

Zpráva o měnové politice

— jaro 2021



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — jaro 2021

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 13. května 2021 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 21. dubnu 2021. Prostřednictvím tohoto dokumentu ČNB plní svoji zákonnou povinnost pravidelně informovat ústavní činitele a veřejnost o měnovém vývoji. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

Obsah

SLOVO GUVERNÉRA	5
ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA	6
I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ	8
BOX 1 Svět ve vleku zvýšených inflačních tlaků v průmyslu	12
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	14
BOX 2 Dílčí fiskální multiplikátory nově v prognóze ČNB	17
BOX 3 Pandemie dramaticky zvýšila míru úspor domácností	19
III. INFLACE	25
BOX 4 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech	29
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	31
Scénář pozvolnějšiho ústupu pandemie	36
Simulace růstu a stability sazeb při různém vývoji pandemie	39
SEZNAM ZKRATEK	41
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	42



2%

— Pečujeme o cenovou stabilitu

Podle Ústavy ČR a v souladu s primárním právem EU je hlavním cílem ČNB péče o cenovou stabilitu. Udržováním nízkoinflačního prostředí přispívá centrální banka k vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst. O cenovou stabilitu pečujeme již od roku 1998 v rámci režimu cílování inflace.

— Jsme transparentní

Základem naší měnové politiky je veřejně vyhlášený inflační cíl ve výši 2 % a otevřená komunikace s veřejností. Věříme, že transparentní a předvídatelné jednání centrální banky pomáhá domácnostem i podnikům v jejich ekonomickém rozhodování.

— Hledíme do budoucnosti

Rozhodnutí bankovní rady učiněné dnes ovlivní inflaci za 12 až 18 měsíců. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoliv jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

— Rozhodujeme o sazbách

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

Slovo guvernéra



Vážené čtenáři,

v našem současném i budoucím ekonomickém vývoji vnímám stále více důvodů k optimismu, byť zatím dosti opatrnému. Po několika pandemických vlnách, opakovaných uzavírkách ekonomiky a jejich opětovném rozvolňování se v posledních týdnech konečně rychleji rozbíhá očkování, které zasahuje do stále nižších věkových kategorií, jež jsou infekcí méně ohroženy. Klesající počty nakažených, hospitalizovaných i zemřelých umožňují nemocnicím postupný návrat k obvyklému provozu a blíží se také chvíle, kdy se k normálnímu fungování začnou vracet i pandemií nejvíce postižené obory. S příchodem teplejšího počasí, které pomůže omezit šíření viru, by se při již vysokém stupni imunizace populace vůči koronaviru mělo začít blýskat na lepší časy.

Nechci tím ovšem vyvolávat zdání, že je pandemie již za námi nebo že koronavirus z našich životů brzy zcela zmizí. Domnívám se, že tu s námi ještě nějakou dobu setrvá a že přinejmenším zbrzdí růst v zemích, ve kterých očkování doposud výrazněji nepokročilo. Přestože rizika opětovného zhoršení epidemické situace, zejména kvůli možným novým mutacím, zůstávají velká, celková ekonomická rizika jsou dnes již znatelně menší než dříve. Je tomu tak mimo jiné proto, že se „učíme s virem žít“ a že ekonomiky jsou v krizi schopny rychlého a účinného přizpůsobení.

V ČNB očekáváme, že od jara tohoto roku se bude česká ekonomika postupně zotavovat a že ve druhém pololetí zřetelně oživí spotřebitelská poptávka, která byla během uzavírek značně utlumena. Přispějí k tomu jak úspory nahromaděné z opatrnostních důvodů, tak zejména úspory vynucené, které byly vyvolány nákupními omezeními v maloobchodě a ve službách. Inflace se bude v příštích dvou letech pohybovat převážně v horní polovině tolerančního pásma našeho inflačního cíle. Při zpětném pohledu se ukazuje, že koronakrize postrádala znaky typické pro cyklickou krizi a že dezinflační tlaky se ukázaly být slabší, než jsme na začátku pandemie očekávali. Přesto jsme já i moji kolegové v bankovní radě přesvědčeni, že vhodný čas pro opětovné zvyšování úrokových sazeb ještě nenastal a že by bylo chybou ho uspěchat. Naopak za menší chybu považujeme případné mírné zpoždění zvyšování sazeb, a to zejména s ohledem na pravděpodobné přetrvávání výše zmíněných nejistot i na fiskální konsolidaci, která pravděpodobně započne v příštím roce a bude trvat řadu let.

Vážené čtenáři, byla-li během pandemie heslem dne tři „r“, jakožto roušky, rozestupy a ruce, věřím, že od nynějška jím budou tři „o“, jakožto očkování, otevírání a oživení. Přeji vám, aby naše jarní Zpráva o měnové politice byla pro vás zajímavým a podnětným čtením.

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok

guvernér

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada ponechala na svém květnovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 0,25 %, což bylo v souladu se základním scénářem nové makroekonomické prognózy ČNB. Ten po počátečním období stability úrokových sazeb očekává jejich nárůst zhruba od poloviny letošního roku. Růst sazeb zajistí budoucí stabilizaci inflace u cíle při odeznívání negativních dopadů koronavirové epidemie v prostředí získávání kolektivní imunity. Rizikem prognózy je pozvolnější ústup pandemie spojený s dlouhodobějšími uzavírkami a cyklickým útlumem v domácí i zahraniční ekonomice, což by mohlo mít protiinflační dopady. Riziko v opačném směru plyne z narušeného fungování globálních výrobních a dodavatelských řetězců a jeho promítání do cen.

Zimní vlna pandemie způsobená rozšířením britské mutace koronaviru v České republice vedla k prodloužení a dalšímu zpřísnění vládních protiepidemických opatření během února a března. Maloobchod i služby tak zůstaly dále uzavřené a vedly k opětovnému poklesu domácí ekonomiky v prvním čtvrtletí. Ten byl vedle pokračujícího útlumu spotřeby domácností zesílen i dílčím výpadkem produkce a exportního výkonu domácího průmyslu, který se přitom až donedávna slibně zotavoval z první vlny pandemie. Zaškobrtnutí průmyslu je dáno dočasným narušením dodávek některých surovin, materiálů a komponent převážně vlivem momentálně přetížených globálních produkčních a dopravních kapacit, které však bude – jak věříme – pouze dočasné.

S ohledem na stále křehkou pandemickou situaci lze předpokládat, že česká vláda bude rozvolňovat protiepidemická opatření velmi obezřetně. Maloobchod, služby, aktivity v oblasti zábavy, sportu, kultury a turismus tak zůstanou v různé míře omezeny po značnou část letošního roku. Zpočátku pomalý proces očkování české populace by měl v nadcházejících měsících výrazně zrychlit a postupně přispět k získání kolektivní imunity. Lze proto očekávat, že v průběhu roku 2022 se postupně obnoví běžné fungování ekonomiky a mobilita lidí i míra sociálních kontaktů se přiblíží úrovním z doby před pandemií.

Ochlazování domácího trhu práce související s pokračujícími uzavírkami domácí ekonomiky se projevuje zpomalováním růstu fundamentálních (o statistické a jednorázové vlivy očištěných) mezd v tržních odvětvích. Začátkem letošního roku také dále klesla zaměstnanost a vzrostl počet lidí bez práce, a to navzdory pokračujícím vládním programům na udržení pracovních míst v postižených odvětvích.

Inflace se v prvním čtvrtletí letošního roku snížila do blízkosti 2% cíle ČNB, a to zejména v důsledku zpomalení růstu cen potravin, který v poslední době silně kolísal. Současně se zastavil růst regulovaných cen při pokračujícím zlevňování elektřiny. Naproti tomu motoristy asi příliš netěší aktuální zdražování pohonných hmot, které reaguje na nedávný prudký

meziroční nárůst světových cen ropy. Jádrová inflace, která byla v celém loňském roce tahounem celkového cenového růstu, setrvávala i v prvním čtvrtletí na zvýšených hodnotách. To odráželo jen relativně mírné otevření mezery výstupu do záporných hodnot v loňském roce, přičemž velká část pozorovaného poklesu české (ale i zahraniční) ekonomiky šla v důsledku uzavírek na vrub krátkodobého snížení jejího potenciálu. V současnosti je domácí cenový vývoj pod vlivem pokračujících nákladových tlaků z tuzemské i zahraniční ekonomiky, které jsou tak či onak spojeny s pandemií a které se projevují zejména ve zrychleném růstu cen průmyslových výrobců.

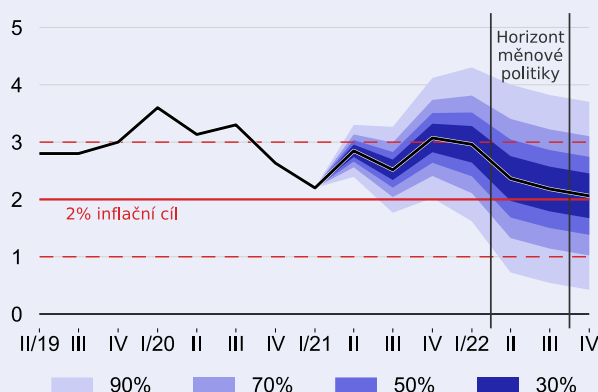
Meziroční růst HDP ve druhém čtvrtletí krátkodobě vystřelil k 6 %, což bude ovšem dáno převážně jen nízkou srovnávací základnou. K opravdu robustnímu a trvalému růstu se tuzemská ekonomika nadechne až s významnějším rozvolněním protiepidemických opatření během druhého pololetí. Ekonomický růst bude významně těžit z obnovení silné spotřeby domácností, která bude mimo jiné podpořena nákupy zboží a služeb nuceně odložených v době uzavírek. Optimismus domácností však budou částečně krotit pokračující mírné zvyšování počtu lidí bez práce a dočasně utluštěný vývoj mezd.

Prodlužování stávajících a zavádění nových vládních kompenzací povede po většinu letošního roku k pokračování fiskální expanze. Ta cílí zejména na zachování pracovních míst v dotčených odvětvích a na podporu příjmů domácností. Jejich spotřeba bude v menší míře stimulována též snížením daně z příjmů fyzických osob od začátku letošního roku. Od příštího roku se však fiskální politika vlivem ukončení vládních podpůrných opatření přetočí do restriktivní polohy.

Vývoz českých firem se v brzké době vrátí k dynamickému růstu díky odeznění aktuálních problémů v průmyslu a mezinárodním obchodě a postupnému zotavování zahraniční poptávky. S odbouráváním protiepidemických opatření a znovuotevíráním ekonomiky lze od poloviny roku současně očekávat zvyšování produktivity práce.

Inflace v nejbližších čtvrtletích vzroste k horní hranici tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se bude shora vracet k 2% cíli

celková inflace, mezitřídě v %, barevné intervaly spolehlivosti



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

Po loňském propadu se domácí ekonomika letos obrátí k růstu, ten bude ale zatím jen mírný, výraznější oživení přijde až v roce 2022

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

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

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

Dosud velmi komplikovaný průběh epidemie v tuzemsku a krajně nejistý výhled návratu k normálnímu fungování ekonomiky se podepsal na negativním sentimentu českých firem. Proto bude růst podnikových fixních investic v průběhu letošního roku oživovat jen pozvolna. Do kladných hodnot se tak letos dynamika celkové hrubé tvorby kapitálu dostane hlavně díky obnovení kladného příspěvku změny stavu zásob při pokračujícím svižném růstu vládních investic.

V souhrnu tak letos tuzemská ekonomika vlivem negativních dopadů pandemie v první polovině roku vzroste jen o něco málo přes 1 %. Napřesrok růst HDP zrychlí nad 4 % zejména díky návratu spotřeby domácností a investic k plynulému a robustnímu růstu. Koncem příštího roku se tak domácí ekonomika vrátí k předkrizové úrovni a záporná produkční mezeru se téměř uzavře. Zotavování tuzemské ekonomiky napomůže také již delší dobu uvolněná měnová politika ČNB.

Inflace v příštích několika čtvrtletích vzroste do blízkosti horní hranice tolerančního pásma cíle ČNB. To bude v nejbližších měsících dáno především skokovým zdražením pohonných hmot. Ve stejném směru bude působit také opětovně oživující růst cen potravin v návaznosti na zvýšení světových cen agrárních komodit i domácích cen zemědělských výrobců. Pokles jádrové inflace bude v letošním roce brzděn nedávným nárůstem výrobních cen v zahraničí spolu s přetrvávajícími solidními domácími poptávkovými tlaky a cenovými dopady plynoucími ze znovuotevření ekonomiky. Vzestup spotřebitelské poptávky při odbourávání protiepidemických opatření totiž povede ke zdražování zejména v sektoru služeb. Zvýšením

cen si jejich poskytovatelé budou chtít vylepšit své ziskové marže, aby si alespoň částečně kompenzovali nízké či nulové tržby z doby uzavírek ekonomiky.

K postupnému návratu inflace k 2% cíli v průběhu příštího roku pak přispěje odeznění vysokého růstu cen pohonných hmot a potravin z letošního roku. Rovněž jádrová inflace dále zvolní s tím, jak se situace na straně nabídky i poptávky bude postupně vracet do normálních kolejí. Měnověpolitická inflace, tedy inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude na celém prognostickém horizontu nacházet pod celkovou inflací vlivem dalšího zvýšení spotřební daně na cigarety. K poklesu měnověpolitické inflace směrem k cíli na horizontu měnové politiky a její následné stabilizaci přitom – vedle výše uvedených faktorů – přispěje i postupné zpřísňování měnových podmínek v kurzové i úrokové složce.

