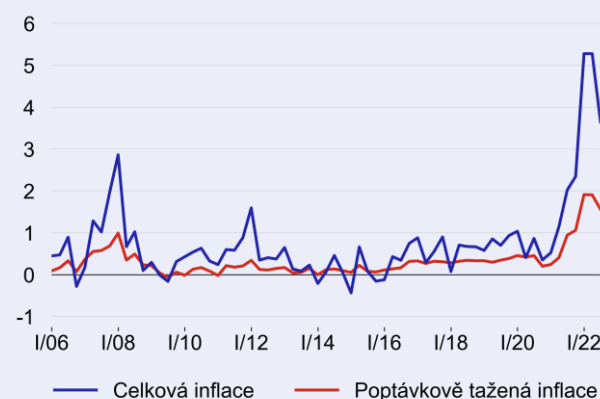
Ve třetím čtvrtletí 2022 se intenzita působení poptávkových faktorů na inflaci sice o něco snížila, i tak zůstává z dlouhodobého pohledu vysoká.³ Zároveň můžeme konstatovat, že snížení mezičtvrtletní dynamiky celkové inflace ve třetím čtvrtletí letošního roku bylo z větší části výsledkem zvolnění růstu inflace tažené náklady a ostatními faktory (například citelnou korekcí cen pohonných hmot během prázdnin). Zpomalení inflace mající svůj základ v poptávkových faktorech bylo slabší.

Druhý přístup prezentovaný v tomto boxu se zaměřuje na analýzu cen vybraných položek jádrové inflace. Je inspirován nedávnou [analýzou](#) ekonoma Fedu A. Shapira, která byla následně využita i v ECB.⁴ Cenový vývoj je v rámci této metody vyhodnocen jako poptávkový, pokud dochází ke stejnosměrnému pohybu cen a reálného množství zboží či služeb. Pokud se naopak ceny a množství pohybují opačným směrem, jedná se o faktor nabídky. Pro tuto metodu je tedy klíčové propojit jednotlivé cenové indexy a indexy reálných tržeb v maloobchodě a ve službách, a to na úrovni skupin reprezentantů v rámci indexu spotřebitelských cen a odpovídajících NACE odvětví.⁵

Graf 1

V celkové inflaci se letos výrazně promítaly zejména náklady a ostatní faktory, významně zvýšená však byla i inflace tažená poptávkou

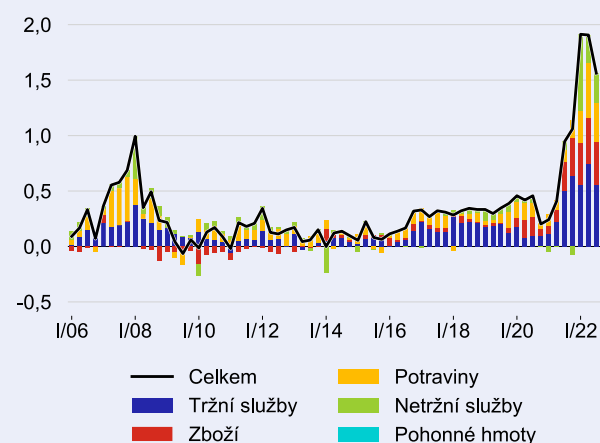
mezičtvrtletní změny v %, sezonně očištěno, pramen ČSÚ, výpočet ČNB



Graf 2

Poptávkové inflační tlaky jsou patrné ve vývoji cen všech hlavních segmentů spotřebního koše (s výjimkou cen pohonných hmot)

mezičtvrtletně v %, sezonně očištěno, příspěvky v procentních bodech, pramen ČSÚ, výpočet ČNB



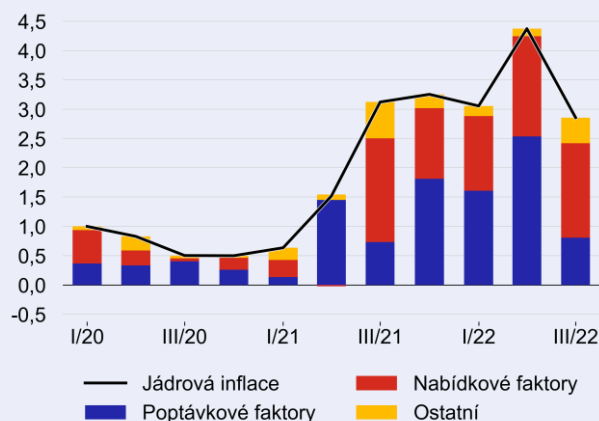
I tato analýza poukazuje na zesílené působení poptávkových vlivů na jádrovou inflaci od konce minulého roku (Graf 3). Kvalitativně pak tato metoda nabízí podobný obrázek o intenzitě poptávkových faktorů v cenovém růstu jako první výše prezentovaný přístup. Podle obou přístupů vysvětluje poptávka přibližně 50 % cenového růstu v rámci jádrové inflace. Pohled na údaje za třetí čtvrtletí (vzhledem k dostupnosti dat o vývoji tržeb jsou do tohoto čtvrtletí zahrnuti pouze údaje za červenec a srpen) ukazuje na zvolnění poptávkově tažené inflace i podle této metody.

Významné zastoupení poptávkových tlaků v současné inflaci ukazuje, že cyklus zpřísnování měnové politiky započatý v minulém roce byl správným krokem k dosahování cenové stability. Zároveň je zřejmé, že i přes zmírnění poptávkových tlaků během třetího čtvrtletí letošního roku zůstává jejich působení na růst cen minimálně z dlouhodobějšího pohledu nadále silné.

Graf 3

Jádrová inflace je v posledním roce tažena jak poptávkovými, tak nabídkovými faktory, síla poptávkových vlivů v létě letošního roku zeslábla

mezičtvrtletně v %, sezonně očištěno, příspěvky v procentních bodech, pramen ČSÚ, výpočet ČNB



Poznámka: Kategorie Ostatní zahrnuje inflační očekávání a další faktory, které nelze jednoznačně přiřadit nabídce nebo poptávce.

- 1 Pravidelně publikovaný index agreguje informace z mnoha časových řad trhu práce. Blíže viz box [Rozšíření indikátoru LUCI](#) v Zoi IV/2019.
- 2 Tento přístup byl podrobněji popsán v rámci boxu [Do jaké míry domácí poptávkové klima a trh práce ovlivňují aktuální růst spotřebitel-
ských cen?](#) v ZoMP podzim 2021.
- 3 Pokud bychom odhlédli od nákladových a ostatních faktorů, výsledná inflace tažená poptávkou by meziročně dále zrychlovala a v září 2022 by se přiblížila hodnotě 7 %.
- 4 Dekompozice cenového růstu s využitím této metody je popsána v materiálu Economic Bulletin Boxes, European Central Bank, vol. 7: [The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICP inflation into components](#).
- 5 Z použité metodologie vyplývá určité omezení, neboť je potřeba propojit data z cenového vývoje s údaji o reálných tržbách v maloobchodě a ve službách. To lze – s jistou mírou zjednodušení – provést právě u vybraných položek jádrové inflace. Položky použité v této analýze odpovídají přibližně 90 % jádrové inflace.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na listopadovém měnověpolitickém zasedání ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na 7 %, diskontní sazba na 6 % a lombardní sazba na 8 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře nové prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Se základním scénářem podzimní prognózy je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich pozvolným poklesem. Prognózovaný nárůst sazeb odráží odhodlání snížit na horizontu měnové politiky inflaci do blízkosti 2%, a to na pozadí zpřísňování měnové politiky ECB. Trajektorie úrokových sazeb přitom současně reflektuje fakt, že silné vnější nákladové tlaky dále neeskaluji. Centrální banka proto při nastavování úrokových sazeb aktuálně hledí na horizont měnové politiky vzdálený 15–21 měsíců, tedy na období ležící o čtvrtletí blíže okamžiku rozhodování, než tomu bylo v minulé prognóze. Tímto obdobím – shodně jako v letní prognóze – je první pololetí 2024. S prognózou se pojí řada značných rizik a nejistot. Proinflačními riziky jsou rychlejší mzdový růst proti prognóze, expanzivnější fiskální politika a vyšší výhled zahraničních produkčních cen. Významným rizikem ve stejném směru zůstává hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály. Naopak protiinflačním rizikem je vzrůstající pravděpodobnost recese v Česku i zahraničí, tedy výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Dalším rizikem ve směru nižší inflace je zavedení dodatečných opatření na omezení růstu cen energií na domácí či evropské úrovni a rychlejší než očekávaný pokles jadrové inflace. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

Se základním scénářem podzimní prognózy je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich pozvolným poklesem

Se základním scénářem prognózy je konzistentní nejprve nárůst krátkodobých tržních úrokových sazeb lehce nad 8 % (Graf IV.1). Tato měnověpolitická reakce odpovídá odhodlání centrální banky o plnění 2% cíle na horizontu měnové politiky, tj. v první polovině roku 2024. Postupné odeznívání nákladových cenových tlaků společně s vlivem pokračujícího zpřísňování domácí měnové politiky povede k poklesu inflace do blízkosti cíle v první polovině roku 2024. V průběhu příštího roku se tak úrokové sazby budou moci začít postupně snižovat.

