

Zpráva o inflaci — II/2020



Česká národní banka — Zpráva o inflaci — II/2020

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 14. května 2020 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 24. dubnu 2020. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na našich [webových stránkách](#). Zde jsou uveřejněna také podkladová data k tabulkám a grafům použitým v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje dostupné v databázi ARAD.

Obsah

PŘEDMLUVA	4
I. SHRUTÍ	6
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	8
II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY	8
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	8
BOX 1 Dopady pandemie covid-19 v zemích hlavních obchodních partnerů ČR	9
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	10
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	11
II.2 PROGNOZA	13
BOX 2 Bezprostřední dopady pandemie covid-19 na českou ekonomiku	13
II.2.1 Inflace a měnová politika	15
II.2.2 Náklady a trh práce	17
II.2.3 Ekonomická aktivita	19
II.2.4 Platební bilance	22
II.2.5 Fiskální vývoj	23
II.3 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY	25
II.3.1 Rizika vnímaná ČNB	25
II.3.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	30
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	31
III.1 CENOVÝ VÝVOJ A PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE	31
III.2 VÝVOJ EKONOMIKY	33
III.3 TRH PRÁCE	34
III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ	35
SEZNAM ZKRATEK	37
GLOSÁŘ POJMŮ	38
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	42

Předmluva



Vážení čtenáři,

Zpráva o inflaci je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky.

Publikujeme ji již od roku 1998. V každé zprávě vždy reagujeme na nejaktuálnější vývoj. Obsah této zprávy je přitom výrazně ovlivněn současnými dramatickými okolnostmi kolem koronavirové pandemie. Kvůli ní jsme tentokrát přistoupili k výraznému zkrácení pasáží, ve kterých standardně komentujeme vývoj posledních dostupných dat za předešlá čtvrtletí. Ta se stala nyní z pohledu jejich vlivu na budoucí vývoj značně neaktuální, a proto jsme si je dovolili vynechat, stejně jako detailní srovnání naší nové prognózy s tou předchozí. Do popředí v podmínkách vysoké nejistoty naopak vystupují alternativní scénáře budoucího ekonomické vývoje v závislosti na délce trvání karanténních opatření a dalším postupu epidemiologické situace. V kapitole I Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. V kapitole III najdete krátký souhrn uplynulého vývoje.

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu. Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné

a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu je naše nezávislost. Z tohoto důvodu ze zákona nesmíme přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.

O cenovou stabilitu pečujeme v rámci režimu cílování inflace, a to již od roku 1998. Jeho základními rysy jsou veřejně vyhlášený inflační cíl, zaměření na prognózy budoucího vývoje inflace a otevřená komunikace s veřejností. Inflační cíl jsme počínaje rokem 2010 stanovili jako meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2 %. Usilujeme přitom o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Podobně nastavený inflační cíl má většina vyspělých ekonomik. Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očištění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebním koši, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by často využívat jiné, méně standardní nástroje.

Změny v nastavení měnové politiky se v ekonomice projevují s časovým odstupem. Proto je pro rozhodování bankovní rady České národní banky důležitý především budoucí vývoj české ekonomiky, nikoliv pouze její aktuální stav. Pro naše rozhodování je přitom nejvíce relevantní prognóza inflace na tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném 12–18 měsíců v budoucnosti). Jak se bude ekonomika s největší pravděpodobností vyvíjet, nám říká naše prognóza. Ta je sestavována odborníky ze sekce měnové pomocí strukturálního makroekonomického modelu. Jádrový model g3+ přináší ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. Zachycuje základní charakteristiky české ekonomiky popsané vývojem klíčových veličin, jako jsou ceny, mzdy, složky HDP v nominálním i reálném vyjádření, kurz koruny a nominální úrokové sazby. S ohledem na otevřenost české ekonomiky hrají v novém modelu důležitou roli strukturální vazby v zahraničním vývoji, které ovlivňují zahraniční obchod a kurz koruny vůči euru. Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání postupně zohledňující výhledy exogenních veličin a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2% cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovovaných cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce měnové sestavena prognóza budoucího nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. V aktuálních podmínkách přitom váha expertních vstupů do naší

prognózy oproti modelovým mechanismům přirozeně narostla. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jádrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře. V této Zprávě o inflaci se jedná o scénář déletrvající pandemie, resp. scénář s druhou vlnou pandemie.

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky.

Bankovní rada se k měnověpolitickým otázkám schází osmkrát ročně, pokud si ekonomický vývoj nevyžádá její mimořádné měnové zasedání (tak, jako v polovině března letošního roku). Na čtyřech jednáních (v únoru, květnu, srpnu a listopadu) přitom diskutujeme novou prognózu, na čtyřech zbývajících zasedáních (v březnu, červnu, září a prosinci) pak rizika a nejistoty poslední prognózy, a to ve světle nově dostupných informací o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji. Příchod nových informací od sestavení prognózy a možnost odlišného vyhodnocení jejích rizik členy bankovní rady přitom způsobují, že námi přijaté rozhodnutí nemusí zcela odpovídat vyznění prognózy připravené našimi odborníky. Role tohoto kvalitativního posouzení situace ze strany bankovní rady přitom přirozeně sílí v obdobích zvýšené nejistoty, jakou je i aktuální pandemická situace.

Hlavním nástrojem měnové politiky České národní banky je dvoutýdenní repo sazba. Spolu s ní nastavujeme též diskontní a lombardní sazbu. Změnou těchto měnověpolitických úrokových sazeb ovlivňujeme úrokové sazby na finančním trhu, ze kterých komerční banky odvozují úrokové sazby z úvěrů a vkladů pro své klienty. Zvýšení sazeb vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu ke zvolnění růstu poptávky v ekonomice, které má za následek zpomalení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci opačný dopad. Pokud prognóza ukazuje sílící inflační tlaky, které by mohly vést k nárůstu inflace nad 2% cíl, je to signál, že naše měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že úrokové sazby by měly být zvýšeny. Při útlumu inflačních tendencí je tomu samozřejmě naopak, protože měnová politika je v režimu cílování (budoucí) inflace symetrická na obě strany. Výjimkou jsou situace, kdy je cenový vývoj pod vlivem mimořádných nabídkových šoků, které nemůžeme ovlivnit a které vychýlí inflaci od cíle jen dočasně. Typickým příkladem těchto šoků jsou změny nepřímých daní nebo prudké změny ceny ropy. Snaha o udržení inflace v cíli navzdory těmto šokům by vedla ke zbytečnému rozkolísání ekonomického růstu a zaměstnanosti. Proto ve svém rozhodování od primárních dopadů těchto vlivů odhlížíme a tolerujeme dočasnou odchylku inflace od cíle způsobenou uvedenými cenovými šoky. Po jejich odeznění se pak inflace vrací zpět k cíli.

Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů. Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co byly měnověpolitické úrokové sazby sníženy na tzv. „technickou nulu“ již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Kurzový závazek byl používán do dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o jeho ukončení. V rámci standardně fungujícího režimu řízení plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme především za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makrobezpečnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makrobezpečnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makrobezpečnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz. V této souvislosti je velmi vítané, že Parlament ČR schválil novelu Zákona o ČNB, která nám do konce roku 2021 rozšiřuje možnosti obchodování na finančních trzích, a tím i okruh možných nástrojů pro dosahování nejen cíle cenové stability, ale i stability finanční.

Jsme hrdí na to, že dle renomovaných mezinárodních analýz je Česká národní banka jednou z nejvíce transparentních centrálních bank na světě. Smyslem zveřejňování naší prognózy, jejích rizik a vysvětlení důvodů pro přijímané rozhodnutí bankovní rady je učinit naši měnovou politiku co nejvíce otevřenou, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Vycházíme přitom z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika účinně ukotvuje inflační očekávání, a tím významně napomáhá k udržování cenové a celkové makroekonomické stability v České republice. Věřím, že náš rámec měnové politiky v tomto obstojí i v aktuálních obtížných podmínkách.

Jménem České národní banky



Jiří Rusnok
guvernér

I. SHRnutí

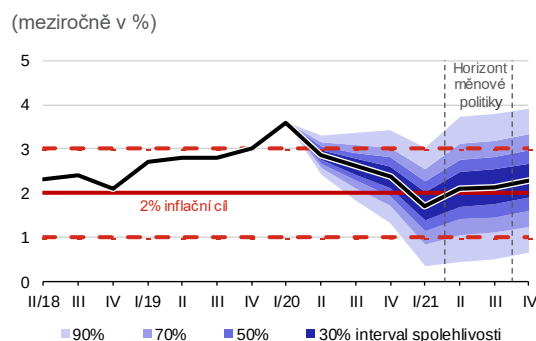
Inflace rychle klesne do tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v blízkosti 2% cíle ČNB (Graf I.1). V prvním čtvrtletí 2020 spotřebitelské ceny vzrostly o 3,6 %, k čemuž přispěla svižná jádrová inflace i zvýšená dynamika cen potravin a regulovaných cen. V nejbližších měsících inflace rychle klesne pod horní hranici tolerančního pásma cíle, a to především vlivem v souhrnu protiinflačních dopadů koronavirové pandemie v podmínkách hlubokého propadu domácí ekonomické aktivity. Růst celkových nákladů dočasně skokově zrychlí v důsledku nedávného prudkého oslabení kurzu koruny. Nad tím však záhy převáží citelně oslabené domácí inflační tlaky odrážející dopady vládních i firemních karanténních opatření. To povede k dalšímu poklesu inflace, která se na přelomu letošního a příštího roku dostane dočasně lehce pod 2% cíl. K uvedenému snižování inflace přispěje i propad cen pohonných hmot v návaznosti na kolaps světových cen ropy a zvolnění růstu regulovaných cen. Dynamika cen potravin naopak letos zůstane vysoká, a to na jedné straně vlivem vysoké spotřebitelské poptávky, a na druhé straně v důsledku nedostatku pracovníků v zemědělství, chladného počasí ze začátku jara a omezení mezinárodní dopravy kvůli koronavirové nákaze. Pokles inflace bude v letošním i příštím roce brzděn také předpokládanými cenovými dopady změn nepřímých daní. Inflace se tak ve výsledku bude v roce 2021 nacházet poblíž 2% cíle, a to v podmínkách výrazně uvolněných měnových podmínek. Měnověpolitická inflace se bude oproti celkové inflaci nacházet lehce níže (Graf I.2).

Českou republiku výrazně zasáhla koronavirová nákaza, propad světové i domácí ekonomiky bude letos mimořádně hluboký (Graf I.3). Přijátá vládní protipandemická opatření vedla v průběhu března k odstávce významné části domácí ekonomiky. Vývoj epidemiologické situace umožní podle předpokladu prognózy postupné uvolňování přijatých omezení a obnovování činnosti většiny odvětví v průběhu druhého čtvrtletí. Nadále však budou přetrvávat negativní dopady zvýšené nezaměstnanosti a nepříznivého celkového vnímání ekonomické situace ze strany domácností i firem. Donedávna výrazně napjatý trh práce se tak rychle zchladí. V letošním roce HDP klesne v úhrnu o 8 % a ani přes postupné obnovení růstu nedosáhne ekonomická aktivita do konce příštího roku předpandemické úrovně. To bude dáno především vývojem fixních investic. Obnovování jejich růstu bude totiž tlumeno hlubokým poklesem zahraniční poptávky spojeným s výrazným zhoršením globálního ekonomického sentimentu. Prudký pokles lze proto čekat také u vývozu zboží a služeb, což se letos promítne v záporném příspěvku čistého vývozu k růstu HDP. O něco lépe se bude po počátečním propadu vyvíjet spotřeba domácností, která bude podpořena sice snižující se, avšak stále kladnou dynamikou mezd a masivními stabilizačními rozpočtovými opatřeními. Vládní výdaje přitom vedle programů na podporu likvidity domácností a firem zasažených pandemií porostou též z titulu již dříve schváleného zvýšení platů v veřejném sektoru, důchodů a veřejných investic.

Kurz zůstane na celém horizontu prognózy poblíž aktuálních hodnot, na které oslabil po propuknutí pandemie (Graf I.4). Prognóza kurzu je pro druhé čtvrtletí 2020 nastavena na hodnotě 27,2 CZK/EUR a odráží tak jeho prudké oslabení na konci

Graf I.1 Prognóza celkové inflace

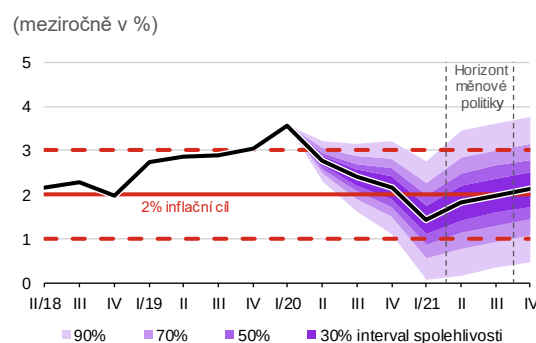
Celková inflace se bude ve zbytku letošního roku rychle snižovat, v příštím roce se bude nacházet poblíž 2% cíle ČNB



Poznámka: Interval spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Graf I.2 Prognóza měnověpolitické inflace

Měnověpolitická inflace bude oproti celkové inflaci lehce nižší, na horizontu měnové politiky se také bude nacházet v blízkosti 2% cíle ČNB

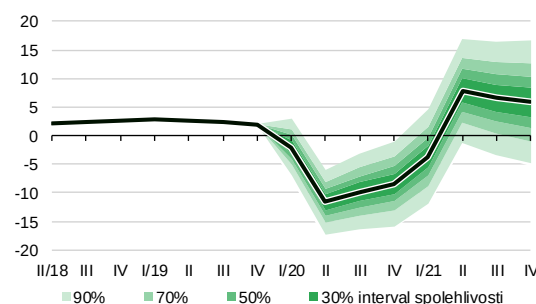


Poznámka: Interval spolehlivosti prognózy měnověpolitické inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Graf I.3 Prognóza růstu HDP

Česká ekonomika se letos propadne vlivem koronavirové nákazy, její růst se obnoví v příštím roce, ovšem z podstatně snížené základny

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Poznámka: Současná nejistota ohledně budoucího vývoje HDP je řádově vyšší, než implikují historické predikční chyby. Interval spolehlivosti prognózy růstu HDP byly proto výrazně rozšířeny tak, aby reflektovaly tuto zvýšenou nejistotu.

prvního čtvrtletí vlivem propuknutí pandemie koronaviru. Poblíž současných hodnot kurz setrvá na celém horizontu prognózy vlivem zhoršeného zahraničního i domácího ekonomického výhledu a zúženého úrokového diferenciálu.

S prognózou je konzistentní další pokles domácích tržních úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí (Graf I.5). Tento pokles sazeb navazuje na jejich razantní březnové snížení a odráží vedle výrazně zhoršeného zahraničního výhledu také dopady vládních karanténních opatření v domácí ekonomice. Tyto faktory totiž povedou k výraznému ochlazení na trhu práce a zhoršení sentimentu domácností i firem. To bude mít významné protiinflační dopady. Pokles sazeb však bude brzděn nedávným prudkým oslabením kurzu, které přispívá k uvolnění celkových měnových podmínek. Ve zbytku prognostického horizontu pak zůstanou sazby zhruba stabilní.

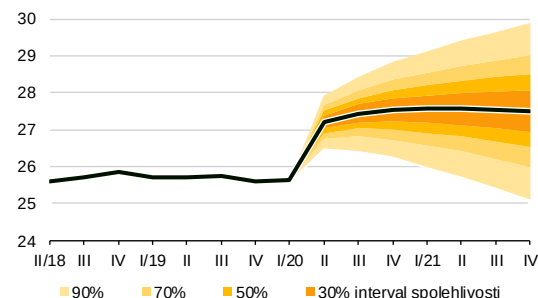
Bankovní rada ČNB na květnovém měnovém jednání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 75 bazických bodů na 0,25 %. Současně rozhodla o snížení lombardní sazby na 1,00 %. Diskontní sazba zůstala nezměněna na 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro snížení repo sazby o 50 bazických bodů. Nově stanovené úrokové sazby jsou platné od 11. května 2020.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy v současné mimořádné situaci jako bezprecedentně vysoká. Rizika souvisejí s průběhem pandemie a zejména s délkou a velikostí dopadů karanténních opatření na světovou i tuzemskou ekonomiku. Tato rizika vyžadují ještě výraznější uvolnění měnových podmínek oproti základnímu scénáři prognózy.

Graf I.4 Prognóza měnového kurzu

Kurz koruny zůstane vlivem nepříznivého ekonomického vývoje poblíž aktuálních oslabených hodnot

(CZK/EUR)

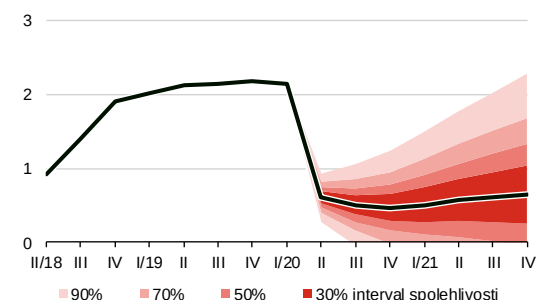


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

Graf I.5 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je – po razantním březnovém snížení domácích tržních úrokových sazeb – konzistentní jejich další pokles ve druhém čtvrtletí 2020 následovaný jejich přibližnou stabilitou

(3M PRIBOR v %)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou hranicí.

II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Světovou ekonomiku letos v důsledku pandemie covid-19 čeká znatelný pokles, v příštím roce se opět vrátí k růstu. V eurozóně, která je jednou z nejvíce zasažených oblastí světa, dojde k hlubokému propadu ekonomiky v prvním pololetí letošního roku. Poté se bude situace postupně stabilizovat a v příštím roce se ekonomický růst obnoví. Silný pokles se letos očekává u výrobních cen, a to v důsledku nebývalého propadu ekonomické aktivity i kolapsu cen ropy. Inflace spotřebitelských cen zpomalí v letošním roce téměř k nule. ECB přistoupila k masivním nákupům cenných papírů. Krátkodobé eurové sazby zůstávají záporné včetně jejich výhledu. Razantní uvolnění měnové politiky v USA vedlo k dalšímu poklesu tamních úrokových sazeb. Kurz eura vůči dolaru bude lehce posilovat.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

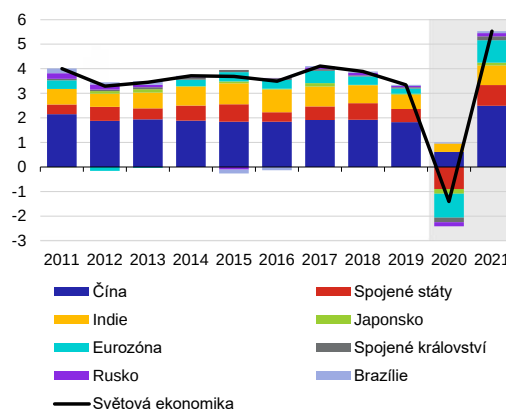
Výkon světové ekonomiky se v letošním roce v důsledku pandemie znatelně sníží, v příštím roce její růst oživí.¹ Nejvíce zasaženými oblastmi světa jsou Evropa a USA. Kladné příspěvky ke světovému růstu zaznamenají z největších ekonomik pouze Čína, Indie a Brazílie. Celkově by měl vážený pokles sledovaných ekonomik v letošním roce dosáhnout přibližně 1,5 %, v příštím roce pak světová ekonomika vzroste o 5,5 %² (Graf II.1.1)³.

Solidní ekonomická aktivita v eurozóně z počátku letošního roku byla zasažena zavedenými opatřeními proti šíření nákazy. Dubnový index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu (Graf II.1.2) naznačuje, že pokles průmyslové produkce se přiblíží dvouciferným hodnotám. Míra nezaměstnanosti dosáhla v únoru své historicky nejnižší úrovně (7,3 %). V zemích, jež byly následně koronavirem zasaženy nejvíce, však nezaměstnanost zůstávala poměrně vysoká. Nyní lze očekávat její prudký růst.

HDP eurozóny v efektivním vyjádření⁴ se ve druhém čtvrtletí výrazně propadne, poté jeho meziroční pokles začne zmírňovat (Graf II.1.3). Ekonomické dopady karanténních opatření vlád v boji proti pandemii budou částečně kompenzovány fiskálními opatřeními, k nimž přistupují jednotlivé země eurozóny. Zmírňování meziročního poklesu HDP od třetího čtvrtletí 2020 bude taženo především zlepšující se spotřebou domácností, zatímco investice firem zůstanou v důsledku vysoké nejistoty a negativního sentimentu delší dobu utlumené. Ekonomika eurozóny v efektivním vyjádření letos celkově klesne o téměř 7 %. Z extrémně nízké úrovně se v příštím roce částečně zotaví, přičemž vzroste o více než 4 %. Rizika výhledu jsou v současné době extrémní a jsou vychýlena směrem k nižšímu růstu. Popisují je dva scénáře v kapitole II.3 (Scénář déletrvající pandemie a Scénář s druhou vlnou pandemie).⁵

Graf II.1.1 Výhled růstu světové ekonomiky

Světová ekonomika se v letošním roce propadne, v příštím roce bude následovat oživení (roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)

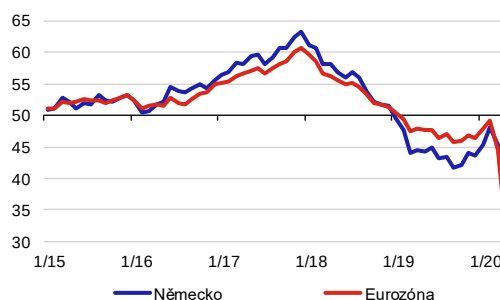


Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v paritě kupní síly. Zdrojem výhledů jsou CF a EIU.

Graf II.1.2 PMI ve zpracovatelském průmyslu

V Německu i v celé eurozóně lze očekávat výrazný pokles průmyslové výroby

(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



1 Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace [Globální ekonomický výhled](#).

2 Výhledy CF a EIU pro letošní rok jsou při přepočtu na efektivní eurozónu o něco optimističtější než vnější předpoklady prognózy, rozdíl však není zásadní.

3 Výhled je v grafu označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

4 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz Glosář pojmů).

5 Rizika spojená s brexitem a obchodními válkami jsou ve světle současného ekonomického dění výrazně upozaděna.

Míra dopadu vládních karanténních opatření a odstávek firem na jednotlivé obchodní partnery ČR bude různá. Zatímco karanténní opatření (viz Box 1) v Itálii či Španělsku zastavila ekonomickou aktivitu s výjimkou několika klíčových odvětví, omezení na Slovensku či v Německu byla podstatně mírnější. Proto i meziroční pokles HDP Německa a Slovenska se v tomto roce pohybuje pod 6 %, zatímco u Itálie a Španělska bude dosahovat více než 11 %. Z odvětvového pohledu pak zásadním způsobem utrpěl zejména cestovní ruch, kde lze očekávat trvalejší ztrátu výstupu. Ekonomické dopady pandemie budou částečně kompenzovány fiskálními opatřeními, která by měla v Itálii, Španělsku, Francii a Slovensku přesáhnout 1 % HDP. Největší dodatečné výdaje zatím schválilo Německo v celkovém objemu téměř 105 mld. EUR (3 % HDP), které jsou zaměřené na přímou podporu firem a státem dotované zkrácení pracovní doby (kurzarbeit).

Po odeznění pandemie se rychle obnoví ekonomická aktivita u našich největších obchodních partnerů. Oživení však nebude stačit k tomu, aby se úroveň HDP v efektivní eurozóně vrátila na předpandemickou úroveň (Graf II.1.4). Mezera výstupu tak na celém horizontu prognózy zůstane záporná a k jejímu uzavírání bude docházet jen pozvolna.