K pokračujícímu zpevňování měnového kurzu povede pozvolné znovuotevření české ekonomiky v kombinaci se zotavováním zahraniční poptávky a odezněním dočasných problémů v tuzemském průmyslu. V posilujícím kurzu se rovněž promítne zvyšování rozdílu tuzemských úrokových sazeb vůči eurozóně. Od domácích tržních úrokových sazeb lze totiž po období jejich počáteční stability očekávat nárůst zhruba od poloviny letošního roku. Ten bude odrážet reakci měnové politiky na stále patrné inflační tlaky při pozvolna ustupující pandemii. Růst sazeb bude pokračovat i během příštího roku, a to v podmínkách ukotvení inflace u cíle a postupného návratu ekonomiky na předkrizovou úroveň.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Prodlužování vládních omezení v boji proti epidemii a zpočátku pomalé tempo vakcinace negativně ovlivňují ekonomický výkon našich obchodních partnerů v první polovině letošního roku. Propad zahraniční ekonomické aktivity je na druhou stranu tlumen silnou poptávkou po průmyslové výrobě. Ta se společně s výrazným růstem cen ropy a ostatních surovin promítá do aktuálního nárůstu inflačních tlaků v produkční i spotřebitelské sféře, které se však v příštím roce zmírní. Se zrychlením tempa očkování v nejbližších měsících se přísná restriktivní opatření budou postupně uvolňovat, což povede k zotavování ekonomiky eurozóny. Měnová politika ECB zůstane výrazně uvolněná.

Globální ekonomika se bude díky získávání kolektivní imunity postupně zotavovat z pandemie, čemuž napomohou i masivní fiskální i monetární stimuly

Růst globální ekonomiky zrychlí od druhé poloviny letošního roku, kdy proočkovanosť populace ve vyspělých zemích umožní postupný návrat k normálnímu fungování ekonomiky včetně znovuotevření většiny služeb. Nejrychleji přitom porostou Spojené státy a Čína (Tab. I.1). V současnosti můžeme pozorovat růst dlouhodobých úrokových sazeb, zejména v USA a Velké Británii, včetně posunu jejich výhledu směrem nahoru (Graf I.1).

Dle předstihových ukazatelů na počátku roku dále zesílilo zotavování globální ekonomiky, a to vlivem dominantního příspěvku průmyslové výroby. Nejsilnější růst zaznamenaly velké ekonomiky eurozóny a USA, které se nyní zotavují z výrazných propadů v první polovině minulého roku. Oživení je doprovázeno i zesilováním mezinárodních obchodních toků (Graf I.2). Rizikem ovšem zůstávají narušené dodavatelské řetězce a narůstající inflační tlaky napříč celou výrobní vertikálou, blíže viz BOX 1 dále v textu.

Zatímco průmysl ve světě se z negativního vlivu pandemie již více méně vzpamatoval a bude i do budoucna podporovat zotavení globální ekonomiky, odvětví služeb je stále do značné míry na kolenou. I zde však začíná obchodní aktivita pozvolna ožívat, a to zejména u finančních služeb. Situace ve službách se zlepšuje zejména v USA a Číně, a to i díky masivním fiskálním stimulům, přičemž v USA napomáhá také rychlé tempo očkování. Díky v březnu schválenému stimulu Bidenovy administrativy v objemu 1,9 bil. USD by letos měl činit příspěvek fiskálního impulzu k růstu HDP Spojených států přibližně 1,6 procentního bodu. Opatření jsou směřována jak do zvýšení disponibilního příjmu domácností, tak do masivní obnovy infrastruktury. Značnou podporu ekonomice zasažené epidemií koronaviru poskytla i japonská vláda. V obou zemích navíc přetrvává výrazně uvolněná měnová politika. Fiskální impulz v Číně byl ve srovnání s výše uvedenými zeměmi slabší.

Tab. I.1

Ekonomika eurozóny letos poroste pomaleji než zbytek světa vlivem horší pandemické situace v první polovině roku

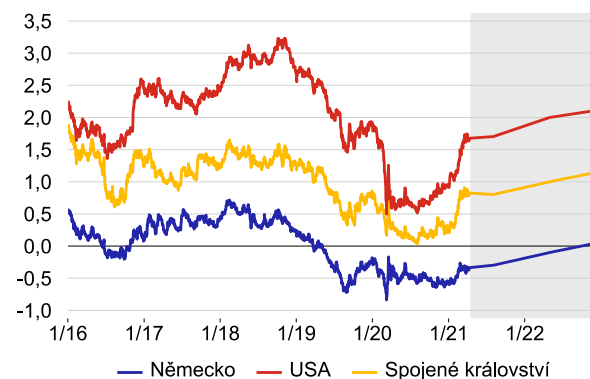
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen Refinitiv, CF

	2018	2019	2020		2020	2021	2022
			3Q	4Q			
Eurozóna	1,9	1,3	-4,2	-4,9	-6,8	4,2	4,3
USA	3,0	2,2	-2,8	-2,4	-3,5	6,2	4,1
Čína	6,6	6,1	4,9	6,5	2,3	8,7	5,5
Spojené království	1,3	1,4	-8,7	-7,3	-9,9	5,4	5,6

Graf I.1

V reakci na zvýšený výhled inflace rostou od začátku letošního roku výnosy s delší splatností především v USA a Velké Británii

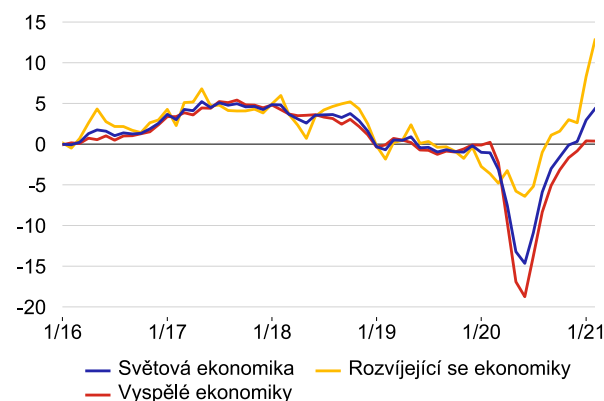
výnosy desetiletých vládních dluhopisů v %, pramen Bloomberg, Consensus Forecasts, výpočet ČNB



Graf I.2

Zlepšování vývozní aktivity zejména v rozvíjejících se ekonomikách koresponduje se svižným růstem průmyslu ve světě

meziroční růst vývozu zboží v %, tříměsíční klouzavé průměry, pramen CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2020	2021	2022	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	-5,9 (0,1)	3,1 (-0,7)	3,8 (-0,1)	Za přehodnocením prognózy HDP směrem dolů stojí zejména horší průběh pandemie na začátku letošního roku a pozdější a pozvolnější otevírání ekonomik.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	0,6 (0,0)	2,0 (0,6)	1,4 (-0,2)	Vyšší ceny energií společně s růstem cen v průmyslu se letos projeví vyšším růstem spotřebitelských cen. V příštím roce naopak inflační tlaky poleví nepatrně více.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	-1,6 (0,0)	3,5 (2,0)	1,1 (-0,3)	Příznivý vývoj poptávky po průmyslovém spotřebním zboží společně s nárůstem cen ropy a dalších průmyslových surovin přispěje k rychlejšímu růstu cen výrobců v letošním roce.
Cena ropy Brent	USD/barel	43,2 (0,0)	61,8 (9,6)	59,1 (8,6)	Tržní křivka cen termínovaných kontraktů na ropu Brent se oproti zimní prognóze posunula výše, nicméně zachovala si mírně klesající sklon.
3M EURIBOR	% procentní body	-0,4 (0,0)	-0,5 (0,0)	-0,6 (0,0)	Výhled sazeb 3M EURIBOR se pro letošní ani příští rok nemění. Výhled stínové úrokové sazby se přitom posouvá lehce směrem vzhůru.
Měnový kurz	USD/EUR	1,14 (0,00)	1,21 (-0,01)	1,22 (-0,01)	Prognóza kurzu eura vůči dolaru zůstává zhruba stejná jako v zimní prognóze.

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

V průběhu roku se obnoví svižný ekonomický růst v eurozóně v souvislosti s nárůstem proočkovatelnosti populace a znovuotevřením ekonomik

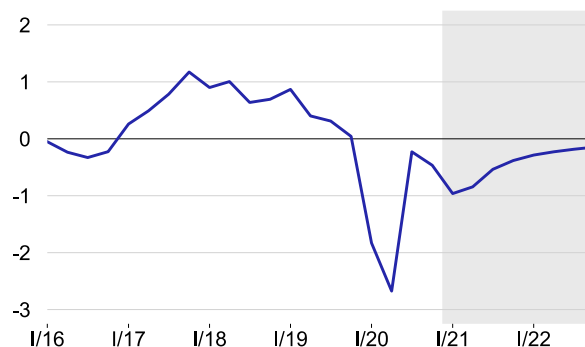
Ekonomickou aktivitu v efektivní eurozóně loni ve čtvrtém čtvrtletí negativně ovlivnila podzimní vlna pandemie. To se projevilo opětovným, avšak tentokrát pouze mírným mezičtvrtletním poklesem HDP. V souhrnu ekonomika v efektivní eurozóně v loňském roce poklesla o necelých 6 %, přičemž se pohybovala pod svým potenciálem, který byl rovněž výrazně přehodnocen dolů v důsledku negativních nabídkových vlivů kvůli vynuceným vládním uzavírkám. Z tohoto důvodu se pozorovaný pokles HDP v minulém roce propasal do záporné mezery zahraničního výstupu v menší míře (Graf I.3).

Nejhlubší propad v ekonomickém cyklu eurozóna zažila loni ve druhém čtvrtletí. Naopak rozvolňování omezení v návaznosti na zlepšení epidemické situace vedlo ve třetím čtvrtletí ke skokovému nárůstu nabídky (potenciálu ekonomiky) a přivření záporné mezery výstupu. To bylo z velké části doprovázeno realizací koupěschopné poptávky domácností, které tak alespoň částečně kompenzovaly svou nerealizovanou spotřebu z předchozího čtvrtletí. S opětovným zhoršením epidemické situace v závěru roku se mezera výstupu znovu otevřela do více záporných hodnot. S očekávaným oživením se bude ekonomika na horizontu prognózy vracet ke svému potenciálu, resp. k postupnému uzavření záporné mezery výstupu.

Graf I.3

Mírně záporná mezera výstupu se bude postupně uzavírat

mezera výstupu v efektivní eurozóně v %



V ukazatelích efektivní eurozóny pro HDP, inflaci a ceny průmyslových výrobců má Německo zhruba 50% váhu. To odpovídá podílu Německa na celkovém českém vývozu do eurozóny. V eurozóně je přitom váha Německa pouze třetinová. To představuje hlavní rozdíl mezi efektivními ukazateli, které jsou využívány v předpokladech prognózy, a běžně používanými ukazateli pro eurozónu jako takovou.

Pozitivní očekávání v souvislosti se zahájením vakcinace na přelomu roku byla zchlazena jejím pomalým postupem v Evropě v prvních měsících letošního roku i výskytem nových mutací koronaviru. Plánované uvolnění přísných protiepidemických omezení se tak postupně oddalovalo, což negativně ovlivnilo nemalou část prvního pololetí letošního roku.

Podobně jako další významná ekonomická centra byla také eurozóna postižena problémy se zpožděním dodávek materiálů a komponent pro průmyslovou výrobu, jakož i finálního zboží, což vedlo k narušování plynulosti výroby v průmyslu a zásobování spotřebitelského trhu. Mezičtvrtletní pokles HDP efektivní eurozóny tak bude v prvním čtvrtletí 2021 výrazně hlubší v porovnání se závěrem loňského roku.¹ Meziročně se bude ekonomika nacházet o 2,3 % níže. Nejvíce zasaženo bude dle předpokladu prognózy Slovensko a Německo, zatímco Španělsko oproti předchozímu čtvrtletí mírně vzroste.

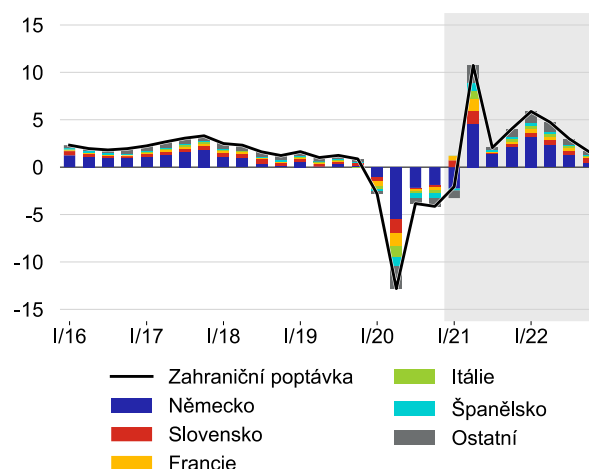
S očekávaným postupným uvolňováním restrikcí a opětovným otevíráním sektoru služeb dojde v eurozóně k obnovení svižného ekonomického růstu (Graf I.4). V tomto duchu vyznívají předstihové ukazatele i vysokofrekvenční indikátory, které přes únorový pokles průmyslové produkce zůstávají nadále příznivé. Březnový PMI ve zpracovatelském průmyslu posílil na rekordní úroveň (zejména zásluhou Německa, což je dobrá zpráva pro český průmysl) a společně se zlepšením PMI ve službách se souhrnný ukazatel posunul do pásma expanze. V únoru v eurozóně oživily i maloobchodní tržby. Jejich další pozitivní vývoj přitom naznačuje březnové významné zlepšení indikátoru spotřebitelské důvěry Evropské komise. Zároveň vzrostl souhrnný indikátor ekonomické důvěry (Graf I.5). Přes pozorované opětovné zhoršování epidemické situace zejména ve Francii a v Německu zaznamenaly tyto země v první dubnové dekádě zvýšenou spotřebu elektřiny². Evropská ekonomika si tak pravděpodobně postupně přivýká na život s pandemií.