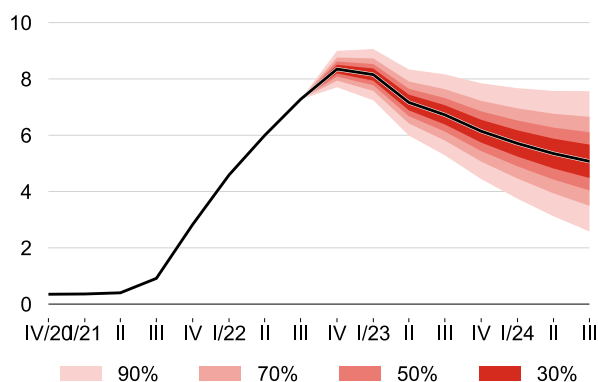
Základní scénář prognózy pracuje s předpokladem, že centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na horizontu měnové politiky vzdáleném 15–21 měsíců

V kontextu přetrvávajícího vysokého růstu cen, který negativně dopadá do hospodaření firem i koupěschopnosti domácností, je relevantní nadále zohledňovat skutečnost, že se z velké části jedná o dopad silných vnějších cenových šoků stojících mimo kontrolu domácí měnové politiky. Proto v základním scénáři prognózy centrální banka nadále odhlíží od vývoje inflace, který je pod bezprostředním vlivem těchto

Graf IV.1

Se základním scénářem je konzistentní nejprve nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem během příštího roku

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Intervaly spolehlivosti prognózy hlavních makroekonomických veličin odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jsou symetrické a lineárně se rozšiřující. V případě celkové inflace se rozšiřují pouze pro prvních pět čtvrtletí a poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky. V případě úrokových sazeb a kurzu koruny není do výpočtu intervalů spolehlivosti zahrnuto období kurzového závazku.

silných vnějších cenových šoků projevujících se v inflaci v horizontu do roku a čtvrt.

Silné vnější nákladové tlaky postupně odeznívají a potřeba jejich výjimkování se oproti minulé prognóze snížila. Centrální banka tak nyní hledí na měnověpolitický horizont vzdálený 15–21 měsíců pokrývající shodně jako v letní prognóze první polovinu roku 2024.

Důležitým předpokladem základního scénáře také zůstává, že střednědobá inflační očekávání zůstávají ukotvena na dvouprocentním cíli, a tím přispějí k návratu inflace do jeho blízkosti.

Odhližení od části inflačních tlaků ztělesněné aktuálním horizontem měnové politiky je dočasné

Základní scénář s aktuálním horizontem měnové politiky je opodstatněn mimo jiné pozvolným přenosem extrémního nárůstu světových burzovních cen energií do navyšování domácích spotřebitelských cen v prostředí mimořádně zvýšené nejistoty. Vrchol růstu regulovaných cen na úrovních kolem 40 % tak nastane koncem letošního roku, nicméně i v roce příštím bude velmi vysoký. Růst zahraničních výrobních cen vyvrcholil dle prognózy již ve třetím čtvrtletí, ale jejich vysoká dynamika bude odeznívat jen postupně. Oba zmíněné faktory tak budou inflaci podstatným způsobem ovlivňovat i v příštím roce. To nadále představuje platný argument pro více vpředhledící měnovou politiku oproti jejímu standardnímu nastavení. Nová data, ale také nově přijatá stabilizační opatření vlády, zároveň potvrzují příběh minulé prognózy o tom, že nejsilnější vnější cenové šoky už jsou za námi a situace nebude dále eskalovat. Proto bylo možné přistoupit k přiblížení měnověpolitického horizontu o jedno čtvrtletí ve srovnání s minulou prognózou.

Kurz koruny se pohyboval v souladu s letní prognózou

Během třetího čtvrtletí i v říjnu se kurz koruny vůči euru pohyboval v úzkém pásmu 24,4–24,7 CZK/EUR, tedy v souladu s letní prognózou, která očekávala průměrnou hodnotu kurzu ve třetím čtvrtletí 24,7 CZK/EUR. Na stabilitu měny měly vliv příležitostné devizové intervence ČNB. Prodej devizových rezerv v jejich rámci vytvářel mimo jiné protíváhu velkému schodku běžného účtu, danému zčásti vysokými cenami energií, a odlivu krátkodobého kapitálu z Česka.

Kurz koruny bude v nejbližších čtvrtletích zhruba stabilní

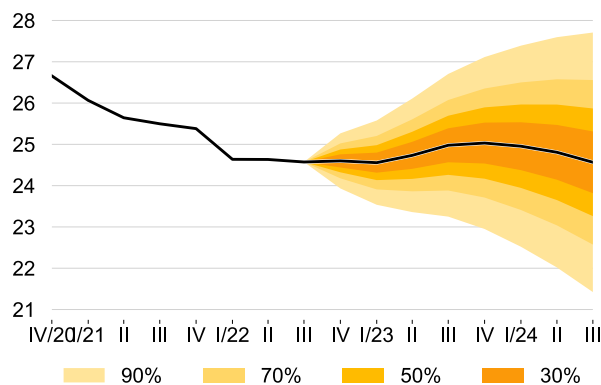
Prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí ve výši 24,6 CZK/EUR, přičemž na obdobných úrovních kurz setrvá i v několika dalších čtvrtletích (Graf IV.2). Na kurz bude nicméně posléze působit postupně se zužující úrokový diferencíál. Během příštího roku tak měnový kurz bude mít tendenci

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

Graf IV.2

Koruna bude v nejbližších čtvrtletích zhruba stabilní

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



lehce oslabit. Po odeznění negativních dopadů narušených globálních řetězců i přímých dopadů válečného konfliktu na Ukrajině dojde k obnově kladného salda obchodní bilance a zlepšení globálního sentimentu, což se následně projeví mírným posilováním kurzu koruny během roku 2024.

Tržní výhled úrokových sazeb se v nejbližším horizontu nachází níže oproti prognóze ČNB, trajektorie kurzu očekávaná analytiky je nepatrně silnější než predikce centrální banky

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA v posledních týdnech a měsících kolísal bez jednoznačného směru. Aktuálně trh očekává přibližnou stabilitu sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.3). Tento výhled se přitom do začátku příštího roku nachází oproti prognóze ČNB na nižší hladině. Pro listopadové měnověpolitické jednání téměř všichni respondenti šetření IOFT očekávali ponechání 2T repo sazby na stávající úrovni, pouze jeden předpokládal její nárůst o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB ve velmi širokém rozmezí 4,5 % až 7 % (v průměru 5,9 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v průměru očekávají v ročním horizontu lehké oslabení kurzu koruny ze současných hodnot (Tab. IV.1). Jejich predikce přitom předpokládají nepatrně silnější kurzovou hladinu než výhled centrální banky. Směrem ke slabší úrovni by podle nich mohlo kurz koruny vychylovat současné geopolitické napětí související především s válkou na Ukrajině, ale i nepříznivý vývoj platební bilance. Ve střednědobé perspektivě analytici předpokládají (pokud se vyřeší aktuální energetická krize), že se koruna vrátí k pozvolnému posilujícímu trendu, který se bude opírat o obnovu konvergence české ekonomiky. Ve prospěch zpevnování bude podle analytiků dále působit oživení zahraničního obchodu, snížení překoupenosti koruny nebo zlepšení sentimentu na trzích. Opačným směrem bude mít vliv očekávané zužování úrokového diferenciálu vůči zahraničí. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku dosahuje v uvedených šetřeních dvou, resp. tří korun.

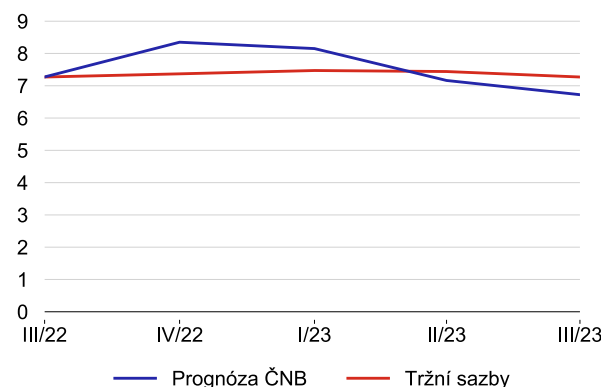
Komunikace členů bankovní rady ohledně budoucího nastavení sazeb vyznívala různorodě

Většina bankovní rady v uplynulých týdnech zdůrazňovala, že zdrojem současné inflace jsou zejména nákladové tlaky, které centrální banka není schopna ovlivnit. Podle některých členů navíc stávající úroveň úrokových sazeb působí dostatečně restriktivně na domácí poptávku. Jiní členové bankovní rady naopak avizovali potřebu dále zvýšit úrokové sazby ČNB. Podle nich je ve vysoce inflačním prostředí povinností bojovat s vysokými inflačními očekáváními a potvrzovat odhodlání centrální banky přivést inflaci k cíli co nejrychleji. Někteří členové vnímali riziko související se

Graf IV.3

Tržní výhled naznačuje zhruba stabilitu sazeb, krátkodobě leží oproti prognóze ČNB na nižší hladině

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/22 3M PRIBOR, pro IV/22 až III/23 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. říjnu 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. Od konce června tento rozdíl dosahuje 0,3 procentního bodu.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu jsou u analytiků již několik měsíců ztelně nad inflačním cílem, u podniků jsou aktuálně dokonce nad 7 %

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

	6/22	7/22	8/22	9/22	10/22
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	6,0	6,2	6,7	6,7	6,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,5	2,5	2,8	2,7
Reálný HDP v roce 2022	1,9	1,9	2,4	2,4	2,4
Reálný HDP v roce 2023	2,3	2,2	1,3	1,2	0,7
Nominální mzdy v roce 2022	7,0	7,2	6,9	6,8	7,0
Nominální mzdy v roce 2023	7,0	7,0	7,5	7,7	8,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,9	24,8	25,0	25,1
2T repo (v %)	6,2	6,3	6,0	6,0	5,9
1R PRIBOR (v %)	6,3	6,4	6,1	6,0	6,0
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	9,4			10,3	
Index spotř. cen v horizontu 3R	7,1			7,5	
CF:					
Reálný HDP v roce 2022	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4
Reálný HDP v roce 2023	2,7	2,1	1,6	0,8	0,4
Nominální mzdy v roce 2022	7,3	7,3	7,6	7,2	6,7
Nominální mzdy v roce 2023	7,2	7,0	7,4	7,6	8,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,8	24,9	24,9	24,9	24,9
3M PRIBOR (v %)	5,9	5,8	5,8	5,5	6,1

