

---

# Prognóza ekonomického vývoje v ČR a měnová politika ČNB

Zpráva o měnové politice – jaro 2024

**Tomáš Holub**

seminář FRSA Advisory a Refinitiv/LSEG

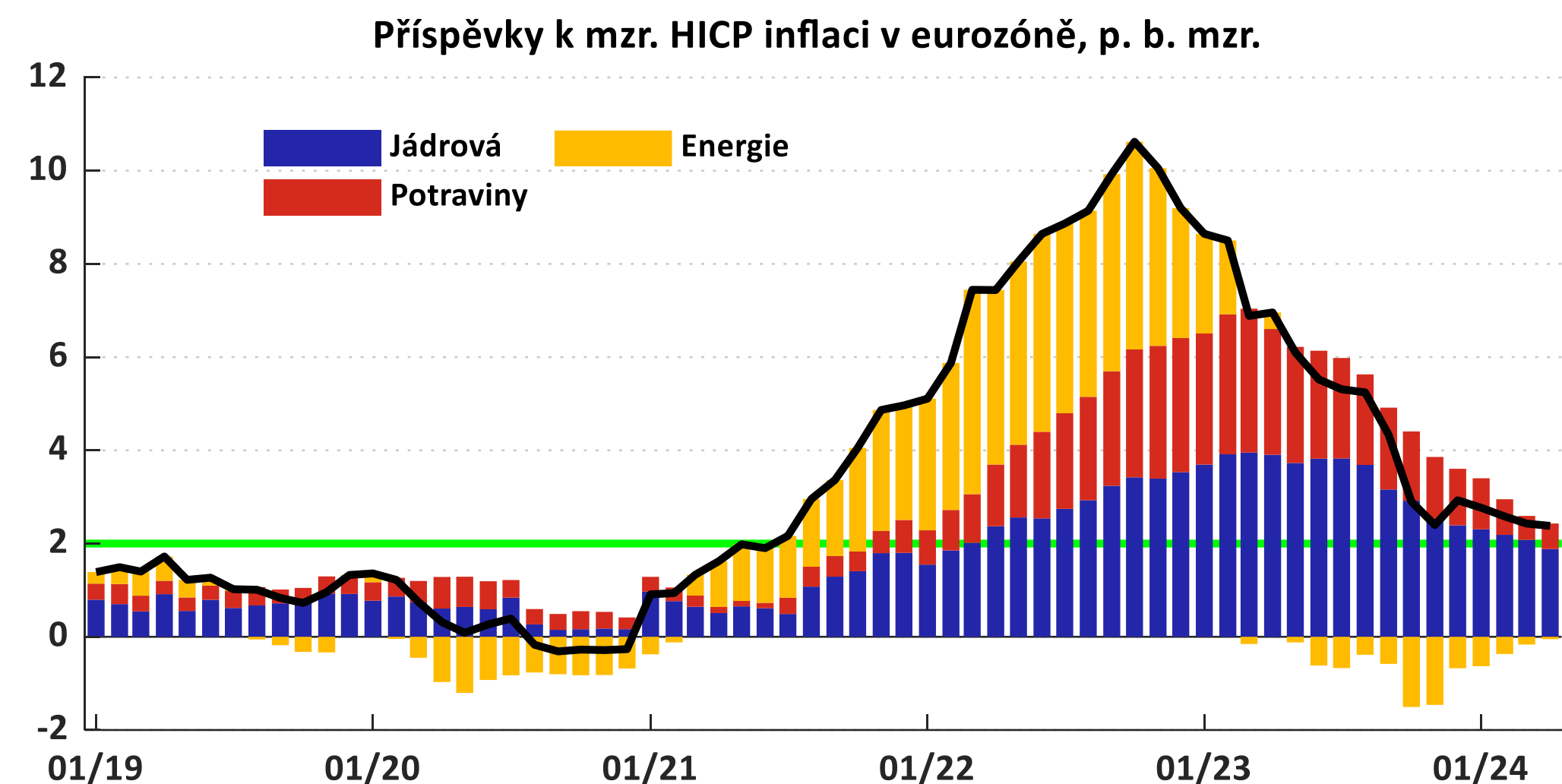
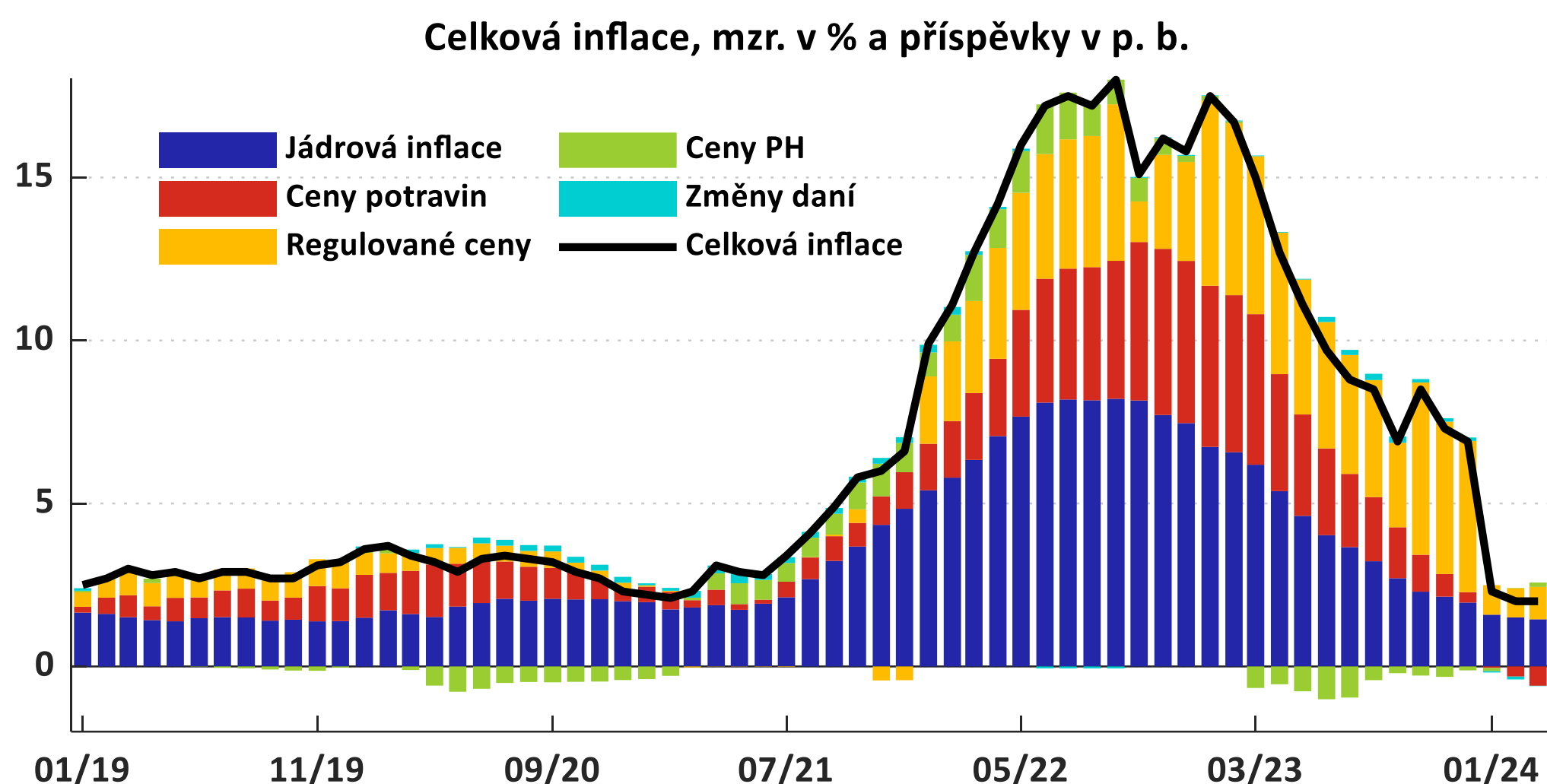
Praha 10. května 2024



## Aktuální vývoj



# Inflace v ČR a v eurozóně



Zdroj: ČSÚ a Eurostat

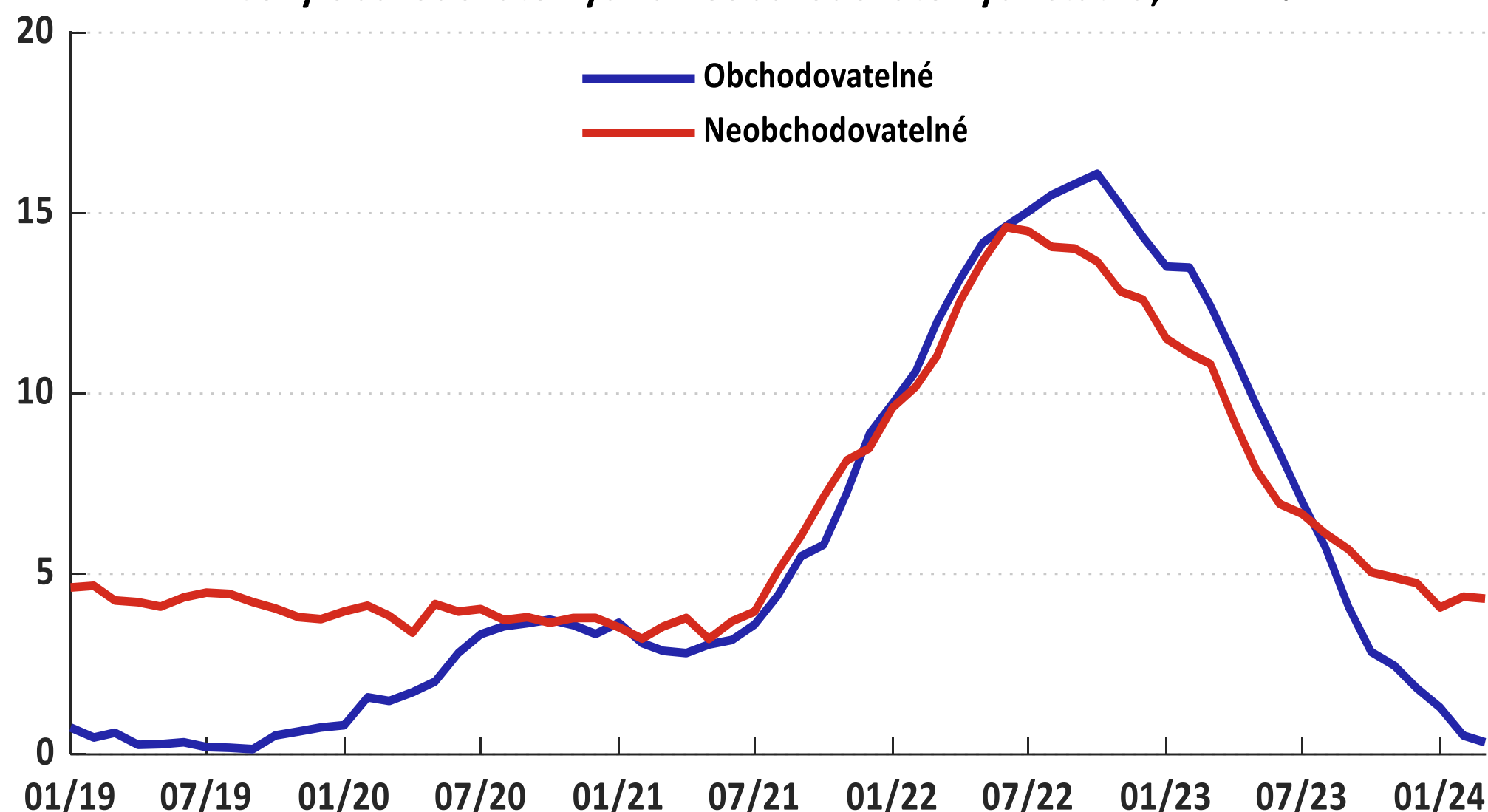
**Inflace** v ČR se na začátku letošního roku skokově snížila a v únoru i březnu zůstala na cíli.

Za výrazným poklesem inflace stojí především výrazné zpomalení růstu **regulovaných cen**, zejména cen energií. Poklesly také ceny potravin, zatímco ceny pohonných hmot v březnu meziročně vzrostly. Jádrová inflace zpomalila jen mírně.

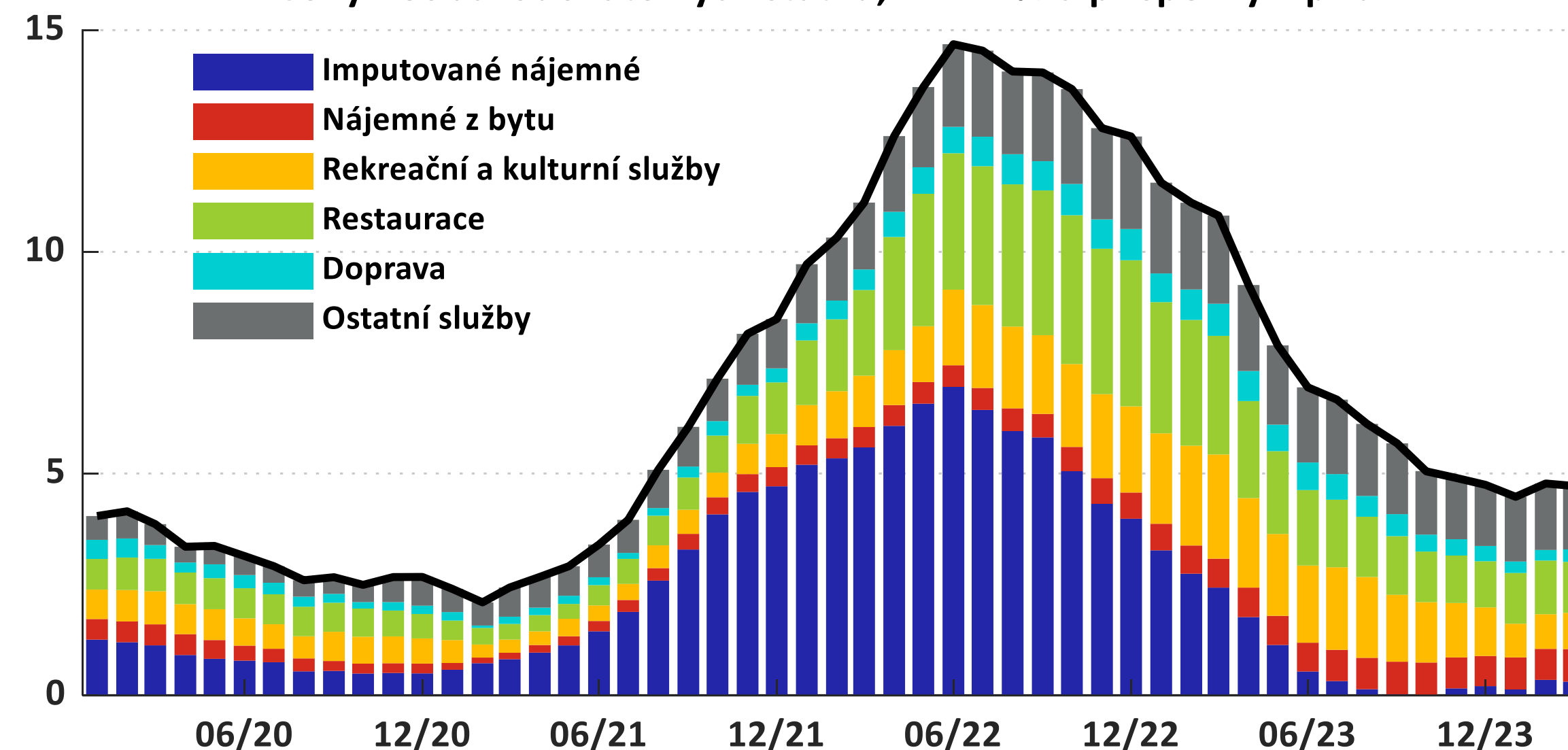
**V eurozóně celková inflace** pokračuje v poklesu a v březnu byla jen mírně nad cílem ECB. Jádrová inflace je i nadále zvýšená, zatímco pokles cen energií v meziročním vyjádření slábne.

# Jádrová inflace v ČR

Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných statků, mizr. v %



Ceny neobchodovatelných statků, mizr. v % a příspěvky v p. b.