Ve srovnání se zimní prognózou je výhled růstu ekonomiky efektivní eurozóny pro rok 2021 přehodnocen níže kvůli horšímu pandemickému vývoji na počátku roku. Počínaje druhým čtvrtletím však již začnou vedle průmyslu přispívat k celkovému růstu také ostatní sektory. Jak již bylo řečeno, záporná mezera výstupu byla ve srovnání se zimní prognózou posunuta na výrazně uzavřenější hodnoty, což více koresponduje s pozorovanými inflačními tlaky zejména v průmyslu. V roce 2022 ekonomické zotavování dále

Graf I.4

Po loňském propadu oživí v letošním roce ekonomiky ve všech klíčových zemích eurozóny

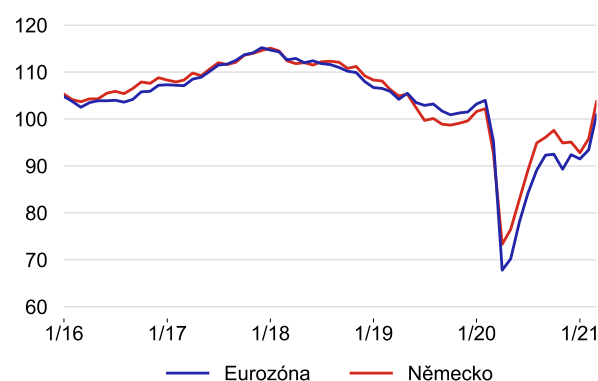
meziroční růst HDP v % v efektivní eurozóně, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.5

Důvěra v ekonomiku eurozóny se v březnu výrazně zvýšila

indikátor ekonomické důvěry (ESI), pramen Evropská komise, hodnota 100 představuje dlouhodobý průměr



K hlavním okruhům prognózy v oblasti vnějšího prostředí patří vývoj cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. Ten je sledován zvlášť pro odvětví silně spjatá s vývojem cen ropy, mezi která patří dobývání surové ropy a zemního plynu, zpracování koksů a rafinovaných ropných produktů, zpracování chemikálií a chemických produktů, zpracování gumy a plastů a zpracování základních kovů. Tato odvětví jsou zahrnuta do tzv. energetické složky průmyslových cen a jejich podíl činí přibližně 20 %. Cenový vývoj ve zbývajících průmyslových odvětvích potom odpovídá tzv. jadrové složce cen zahraničních průmyslových výrobců, která je mimo jiné důležitá pro posuzování cenové konkurenceschopnosti domácí ekonomiky.

1 Podle předběžného odhadu Eurostatu pro některé země poklesl HDP v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2021 mezičtvrtletně o 1,2 %. Tento údaj nebyl do prognózy zapracován z důvodu dřívějšího uzavření dat.

2 spotřeba elektřiny ve špičce očištěná o vliv venkovní teploty dle analýzy think tanku Bruegel

mírně zrychlí. Rizika horšího ekonomického vývoje však přetrvávají. Zdrojem těchto rizik je případná nižší účinnost očkování vůči novým mutacím koronaviru nebo nárůst výnosů vládních dluhopisů, který by znamenal problém pro většinu rychle se zadlužujících vlád.³

Vyšší ceny ropy společně se silnou poptávkou v průmyslu povedou v letošním roce k výraznému nárůstu výrobních cen

Cenové tlaky v průmyslové výrobní sféře v letošním roce výrazně zesílí (Graf I.6). Vedle nárůstu cen ropy a ostatních komodit bude proinflačně působit také zesílená poptávka po průmyslovém zboží, která se projeví zrychlením růstu jadrových produkčních cen. Půjde však o jednorázové faktory související s pandemií koronaviru, které ke konci letošního roku odezní (viz BOX 1). Meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně tak v roce 2022 zpomalí k 1 %.

Růst spotřebitelských cen v efektivní eurozóně letos přechodně zrychlí. Vedle vlivu zdražujících energií se v něm projeví jednorázové faktory v podobě zvýšení DPH a zdanění emisí CO₂ v Německu. Ve druhé polovině roku by k růstu cen mělo přispět i postupné znovuootevírání většiny služeb. Inflace v efektivní eurozóně tak letos překročí 2% úroveň. Po odeznění těchto vlivů cenový růst v příštím roce opětovně zvolní.

Na růst výnosů státních dluhopisů s delší splatností reagovala ECB příslibem rychlejšího tempa nákupů aktiv v rámci již dříve spuštěných programů

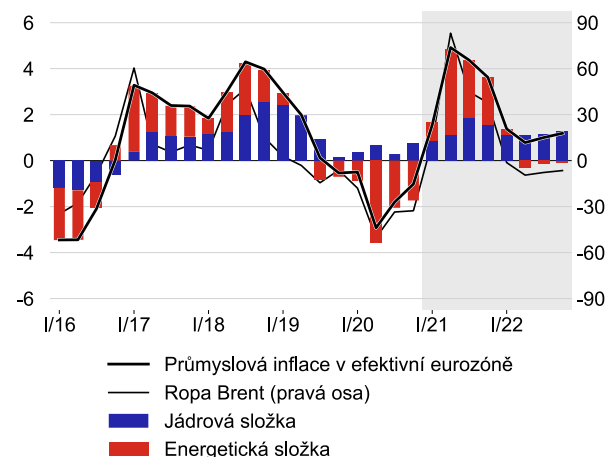
Výhled sazby 3M EURIBOR nadále setrvává v záporných hodnotách, stínová úroková sazba na přelomu loňského a letošního roku lehce vzrostla (Graf I.7). Na svém březnovém jednání ECB rozhodla pod vlivem růstu výnosů státních dluhopisů o zrychlení nákupů aktiv, které od začátku letošního roku pokulhávaly za objemy schválenými v prosinci 2020. Ve výhledu se i přesto působení nekonvenční měnové politiky na stínovou úrokovou sazbu 3M EURIBOR postupně zmírňuje s očekávaným postupným zvolňováním nákupů ECB.

Se zrychlováním tempa vakcinace a rostoucím optimismem v eurozóně došlo v dubnu k dalšímu růstu výnosů a zúžení jejich rozpětí vůči výnosům vládních dluhopisů v USA. V dubnu ECB podle očekávání ponechala nastavení měnové politiky beze změny. Minimálně do konce června bude pokračovat ve zvýšeném tempu nákupů aktiv v rámci programu Pandemic Emergency Purchase Programme. Kurz eura vůči americkému dolaru bude lehce posilovat.

Graf I.6

Zahraniční výrobní ceny v letošním roce skokově vzrostou s přispěním obou hlavních složek

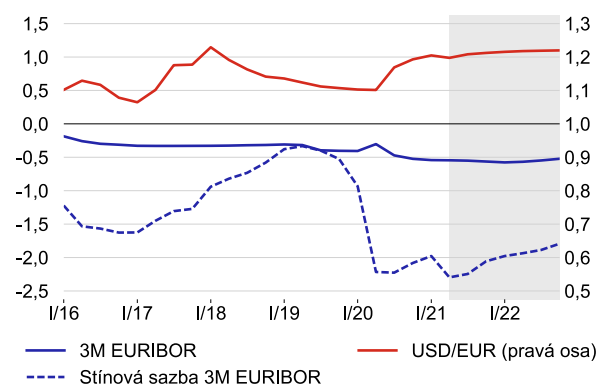
meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v %, příspěvky v p. b., meziroční změny ceny ropy Brent v %



Graf I.7

Výhled úrokových sazeb v eurozóně odráží očekávání nadále výrazně uvolněné měnové politiky ECB

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



Stínová úroková sazba ECB je námi odhadnutá hypotetická sazba, která v podobě jednoho souhrnného ukazatele zachycuje vliv konvenčních i nekonvenčních nástrojů měnové politiky ECB.

3 Případné komplikovanější odeznívání pandemie doprovázené některými prvky cyklického poklesu popisuje scénář pozvolnějšího ústupu pandemie v kapitole IV.

BOX 1 Svět ve vleku zvýšených inflačních tlaků v průmyslu

Od nástupu podzimní vlny pandemie koronaviru lze ve světě pozorovat odlišný vývoj v průmyslu a v odvětvích některých služeb, která jsou více postižena vládními opatřeními k omezení sociálních kontaktů a šíření nákazy. Tato omezení se projevila jak nárůstem vynucených úspor domácností, tak přesměrováním jejich poptávky od služeb k nákupům zboží. Změny ve spotřebním chování byly navíc zvýrazněny omezením pohybu obyvatelstva, masivním využíváním práce z domova i zavedením distanční výuky ve školách. Tyto procesy probíhaly celosvětově a ve výsledku vedly k rychlému zotavení (a dalo by se říci až krátkodobému přehřátí) průmyslu, které je doprovázeno silnými inflačními tlaky. Globální průmyslová výroba se vrátila na průměrnou úroveň roku 2019 již v listopadu 2020 zejména zásluhou rozvíjejících se ekonomik (hlavně Číny). K meziročnímu oživení spotřebitelské poptávky při přetrvávajícím poklesu HDP totiž došlo již v červnu loňského roku jak v USA, tak v eurozóně, a to zejména u zboží dlouhodobé spotřeby.

V podmínkách dohánění výpadků výroby z první poloviny loňského roku narazila zvýšená celosvětová poptávka po průmyslovém spotřebním zboží na omezené produkční kapacity některých specifických dílů. Za všechny jmenujme nedostatek polovodičů a plastů, který brzdí produkci nejen v automobilovém průmyslu. Výroba čipů byla navíc negativně ovlivněna požárem továrny v Japonsku, ale i výkyvy počasí v Texasu a na Tchaj-wanu. Postižena jsou tak všechna odvětví, kde je zapotřebí řídicí jednotka, kterou v současnosti disponuje již většina domácích spotřebičů. Aktuální nedostatek plastů je důsledkem přetížení chemického průmyslu. Navíc vzrostla i poptávka po obalových materiálech, mj. kvůli nárůstu zásilkového obchodu. Jedním z dalších úzkých míst se ukázal být nedostatek kapacit v nákladní dopravě, který způsobil prodlevy v dodávkách surovin, materiálů a komponent a následné výpadky výroby zejména v odvětvích využívajících zásobování „just-in-time“. Od konce loňského roku jsme tak svědky několikanásobného zdražení nákladní přepravy z důvodu nedostatku volných kontejnerů v asijských přístavech (Graf 1). Zklidnění situace bylo navíc na konci března oddáleno týdenní blokadou Suezského průplavu zaklíněnou obří lodí.

Dalším z důsledků koronavirové pandemie je nárůst dolarových cen komodit. Ty stoupají prakticky bez přestání od května loňského roku. Index cen neenergetických komodit se do letošního března zvýšil o téměř 46 % (dílčí indexy cen potravinářských komodit o 37 % a průmyslových surovin o 58 %), index cen energetických komodit dokonce o 109 % (Graf 2). Na počátku uvedené nárůsty spíše jen kompenzovaly předchozí propad v důsledku vypuknutí pandemie v Číně a drastického omezení tamní poptávky, v současnosti se však ceny neenergetických surovin pohybují na několikaletých maximech. Vedle zesílené poptávky ze strany zpracovatelského průmyslu k jejich růstu přispělo i oslabování dolaru a uvolnění měnové politiky centrálních bank v kombinaci s fiskálními stimuly. Na straně nabídky byl růst cen komodit zesilován nenadálými výpadky těžby (mj. kvůli karanténám) i záměrnými omezeními těžby ropy v zemích aliance OPEC+ (Graf 3). I když růst cen

Graf 1

Kontejnerová přeprava na konci roku 2020 skokově zdražila

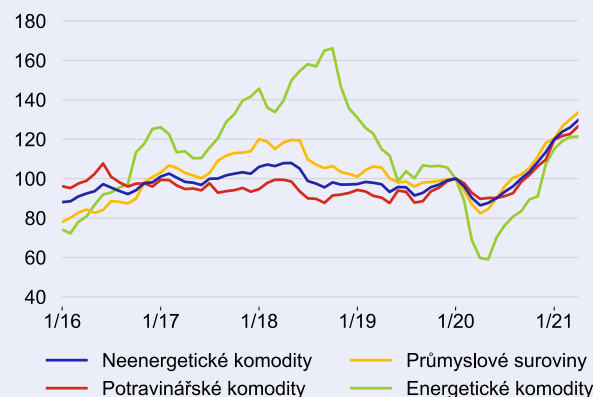
v USD/kontejner, Freightos Baltic Index (FBX), pramen Refinitiv Datastream



Graf 2

Ceny neenergetických komodit se nacházejí na několikaletých maximech

indexy vycházející z cen v USD (1/20 = 100), pramen Bloomberg, výpočet ČNB



u většiny komodit v poslední době zpomalil, zůstávají z nich plynoucí cenové tlaky ve zpracovatelském průmyslu značné.

Zpočátku průmyslové firmy absorbovaly zvyšující se náklady na úkor svých marží, s rostoucí poptávkou je však začaly promítat do cen finální produkce. To postupně zvyšuje ceny jak spotřebního, tak investičního zboží a je jen otázkou času, kdy tyto tendence prosáknou i do cen souvisejících služeb.

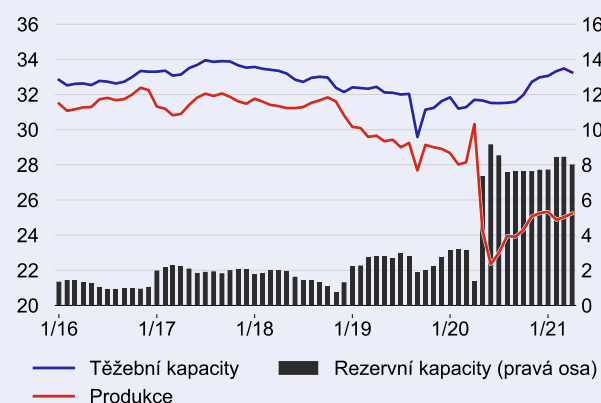
Na finančních trzích se zvýšené inflační tlaky již projevíly nárůstem výnosů dluhopisů s delší splatností. Krátkodobé úrokové sazby nicméně zatím zůstávají nízké, neboť centrální banky v obavách z pokračujících negativních dopadů pandemie nechávají své měnové politiky nadále výrazně uvolněné.