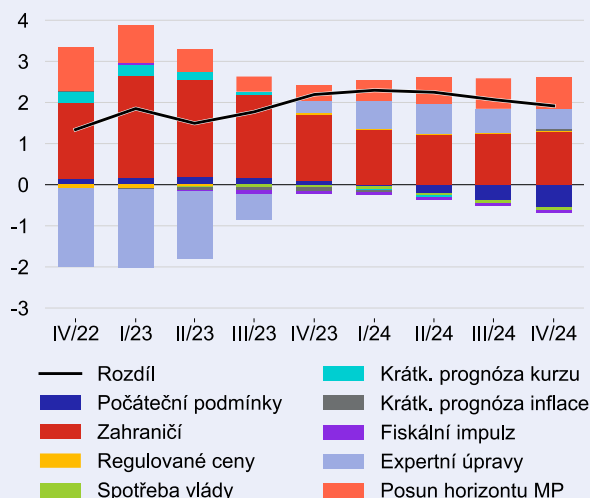
zpřísňováním měnových politik velkých centrálních bank, které bude působit ve směru snižování úrokového diferenciálu a tím tlačit na oslabení koruny. V takovém případě by podle nich bylo potřeba zvýšit domácí úrokové sazby. Bankovní rada také deklarovala, že by přistoupila ke zvýšení sazeb, pokud by se roztáčela mzdově-inflační spirála. Riziko roztočení této spirály není vnímáno všemi členy jako stejně velké, navíc signály o jejím roztočení nejsou podle některých členů zatím patrné. Někteří členové zmiňovali také riziko příliš expanzivní fiskální politiky.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.4

Trajektorie úrokových sazeb se posouvá výše, a to na celém horizontu

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

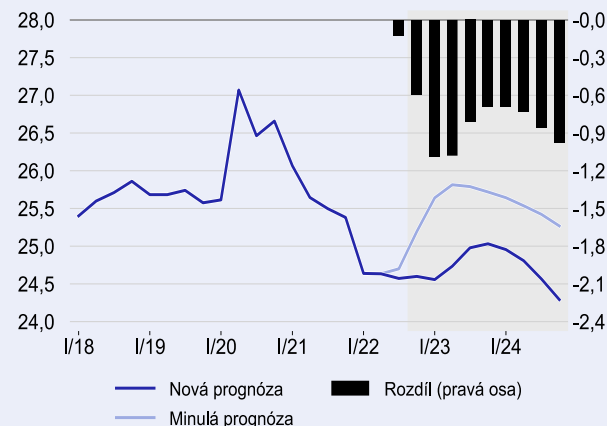


- Výhled **zahraničí** působí na celém horizontu prognózy ve směru vyšších sazeb. To je zejména důsledkem podstatně výraznějšího očekávaného zpříšňování měnové politiky ECB. Ve stejném směru působí také slabší výhled kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled cen energií působí mírně v opačném směru vzhledem k očekávané výraznější korekci v roce 2024.
- **Přiblížení měnověpolitického horizontu** ve srovnání s letní prognózou o jedno čtvrtletí působí ve směru vyšších úrokových sazeb podél celé prognózované trajektorie.
- **Počáteční podmínky** působí ve směru lehce vyšších sazeb v roce 2023, což odráží především rychlejší mzdovou dynamiku a menší propad domácí ekonomické aktivity v letošním třetím čtvrtletí.
- K mírně vyšším sazbám v letošním roce vede i nastavení **krátkodobé prognózy kurzu**. **Krátkodobá prognóza inflace** a výhled pomalejšího růstu **regulovaných cen** oproti minulé prognóze naopak působí ve směru nepatrně nižších úrokových sazeb.
- **Expertní úpravy** nejprve působí ve směru nižších sazeb, což odráží zejména expertní snížení vlivu zužujícího se úrokového diferenciálu na měnový kurz a expertně tlumenou tuzemskou ekonomickou aktivitu. Od podzimu příštího roku je souhrnný vliv expertních úprav naopak kladný. Ve směru vyšších úrokových sazeb totiž bude ve střednědobém horizontu tlačit především expertně snížený růst produktivity práce. Růst mezd a spotřeby domácností přitom na prognóze nezpomalí v takové míře, která by odpovídala nižší produktivitě.

Graf IV.5

Kurz koruny bude na výhledu oproti minulé prognóze silnější

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



- **Kurz koruny** se bude na celém horizontu prognózy nacházet na silnějších úrovních než v minulé prognóze.
- Posun kurzu k silnějším hodnotám je na bližším konci prognostického horizontu dán jeho **pozorovanými hodnotami**. Stejným směrem pak působí i předpoklad o omezeném průsaku rychle se zvyšujících úrokových sazeb v zahraničí skrz **úrokový diferenciál** do kurzu koruny v nejbližších čtvrtletích. Přehodnocení dalšího vývoje kurzu k silnějším hodnotám je pak důsledkem setrvání domácích úrokových sazeb na vyšší úrovni oproti minulé prognóze, což podpoří tendence kurzu koruny k posilování zejména v roce 2024.

Předchozí růst měnověpolitických úrokových sazeb se promítl do domácích tržních úrokových sazeb

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní od konce června, kdy byly naposledy zvýšeny základní sazby ČNB. Sazby s delší splatností se ve třetím čtvrtletí vyvíjely smíšeně, celkově se ve většině splatností mírně zvýšily (do 0,2 procentního bodu u IRS, do 0,5 procentního bodu u výnosů státních dluhopisů). Na zahraničních trzích v prostředí vysoké volatility a v kontextu zpříšňování měnových politik úrokové sazby vzrostly v podstatně větším rozsahu (Graf IV.6). Během října nárůst sazeb v ČR i v zahraničí pokračoval, a to především ve vzdálenějších splatnostech. Záporný sklon domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů (Graf IV.7) se proto zmínil a autonomně se tak zpříšnil podmínky dlouhodobého financování.

Klientské úrokové sazby z úvěrů odrážejí pohyb tržních sazeb

Sazba z úvěrů podnikům se ve třetím čtvrtletí dále zvýšila, avšak s nižší intenzitou než v předchozím období, a v září dosáhla 8,4 % (Graf IV.8). Její pohyb odráží předchozí změny repo sazby ČNB, rozpětí mezi uvedenými sazbami se výrazněji nemění. Sazba z nových čistých hypoték se vlivem postupného přenosu předchozího růstu dlouhodobých tržních úrokových sazeb zvýšila na 5,9 % v září. Úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností vzrostla na úroveň okolo 6 %, což se projevilo v pokračujících přesunech části vkladů do těchto více úročených produktů. Sazba z jednodenních vkladů, které tvoří stále významnou část vkladů domácností, zůstává poměrně nízká. Tato sazba reagovala na předchozí nárůst základní sazby ČNB jen omezeně. Dopadům nárůstu úrokových sazeb do bilancí domácností a podniků prostřednictvím změny jejich úrokových nákladů a výnosů se věnuje Box 3 na konci této kapitoly.

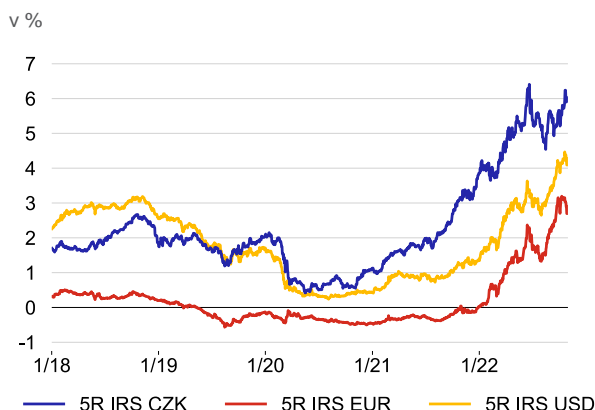
Nárůst úrokových sazeb se projevuje zejména v poklesu poptávky po úvěrech na bydlení

Dynamika úvěrů na bydlení ve třetím čtvrtletí dále zpomalila, což odráželo výrazný meziroční pokles nově poskytovaných hypoték (v září o téměř 82 %).¹⁶ K poklesu poptávky po hypotékách přispěla vysoká úroveň úrokových sazeb, jarní zpříšnění makrobezpečnostních úvěrových limitů a zvýšené životní náklady. Dále na poptávku nepříznivě působily obecně vysoké ceny nemovitostí, zhoršená spotřebitelská důvěra a snižující se objem úspor domácností. Prognóza očekává další zpomalení růstu úvěrů na bydlení v letošním a příštím

¹⁶ Loňský rok byl z hlediska objemu nově poskytnutých hypoték mimořádný, k čemuž přispělo očekávání budoucího zvyšování sazeb. Srovnávací základna pro letošní rok je tak velmi vysoká.