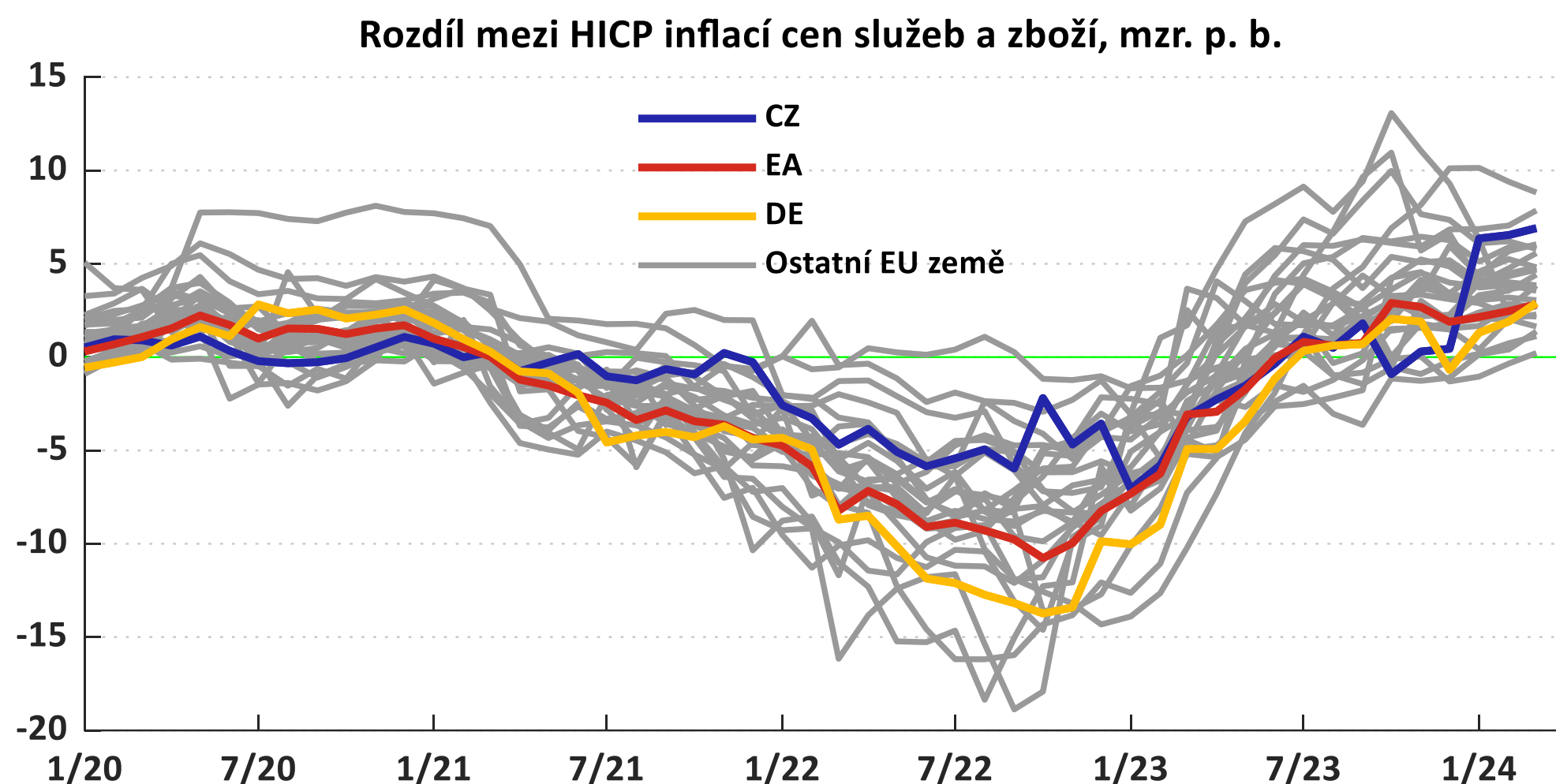


Zdroj: ČSÚ, ČNB

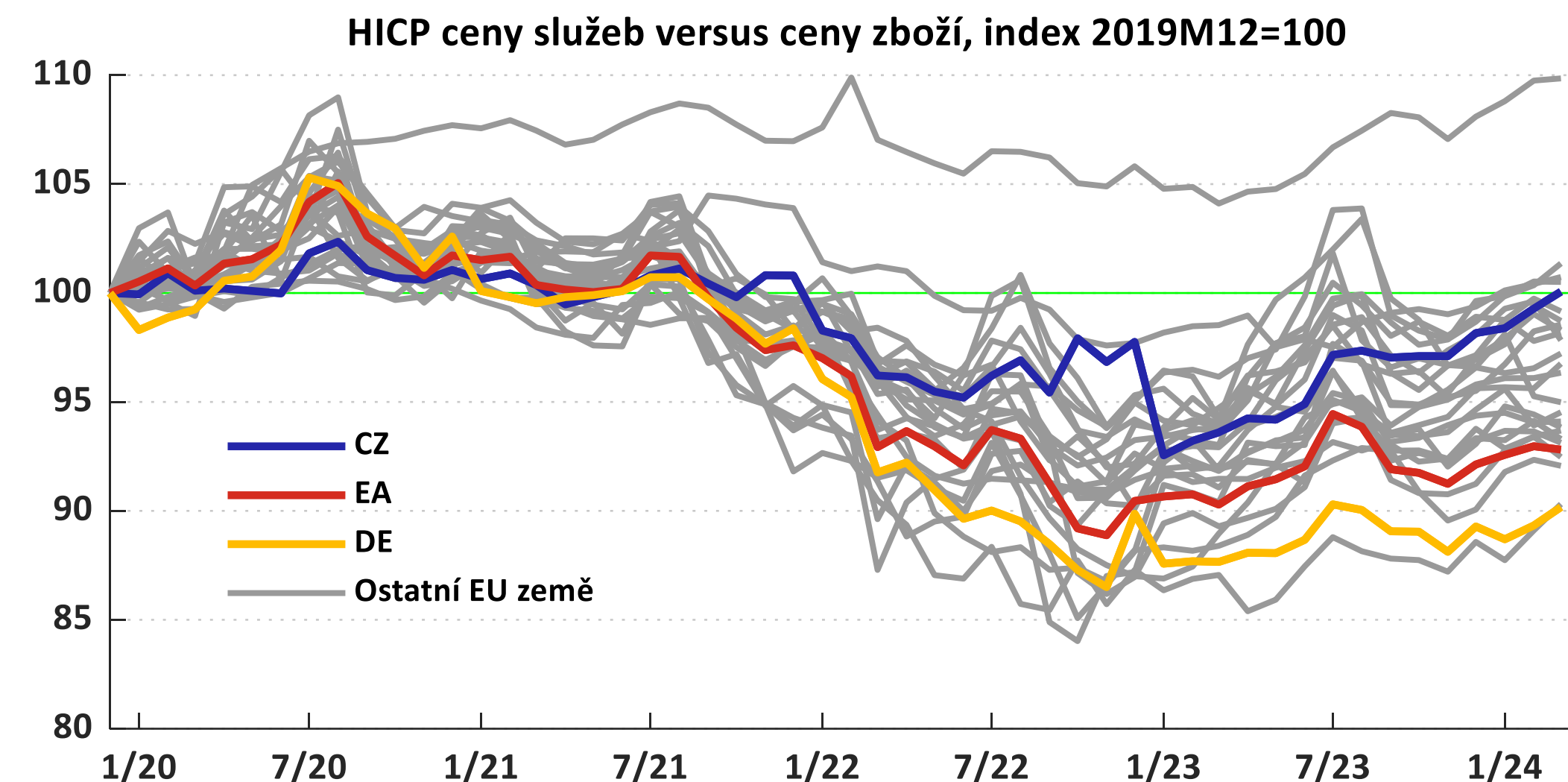
Zatímco růst cen **obchodovatelných statků** klesl téměř na nulu, **ceny neobchodovatelných statků** vykazují – dle očekávání – mnohem větší **setrvačnost**. Obdobný vývoj je pozorován i v řadě dalších zemí.

Příspěvek **imputovaného nájemného** k růstu cen neobchodovatelných statků zůstává i v letošním roce (zatím) nízký.

## HICP inflace cen služeb a zboží



Pozn.: Členění na zboží a služby v HICP dle Eurostatu. Státy EU bez MT.



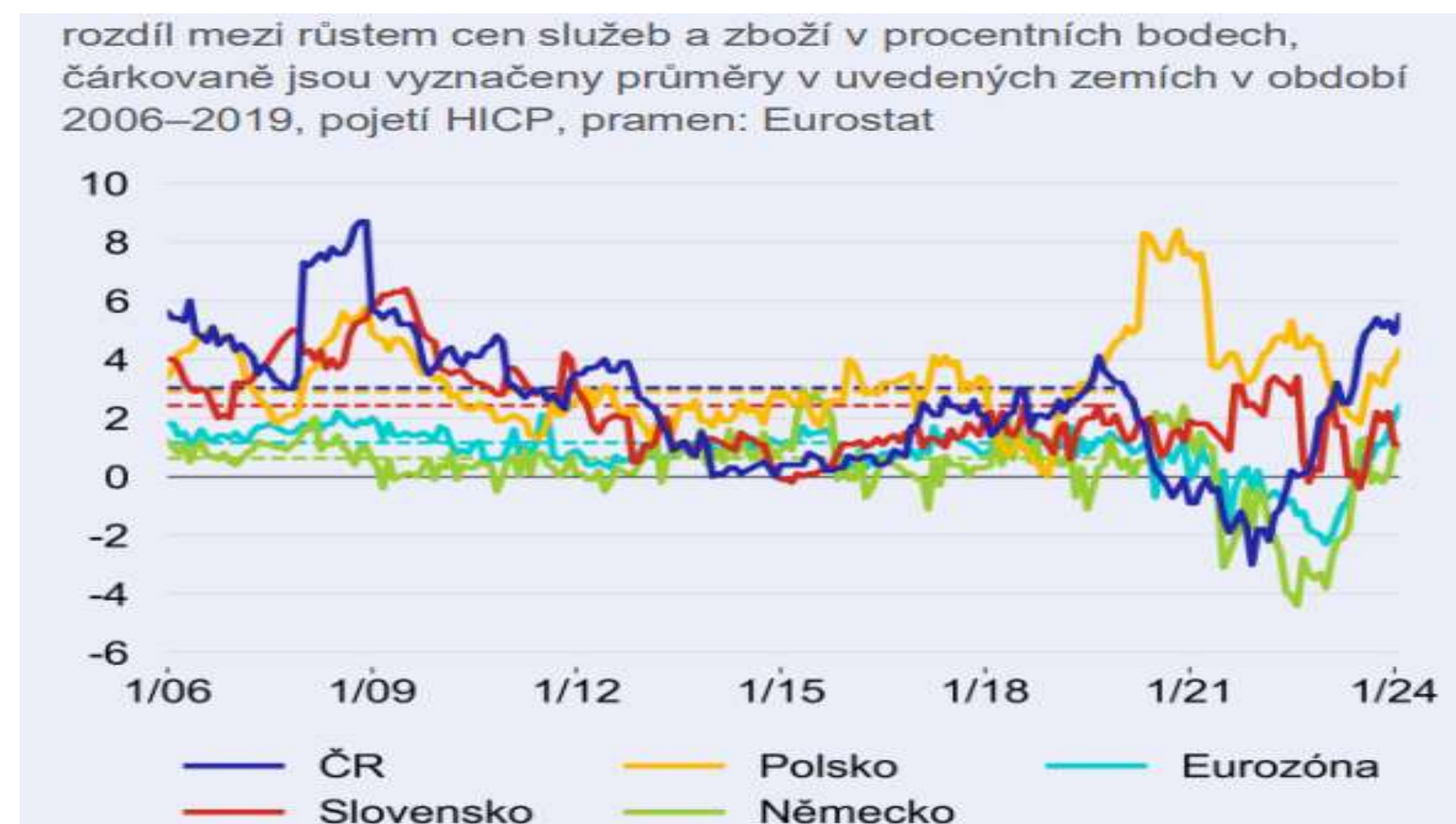
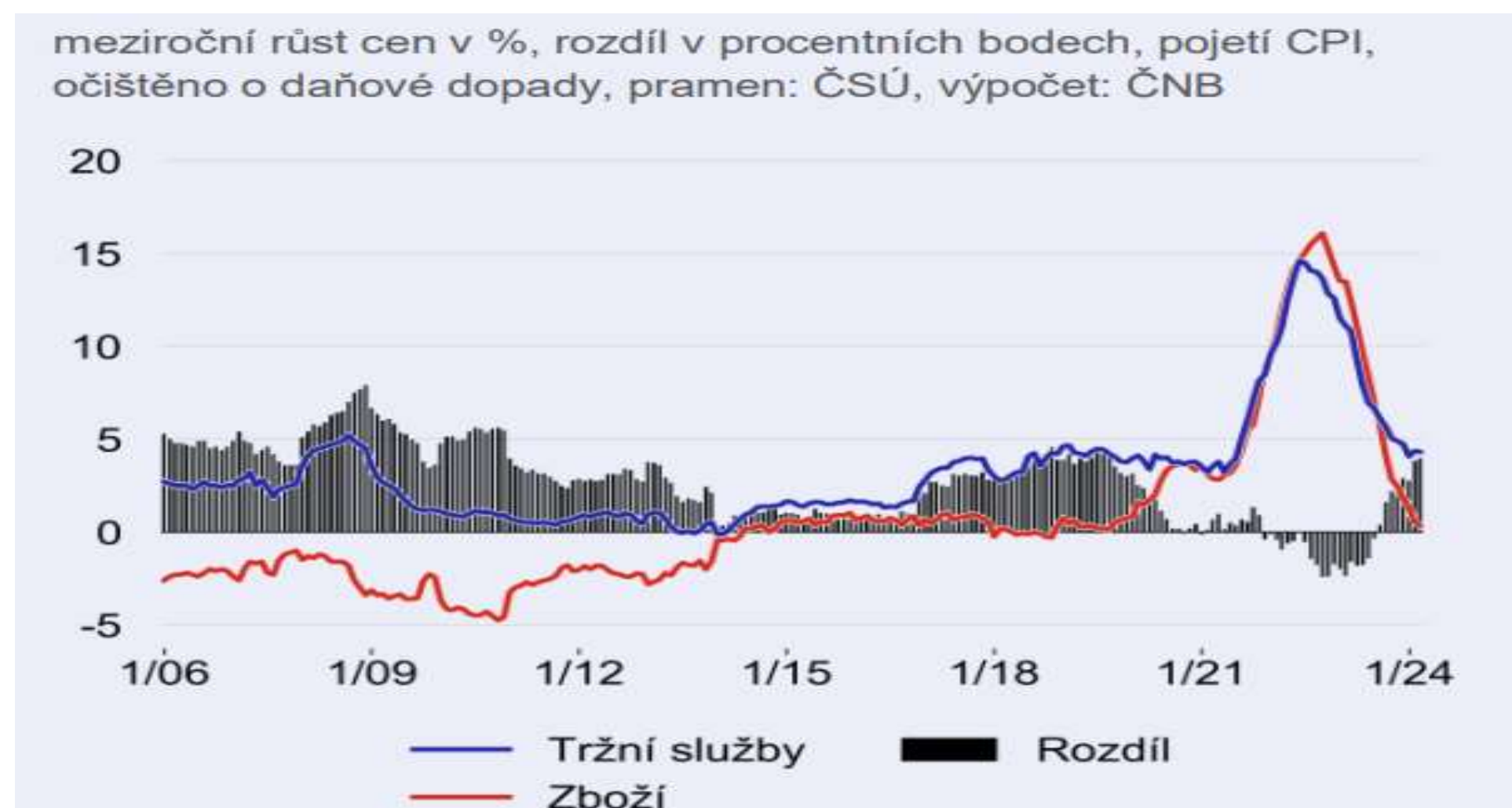
Zdroj: Eurostat

V březnu byl růst **cen služeb** vyšší než dynamika **cen zboží** ve všech zemích EU. V minulých 3 letech tomu bylo naopak.

**Relativní cena služeb vůči zboží** poklesla během nedávné inflační vlny. Nyní pozorovaný rychlejší růst cen služeb tak patrně navrácí relativní ceny na jejich rovnovážnou úroveň, k čemuž se u konvergujících ekonomik přidává tzv. Balassův–Samuelsonův efekt.

K návratu relativních cen na úroveň před covidem ještě ve většině zemí EU nedošlo, a tak **růst cen služeb** může být déle zvýšený (více perzistentní) oproti cenám zboží.