Aktuální prognóza ČNB vychází z předpokladu, že zvýšené zahraniční inflační tlaky v průmyslu jsou dočasné a budou do konce letošního roku postupně odeznívat. S uvolňováním vládních restriktivních opatření a opětovným umožněním sociálních kontaktů dojde k přesměrování části globální poptávky zpět do sektoru služeb. To společně s postupným uspokojováním poptávky po zboží povede ke zvolnění inflačních tlaků v produkční sféře. Také odložená spotřeba bude patrně směřovat spíše zpět ke službám, které byly pandemií nejvíce omezeny. Očekáváme, že s pokračujícím očkováním a slábnutím pandemie budou ustávat i problémy s plynulostí dodávek v rámci globálních výrobních řetězců, které pramení z jejich aktuálního přetížení. Návrat ekonomik k normálnímu způsobu fungování by tak měl být spojen s odbouráním současné dvojkolejnosti vývoje v průmyslu a ve službách, což povede k poklesu inflačních tlaků v produkční sféře v příštím roce.

Graf 3

Nárůst ceny ropy souvisel s utlumenou těžbou

těžební kapacity a těžba ropy v zemích OPEC+, miliony barelů/den, pramen EIA



II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Domácí ekonomika je nadále sužována dopady pandemie koronaviru. Vládní uzavírky s malými přestávkami již více než rok omezují velkou část obchodu a služeb, což bude do značné míry platit i po dílčím květnovém rozvolnění. Spotřeba domácností bude proto v prvním pololetí utlumená, a to i přes pokračující vládní podporu. Vedle uzavírek je hospodářský výkon negativně ovlivňován také výpadky dodávek v globálních výrobních řetězcích, což nepříznivě zasáhlo některá tuzemská průmyslová odvětví. Na trhu práce bude v nejbližších čtvrtletích docházet k dalšímu mírnému zchlazování, oživení nastane až během příštího roku. Otevírání ekonomiky v příštích měsících bude umožněno postupně rostoucí proočkovaností, která významně přispěje k získání kolektivní imunity. Zároveň se bude zlepšovat sentiment domácností i firem. Během pandemie odložené výdaje domácností povedou ke zrychlení jejich spotřeby, která se stane tahounem ekonomického oživení. Průmysl ve druhém pololetí obnoví své hladké fungování.

Pandemie a s ní související opatření tlumí domácí ekonomickou aktivitu i v první polovině letošního roku⁴

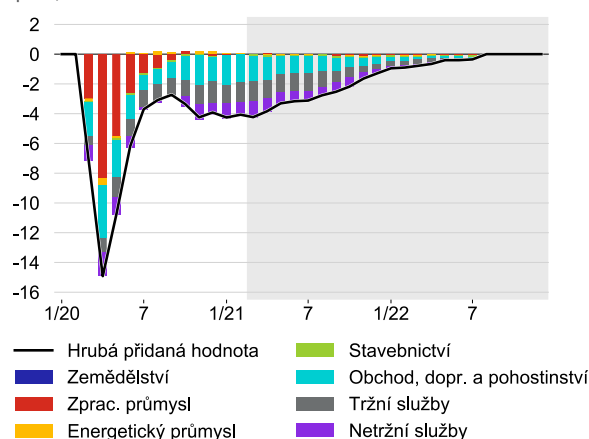
Bezprostřední dopady boje proti pandemii na vývoj ekonomiky budou ve srovnání s loňským rokem menší (Graf II.1). To pramení zejména z vývoje v průmyslu a na něj navazujících odvětvích, kterým se dopady pandemie v posledním zhruba půlroce vyhýbaly. Vládní protiepidemická opatření totiž, stejně jako v závěru loňského roku, zasahují především odvětví obchodu a služeb, která jsou těsně svázána se spotřebou domácností. I tato odvětví se s nepříznivou situací snaží vyrovnat, ačkoliv mají omezený prostor. Značná část prodeje se přesunula na internet, firmy využívají výdejních okének či různých forem rozvážek.⁵ Při srovnání s loňským jarem byla proto velikost přímých ekonomických dopadů boje proti pandemii v prvním čtvrtletí menší, a to i přesto, že Stringency Index se v dosavadním průběhu letošního roku nacházel na vyšší úrovni než loni touto dobou (Graf II.2).

První vlna uvolnění pandemických opatření s výraznějším hospodářským významem přijde v květnu, a to v maloobchodě a službách. Rozvolnění bude následně pokračovat spolu s narůstajícím podílem proočkované populace, který bude reflektovat zvyšující se dodávky vakcín do ČR (Graf II.3). I tak však míra restrikce v letních měsících zůstane vzhledem k obezřetnému postupu vlády při rozvolňování vyšší než loni. Vybudování kolektivní imunity během léta umožní do konce roku odstranit většinu opatření. V příštím roce ještě zůstanou v platnosti některá preventivní omezení (např. nošení roušek ve veřejných budovách), nicméně jejich

Graf II.1

Vládní protiepidemická opatření dopadají zejména na obchod a služby, naopak průmysl není administrativními omezeními dotčen prakticky vůbec

dopad pandemie do indexu hrubé přidané hodnoty, příspěvky v p. b., únor 2020 = 100

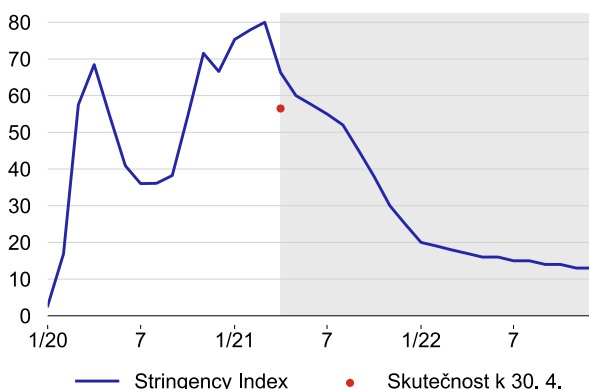


Graf II.2

Stringency Index začal po své březnové kulminaci klesat, což bude pokračovat i v dalším průběhu roku, omezení během letošního jara a léta však budou o něco větší než loni

průměrné měsíční hodnoty denního indexu

<https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>



⁴ Podle předběžného odhadu ČSÚ poklesl v prvním čtvrtletí 2021 český HDP mezičtvrtletně o 0,3 %. Tento údaj byl zveřejněn 30. dubna 2021, vzhledem k dřívějšímu uzavření prognózy není její součástí. U předběžného odhadu standardně není k dispozici struktura HDP dle složek poptávky a nabídky.

⁵ Část produkce sektoru služeb se navíc pravděpodobně přesunula do neoficiální sféry.

bezprostřední ekonomický dopad bude již zanedbatelný.

Ve druhém pololetí se ekonomická aktivita zřetelně zotaví, a to díky znovuotevření obchodu a služeb při obnovení hladkého fungování průmyslu

Mezičtvrtletní dynamika hrubého domácího produktu bude v první polovině roku utlumená, následně dojde k jejímu rychlému oživení. Meziroční růst bude v celém letošním roce značně rozkolísaný, přičemž ve druhém čtvrtletí krátkodobě vystřelí k 6 % převážně vlivem nízké srovnávací základny (Graf II.4). V celoročním vyjádření tuzemská ekonomika vzroste o více než 1 %. Pomalu odeznívající pandemie a související protiepidemická opatření budou v prvním pololetí nadále brzdit spotřebu domácností. Proti tomu bude působit fiskální politika, která je na rozdíl od minulé prognózy expanzivní i v letošním roce. O něco vyšší bude i spotřeba vlády.

Se znatelným otevřením ekonomiky během léta se výdaje domácností na spotřebu rychle zvýší (Graf II.5). Útraty lidí tak budou v podmínkách zlepšujícího se sentimentu tahounem ekonomického růstu i v příštím roce. Přispěje k tomu postupný obrat na trhu práce a rozpouštění vynucených úspor vzniklých v době uzavírek. V příštím roce tak růst spotřeby domácností při již jen zanedbatelných přímých ekonomických dopadech pandemie dále zrychlí.

Vedle vládních uzavírek trpí produkční a exportní výkon domácí ekonomiky aktuálně kvůli problémům s dodávkami materiálů a komponent do průmyslových odvětví, a to vlivem přetížených globálních dodavatelско-odběratelských řetězců (viz BOX 1 v kapitole I). To se v našem případě dotýká především automobilového průmyslu, ale výrazně byla zasažena i další odvětví (např. výroba počítačů či spotřební elektroniky). To povede v první polovině roku k zápornému příspěvku čistého vývozu k mezičtvrtletní dynamice HDP, která se oproti zimní prognóze posouvá níže. Pro druhé pololetí již očekáváme, že tyto problémy ve fungování globálních řetězců odezní a vývoz spolu s průmyslem oživí.

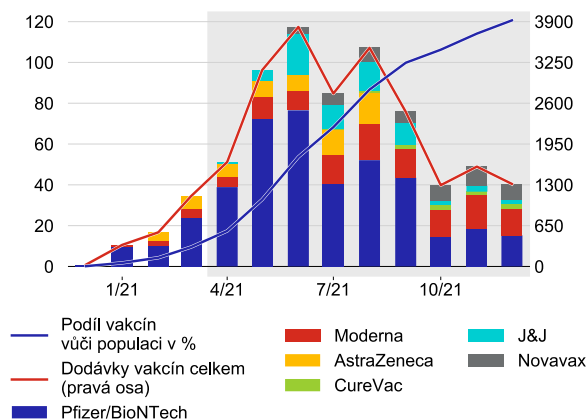
Přetrvávající uzavírky nadále tlumí potenciál ekonomiky; přechodné zhoršení v průmyslu otevřelo mezeru výstupu více do záporu

Uzavírky v obchodu a službách budou i nadále negativně ovlivňovat především potenciální produkt, jehož růst tak zůstane v prvním pololetí utlumený. Vedle toho zhoršení sentimentu domácností a firem během zimních měsíců, na kterém se v druhém případě podepsaly též problémy v mezinárodním obchodě se zbožím, se projevuje otevřením domácí mezery výstupu více do záporu (Graf II.6). Ve druhé polovině roku se s otevřením ekonomiky růst potenciálu oživí. Zároveň s tím se vlivem odeznění problémů v průmyslu

Graf II.3

Po pomalém rozjezdu začátkem roku vakcinace během jara a léta zrychlí díky zvýšeným dodávkám zejména od firmy Pfizer/BioNTech, významná část populace bude proočkována do konce léta

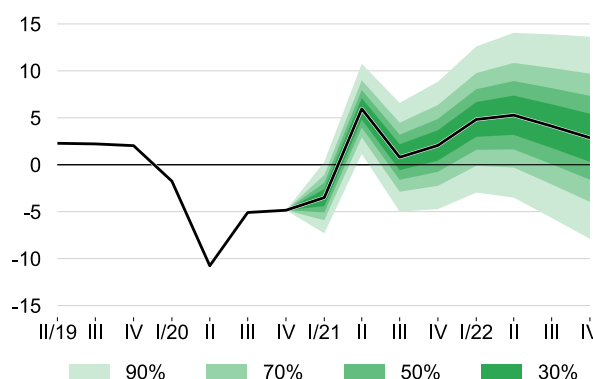
dodávky vakcín do ČR a průběh vakcinace – levá osa: podíl vakcín vůči populaci v %, pravá osa: počty dávek v tisících dle výrobce, pramen: Ministerstvo zdravotnictví



Graf II.4

HDP letos v úhrnu vzroste jen lehce, přičemž jeho meziroční dynamika bude v průběhu roku značně rozkolísaná, v příštím roce ekonomický růst znatelně zrychlí

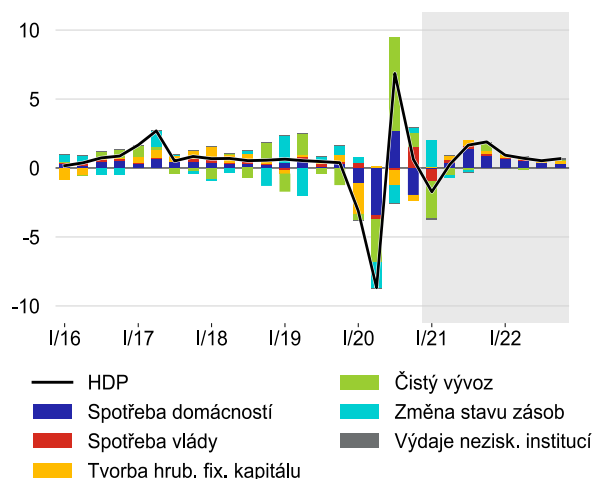
meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.5

Za oživením dynamiky HDP ve druhém pololetí bude stát především spotřeba domácností

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



a zlepšení sentimentu firem i domácností mezera výstupu přivře a na konci prognózy téměř uzavře.