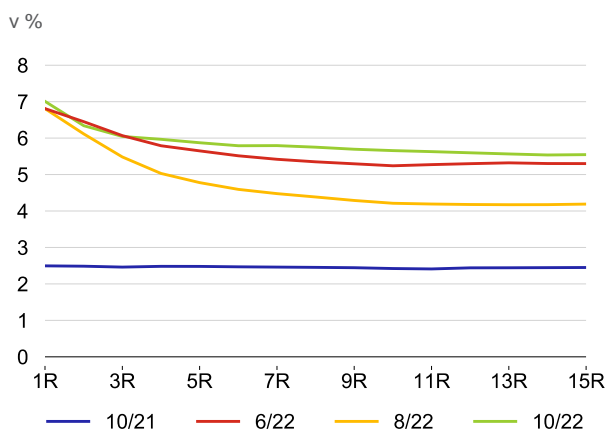
Graf IV.6

Úrokové sazby s delší splatností se v ČR i v zahraničí v posledních měsících převážně zvyšovaly



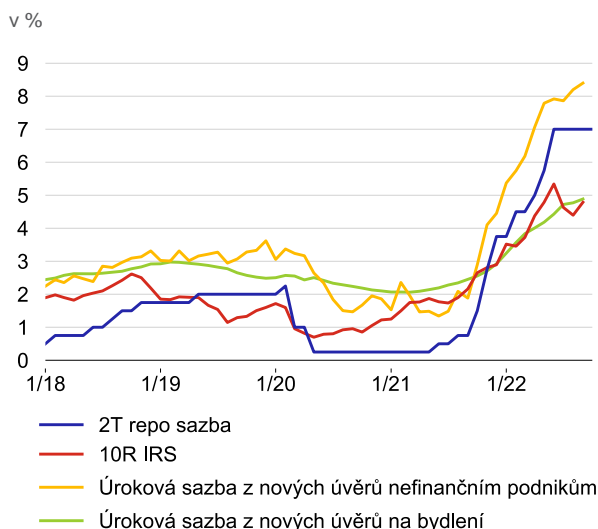
Graf IV.7

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula výše, stále je přitom negativně skloněná



Graf IV.8

Úroková sazba z úvěrů podnikům se pohybuje v blízkosti 8 %, sazba z úvěrů na bydlení se dále zvýšila



roce, k čemuž bude přispívat zvýšená hladina úrokových sazeb v podmínkách ochlazování ekonomiky a trhu práce (Graf IV.9).

U podniků značně roste význam cizoměnových úvěrů

Dynamika úvěrů podnikům zůstává v nominálním vyjádření poměrně vysoká, mimo jiné i vlivem zvýšené potřeby provozního financování, tedy úvěrů na nákup vstupů a zásob v podmínkách jejich vysokých cen. V důsledku zvýšené potřeby financování provozního kapitálu podniků silně rostou krátkodobé úvěry. Vysoký úrokový diferenciál vůči zahraničí se projevoval v pokračujícím vysokém čerpání podnikových úvěrů v cizí měně. Jejich podíl na celkových podnikových úvěrech v září dosáhl historického maxima ve výši téměř 45 %. Banky přitom v souhrnu vnímaly snížení poptávky podniků po úvěrech, zejména po financování fixních investic. Dynamika úvěrů podniků bude dle prognózy zpomalovat v reakci na vysoké úrokové sazby a očekávané ochlazení ekonomického růstu.

Růst množství peněz v ekonomice je na nižší úrovni než během pandemie

Ve třetím čtvrtletí dynamika širšího peněžního agregátu M3 po předchozím zpomalení dosáhla v průměru 6,4 %. Z hlediska zdrojů tvorby peněz k růstu M3 přispíval přírůstek úvěrů soukromému sektoru, avšak s nižší intenzitou u úvěrů domácnostem. Příspěvek emise vládního dluhu byl po silném zvýšení během koronavirové pandemie na nižší úrovni. Naproti tomu čistá zahraniční aktiva v podmínkách vysokých cen energií doprovázených zhoršením obchodní bilance klesala. Nárůst úrokových sazeb se projevuje v poklesu vysoce likvidního agregátu M1 a přesunu části vkladů do více úročených produktů.

Rizika a nejistoty základního scénáře prognózy jsou v souhrnu vyrovnaná

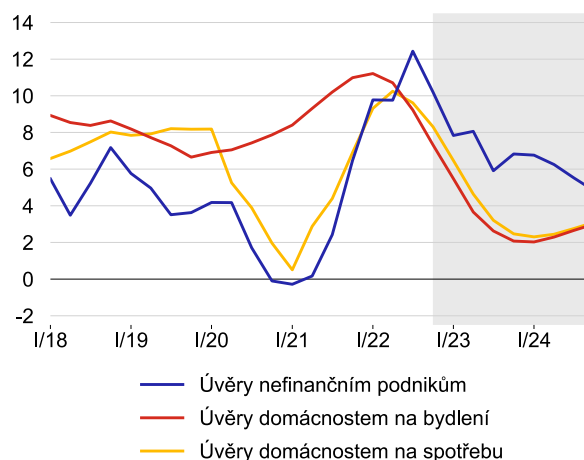
V kontextu déletrvajících zvýšené inflace, která setrvává na dvouciferných hodnotách až do poloviny roku 2023, přetrvává výrazné riziko odkotvení inflačních očekávání od 2% inflačního cíle ČNB, kterému se podrobněji věnujeme níže. S tím souvisí také riziko roztočení mzdově-inflační spirály, neboť do růstu mezd se může promítat vysoká pozorovaná i očekávaná inflace, a to ve větší míře, než očekává prognóza. Dalším proinflačním rizikem je také vývoj cen elektřiny a plynu na evropských burzách.¹⁷ Ceny by mohly opět narůstat

¹⁷ Spotová cena zemního plynu na nizozemském virtuálním obchodním uzlu TTF se ze svého maxima 330 EUR/MWh koncem srpna během dvou měsíců propadla až pod 40 EUR/MWh. Tento vývoj byl způsoben narůstajícím přebytkem zkapalněného zemního plynu (LNG) na fyzickém trhu. Relativně rychle se plnící evropské zásobníky a příznivé počasí snižovaly poptávku, zatímco u evropských břehů se zvyšovalo množství neprodaných kotvicích tankerů. Tento vývoj je však dočasný a již v listopadu (s počátkem topné sezóny) lze očekávat opětovný nárůst cen zemního plynu. To

Graf IV.9

Dle prognózy růst úvěrů domácnostem i podnikům v následujících čtvrtletích zpomalí

roční míry růstu v %



především v souvislosti s možnými neočekávanými výpadky v dodávkách plynu do EU. Proinflačním rizikem je i možné expanzivnější působení fiskální politiky v příštím roce, přičemž nejistoty v této oblasti jsou vysoké (viz dále). Naopak protiinflačním rizikem s potenciálně silným dopadem je hlubší než prognózaný pokles ekonomické aktivity jak v zahraniční, tak v domácí ekonomice.

Značné nejistoty se dotýkají některých oblastí prognózy

Hlavní nejistotou je především další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině.

Jak již bylo naznačeno, mnoho otazníků obklopuje fiskální opatření proti vysokým cenám energií. Prognóza předpokládá, že výdaje na dorovnání zastropovaných cen energií budou kompenzovány z vybraných prostředků ze zdanění mimořádných zisků energetického sektoru, rafinérií a bank (tzv. „windfall tax“ a solidární příspěvek EU). Skutečné objemy těchto opatření na příjmové a výdajové straně jsou ovšem velmi závislé na vývoji tržních cen energií v příštím roce, okolo kterých panuje velká nejistota. Potenciálním rizikem směrem k menšímu daňovému výběru a většímu deficitu vládních institucí je možná daňová optimalizace dotčených subjektů v návaznosti na zavedení zdanění mimořádných zisků.

Stejně tak je zdrojem nejistoty i zahraniční měnová politika. Americký Fed a ECB budou pravděpodobně i nadále pokračovat v rychlém zvyšování úrokových sazeb v reakci na rostoucí inflační tlaky. V kontextu slábnoucí globální poptávky a negativního sentimentu domácností není ovšem jisté, jak rychle budou zpřísňovat své měnové politiky a kde se bude nacházet vrchol jejich úrokových sazeb. ECB prozatím diskusi o parametrech budoucího kvantitativního utahování odložila na prosinec. Dle analytiků by k němu mělo dojít nejdříve ve druhé polovině roku 2023.

Významným proinflačním rizikem prognózy je další růst inflačních očekávání a jejich odpoutání od inflačního cíle ČNB

Ukotvenost inflačních očekávání zajišťuje, že šoky do inflace (např. z titulu růstu cen energií nebo oslabení kurzu) mají tendenci relativně rychle vymizet. Pokud však inflační očekávání nejsou dostatečně ukotvena, větší cenové šoky mohou způsobit perzistentní dopady do inflace. Všeobecný znatelný nárůst inflačních očekávání v delším horizontu by značně komplikoval návrat inflace k 2% cíli ČNB.

Dostupné ukazatele signalizují, že relevance tohoto rizika neklesá. Zřetelný růst inflačních očekávání lze pozorovat u nefinančních podniků, které dále zvýšily

potvrzují i termínované kontrakty s dodáním plynu v zimních měsících, u nichž byl cenový pokles oproti spotovým cenám mnohem mírnější.

svá očekávání inflace v tříletém horizontu. Dle zářijového průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB podniky v průměru očekávají za tři roky cenový růst v tempu přes 7 % (Graf IV.10). Konjunkturální šetření Evropské komise ukazují, že přetrvává vysoký 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).

U domácností také přetrvávají obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise se pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot. Indikátor inflace očekávané v ročním horizontu v posledních měsících klesal, stále je však vysoký (Graf IV.11). Dle konjunkturálního šetření ČSÚ spotřebitelé zároveň zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace. Od jara se zhoršoval výhled jejich finanční situace, což souvisí především s rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

Analytici v tříletém horizontu očekávají inflaci ve výši 2,7 %, tedy znatelně nad 2% cílem ČNB. Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky a jejím inflačním cílem velmi dobře obeznámena.