BOX 1 Dopady pandemie covid-19 v zemích hlavních obchodních partnerů ČR

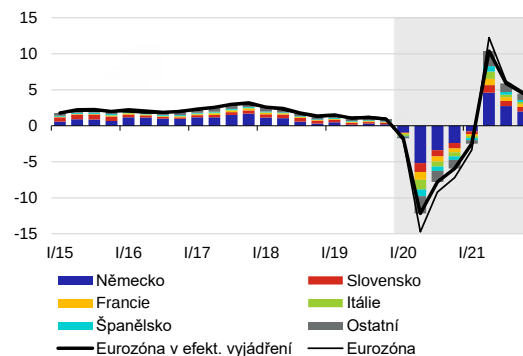
Pandemie covid-19 zásadním způsobem zasáhla všechny evropské ekonomiky, nejvíce pak italskou a španělskou (Graf 1). Tyto dvě země spolu s Německem, Francií a Slovenskem patří do skupiny ekonomik, které jsou největšími českými obchodními partnery a pro účely prognózy aproximují zahraniční poptávku. I proto se na ně tento box zaměřuje. Během několika dnů na začátku března došlo k dramatickému nárůstu nakažených v Itálii a rozšíření do ostatních států EU. Většina zemí reagovala zavedením opatření, která směřovala k omezení sociálního kontaktu či cestování s cílem co nejvíce zpomalit další šíření pandemie. Do týdne po Itálii zavedlo omezení Španělsko či Slovensko, zatímco v Německu se zpřísnily podmínky až 20. března při relativně vysokých počtech nakažených ve srovnání s ostatními zeměmi. Většina zmíněných zemí dosáhla vrcholu v počtu nově nakažených na přelomu března a dubna (Graf 2). V případě Francie byl obrat méně zřetelný a vysoké přírůstky nakažených se mohou udržet delší dobu. Při tomto trendu tak lze předpokládat, že celkového vrcholu pandemie, měřeného počtem aktivních případů, bude ve většině zemí dosaženo do května.

Prudký nárůst počtu nakažených i mrtvých vedl k zavedení řady karanténních opatření. Nejvíce byla omezena míra sociálního kontaktu v Itálii a Španělsku, kde fakticky došlo k zastavení společenského života a ke zmrazení ekonomické aktivity. V Itálii se počítá s trváním tohoto stavu minimálně do konce dubna, zatímco Španělsko již přistoupilo k uvolnění restrikcí v některých odvětvích (stavebnictví a zpracovatelský průmysl). Naproti tomu v ostatních zemích byla zavedena mírnější restriktivní opatření. Uzavřeny jsou zejména obchody či

Graf II.1.3 Výhled růstu HDP eurozóny

Ekonomická aktivita se v průběhu letošního prvního pololetí výrazně propadne, poté se začne její meziroční pokles postupně zmírňovat

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)

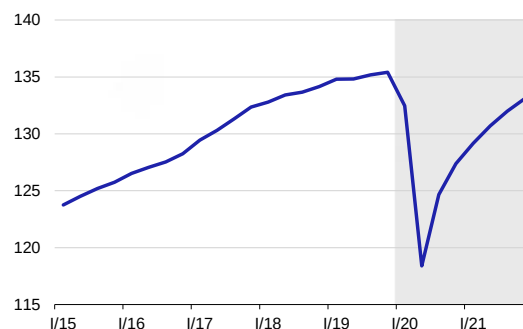


Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje dalších 12 zemí eurozóny. Její prognózovaný růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

Graf II.1.4 Výhled HDP v efektivní eurozóně

Oživení růstu ve druhé polovině letošního roku nebude na horizontu prognózy stačit k návratu úrovně HDP na hodnoty před vypuknutí pandemie koronaviru

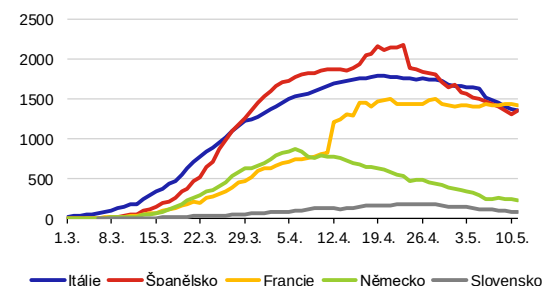
(index, rok 2000 = 100)



Graf 1 (BOX) Počet aktivních případů nákazy koronavirem v zemích největších obchodních partnerů ČR v eurozóně

Pandemie covid-19 zasáhla významně zejména Itálii a Španělsko, zatímco na Slovensku se nákaza šířila jen v omezeném měřítku

(počty aktivních případů na milion obyvatel)



restaurace, ale utrpěl také cestovní ruch. Navíc v Evropě řada výrobců automobilů včetně jejich subdodavatelů uzavřela výrobu. Koncem dubna došlo k prvnímu uvolnění omezení v Německu (otevření menších obchodů), zatímco ve Francii se očekává tento krok až v květnu. Slovenská vláda oznámila plán postupného uvolňování restrikcí ve 4 fázích, přičemž úplně by omezení měla být odstraněna na začátku června.

Předpoklady o vývoji pandemie a vládní opatření podmiňují očekávané ekonomické důsledky. Při odhadech dopadů pandemie na jednotlivé ekonomiky lze vycházet z analýzy hrubé přidané hodnoty podle odvětví. Pro všechny sledované ekonomiky platila omezení 2 až 4 týdny na konci prvního čtvrtletí a restrikce pak přetrvávají minimálně do konce dubna či poloviny května. I když patrně dojde ke zmírnění některých restrikcí před koncem druhého čtvrtletí, rozjezd dotčených provozů bude postupný. Pro jednotlivá odvětví byla zvolena míra propadu na základě dostupných odhadů očekávané délky restriktivních opatření a jejich účinnosti v jednotlivých zemích eurozóny.

Analýza ukazuje citelný dopad opatření do sektoru služeb, které oproti zboží hrají v českém vývozu méně důležitou roli. Jelikož ve Španělsku a Itálii byla omezení nejvýraznější (úplné zastavení chodu ekonomiky s výjimkou nejdůležitějších odvětví), zasáhne propad prakticky všechna tamní odvětví již v prvním čtvrtletí 2020 (Graf 3). Ve druhém čtvrtletí bude – dle předpokladu prognózy – struktura propadu podobná. Utrpí tak zejména odvětví obchodu, dopravy, hotelů a restaurací, stejně jako řada služeb, zatímco poptávka po zboží ve sledovaných ekonomikách poklesne o něco méně. Poptávka po českém vývozu ze zemí našich hlavních obchodních partnerů by se tak měla snížit méně, než by odpovídalo propadu jejich ekonomické aktivity.

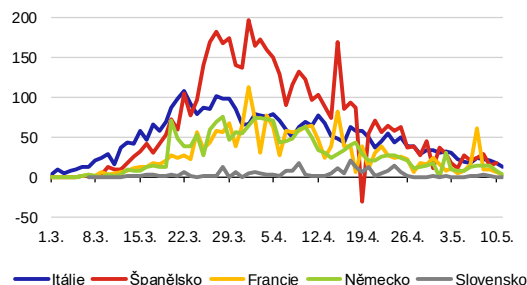
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Cena ropy se v průběhu letošního prvního čtvrtletí propadla o 65 %, od poloviny roku dojde k jejímu růstu. Po neúspěšném jednání aliance OPEC+ počátkem března pokles zrychlil a na konci měsíce se cena ropy Brent dostala pod 23 USD/barel. Další jednání zemí OPEC+ a G20 v půli dubna dospělo k dohodě o bezprecedentním omezení těžby. To však nemůže kompenzovat výpadek poptávky. Její pokles je důsledkem ekonomických dopadů opatření proti šíření nákazy a je odhadován meziročně až na jednu třetinu. Situace na fyzickém trhu s ropou je v důsledku rychle ubývajících skladovacích kapacit ještě napjatější a spotové ceny jsou vůči termínovaným kontraktům výrazně nižší. Následkem toho bude docházet k poklesu produkce i v zemích, které nechtějí omezovat těžbu administrativně. IEA očekává zlepšování stavu od poloviny roku, kdy by se mohla začít oživovat poptávka a klesat zásoby ropy. Tržní křivka cen ropy Brent signalizovala v druhé půlce dubna postupný růst na cca 39, resp. 42 USD/barel na konci letošního a příštího roku (Graf II.1.5).

Graf 2 (BOX) Počet nově nakažených v zemích největších obchodních partnerů ČR v eurozóně

Většina zemí již dosáhla vrcholu v počtu nově nakažených, ale v některých zemích přetrvávají vyšší přírůstky nakažených

(počty nově nakažených na milion obyvatel)

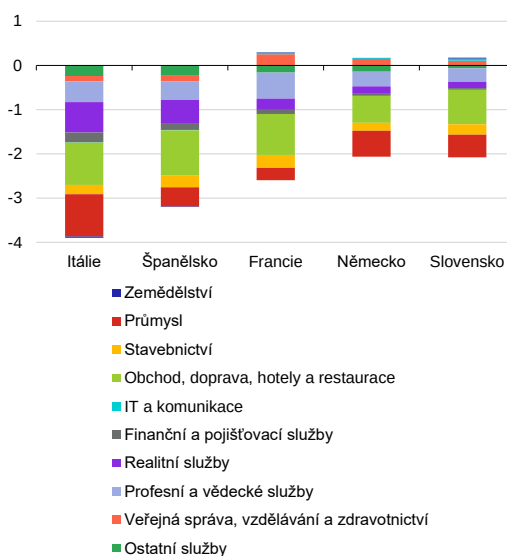


Poznámka: Jednorázový výkyv do záporných hodnot u Španělska odráží změnu metodologie u časové řady.

Graf 3 (BOX) Příspěvky odvětví k očekávanému snížení hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2020

Největší dopady pandemie u obchodních partnerů ČR jsou zejména v sektoru služeb

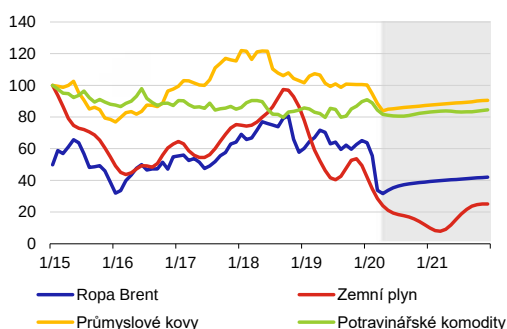
(příspěvky v procentních bodech k mezičtvrtletnímu poklesu hrubé přidané hodnoty)



Graf II.1.5 Ceny ropy a ostatních komodit

Cena ropy Brent se v prvním čtvrtletí propadla a postupně by se měla obrátit k růstu, naopak ceny zemního plynu v Evropě by ještě měly letos klesat

(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2015 = 100], průměrná cena zemního plynu v Evropě, pramen: Bloomberg, Světová banka, výpočet ČNB)



Oba dílčí indexy cen neenergetických komodit na začátku roku 2020 rovněž klesaly, jejich výhled je lehce rostoucí (Graf II.1.5).

Dílčí index cen potravinářských komodit ztratil 9 %, k čemuž nejvíce přispěly ceny vepřového a hovězího masa, cukru, kukuřice, kakaa, kávy a sóji. Cena pšenice se prakticky nezměnila a cena rýže vzrostla. Většina složek dílčího indexu cen průmyslových kovů zaznamenala snížení cen o cca 15 % v důsledku nízké aktivity ve zpracovatelském průmyslu. S obnovením výroby v Číně se pokles cen koncem března zastavil. Podobný průběh (při poklesu přes 20 %) vykazovaly i ceny kaučuku a bavlny.

Ceny průmyslových výrobců postupně prohlubují pokles, který dosáhne dna ve druhé polovině letošního roku (Graf II.1.6). To je důsledkem především záporného příspěvku energetické složky vlivem kolapsu ceny ropy. Se zpožděním k celkovému poklesu výrobních cen v efektivní eurozóně přispěje také jádrová složka kvůli očekávanému propadu ekonomické aktivity. Negativní poptávkové tlaky budou zesíleny útlumem investiční aktivity v prostředí výrazného nárůstu nejistoty. V předpokládaném poklesu jádrových cen se s odstupem projeví také sekundární nákladové efekty nízké ceny ropy a v menším rozsahu také dalších vstupů, např. průmyslových kovů. Výše zmíněné efekty převáží nad počátečním negativním nabídkovým šokem, který bude působit směrem k růstu cen vlivem přerušení dodávek průmyslových produktů a jejich možného dočasného nedostatku na trhu.⁶ V úhrnu za celý letošní rok výrobní ceny v efektivní eurozóně klesnou o 4 %, v roce 2021 se zvýší o 1 %.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně v letošním roce výrazně zpomalí (Graf II.1.7). V březnu dosáhla celková inflace pouze 0,7 %, přičemž k jejímu zpomalení přispěl zejména záporný příspěvek cen energií. Zvolnila také jádrová inflace, což ukazovalo na přetrvávající umírněné inflační tlaky a nízká inflační očekávání. Nadcházející prudké zpomalení inflace bude ovlivněno uvedeným propadem cen energií i negativními poptávkovými tlaky. Na konci letošního roku se tak růst spotřebitelských cen téměř zastaví. Ceny letos porostou nejvíce na Slovensku, zatímco v Itálii a Španělsku prognóza očekává jejich pokles. Částečná kompenzace letošního výpadku spotřebitelské poptávky společně s odezněním propadu ceny ropy povede v efektivní eurozóně k přechodnému oživení inflace v příštím roce ke 2% úrovni.

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR zůstane dle tržního výhledu záporná na celém horizontu prognózy (Graf II.1.8).⁷ Rozšíření pandemie

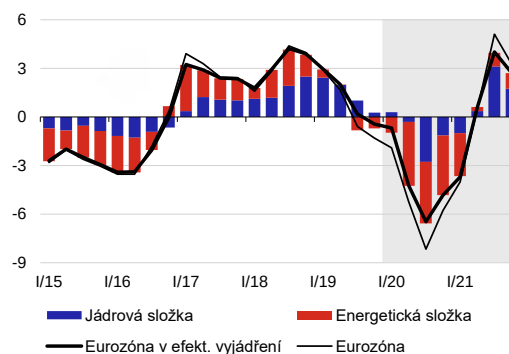
⁶ Průzkum předstihového ukazatele PMI ukazuje na výrazný nárůst zpoždění v dodavatelských vztazích mezi průmyslovými podniky. Na rozdíl od minulosti, kdy bylo zhoršení tohoto subindexu doprovázeno růstem cen taženým poptávkou, je tentokrát doprovázeno snižováním cen průmyslových výrobců. Průmyslové podniky totiž nabízejí slevy, aby podpořily prodeje a snížily zásoby. Slevovou politiku vykazují také podniky ze sektoru služeb. K nižším nákladům podniků navíc přispívají klesající mzdové náklady.

⁷ Vzhledem k napětí na finančních trzích dochází k růstu krátkodobých nezajištěných sazeb EURIBOR, zatímco zajištěné segmenty zůstávají stabilní. Proto je v prognóze 3M EURIBOR dočasně aproximován výhledem sazby EONIA doplněným o příslušné rozpětí. Predikce expertně zohledňuje očekávání ohledně programu nákupu aktiv ze strany ECB

Graf II.1.6 Ceny průmyslových výrobců v eurozóně

Kolaps cen energií a očekávaný propad ekonomické aktivity povedou letos k výraznému poklesu cen průmyslových výrobců

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)

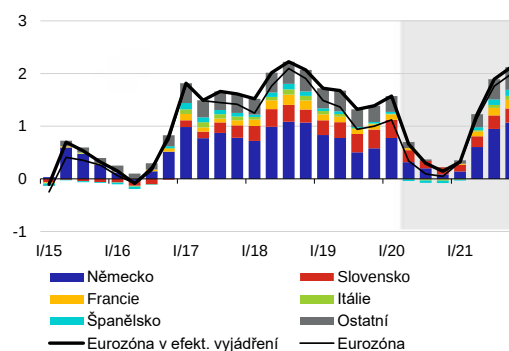


Poznámka: Energetická složka je dána vývojem v průmyslových odvětvích se silnou vazbou na cenu ropy, zbývající část z indexu PPI v efektivním vyjádření představuje jádrová složka.

Graf II.1.7 Výhled spotřebitelské inflace v eurozóně

Inflace letos výrazně zpomalí, během roku 2021 se vrátí ke 2 %

(měřeno HICP, meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)



Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje dalších 12 zemí eurozóny. Její prognózovaný růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

koronaviru mimo Čínu zasáhlo v březnu citelně sentiment na finančních a komoditních trzích. Nárůst averze k riziku vedl k přesunu kapitálu do bezpečných aktiv. Výnosy amerických i německých státních dluhopisů se propadly na historická minima a výnosy rizikovějších státních dluhopisů (Itálie, Řecko) se naopak krátkodobě zvýšily. Evropská centrální banka reagovala na situaci ve dvou krocích. Na řádném březnovém zasedání oznámila podpůrná opatření, včetně zvýšení objemu nákupu cenných papírů v celkovém objemu 120 mld. EUR. Vlivem dalšího zhoršení ekonomické a finanční situace pak přistoupila na svém mimořádném zasedání k oznámení nového programu Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) v objemu 750 mld. EUR.⁸ Oznámení programu bylo doprovázeno ujištěním, že ECB udělá vše pro podporu eurozóny tak, aby všechny sektory ekonomiky dokázaly absorbovat šok související s pandemií. Trh reagoval poklesem výnosů rizikových dluhopisů, zejména italských a řeckých. Naopak vzrostly výnosy bezpečných aktiv včetně německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností. Jeho výnos by se měl jen pozvolna zvyšovat ze současných záporných hodnot na nulu koncem roku 2021 (Graf II.1.9).

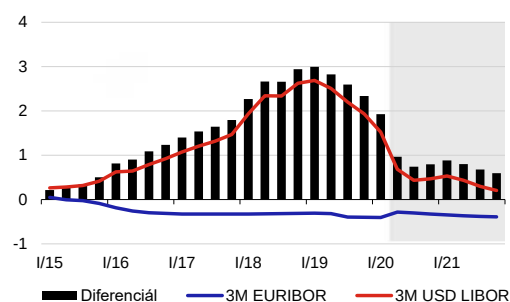
Úroková sazba 3M USD LIBOR se po razantních krocích americké centrální banky výrazně snížila (Graf II.1.8). Fed na mimořádných zasedáních v průběhu března a dubna snížil pásmo sazeb postupně až k nule a oznámil neomezené nákupy aktiv v rámci různých programů. Upravil též podmínky pro krátkodobé financování a podpořil dolarovou likviditu skrze nové či zvýhodněné swapové linky a repo operace. Tyto kroky přispěly ke stabilizaci finančních trhů, zejména segmentů spojených s firemními cennými papíry. Aktuální tržní výhled sazby 3M USD LIBOR je v ročním horizontu zhruba stabilní. Rozpětí vůči eurové sazbě se stejnou splatností by se tak mělo udržet pod jedním procentním bodem.

Dle dubnového výhledu CF bude euro vůči americkému dolaru lehce posilovat (Graf II.1.10). Také v efektivním vyjádření by mělo euro posílit, zejména vlivem zpevnění vůči čínské či britské měně. Turbulence na finančních trzích přispěly k volatilitě (nejen) měnového páru USD/EUR. Měnové trhy se uklidnily až po březnovém koordinovaném zásahu centrálních bank, který přispěl ke stabilizaci poptávky po dolarové likviditě zejména pomocí swapových linek. K následné korekci přispěly také některé zprávy z USA (nárůst počtu nezaměstnaných, složitá vyjednávání ohledně veřejné podpory americké ekonomiky) a dosažení kulminace nákazy v eurozóně. Pro další vývoj měnového páru bude klíčové, jak se USA a eurozóna vyrovnají s ekonomickými dopady pandemie koronaviru.

Graf II.1.8 3M EURIBOR a 3M USD LIBOR

Razantní uvolnění měnové politiky v USA se promítlo v poklesu rozpětí mezi 3M sazbami ve Spojených státech a v eurozóně

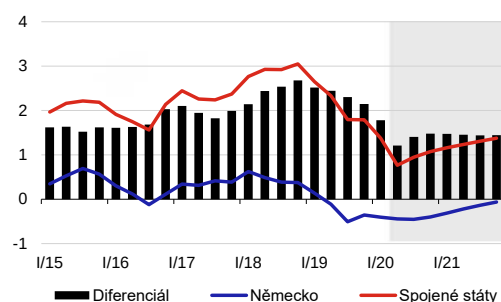
(v %, rozdíly v procentních bodech)



Graf II.1.9 Výnosy desetiletých vládních dluhopisů

Rozpětí mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu se snížilo

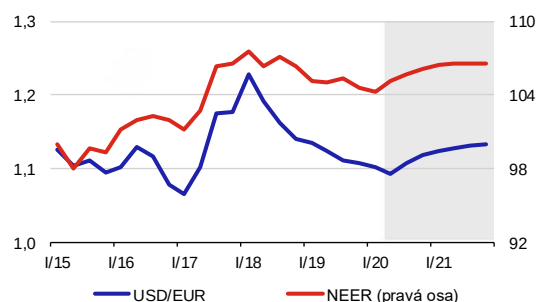
(v %, rozdíly v procentních bodech)



Graf II.1.10 Kurz eura

Analytici CF očekávají posilování eura vůči americkému dolaru i dalším měnám

(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2015 = 100, pravá osa)



prostřednictvím stínových úrokových sazeb, které leží výrazně níže oproti tržním sazbám.

8 Nad rámec aktiv, která ECB dosud nakupovala, jsou do seznamu aktiv programu PEPP zahrnuty také nefinanční komerční papíry a řecké dluhopisy. Rovněž byly sníženy standardy pro zajištění v refinančních operacích, resp. nákup dluhopisů byl rozšířen o dluhopisy ohodnocené nižším ratingem (BB+ a výše v rámci spekulativního pásma).

II.2 PROGNOZA

Inflace v nejbližších měsících klesne pod horní hranici tolerančního pásma 2% cíle, a to především vlivem v souhrnu protiinflačních dopadů koronavirové pandemie v podmínkách hlubokého propadu domácí ekonomické aktivity.⁹ Ta během prvního pololetí letošního roku výrazně poklesne v důsledku vládních a firemních karanténních opatření proti šíření nákazy. I přes stabilizační opatření fiskální, měnové a makroobezřetnostní politiky se tento vývoj citelně projeví na trhu práce. Již během prvního pololetí dojde k jeho rychlému zchlazení, které bude i přes mírné oživení ekonomického růstu pokračovat i v příštím roce. Zchlazení trhu práce pak bude výrazně brzdít mzдовou dynamiku a s tím do značné míry související oživování růstu spotřeby domácností. Rovněž investiční aktivita zůstane i v dalších čtvrtletích slabá, mimo jiné vlivem zhoršeného sentimentu podniků. V příštím roce dojde k jejímu pouze částečnému oživení. Velmi prudký pokles čeká také vývoz zboží a služeb. Citelné ochlazení celkových cenových tlaků povede na přelomu letošního a příštího roku k návratu inflace do blízkosti 2% cíle. K tomu přispěje i propad cen pohonných hmot a zvolnění dynamiky regulovaných cen. S prognózou je – po razantním březnovém snížení domácích tržních úrokových sazeb – konzistentní jejich další pokles ve druhém čtvrtletí 2020 následovaný jejich přibližnou stabilitou. Kurz koruny, který vlivem propuknutí koronavirové pandemie koncem prvního čtvrtletí prudce oslabil, zůstane v blízkosti aktuálních hodnot až do konce příštího roku.