## Vývoj cen služeb a zboží v ČR



Vývoji cen zboží a služeb se věnuje Box 2 v **ZoMP – jaro 2024**

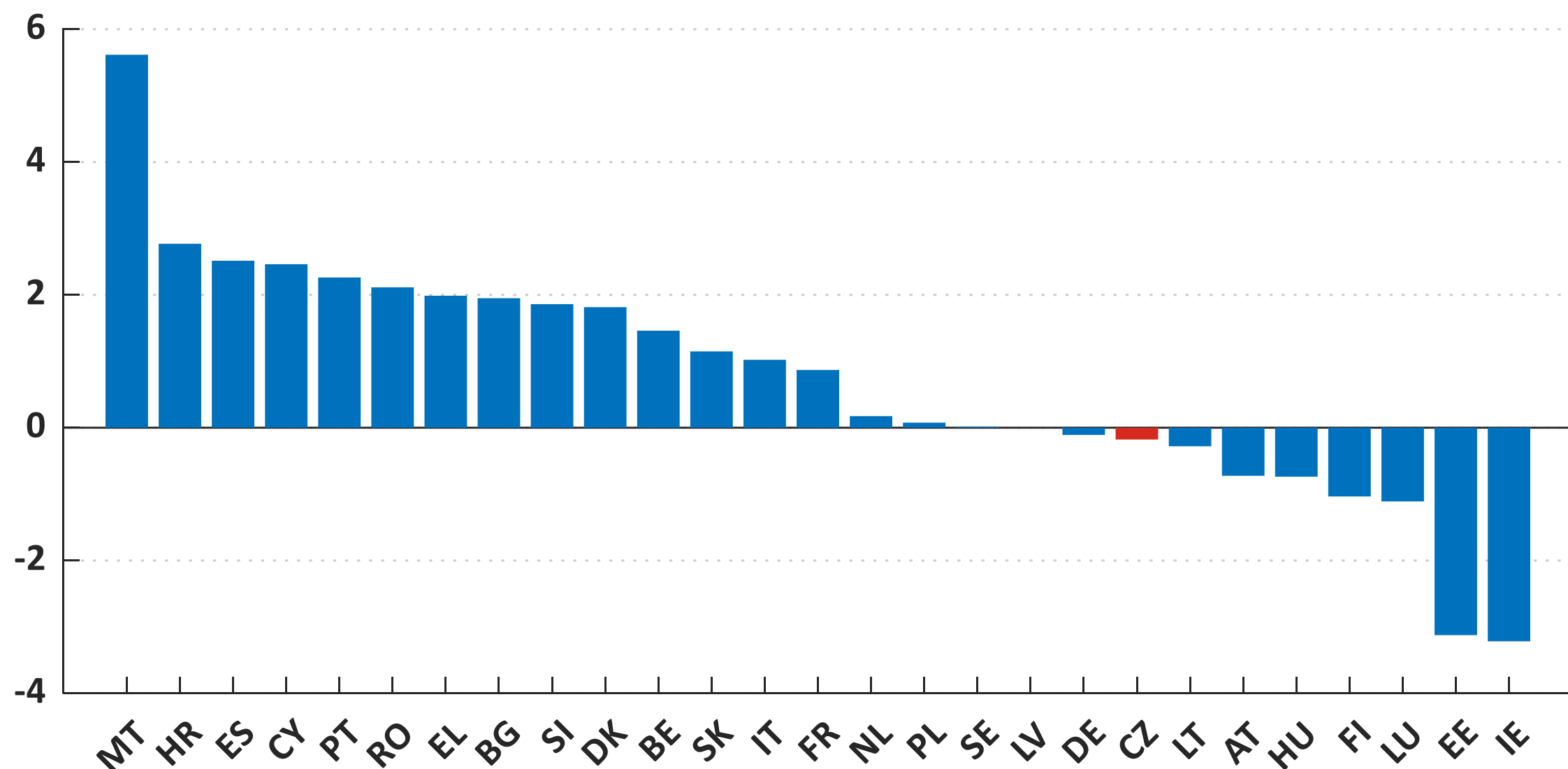
Zdroj: ČNB

Box ukazuje, že:

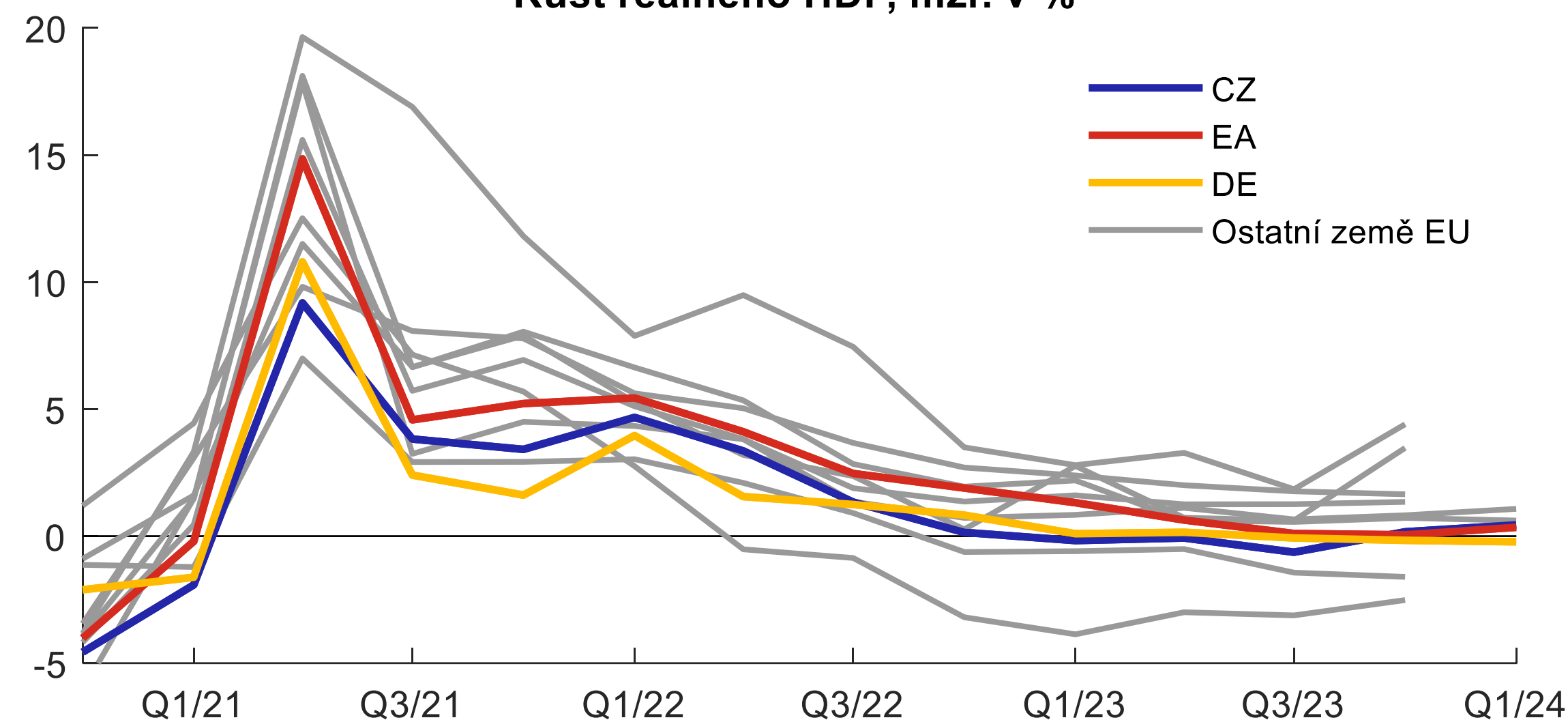
1. aktuální **rozdí mezi inflací cen zboží a služeb v ČR** odpovídá **dlouhodobému průměru**
2. rozdíl mezi růstem cen služeb a zboží je dlouhodobě znatelně vyšší u **konvergujících ekonomik** – Balassův–Samuelsonův efekt (ten by však měl dlouhodobě odrážet růst produktivity, který byl v poslední době utlumený).

# Reálný hospodářský růst

Růst reálného HDP v roce 2023



Růst reálného HDP, mizr. v %



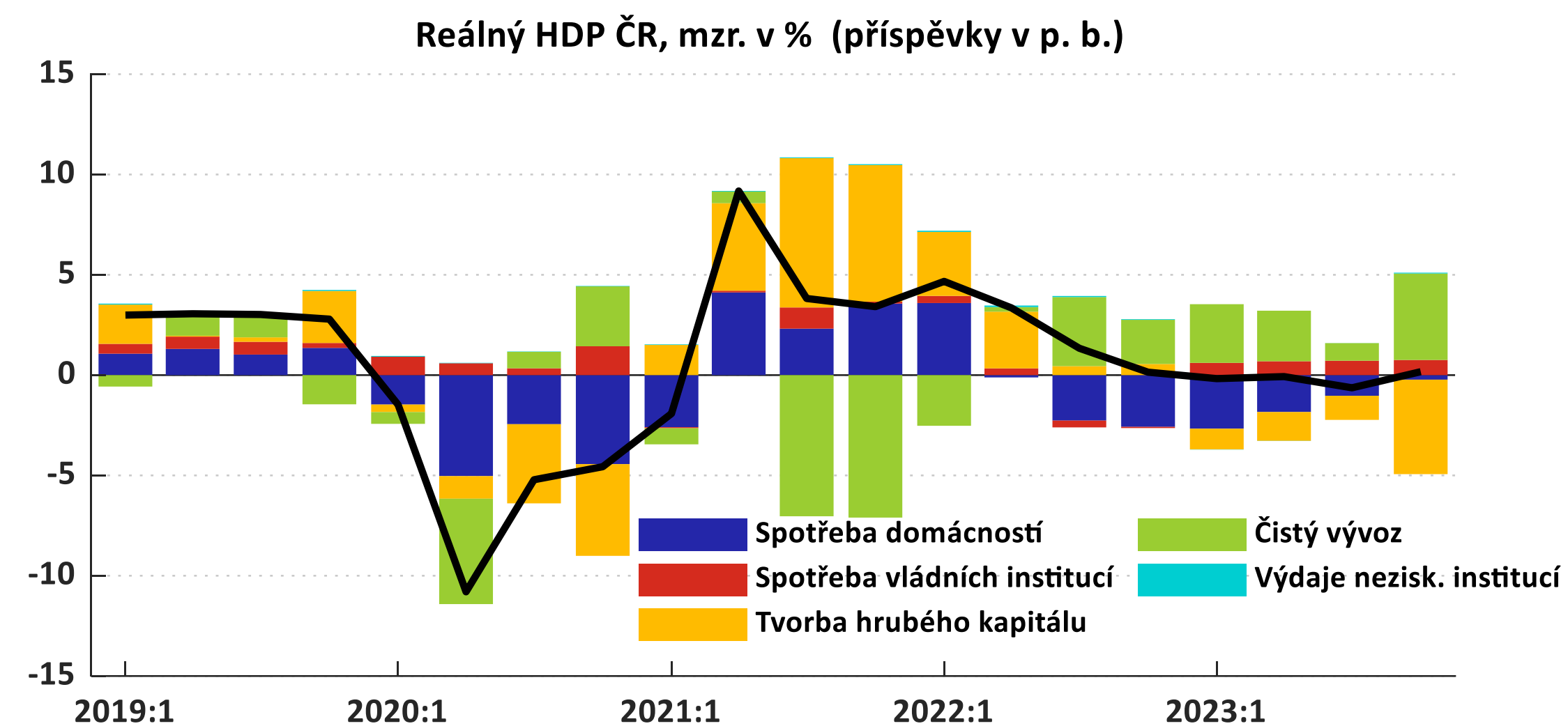
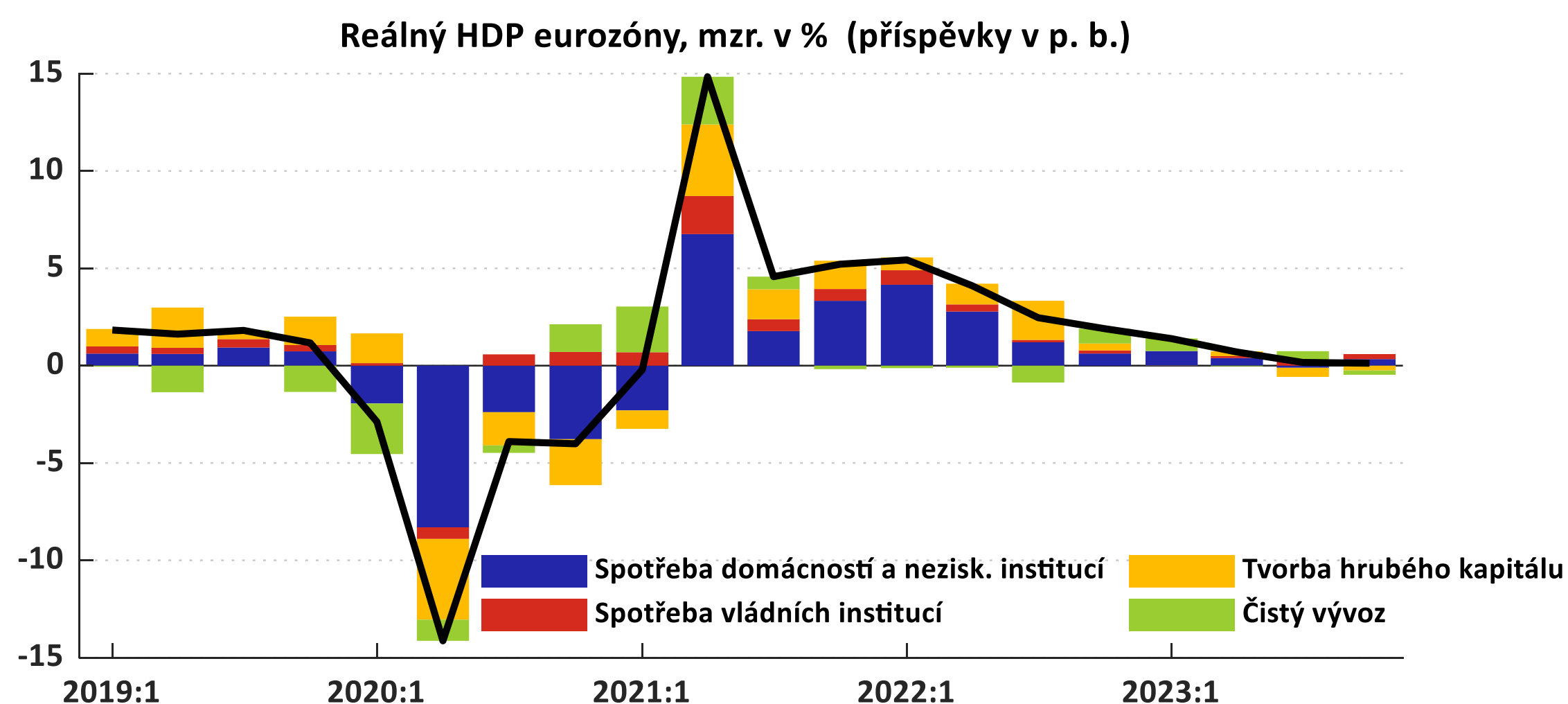
Zdroj: Eurostat

**Přísné měnové podmínky** spolu s poklesem **reálných mezd** a potížemi ve světovém obchodě (výpadky dodávek, Rudé moře) se promítly do zpomalení růstu reálného HDP ve většině zemí EU koncem minulého roku.

V minulém roce reálný **HDP ČR poklesl o 0,2 %**. Pro českou ekonomiku je citelné zejména zpomalení růstu v Německu.

V 1. čtvrtletí letošního roku vzrostl podle rychlého odhadu reálný HDP o 0,4 % meziročně, a česká ekonomika se tak pomalu **zotavuje z vleklé mělké recese**.