Scénář s odkotvenými inflačními očekáváním nově využívá data z průzkumu IOFT¹⁸

V inovovaném přístupu k modelování odkotvenosti inflačních očekávání jsou využita data z průzkumu Inflačních očekávání finančního trhu (IOFT). Hodnoty očekávání analytiků ohledně inflace v ročním a tříletém horizontu jsou použity jako zdroj informace pro inflační očekávání v modelu g3+.

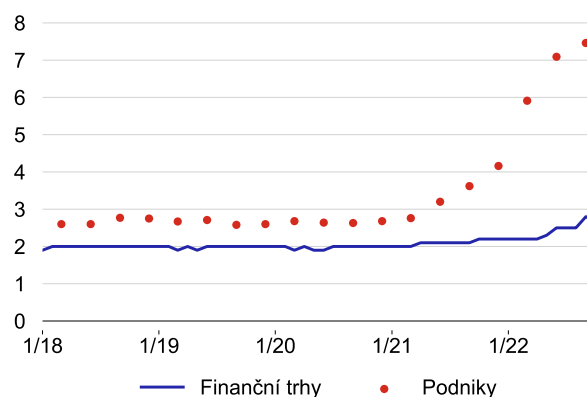
V případě postupného odpoutání inflačních očekávání by byl pro návrat inflace k 2% cíli zapotřebí vyšší růst úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem prognózy

Scénář (Graf IV.12), který simuluje potenciální dopady odpoutání inflačních očekávání s využitím tohoto nového přístupu, předpokládá, že centrální banka v déletrvajícím období vysoké inflace částečně ztrácí kredibilitu ohledně schopnosti plnit cíl, což se projevuje postupným nárůstem inflačních očekávání nad cíl. Ekonomické subjekty zahrnují vyšší inflaci do svého rozhodování, což v ekonomice vytváří dodatečné inflační tlaky. Aby centrální banka zajistila návrat inflace k cíli, musí přetlačit zvýšená inflační očekávání ještě razantnějším růstem úrokových sazeb oproti základnímu scénáři (až k 9 %).

Graf IV.10

Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků dále vzrostla

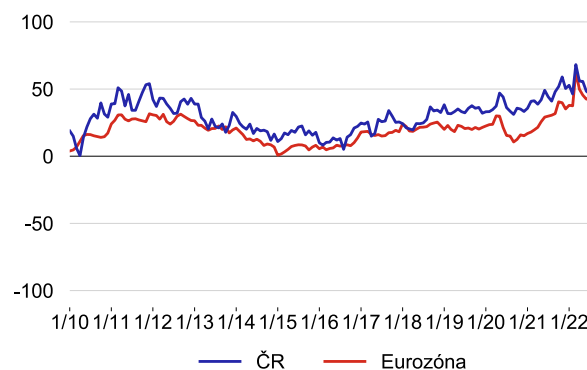
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



Graf IV.11

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně zůstávají vysoká

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



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

18 Šetření probíhá mezi analytiky velkých bank a investičních firem. Viz podrobněji: <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/inflacni-ocekavani-ft/>

Simulace odkotvených inflačních očekávání s využitím dat z průzkumu IOFT

Scénář s odkotvenými inflačními očekáváním využívá data z průzkumu Inflační očekávání finančního trhu (IOFT) ze září 2022. Hodnoty očekávání analytiků ohledně inflace v ročním a tříletém horizontu jsou použity jako zdroj informace pro inflační očekávání v modelu g3+.

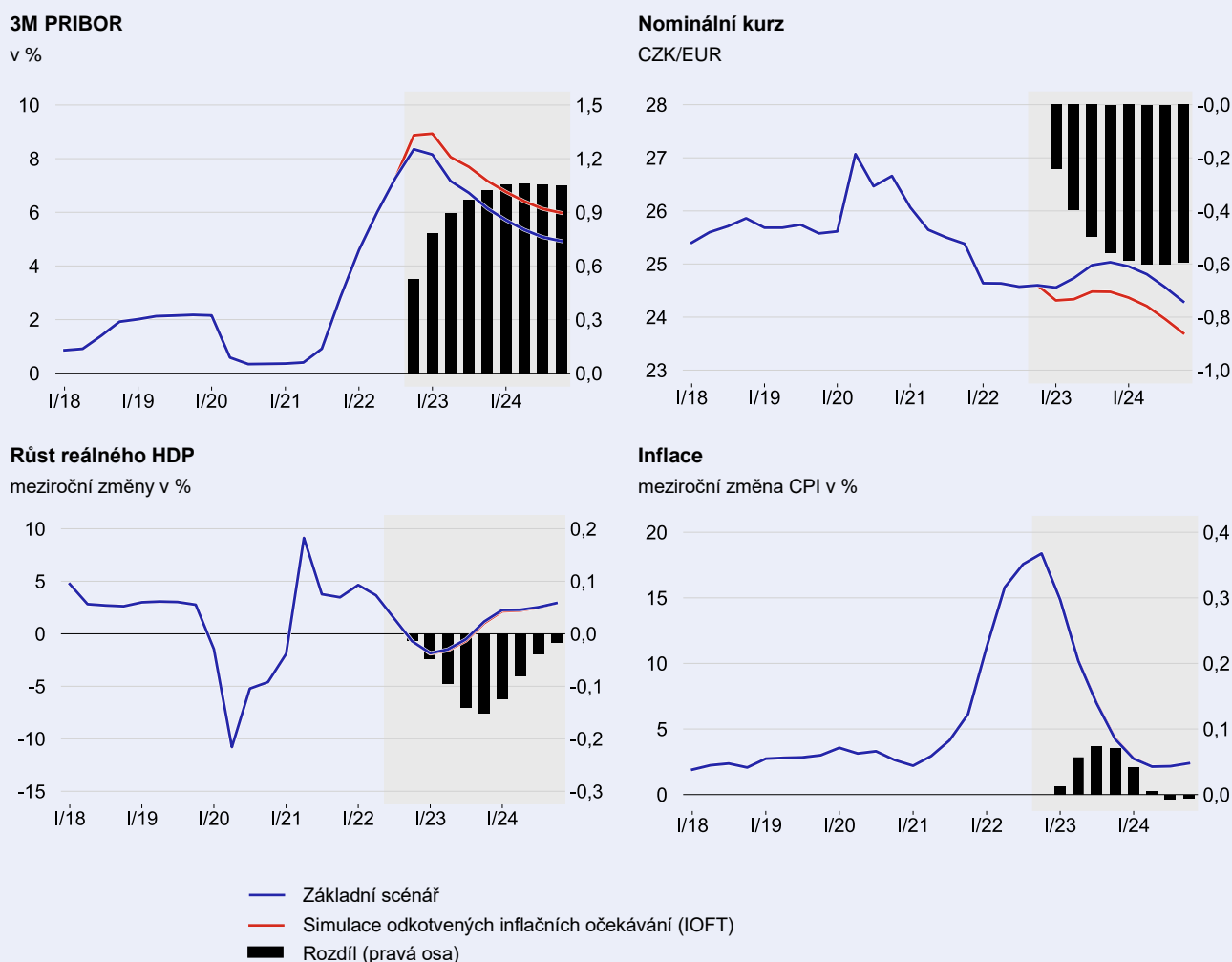
V horizontu jednoho roku se inflační očekávání analytiků nacházela o 0,4 procentního bodu nad modelovými očekáváním ze základního scénáře. V horizontu 3 let se očekávání analytiků pohybovala na úrovni 2,8 %. Naproti tomu se v základním scénáři prognózy modelová očekávání nacházejí na 2% cíli. Modelová inflační očekávání proto byla v simulaci s odkotvenými inflačními očekáváním navýšena oproti základnímu scénáři o 0,4 procentního bodu v horizontu jednoho roku a o 0,8 procentního bodu v horizontu tří let.

Simulace předpokládá, že období vysoké inflace se projevuje postupným nárůstem inflačních očekávání nad 2% cíl ČNB. Ekonomické subjekty zahrnují vyšší inflaci do svého rozhodování, což v ekonomice vytváří dodatečné inflační tlaky. Aby centrální banka zajistila návrat inflace k cíli, musí přetlačit zvýšená inflační očekávání ještě razantnějším růstem úrokových sazeb oproti základnímu scénáři (až k 9 %). Větší rozpětí úrokového diferenciálu vůči eurozóně povede k silnějšímu kurzu koruny, který je na výhledu v průměru zhruba o 50 haléřů silnější.

Graf IV.12

Zvýšená inflační očekávání by si vyžádala výraznější zpřísnění měnové politiky

srovnání základního scénáře se simulací odkotvených inflačních očekávání



Přísné měnové podmínky v kurzové i úrokové složce vyvažují negativní dopady plynoucí z odkotvenosti inflačních očekávání a na horizontu měnové politiky zajistí návrat inflace do blízkosti 2% cíle.

Reakce centrální banky se liší dle zvolené vzdálenosti horizontu měnové politiky

Pro zachycení vlivu vzdálenosti horizontu měnové politiky na vyznění prognózy byly okolo základního scénáře sestaveny dodatečné měnověpolitické simulace, které mapují, jak se požadovaná reakce centrální banky liší dle zvolené vzdálenosti horizontu měnové politiky (Graf IV.13). Měnová politika si přitom ve všech variantách zachovává plnou kredibilitu a střednědobá inflační očekávání zůstávají ukotvena na 2% cíli.

Nejrazantnější reakci centrální banky vyžaduje simulace s „nejbližším“ horizontem měnové politiky ve vzdálenosti 12–18 měsíců, neboť snahou centrální banky je přivést inflaci k 2% cíli v horizontu roku až roku a půl.