BOX 2 Bezprostřední dopady pandemie covid-19 na českou ekonomiku

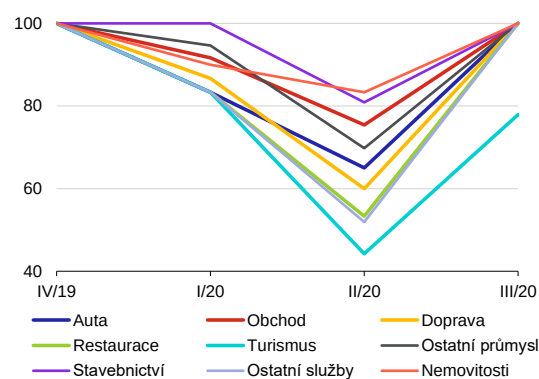
Česká republika – stejně jako zbytek světa – čelí pandemii koronaviru. Vláda na ni reagovala zavedením opatření, která dočasně zmrazila ekonomickou aktivitu v některých odvětvích. To bylo umocněno spontánním rozhodnutím některých firem o dočasném přerušení výroby. Tento box doplňuje Box 1 věnovaný dopadům pandemie v zemích našich hlavních obchodních partnerů, přičemž shrnuje přijatá opatření a přináší odhad jejich přímého dopadu do domácí ekonomiky.

Ve druhé březnové dekádě vyhlásila vláda nouzový stav a přijala řadu opatření s cílem omezit šíření nákazy. Postupně byly uzavřeny školy, restaurace, hotely, poskytovatelé služeb a většina obchodů¹⁰ a byly zrušeny všechny hromadné akce. Současně došlo k uzavření hranic pro osobní přepravu. Na firemní úrovni bylo rozhodnuto o dočasném pozastavení či výrazném omezení výroby v českém automobilovém průmyslu i v dalších průmyslových odvětvích. Přijatá opatření se celkově dotkla zhruba dvou pětín české ekonomiky a způsobí pokles celkové ekonomické aktivity již v prvním, ale především pak ve druhém čtvrtletí letošního roku. Propad produkce nastane zejména ve službách a průmyslu. Ve druhém čtvrtletí se však bude týkat i stavebnictví, a to především v návaznosti na omezení pohybu cizinců (Graf 1).

Z výdajových složek HDP budou v prvním pololetí nejvíce zasaženy spotřeba domácností, vývoz a investice. K propočtu dopadu poklesu hrubé přidané hodnoty v uvažovaných sektorech do výdajových složek HDP jsou použity symetrické

Graf 1 (BOX) Přímý dopad opatření do hrubé přidané hodnoty

Opatření budou mít nejvýraznější dopad do sektoru služeb, zejména do turismu (index, neomezený provoz = 100)



Poznámka: Návrat na hodnotu 100 ve třetím čtvrtletí 2020 neznamená dosažení předkoronavirové úrovně produkce, nýbrž návrat do vládními a podnikovými karanténními opatřeními neomezeného provozu.

⁹ Ekonomické dopady globální koronavirové pandemie a následně zavedených karanténních opatření jednotlivých vlád výrazně znesnadňují prognózu makroekonomických veličin založenou na standardních modelových mechanismech. V prognóze si tak aktuální situace vyžádala použití expertních zásahů ve zvýšené míře, a to zejména v letošním roce.

¹⁰ S výjimkou prodejen potravin, lékáren, drogerií a některých dalších.

tabulky o dodávkách a užití (tzv. input-output tabulky). V prvním čtvrtletí tak podle odhadu poklesly především spotřeba domácností a vývoz (Tab. 1), což odráží vývoj v ostatních službách, obchodě a turistice. Ve druhém čtvrtletí budou ve větší míře zasaženy rovněž kapitálově náročnější sektory (průmysl a stavebnictví), což povede k výraznému snížení investic. Ve třetím čtvrtletí pak ukončení vládních a firemních opatření přispěje k oživení růstu těchto výdajových složek.

Vláda tlumí negativní dopad na firmy a trh práce přijatými opatřeními na podporu ekonomiky a udržení likvidity. Vládní opatření mají výrazné rozpočtové dopady. Jedná se zejména o program na udržení zaměstnanosti (Antivirus)¹¹, podporu osob samostatně výdělečně činných (OSVČ)¹² a výplatu ošetřovného¹³ při uzavření škol. V příštím roce budou mít právnické i fyzické osoby v rámci vyúčtování daně za rok 2020 možnost zpětného uplatnění letošní daňové ztráty ze zaplacených daní za roky 2018 a 2019.¹⁴ To by podle očekávání mělo podpořit soukromé investice i spotřebu domácností. Objem v prognóze zahrnutých¹⁵ fiskálních opatření v souvislosti s koronavirem dosahuje v letošním roce 2 % HDP, v příštím roce zhruba 0,4 % HDP (Tab. 2). Nad rámec toho byly představeny další programy bez okamžitého dopadu do rozpočtu, avšak ovlivňující likviditní situaci podniků a spotřebu domácností, např. moratorium na odklad splátek úvěrů či záruky za podnikatelské úvěry¹⁶.

Současný vývoj se projeví i ve složkách inflace. Na jedné straně se zvýší ceny potravin, a to zejména v návaznosti na zdražení dopravy a nedostatek sezónních zaměstnanců v zemědělství v Evropě. Naopak vývoj cen služeb bude inflaci během jarních a letních měsíců tlumit, což vzhledem k očekávanému dlouhodobějšímu útlumu mezinárodního cestovního ruchu nebude v dalším průběhu letošního roku plně kompenzováno. Směrem ke snížení inflace rovněž přispěje pokles cen pohonných hmot související s propadem cen ropy, v němž se

Tab. 1 (BOX) Přímé dopady opatření do složek HDP

Přijatá opatření výrazně ztlumí ekonomickou aktivitu v první polovině letošního roku

(dopady v procentních bodech do mezičtvrtletní dynamiky HDP, stálé ceny)

	1Q20	2Q20	3Q20
Spotřeba domácností	-2,8	-4,6	7,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	-1,4	-4,9	6,9
Vývoz	-1,7	-3,8	6,2

Tab. 2 (BOX) Fiskální opatření na podporu ekonomiky a na udržení likvidity

Fiskální stabilizační opatření budou mít v letošním roce mimořádně vysoký objem

(v % nominálního HDP)

	2020	2021
Zvýšení a prodloužení ošetřovného	0,3	0,0
Kompenzace zaměstnavatelům (kurzarbeit)	0,7	0,0
Odpuštění sociálních a zdravotních odvodů OSVČ	0,4	0,0
Kompenzační bonus pro OSVČ („pěťadvacítká“)	0,4	0,0
Vyšší výdaje na zdravotnictví a bezpečnostní sbory	0,2	0,0
Zpětné uplatnění daňové ztráty („loss carryback“)	0,0	0,4
Celkem	2,0	0,4

11 Jedná se o částečnou kompenzaci mzdových náhrad odstupňovanou podle důvodu zavedení kurzarbeitu (např. nedostatečná poptávka, nedostatek vstupů, uzavření provozu v důsledku usnesení vlády ČR apod.).

12 Jedná se o odpuštění sociálních a zdravotních odvodů u osob samostatně výdělečně činných do výše jejich minimální úrovně a vyplacení mimořádného bonusu (program „pěťadvacítká“).

13 Ošetřovné ani náhrada mzdy v případech karantény nebudou na rozdíl od ostatních kompenzací součástí statistiky průměrné mzdy, a dojde tak k výraznému snížení, resp. následnému rozkolísání mzdové dynamiky i v příštím roce. To bude umocněno rovněž případy, kdy dojde pouze k částečné náhradě mzdy zaměstnavatelem.

14 Schválení tohoto opatření je nejisté. Přestože bylo ohlášeno Ministerstvem financí ČR v tzv. Liberačním balíčku II, tak návrh novely zákona doposud nebyl předložen na jednání vlády.

15 Zahrnuta jsou opatření známá k 21. dubnu. Čerpání financí v některých z nich však za předpoklady vlády zatím poněkud zaostává.

16 V rámci nepřímé podpory poskytuje vláda záruky na zvýhodněné úvěry firmám v objemu několika desítek až stovek miliard Kč (programy COVID). Případná budoucí realizace těchto záruk je rizikem ve směru horšího než zatím očekávaného vývoje veřejných rozpočtů.

do určité míry též odráží útlum světové ekonomiky v souvislosti s koronavirovou pandemií.

V dubnu začala vláda ČR některá karanténní omezení uvolňovat.

Postupně tak byly otevřeny vybrané obchody. V návaznosti na vývoj epidemiologické situace většina původních opatření měla být uvolněna v celkem pěti etapách do 8. června¹⁷ (delší dobu pravděpodobně budou trvat omezení dotýkající se přeshraničního pohybu osob, škol a hromadných kulturních, sportovních a společenských akcí). To povede k postupnému ožívání české ekonomiky ve druhé polovině letošního roku. Prognóza předpokládá, že s výjimkou odvětví spojených s turismem, která budou zasažena po delší dobu, budou počínaje třetím čtvrtletím vládní omezení úplně uvolněna.

Dopady koronavirové pandemie se projeví v ekonomické aktivitě i zprostředkovaně. I navzdory vládním podpůrným opatřením se totiž s velkým přispěním nepříznivého vývoje v zahraničí poměrně výrazně zhorší situace na trhu práce. Obecná míra nezaměstnanosti se znatelně zvýší a donedávna výrazně napjatý trh práce se zchladí. Zároveň s tím dojde ke znatelnému zhoršení jak podnikatelského, tak i spotřebitelského sentimentu.

Tab. II.2.1 Prognóza vybraných veličin

HDP se letos skokově propadne, v roce 2021 se vrátí k růstu

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.
Celková inflace	2,8	2,8	2,1
HDP	2,5	-8,0	4,0
Průměrná nominální mzda	7,1	2,5	5,8
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,7	26,9	27,5
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	2,1	0,9	0,6

II.2.1 Inflace a měnová politika

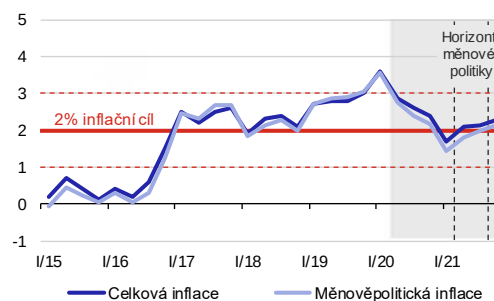
Celková inflace se již ve druhém čtvrtletí sníží pod horní hranici tolerančního pásma, do blízkosti cíle se vrátí v roce 2021 (Graf II.2.1). Inflace bude ve zbytku letošního roku zvolňovat. S výjimkou cen potravin, které svůj růst ve druhém čtvrtletí naopak dočasně zrychlí, se na tom budou podílet všechny ostatní složky. K oslabující dynamice jádrové inflace přispěje vedle znatelného ochlazení domácích cenových tlaků rovněž obava domácností z koronavirové pandemie. Ta se projeví zejména v oblasti cen souvisejících s cestovním ruchem. Doposud výrazný růst regulovaných cen bude rovněž slábnout s tím, jak bude odeznívat vysoký růst cen energií. Ceny pohonných hmot, které se během dubna propadly, setrvávají na nízkých úrovních i po zbytek roku (Graf II.2.2). Koncem letošního roku zvolní růst cen potravin. Inflace se tak na začátku příštího roku dočasně sníží lehce pod 2% cíl, a to i přes uvolnění měnových podmínek v kurzu i úrokové složce. Poté se lehce zvýší. Měnověpolitická inflace¹⁸ se na celém horizontu prognózy bude nacházet pod celkovou inflací, neboť primární dopady změn nepřímých daní¹⁹ budou mírně kladné.

Jádrová inflace v návaznosti na útlum domácích cenových tlaků výrazně zvolní. Již ve druhém čtvrtletí se přiblíží ke 2 % (Graf II.2.3). K tomu vedle očekávaného snížení cen v oblasti služeb (zejména v cestovním ruchu) přispěje rovněž postupně se

Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Celková inflace rychle klesne, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v blízkosti 2% cíle

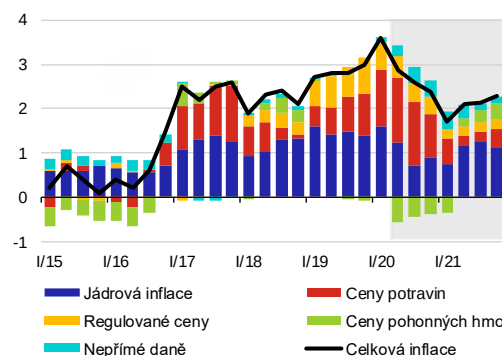
(meziroční změny v %)



Graf II.2.2 Struktura inflace a její prognóza

Cenový růst letos oslabí především vlivem poklesu jádrové inflace a propadu cen pohonných hmot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

¹⁷ Podle aktualizované verze vládního plánu na postupné uvolňování karanténních opatření z konce dubna by mělo dojít ke zrušení většiny omezení již 25. května.

¹⁸ Měnověpolitická inflace je inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. Rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací odpovídá velikosti primárního daňového dopadu.

¹⁹ Působení změn nepřímých daní v roce 2020 na prognózu inflace podrobně popisoval box v Zol III/2019.

zhoršující situace na trhu práce. Od května letošního roku budou jádrovou inflaci ovlivňovat kladné sekundární dopady snížení DPH u některých služeb (např. stravovací služby a kadefnictví) a ve stejném směru bude působit i výrazné oslabení měnového kurzu. Nicméně tyto faktory budou tlak na její zvolnění pouze částečně vyvažovat. Jádrová inflace se tak bude od druhé poloviny letošního roku pohybovat okolo 1,5 %. S pozvolným zotavováním ekonomické aktivity a s tím spojeným obnovováním cenových tlaků jádrová inflace ve druhém čtvrtletí příštího roku zrychlí ke 2 % a poblíž této hodnoty se udrží do konce roku 2021.

Růst cen potravin bude v nejbližší době odrážet omezení na straně nabídky i silnou poptávku a zvolní až na přelomu roku. Na téměř 6% růstu cen se bude podílet vysoká poptávka po potravinách, nedostatek pracovníků v zemědělství v Evropě a omezení mezinárodní dopravy vlivem koronavirové pandemie. Dalším faktorem, který povede k růstu cen především ovoce, je chladné počasí (ranní mrazy) z počátku jara. Růst cen potravin bude ve druhé polovině roku podpořen i obnoveným růstem cen zemědělských výrobců. V příštím roce uvedené faktory odezní a dynamika cen potravin ztlačí až na přelomu roku (Graf II.2.3).

V důsledku kolapsu světových cen ropy se výrazně propadnou i ceny domácích pohonných hmot. Letošní vývoj světových cen ropy stlačil ceny pohonných hmot do prudkého meziročního poklesu. Ten bude nejhlubší ve druhém čtvrtletí (Graf II.2.3), nicméně i ve zbytku roku bude pokles pokračovat dvouciferným tempem, a to navzdory významnému oslabení kurzu koruny vůči euru i dolaru. V příštím roce se ceny pohonných hmot navrátí k meziročnímu růstu.

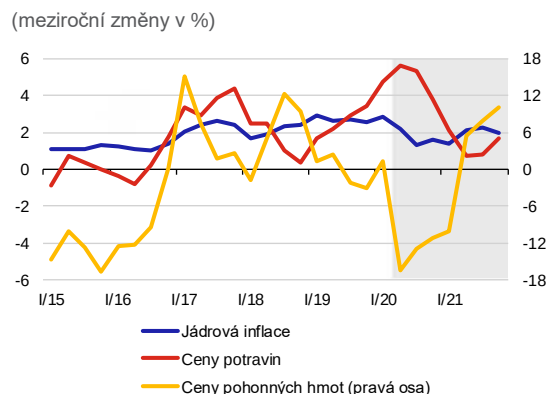
Nedávný vysoký růst regulovaných cen v průběhu letošního roku dále zvolní. K tomu přispěje zejména postupné snižování aktuálně vysoké dynamiky cen elektřiny a pokles cen tepla. V příštím roce se k tomu přidá rovněž pokles cen plynu pro domácnosti, který bude odrážet pozorované snížení jeho ceny na burze. Celkově tak dynamika regulovaných cen na počátku příštího roku zvolní k 1,5 %, kde setrvá po celý rok 2021 (Tab. II.2.2).

Kurz zůstane na celém horizontu prognózy poblíž aktuálních hodnot, na které oslabil po propuknutí pandemie (Graf II.2.4). Prognóza kurzu je pro druhé čtvrtletí 2020 nastavena na hodnotě 27,2 CZK/EUR a odráží tak jeho prudké oslabení na konci prvního čtvrtletí vlivem propuknutí pandemie koronaviru. Poblíž současných hodnot kurz setrvá na celém horizontu prognózy vlivem zhoršeného zahraničního i domácího ekonomického výhledu a zúženého úrokového diferenciálu.

S prognózou je konzistentní další pokles domácích tržních úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí (Graf II.2.5). Tento pokles sazeb navazuje na jejich razantní březnové snížení a odráží vedle výrazně zhoršeného zahraničního výhledu také dopady vládních karanténních opatření v domácí ekonomice. Tyto faktory totiž povedou k výraznému ochlazení na trhu práce a zhoršení sentimentu domácností i firem. To bude mít významné protiinflační dopady. Pokles sazeb však bude brzděn nedávným prudkým oslabením kurzu, které přispívá k uvolnění celkových měnových podmínek. Ve zbytku prognostického horizontu pak zůstanou sazby zhruba stabilní.

Graf II.2.3 Složky inflace

Už tak výrazný růst cen potravin ještě krátkodobě zesílí, zatímco jádrová inflace se sníží a ceny pohonných hmot setrvávají ve zbytku letošního roku v prudkém poklesu



Tab. II.2.2 Prognóza administrativních vlivů

Růst regulovaných cen zvolní, nadále bude tažen především cenami elektřiny

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k celkové inflaci)

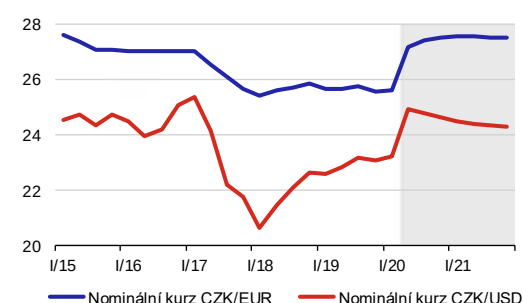
	2019		2020		2021	
	skut.		progn.		progn.	
REGULOVANÉ CENY ^{a)}	4,4	0,69	3,2	0,47	1,5	0,21
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	10,6	0,45	7,8	0,30	2,0	0,08
ceny zemního plynu	3,3	0,08	0,6	0,01	-2,3	-0,05
ceny tepla	4,6	0,08	-1,4	-0,02	2,4	0,04
vodné a stočné	2,6	0,02	2,6	0,02	1,7	0,01
reg. ceny ve zdravotnictví	2,3	0,03	2,2	0,03	2,8	0,04
ceny v dopravě	-5,0	-0,08	1,7	0,02	2,0	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

Graf II.2.4 Prognóza měnového kurzu

Kurz koruny zůstane vlivem nepříznivého ekonomického vývoje poblíž aktuálních oslabených hodnot

(CZK/EUR a CZK/USD)



Nová prognóza přináší dramaticky nižší trajektorii domácích úrokových sazeb v návaznosti na ekonomické dopady pandemie (Graf II.2.6). Ve směru nižších tržních úrokových sazeb oproti minulé prognóze dominantně působí příspěvek zhoršeného výhledu zahraniční poptávky. Rovněž snížené výhledy cen zahraničních výrobců, cen ropy a zahraničních stínových úrokových sazeb posouvají trajektorii domácích úrokových sazeb směrem dolů. Směrem k mírně nižším úrokovým sazbám dále působí příspěvek krátkodobého výhledu inflace. Ve stejném směru pak v letošním roce přispívá i efekt prudkého snížení úrokových sazeb na konci prvního čtvrtletí, který je v úrokovém pravidle zachycen jako krátkodobý měnověpolitický šok. Výrazný pokles sazeb ve druhé polovině března se totiž v jejich průměrné hodnotě za první čtvrtletí přirozeně projevil jen omezeně. Expertní úpravy působí v letošním roce v souhrnu ve směru vyšších sazeb, a to především v návaznosti na výrazný pokles efektivity práce v době karanténních omezení. V rámci expertních úprav jsou zároveň v letošním roce zohledněny protiinflační dopady prudkého propadu české ekonomiky a zchlazení trhu práce vlivem koronavirové pandemie. Tyto vlivy budou odeznívat jen pozvolna a v roce 2021 budou stále působit ve směru nižších domácích úrokových sazeb.

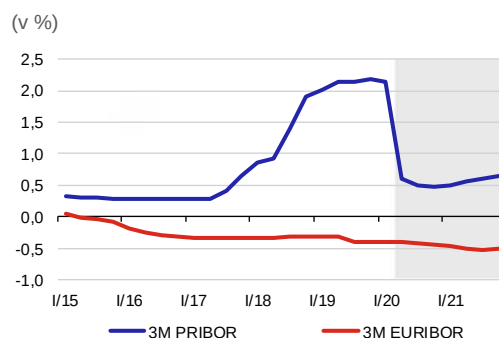
II.2.2 Náklady a trh práce

Růst nákladů nejprve dočasně zrychlí vlivem oslabení kurzu, poté však prudce zpomalí kvůli utlumeným domácím inflačním tlakům (Graf II.2.7). Na začátku letošního roku se dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru dále snížila v návaznosti na prohloubení poklesu dovozních cen energií a zpomalení růstu domácích nákladů. Ve druhém čtvrtletí letošního roku se však dynamika celkových nákladů dočasně skokově zvýší, a to v důsledku citelného oslabení kurzu koruny. Ten se promítne do výrazně kladného příspěvku jadrových dovozních cen a zároveň bude zčásti vyvažovat pokles cen ropy v rámci dovozních cen energií. Naopak domácí inflační tlaky se během letošního roku výrazně ztlumí, což spolu se stabilním kurzem povede k prudkému zpomalení růstu celkových nákladů ve třetím čtvrtletí. Obnovení růstu HDP ve druhém pololetí letošního roku se projeví v oživujícím se příspěvku domácí ekonomiky. Růst celkových nákladů tak postupně zrychlí do blízkosti své dlouhodobě rovnovážné hodnoty, kde v příštím roce setrvá. Příspěvek cenové konvergence bude na celém horizontu prognózy stabilně kladný.