## Struktura reálného růstu



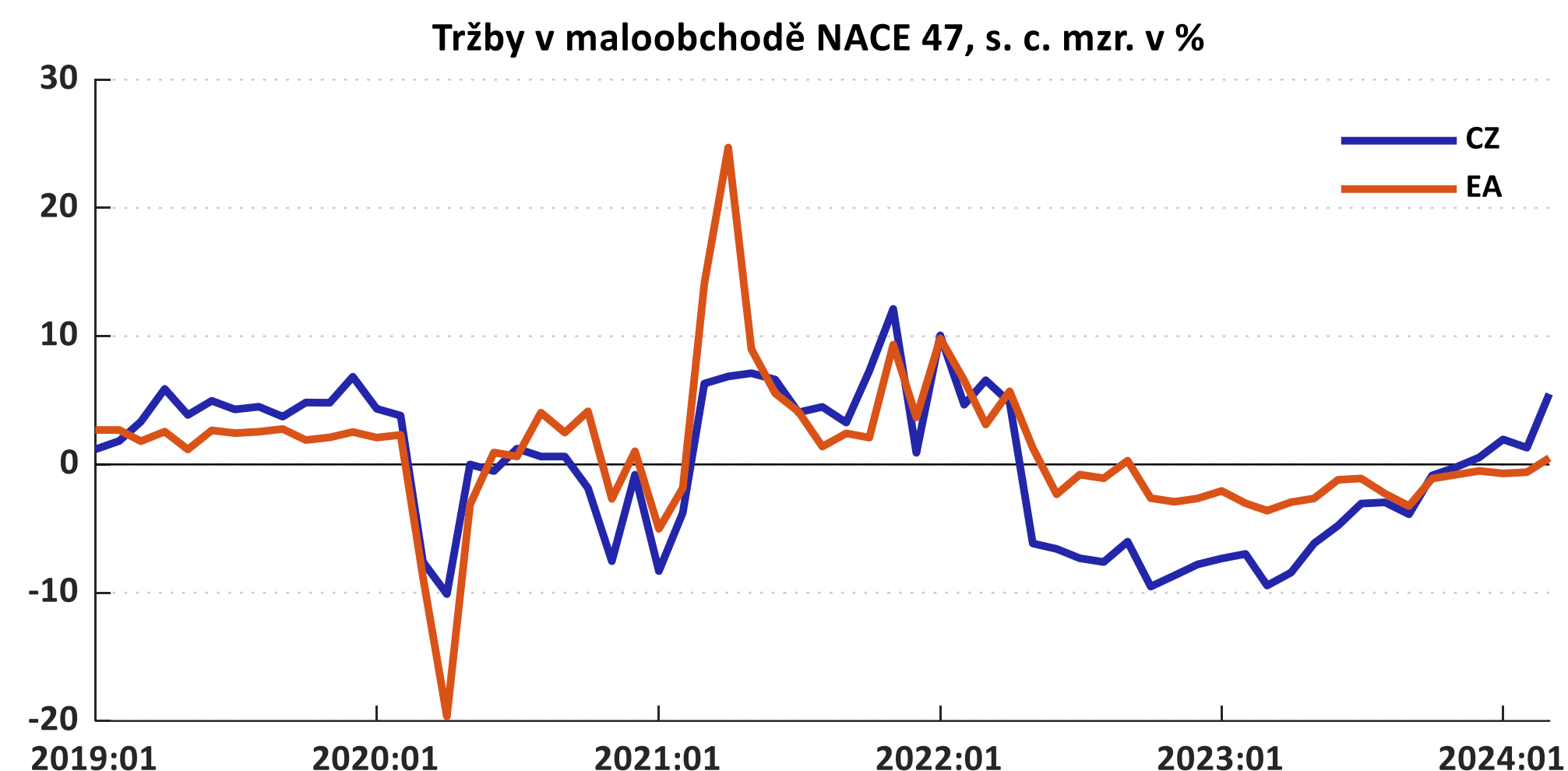
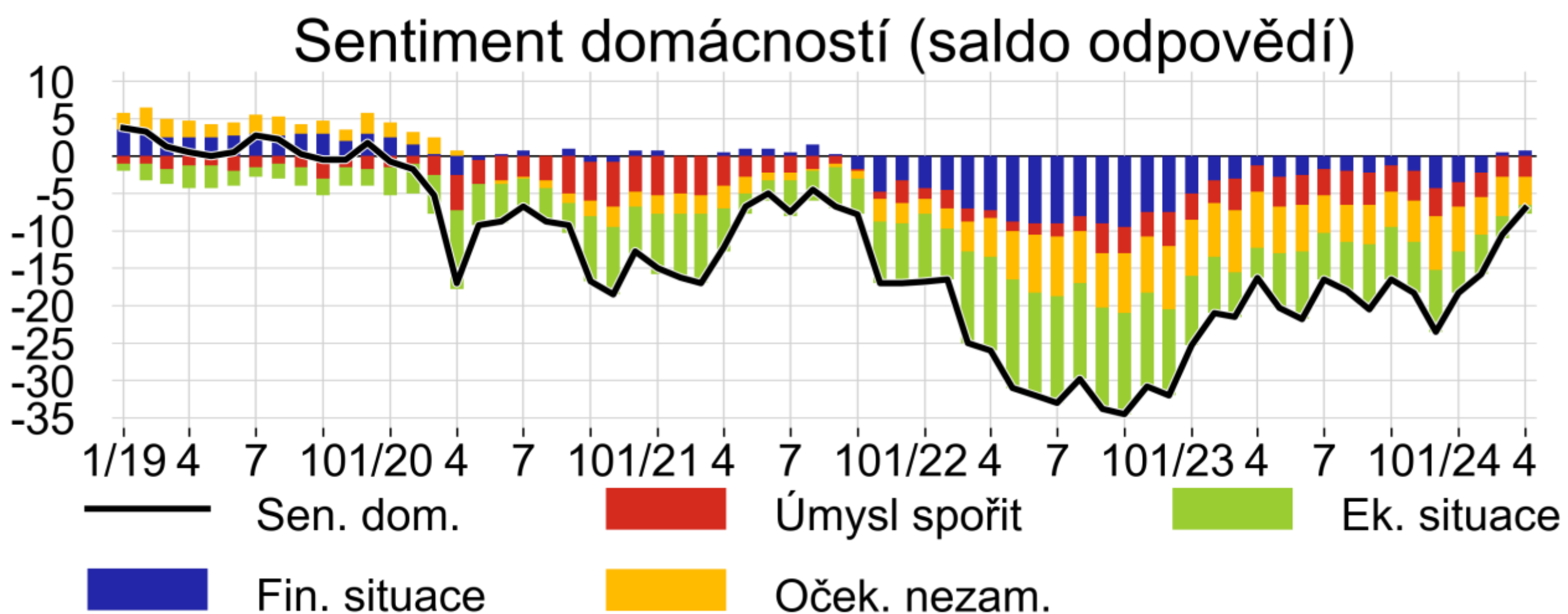
Zdroj: Eurostat

V minulém roce byla ekonomická aktivita v ČR tlumena poklesem **spotřeby domácností**, i když tempo jejího poklesu sláblo. Vyšší dynamika **čistého vývozu** na konci roku byla doprovázena dlouho nevídaným absolutním poklesem **stavu zásob**, jejichž typicky vysoká dovozní náročnost se projevila v hlubším poklesu dovozu.

Oproti **eurozóně**, která ve druhém pololetí roku 2023 prakticky stagnovala, byl útlum spotřeby domácností v ČR výraznější (hlubší pokles reálných mezd, opatrnostní úspory).



## Indikátory růstu spotřeby domácností



Zdroj: ČSÚ, Eurostat

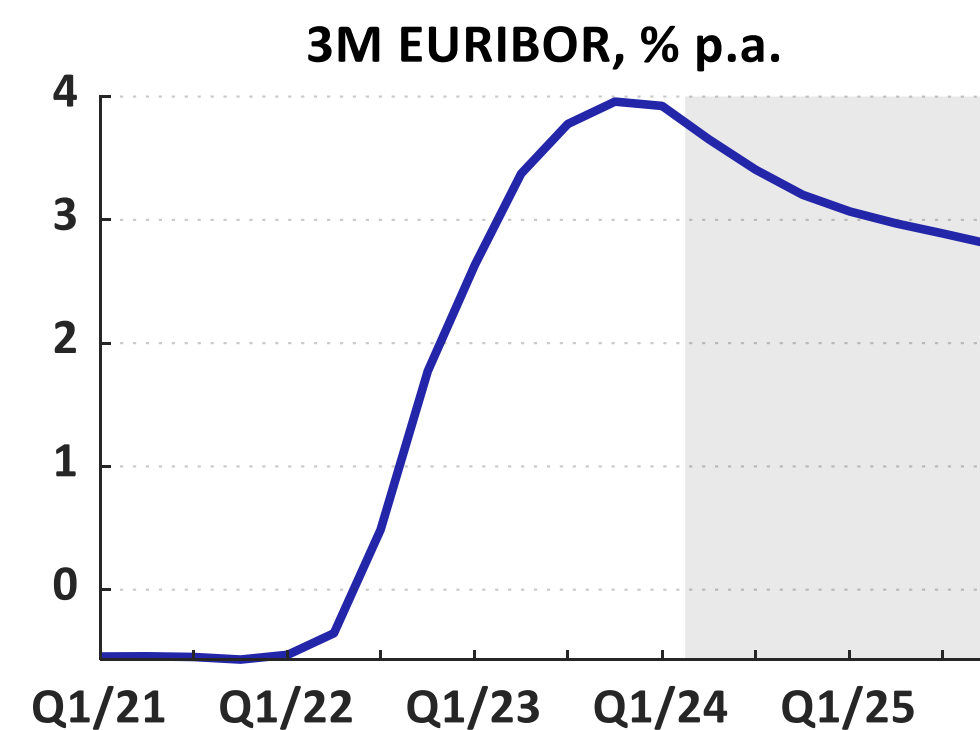
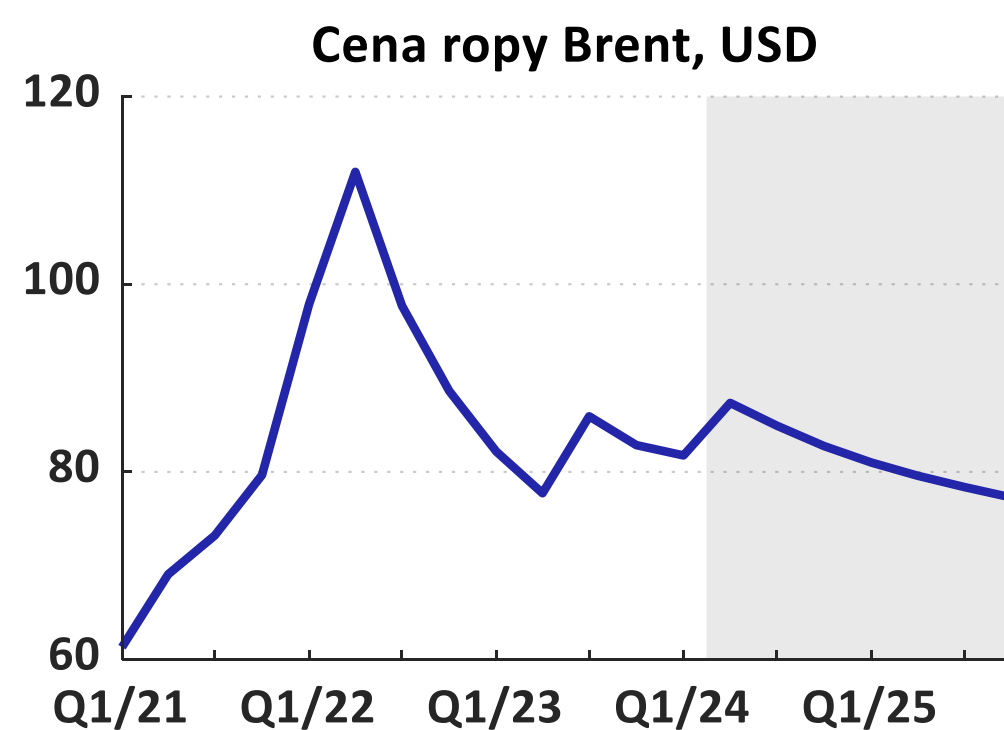
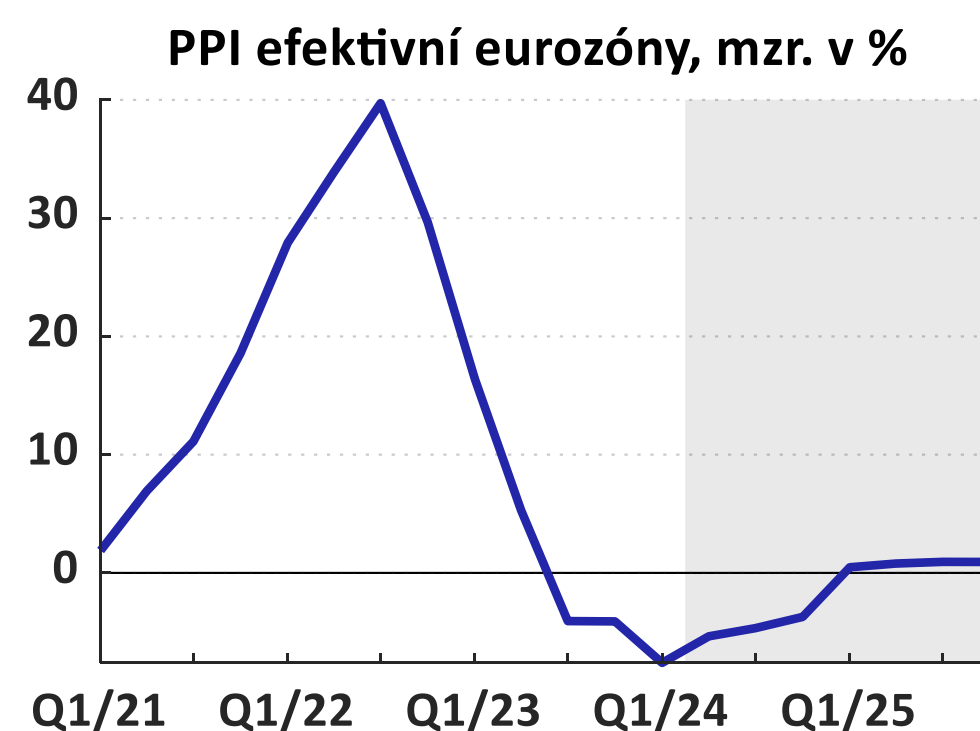
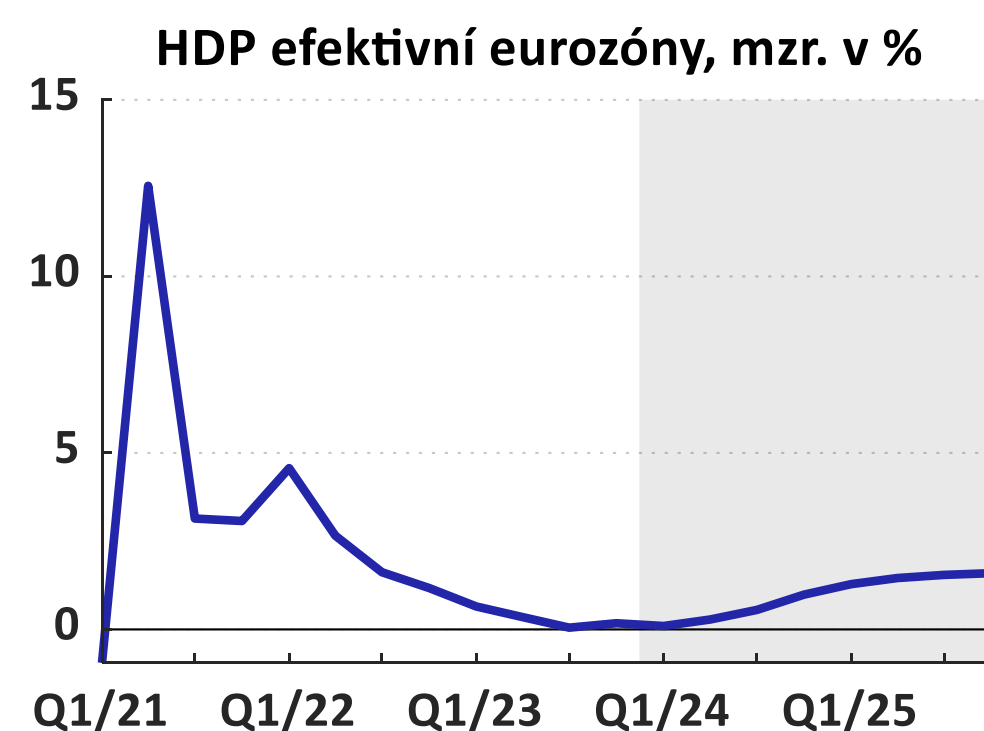
**Růst reálných mezd** a s tím související **zlepšení spotřebitelského sentimentu** převáží nad negativními efekty opatření z konsolidačního balíčku a podpoří růst spotřeby domácností.

Předstihové indikátory jako **tržby v maloobchodě a službách** či **sentiment** ukazují na ožívování spotřeby domácností začátkem letošního roku. V březnu v ČR vzrostly tržby v maloobchodě (NACE 47) meziročně o 5,5 % (s. o.).

# Zpráva o měnové politice Jaro 2024



## Předpoklady o zahraničním vývoji



Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

**Hospodářský růst eurozóny** letos oživí a jeho dynamika dále zesílí v příštím roce. S poklesem inflačních tlaků oživí spotřeba domácností, kterou podpoří i postupné budoucí uvolnění měnové politiky.

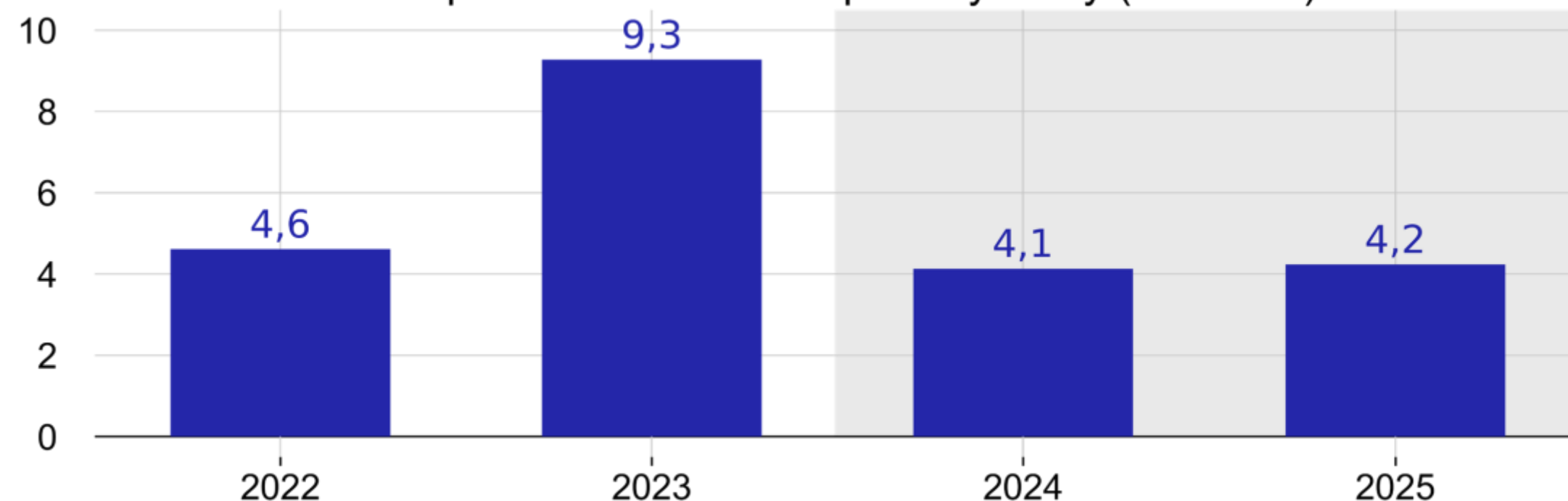
**Ceny průmyslových výrobců** budou zejména vlivem své energetické složky pokračovat během letošního roku v poklesu, k růstu se vrátí až v roce 2025.