Simulace s „nejvzdálenějším“ horizontem měnové politiky umístěným 18–24 měsíců v budoucnosti implikuje zhruba stabilní sazby do začátku příštího roku a následně jejich pozvolný pokles. Kurz zůstává oproti základnímu scénáři slabší na celém výhledu. Uvolněnější měnové podmínky v úrokové i kurzové složce vedou k poněkud vyšší inflaci, přičemž na horizontu měnové politiky zůstává inflace v okolí 3% horní hranice tolerančního pásma.

Simulace s odlišnými horizonty měnové politiky

Prezentované měnověpolitické simulace ve srovnání se základním scénářem ilustrují, jak se adekvátní reakce centrální banky liší dle zvolené vzdálenosti horizontu měnové politiky. Centrální banka v nich nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na horizontu měnové politiky ve vzdálenosti 12–18 měsíců a 18–24 měsíců. Obě simulace předpokládají, že měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a střednědobá inflační očekávání zůstávají ukotvena na 2% cíli.

První verze (v grafech červeně) zachycuje situaci, kdy centrální banka cíluje inflaci na horizontu měnové politiky vzdáleném 12–18 měsíců a reaguje na inflační tlaky, které se v inflaci projeví na tomto horizontu. Úrokové sazby proto vystoupají až nad 10 %, tedy výrazně nad hodnoty ze základního scénáře podzimní prognózy. Vlivem počátečního razantního zvýšení úrokových sazeb se kurz koruny na celém výhledu nachází na silnějších hodnotách oproti základnímu scénáři. Přísnější nastavení měnových podmínek v obou složkách se projeví v nižší inflaci.

V druhé verzi simulace (v grafech žlutě) centrální banka hledí na horizont měnové politiky vzdálený 18–24 měsíců a odhlíží tak od vývoje inflace, který je pod bezprostředním vlivem cenových šoků, které se projeví v inflaci v horizontu do jednoho roku až roku a půl. Trajektorie tržních úrokových sazeb je oproti základnímu scénáři zejména v letošním roce nižší, přičemž sazby zůstávají zhruba stabilní až do začátku příštího roku a následně pozvolna klesají. Kurz koruny v důsledku méně rozšířeného úrokového diferenciálu oslabuje a na celém prognostickém horizontu zůstává oproti základnímu scénáři slabší. Nižší úrokové sazby společně se slabším kurzem vedou k vyšší inflaci než v základním scénáři.

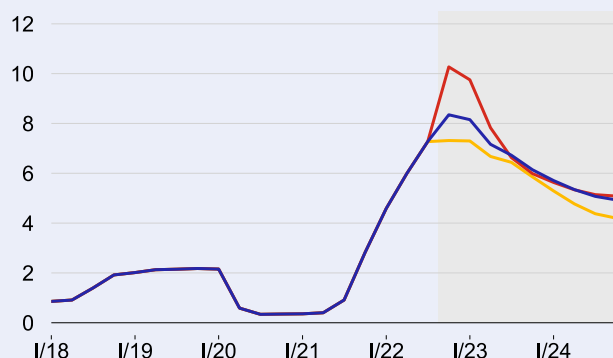
Graf IV.13

Nejrazantnější reakci měnové politiky implikuje simulace s horizontem měnové politiky v délce 12–18 měsíců

srovnání základního scénáře s horizontem měnové politiky 15–21 měsíců se simulacemi s odlišnými horizonty měnové politiky

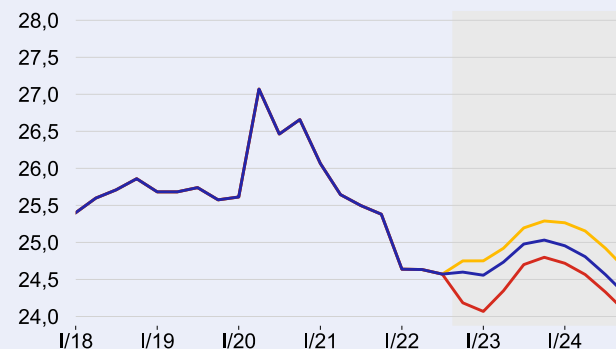
3M PRIBOR

v %



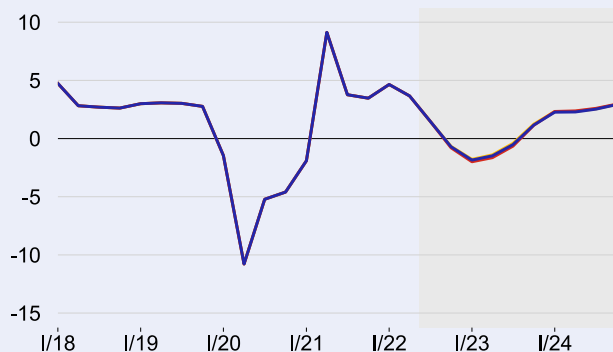
Nominální kurz

CZK/EUR



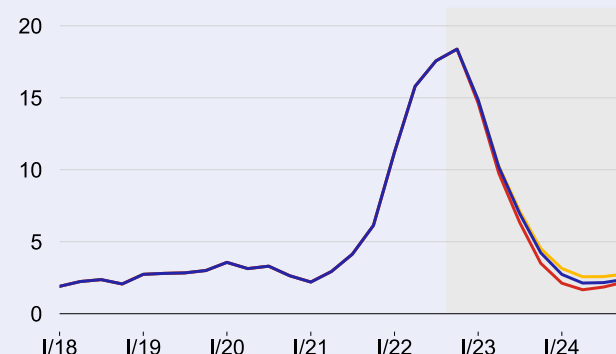
Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

meziroční změna CPI v %



- Základní scénář s horizontem měnové politiky v délce 15–21 měsíců
- Simulace s horizontem měnové politiky v délce 12–18 měsíců
- Simulace s horizontem měnové politiky v délce 18–24 měsíců

BOX 3 Dopady nárůstu úrokových sazeb na hospodaření domácností a podniků

Tento box se zaměřuje na dopady nárůstu úrokových sazeb do bilancí domácností a podniků prostřednictvím změny jejich úrokových nákladů a výnosů.

Vliv zvýšení úrokových sazeb na hospodaření domácností

Celkový dluh domácností činil ve druhém čtvrtletí 2022 2163 mld. Kč, z toho více než tři čtvrtiny představují úvěry na bydlení. Nárůst měnověpolitických a dlouhodobých tržních úrokových sazeb se projevil v růstu sazby z nových hypoték v období od června 2021 do září 2022 o 3,8 procentního bodu na 5,9 % (Graf 1). Vyšší cena úvěrů se odrazila v poklesu objemů nově poskytovaných hypoték a v nižší poptávce po nemovitostech. To následně tlumí růst cen nemovitostí, které vstupují do inflace prostřednictvím nákladů vlastnického bydlení domácností.

S nižším zájmem o úvěry na bydlení poklesla i míra zadluženosti domácností ve vztahu k příjmům. Meziroční dynamika dluhu domácností po předchozích značných nárůstech zpomalila ve druhém čtvrtletí 2022 výrazněji oproti příjmům a míra zadluženosti se snížila na 62 %. I přesto se poměr dluhu k disponibilnímu důchodu pohybuje na podstatně vyšší úrovni než na konci roku 2019.

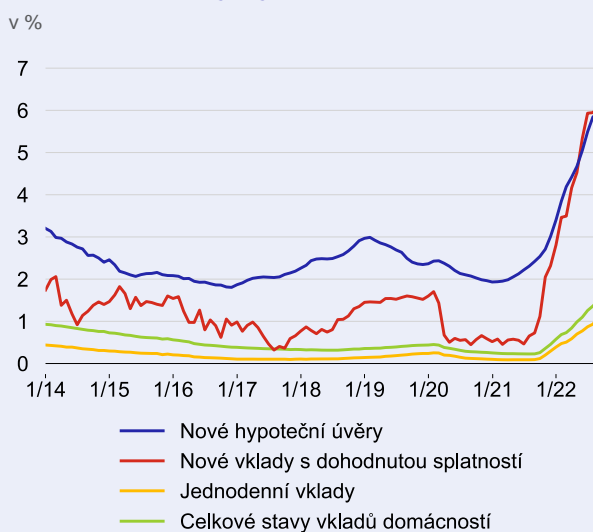
Úrokové náklady domácností spojené zejména s úvěry na bydlení se v první polovině letošního roku zvyšovaly jen pozvolna (Graf 2).¹ Důvodem je skutečnost, že u značného podílu stávajících hypoték jsou úrokové sazby zafixované na několik let dopředu a zvýšení klientských sazeb se jich tedy dotkne až se změnou fixace v blízké či vzdálenější budoucnosti.

Náklady domácností spojené se splácením celkového dluhu (zahrnující splátku úroků a jistiny úvěrů na bydlení i spotřebu) se ve vztahu k příjmům v prvním pololetí 2022 zatím výrazněji nezměnily (Graf 3). V nákladech domácností na obsluhu dluhu se dlouhodobě zvyšuje zejména splátka jistiny, mimo jiné i vlivem růstu cen nemovitostí, na jejichž nákup byl úvěr čerpán. Splátka úroků ve vztahu k příjmům se pohybuje v blízkosti historických minim. V důsledku postupných refixací hypoték na vyšších hladinách úrokových sazeb se však význam splátky úroků bude pravděpodobně zvyšovat.