Růst domácích nákladů se nejprve téměř zastaví kvůli zmrazení ekonomiky, pak se zvolna vrátí k dlouhodobé rovnováze (Graf II.2.8). Růst domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziproductu v prvním čtvrtletí letošního roku zvolnil v důsledku působení vládních karanténních opatření vedoucích ke zmrazení ekonomické aktivity v mnoha odvětvích. To se projevilo skrze propad domácí poptávky v poklesu příspěvku ceny kapitálu hluboko do záporných hodnot. Bylo to přitom jen částečně vyvažováno pokračujícím růstem mezd a výrazným poklesem efektivity práce v souvislosti s omezenou využitelností zaměstnanců v provozech zasažených karanténními opatřeními. Vliv vládních omezení utlumujících na jedné straně ekonomickou aktivitu a snižujících současně na straně druhé efektivity práce se pak ještě silněji projeví ve druhém čtvrtletí. Nadále se však

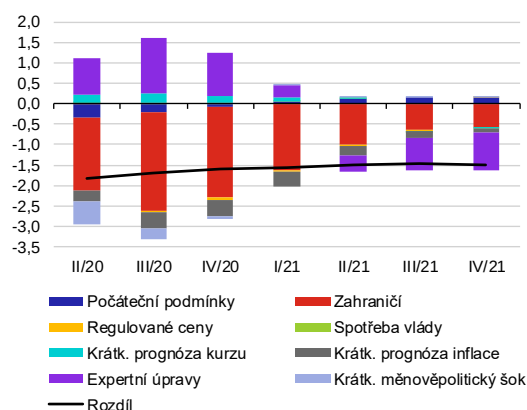
Graf II.2.5 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je – po razantním březnovém snížení domácích tržních úrokových sazeb – konzistentní jejich další pokles ve druhém čtvrtletí 2020 následovaný jejich přibližnou stabilitou



Graf II.2.6 Rozklad změn prognózy úrokových sazeb

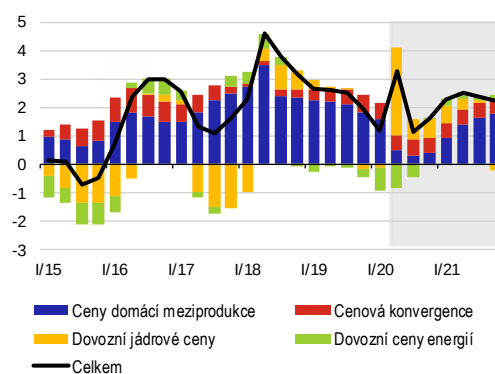
Směrem k výrazně nižším sazbám oproti minulé prognóze působí zejména zhoršený zahraniční výhled (3M PRIBOR, v procentních bodech)



Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru

Růst nákladů nejprve zrychlí vlivem dočasného zvýšení příspěvku jadrových dovozních cen, poté však prudce zpomalí kvůli utlumeným domácím inflačním tlakům

(nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



tyto z hlediska růstu nákladů protichůdné efekty budou vzájemně zhruba kompenzovat. Rychlé zchlazení na trhu práce se projeví v utlumení příspěvku mezd. Ve výsledku se tak růst domácích nákladů ve druhém čtvrtletí téměř zastaví. Jeho dynamika opět oživí ve druhé polovině letošního roku, kdy v návaznosti na ekonomické zotavování předchozí efekty odezní. Oživený růst ceny kapitálu a mezd bude přitom vyvažován obnoveným růstem efektivity práce. Dynamika domácích nákladů se tak postupně navrátí ke své dlouhodobé rovnováze, kde setrvá i v příštím roce.

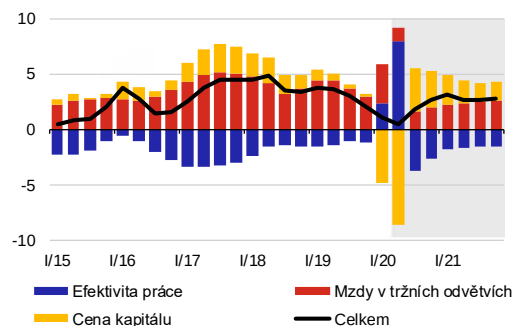
Zaměstnanost bude v návaznosti na propad ekonomické aktivity znatelně klesat až téměř do konce příštího roku (Graf II.2.9). To bude výsledkem zejména výrazného snížení ekonomické aktivity v podmínkách výpadku domácí i zahraniční poptávky v letošním roce. V průběhu příštího roku se s obnovením ekonomického růstu přestane poptávka po práci dále snižovat. To povede k návratu dynamiky zaměstnanosti do lehce kladných hodnot v závěru roku. Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky bude v letošním roce klesat výrazněji než fyzický počet zaměstnanců, a to v důsledku zkracování průměrného úvazku. Z odvětvového hlediska k poklesu přepočteného počtu zaměstnanců přispějí zhruba stejnou měrou průmysl i tržní služby.

Míra nezaměstnanosti se bude rychle zvyšovat, vrcholu dosáhne na začátku příštího roku (Graf II.2.9). Navzdory vládním opatřením na udržení zaměstnanosti vzroste obecná míra nezaměstnanosti vlivem výrazného ekonomického propadu rychle zhruba na 5 %. To bude odrážet především znatelné zvýšení počtu nezaměstnaných, které bude doprovázeno mírným snížením pracovní síly. Proti výraznějšímu nárůstu míry nezaměstnanosti bude působit propouštění zahraničních pracovníků a počáteční vysoký počet volných pracovních míst. Ve druhé polovině příštího roku se naopak opětovné oživení poptávky po práci projeví v lehkém snížení počtu nezaměstnaných. Podobně jako obecná míra nezaměstnanosti se bude vyvíjet i podíl nezaměstnaných osob. Ekonomický pokles se na prognóze odrazí ve znatelném nárůstu počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce, a to při pokračujícím mírném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Růst mezd v letošním roce výrazně zvolní v návaznosti na rychlé zchlazení trhu práce a vládní karanténní opatření, poté oživí (Graf II.2.10). V tržních odvětvích průměrná mzda ve druhém čtvrtletí poklesne. To bude z větší části dáno statistickým vlivem krátkodobého výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících místo ní ošetrovné či náhradu mzdy v případě karantény. Výpadek mezd lze pak čekat i u zaměstnanců, kteří nepracují z titulu překážek v práci na straně zaměstnavatele v souvislosti s pandemií a vládními opatřeními proti ní. Někteří z nich čerpají pouze částečné náhrady mzdy.²⁰ Uvedený statistický vliv je patrný z Grafu II.2.11, který ukazuje výši průměrné mzdy v absolutních hodnotách. V opačném směru bude naopak působit další

Graf II.2.8 Náklady sektoru meziprodukce

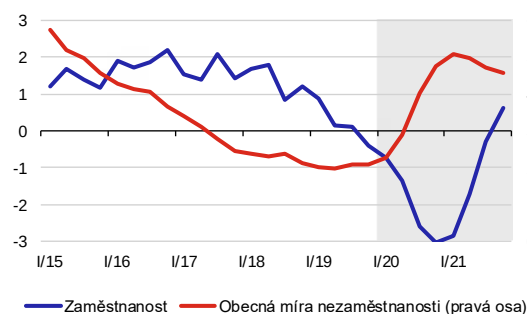
V dočasném zastavení růstu domácích nákladů se skrze propad příspěvku ceny kapitálu a snížení příspěvku mezd projeví zmrazení ekonomiky, což bude z části vyvažováno souvisejícím propadem efektivity práce (nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.9 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost se bude znatelně snižovat, míra nezaměstnanosti výrazně vzroste

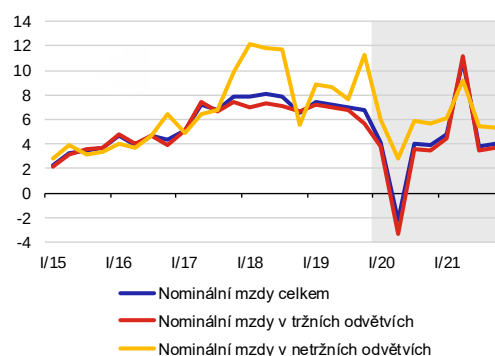
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, seznámo očištěno)



Graf II.2.10 Průměrné nominální mzdy

Růst mezd v tržních i netržních odvětvích výrazně zpomalí, přičemž bude na celém horizontu prognózy značně rozkolísaný

(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)



²⁰ Ošetrovné a kompenzace za nařízenou karanténu metodicky nejsou součástí mzdy a jejich čerpání tedy průměrnou mzdu snižuje, a to podobně jako vyplácení jen částečných náhrad mezd zaměstnancům ze strany podniků postižených dopady koronaviru. Nejvíce se tento efekt projeví ve druhém čtvrtletí 2020. Náhrady mezd jsou podnikům částečně kompenzovány v rámci programu Antivirus.

navýšení minimální mzdy²¹ od začátku letošního roku a kompoziční efekt²² v souvislosti s výrazným nárůstem nezaměstnanosti. Růst průměrné mzdy v tržních odvětvích tak vlivem souběhu výše zmíněných faktorů a v podmínkách zchlazeného trhu práce za celý letošní rok zpomalí pod 2 %. V příštím roce pak mzdová dynamika zrychlí. K tomu přispěje i efekt nízké srovnávací základny letošního roku (v důsledku výše zmíněných výpadků příjmů zachycených v mzdových statistikách). V netržních odvětvích bude letos pokračovat výrazný mzdový růst odrážející jak znatelné navýšení platů u pedagogických i nepedagogických pracovníků ve školství, tak i zvýšení platů o fixní částku u ostatních zaměstnanců institucí přímo financovaných ze státního rozpočtu.²³ Stejně jako v případě tržních mezd bude i dynamika platů v netržních odvětvích rozkolísaná vlivem výše zmíněného statistického efektu, i když v poněkud menší míře.

II.2.3 Ekonomická aktivita

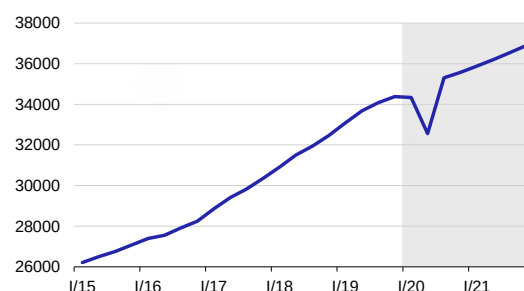
Česká ekonomika se v letošním roce ocitne v hlubokém propadu v důsledku koronavirové pandemie (Graf II.2.12). HDP se letos sníží o 8 %. Významná část ekonomiky byla od konce prvního čtvrtletí „vypnuta“ kvůli vládním karanténním opatřením, odstávkám výroby v některých podnicích a propadu zahraniční poptávky. K výraznému propadu HDP v první polovině letošního roku přispějí všechny výdajové složky s výjimkou spotřeby vlády. Po předpokládaném rozvolnění vládních restrikcí v domácí ekonomice během jara se ve druhé polovině roku začne pokles ekonomické aktivity zmírňovat, a to i vlivem obnovování zahraniční poptávky.

Mezera výstupu se během první poloviny letošního roku otevře do výrazně záporných hodnot, dočasně se sníží i potenciál. Propad ekonomické aktivity v prvním pololetí letošního roku povede k mírnému poklesu potenciálního produktu. V něm se vedle dlouhodobějších dopadů pandemie na některá odvětví (např. mezinárodní turismus) projeví rovněž pokles firemních investic vlivem zhoršeného sentimentu. Současně s tím dojde k otevření mezery výstupu do výrazně záporných hodnot (Graf II.2.13). Od druhé poloviny roku se začne ekonomická aktivita zotavovat. To následně povede k obnovení růstu potenciálu a zároveň k postupnému uzavírání záporné mezery výstupu. Ta se však ani do konce roku 2021 zcela neuzavře.

Hloubka propadu ekonomiky přitom bude souviset s dobou, po kterou budou v platnosti zavedená karanténní opatření. Jak ukazují úrovně grafy v Bloku 1, od poloviny letošního roku se začne ekonomická aktivita opětovně zvyšovat, což bude zpočátku odrážet zejména uvolnění přijatých vládních restriktivních opatření. Ani do konce horizontu prognózy však celková ekonomická aktivita nedosáhne úrovně ze závěru roku 2019. Tomu bude bránit především výpadek fixních soukromých investic, neboť obnovování jejich růstu bude tlumeno dramaticky zhoršeným

Graf II.2.11 Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích

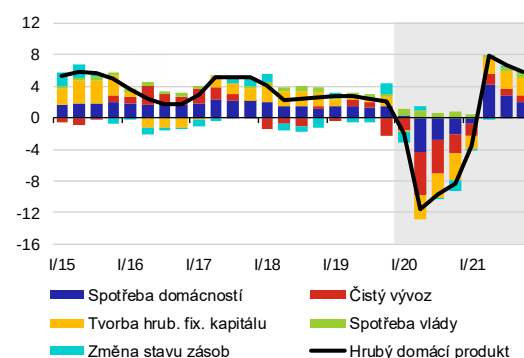
Výše průměrné mzdy bude letos ovlivněna výpadkem mezd v souvislosti s nákazou a statistickými efekty (v Kč, v tržních odvětvích, sezonně očištěno)



Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP

Pozitivní příspěvek k růstu HDP bude letos mít pouze vládní spotřeba, ostatní složky obnoví kladné příspěvky v příštím roce

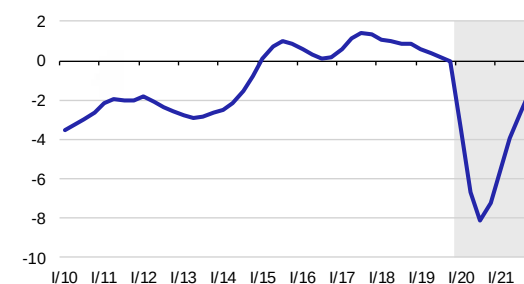
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



Graf II.2.13 Mezera výstupu měřená malým strukturálním modelem

Mezera výstupu zůstane záporná na celém horizontu prognózy

(v % potenciálního produktu)



21 Minimální mzda byla od ledna 2020 navýšena o 1 250 Kč na 14 600 Kč.

22 Statistické zkreslení průměrné mzdy při propouštění zaměstnanců s nižšími příjmy.

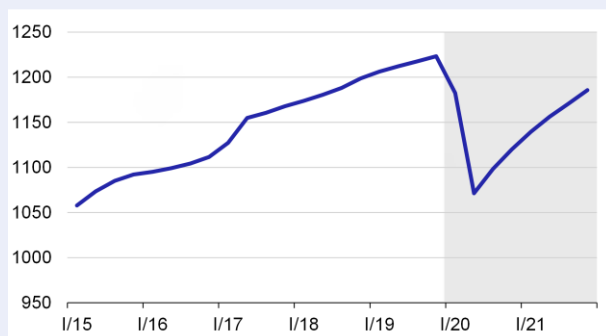
23 V souvislosti s pandemií prognóza také počítá s dočasným navýšením náhrad zaměstnancům pracujícím v „první linii“ (veřejné nemocnice a bezpečnostní sbory).

sentimentem firem. Také spotřeba domácností se bude na konci horizontu nacházet pod předpandemickou úrovní, byť jen těsně. To bude vedle uzavření mnoha provozoven zejména v odvětví služeb dáno též poklesem dynamiky mezd. Vývoz zboží a služeb bude silně postižen propadem zahraniční poptávky a omezením mezinárodního pohybu osob.

Blok 1: Vývoj vybraných veličin v úrovňovém vyjádření

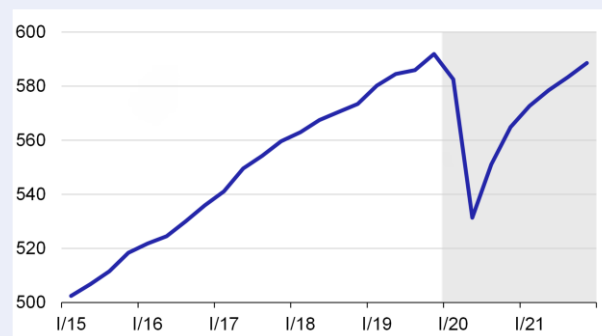
HDP

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



Spotřeba domácností

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



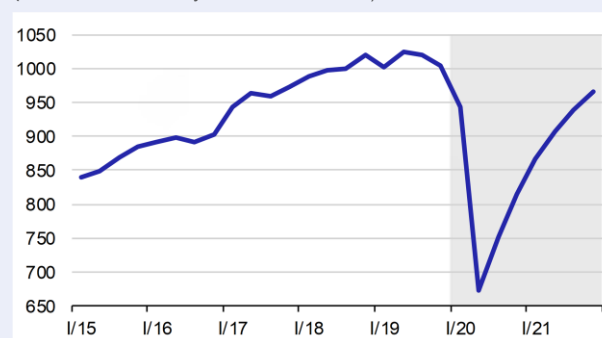
Tvorba hrubého kapitálu

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



Vývoz zboží a služeb

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)

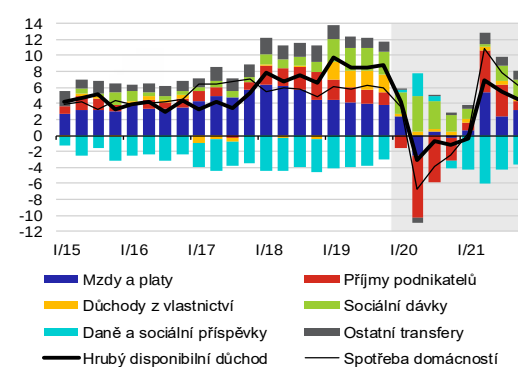


Spotřeba domácností letos zabrzdí v důsledku vládních opatření a následného prudkého zchlazení trhu práce. Příjmová situace domácností se zhorší. Zastaví se donedávna robustní růst nominálního hrubého disponibilního důchodu, v němž se projeví především výpadek příjmů podnikatelů i mezd a platů (Graf II.2.14). Mnoho firem a domácností se již dostalo do problémů s likviditou. Proto v opačném směru budou působit zvýšené sociální dávky. Vedle toho budou výdaje na soukromou spotřebu podpořeny také dalšími (již dříve schválenými i zcela novými) vládními opatřeními.²⁴ Po odeznění vlivu karanténních opatření a s rozjezdem služeb se začne pokles spotřeby domácností zmírňovat. V příštím roce spotřeba poroste v úhrnu tempem přes 4 % (Graf II.2.15). Míra úspor se po letošním dočasném nárůstu odrážejícím opatrnostní chování a prudce zhoršený sentiment domácností vrátí na podobnou úroveň ze začátku roku.

Graf II.2.14 Nominální disponibilní důchod

Disponibilní důchod se vrátí ke kladné dynamice v příštím roce, kdy odezní letošní výpadek mezd a platů i podnikatelských příjmů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

²⁴ K nim patří v minulém roce schválené navýšení rodičovského příspěvku, nadstandardní valorizace starobních důchodů a nově přijaté rozšířené ošetřovné, odklad splátek, odpuštění odvodů OSVČ na sociální a zdravotní pojištění a (zatím nejisté) zpětné uplatnění daňové ztráty.

Spotřeba vlády bude jedinou složkou poptávky, která si zachová i v letošním roce kladný příspěvek k dynamice HDP. Její letošní reálný růst zrychlí v průměru na 4 % (Graf II.2.15). V nominálním vyjádření bude vládní spotřeba ovlivněna hlavně zvýšenými výdaji na zdravotnictví včetně mezd zaměstnanců v tomto odvětví. Růst deflátoru vládní spotřeby nicméně i přesto zvolní. To bude způsobeno výpadkem mezd některých zaměstnanců vládního sektoru pobírajících ošetřovné kvůli zavřeným školám. V roce 2021 reálná vládní spotřeba zpomalí ke 2 %.

Dopady koronavirové pandemie a prudké zhoršení sentimentu firem se nepříznivě projeví v soukromé investiční aktivitě. Propad investic v soukromém sektoru bude letos způsoben domácími karanténními opatřeními a odstávkou výroby v některých podnicích. Ve stejném směru bude působit také hluboký pokles zahraniční poptávky spojený s celosvětovým rozšířením koronavirové pandemie a výrazným zhoršením globálního ekonomického sentimentu. Ten na rozdíl od předchozích dvou faktorů přetrvá delší dobu. Naopak vládní investice zůstanou v mírném růstu, který bude nadále podporován čerpáním prostředků z fondů EU. V příštím roce bude dynamika soukromých investic těžit z obnoveného ekonomického růstu v zahraničí a bude podpořena také předchozím uvolněním domácích měnových podmínek. Příznivě, avšak pouze v omezeném rozsahu, bude působit i zpětné uplatnění daňové ztráty.²⁵ Meziroční propad celkové tvorby hrubého kapitálu letos dosáhne více než 11 % (Graf II.2.16). V roce 2021 již bude dynamika tvorby hrubého kapitálu kladná, a to při dominantním příspěvku soukromých investic.

Vývoz zboží a služeb v letošním roce v návaznosti na zmrazení zahraniční poptávky silně poklesne. Propad vývozu až na úroveň roku 2010 nebude podstatně ovlivněn ani zlepšením cenové konkurenceschopnosti domácích vývozců v důsledku oslabení kurzu koruny. Po předpokládaném odeznění pandemie koronaviru v domácí i zahraniční ekonomice se začne ve druhé polovině letošního roku dynamika vývozu zotavovat (Graf II.2.17). V příštím roce pak dále posílí a obnoví svůj růst v návaznosti na zahraniční poptávku. Výpadek příjmů z cestovního ruchu (v rámci vývozu služeb) však bude dlouhodobější.

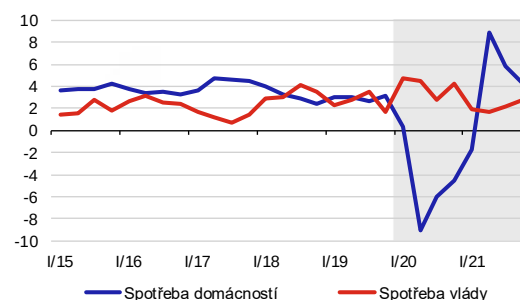
Dynamika dovozu se letos výrazně sníží z důvodu propadu domácí poptávky a vývozu. Očekávaný nepříznivý vývoj vývozu i investic českých podniků povede kvůli jejich vysoké dovozní náročnosti k poklesu dovozu o téměř 20 % (Graf II.2.17). Zahraniční i domácí poptávka v příštím roce obnoví kladný růst, což povede k oživení kladné dynamiky dovozu.

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude letos záporný. Prudce se propadnou obě strany zahraničního obchodu, přičemž pokles vývozu bude ve srovnání s dovozem hlubší. V roce 2021 se jejich dynamiky sblíží a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP tak bude zhruba neutrální.

Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády

Růst vládní spotřeby zůstane kladný, naopak spotřeba domácností se letos prudce sníží

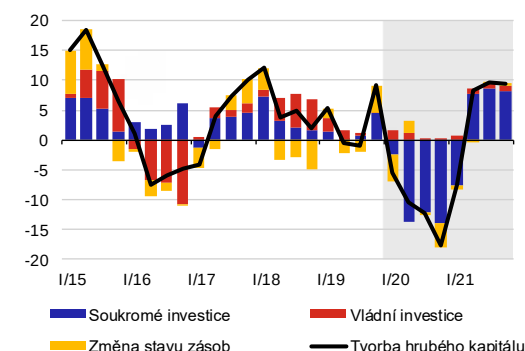
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.16 Rozklad investic

Hluboký propad tvorby hrubého kapitálu odezní v roce 2021 s obnovením kladného příspěvku soukromých investic

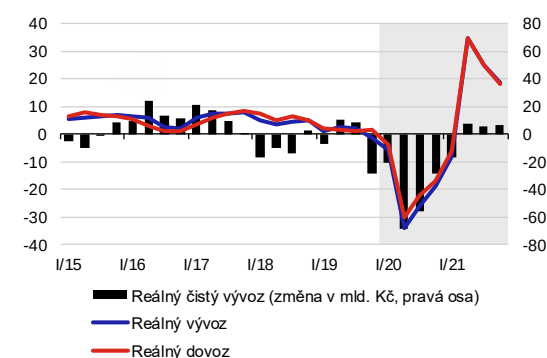
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno)



Graf II.2.17 Reálný vývoz a dovoz

Aktuálně silně záporná tempa růstu vývozu i dovozu se do kladných hodnot posunou až v příštím roce

(meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno)



25 Pokud bude schváleno.

II.2.4 Platební bilance

Deficit běžného účtu se letos oproti roku 2019 mírně zvýší při výrazně nižších obrazech téměř ve všech dílčích položkách. V poměru k HDP dosáhne saldo výše -0,6 % (Graf II.2.18). Propad zahraniční poptávky zasáhne českou exportně orientovanou ekonomiku velmi silně. Vývoz zboží se sníží cca o 25 % a vývoz služeb (zejména v oblasti cestovního ruchu) o více než 30 %. Záporné saldo běžného účtu (Tab. II.2.3) se prohloubí jen mírně, neboť obdobně jako zahraniční poptávka klesne i poptávka domácí a s ní spojený dovoz zboží a služeb. Navíc se dramaticky snížily ceny surovin (zejména ropy a plynu) na světových trzích. Mírná zima navíc snížila potřebu dovozu plynu. K udržení deficitu běžného účtu jen mírně pod loňskou úroveň přispěje i pokles deficitu prvotních důchodů, u nichž se výrazně sníží záporné saldo zisků z přímých investic. Deficit se zmírní i u druhotných důchodů, neboť Evropská komise umožnila snadněji dočerpávat dosud nevyužité prostředky z fondů EU ve stávajícím programovém období.