Při odhadu fáze ekonomického cyklu dochází oproti zimní prognóze ke zřetelnému posunu. Za změnou náhledu stojí dosavadní pozorovaný vývoj během pandemie. Ukazuje se, že česká (i zahraniční) ekonomika se v loňském roce dokázala s pandemií vypořádat nad očekávání dobře. Agregátní poptávka se i s přispěním uvolněných fiskálních a měnových politik propadla jen v omezené míře, přičemž došlo k částečnému přesměrování výdajů domácností z oblasti služeb k (průmyslovému spotřebnímu) zboží, resp. do oblasti nemovitostí, věcí spojených s bydlením apod. Tuzemský trh práce se sice částečně zchladil, avšak nikterak výrazně. To se projevilo v jen pozvolna se snižující inflaci, která se i nadále drží nad cílem. Z těchto důvodů byla přehodnocena domácí (ale i zahraniční) mezera výstupu ve směru jejího menšího otevření do záporu, tedy méně protiinflačního působení, během loňského roku.

Důležitou roli v dosavadním průběhu pandemie nadále sehrává fiskální politika, která i letos tlumí pokles ekonomické aktivity

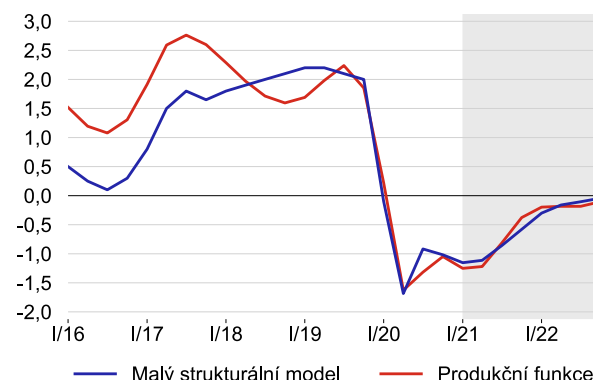
Reálná spotřeba vlády letos v průměru nadále poroste, avšak kvůli vysokým výdajům z loňského roku pomaleji (Graf II.7). Její nominální nemzdová složka bude podpořena mimořádnými výdaji ve zdravotnictví v souvislosti s vakcinací a testováním. Realizovány budou i další dříve plánované, avšak kvůli koronaviru doposud odkládané nemzdové výdaje. Reálný růst spotřeby vlády bude naopak tlumen pokračujícím růstem jejího deflátoru, ve kterém se projeví mimořádné odměny za druhou vlnu směřující ke zdravotníkům a pracovníkům v sociálních službách.

Po loňském mimořádně vysokém příspěvku fiskální politiky k růstu HDP (ve výši zhruba 1,5 procentního bodu) bude podle prognózy letošní fiskální impulz rovněž znatelně kladný, přičemž bude nadále dominantně realizován skrze podporu příjmů a spotřeby domácností (Graf II.8). Oproti zimní prognóze, která pro letošek očekávala, že fiskální stimul již začne odeznívat, zahrnuje jarní prognóza další průběžně schvalovaná opatření na podporu domácností i firem v reakci na pokračování pandemie. Při výpočtu fiskálního impulzu zároveň došlo k úpravě metodologie a přechodu na využívání dílčích fiskálních multiplikátorů (viz BOX 2).

Graf II.6

Ekonomika se bude celý letošní rok pohybovat pod svým potenciálem, v příštím roce se záporná mezera výstupu téměř uzavře

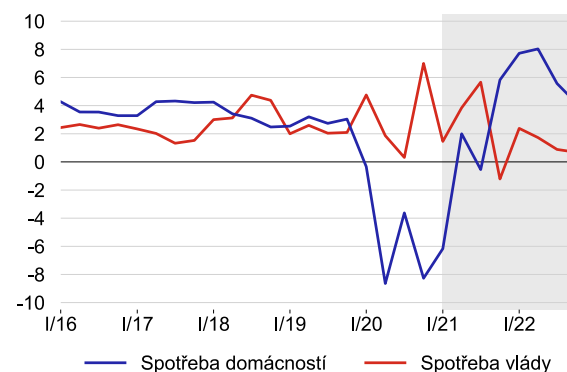
mezera výstupu v % z potenciálního produktu



Graf II.7

Růst spotřeby domácností se letos obnoví rychlým tempem, dynamika vládní spotřeby bude po většinu času kladná

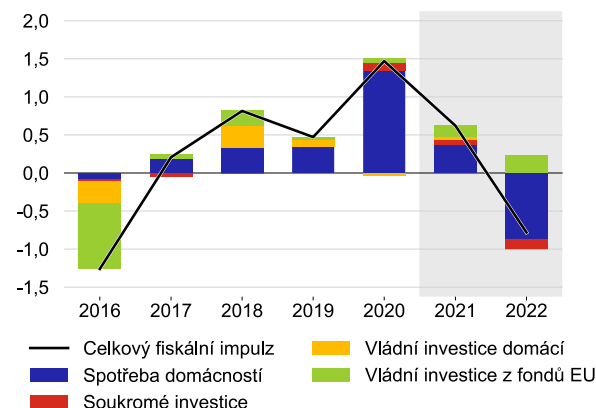
spotřeba domácností a vlády, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.8

Příspěvek fiskální politiky k dynamice HDP bude také letos kladný zejména skrze podporu příjmů a spotřeby domácností

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



BOX 2 Dílčí fiskální multiplikátory nově v prognóze ČNB

Důležitou součástí naší analytické a prognostické práce je rozklíčovat dopady fiskálních opatření na ekonomickou aktivitu. Pro kvantifikaci působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu využíváme v prognóze ČNB primárně fiskální impulz vyčíslený metodou „bottom-up“, pro jehož výpočet je hodnota fiskálního multiplikátoru jedním ze dvou určujících parametrů.¹

Doposud (od roku 2005) jsme k výpočtu fiskálního impulzu využívali jednotný fiskální multiplikátor ve výši 0,6 s tím, že jsme ho v případě potřeby expertně upravovali. Konkrétně v minulé prognóze jsme pracovali s fiskálním multiplikátorem ve výši 0,6, přičemž pro změny upravující zdanění práce (v reakci na zrušení superhrubé mzdy a navýšení slevy na poplatníka) jsme hodnotu multiplikátoru pro tuto oblast snížili na 0,3.

Dosavadní praxe však ukázala, že tento přístup má své limity. Hlavní motivací pro zlepšení přístupu je snaha zohlednit skutečnost, že různá diskreční opatření mají odlišný vliv na vývoj ekonomické aktivity. Z literatury² i vlastního ekonomického výzkumu víme, že diskreční fiskální opatření na straně příjmů působí na růst HDP méně než opatření na straně výdajů při stejném rozpočtovém dopadu. Dopady fiskálních opatření se zároveň různí i napříč výdajovými, resp. příjmovými skupinami. Navíc v době, kdy dochází k rozsáhlým diskrečním změnám na straně příjmů a výdajů vlády jako nyní v průběhu koronavirové pandemie, hraje významnou roli i struktura diskrečních opatření. Při výpočtu fiskálního impulzu proto nově používáme dílčí fiskální multiplikátory pro jednotlivé diskreční změny na straně příjmů a výdajů vlády.

Dílčí fiskální multiplikátory, které využíváme historicky poprvé v letošní jarní prognóze, jsme nastavili pro jednotlivé kategorie vládních příjmů a výdajů podle hodnot (Tab. 1), které vycházejí z dostupných empirických odhadů pro Českou republiku.³ Nastavení dílčích multiplikátorů respektuje převažující názor v odborné literatuře, že výdajové multiplikátory jsou vyšší než příjmové. V rámci vládních výdajů předpokládáme, že nejvyšší multiplikační efekt přináší dodatečné vládní investice. Důvodem je, že vládní investice vedle svého účinku na agregátní poptávku zlepšují produkční potenciál ekonomiky a také napomáhají k růstu soukromých investic. Zvýšení vládních investic tak přináší vyšší makroekonomický dopad do reálného HDP než navýšení sociálních dávek ve stejném finančním objemu. Naproti tomu nejnižší multiplikační efekt přináší změna zdanění kapitálu na straně vládních příjmů. Nízký multiplikátor je důsledkem toho, že na změnu zdanění kapitálu reagují investice, ale s ohledem na dodatečné náklady při úpravě velikosti investic je výsledná reakce přizpůsobení stavu kapitálu malá.

Přechod na výpočet fiskálního impulzu s využitím dílčích fiskálních multiplikátorů znamená, že se v průměru mírně snižuje odhadované působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v minulosti. Důvodem je skutečnost, že na diskreční fiskální opatření jsou aplikovány dílčí fiskální multiplikátory, které jsou ve většině případů nižší než doposud používaný jednotný multiplikátor ve výši 0,6. Metodická změna vede k poklesu odhadovaného kladného fiskálního impulzu pro pandemický rok 2020 o 0,3 procentního bodu. Odhadovaný dopad loňských diskrečních rozpočtových opatření do vývoje ekonomické aktivity však zůstává i tak vysoký (1,5 procentního bodu do růstu reálného HDP), což odráží výrazně expanzivní (stabilizační) působení fiskální politiky v minulém roce.

Dílčí fiskální multiplikátor představuje míru vlivu fiskální diskrece v dané příjmové nebo výdajové kategorii na změnu reálného HDP.

Tab. 1

Nastavení dílčích fiskálních multiplikátorů pro hlavní kategorie vládních příjmů a výdajů

Příjmy	
Sociální pojištění placené zaměstnavatelem	0,4
Spotřební daně	0,3
Zdanění práce	0,3
Zdanění kapitálu	0,1
Výdaje	
Vládní investice	0,7
Vládní spotřeba	0,6
Ostatní výdaje	0,5

Poznámka: Multiplikátor pro vládní spotřebu je relevantní pro mzdovou složku spotřeby vlády, která vstupuje do propočtu fiskálního impulzu. Nemzdové spotřební výdaje jsou zohledněny v modelové prognóze přímým kanálem spotřeby vlády.

1 Tomuto tématu se věnoval box Fiskální impulz v prognózách ČNB uvedený ve Zprávě o měnové politice – zima 2021.

2 Viz například Coenen, G. a kol. (2012): Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models, American Economic Journal, Macroeconomics, 4(1): 22–68.

3 Hodnoty multiplikátorů na příjmové straně a pro vládní spotřebu jsou nastaveny na základě satelitního fiskálního DSGE modelu ČNB odhadnutého pro ČR (Ambriško, R. (2016): Growth-Friendly Fiscal Strategies for the Czech Economy. CERGE-EI Working Papers wp563). Multiplikátor pro vládní investice je nastaven expertně na základě teorie a dostupných empirických odhadů.

Stabilizační fiskální opatření zmírňují negativní dopady pandemie v sektoru domácností

Spotřeba domácností setrvala v prvním čtvrtletí v důsledku přetrvávajících uzavírek v poklesu. Omezení nejvýrazněji ochromila odvětví obchodu, pohostinství a širokého spektra služeb. Negativně působil také zhoršený spotřebitelský sentiment. V opačném směru se projevila podpůrná fiskální opatření, nicméně vzhledem k omezené možnosti nákupu zboží a hlavně služeb očekáváme, že se část fiskálního stimulu odsune do zbytku roku.

Pokračující zchlazování na trhu práce se díky vládní podpoře v dynamice nominálního hrubého disponibilního důchodu odráží zatím jen mírně (Graf II.9). Ta bude až do poloviny roku za podpory oživujících příspěvků mezd a platů a příjmů podnikatelů výrazně převyšovat dynamiku spotřeby domácností. Míra úspor tak dále poroste na historicky nejvyšších úrovních. K jejímu poklesu (a tedy k předstihu dynamiky spotřeby před růstem disponibilního důchodu) začne docházet až od druhé poloviny roku v souvislosti s otevíráním ekonomiky. Přes postupný pokles se však bude míra úspor i na konci roku 2022 držet stále zřetelně nad předpandemickou úrovní z důvodu jen částečného čerpání předchozích nuceně vytvořených úspor, resp. tvorby opatrnostních úspor (viz BOX 3).

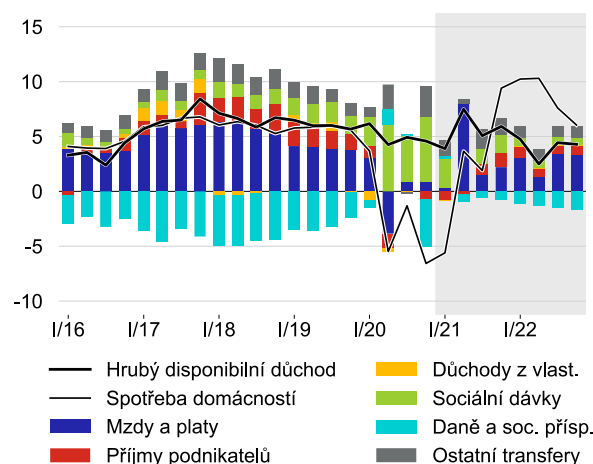
Po spotřebě lačné domácnosti se začnou s otevíráním ekonomiky vracet k normálním nákupním zvyklostem, budou navíc realizovat i část dříve nuceně odložené spotřeby

I přes dílčí uvolnění protipandemických opatření během druhého čtvrtletí ještě zůstane nemalá část služeb uzavřená, což bude dočasně brzdit oživování růstu spotřeby domácností. Zlom nastane během léta, kdy s rostoucí proočkovanosť populace a dalším, tentokrát již znatelným uvolněním opatření růst spotřeby domácností skokově zrychlí. V příštím roce bude spotřeba domácností tlumena vládními omezeními již jen zanedbatelně a v souhrnu vzroste o více než 6 %, a to i přes nárůst tržních úrokových sazeb. Předpandemické úrovně dosáhne spotřeba domácností v závěru roku 2022.