Úrokové výnosy domácností se do poloviny letošního roku v reakci na nárůst úrokových sazeb zvýšily podstatně výrazněji než úrokové náklady, což přispělo na agregované úrovni ke snížení čistých placených úroků. Ve zvýšení výnosů se projevily mimo jiné přesuny části vkladů do produktů s vyšším úročením, zejména do vkladů s dohodnutou splatností. Stále významná část vkladů domácností má však nízké úročení; klientské sazby u nich reagovaly na nárůst

Graf 1

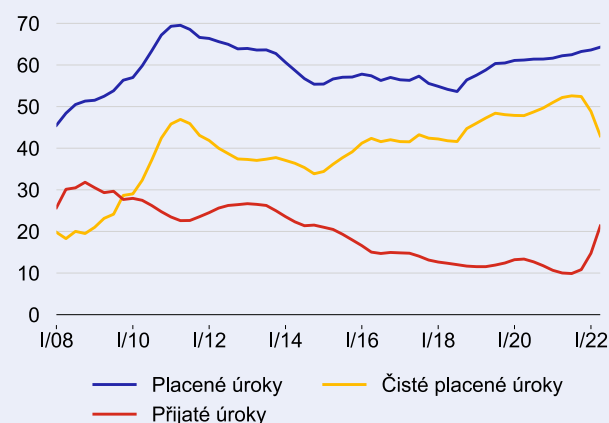
Úrokové sazby z nových hypoték a vkladů domácností se zvýšily v reakci na růst sazeb ČNB



Graf 2

Úrokové náklady domácností se mírně zvýšily, u výnosů byl nárůst o něco výraznější, čisté placené úroky domácností proto klesly

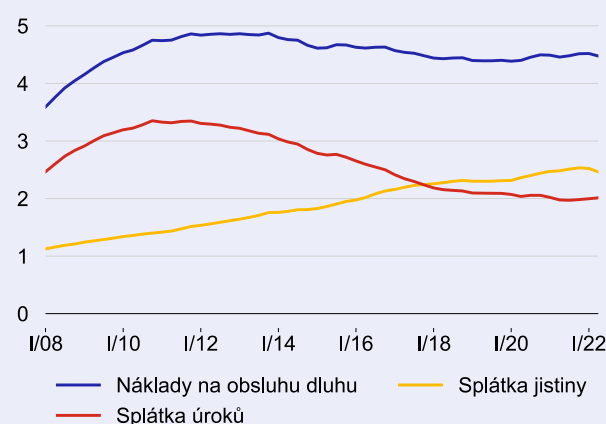
roční klouzavé úhrny (suma čtvrtletních transakcí) v mld. Kč



Graf 3

Celkové náklady na obsluhu dluhu domácností se ve vztahu k příjmům zatím výrazněji nezměnily

poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %, výpočet ČNB



měnověpolitických sazeb zatím jen omezeně. Úroková sazba z celkových vkladů domácností se tak v posledním období zvýšila jen mírně (Graf 1).

Vliv zvýšení úrokových sazeb na hospodaření podniků

Nárůst měnověpolitických úrokových sazeb se rychleji a ve větší míře než u domácností promítal ve zvýšení sazby z nových korunových úvěrů podnikům. Ta od června 2021 do září 2022 vzrostla zhruba o 7 procentních bodů na 8,4 %. Významná část podnikových úvěrů je totiž sjednána s pohyblivou nebo krátkodobou úrokovou sazbou odvíjející se od sazeb peněžního trhu. Změna úrokových sazeb se tak poměrně rychle projevuje v úrokových nákladech podniků. Nárůst sazby z korunových úvěrů se vlivem vysokého úrokového diferenciálu tuzemských a eurových sazeb odrazil i ve zvýšené poptávce podniků po eurových úvěrech.

Dluh podniků ve vztahu k hrubému provoznímu přebytku se v podmínkách nárůstu úrokových sazeb a zpomalení dynamiky zisku na přelomu loňského a letošního roku mírně zvýšil. Pokračující výrazný nárůst úrokových sazeb následně ve druhém čtvrtletí 2022 přispěl k nepatrnému snížení míry zadluženosti podniků (Graf 4). V případě bankovních úvěrů míra zadluženosti podniků ve vztahu k zisku dosáhla 74 % a u celkového dluhu (zahrnujícího i nebankovní financování a úvěry ze zahraničí) se pohybovala na úrovni 201 %. Ve snížení zadluženosti podniků se přitom začaly projevovat nejistoty spojené s vývojem ekonomiky doprovázené omezenou investiční aktivitou a zvýšená hladina úrokových sazeb při přetrvávající zesílené potřebě financování provozního kapitálu a zásob.

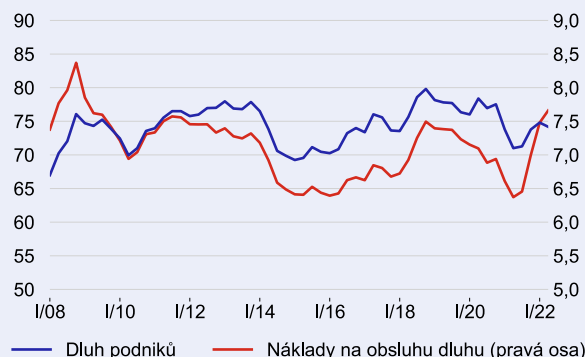
Vlivem nárůstu úrokových sazeb se úrokové náklady podniků v první polovině letošního roku zvýšily (Graf 5). Nicméně úrokové příjmy podniků vzrostly ještě výrazněji a čisté placené úroky podniků se tak na agregované úrovni snížily více než u domácností. Podniky jsou totiž aktivnější při přesunu svých aktiv směrem k více úročeným depozitům a ve vztahu k bankám mají také lepší vyjednávací pozici.

Změny v úrokových nákladech se odrazilily i ve vývoji dluhové služby podniků. Náklady na obsluhu dluhu zahrnující splátku úroků a jistiny (z korunových i eurových úvěrů) ve vztahu k hrubému provoznímu přebytku vzrostly (Graf 6). K tomu přispělo zvýšení splátek úroků spojených se splácením korunových úvěrů, neboť změna tržních úrokových sazeb se u podniků bezprostředně promítá do sazeb u nových i stávajících úvěrů. Podíl splátky úroků v poměru k hrubému provoznímu přebytku se tak pohybuje na nejvyšších úrovních od roku 2009. Naproti tomu zatížení splátkami jistiny úvěrů se v posledním období snížilo.

Graf 4

Míra zadluženosti podniků úvěry se nachází pod předcovidovou úrovní, zatímco náklady na obsluhu jejich dluhu jsou výše

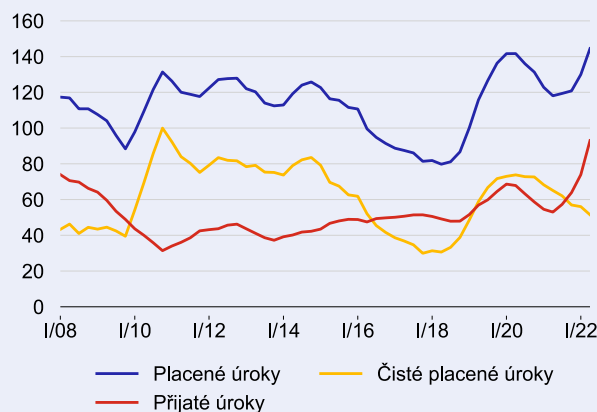
poměry k hrubému provoznímu přebytku v %, bankovní úvěry, výpočet ČNB



Graf 5

Zvýšení úrokových výnosů podniků převážilo nad nárůstem jejich úrokových nákladů, čisté úrokové náklady podniků proto klesají

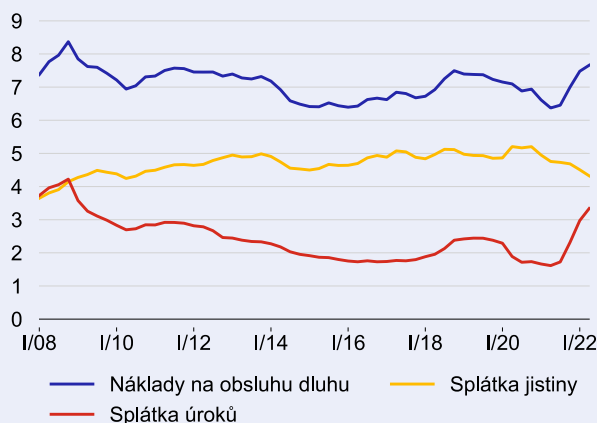
roční klouzavé úhmy (suma čtvrtletních transakcí) v mld. Kč



Graf 6

Celkové náklady podniků na obsluhu dluhu ve vztahu k zisku se zvyšují, splátka jistiny klesá

poměry k hrubému provoznímu přebytku v %, náklady celkových bankovních úvěrů, výpočet ČNB



Závěr

Celkově lze konstatovat, že nárůst základních úrokových sazeb ČNB se u domácností projevilo snížením objemu nově čerpaných hypoték a tudíž i snížením jejich míry zadlužení. Úrokové náklady ze stávajících úvěrů se u domácností zvyšovaly zatím pozvolna. U podniků se zvýšily úrokové i celkové náklady spojené s čerpáním úvěrů a míra jejich zadluženosti mírně poklesla. U obou sektorů byl nárůst úrokových nákladů na agregované úrovni z hlediska dopadů do bilancí více než kompenzován zvýšenými úrokovými příjmy, a čisté úroky placené firmami i domácnostmi proto klesly. Tento důchodový efekt je nicméně podružný, z hlediska transmise měnové politiky je důležitý pokles poptávky po spotřebě a investicích vlivem růstu úrokových sazeb.