V roce 2021 se deficit běžného účtu zmírní (na 0,2 % HDP) zejména díky výraznému zlepšení výkonové bilance. Za tím bude stát především oživení růstu zahraniční poptávky. Opačným směrem, ale v podstatně menším rozsahu, bude působit prohloubení deficitu prvotních důchodů spojené především s vysokým podílem nerezidentů v klíčových sektorech ekonomiky a růstem jejich zisků. Jednorázový vliv urychleného dočerpání zdrojů z evropských fondů odezní.

Přebytek kapitálového účtu se letos prudce zvýší a v příštím roce klesne. To bude souviset zejména s již zmíněným urychleným dočerpáním evropských fondů. V letošním roce bude nárůst přebytku kapitálového účtu ovlivněn také poklesem čistých plateb za emisní povolenky (prudký pokles ceny i nižší emise).

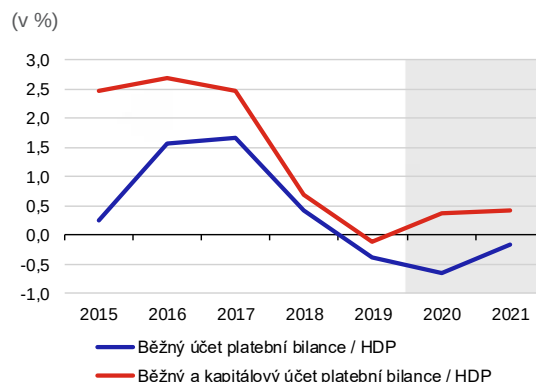
Na finančním účtu (bez operací bankovního sektoru) nastane v roce 2020 rovnováha. Čistý odliv kapitálu v rámci ostatních investic a rezervních aktiv bude zhruba odpovídat čistému přílivu přímých a portfoliových investic. Celkové saldo přímých investic (Graf II.2.19) oproti roku 2019 poklesne jen mírně, sníží se však jejich příliv i odliv, a to jak u toků nového kapitálu, tak u reinvestic. V rámci portfoliových investic (Graf II.2.20) pracuje prognóza s mírným meziročním zvýšením čistého přílivu. Na rozdíl od loňského roku však dominantním faktorem zajišťujícím příliv nebude vysoce kladný úrokový diferenciál, ale rychle rostoucí objem zahraničního financování vlády. Čistý odliv kapitálu u ostatních investic bez operací bankovního sektoru bude spojen zejména s obratem toku investic v rámci podnikatelského sektoru (prudký nárůst pohledávek vůči zahraničí v rámci obchodních úvěrů). Přírůstek rezervních aktiv bude mírně nižší než v roce 2019 (přes výrazný růst salda vůči EU), a to vlivem prudkého poklesu výnosů z devizových rezerv ČNB.

I pro rok 2021 prognóza předpokládá vyrovnané saldo finančního účtu. U přímých investic se očekává zvýšení celkového čistého přílivu a poměrně výrazný růst obrátů. Na straně přílivu i odlivu vzroste především objem akvizic zejména v odvětvích postižených koronavirovou pandemií. Ke zvýšení čistého přílivu kapitálu přispěje i dezinvestice ČEZu, které měly být původně realizovány dříve, ale budou vlivem pandemie odloženy až na

Graf II.2.18

Poměry účtů platební bilance k HDP

Běžný účet se bude v obou prognózovaných letech pohybovat v mírném deficitu v poměru k HDP



Poznámka: Údaje za rok 2019 představují předběžnou skutečnost.

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

Prognóza předpokládá letos mírně hlubší deficit běžného účtu oproti roku 2019

(v mld. Kč)

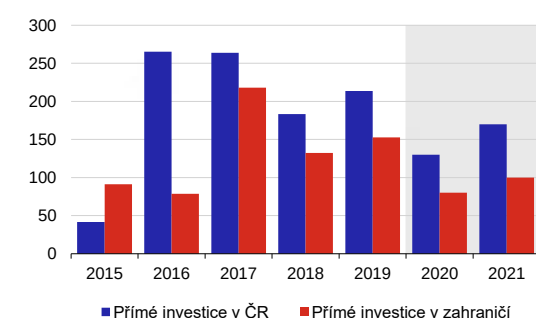
	2019 předb. skut.	2020 progn. progn.	2021 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-21,2	-35,0	-10,0
Zboží	239,8	130,0	170,0
Služby	103,7	65,0	85,0
Prvotní důchody	-324,1	-215,0	-230,0
Druhotné důchody	-40,6	-15,0	-35,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,1	55,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	32,8	0,0	0,0
Přímé investice	-61,0	-50,0	-70,0
Portfoliové investice	-117,6	-140,0	-70,0
Finanční deriváty	1,0	-	-
Ostatní investice	102,1	95,0	60,0
Rezervní aktiva	108,3	95,0	80,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

Graf II.2.19 Struktura přímých investic

Oproti roku 2019 se čistý příliv přímých investic do ČR sníží jen mírně

(v mld. Kč)



Poznámka: Údaje za rok 2019 představují předběžnou skutečnost.

příští rok. V rámci portfoliových investic se naopak příliv kapitálu výrazně zvolní. K tomu by měla přispět především nižší nabídka vládních dluhopisů a v menší míře také předpokládané ukončení odprodeje zahraničních aktiv ze strany rezidentů; pro rezidenty totiž vzroste atraktivita investic do zahraničních akcií vlivem jejich nízkých cen. U ostatních investic (bez operací bankovního sektoru) se výrazně zmírní odliv kapitálu. Hlavní příčinou bude snížení rozsahu obchodních úvěrů poskytovaných českými vývozci zahraničním partnerům vlivem zlepšení hospodářského vývoje a platební morálky v Evropě. Růst rezervních aktiv se dále zmírní (pokles kladného salda operací vůči EU).

Česká ekonomika nebude ani přes počáteční hluboký propad vývozu potřebovat zahraniční financování. Rostoucí zahraniční zadlužování vlády bude dle prognózy zcela eliminováno zvyšováním věřitelské pozice ČNB a ostatních sektorů. Příznivé makroekonomické charakteristiky ČR a její vnější rovnováha by po uklidnění situace na finančních trzích měly činit korunová aktiva atraktivní investicí v rámci Evropy, a to i přes pokles měnověpolitických sazeb ČNB. Vzhledem k vysokému objemu krátkodobého zahraničního kapitálu v ČR může být jeho pohyb významným faktorem kurzového vývoje.

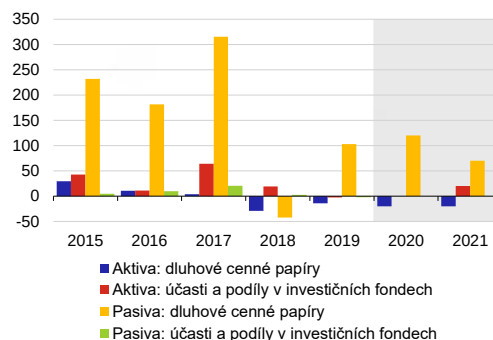
II.2.5 Fiskální vývoj

Hospodaření vládního sektoru se vlivem probíhající pandemie a fiskálních stabilizačních opatření dostane do výrazných deficitů. V letošním roce prognóza očekává deficit ve výši 4,8 % HDP. To bude důsledkem značného výpadku daňových příjmů vlivem dočasněho pozastavení ekonomické aktivity v některých odvětvích a přijatých fiskálních opatření na podporu ekonomiky v této situaci. Po odeznění většiny podpůrných opatření se deficit v příštím roce sníží na 3,4 % HDP (Tab. II.2.4).

Objem fiskálních stabilizačních opatření dosáhne v letošním roce 2 % HDP, v příštím roce 0,4 % HDP. Největší fiskální dopad budou mít v letošním roce program na udržení zaměstnanosti (Antivirus), podpora osob samostatně výdělečně činných (OSVČ)²⁶ a výplata zvýšeného ošetřovného po dobu uzavření škol. Ve spotřebě vlády se projeví nárůst výdajů ve zdravotnictví a na bezpečnostní sbory jdoucí na materiálové zabezpečení i dočasně vyšší náhrady zaměstnancům státu pracujících v „první linii“. V roce 2021 pak budou mít právnícké i fyzické osoby možnost zpětného uplatnění daňové ztráty z letošního roku proti zaplaceným daním za roky 2018 a 2019.²⁷ Nad rámec zmíněných podpůrných opatření se v letošním roce projevuje již dříve schválené nadstandardní zvyšování penzí²⁸, navýšení

Graf II.2.20 Struktura portfoliových investic

Čistý příliv portfoliových investic v roce 2020 potáhnou zahraniční investice do rychle rostoucího vládního dluhu (v mld. Kč)



Poznámka: Údaje za rok 2019 představují očekávanou skutečnost.

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

Na horizontu prognózy bude hospodaření sektoru vládních institucí hluboce deficitní (v % nominálního HDP, pokud není uvedeno jinak)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.
Příjmy vládního sektoru	42,1	43,3	43,3
Výdaje vládního sektoru	41,9	48,1	46,7
z toho: úrokové platby	0,7	0,8	0,8
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU (mld. Kč)	15,4	-258,9	-198,4
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,3	-4,8	-3,4
z toho:			
primární saldo ^{a)}	1,0	-4,0	-2,7
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,2	0,2	0,2
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	0,0	-5,0	-3,6
Cyklická složka (dezagreg. metoda) ^{d)}	1,4	-1,0	-0,6
Strukturální saldo (dezagreg. metoda) ^{d)}	-1,3	-4,0	-3,0
Fiskální pozice v p. b. (dezagreg. metoda) ^{e)}	-0,8	-2,7	1,0
Cyklická složka (agreg. metoda) ^{d)}	0,3	-1,5	-0,6
Strukturální saldo (agreg. metoda) ^{d)}	-0,3	-3,5	-3,0
Fiskální pozice v p. b. (agreg. metoda) ^{e)}	-0,7	-3,2	0,5
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU (mld. Kč)	1738,7	2031,8	2236,8
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	30,8	37,6	38,6

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z primárního prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, realizované záruky a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) Odhad ČNB; dezagregovaná metoda je postavena na vývoji jednotlivých daňovýchází v rámci ekonomického cyklu, agregovaná metoda definuje pozici cyklu pouze na základě mezery výstupu.

e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

²⁶ Jedná se o půlroční odpuštění sociálních a zdravotních odvodů u OSVČ do výše jejich minimální úrovně a vyplacení mimořádných bonusů (program „pětadvacítky“).

²⁷ Schválení tohoto opatření je nejisté. Přestože bylo ohlášeno Ministerstvem financí ČR v tzv. Liberačním balíčku II, tak návrh novely zákona doposud nebyl předložen na jednání vlády.

²⁸ Od ledna 2020 došlo ke zvýšení důchodů, u průměrného starobního důchodu celkové zvýšení činí 900 Kč (zvýšení výdajů na penze přibližně o 0,1 % HDP).

rodičovského příspěvku²⁹ a zvyšování platů učitelů ve školství. Příjmy vládního sektoru jsou od letošního roku ovlivněny zvýšením sazby spotřební daně na cigarety a líh, omezením osvobození výher z hazardních her od daně z příjmu, zvýšením sazeb daně z loterií a hazardu³⁰, změnou metody tvorby a daňové uznatelnosti technických rezerv pojišťoven a (oproti původnímu harmonogramu o tři měsíce odloženým) spuštěním třetí a čtvrté vlny EET od 1. 8. 2020³¹. Od ledna 2021 se pak očekává další zvýšení spotřební daně na cigarety.

Stabilizační fiskální politika je letos realizována prostřednictvím výrazné podpory spotřeby domácností (Tab. II.2.5). V letošním roce je přitom kladný fiskální impulz do velké míry důsledkem mimořádných opatření na podporu ekonomiky v souvislosti s nákazou.³² V roce 2021 prognóza očekává záporný fiskální impulz s ohledem na dočasnou platnost většiny podpůrných opatření. V příštím roce se podpůrně projeví pouze zpětné uplatňování daňové ztráty, které bude záporný příspěvek fiskální politiky k ekonomickému růstu tlumit.

Vládní sektor bude hluboce deficitní i ve strukturálním vyjádření a výrazně vzroste vládní dluh. Strukturální schodek vládního sektoru v letošním roce znatelně přesáhne střednědobý rozpočtový cíl, kterým je od roku 2020 strukturální schodek ve výši 0,75 % HDP. S ohledem na probíhající pandemii koronaviru bude však tato situace posuzována jako opodstatněná. Pro příští rok pak byla schválena změna zákona o rozpočtové odpovědnosti, která připouští strukturální deficit až ve výši 4 % HDP. Následně by měla být zahájena konsolidace veřejných financí v souladu s ustanovením nařízení Rady Evropského společenství.³³ Vládní dluh vzroste do konce roku 2021 na 38,6 % HDP, a to vlivem výrazných primárních schodků, rostoucích nákladů na dluhovou službu³⁴ a v letošním roce v podstatné míře také kvůli propadu úrovně nominálního HDP.

Tab. II.2.5 Fiskální impulz

Fiskální impulz bude v letošním roce výrazně kladný a v příštím roce – v důsledku odeznění většiny letošních stabilizačních opatření – pak téměř ve stejné míře záporný

(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	0,5	1,1	-0,8
z toho dopad skrze:			
spotřebu domácností	0,4	1,2	-1,0
soukromé investice	0,0	0,0	0,1
vládní investice domáci	0,1	-0,1	0,0
vládní investice z fondů EU	0,0	0,0	0,1

²⁹ Celková částka rodičovského příspěvku byla s účinností od 1. 1. 2020 navýšena z 220 000 Kč na 300 000 Kč, což znamená navýšení výdajů na sociální dávky zhruba o 0,1 % HDP.

³⁰ Tyto daňové změny jsou součástí tzv. sazbového balíčku. Z hlediska rozpočtového dopadu je nejvýznamnější změnou zvýšení spotřební daně na cigarety (0,13 % HDP).

³¹ Třetí a čtvrtá vlna EET by měly přispět k navýšení daňových příjmů v rozsahu přibližně 0,1 % HDP. Tento dopad však bude do značné míry kompenzován přeřazením vybraného zboží a některých služeb do snížené sazby DPH od května 2020.

³² Fiskální impulz nepokrývá záruky ČMZRB na zvýhodněné úvěry firmám (programy COVID), protože bezprostředně neovlivňují vládní deficit ani dluh. Případná budoucí realizace poskytnutých záruk je rizikem horšího vývoje veřejných rozpočtů.

³³ Podle nařízení Rady Evropského společenství č. 1466 z roku 1997 budou veřejné finance konsolidovány alespoň o půl procentního bodu HDP meziročně, než bude opětovně naplněn střednědobý rozpočtový cíl.

³⁴ Náklady na dluhovou službu budou růst vlivem očekávaného výrazného zvýšení vládního dluhu. Efektivní úroková sazba přitom bude mírně klesat, protože nový dluh bude financován emisí státních dluhopisů s nižšími výnosy, než je průměrný výnos existujícího dluhu.

II.3 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy v současné mimořádné situaci jako bezprecedentně vysoká. Rizika souvisejí s průběhem pandemie a zejména s délkou a velikostí dopadů karanténních opatření na světovou i tuzemskou ekonomiku. Tato rizika vyžadují ještě výraznější uvolnění měnových podmínek oproti základnímu scénáři prognózy.

II.3.1 Rizika vnímaná ČNB

Rizika prognózy jsou mimořádně výrazná. Jejich kvantifikace je spojena s velkou nejistotou. Rizika jsou popsána dvěma scénáři. Podle prvního z nich bude v současnosti probíhající pandemie, případně její ekonomické dopady trvat déle, než očekává prognóza. Druhý scénář pak předpokládá, že na podzim se pandemie vrátí ve druhé vlně.

Scénář déletrvající pandemie předpokládá pomalejší odeznívání pandemie a její déletrvající negativní dopady v zahraničí.

V Německu a na Slovensku budou ve scénáři prodloužena vládní omezení o dva až tři týdny. Scénář proto předpokládá pozvolnější návrat ekonomické aktivity v efektivní eurozóně k růstu (Tab. II.3.1) s tím, že déletrvající pandemie dále oproti základnímu scénáři zhorší vedle sentimentu firem také důvěru spotřebitelů. V návaznosti na horší výhled ekonomického růstu a poptávky se cena ropy pohybuje na nižší úrovni než v prognóze, což se projeví v hlubším propadu energetické složky PPI. Rovněž oživování jádrové složky PPI bude vlivem utlumenějších poptávkových tlaků ve srovnání se základním scénářem pozvolnější. Podobný průběh lze očekávat u spotřebitelských cen v eurozóně, které vlivem hlubšího a déletrvajícího poklesu poptávky a cen energií porostou v letošním i příštím roce pomaleji. Na zhoršený výhled růstu ekonomiky eurozóny bude ECB nad rámec oznámených opatření reagovat rozšířením, resp. prodloužením svých nákupů aktiv v rámci programu PEPP, zejména v oblastech s přímým dopadem do firemního sektoru (krátkodobé cenné papíry firem). Nákupy se tak prodlužují v objemech letošního druhého čtvrtletí až do konce roku, což je v úhrnu ročních nákupů znatelně více než v základním scénáři. V průběhu roku 2021 budou nákupy aktiv postupně snižovány, avšak efekt uvolnění měnové politiky ECB bude přetrvávat až do konce roku 2022. Tato reakce ECB se projeví ve stínové úrokové sazbě 3M EURIBOR, která bude na celém horizontu prognózy nižší ve srovnání se základním scénářem.

Také domácí epidemiologická opatření ve scénáři déletrvající pandemie odeznívají pozvolněji. Podle jeho předpokladů se epidemiologická situace začne zlepšovat o něco později. To neumožní uvolnit zavedená vládní karanténní omezení podle původního plánu zveřejněného v polovině dubna. Jejich časový harmonogram (viz Box 2 v kapitole II.2) bude oproti základnímu scénáři zhruba o měsíc posunut. S výjimkou opatření spojených s turismem by mělo dojít k jejich úplnému uvolnění koncem prázdnin. Déletrvající opatření povedou k výraznějšímu poklesu ekonomické aktivity (Tab. II.3.2) a výraznějšímu zhoršení situace na trhu práce ve srovnání se základním scénářem prognózy. K tomu se připojí i déletrvající zhoršení sentimentu domácností i firem.

Tab. II.3.1 Srovnání scénářů podle vybraných zahraničních veličin

Nepříznivější průběh pandemie a zejména pak její druhá vlna povedou oproti základnímu scénáři k hlubšímu propadu HDP v eurozóně

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.
PPI v efektivní eurozóně			
Základní scénář	1,2	-4,1	0,9
Scénář déletrvající pandemie	1,2	-4,9	0,6
Scénář s druhou vlnou pandemie	1,2	-5,7	0,0
HDP v efektivní eurozóně			
Základní scénář	1,2	-6,9	4,4
Scénář déletrvající pandemie	1,2	-8,7	3,4
Scénář s druhou vlnou pandemie	1,2	-11,4	-1,8
Cena ropy Brent (USD/barel)			
Základní scénář	64,2	40,1	40,7
Scénář déletrvající pandemie	64,2	35,8	38,7
Scénář s druhou vlnou pandemie	64,2	34,6	35,7
Stínová sazba 3M EURIBOR (v %)			
Základní scénář	-0,5	-1,9	-2,0
Scénář déletrvající pandemie	-0,5	-1,9	-2,3
Scénář s druhou vlnou pandemie	-0,5	-2,4	-3,7

Déletrvající pandemie se promítne do hlubšího ekonomického poklesu v letošním roce.

Ve výraznějším propadu ekonomické aktivity, především pak ve druhém a třetím čtvrtletí 2020, se promítnou přímé dopady delší dobu trvajících vládních karanténních opatření. Ta povedou k většímu poklesu spotřeby domácností oproti základnímu scénáři. Predikce růstu HDP se současně na celém prognostickém horizontu snižuje z důvodu výrazněji zhoršeného sentimentu domácností a firem oproti prognóze, což se odrazí zejména v pomaleji oživujícím růstu soukromých investic. Rovněž růst mezd bude vlivem výraznějšího ochlazení na trhu práce v letošním i příštím roce pozvolnější. Propad daňových příjmů se zvětší a současně více porostou vládní výdaje na podpůrná opatření. Hospodaření vládního sektoru tak zaznamená hlubší schodek, než plyne ze základního scénáře prognózy, a současně rychlejší růst vládního dluhu. V návaznosti na nižší mzdovou dynamiku, resp. slabší domácí cenové tlaky se inflace bude nacházet níže, a to i přes slabší kurz koruny. Ten bude zároveň působit ve směru zlepšování cenové konkurenceschopnosti českých vývozců a bude tak dopady nižší zahraniční poptávky do domácí ekonomiky alespoň částečně tlumit. Scénář déletrvající pandemie vyžaduje oproti základnímu scénáři výraznější uvolnění měnových podmínek v úrokové složce. To přispěje k tomu, že se inflace na horizontu měnové politiky zdola vrátí do blízkosti 2% cíle.

Druhý scénář předpokládá pozvolnější opadnutí první a zejména pak nástup další vlny pandemie na konci roku 2020. Prognóza vnějšího prostředí v tomto scénáři zahrnuje nejprve prodloužení vládních opatření během jarních měsíců v celé efektivní eurozóně. Scénář pak navíc předpokládá, že Evropu zasáhne druhá vlna pandemie koncem letošního roku. Vládní karanténní opatření budou opět zavedena, a to v rozsahu zhruba dvou měsíců, ale v podstatně menším měřítku než během první vlny. Déletrvající období nejistoty a opakovaný výskyt nákazy se však začne postupně projevovat ve strukturální změně globálního ekonomického prostředí. Poklesne mobilita obchodu, utlumí se pohyb osob a kapitálu, vlivem malé propustnosti hranic se omezí propojenost jednotlivých zemí. To bude mít vliv na snížení potenciálního růstu. Tento deglobalizační vývoj bude působit směrem k pomalejšímu růstu ekonomické aktivity a naopak rychlejšímu růstu cen. Negativní dopady budou odeznívat jen velmi pozvolna v důsledku výraznějšího nárůstu nejistoty a trvaleji zhoršeného sentimentu domácností a firem. Navzdory hlubšímu propadu ekonomické aktivity má jádrová složka PPI pro letošní rok přibližně stejnou trajektorii jako předchozí dva scénáře. Propad HDP ve scénáři s druhou vlnou pandemie (Tab. II.3.1) je totiž natolik výrazný, že dojde k nevratnému rozpadu některých dodavatelských vztahů, který se projeví tlakem na růst cen vybraných produktů. Cena ropy bude na hlubší pokles ekonomické aktivity reagovat výraznějším poklesem. Jejím zotavení bude při vysokých zásobách ropy bránit dvojitý propad HDP. Tím bude výrazněji ovlivněna energetická složka PPI. ECB v tomto scénáři přistupuje k neomezeným nákupům aktiv, ale depozitní sazba zůstává beze změny. Stínová úroková sazba 3M EURIBOR tak klesá hluboko do záporu a efekt ještě více uvolněné měnové politiky ECB přetrvá až do konce roku 2023.