Graf II.9

Disponibilní důchod letos poroste celkově obdobným tempem jako loni, za dynamikou spotřeby domácností bude od konce roku znatelně zaostávat

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



BOX 3 Pandemie dramaticky zvýšila míru úspor domácností

Probíhající pandemie koronaviru a následná vládní opatření se od jara loňského roku promítají do společenského i ekonomického života. Českým domácnostem na jaře 2020 z důvodu uzavírek maloobchodu a služeb nezbylo nic jiného, než omezit svůj spotřebitelský apetit. Tyto okolnosti vedly při nadále solidní situaci na trhu práce ke skokovému nárůstu míry úspor domácností na bezprecedentně vysokou úroveň (Graf 1). Bližší pohled do struktury úspor a náš náhled, jakým způsobem bude s jejich částí naloženo skrz odloženou spotřebu, nabízíme v tomto boxu.

Pro účely naší analýzy jsme úspory rozdělili na běžné a dodatečné. Běžnými úsporami rozumíme takové úspory, které by domácnosti tvořily i bez pandemie v průběhu běžného hospodářského cyklu. Tuto část úspor počítáme jako součin dlouhodobého průměru míry úspor a reálného hrubého disponibilního důchodu (RHDD). Následně běžné úspory odečteme od celkově pozorovaných a tím získáme celkový objem dodatečných úspor, které domácnosti vytvořily v souvislosti s pandemií. V uvažovaném období pandemických uzavírek, tedy mezi prvním čtvrtletím loňského a letošního roku, takto domácnosti v souhrnu odložily stranou 260 mld. Kč dodatečných úspor ve stálých cenách (Graf 2).

Dodatečné úspory dále členíme na základě motivu domácností k jejich tvorbě, a to na opatrnostní a vynucenou část. Opatrnostní úspory si domácnosti tvoří kvůli obavě ze ztráty zaměstnání či snížení příjmu v době pandemie a mají do značné míry cyklickou povahu. Proto je velmi pravděpodobné, že při očekávání dalšího, i když pouze dílčího, zchlazení trhu práce nebude ani tato rezerva po otevření provozoven v dohledné době rozpuštěna. Vzhledem k vysoké vládní podpoře ekonomických subjektů během pandemie i nízkým úrokovým sazbám odrazujícím od tvorby dodatečných úspor jsou na základě naší analýzy opatrnostní úspory relativně malé. Většinu nadbytečných prostředků tak připisujeme vynuceným úsporám, které vznikly výhradně kvůli zavřeným obchodům a službám. Jejich velikost odhadujeme na přibližně 200 mld. Kč.

Velikost obou složek dodatečných úspor jsme identifikovali pomocí regresního modelu¹ na vzorku dat z předpandemického období. Opatrnostní složka vzniká odečtením běžných úspor od součinu modelově odhadnuté míry úspor a pozorovaného RHDD. Vynucené úspory jsou tedy dány rozdílem pozorovaných úspor a sumy běžných a opatrnostních úspor.

Očekáváme, že část vynucených úspor bude na odloženou (dodatečnou) spotřebu využívána zejména s otevřením maloobchodu a služeb od poloviny

Graf 1

Míra úspor se po uvolnění protipandemických opatření začne snižovat, ani do konce roku 2022 se však na předpandemickou úroveň nenavrátní

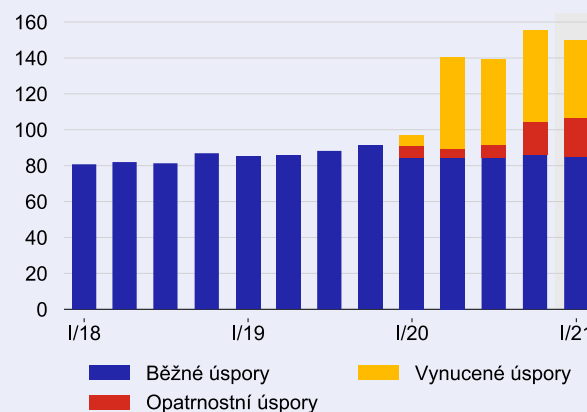
míra úspor v %



Graf 2

Vynucené úspory, dané znemožněním realizace spotřeby v době uzavírek, tvoří většinu dodatečných úspor domácností

úspory domácností v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



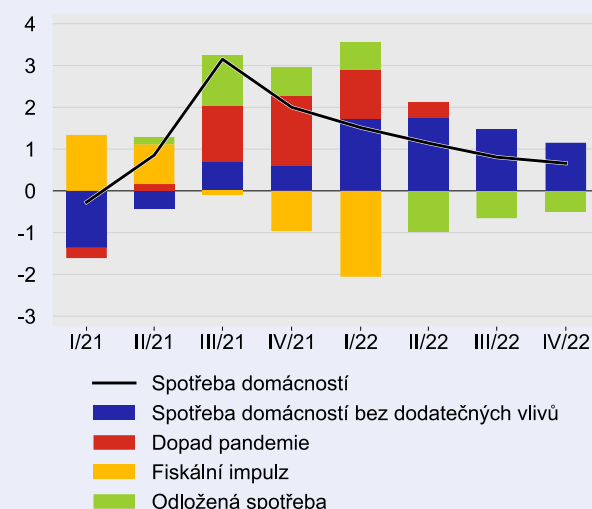
letošního roku. Lidé budou utrácet zejména za položky jako odívání a obuv, bytové vybavení, za dopravu, rekreaci, kulturu, sport, zábavu a stravovací služby. Na základě vah tohoto sortimentu ve spotřebním koši a objemu vynucených úspor odhadujeme, že odložená spotřeba bude činit přes 50 mld. Kč.

Z hlediska časové realizace odložené spotřeby očekáváme, že její postupné zvyšování potrvá až do počátku příštího roku, posléze začne její efekt odeznívat (Graf 3). Vedle toho budou na mezičtvrtletní dynamiku spotřeby domácností působit i další faktory. Ve druhém pololetí 2021 spotřebu urychlí samotný návrat jednotlivých odvětví k opětovnému normálnímu fungování, což zobrazuje příspěvek pandemie. Současně začne ve stejném směru působit také spotřeba domácností bez dodatečných opatření odrážející vidinu blízkého otočení situace na trhu práce. Ten se začne zlepšovat od začátku příštího roku. Naopak fiskální impulz začne s ukončením vládních podpůrných opatření dynamiku spotřeby domácností tlumit.

Graf 3

Efekt odložené spotřeby bude ve druhé polovině letošního roku výrazný

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



Poznámka: Dopad pandemie představuje vliv uzavírek ekonomiky, resp. následného návratu lidí k běžnému spotřebitelskému chování, například pokud jde o frekvenci návštěv kin (restaurací aj.). Nad rámec tohoto faktoru se projeví odložená spotřeba, tedy dočasně vyšší frekvence návštěv kin (restaurací aj.) než před pandemií.

1 Analýza vychází z materiálu [Mody, A., Ohnsorge, F., & Sandri, D. \(2012\). Precautionary Savings in the Great Recession. IMF Economic Review, 60\(1\), 114–138.](#) Vysvětlovanou proměnnou v modelu je míra úspor, jako vysvětlující proměnné do modelu vstupují očekávaná míra nezaměstnanosti, očekávaný RHDD, poměr bohatství/RHDD a úroková sazba 3M PRIBOR.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2020	2021	2022	
HDP	meziroční změny v % procentní body	-5,6 (0,2)	1,2 (-1,0)	4,3 (0,5)	Prognóza HDP se pro letošní rok přehodnocuje směrem dolů, a to kvůli delšímu trvání pandemie a zadrhnutí průmyslu v první polovině letošního roku.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	-5,2 (-0,2)	0,2 (-0,8)	6,3 (1,5)	Růst spotřeby domácností bude v letošním roce ve srovnání se zimní prognózou utlumenější. Projevují se totiž delší a plošnější uzavírky a jejich pozvolnější odevznávání.
Spotřeba vlády	meziroční změny v % procentní body	3,5 (1,0)	2,4 (0,7)	1,4 (-0,8)	V porovnání se zimní prognózou se růst spotřeby vlády posouvá letos mírně výše v návaznosti na dodatečné výdaje ve zdravotnictví, naopak v příštím roce bude o něco pomalejší.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	-8,1 (0,8)	-1,0 (-0,5)	4,0 (-0,3)	Prognóza fixních investic se pro letošní i příští rok lehce snižuje vlivem horší výchozí situace v průmyslu.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	-0,3 (0,1)	0,0 (-1,1)	-0,1 (0,4)	Dočasné přetížení globálních výrobních řetězců způsobilo snížení vývozní výkonnosti průmyslu a stlačilo očekávaný příspěvek čistého vývozu k HDP pro letošní rok dolů.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	-1,3 (-0,1)	-0,9 (0,0)	0,5 (0,0)	Výhled zaměstnanosti se oproti minulé prognóze nemění.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,6 (0,1)	3,5 (-0,1)	3,5 (0,0)	Mírnější ochlazení trhu práce se v letošním roce odrazí v nepatrně nižším nárůstu míry nezaměstnanosti ve srovnání se zimní prognózou.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	4,4 (1,2)	4,8 (-0,4)	3,7 (0,4)	Drobné přehodnocení mzdového růstu v jarní prognóze souvisí převážně se statistickými efekty.

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

Trh práce se dále mírně zchladí, mzdová dynamika přitom zůstane rozkolísaná

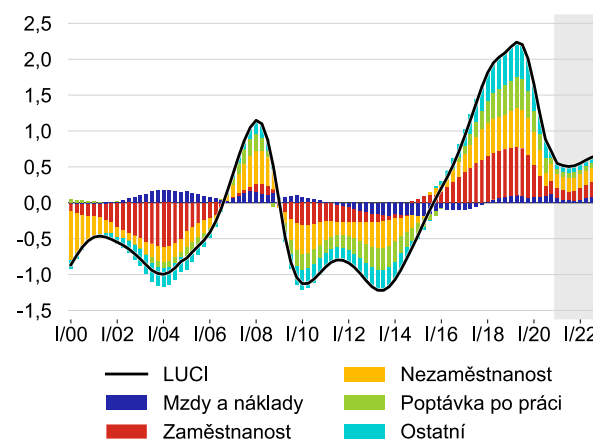
Zhoršená pandemická situace a s ní spojené ekonomické dopady na počátku letošního roku se projeví i na trhu práce, kde došlo k dalšímu mírnému ochlazení. Z dlouhodobého hlediska přesto zůstává celková situace na trhu práce nadále poměrně dobrá. To potvrzuje souhrnný indikátor trhu práce LUCI, který se stále nachází nad rovnovážnou úrovní (Graf II.10). Pozvolné zchlazování trhu práce bude pokračovat ještě v první polovině letošního roku a indikátor LUCI by se tak měl dále postupně snížit. S oživením trhu práce se v příštím roce opětovně lehce zvýší.

Mzdový vývoj v tržních odvětvích je nadále ovlivňován řadou jednorázových faktorů, které působí nad rámec fundamentálního vývoje. Jde především o statistické efekty plynoucí z výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetrovné či náhradu mzdy v případě karantény. Částečný výpadek mezd nastal rovněž u zaměstnanců, kteří nepracují z titulu překážek v práci v souvislosti s pandemií, přičemž někteří z nich čerpají pouze částečné náhrady mzdy. Na jaře (podobně jako v závěru loňského roku) dojde navíc k výplatám mimořádných

Graf II.10

Souhrnný indikátor trhu práce (LUCI) se letos dále mírně sníží, zůstane však nad svou rovnovážnou úrovní

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



„covidových“ odměn ve zdravotnictví.⁶ Uvedené vlivy se projeví zejména v letošním druhém čtvrtletí, kdy statisticky vykázaný meziroční růst mezd v tržních odvětvích výrazně zrychlí vlivem odeznění záporných statistických efektů z loňského roku v kombinaci s výplatou zmíněných mimořádných odměn ve zdravotnictví. Z hlediska ekonomické interpretace mzdového růstu tak dává více smysl sledovat odhadovaný růst fundamentálních mezd (Graf II.11).

Fundamentální mzdový růst v tržních odvětvích bude do poloviny letošního roku dále zpomalovat, poté dojde k obratu

Po odeznění negativních dopadů pandemie na trh práce v závěru roku začne růst fundamentálních tržních mezd pozvolna zrychlovat. Bude tomu tak v důsledku znovuootevření ekonomiky během jara a léta a zlepšujících se očekávání. Vzhledem k nejistotám ohledně budoucího vývoje a obvyklé velké setrvačnosti trhu práce zůstane nicméně mzdová dynamika utlumená až do konce roku 2022, přičemž se bude nacházet zřetelně pod svou dlouhodobou 5% úrovní.

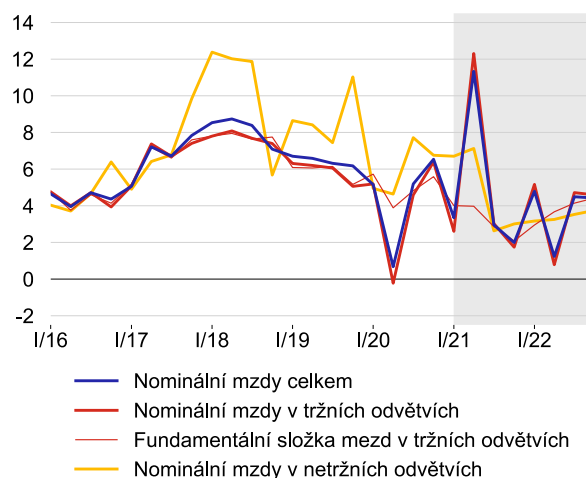
V netržních odvětvích bude letos pokračovat odeznění vysokého růstu platů z předchozích let. Od ledna se přitom na platech výrazně přidávalo zejména ve školství, mzdy ostatních zaměstnanců netržní sféry vzrostly jen mírně. Stejně jako v tržní sféře bude i v netržních odvětvích mzdová dynamika značně rozkolísaná. Budou za tím stát vliv základny loni vyplacených mimořádných odměn bezpečnostním složkám i statistické efekty v souvislosti s čerpáním ošetřovného.