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

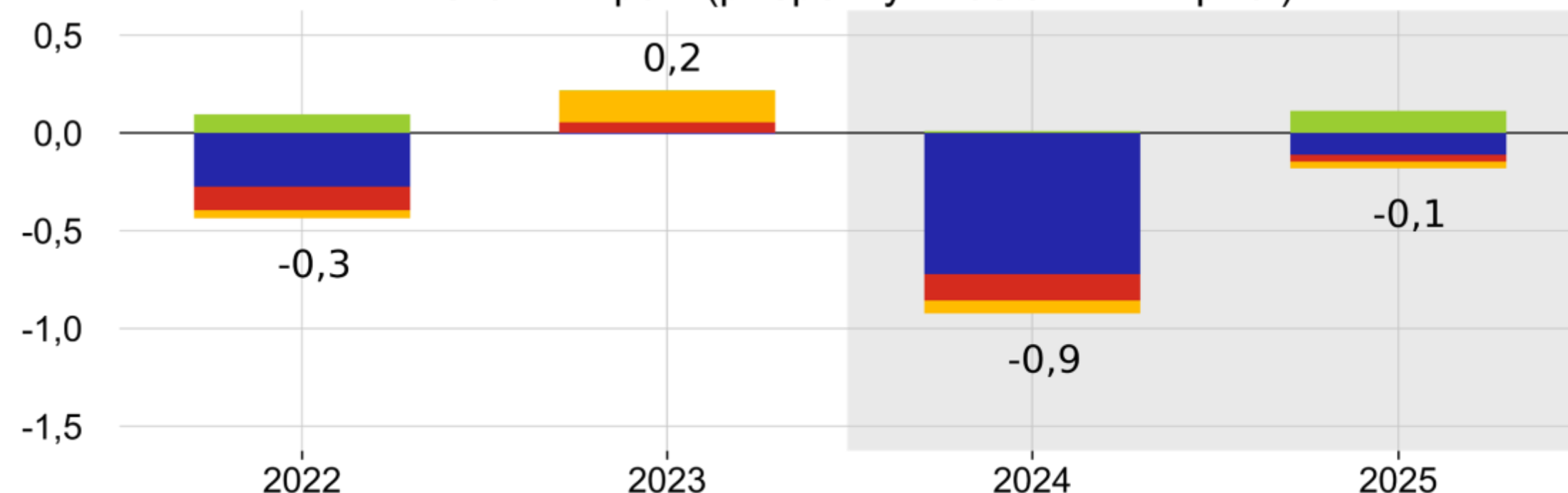
**ECB** na svém dubnovém jednání ponechala sazby beze změny a naznačila možnost jejich snížení v červnu. Příznivější dezinflační vývoj v eurozóně ve srovnání s USA vede trhy k očekávání, že ECB sníží sazby dříve než Fed.

# Fiskální politika

Tempo růstu nominální spotřeby vlády (mzr. v %)



Fiskální impulz (příspěvky k růstu HDP v p. b.)



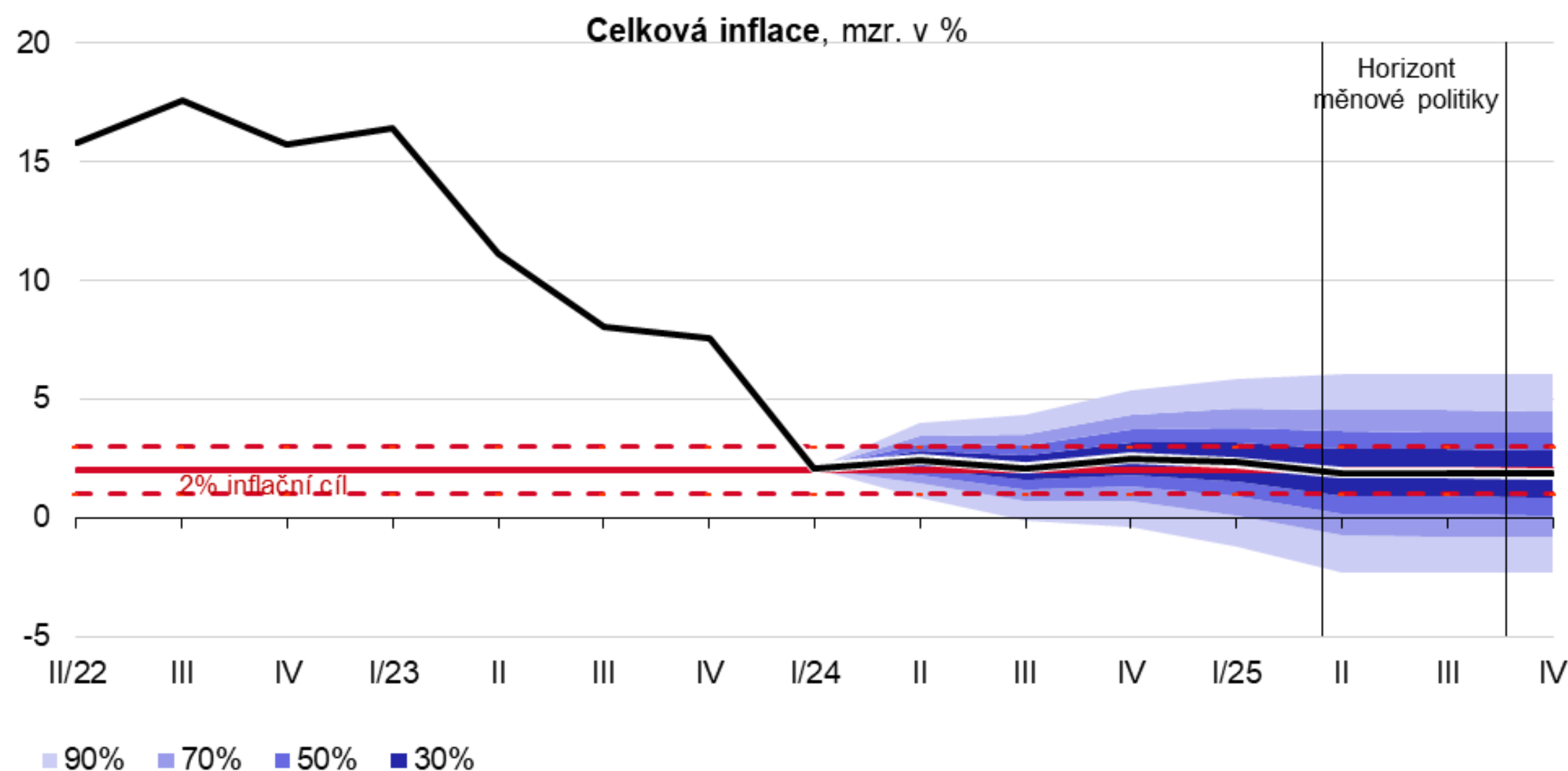
Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

**Fiskální politika** bude **letos** reálný růst znatelně tlumit (zhruba o 1 p. b.) v souvislosti s dopady konsolidačního balíčku, útlumem čerpání investic z fondů EU a zpomalením výdajů na penze (dobíhající dopad krácení mimořádné valorizace z loňského roku).

V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně **neutrální**.

Růst reálné **spotřeby vládních institucí** letos i v příštím roce výrazně zpomalí. Na tom se bude podílet zejména snížení provozních výdajů plynoucích z fiskálního konsolidačního balíčku.

## Prognóza celkové inflace



Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

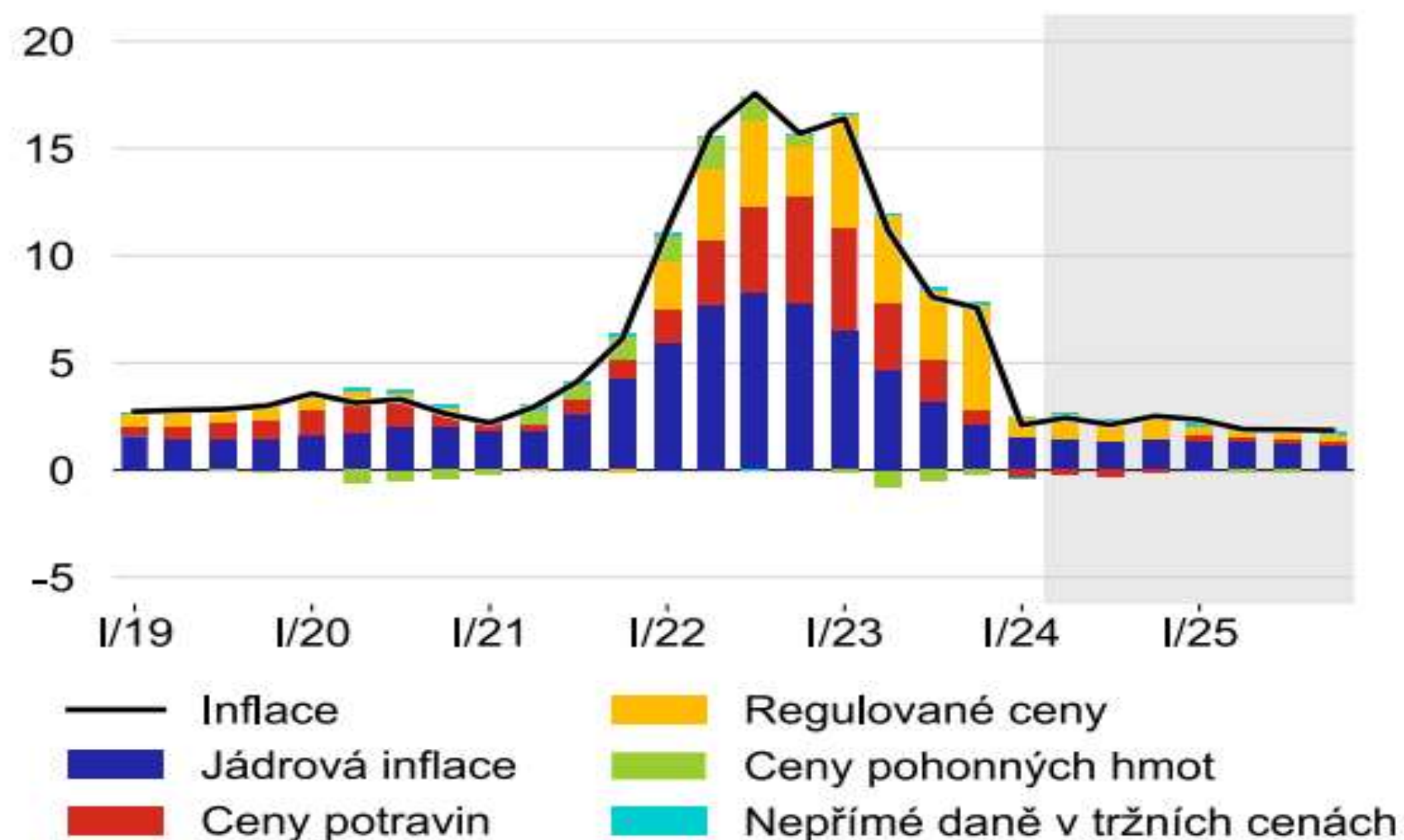
**Celková inflace** na počátku letošního roku prudce zpomalila a v únoru a březnu byla přesně na 2% cíli ČNB. **V blízkosti cíle zůstane celková inflace i na celém horizontu prognózy.**

**Dubnová inflace** bude zveřejněna 13. května, aktuální prognóza (jaro 2024) předpokládá mírné zrychlení inflace na 2,5 % z titulu růstu **cen pohonných hmot** a zpomalení poklesu **cen potravin**.

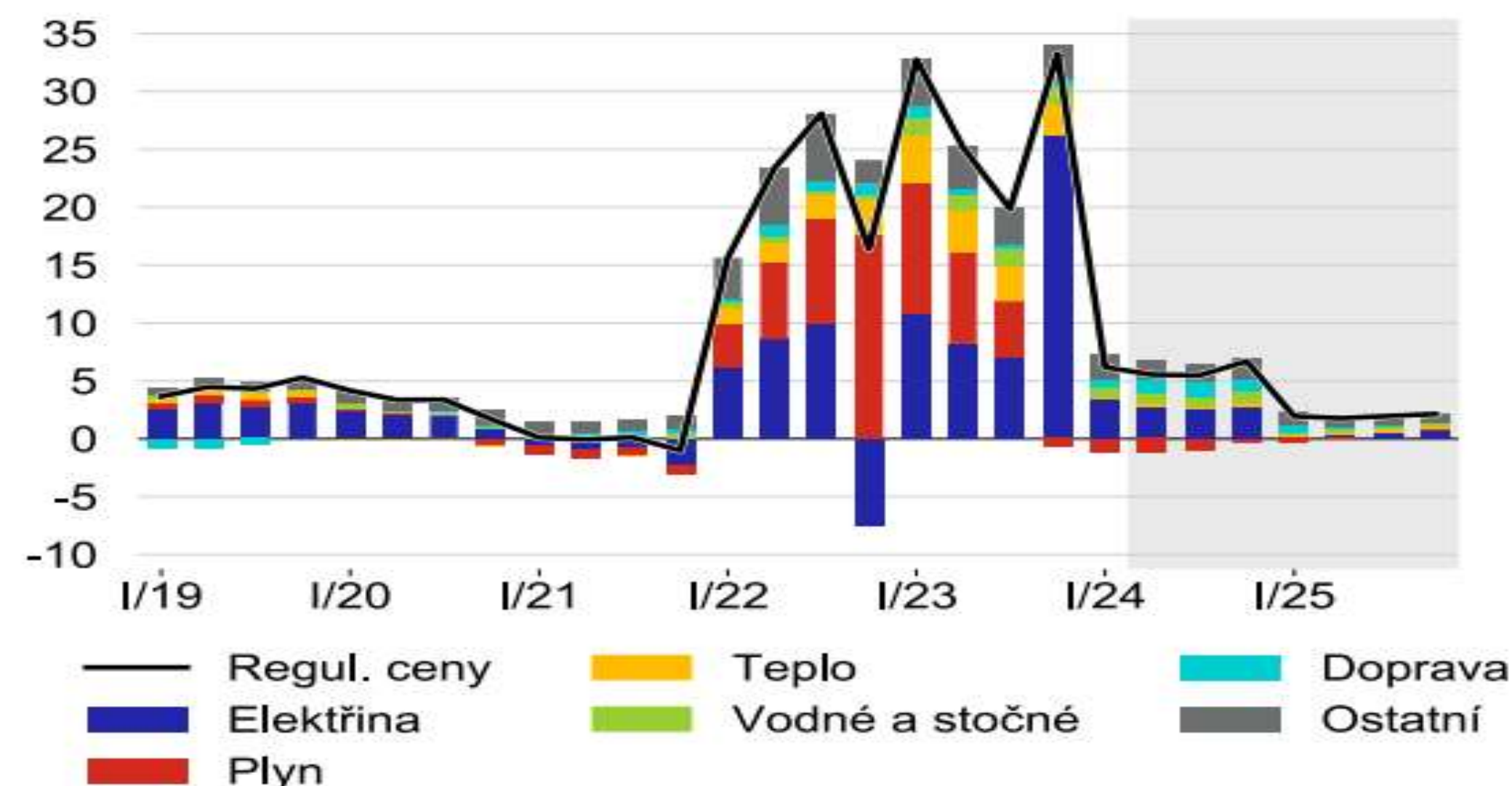
Zrychlení meziročního růstu **cen pohonných hmot** odráží vliv nedávného zdražení **ropy** a oslabení **kurzu koruny** vůči dolaru.