Další informace na dané téma jsou obsaženy v blogu [Klientské úrokové sazby z úvěrů a vkladů v kontextu zvyšování měnověpolitických sazeb](#) na webu ČNB.

1 Poslední dostupné údaje o úrokových nákladech a výnosech a o dluhové službě domácností a podniků jsou ze sektorových účtů k dispozici za druhé čtvrtletí 2022. Úrokové náklady a výnosy jsou v grafech zobrazeny před úpravou o nepřímo měřené zprostředkovatelské služby (FISIM).

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)	MFI	měnové finanční instituce
ECB	Evropská centrální banka	MMF	Mezinárodní měnový fond
EET	elektronická evidence tržeb	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
EHP	Evropský hospodářský prostor	NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NBS	Národní banka Slovenska (slovenská centrální banka)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)	NH	národní hospodářství
EIU	Economist Intelligence Unit	NHPP	národohospodářská produktivita
EK	Evropská komise	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESA	Evropský systém národních účtů	NÚ	národní účty
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESI	Economic Sentiment Indicator (Indikátor důvěry)	OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
EU	Evropská unie	p. b.	procentní body
EUR	Euro	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PPI	ceny průmyslových výrobců
FECF	Foreign Exchange Consensus Forecasts	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	PZI	přímé zahraniční investice
FOMC	Federální výbor pro volný trh	repo	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	sazba	
HDP	hrubý domácí produkt	UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
HICP	harmonizovaný cenový index	USA	Spojené státy americké
HNP	hrubý národní produkt	USD	americký dolar
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HPH	hrubá přidaná hodnota	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)	ZoI	Zpráva o inflaci
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)	ZoMP	Zpráva o měnové politice
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4290,8	4387,8	4627,4	4740,8	4994,2	5154,3	5307,2	5014,3	5189,2	5305,5	5269,5	5401,4
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4141,9	4344,6	4627,4	4794,9	5116,8	5416,4	5793,9	5710,7	6106,7	6801,3	7434,3	7647,5
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,0	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,2	-0,7	2,5
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,9	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,0	0,0	-1,4	3,5
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,5	0,8	1,6	1,3
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,2	7,1	13,1	-3,9	6,5	7,7	4,5	-9,2	18,9	7,7	-8,7	-2,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,9	-6,0	0,6	4,8	1,4	4,3
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,3	-8,1	6,8	3,4	3,5	7,2
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,1	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,5	-8,2	13,2	3,9	0,3	5,6
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	295,5	283,3	276,7	337,5	401,7	338,1	338,4	315,6	96,8	77,5	221,8	307,8
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,8	9,1	2,4
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	26,2	16,8	5,7
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	12,3	6,3	-0,9
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,2	8,4	3,1
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	35,1	-1,0	-3,4
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	15,3	8,9	2,3
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,8	10,5	1,8
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	5,9	33,5	-0,6	-10,3
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	4,7	6,3	7,7	7,0
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	5,1	7,1	8,2	7,8
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	1,5	0,9	-9,4	-1,2	4,6
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	7,4	8,1	4,4
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,2	-0,8	2,7
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	2,9	2,5	3,2	3,7
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	4,3	5,1
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,9	0,7	1,3	1,8	1,5	1,2	-0,1	-1,6	-1,5	1,8	0,0	-0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	-0,3	1,1	-0,2	0,0
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-311,5	-250,7	-285,1	-165,5
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,7	-3,8	-2,2
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,8	2824,0	3127,4	3308,6
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	41,5	42,0	43,2
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	73,3	-114,1	26,2	91,0
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,2	-1,7	0,4	1,2
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	110,1	131,7	135,6	143,2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-51,1	-341,8	-185,2	-143,0
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-0,8	-5,0	-2,5	-1,9
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-4,8	-60,0	-60,0	-60,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,5	24,2	23,1
Kč/EUR (průměr)	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,8	24,7
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,5	10,0	12,6
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	6,2	6,7	5,0
3M PRIBOR (% , průměr)	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,6	7,0	5,3
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,3	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,1	3,9	2,4	-0,2	1,9
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	9,1	5,5	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	10,9	37,0	14,4	-0,6
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	108,8	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	99,1	81,5	75,5
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,4	3,1	3,1
USD/EUR (průměr)	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,0	1,0	1,1

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2022				čtvrtletí roku 2023				čtvrtletí roku 2024			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1329,2	1335,2	1329,4	1311,7	1304,7	1315,4	1322,5	1326,9	1334,2	1345,5	1355,9	1365,7
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1637,6	1677,9	1719,3	1766,5	1806,5	1861,4	1883,9	1882,5	1888,8	1903,8	1919,4	1935,5
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,6	3,7	1,5	-0,7	-1,8	-1,5	-0,5	1,2	2,3	2,3	2,5	2,9
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,6	0,5	-0,4	-1,3	-0,5	0,8	0,5	0,3	0,6	0,8	0,8	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	8,2	0,2	-4,1	-3,6	-3,8	-3,0	-0,6	2,1	3,6	3,6	3,4	3,3
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,1	1,3	0,0	-0,2	1,2	2,3	1,7	1,3	1,1	1,3	1,5	1,5
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	13,6	13,0	5,2	-0,1	-5,5	-9,8	-10,4	-9,1	-6,9	-4,7	-0,8	2,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,9	6,1	4,6	1,9	-0,6	0,3	1,7	4,2	5,4	4,6	3,7	3,6
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,4	1,8	7,4	4,2	0,9	2,5	4,1	6,6	8,5	7,2	6,0	7,0
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	5,1	2,7	5,0	3,0	-1,0	-1,0	0,3	2,8	5,3	5,1	5,1	6,8
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	16,7	10,5	21,4	28,8	36,8	49,4	64,2	71,5	74,5	76,3	78,0	79,0
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	11,2	15,8	17,6	18,4	14,9	10,2	7,0	4,2	2,7	2,1	2,2	2,4
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	15,7	23,4	28,1	37,6	25,7	18,8	13,8	8,8	6,5	5,3	5,5	5,7
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	6,2	11,4	15,2	16,5	13,4	7,9	3,3	0,4	-0,9	-1,3	-1,0	-0,3
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	10,5	13,8	14,7	14,0	12,4	9,4	6,9	4,9	3,6	3,1	2,9	2,9
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	36,9	46,3	36,1	21,0	10,2	-6,0	-4,8	-3,4	-4,0	-3,8	-3,3	-2,3
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	10,8	15,6	17,4	17,4	14,8	10,0	6,7	4,1	2,6	2,1	2,1	2,3
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	21,8	27,7	25,9	23,7	17,8	10,2	8,0	6,8	3,4	2,0	1,1	0,6
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	23,9	39,1	37,2	32,8	16,8	-3,4	-5,1	-9,0	-9,2	-11,7	-10,9	-9,0
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	7,3	4,4	6,1	7,5	8,4	7,4	7,5	7,4	7,4	7,2	6,9	6,5
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,1	4,6	7,3	8,4	8,9	7,8	8,0	8,2	8,2	8,0	7,7	7,2
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-3,9	-11,3	-11,5	-10,9	-6,4	-2,8	0,6	3,2	4,6	5,0	4,7	4,1
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	6,6	4,8	7,7	10,2	10,6	8,7	7,6	5,8	4,7	4,7	4,3	3,7
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	3,3	1,1	-0,7	-2,8	-3,5	-1,4	-0,1	1,5	2,5	2,5	2,7	3,1
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,3	3,3	3,4	3,5	3,8	4,2	4,5	4,7	4,9	5,1	5,2	5,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	2,3	2,2	1,6	1,2	0,7	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	0,9	1,3	1,3	1,0	0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,2
VEŘEJNÉ FINANČE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	7,1	-40,1	-37,1	-43,9	16,2	24,2	-12,1	-2,1	55,4	34,4	1,4	-0,2
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	0,5	-2,4	-2,1	-2,4	1,0	1,3	-0,6	-0,1	3,1	1,8	0,1	0,0
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	24,8	35,6	32,2	39,1	36,6	39,4	32,3	27,3	34,4	40,6	36,4	31,8
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-13,5	-72,7	-145,9	-109,7	16,9	-47,4	-92,1	-62,5	52,1	-45,9	-83,5	-65,7
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,9	-4,3	-8,4	-6,0	1,0	-2,5	-4,8	-3,2	2,9	-2,4	-4,3	-3,3
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-16,0	-39,6	8,0	-12,4	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	22,0	23,1	24,4	24,5	24,4	24,3	24,2	23,9	23,6	23,3	22,9	22,5
Kč/EUR (průměr)	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,7	25,0	25,0	25,0	24,8	24,6	24,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	6,0	6,2	6,4	7,4	8,2	8,6	11,4	11,7	13,1	13,5	12,5	11,5
2T repo sazba (% , průměr)	4,2	5,6	7,0	8,0	7,9	6,9	6,4	5,8	5,4	5,0	4,8	4,6
3M PRIBOR (% , průměr)	4,6	6,0	7,3	8,3	8,2	7,2	6,7	6,1	5,7	5,3	5,1	4,9
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	4,6	3,1	1,4	0,5	-0,5	-0,8	-0,3	0,7	1,3	1,7	2,0	2,5
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	0,7	0,6	-0,1	-0,7	-0,3	0,3	0,5	0,2	0,3	0,7	0,8	0,7
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	6,5	8,8	10,2	10,6	8,5	6,6	4,6	2,7	2,1	1,7	1,7	1,9
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	30,4	36,1	42,7	38,1	28,6	20,0	8,8	3,6	1,0	-0,6	-1,3	-1,6
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	97,9	112,0	97,7	89,2	85,0	82,2	80,3	78,7	77,2	76,0	74,9	73,9
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,4	0,5	2,2	2,8	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	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)