Růst objemu mezd a platů bude na celém horizontu výrazně rozkolísaný v důsledku působení zmíněných mimořádných faktorů na dynamiku průměrných mezd. Na začátku letošního roku růst mzdového balíku sice zvolnil, ve druhém čtvrtletí však dojde naopak k jeho skokovému zrychlení vlivem zmíněné prudké akcelerace růstu průměrné mzdy. Ke znatelnějšímu a trvalejšímu oživení však bude mít dynamika mezd a platů našlápnuto až v příštím roce. To bude souviset s pozvolným oživením trhu práce v důsledku ekonomického oživení a zlepšených očekávání firem. Odezní tak pokles zaměstnanosti a zrychlí růst fundamentální složky tržních mezd. V reálném vyjádření se objem mezd a platů začne viditelněji zvyšovat také až v příštím roce (Graf II.12). To přispěje k pokračujícímu oživení růstu spotřeby domácností.

Graf II.11

Fundamentální mzdový růst nejprve dále zvolní, poté od konce letošního roku postupně oživí, růst mezd v netržních odvětvích letos prudce zpomalí

nominální mzdy, meziroční změny v %

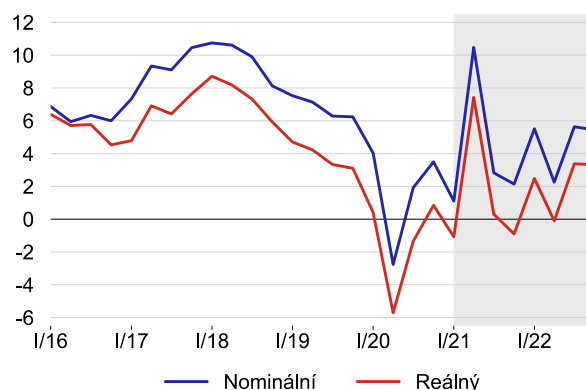


Fundamentální tržní mzda je oficiálně vykázaná mzda očištěná o některé jednorázové statistické efekty související s pandemií (vliv ošetřovného, karantén a částečných náhrad mezd) a o mimořádné odměny ve zdravotnictví a sociálních službách.

Graf II.12

Dynamika objemu mezd a platů zůstane rozkolísaná a celkově umírněná

objem mezd a platů, meziroční změny v %



⁶ Většina zdravotnických zařízení je provozována soukromými subjekty, a odměny jejich zaměstnancům jsou proto součástí mzdového vývoje v tržních odvětvích.

Pokles zaměstnanosti bude do konce roku postupně slábnout, počet lidí bez práce přitom vzroste jen mírně

Pokles počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky byl ve srovnání se snížením fyzického počtu zaměstnanců mnohem výraznější, neboť došlo k razantnímu zkracování průměrného úvazku. S opětovným nárůstem poptávky po práci v souvislosti se znovuotevřením ekonomiky zaznamená růst průměrného úvazku oživení o něco dříve, než tomu bude u počtu zaměstnanců, podobně jako tomu bylo při obnovení ekonomického růstu v minulosti.

Z odvětvového pohledu budou k poklesu zaměstnanosti přispívat zejména služby v tržních odvětvích, jako je například oblast ubytování a stravování. Snižování zaměstnanosti v průmyslu naproti tomu v polovině letošního roku odezní vlivem oživení zahraniční poptávky.

Obecná míra nezaměstnanosti se bude zvyšovat až do druhé poloviny letošního roku. K tomu dojde i přes vládní podpůrná opatření a stále solidní poptávku po práci v odvětvích, která nejsou pandemií přímo postížena (Graf II.13). To je vidět na stále vysokém počtu volných pracovních míst, resp. robustní tvorbě nových pracovních míst a pokračujícím zřetelném umístěování uchazečů o zaměstnání na pracovní pozice prostřednictvím Úřadu práce. Podobný průběh jako u obecné míry nezaměstnanosti očekáváme i u podílu nezaměstnaných osob.

Zaškobrtnutí průmyslu, počáteční špatná pandemická situace v zahraničí a domácí uzavírky se projeví nejprve v nevýrazném růstu vývozu zboží a služeb, který však ve druhém pololetí znatelně oživí

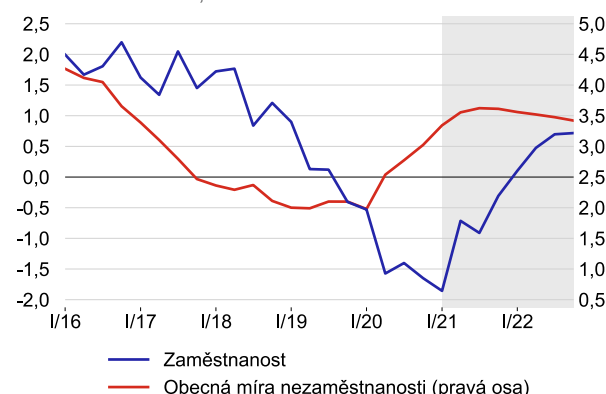
Domácí výrobci – zejména ti průmysloví – v úvodu letošního roku naráželi na nedostatek některých materiálů a dílů, což snížilo jejich vývozní výkonnost. Kvůli počáteční velmi nepříznivé epidemické situaci bude letos utlumený také vývoz služeb, zejména v oblasti cestovního ruchu. S následným otevřením domácí ekonomiky a uvolněním restrikcí také v zahraničí dojde i přes posilující kurz k rychlému oživení růstu vývozu, který v celoročním průměru dosáhne 8 %. Příští rok mírně zpomalí, zůstane však nadále výrazný.

Také meziroční dynamika dovozu bude letos rozkmitaná, zčásti vlivem srovnávací základny (Graf II.14). Dovozně náročná soukromá investiční aktivita přitom oživí až ve druhé polovině roku se zlepšením situace v investičně náročném průmyslu a s celkovým zlepšením sentimentu v podnikatelském sektoru. Také dovoz pro spotřebu domácností zrychlí až s otevřením ekonomiky. Ve výsledku tak letos bude příspěvek čistého vývozu k růstu HDP zhruba neutrální. To bude platit i v příštím roce při sblížení dynamik obou složek zahraničního obchodu.

Graf II.13

Zřetelný obrat na trhu práce přijde až v příštím roce

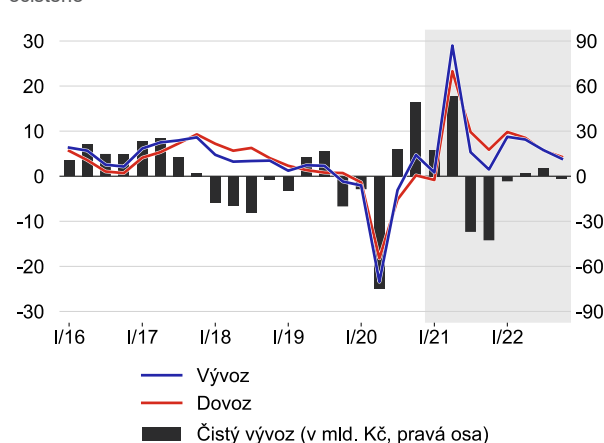
zaměstnanost, meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, seznámené očištěno



Graf II.14

Vývoz bude letos odrážet především přechodné klopýtnutí průmyslu, zatímco na vývoji dovozu se podepisují i domácí uzavírky

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



Investiční aktivita ve druhé polovině roku oživí vlivem otevření ekonomiky a opětovného rozběhnutí průmyslu

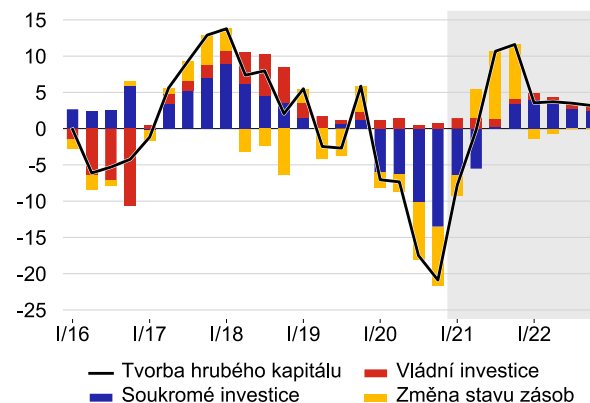
V utlumené dynamice fixních investic v první polovině letošního roku se projevuje hlavně zhoršený podnikatelský sentiment v odvětvích již rok omezovaných uzavírkami ekonomiky. Ve stejném směru působí i zmíněné výpadky produkce v průmyslu vlivem nedostatku některých materiálů a dílů. To bude zároveň motivovat firmy ke zvýšené tvorbě zásob zejména během první poloviny letošního roku (Graf II.15).

V blízké době se situace v průmyslu zlepší, nicméně zádrhele ve fungování mezinárodních hodnotových řetězců se podaří odstranit až během druhé poloviny roku. To spolu s otevřením ekonomiky a plným rozběhnutím průmyslu povede k oživení růstu soukromých investic. Vládní investice nadále solidně porostou na celém horizontu prognózy. I přesto úhrnné fixní investice letos poklesnou, byť již pouze mírně. Růst celkové tvorby hrubého kapitálu tak bude tažen již zmíněnou zvýšenou tvorbou zásob. V souhrnu tvorba hrubého kapitálu letos vzroste o 3 %. Příští rok její růst s přispěním všech složek mírně zrychlí.

Graf II.15

Soukromá investiční aktivita oživí svůj růst až během letošního druhého pololetí, zatímco investice vlády na celém horizontu prognózy stabilně porostou

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



III. INFLACE

Inlace se po nedávném poklesu do blízkosti 2% cíle v příštích čtvrtletích opětovně zvýší k horní hranici tolerančního pásma. To bude způsobeno nejprve skokovým nárůstem cen pohonných hmot, následně však začnou opět výrazně zdražovat i ceny potravin a koncem roku se obnoví také růst regulovaných cen. To vše bude probíhat při jen pozvolna klesající jádrové inflaci. Její pokles přitom budou brzdít znatelné domácí poptávkové tlaky a svižný růst průmyslových cen v zahraničí. Tyto faktory mají v nové prognóze výraznější proinflační působení než minule, a to vlivem přehodnocení zahraniční i domácí mezery výstupu do méně záporných hodnot. Celkové inflační tlaky se začnou zmírňovat až během podzimu v návaznosti na odeznění aktuálně zrychleného růstu dovozních cen. Příspěvek domácích cenových tlaků k celkovým nákladům bude naproti tomu na výhledu mírně narůstat. To vyplyne z postupného znovuotevírání domácí ekonomiky a také z pozvolného zrychlování růstu mezd. V příštím roce se s přispěním postupného zmírňování uvolněnosti měnových podmínek inflace vrátí do blízkosti inflačního cíle. Celkový cenový růst se přitom bude vlivem zvýšení spotřebních daní nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací.

Růst spotřebitelských cen ve zbytku letošního roku zrychlí k horní hranici tolerančního pásma, v příštím roce zpomalí do blízkosti cíle

Významným faktorem, kvůli kterému se celková inflace (Graf III.1) ve druhém čtvrtletí navrátí k horní hranici tolerančního pásma cíle, je skokové zrychlení meziročního růstu cen pohonných hmot (Graf III.2). V něm se projevují jak nízká srovnávací základna z minulého roku, tak nedávné výrazné zvýšení cen ropy. Příští rok se budou ceny u čerpacích stanic vlivem stabilních cen ropy a pozvolna posilujícího kurzu koruny lehce snižovat.

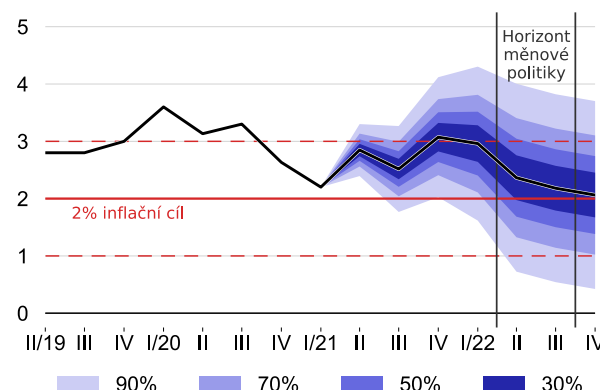
Růst cen potravin, který zůstává během první poloviny letošního roku dočasně utlumený, bude ve druhém pololetí znatelně zrychlovat (Graf III.2). Vedle citelných domácích poptávkových tlaků k tomu přispěje také zdražování agrárních komodit ve světě, na které reagují i domácí zemědělství výrobci a potravinářští producenti. Vedle zdražování rostlinné výroby ovlivní růst cen potravin rovněž opětovný výskyt afrického moru prasat v jihovýchodní Asii. Ten se projeví v domácích cenách vepřového masa v nejbližších měsících. Dynamika cen potravin bude koncem letošního roku kulminovat a s odezněním zmíněných proinflačních vlivů se postupně sníží ke 2 %.

Jádrová inflace se v prvním čtvrtletí – i přes dílčí zvolnění – nadále nacházela na zvýšených hodnotách, a to s přispěním růstu cen zboží i služeb. Ve druhém čtvrtletí se jádrová inflace dále mírně sníží (Graf III.2). To bude vedle odeznění části kladných sekundárních dopadů plynoucích z nepromítnutí loňských změn DPH do spotřebitelských cen odrážet i malou motivaci poskytovatelů služeb měnit ceny v době zpočátku pokračujících uzavírek. Domácí poptávka se přitom v tlaku na růst cen projevuje již s počínajícím uvolňováním protiepidemických opatření na konci jara a během léta, k čemuž přispěje i realizace odložené spotřeby.