## Struktura inflace – výhled

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



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



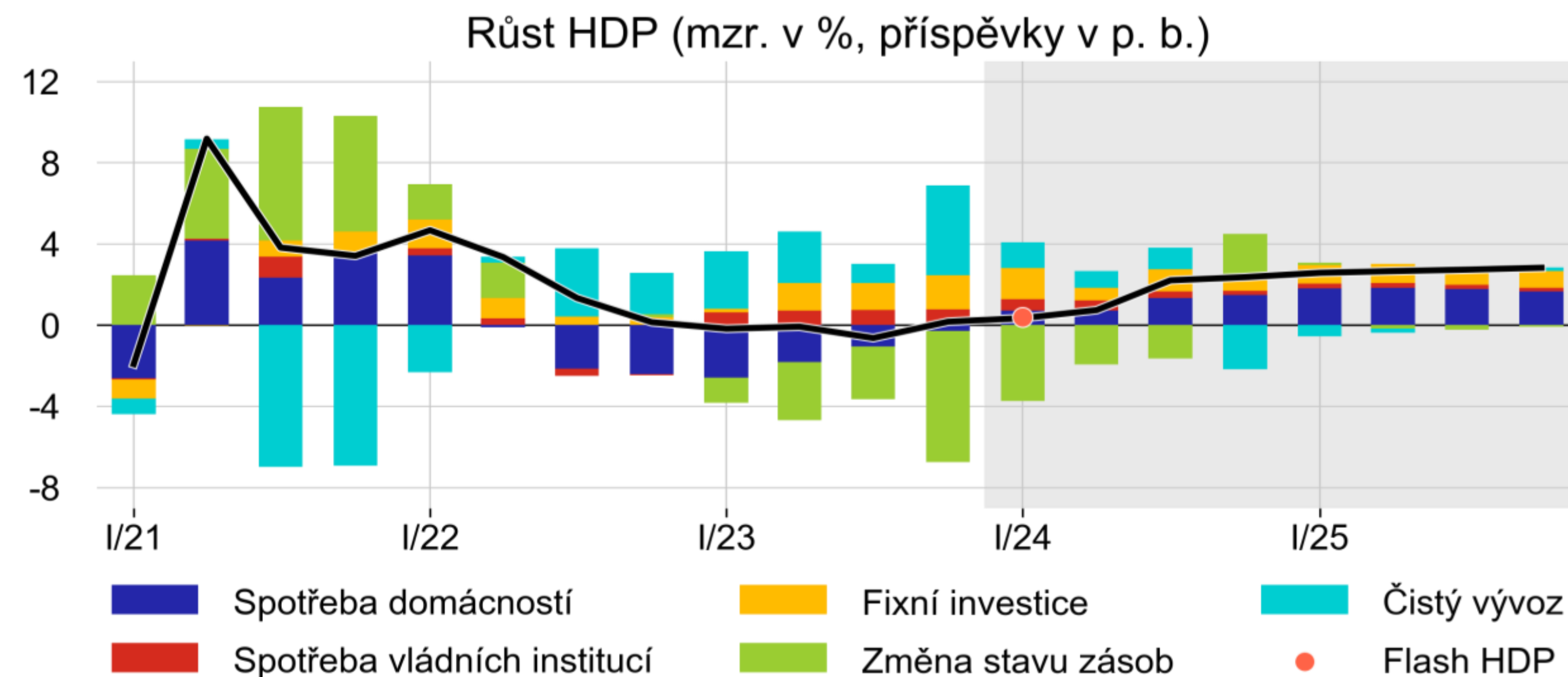
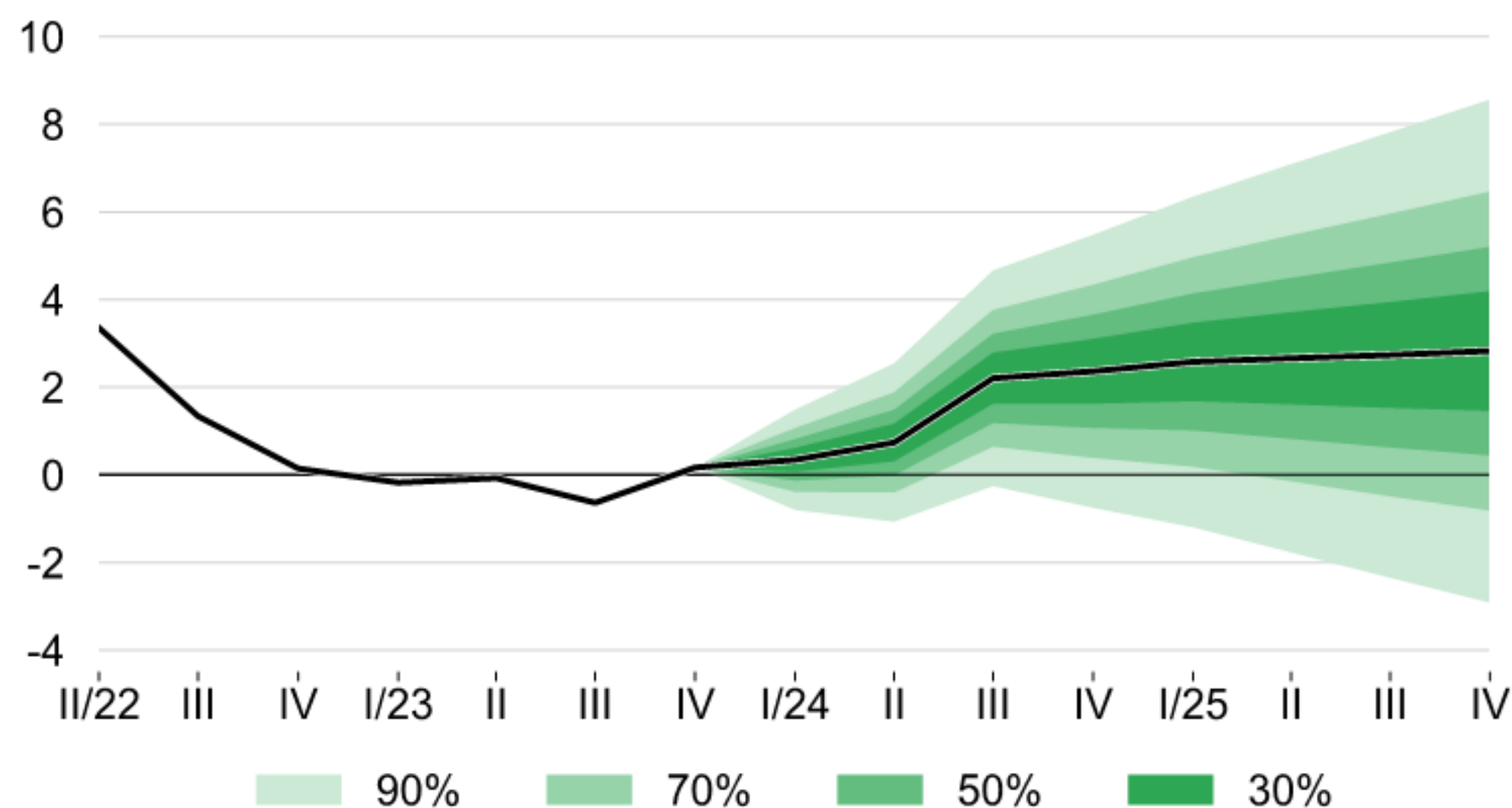
Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

Pokles **jádrové inflace** již nebude výrazný a její úroveň zůstane mírně zvýšená ve srovnání s 2% cílem.

Počáteční lehce záporný příspěvek **cen potravin** postupně v letošním roce zeslábně.

Dynamika **regulovaných cen** bude v letošním roce nadprůměrná, znatelně poklesne začátkem příštího roku.

## Prognóza růstu reálného HDP



Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

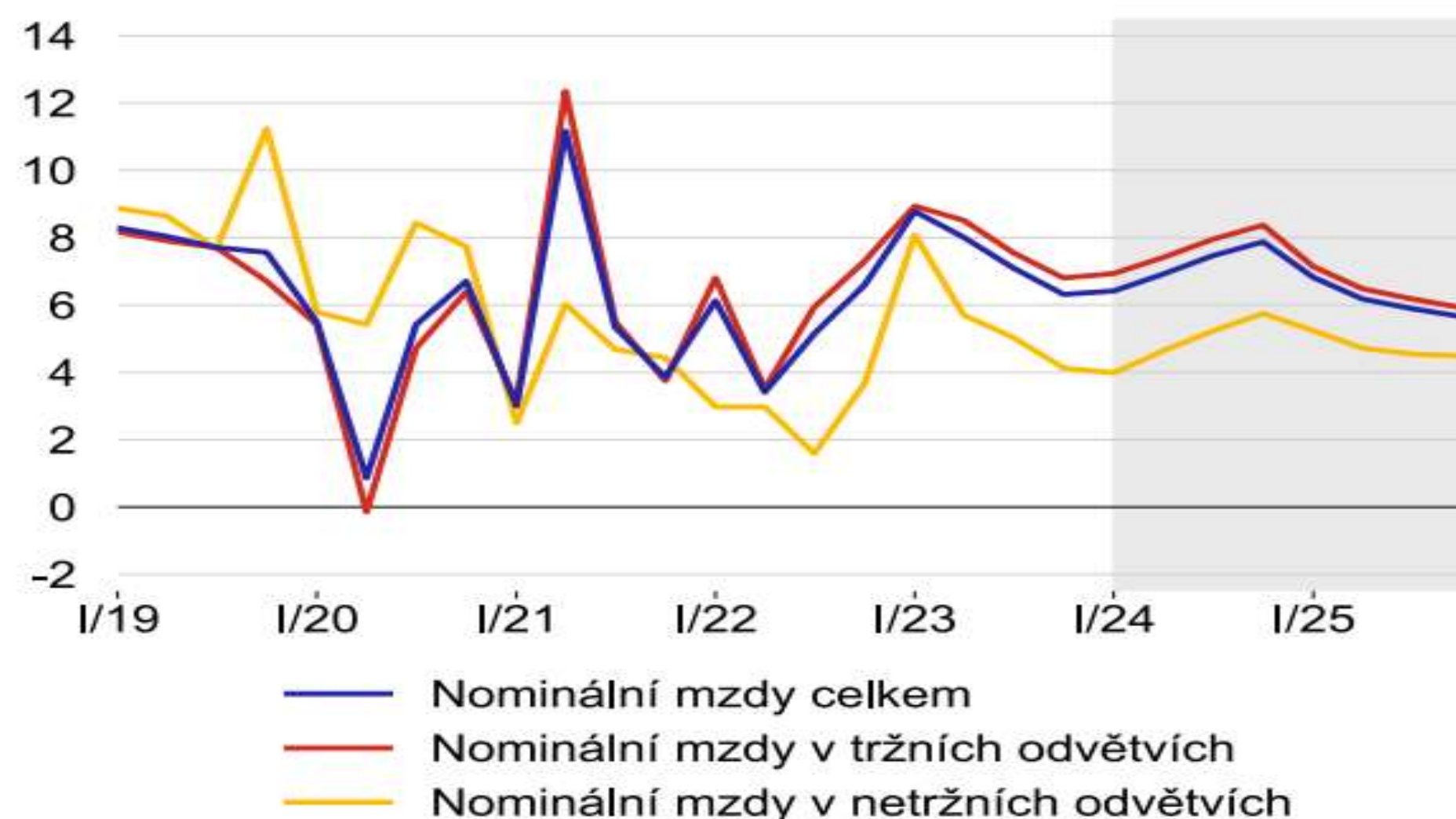
**Růst reálného HDP** se letos obnoví, stále se však bude nacházet pod svým potenciálem. V celoročním úhrnu HDP vzroste o 1,4 %, v roce 2025 jeho růst zrychlí na 2,7 %.

Hlavním tahounem oživení ekonomické aktivity bude **spotřeba domácností**, naopak vývoj **zásob** bude růst tlumit. Tvorba **hrubého fixního kapitálu** setrvale poroste vlivem pokračující investiční aktivity soukromého podnikového sektoru.

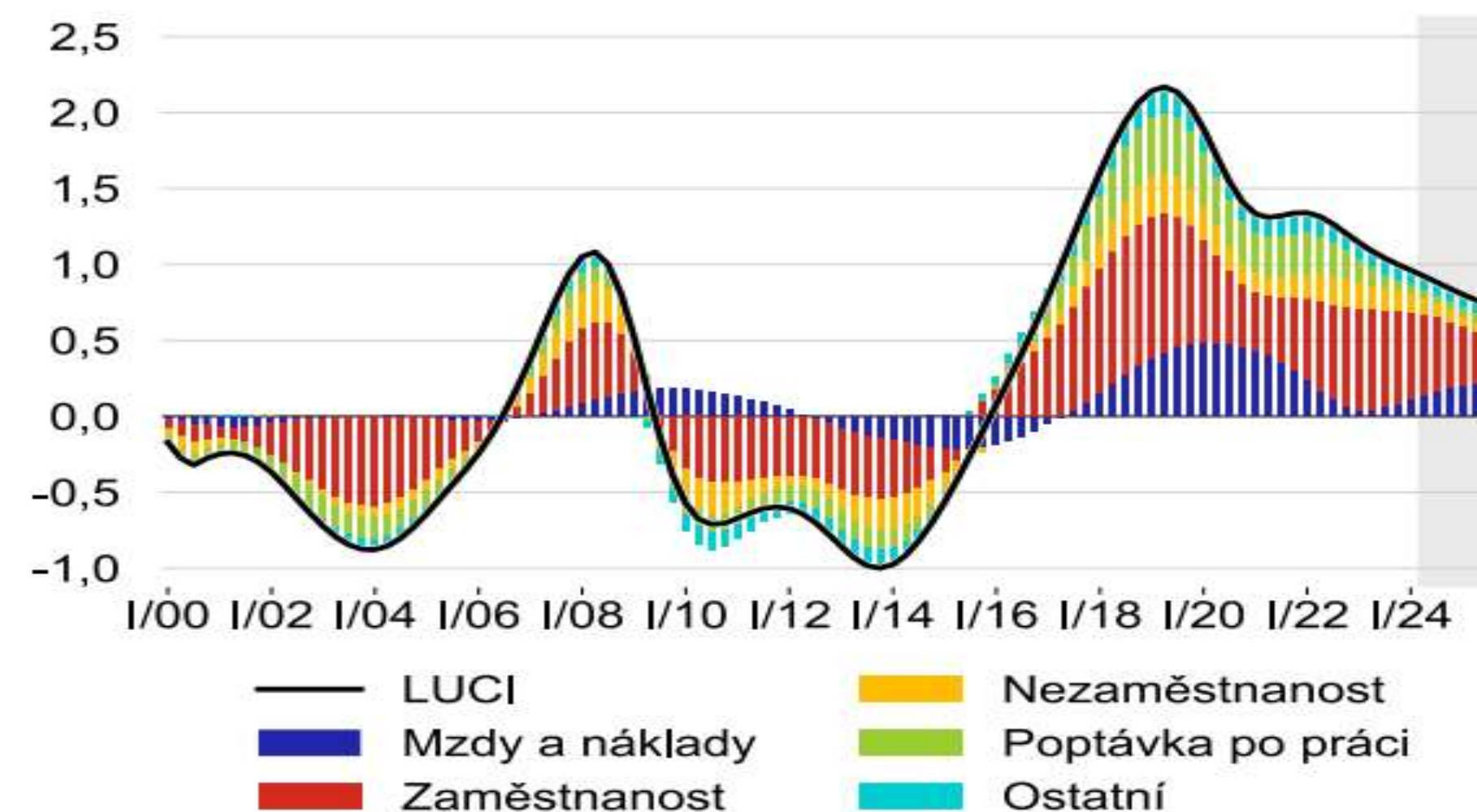
Dle předběžného odhadu **reálný HDP v 1. čtvrtletí 2024** meziročně vzrostl o 0,4 %, tedy přibližně v souladu s prognózou ze ZoMP jaro 2024.

## Trh práce

nominální mzdy, meziroční změny v %, sezonně očištěno



index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

Růst **průměrné nominální mzdy** bude v letošním roce zvýšený zejména kvůli přechodně zrychlené mezičtvrtletní dynamice na počátku roku. Ta souvisí s navýšením **minimální mzdy a zaručených mezd** a zvýšením mezd a platů lékařů.