Tab. II.3.2 Srovnání scénářů podle vybraných domácích veličin

V reakci na hluboký pokles ekonomické aktivity centrální banka uvolňuje měnové podmínky, aby tlumila pokles inflace pod 2% cíl

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.
Celková inflace			
Základní scénář	2,8	2,8	2,1
Scénář déletrvající pandemie	2,8	2,6	1,8
Scénář s druhou vlnou pandemie	2,8	2,5	1,7
HDP			
Základní scénář	2,5	-8,0	4,0
Scénář déletrvající pandemie	2,5	-10,1	3,2
Scénář s druhou vlnou pandemie	2,5	-13,5	-1,5
Průměrná mzda v tržních odvětvích			
Základní scénář	6,6	1,9	5,6
Scénář déletrvající pandemie	6,6	0,2	5,7
Scénář s druhou vlnou pandemie	6,6	-2,2	4,1
Měnový kurz (CZK/EUR)			
Základní scénář	25,7	26,9	27,5
Scénář déletrvající pandemie	25,7	27,5	28,6
Scénář s druhou vlnou pandemie	25,7	28,5	31,6
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)			
Základní scénář	2,1	0,9	0,6
Scénář déletrvající pandemie	2,1	0,6	0,0
Scénář s druhou vlnou pandemie	2,1	0,0	-1,7
Saldo vládního sektoru (v % HDP)			
Základní scénář	0,3	-4,8	-3,4
Scénář déletrvající pandemie	0,3	-6,1	-4,3
Scénář s druhou vlnou pandemie	0,3	-8,3	-5,3
Dluh vládního sektoru (v % HDP)			
Základní scénář	30,8	37,6	38,6
Scénář déletrvající pandemie	30,8	39,7	41,6
Scénář s druhou vlnou pandemie	30,8	43,0	47,3
Běžný účet plat. bilance (v % HDP)			
Základní scénář	-0,4	-0,6	-0,2
Scénář déletrvající pandemie	-0,4	-0,9	-0,4
Scénář s druhou vlnou pandemie	-0,4	-1,3	-0,9

Scénář druhé vlny pandemie pracuje s předpokladem obnovení vládních karanténních opatření v ČR od října do Vánoc.

Předpoklady tohoto scénáře ohledně první vlny pandemie jsou shodné se scénářem déletrvající pandemie a dochází tedy i zde během jarních měsíců k poněkud pozvolnějšímu uvolňování vládních omezení oproti základnímu scénáři. Navíc na podzim udeří druhá vlna pandemie a vláda v reakci na ni opětovně zmrazí některé části domácí ekonomiky. Tato vlna uzavírek a restrikcí bude ve srovnání s jarní vlnou pandemie menší co do rozsahu i délky trvání z důvodu vyšší připravenosti všech subjektů a jejich efektivnější reakci. Přijatá opatření tak budou uvolňována v průběhu prosince 2020. Druhá vlna pandemie spolu s horším výhledem v zahraničí vede k ještě více nepříznivému dopadu na celou domácí ekonomiku včetně trhu práce ve srovnání s předchozími scénáři. Fiskální politika znovu zavede podpůrná výdajová opatření, avšak kvůli hrozbě vysokých schodků a rychle rostoucímu zadlužení v menší míře ve srovnání s první vlnou nákazy.

Druhá vlna pandemie a počínající deglobalizace povedou k ještě hlubšímu a déletrvajícímu propadu domácí ekonomiky (Tab. II.3.2).

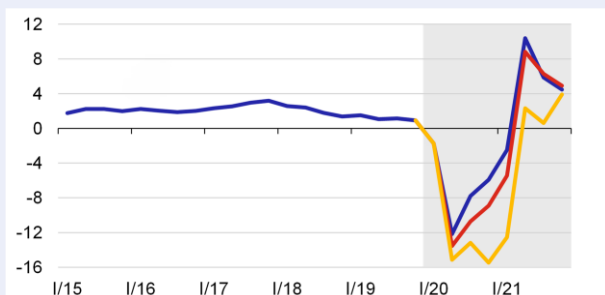
Opakovaný úder koronaviru se projeví již na konci letošního roku, ještě zřetelněji pak v roce 2021. Mnohé ekonomicky vyčerpané podniky ukončí činnost, což povede k dramatickému ochlazení na trhu práce, zhoršení příjmové situace domácností i výrazně negativnímu sentimentu. Dynamika mezd tak bude oproti scénáři déletrvající pandemie ještě znatelně nižší, přičemž průměrná mzda v tržních odvětvích úhrnem za celý letošní rok dokonce absolutně poklesne. To vše přispěje ke zřetelně nižší dynamice spotřeby domácností v letošním i příštím roce oproti předchozím scénářům. Spotřeba vlády v letošním roce vzroste se zvýšenými výdaji na zdravotnictví, avšak v příštím roce bude stagnovat. Úsporná fiskální opatření budou vyplývat z nutnosti konsolidovat veřejné finance a brzdit nárůst vládního zadlužení. Ze stejného důvodu se v příštím roce propadnou vládní investice financované z domácích zdrojů. Investiční aktivita firem se po hlubokém propadu v první polovině letošního roku a v podmínkách trvalé a výrazněji zhoršeného sentimentu letos již neožije. Její jen velmi pomalé obnovování v průběhu příštího roku bude odrážet zpřetrhání globálních výrobních řetězců na straně jedné a přesouvání výroby z jiných kontinentů zpět do Evropy na straně druhé. Nižší růst domácích nákladů v prostředí neexistujících poptávkových tlaků se promítne ve výhledu inflace, která se na začátku příštího roku dočasně sníží pod dolní hranici tolerančního pásma cíle. Citelně slabší kurz a trajektorie tržních úrokových sazeb hypoteticky hluboko v záporných hodnotách podpoří postupné obnovování ekonomické aktivity a přispěje k návratu inflace k 2% cíli na konci příštího roku. Scénář druhé vlny pandemie by si tak nejspíše vyžádal výrazné uvolnění měnové politiky s použitím blíže nespecifikovaného nekonvenčního nástroje. Grafické znázornění všech tří scénářů pro hlavní zahraniční a domácí makroekonomické ukazatele je uvedeno v [Blocích 2 a 3](#) níže.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy v současné mimořádné situaci jako bezprecedentně vysoká. Rizika souvisejí s průběhem pandemie a zejména s délkou a velikostí dopadů karanténních opatření na světovou i tuzemskou ekonomiku. Tato rizika vyžadují ještě výraznější uvolnění měnových podmínek oproti základnímu scénáři prognózy.

Blok 2: Srovnání scénářů – hlavní zahraniční makroekonomické ukazatele

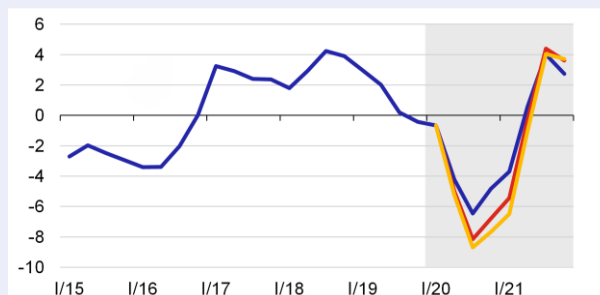
HDP v efektivní eurozóně

(meziroční změny v %)



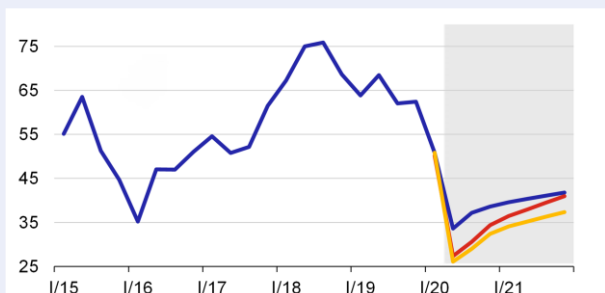
PPI v efektivní eurozóně

(meziroční změny v %)



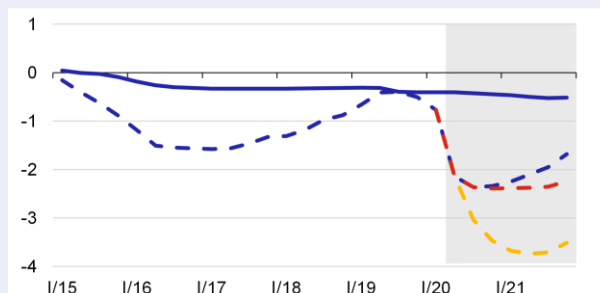
Cena ropy Brent

(USD/barel)



Úroková sazba 3M EURIBOR

(v %)

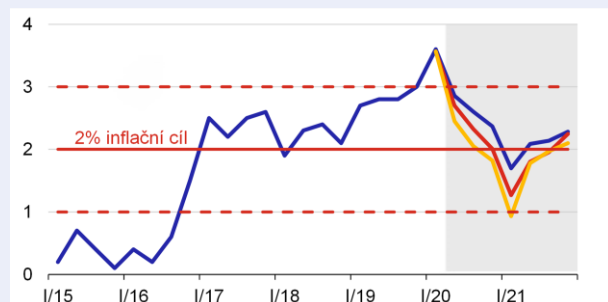


— Základní scénář — Scénář déletrvající pandemie
 — Scénář s druhou vlnou pandemie — Stínové sazby

Blok 3: Srovnání scénářů – hlavní domácí makroekonomické ukazatele

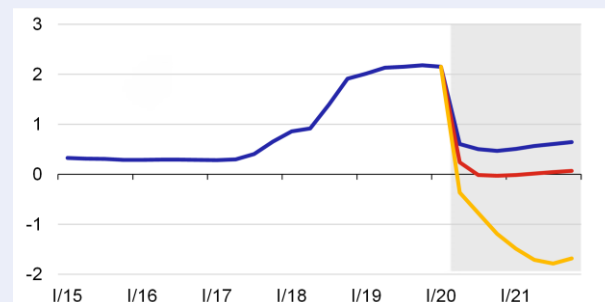
Celková inflace

(v %)



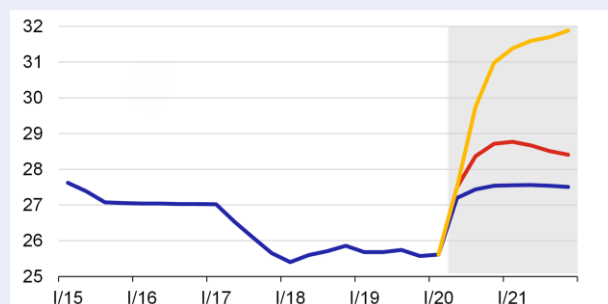
3M PRIBOR

(v %)



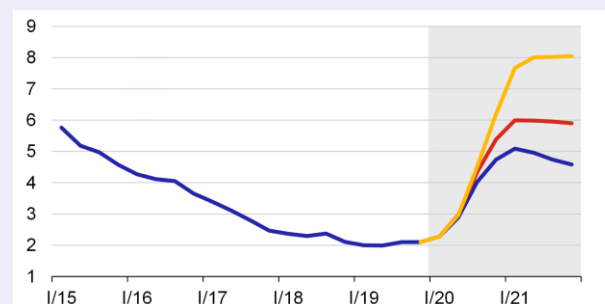
Měnový kurz CZK/EUR

(CZK/EUR)



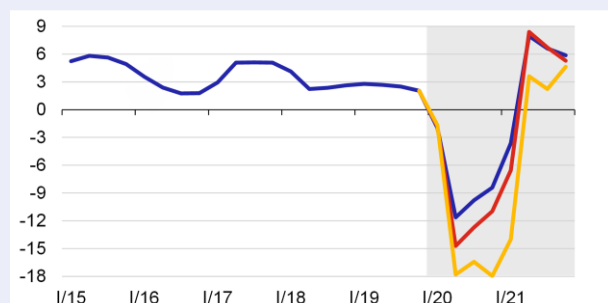
Obecná míra nezaměstnanosti

(v %)



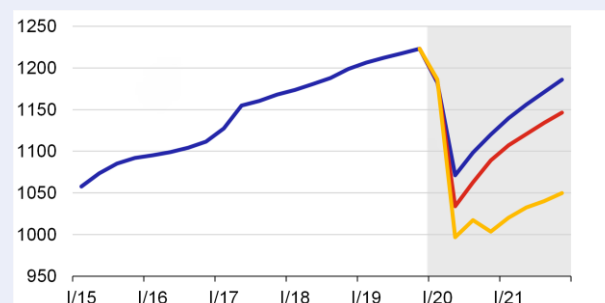
HDP

(meziroční změny v %)



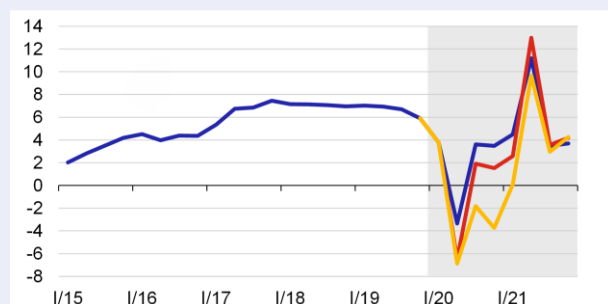
HDP

(v mld. Kč)



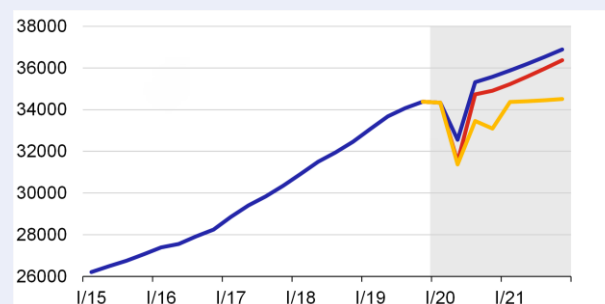
Průměrné nominální mzdy v tržních odvětvích

(meziroční změny v %)



Průměrné nominální mzdy v tržních odvětvích

(v Kč)



— Základní scénář — Scénář déletrvající pandemie — Scénář s druhou vlnou pandemie

II.3.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání v ekonomice jsou nadále ukotvena 2% cílem ČNB. Inflace prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu leží inflační očekávání přesně na cíli (Tab. II.3.3). Inflace by podle analytiků měla v nejbližších měsících rychle zpomalovat. K tomu přispěje hluboký propad ekonomické aktivity, což se následně přelije do zhoršení situace na trhu práce, růstu nezaměstnanosti, zvolnění růstu nominálních mezd a utlumené spotřeby domácností. Zároveň se nedávný kolaps cen ropy odrazí zejména v poklesu cen pohonných hmot. Tyto efekty však bude tlumit v současnosti oslabený kurz koruny.

Analytici odhadují, že česká ekonomika letos klesne o 6 až 7 % (Tab. II.3.3). Převládá mezi nimi názor, že po odeznění pandemie se ekonomika v příštím roce vrátí k růstu, ovšem z podstatně snížené výchozí základny. Propad ekonomické aktivity se projeví i na trhu práce. Míra nezaměstnanosti se zvýší, čímž se uvolní dosud značně napjaté podmínky na domácím trhu práce, a současně se sníží vyjednávací síla zaměstnanců při předkládání požadavků na mzdový růst.

V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení kurzu koruny a snížení úrokových sazeb. Aktuální oslabení koruny je sice považováno pouze za přechodné, avšak rizika jsou podle nich vychýlena směrem k déletrvajícím oslabeným úrovním.³⁵ Vnímání nejistoty se promítá v širokém rozpětí mezi maximální a minimální očekávanou hodnotou měnového kurzu v ročním horizontu.³⁶ Téměř všichni analytici oslovení v dubnovém šetření IOFT očekávali, že bankovní rada ČNB na květnovém zasedání sníží základní úrokové sazby, a to v rozsahu 0,25 až 0,75 procentního bodu. Pouze dva předpokládali jejich ponechání beze změny. V ročním horizontu průměrný odhad 2T repo sazby činil 0,4 %.

Ve srovnání s prognózou ČNB tak analytici předpovídají nižší inflaci a mírnější propad HDP při silnějším kurzu. Analytici předpovídají v průměru opětovné posílení měnového kurzu, zatímco prognóza ČNB předpokládá jeho setrvání v blízkosti oslabených hodnot z konce dubna 2020. Výhled úrokových sazeb se u analytiků s prognózou centrální banky v horizontu jednoho roku téměř shoduje (Tab. II.3.3). Mzdová očekávání analytiků leží letos výše, v příštím roce naopak níže než predikce ČNB.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich pokles v ročním horizontu. S prognózou je – po razantním březnovém snížení domácích tržních úrokových sazeb – konzistentní jejich další pokles ve druhém čtvrtletí 2020 následovaný jejich přibližnou stabilitou. Od poloviny letošního roku se tak tržní výhled nachází mírně pod sazbami z prognózy ČNB (Graf II.3.1).

Tab. II.3.3 Očekávané ukazatele dle IOFT, CF a podniků

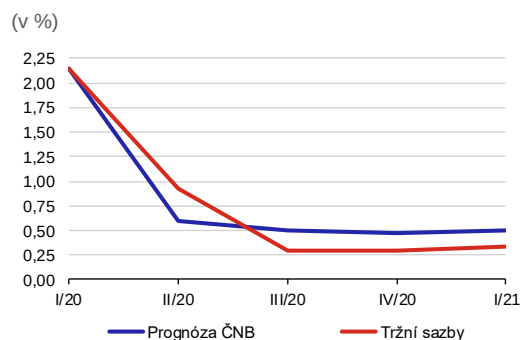
Inflační očekávání analytiků jsou v ročním horizontu mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu se nacházejí na cíli; ekonomika se podle analytiků letos skokově propadne, kurz v ročním horizontu posílí (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,3	2,2	2,2	1,9	1,6
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0
Reálný HDP v roce 2020	2,1	2,2	2,1	0,7	-7,2
Reálný HDP v roce 2021		2,3	2,3	2,2	5,8
Nominální mzdy v roce 2020	5,7	5,9	5,8	5,2	3,8
Nominální mzdy v roce 2021		4,9	4,9	4,1	3,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,4	25,1	24,9	25,5	26,0
2T repo (v %)	2,0	2,1	2,2	1,4	0,4
1R PRIBOR (v %)	2,3	2,3	2,3	1,7	0,8
Podniky:					
Index spotřebitelských cen				2,2	
Index spotř. cen v horizontu 3R				2,7	
CF:					
Reálný HDP v roce 2020	2,1	2,2	2,1	1,2	-6,1
Reálný HDP v roce 2021		2,4	2,4	2,5	5,3
Nominální mzdy v roce 2020	5,9	5,8	5,9	5,6	4,1
Nominální mzdy v roce 2021		4,8	4,8	4,5	3,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,2	25,4	25,3	25,2	25,7
3M PRIBOR (v %)	2,2	2,2	2,2	1,9	0,7

Graf II.3.1

Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je klesající, od poloviny letošního roku se nachází mírně pod sazbami z prognózy ČNB



Poznámka: Tržní sazby představují pro I/20 a II/20 3M PRIBOR, pro III/20 až I/21 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 30. dubnu 2020.

35 Koruna by nemusela posilovat, pokud by – vedle nepříznivého globálního ekonomického vývoje a vyšší averze k riziku na finančních trzích – například došlo k prodloužení odstávek výroby v automobilovém průmyslu, na který se česká ekonomika do velké míry specializuje.

36 V dubnovém šetření IOFT dosáhlo rozpětí kurzu v ročním horizontu 25,1–26,8 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,7–27,0 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ A PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

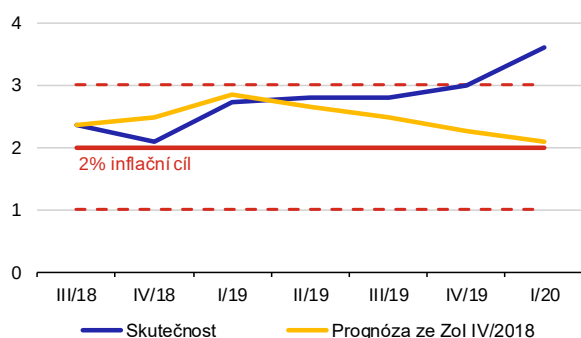
Inflace se v prvních měsících letošního roku pohybovala znatelně nad horní hranicí tolerančního pásma cíle, přičemž v průměru za první čtvrtletí dosáhla 3,6 %. K pokračování vysoké cenové dynamiky v prvním čtvrtletí přispívala stále nejvýznamněji jádrová inflace, ale také rychle rostoucí ceny potravin. Předchozí velmi svižný růst regulovaných cen naopak postupně zvolňoval a ceny pohonných hmot přešly do poklesu. Propad cen ropy se výrazně promítl jak do cen dovozců, tak průmyslových výrobců. Naopak ceny stavebních prací i ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru v prvním čtvrtletí dále svižně rostly. Vliv koronavirové pandemie na dynamiku cen se v pozorovaných datech projevil zatím jen velmi omezeně, výraznější dopady lze očekávat až v následujících měsících.

Ve srovnání s prognózou z podzimu 2018, která je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace nacházela výrazně výše, k čemuž přispěl zejména nečekaně rychlý růst cen potravin spolu s vyšší jádrovou inflací. Rychleji, než bylo očekáváno, však rostly i ostatní složky inflace. Od předpokladů prognózy se značně odchyloval vývoj všech zahraničních faktorů. Zahraniční vývoj v souhrnu působil ve směru pozvolnějšího posilování kurzu koruny a nižších domácích úrokových sazeb, a to při lehce záporném dopadu do cenového vývoje. Pozorovaný růst domácího reálného HDP se oproti hodnocené prognóze nacházel na slabších hodnotách. Měnový kurz přetrvával ve srovnání s prognózou na významně slabší hladině v důsledku negativního globálního sentimentu a snižujícího se výhledu zahraničního ekonomického a cenového růstu, což zohlednila domácí měnová politika o něco výraznějším zvyšováním úrokových sazeb ve srovnání s predikcí. Zpětně lze měnovou politiku ČNB v minulém období označit z pohledu plnění inflačního cíle jako málo přísnou. I tak lze konstatovat, že měnová politika má z minulosti vytvořený prostor pro uvolňování úrokových sazeb v situaci koronavirové pandemie. Ten z části využila již v březnu na mimořádném i řádném zasedání bankovní rady, kde byly měnověpolitické sazby sníženy v souhrnu o 1,25 procentního bodu.

Graf III.1.1 Srovnání prognózy celkové inflace ze Zol IV/2018 se skutečností

Odchylka pozorované inflace od predikce z podzimu 2018 postupem času významně narůstala, přičemž v prvním čtvrtletí 2020 dosáhla 1,5 procentního bodu

(meziročně v %)



Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace ze Zol IV/2018

Ke kladné odchylce skutečnosti od prognózy přispěly všechny složky inflace, nejvíce však nečekaně výrazný růst cen potravin a vyšší jádrová inflace

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol IV/2018	Skutečnost 1. čtvrtletí 2020	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	3,6	1,5
z toho:			
regulované ceny	1,8	4,2	0,3
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,0	0,1	0,1
jádrová inflace ^{b)}	2,2	2,9	0,4
ceny potravin ^{b)}	2,4	4,8	0,6
ceny pohonných hmot ^{b)}	-2,0	1,3	0,1

a) Jedná se o dopad do celkové inflace vyjma regulovaných cen.