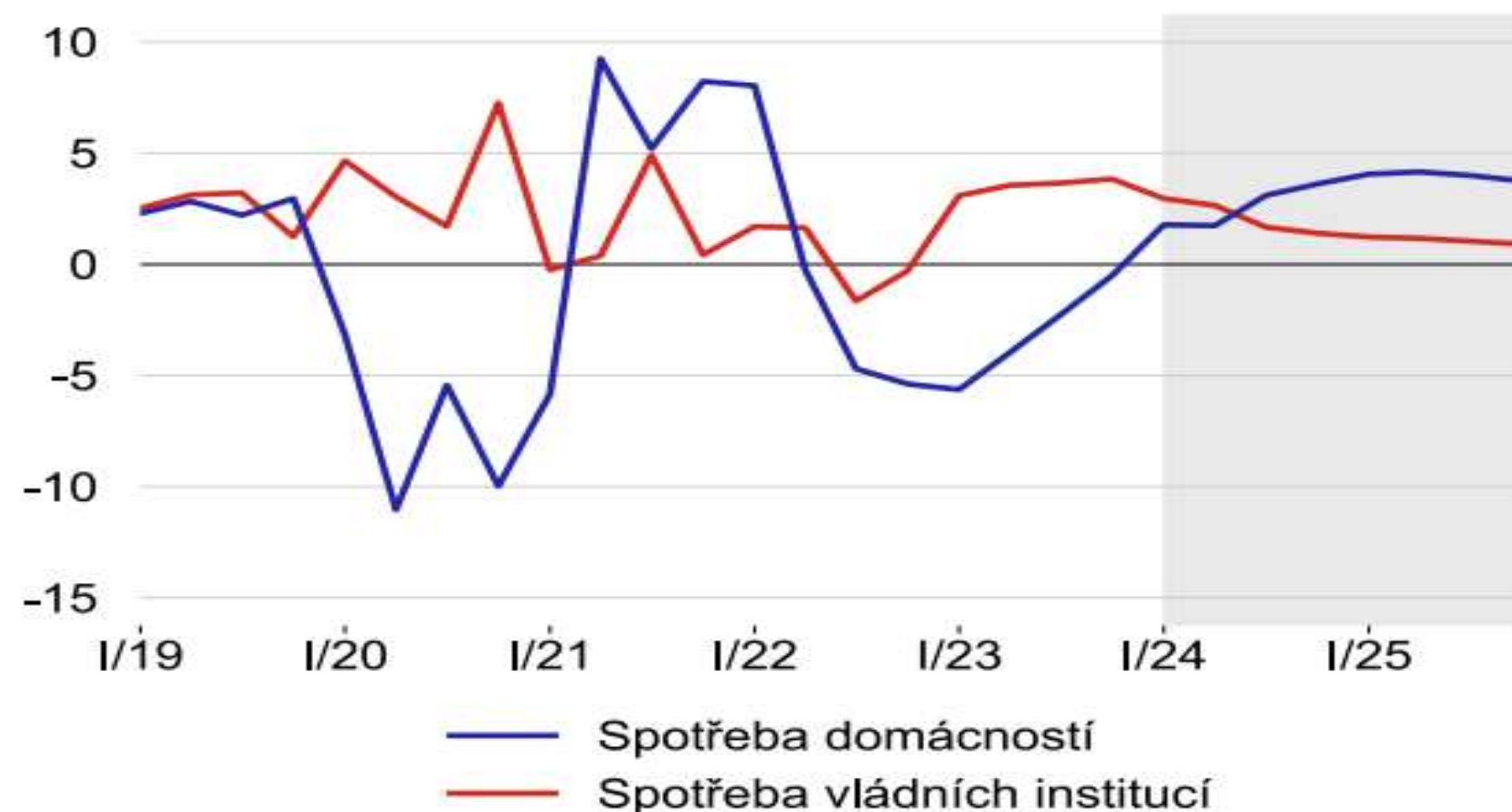
**Trh práce** se bude letos pozvolna zchlazovat v souvislosti s útlumem ekonomické aktivity v uplynulém roce. Zaměstnanost bude letos stagnovat z důvodu opatrnější náborové aktivity zaměstnavatelů v situaci jen pozvolného růstu ekonomiky. Míra nezaměstnanosti se však bude zvyšovat jen pomalu.

Meziroční růst **reálných příjmů domácností** se počátkem letošního roku obnovil.

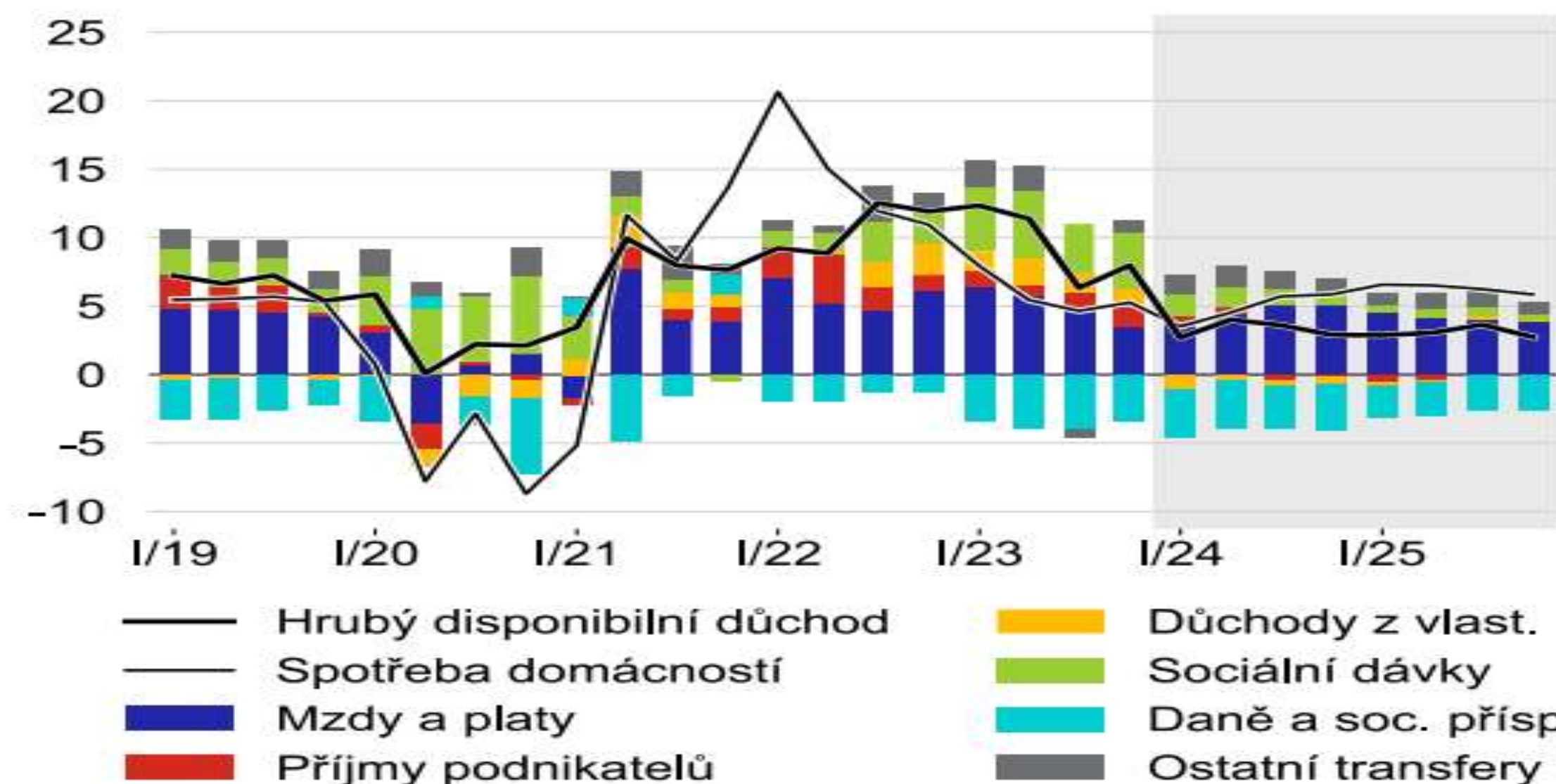


## Spotřeba domácností

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



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



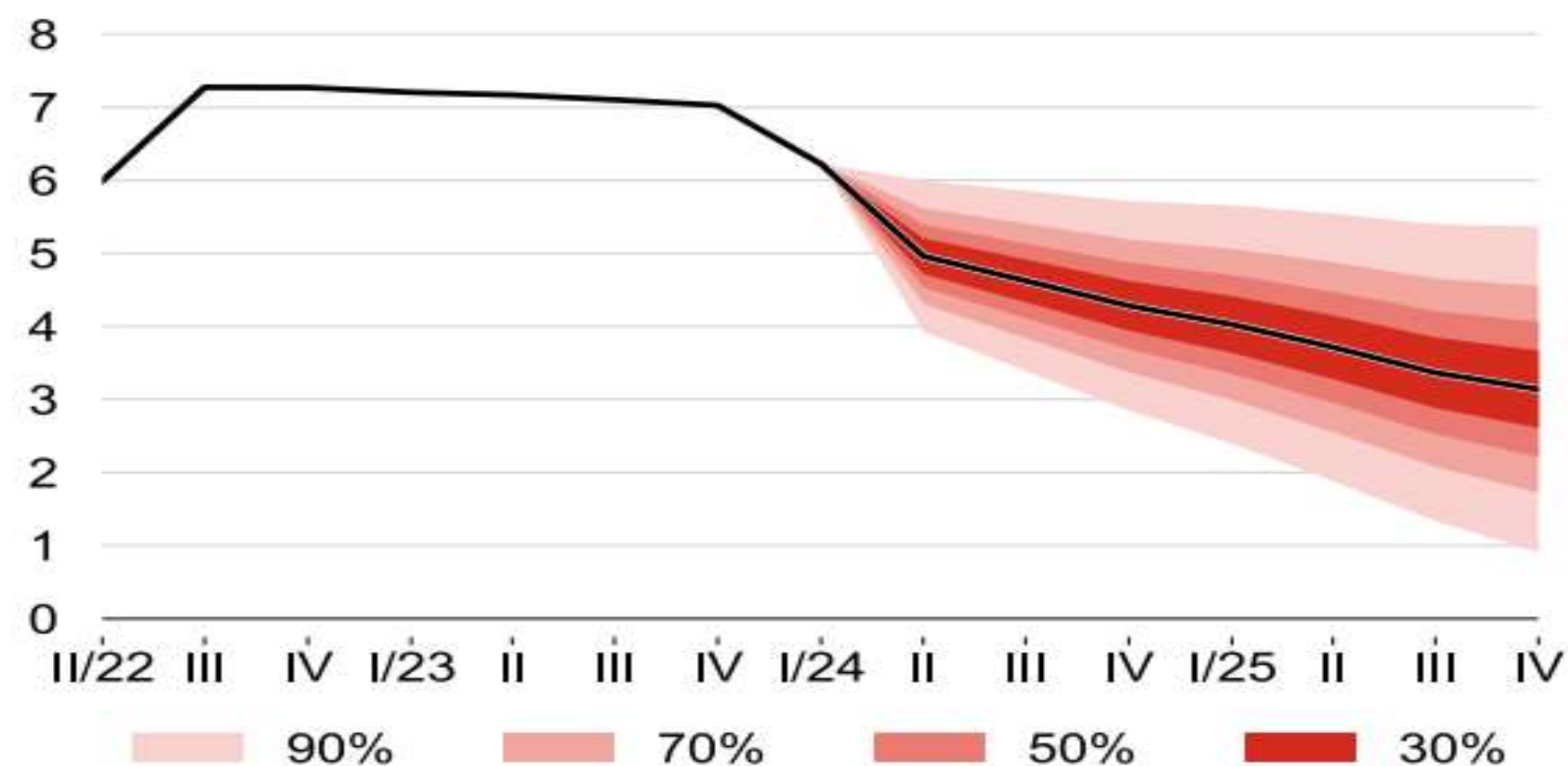
Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

Růst **spotřeby domácností** bude v návaznosti na svižný růst reálných mezd rychle oživovat. Spotřebitelský sentiment od konce loňského roku setrvale roste.

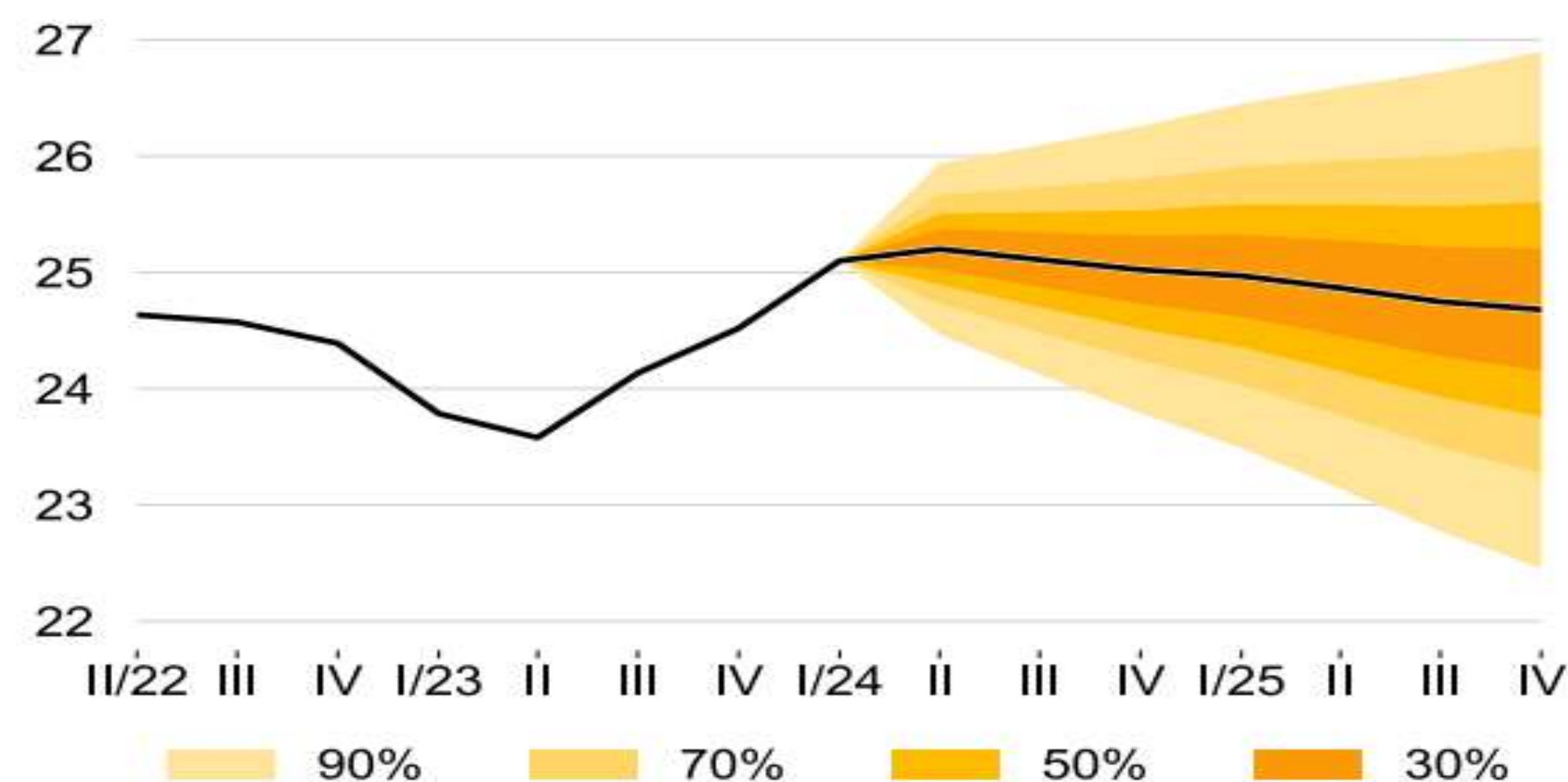
Růst nominálního **hrubého disponibilního důchodu domácností** zvolní ze zvýšených temp minulých let a bude tažen příspěvkem mezd a platů. **Míra úspor** se bude v následujících dvou letech postupně snižovat.

## Prognóza úrokových sazeb a kurzu

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

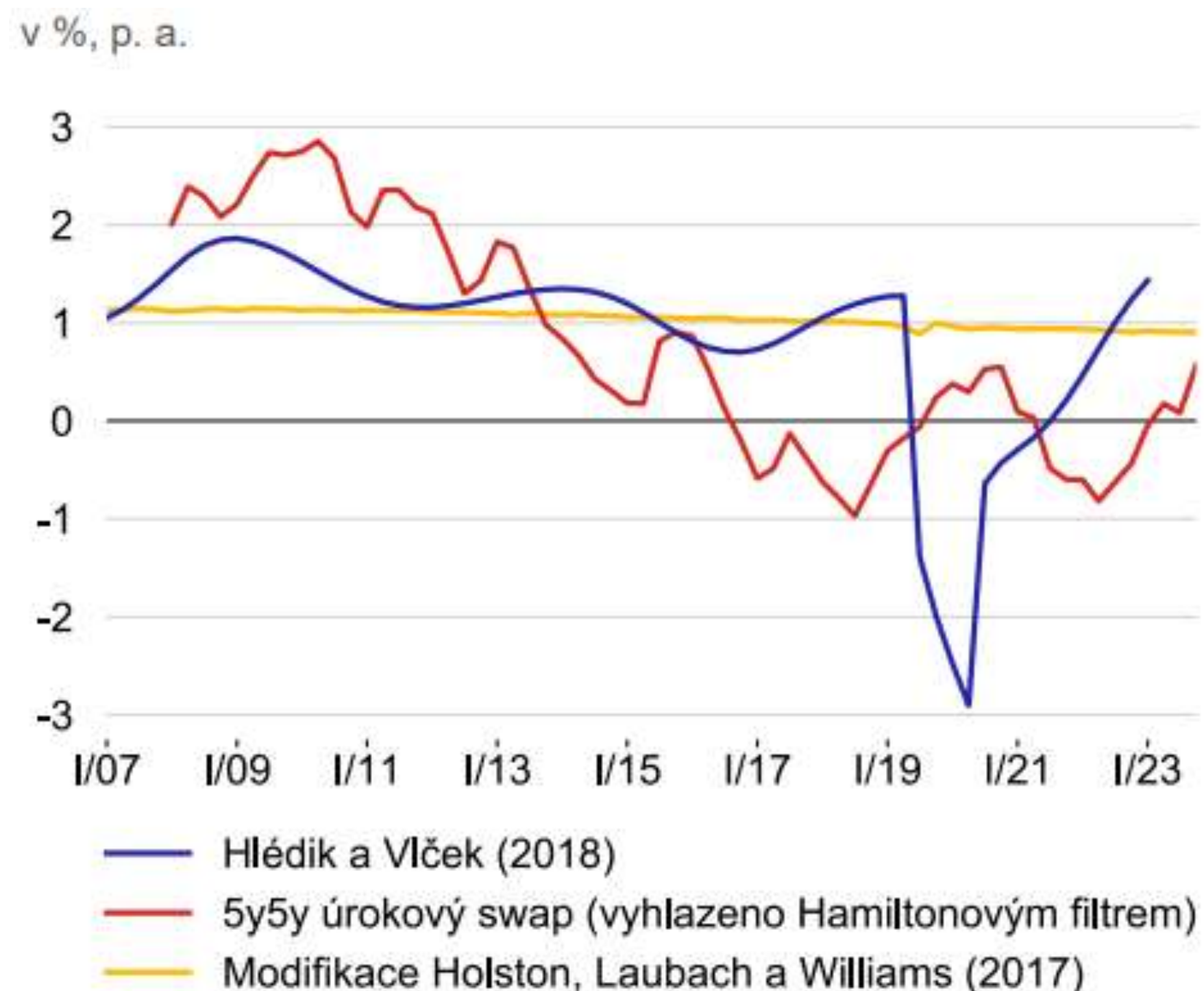


Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

Se základním scénářem prognózy je konzistentní **další pokles tržních úrokových sazeb** na celém horizontu prognózy. Na konci příštího roku se prognózované úrokové sazby nacházejí poblíž své **neutrální úrovně**.

Po depreciazi ve druhém čtvrtletí 2024 začne **koruna** mírně posilovat, a to zejména vlivem příznivého vývoje **čistého vývozu zboží a služeb**. Posilování koruny však bude tlumeno pozvolna se zužujícím **úrokovým diferenciálem** oproti eurozóně.

## Přirozená úroková sazba



Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

**Rovnovážná reálná úroková míra** je sazba konzistentní s inflací a její prognózou na cíli a hospodářským výkonem na potenciální (rovnovážné) úrovni.

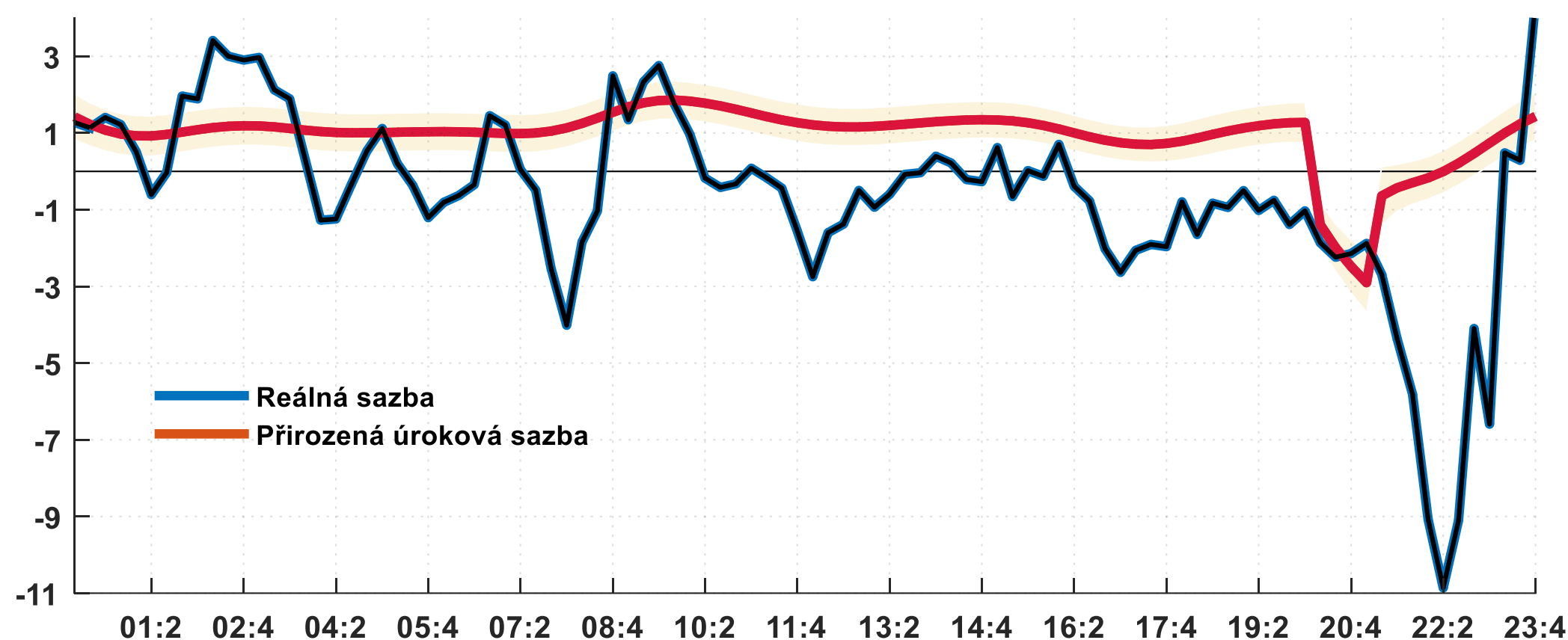
Hodnota rovnovážné míry je **nepozorovanou veličinou**. Je dána reálnou ekonomikou nezávisle na vůli centrální banky.

Úroveň reálné rovnovážné úrokové míry determinuje dle Fisherovy rovnice výši **měnověpoliticky neutrální sazby**, tj. nominální úrokové sazby v situaci, kdy je inflace a její prognóza na cíli a výstup na potenciálu.

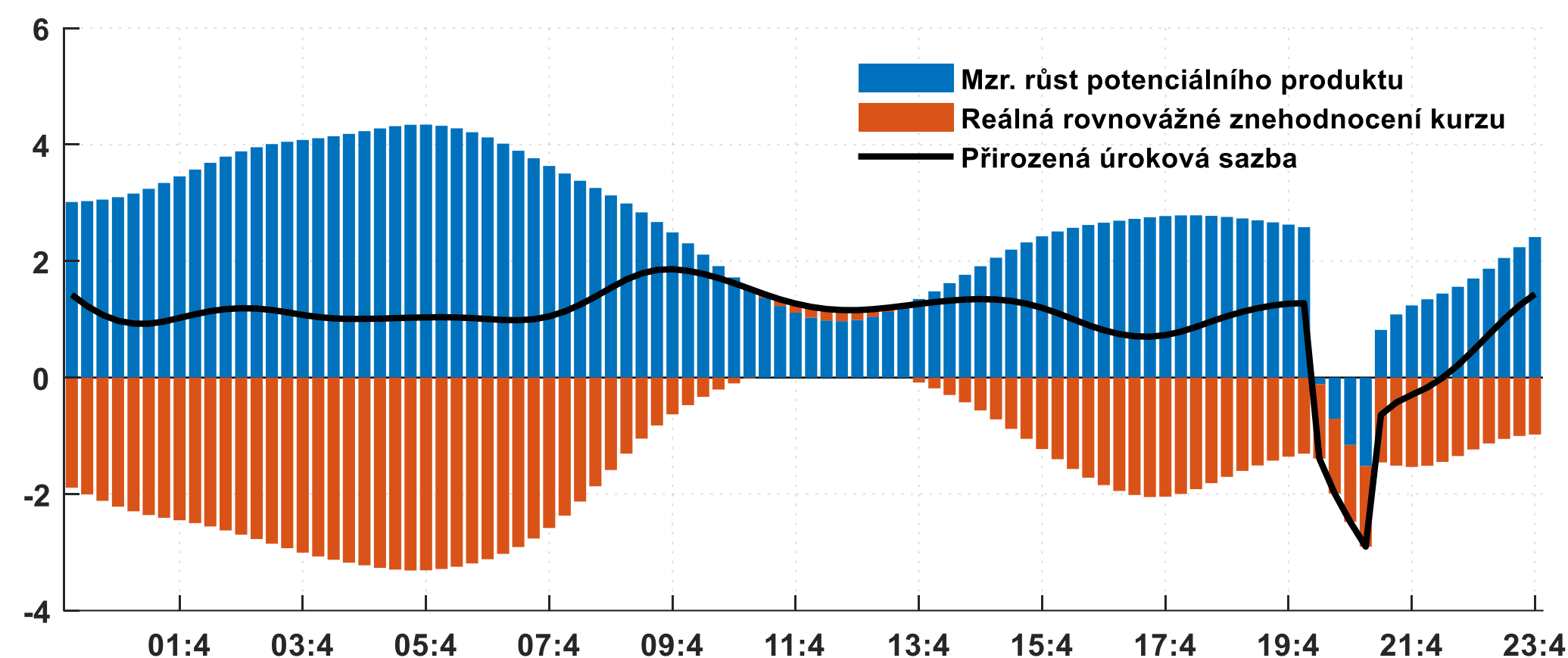
Prognóza předpokládá dlouhodobě **1% úroveň reálné rovnovážné úrokové sazby** a aktualizace odhadů nezpochybňují toto nastavení. V mezinárodním kontextu se však vede debata ohledně její možné vyšší úrovně například z důvodu fiskálních deficitů v době covidu nebo deglobalizace.

# Odhad přirozené úrokové sazby strukturálním modelem

Reálný 3M PRIBOR a přirozená úroková míra s 60% konfidenčním intervalem, % p. a.



Rozklad přirozené úrokové sazby, p. b.



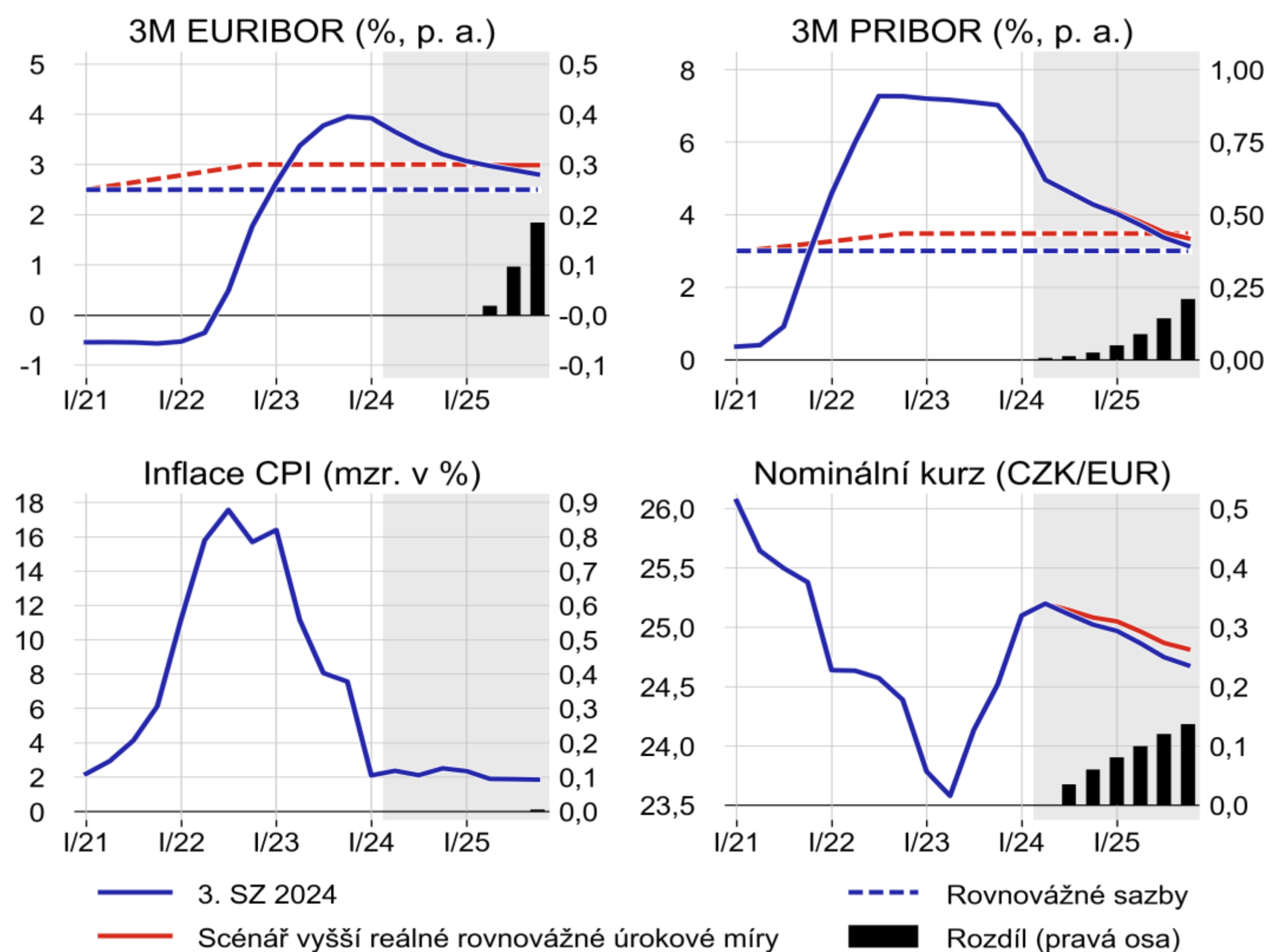
Zdroj: Hlédik a Vlček (2018)

Podle aktualizovaného odhadu pomocí modelu Hlédik a Vlček (2018) se **přirozená úroková sazba** v české ekonomice pohybuje kolem 1 %. Její pokles během covidu je dán dočasným propadem potenciálu z důvodu protipandemických uzavírek.

Hlédik a Vlček (2018) využívají k odhadu **gapový QPM**, kde **přirozená úroková sazba** je odvozována z **růstu potenciálního produktu**, který je však z důvodu otevřenosti ekonomiky očištěn o **rovnovážné z(ne)hodnocení reálného kurzu**.

**Přirozená úroková míra v malé otevřené ekonomice** může být **relativně stabilní**, přičemž zrychlení potenciálního růstu je obvykle kompenzováno vyšším zhodnocením reálného kurzu, tzv. Penn efekt.

## Přirozená úroková sazba – alternativní scénář



Zdroj: ČNB ZoMP jaro 2024

Základní scénář prognózy vychází z předpokladu **1% úrovně reálné rovnovážné sazby**.

Zpracovaný alternativní scénář předpokládá postupné zvýšení zahraniční **neutrální nominální úrokové sazby ECB o 0,5 procentního bodu na 3% úroveň**.

Toto zvýšení je ve scénáři doprovázeno souběžným nárůstem **tuzemské neutrální nominální úrokové sazby ze 3 % na 3,5 %**.

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

Rozdíl je však **relevantní až na delším výhledu**, pro aktuální nastavení domácí měnové politiky hraje malou roli.

## Měnověpolitické rozhodnutí

4,25 %

diskontní  
sazba

5,25 %

2T repo  
sazba

6,25 %

lombardní  
sazba

### HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY

SNÍŽIT NA 5,25 %



Bankovní rada diskutovala na svém zasedání 2. května 2024 novou makroekonomickou prognózu **ZoMP jaro 2024**. Její základní scénář implikuje další **pokles tržních úrokových sazeb**.

Bankovní rada **snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,5 procentního bodu** na 5,25 % a dále snížila diskontní a lombardní sazby ve stejném rozsahu. Pro toto rozhodnutí hlasovalo **všech sedm členů bankovní rady**.

Další měnové jednání bude 27. června 2024.

## Rizika

**Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty základního scénáře prognózy jako mírně proinflační (z mého pohledu jsou spíše vyrovnaná).**

### **Proinflační rizika:**

- pomalejší odeznívání zvýšených inflačních očekávání
- vyšší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb
- přerušování dezinflace u obchodovatelných statků
- vývoj kurzu koruny
- možné zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity, a to zejména na realitním trhu

### **Protiinflační riziko:**

- výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé ekonomiky

### **Nejistota:**

- budoucí nastavení zahraniční měnové politiky

---

Děkuji za pozornost

**Tomáš Holub**

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