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí ze Zoi IV/2018

Vývoj vnějších faktorů zaostával za předpoklady prognózy, a to v souvislosti se slabšími poptávkovými tlaky a výrazně nižším tempem HDP v efektivní eurozóně

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak;

p – prognóza, s – skutečnost)

		IV/18	I/19	II/19	III/19	IV/19	I/20
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
	s	1,4	1,5	1,0	1,1	0,9	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	4,0	3,5	3,0	2,1	1,7	1,6
	s	3,9	3,0	2,0	0,2	-0,4	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,16	1,17	1,18	1,19	1,20	1,21
	s	1,14	1,14	1,12	1,11	1,11	1,10
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	83,6	82,8	81,9	80,9	79,9	78,8
	s	68,6	63,8	68,5	62,0	62,4	50,2

a) ve stálých cenách

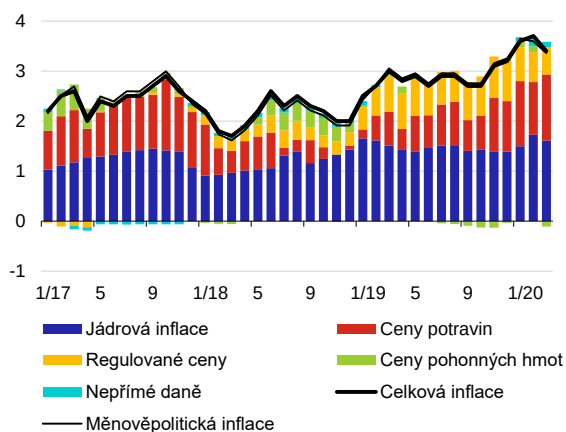
b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zoi IV/2018

Graf III.1.2 Struktura inflace

Inflace se v prvním čtvrtletí 2020 vlivem její jádrové složky a růstu cen potravin pohybovala ztelně nad 3 %

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin ze Zoi IV/2018

Pozorovaný růst domácího reálného HDP se oproti prognóze nacházel na slabších hodnotách; měnové podmínky byly více uvolněné v kurzové složce a naopak přísnější v úrokové složce

(p – prognóza, s – skutečnost)

		IV/18	I/19	II/19	III/19	IV/19	I/20
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	2,5	2,8	2,6	2,5	2,2	2,1
	s	2,1	2,7	2,8	2,8	3,0	3,6
3M PRIBOR (v %)	p	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	2,1
	s	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,7	25,1	24,7	24,5	24,4	24,3
	s	25,9	25,7	25,7	25,7	25,6	25,6
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	3,2	3,5	3,2	3,3	3,0	3,1
	s	2,6	2,8	2,7	2,5	2,0	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	7,7	7,2	6,7	6,8	6,7	6,3
	s	6,7	7,2	6,9	6,8	5,7	-

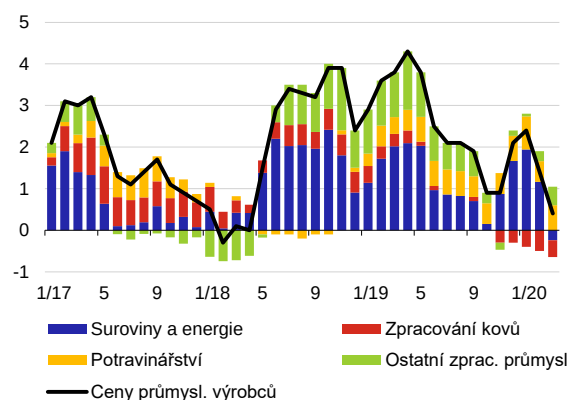
a) sezonně očištěno

b) v tržních odvětvích

Graf III.1.3 Ceny průmyslových výrobců

Růst cen průmyslových výrobců během prvního čtvrtletí výrazně zvolnil, a to zejména vlivem odeznění příspěvku cen surovin a energií

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

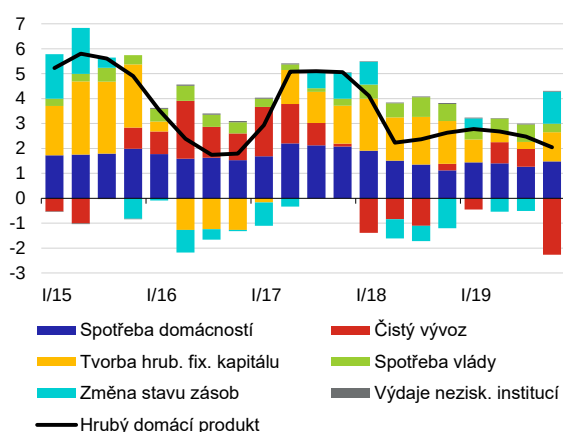


III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Růst české ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2019 zvolnil na 2 %, mírně přitom zaostal za odhadovaným růstem potenciálního produktu, a lehce kladná mezera výstupu se tak dále přivřela. K pokračujícímu růstu HDP kladně přispívaly všechny složky domácí poptávky v čele se spotřebou domácností. Příspěvek čistého vývozu se ovšem propadl hluboce do záporných hodnot, za čímž stálo především odeznění růstu vývozu spojené s přetrvávajícím utlumeným růstem zahraniční ekonomické aktivity. Oslabil také růst spotřeby vlády. Na dynamiku domácího ekonomického růstu naopak příznivě působilo oživení růstu tvorby hrubého kapitálu, a to v důsledku zrychlení dynamiky fixních investic i obnovení kladného příspěvku změny stavu zásob. Z pohledu nabídkové strany ekonomiky se na růstu hrubé přidané hodnoty podílel zejména terciární sektor. Opačným směrem působil příspěvek průmyslu navázaný na oslabení růstu zahraniční poptávky. Produkce se v tomto odvětví snižovala nejen v závěru loňského roku, ale i letos v lednu a únoru. V prvních měsících letošního roku se dařilo stavebnictví, kde svižně rostlo především inženýrské stavitelství. Příznivě se vyvíjely také maloobchodní tržby. Nálada spotřebitelů i podnikatelů se začátkem roku postupně ochlazovala, v dubnu se pak dramaticky propadla.

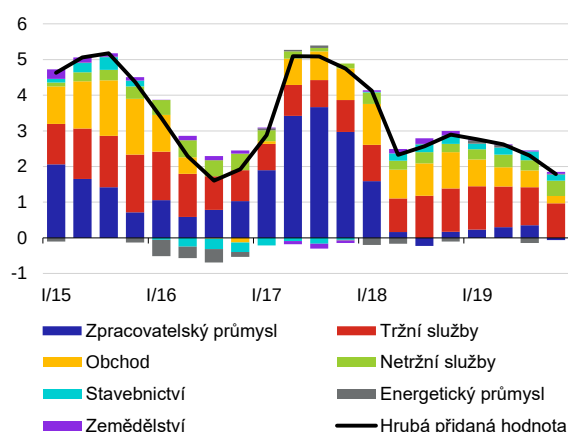
Graf III.2.1 Hrubý domácí produkt

Solidní růst domácí poptávky v kombinaci s nevýrazným růstem ekonomické aktivity v zahraničí vedly k propadu příspěvku čistého vývozu, což bylo hlavní příčinou zpomalení růstu HDP (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



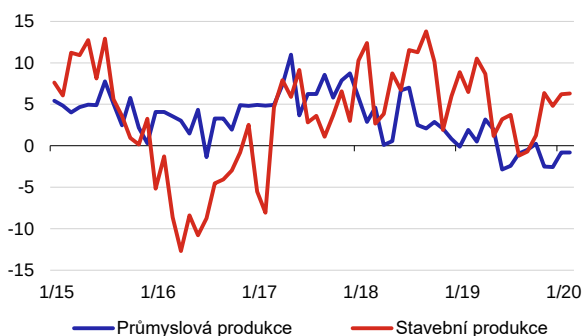
Graf III.2.2 Hrubá přidaná hodnota

Na nabídkové straně domácí ekonomiky se zpomalení růstu zahraniční poptávky odrazilo v poklesu příspěvku průmyslu do lehce záporných hodnot (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



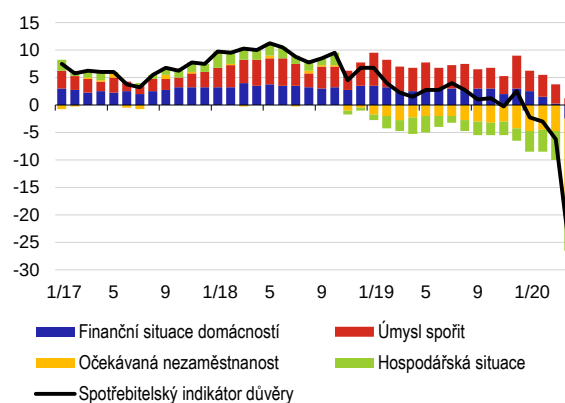
Graf III.2.3 Průmyslová a stavební produkce

Produkce v průmyslu mírně klesala i v úvodu letošního roku, zatímco stavebnictví si udrželo svižné tempo (meziroční změny v %)



Graf III.2.4 Saldo spotřebitelské důvěry

Spotřebitelská nálada se vlivem koronavirové pandemie v dubnu bezprecedentně propadla (saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

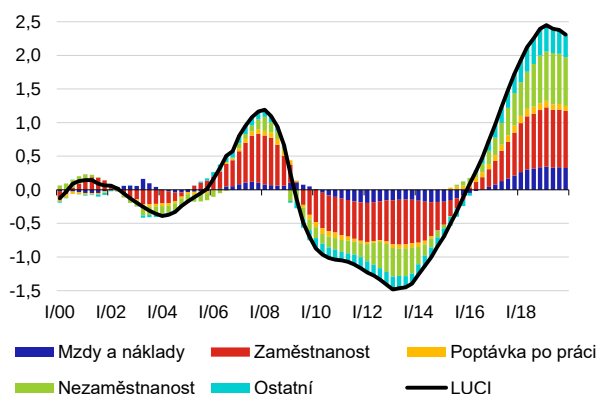
III.3 TRH PRÁCE

Situace na trhu práce byla na konci roku 2019 stále velmi napjatá, jak je patrné ze souhrnného indikátoru LUCI. Zaměstnanost přitom lehce poklesla a míra nezaměstnanosti setrvala poblíž svého historického minima. Počet volných pracovních míst se stále držel na vysoké úrovni. Tato situace vytvářela spolu se zvyšováním minimální mzdy tlak na pokračující svižný růst mezd, který i přes mírné zpomalení ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku dosáhl 6,7 %. To bylo výsledkem zpomalení mzdového růstu v tržních odvětvích, naopak v netržních odvětvích dynamika mezd dále zrychlila. Růst národohospodářské produktivity práce nadále zaostával za vývojem reálných mezd. Nominální jednotkové mzdové náklady se tak stále zvyšovaly svižným tempem.

Graf III.3.1 LUCI – souhrnný indikátor trhu práce

Celkové napětí na trhu práce bylo v závěru loňského roku přes lehké zvolnění stále vysoké

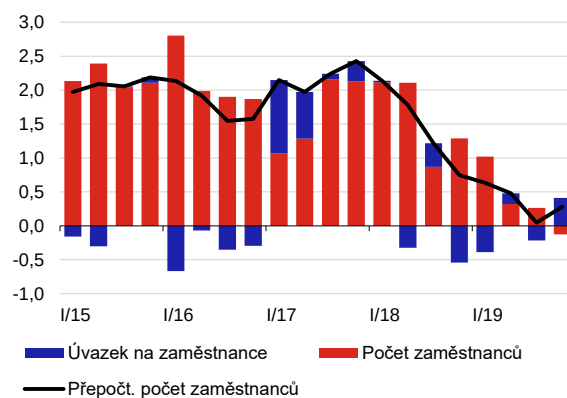
(index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky)



Graf III.3.2 Přepočtený počet zaměstnanců

Růst přepočteného počtu zaměstnanců zůstal utlumený, zvýšení průměrného úvazku přitom převážilo nad lehkým poklesem počtu zaměstnanců

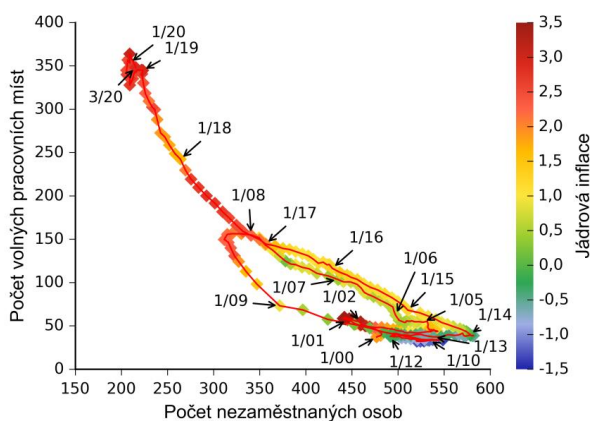
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.3.3 Beveridgeova křivka

Volných pracovních míst bylo stále výrazně více než registrovaných nezaměstnaných, a to při zvýšené jádrové inflaci

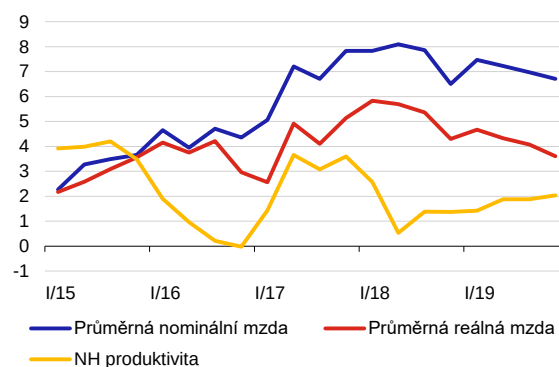
(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



Graf III.3.4 Průměrná mzda a NH produktivita

Růst produktivity práce nadále ztlačoval za dynamikou reálných mezd

(meziroční změny v %, NH produktivita – sezonně očištěno)



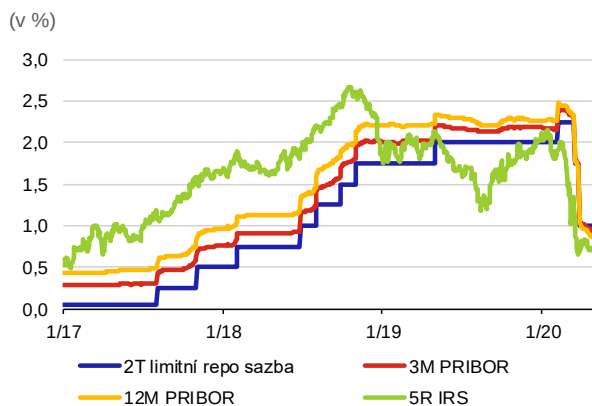
III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Obavy z masivního rozšíření nákazy covid-19 a z ekonomických dopadů přijímaných karanténních opatření způsobily na světových trzích vysokou volatilitu, všeobecné výprodeje rizikových aktiv a úprk investorů do bezpečných přístavů. Centrální banky na situaci reagovaly snižováním úrokových sazeb³⁷ a dalšími opatřeními, vlády přišly s rozsáhlými fiskálními stimuly na podporu ekonomik. Volatilita na trzích byla umocněna cenovou válkou mezi Saúdskou Arábií a Ruskem na trhu s ropou. Situace na trzích se zklidnila počátkem dubna s prvními signály, že se pandemie v nejvíce zasažených oblastech dostává pod kontrolu.

ČNB na únorovém zasedání zvýšila měnověpolitické úrokové sazby o 25 bazických bodů. V reakci na dramatický vývoj kolem koronavirové pandemie v březnu následně ve dvou krocích sazby výrazně snížila. 2T repo sazba se tak dostala na 1 %. Bankovní rada současně přijala další stabilizační opatření měnové, makroobezřetnostní a mikroobezřetnostní politiky³⁸, která byla zacílena na zmírnění dopadů pandemie na cenovou a finanční stabilitu i českou ekonomiku. V souvislosti s tím a s panikou na finančních trzích se domácí tržní úrokové sazby ve všech splatnostech během několika dní výrazně snížily. Do klientských úrokových sazeb se uvedený vývoj na finančním trhu částečně promítl u úvěrů podnikům, sazba z hypoték se výrazněji nezměnila. Meziroční růst čistých nových hypoték se v březnu udržel na dvouciferných hodnotách, u podniků zrychlil růst úvěrů v cizí měně.³⁹ Úrokový diferenciál korunových sazeb vůči eurovým i dolarovým výrazně poklesl, u dolaru se po necelém roce vrátil zpět do záporných hodnot. Kurz koruny prudce oslaboval vůči euru od druhé poloviny února a vůči dolaru od druhé březnové dekády. Turbulentní vývoj se zklidnil v polovině dubna. K dalšímu snížení základních úrokových sazeb bankovní rada ČNB přistoupila na květnovém jednání. S účinností od 11. května 2020 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,25 % a lombardní sazba na 1,00 %. Diskontní sazba zůstala nezměněna na 0,05 %.

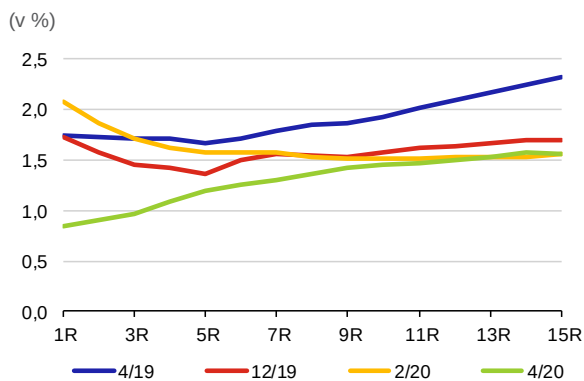
Graf III.4.1 Úrokové sazby

Úrokové sazby se v březnu propadly ve všech splatnostech



Graf III.4.2 Výnosová křivka státních dluhopisů

Donedávna záporný sklon výnosové křivky se změnil na kladný



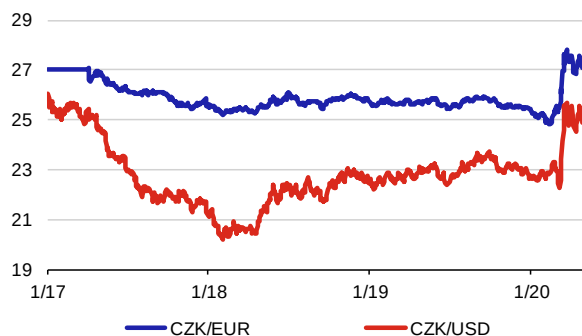
37 V eurozóně úrokové sazby celkově klesly jen mírně (hlouběji do záporných hodnot), v USA se sazby snížily výrazně.

38 Mimo jiné byla snížena sazba proticyklické kapitálové rezervy, byla zmírněna doporučení pro posuzování nových hypoték, bankám bylo umožněno odložit splátky úvěrů v případě dočasného výpadků příjmů klienta v důsledku koronavirové nákazy či preventivních opatření, a zvýšila se (nad rámec stávajících nástrojů na dodávání likvidity do bankovního sektoru) frekvence dodávací repo facility na tři operace týdně.

39 Podíl úvěrů v cizí měně na celkových podnikových úvěrech se zvýšil na zhruba 36 %.

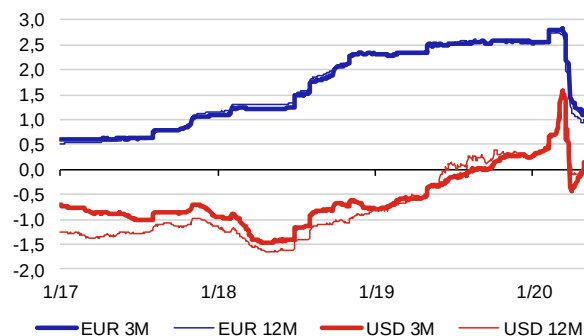
Graf III.4.3 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Kurz koruny vůči euru i dolaru v prvním čtvrtletí letošního roku prudce oslabil

**Graf III.4.4 Úrokové diferenciály**

Předchozí vysoce kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru se výrazně snížil, vůči dolaru se po necelém roce vrátil do nepatrně záporných hodnot

(v procentních bodech)

**Tab. III.4.1 Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů**

Úrokové sazby z nových čistých úvěrů podnikům se začaly postupně snižovat, u hypoték se nezměnily

(úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

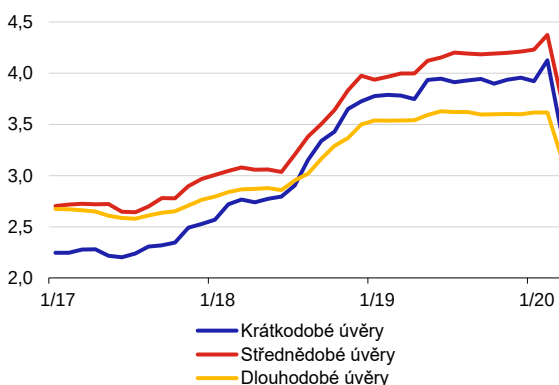
	Úroková sazba	Změna sazby od	
	3/20	2/20	11/16
DOMÁCNOSTI			
Hypoteční úvěry	2,4	0,0	0,5
Čisté nové hypoteční úvěry	2,4	0,0	0,6
Spotřebitelské úvěry	8,1	0,1	-2,0
Vklady			
Jednodenní vklady	0,3	0,0	0,1
Vklady s dohodnutou splatností	1,4	-0,3	0,4
NEFINANČNÍ PODNIKY			
Úvěry podnikům celkem	3,2	-0,1	1,3
Čisté nové úvěry celkem	3,3	-0,4	1,3
Malé úvěry (do 30 mil. Kč)	3,8	-0,3	1,4
Velké úvěry (nad 30 mil. Kč)	3,1	-0,1	1,3

Poznámka: Změna úrokových sazeb je uvedena od listopadu 2016, kdy se sazby z podnikových a hypotečních úvěrů pohybovaly v blízkosti historického minima.

Graf III.4.5 Úrokové sazby ze stavů úvěrů podnikům

Úrokové sazby ze stavů úvěrů nefinančním podnikům v březnu poklesly u všech splatností

(v %)



Seznam zkratk

BoE	centrální banka UK	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
BoJ	centrální banka Japonska	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
CF	Consensus Forecasts	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
covid-19	onemocnění koronavirem SARS-CoV-2	IRI	Institut regionálních informací
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	ISPV	informační systém o průměrném výděлку
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	JPY	japonský jen
CZK, Kč	česká koruna	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČNB	Česká národní banka	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
ČR	Česká republika	M1, M3	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MF	Ministerstvo financí
DPH	daň z přidané hodnoty	MFI	měnové finanční instituce
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MMF	Mezinárodní měnový fond
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
EET	elektronická evidence tržeb	NBS	Národní banka Slovenska (slovenská centrální banka)
EHP	Evropský hospodářský prostor	NH	národní hospodářství
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NHPP	národohospodářská produktivita
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIU	Economist Intelligence Unit	NÚ	národní účty
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESA	Evropský systém národních účtů	OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OSVČ	osoba samostatně výdělečně činná
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
Fed	centrální banka USA	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
FOMC	Federální výbor pro volný trh	PZI	přímé zahraniční investice
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	repo	sazba dohod o zpětném odkupu
HDP	hrubý domácí produkt	sazba	
HICP	harmonizovaný cenový index	UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
HNP	hrubý národní produkt	USA	Spojené státy americké
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr	USD	americký dolar
HPH	hrubá přidaná hodnota	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)	ZoI	Zpráva o inflaci
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu		

Glosář pojmů

Tento glosář vysvětluje některé pojmy, které jsou často používány ve Zprávě o inflaci. Obsáhlejší slovník pojmů lze nalézt na webových stránkách ČNB (<http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/index.html>).

Běžný účet platební bilance: zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a jednostranné převody.

Bid-to-Cover Ratio: vyjadřuje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Ceny neobchodovatelných statků: zahrnují ceny položek ze spotřebitelského koše ČSÚ, které mají charakter služeb. Tyto položky lze rozdělit na regulované (např. vodné, stočné, odvoz odpadků, MHD, elektřinu a plyn, zdravotní péči, vzdělávání) a ostatní (např. imputované nájemné aproximující ceny bydlení, nájemní bydlení, opravárenské služby, rekreaci a ubytování, restaurace a jídelny, služby péče o tělo, finanční a pojistné služby). Tyto ostatní ceny jsou součástí jádrové inflace.

Ceny obchodovatelných statků: zahrnují ceny položek ze spotřebitelského koše ČSÚ, které jsou součástí jádrové inflace a mají charakter zboží. Jedná se např. o odívání, obuv, vybavení a potřeby pro bydlení a zahradničení, dopravní prostředky a IT vybavení. Do této skupiny však nepatří ceny potravin, alkoholu a tabáku a pohonných hmot, jejichž ceny se vyznačují specifickým chováním.

Ceny potravin: ve svých materiálech ČNB za ceny potravin označuje sloučenou skupinu cen potravin a nealkoholických nápojů s cenami alkoholických nápojů a tabáku.

Ceny průmyslových výrobců: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na základě údajů z vybraných organizací. Jde o ceny sjednané mezi dodavatelem a odběratelem v tuzemsku bez daně z přidané hodnoty a spotřební daně (bez nákladů na dopravu k zákazníkovi a nákladů s ní spojených) fakturované za významnější obchodní případy.

Ceny průmyslových výrobců v eurozóně: jsou pro účely predikčního modelu g3+ rozděleny na jádrovou a energetickou složku. Jádrová složka aproximuje cenový vývoj v odvětvích zahraničního průmyslu, který má vliv na cenovou konkurenceschopnost českého vývozu. Energetická složka naproti tomu zachycuje cenový vývoj v odvětvích zahraničního průmyslu nejvíce citlivých na cenu ropy.

Ceny tržních služeb: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ a zahrnují ceny vnitrostátní nákladní dopravy, služeb pošt a telekomunikací, peněžnictví, pojišťovnictví, ostatních podnikatelských služeb a stočného.

Ceny zemědělských výrobců: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na bázi realizačních smluvních cen (bez vlastní spotřeby), které jsou určeny výhradně pro tuzemský trh a jsou uváděny bez daně z přidané hodnoty.

Consensus Forecasts: pravidelná měsíční publikace společnosti Consensus Economics shrnující předpovědi stovek prominentních ekonomů a analytických týmů ohledně budoucího vývoje ve světě. ČNB využívá tyto předpovědi při tvorbě předpokladů o budoucím vývoji vnějšího prostředí ve své makroekonomické prognóze.

Cyklická složka salda vládního sektoru: vyjadřuje vliv ekonomického cyklu na hospodaření vládního sektoru.

Dezinflace: snižování inflace.

Diskontní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení přebytečné likvidity, kterou banky u ČNB uloží přes noc v rámci tzv. depozitní facility.

Druhotné důchody: představují na běžném účtu platební bilance kompenzující položky k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (dotace a odvody ve vztahu k rozpočtu a dalším fondům EU, penze, zahraniční pomoc, příspěvky aj.).

Efektivita práce: ovlivňuje množství produktu na jednotku práce. Z modelového hlediska se jedná o produktivitu výrobního faktoru práce v Cobb-Douglasově produkční funkci. Růst efektivity práce umožňuje dosažení vyššího reálného objemu produkce při použití stejného množství výrobních faktorů; zvyšuje tedy nabídku a vyvolává tak pokles relativní ceny výstupu vůči cenám vstupů.

Efektivní kurz: uvádí zhodnocení (index nad 100) či znehodnocení (index pod 100) národní měny vůči koši vybraných měn za určité období oproti základnímu období. Vahami v koši jsou podíly největších obchodních partnerů na obrátu zahraničního obchodu.

Efektivní ukazatele eurozóny: aproximují vliv ekonomické aktivity (efektivní HDP) a cenového vývoje (efektivní ceny výrobců a spotřebitelské ceny) v eurozóně na českou ekonomiku. Při výpočtu použité váhy odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny.

Eurozóna: území těch členských států Evropské unie, které přijaly euro jako společnou měnu v souladu se „Smlouvou o založení Evropského společenství“.

Experimentální cenový index CPIH: na rozdíl od indexu spotřebitelských cen (CPI) zahrnuje i ceny starších nemovitostí, tj. transakce, které domácnosti provádějí mezi sebou. Váha bydlení je tak výrazně vyšší. Takto sestavený index lze chápat jako experimentální analytický nástroj pro makrofinanční úvahy. Blíže viz BOX 1 v Zol III/2017.

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva.

Fiskální impulz: veličina zohledňující vliv fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v krátkém období.

Fiskální pozice: meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v procentních bodech). Kladná hodnota indikuje fiskální restrikcí, záporná hodnota fiskální expanzi.

Horizont měnové politiky: časový horizont, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Tento časový horizont je vzdálený zhruba 12 až 18 měsíců v budoucnosti.

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorbu hrubého kapitálu (fixní investice a změn stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod sektoru domácností: hrubý provozní přebytek, jako součást hrubého disponibilního důchodu domácností, je rozdílem mezi hrubou přidanou hodnotou sektoru domácností a součtem náhrad zaměstnanců a ostatních daní z výroby zmenšených o ostatní dotace na výrobu v tomto sektoru. Hrubý smíšený důchod vzniká pouze v sektoru domácností, kde u drobných podnikatelů nelze odlišit odměnu za práci vykonanou vlastníkem firmy nebo členy jeho rodiny od jeho zisku jakožto podnikatele.

Inflace: obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje. Je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země. V praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen.

Inflační cíl: veřejně a s dostatečným předstihem stanovená hodnota pro inflaci spotřebitelských cen, o jejíž dosažení ČNB usiluje.

Inflační tlaky: jsou v modelovém aparátu ČNB dány vývojem reálných mezních nákladů v sektoru spotřeby a dělí se na domácí (v sektoru meziprodukce) a dovezené (v sektoru dovozních cen).

Jádrová inflace (dříve nazývaná jako korigovaná inflace bez pohonných hmot): označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

Krytý dluhopis (covered bond): dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. *dual recourse*), z něhož vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

Lombardní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. záůjční facility.

LTV (loan-to-value ratio): poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti.

Měnové podmínky: představují souhrnné působení úrokových sazeb a měnového kurzu na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. Úrokové sazby a měnový kurz nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

Měnověpolitická inflace: inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

Měnověpolitické úrokové sazby: krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Patří mezi ně dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

Míra inflace: přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

Míra nezaměstnanosti: vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a podíl nezaměstnaných osob dle MPSV.

Nabídkové ceny bytů: odhady nabídkových cen bytů podle ČSÚ.

Národohospodářská produktivita práce: je vypočtena jako podíl sezonně očištěného HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN): mzdové náklady potřebné k vyrobení jednotky produkce. NJMN jsou vypočteny jako podíl nominálního objemu mezd a platů na HDP ve stálých cenách (obojí sezonně očištěno).

Nominální náklady v sektoru meziprodukce: jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady v tržním sektoru a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady také efektivita práce. V ceně kapitálu se vedle vývoje domácí a zahraniční poptávky odráží také cenový deflátor fixních investic, jenž je ovlivňován pohybem cen dovážených kapitálových statků.

Nominální náklady v sektoru spotřeby: jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru meziprodukce a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Dovozní sektor je navíc rozdělen na část dovážející energie a část dovážející ostatní statky a služby. Analogicky tomu jsou rozděleny i dovozní ceny (podrobnější popis rozkladu zahraničních cen na jadrovou a energetickou složku viz „Ceny průmyslových výrobců v eurozóně“). Další složkou nákladů je cenová konvergence, která aproximuje diferenciál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

Obecná míra nezaměstnanosti: pokrývá věkovou skupinu 15–64 let (měřeno metodikou ILO dle VŠPS). Jedná se o podíl počtu nezaměstnaných a pracovní síly (tedy součtu zaměstnaných a nezaměstnaných) v dané věkové skupině.

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice a jsou propočteny z likvidních pasiv měnového charakteru rezidentských měnových finančních institucí (tzv. sektoru tvorby peněz) vůči jiným rezidentským sektorům (tzv. sektoru držby peněz). Kromě domácností sem patří nefinanční podniky a finanční instituce, které nejsou měnovými finančními institucemi, spolu s místními vládními institucemi a fondy sociálního zabezpečení (mimo ústřední vládní instituce). Eurosystem definuje agregát úzký (M1), střední (M2) a široký (M3). Tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů ČR. Peněžní agregáty zahrnují i likvidní aktiva v cizí měně rezidentů ČR uložená u měnových finančních institucí nacházejících se v ČR. Úzké peníze (M1) tvoří oběživo a jednodenní vklady. Střední peníze (M2) zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Široké peníze (M3) obsahují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace, které jsou blízkými substituty vkladů.

Peněžní trh: část finančních trhů, která slouží k získávání krátkodobých úvěrů a na které se obchoduje s finančními instrumenty se splatností do jednoho roku. Typickými cennými papíry obchodovanými na tomto trhu jsou státní pokladniční poukázky. V rámci tohoto trhu provádí ČNB repo operace.

Platební bilance: zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Základní struktura platební bilance zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet.

Podíl nezaměstnaných osob: je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

Primární saldo vládního sektoru: je saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby (tj. o tzv. dluhovou službu).

Prvotní důchody: jsou položkou běžného účtu platební bilance zahrnující výnosy z práce, kapitálu, poskytnutých finančních zdrojů a nevyrobených nefinančních aktiv (pracovní příjmy, dividendy, reinvestované zisky, úroky, renty a rovněž daně a dotace na produkci a dovoz, představující část finančních toků ve vztahu k rozpočtu EU). V podrobnějším členění je tvoří tři dílčí bilance: náhrady zaměstnancům, důchody z investic a ostatní prvotní důchody.

Realizované ceny bydlení: mezinárodně porovnatelný cenový index bydlení (*House Price Index, HPI*), který měří vývoj cenové hladiny bytů a rodinných domů včetně souvisejících pozemků, a to dle jednotné harmonizované normy EU. Zahrnuje jak nové, tak starší (již dříve obývané) bytové nemovitosti. Zdrojem dat je ČSÚ.

Realizované ceny bytů podle daňových přiznání: ceny vycházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám bytů, jsou však publikovány s časovým zpožděním.

Realizované ceny bytů podle výběrového šetření: alternativní zdroj realizovaných cen starších bytů, který vychází z výběrového šetření ČSÚ v realitních kancelářích a je dostupný s menším časovým zpožděním.

Regulované ceny: podskupina spotřebního koše, která obsahuje položky se stanovenými maximálními cenami (mohou být stanoveny na centrální či místní úrovni), věcně usměrňovanými cenami (jedná se o položky, do jejichž cen lze promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady a přiměřený zisk) a administrativně stanovené poplatky. Výběr těchto položek vychází z Cenového věstníku MF.

Repo sazba: základní měnověpolitická úroková sazba ČNB, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.

Saldo vládního sektoru: odpovídá rozdílu mezi příjmy a výdaji vládního sektoru. V případě záporného salda vládního sektoru hovoříme o deficitu/schodku vládního sektoru. V případě kladného salda vládního sektoru se jedná o přebytek hospodaření vládního sektoru.

Strukturální saldo vládního sektoru: je cyklicky očištěné saldo vládního sektoru upravené o mimořádné jednorázové operace, které zachycuje strukturální nastavení fiskální politiky.

Výjimka z plnění inflačního cíle: vyvazuje centrální banku ze závazku plnit inflační cíl. Je využívána v režimu flexibilního cílování inflace v situaci, kdy dochází k velkým nárazovým změnám exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky, např. změny nepřímých daní), jejichž vliv na inflaci je zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky.

Klíčové makroekonomické indikátory

		roky										
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	4028,8	3999,6	3980,2	4088,2	4308,4	4409,9	4610,5	4740,8	4859,1	4472,0	4652,2
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	2,8	2,5	-8,0	4,0
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,5	4,4	3,1	3,0	-4,8	4,2
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	3,4	2,6	4,0	2,1
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	-3,8	-5,1	8,6	13,1	-4,4	4,3	5,5	3,3	-11,5	4,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,9	-3,0	-2,5	3,9	10,3	-3,2	4,0	7,5	2,7	-9,8	4,8
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	9,2	4,4	0,2	8,7	6,2	4,1	7,1	4,4	1,0	-21,4	15,6
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,7	2,8	0,1	10,1	6,9	2,6	6,3	5,9	1,5	-18,3	16,0
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	193,5	245,8	249,5	232,7	225,0	282,8	330,2	291,7	276,0	101,9	102,7
Koincidenční ukazatele												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	3,0	-0,2	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	9,2	2,7	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	2,7	3,7	-	-
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Míra inflace	%, konec období	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	2,8	2,1
Regulované ceny (14,58 %)*	%, meziročně, průměr	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,2	1,5
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)*	%, meziročně, průměr	4,3	2,9	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,9	1,3
Jádrová inflace (55,61%)*	%, meziročně, průměr	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	2,0	1,9
Ceny pohonných hmot (3,40 %)*	%, meziročně, průměr	7,2	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-9,8	3,3
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	2,7	1,8
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,4	2,6	3,5	4,1	2,9
Díličí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,5	0,6
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,8	-0,3	0,5
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7	3,2	4,6	-	-
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	30,5	-10,3	-37,5	1,5
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	7,6	7,1	2,5	5,8
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	0,6	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	5,4	4,2	-0,4	3,7
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,6	0,4	-1,5	-1,3
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,4	3,3	1,0	0,8	-0,5	3,3	3,6	6,5	4,5	9,0	0,5
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	0,8	5,7	5,2	-0,4	1,6	4,5	-0,9	7,0	4,2	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	2,1	-1,1	-0,8	2,1	3,9	0,8	2,9	1,5	1,8	-6,1	5,1
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,1	3,5	4,8
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	4,1	5,6
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-28,3	34,1	76,7	49,3	15,4	-258,9	-198,4
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-4,8	-3,4
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1755,1	1749,7	1734,6	1738,7	2031,8	2236,8
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	32,6	30,8	37,6	38,6
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	245,7	259,1	201,1	239,8	130,0	170,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	5,1	3,8	4,2	2,4	2,9
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	127,7	122,0	103,7	65,0	85,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	83,5	22,6	-21,3	-35,0	-10,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,4	-0,4	-0,6	-0,2
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-61,0	-50,0	-70,0
Měnové kurzy												
Kč/USD	průměr	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	24,4	24,4
Kč/EUR	průměr	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,9	27,5
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-1,9	1,5	3,5	6,3	-0,9	-1,3	-3,4	-2,8	-1,2	2,5	1,4
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,8	-1,5	-1,2	0,2	2,5
Ceny zahraničního obchodu												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-0,3	0,9	-0,5	2,2
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-0,7	0,3	-1,5	2,2
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3	%, meziročně, průměr	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,7	6,3	8,0	5,7
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	0,56	0,46
3M PRIBOR	%, průměr	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	0,6

* 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 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019				čtvrtletí roku 2020				čtvrtletí roku 2021			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1127,3	1154,8	1160,5	1167,9	1173,6	1180,5	1188,0	1198,6	1206,3	1212,3	1217,4	1223,1	1182,5	1071,2	1098,2	1120,1	1139,5	1156,2	1170,8	1185,7
2,9	5,1	5,1	5,1	4,1	2,2	2,4	2,6	2,8	2,7	2,5	2,0	-2,0	-11,6	-9,8	-8,4	-3,6	7,9	6,6	5,9
3,6	4,8	4,6	4,4	4,1	3,3	2,9	2,4	3,0	3,0	2,7	3,2	0,4	-9,1	-5,9	-4,6	-1,7	8,9	5,8	4,2
1,7	1,2	0,8	1,5	2,9	3,0	4,2	3,6	2,3	2,8	3,5	1,7	4,7	4,5	2,8	4,2	2,0	1,7	2,2	2,7
-4,1	4,0	7,4	10,1	12,1	3,7	4,9	2,0	5,3	-0,6	-0,9	9,2	-5,4	-10,5	-12,2	-17,5	-7,5	8,3	9,7	9,4
-0,7	5,5	5,0	6,1	8,5	7,0	7,7	6,9	3,6	1,5	1,1	4,6	-0,9	-12,4	-11,9	-13,6	-6,8	8,6	9,6	9,2
5,8	7,3	7,6	7,7	4,9	3,6	4,3	4,8	1,3	2,6	1,9	-1,5	-5,8	-34,2	-26,3	-18,8	-8,0	34,7	24,9	18,4
3,6	5,9	7,1	8,4	7,3	5,1	6,3	4,9	2,1	1,7	1,1	1,4	-4,0	-30,0	-22,5	-16,8	-6,5	34,6	24,9	18,1
86,0	86,8	81,2	76,1	69,3	76,4	67,3	78,7	62,5	87,1	76,1	50,3	42,0	18,1	20,3	21,6	24,6	25,1	25,3	27,7
8,4	4,3	5,5	7,8	2,3	3,2	3,5	3,2	0,8	0,0	1,7	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
0,9	7,2	1,6	3,0	14,1	7,8	12,3	4,9	3,6	3,8	1,4	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
7,0	3,5	3,3	4,6	2,8	3,2	2,5	2,2	3,3	3,0	5,4	3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
1,2	1,7	2,2	2,5	2,3	2,3	2,3	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8	3,1	-	-	-	-	-	-	-
2,5	2,2	2,5	2,6	1,9	2,3	2,4	2,1	2,7	2,8	2,8	3,0	3,6	2,9	2,6	2,4	1,7	2,1	2,1	2,3
-0,5	-0,1	0,2	0,3	1,4	1,8	2,1	1,7	3,7	4,5	4,3	5,3	4,2	3,3	2,9	2,6	1,5	1,4	1,5	1,5
3,4	2,9	3,9	4,4	2,5	2,5	1,1	0,4	1,7	2,2	2,9	3,5	4,8	5,6	5,4	3,8	2,1	0,8	0,8	1,7
2,1	2,5	2,7	2,4	1,7	1,9	2,3	2,4	2,9	2,6	2,7	2,6	2,9	2,2	1,3	1,6	1,4	2,1	2,3	2,0
15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	5,0	12,4	9,5	1,3	2,5	-2,1	-3,1	1,3	-16,5	-12,9	-11,1	-10,2	5,4	8,0	10,1
2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	2,1	2,3	2,0	2,7	2,9	2,9	3,1	3,6	2,8	2,4	2,2	1,4	1,8	2,0	2,1
0,7	1,0	1,6	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	3,4	3,5	3,5	3,7	3,7	4,7	4,1	3,9	3,3	2,5	2,9	3,0
2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	1,5	3,3	3,4	3,5	3,5	2,0	1,3	1,4	0,6	-0,6	0,6	-0,3	-0,2	1,7	1,2
0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-3,4	-2,3	1,7	6,9	11,1	6,0	-1,8	-3,6	-1,8	1,7	3,2	1,0	-0,6	-0,1	2,3
1,4	1,6	1,7	2,0	2,3	2,8	3,7	4,0	4,6	4,7	4,5	4,5	4,2	-	-	-	-	-	-	-
57,6	9,1	11,0	20,8	23,0	47,6	45,8	11,6	-4,8	-8,6	-18,3	-6,0	-19,3	-50,6	-39,9	-38,2	-16,3	20,4	10,4	8,3
5,1	7,2	6,7	7,8	7,8	8,1	7,9	6,5	7,5	7,2	7,0	6,7	4,2	-2,2	4,0	3,9	4,8	10,8	3,8	4,0
2,6	4,9	4,1	5,1	5,8	5,7	5,4	4,3	4,7	4,3	4,1	3,6	0,6	-5,1	1,4	1,5	3,1	8,7	1,7	1,7
1,1	1,3	2,2	2,1	2,1	2,1	0,9	1,3	1,0	0,3	0,3	-0,1	-0,5	-0,8	-1,8	-2,9	-2,7	-2,0	-0,7	0,4
3,5	3,0	3,1	4,7	5,9	7,7	7,2	5,2	4,8	4,5	4,1	4,5	6,3	9,0	11,8	8,7	4,8	0,6	-2,7	-0,6
0,5	-1,8	-2,7	0,4	4,4	8,7	8,4	6,6	5,0	4,3	3,7	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1,4	3,7	3,1	3,6	2,6	0,5	1,4	1,4	1,4	1,9	1,9	2,0	-1,3	-10,2	-7,4	-5,7	-0,9	9,8	6,9	5,2
3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	1,9	2,2	2,1	2,3	2,8	4,2	4,7	5,1	4,7	4,9	4,5
5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,1	3,0	2,9	3,1	2,6	2,7	2,7	3,0	3,3	4,7	5,5	6,0	5,5	5,4	5,3
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
95,1	77,2	46,5	40,4	79,2	63,8	20,5	37,7	73,3	79,5	50,4	36,5	67,0	18,0	23,0	22,0	55,0	53,0	33,0	29,0
8,2	6,1	3,6	3,0	6,4	4,8	1,5	2,7	5,6	5,6	3,5	2,5	5,0	1,4	1,7	1,6	4,2	3,7	2,2	1,9
29,8	34,4	31,8	31,7	31,5	36,6	23,4	30,4	34,5	36,9	19,9	12,4	25,0	21,0	11,0	8,0	26,0	30,0	17,0	12,0
110,5	-2,1	-30,1	5,1	58,0	3,8	-58,7	19,6	40,0	25,5	-63,7	-23,1	41,0	-33,0	-41,0	-2,0	26,0	5,0	-35,0	-6,0
9,5	-0,2	-2,3	0,4	4,7	0,3	-4,3	1,4	3,1	1,8	-4,4	-1,6	3,1	-2,5	-3,0	-0,1	2,0	0,3	-2,4	-0,4
-40,3	-3,8	10,3	-12,0	17,7	-16,3	-27,0	-25,5	-4,5	-28,6	-26,6	-1,2	-	-	-	-	-	-	-	-
25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	21,5	22,1	22,7	22,6	22,9	23,2	23,1	23,2	24,9	24,8	24,6	24,5	24,4	24,4	24,3
27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,7	25,9	25,7	25,7	25,6	25,6	25,6	27,2	27,4	27,5	27,6	27,6	27,5	27,5
-0,7	-2,6	-4,3	-6,0	-6,3	-3,7	-1,6	0,8	0,2	-0,8	-1,4	-2,7	-2,2	3,5	4,0	5,0	5,7	0,2	0,1	-0,1
0,4	-1,3	-2,5	-3,7	-4,4	-2,1	-0,5	1,3	0,6	-1,1	-1,7	-2,8	-2,3	0,9	0,3	1,8	3,9	2,1	2,6	1,4
2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-1,6	1,6	3,4	3,0	1,7	0,3	-1,4	-2,1	-0,3	-0,6	1,1	2,8	1,6	2,6	1,7
5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-2,3	2,6	3,5	2,8	1,6	-1,2	-1,8	-2,4	-1,9	-1,3	-0,4	1,7	1,7	2,9	2,4
10,2	12,6	12,8	11,1	8,7	6,0	5,4	6,4	5,5	6,5	6,7	6,7	8,6	9,1	7,6	6,7	5,7	4,6	6,0	6,7
0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	1,00	0,49	0,39	0,35	0,39	0,45	0,49	0,53
0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,4	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6

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

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz

ISSN 1803-2400 (Print)
ISSN 1804-2457 (Online)