Graf III.1

Inlace se v příštích čtvrtletích zvýší k horní hranici tolerančního pásma cíle, na horizontu měnové politiky klesne do blízkosti 2 %

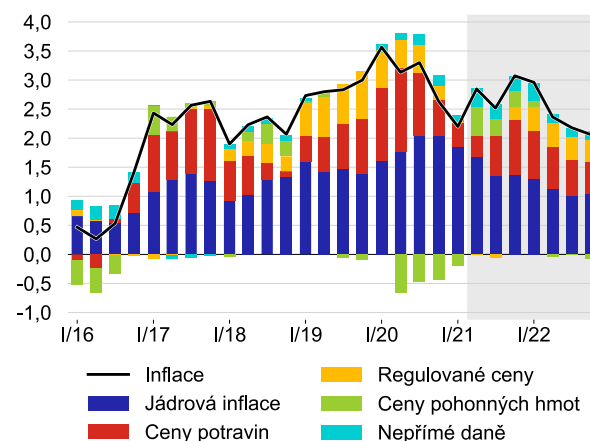
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

Cenovému růstu bude v nejbližších čtvrtletích dominovat jádrová inflace, přechodně utlumený příspěvek cen potravin se opět zvýrazní

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



To umožní nárůst ziskových marží prodejců zboží a poskytovatelů služeb, jejichž hospodaření bylo pandemií silně zasaženo. Zvýšením cen si podnikatelé budou chtít alespoň částečně kompenzovat ušlé tržby z doby předchozího uzavření ekonomiky. Uvedené vlivy budou ve druhé polovině letošního roku brzdít pokles jádrové inflace. Ve stejném směru bude v letošním roce působit i oživený růst cen průmyslových výrobců v zahraničí. Tyto faktory současně stojí za přehodnocením výhledu domácí jádrové inflace ve srovnání se zimní prognózou.

Naproti tomu na celém horizontu prognózy bude na pokles jádrové inflace působit posilující kurz koruny. Po odeznění výše zmíněných proinflačních vlivů se růst cenového jádra v průběhu příštího roku ustálí poblíž 2 %.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2020	2021	2022	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	3,2 (0,0)	2,7 (0,7)	2,4 (0,2)	Na přehodnocení prognózy inflace v letošním roce směrem nahoru se podílejí všechny její složky s výjimkou regulovaných cen, jejichž růst zůstává dočasně utlumený.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	3,1 (0,0)	0,3 (-0,3)	2,8 (0,1)	Za snížením dynamiky regulovaných cen pro letošní rok stojí zejména nižší ceny tepla.
Jádrová inflace	% procentní body	3,4 (0,0)	2,8 (0,7)	2,0 (0,0)	Výraznější oživení růstu cen v zahraničí a silnější domácí poptávka podporovaná ve větší míře odloženou spotřebou posouvají pro letošní rok výhled jádrové inflace výše.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	4,2 (0,0)	2,3 (0,8)	2,6 (0,3)	Ve vyšší dynamice cen potravin se odrážejí rychleji rostoucí ceny domácích zemědělských výrobců v reakci na silnější nárůst světových cen agrárních komodit.

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

Aktuálně zvýšené celkové inflační tlaky se zmírní až během podzimu s odezněním silného růstu dovozních cen

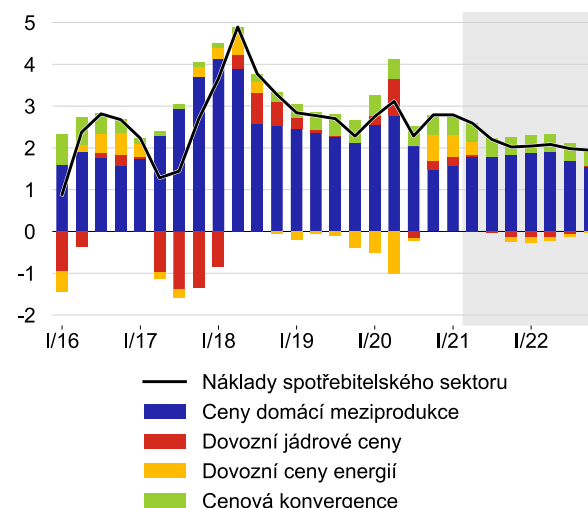
Dynamika celkových nákladů, která je společně s maržemi hybatelem růstu spotřebitelských cen, zůstala na přelomu roku 2020 a 2021 zvýšená (Graf III.3). Růst dovozních cen energií totiž působil značně proinflačně, což souviselo se skokovým zdražením ropy. To se projeví v kladném příspěvku energetické složky k růstu nákladů i ve druhém čtvrtletí.

Navzdory protiinflačnímu efektu znatelně posilujícího kurzu koruny budou jádrové dovozní ceny přispívat k vývoji celkových nákladů nejprve zhruba neutrálně. Přehřívání zahraničního průmyslu v podmínkách přechodných obtíží globálních výrobních a dodavatelských řetězců se totiž promítá do solidní dynamiky jádrové složky cen zahraničních výrobců v letošním roce. Současně bude dovozní ceny v nejbližších měsících zvyšovat pozorované zdražování agrárních komodit na světových trzích.

Graf III.3

Celkové inflační tlaky se letos postupně zklidní, růst nákladů se pak ustálí poblíž své rovnovážné úrovně s dominantním příspěvkem domácí ekonomiky

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



Celkové inflační tlaky se postupně zmírňují v souvislosti s přechodem obou složek dovozních cen – jádrové i energetické – do protiinflačního působení. K tomu přispěje pokračující posilování kurzu koruny a od letošního podzimu i opětovně utlumená mezičtvrtletní dynamika zahraničních průmyslových cen.

Dominantní příspěvek domácí ekonomiky k celkovým nákladům bude naopak po většinu času mírně narůstat

Dynamika domácích nákladů zůstala na přelomu loňského a letošního roku utlumená, nízko se udrží i během jarních měsíců (Graf III.4). K tomu přispívá především postupné zchlazování trhu práce, které snížilo kladný příspěvek mezd. Dočasné zhoršení výkonu českého průmyslu při pokračujících uzavírkách ve službách a maloobchodě se v prvním čtvrtletí projevilo v záporném příspěvku ceny kapitálu. Tento protiinflační efekt však současně kompenzovala zhoršená efektivita práce. Obezřetné rozvolňování plošných epidemiologických opatření během jara bude příspěvky kapitálu a efektivity práce držet dočasně utlumené.

Od poloviny letošního roku se dynamika domácích nákladů začne zvyšovat v souvislosti se skokovým nárůstem domácí poptávky. Dojde totiž nejen k obnovování běžného spotřebitelského chování, ale také k efektu dodatečného uspokojování spotřebitelského apetitu a utrácení nuceně vytvořených úspor. Ekonomické oživení, které bude zároveň podpořeno nárůstem vývozu vlivem odeznění obtíží v průmyslu, přispěje k postupnému zvyšování příspěvku mezd. Cenové tlaky z domácí ekonomiky však bude do značné míry tlumit zlepšování efektivity práce v důsledku návratu lidí na pracoviště po ukončení uzavírek ve službách a maloobchodě. Po dočasném vzednutí se celková dynamika domácích nákladů během příštího roku ustálí v blízkosti své rovnovážné úrovně.

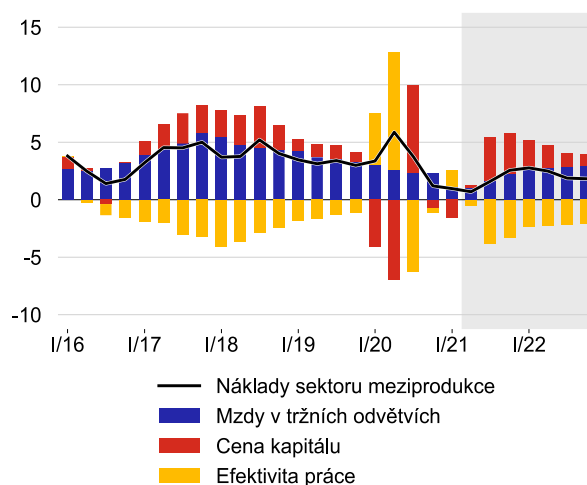
Po většinu roku nevýrazná dynamika regulovaných cen se začne na podzim prudce zvyšovat s tím, jak odezní dočasný pokles cen energií

Zlevnění elektřiny a plynu od konce loňského roku nebude mít dlouhého trvání (Graf III.5). Znatelný nárůst cen energií pro domácnosti je očekáván na podzim při úpravě ceníků na novou topnou sezónu. Zejména ceny elektřiny budou ovlivněny aktuálně rekordně vysokou cenou emisních povolenek. Zdražovat zároveň budou i vodné a stočné spolu s dalšími regulovanými položkami v rámci spotřebního koše. To na přelomu roku 2021 a 2022 vyústí v postupné zrychlení dynamiky regulovaných cen až k 3 %. S přispěním všech hlavních položek, z nichž dominantní vliv budou mít rostoucí ceny elektřiny, setrvá růst regulovaných cen zvýšený i po celý příští rok.

Graf III.4

Zpočátku utlumený růst domácích nákladů se v průběhu letošního roku navrátí ke své dlouhodobě rovnovážné úrovni

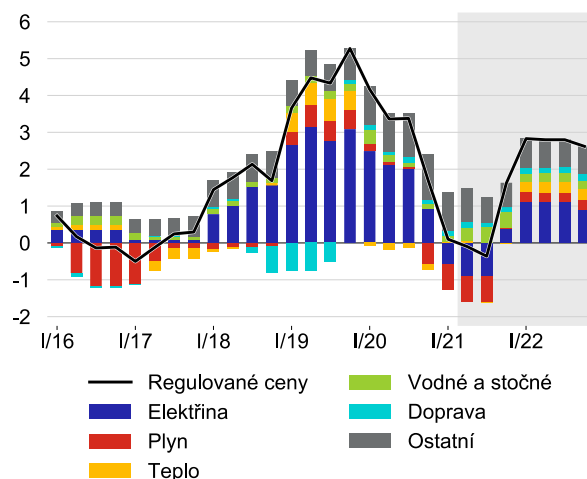
náklady sektoru mezispotřebních statků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.5

Dynamika regulovaných cen bude utlumená pouze dočasně, na podzim začne opětovně zdražování, které v příštím roce nabere na síle

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



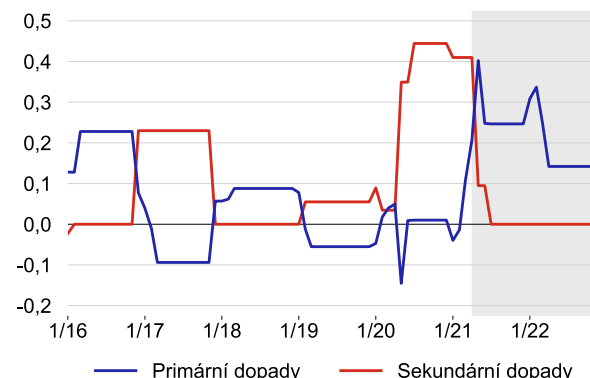
K celkové inflaci mírně nad cílem povedou na horizontu měnové politiky dopady změn spotřebních daní

Vedle postupného odeznívání dopadů změn DPH a spotřebních daní z ložského a počátku letošního roku se v inflaci letos projeví i únorové zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Ta se přitom v další vlně zvýší i počátkem příštího roku, a to o 5 %. Podle očekávání se to plně promítne do zdražení cigaret. Celkový dopad této změny do inflace v příštím roce odhadujeme na zhruba 0,1 procentního bodu (Graf III.6). Měnověpolitickou inflaci tyto změny neovlivní, a proto na ně nebude měnová politika reagovat. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny způsobených odpovídajícím promítnutím změn nepřímých daní, od kterých centrální banka odhlíží. Měnověpolitická inflace se tak na horizontu měnové politiky sníží k inflačnímu cíli (Graf III.7), což bude podpořeno také postupným zmírňováním uvolněnosti měnové politiky.

Graf III.6

Primární dopady změn nepřímých daní budou v letošním i příštím roce odrážet zvýšení spotřební daně na tabák, sekundární dopady loňských změn DPH letos odezní

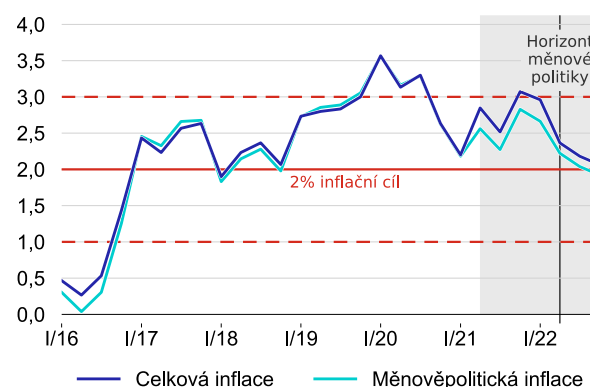
primární a sekundární dopady změn daní, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.7

Měnověpolitická inflace na horizontu měnové politiky klesne k 2% cíli, celková inflace zůstane vlivem dopadů změn spotřebních daní lehce nad cílem

celková a měnověpolitická inflace, v %



BOX 4 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech

Součástí péče o cenovou stabilitu jako hlavního mandátu ČNB je pravidelné zpětné hodnocení plnění inflačního cíle a určení příčin, které vedly k případným odchylkám skutečného cenového růstu od cíle centrální banky. Toto vyhodnocení bylo do roku 2020 tradiční součástí Zprávy o inflaci a od letoška se stává součástí její nástupkyně, tedy Zprávy o měnové politice. Tento přístup je projevem vysoké transparentnosti měnové politiky ČNB, resp. odpovědnosti, kterou tato instituce cítí ve vztahu k odborné i široké veřejnosti.

Počínaje touto zprávou budeme pravidelně jednou ročně vyhodnocovat odchylku měnověpolitické inflace od 2% cíle na horizontu předchozích osmi čtvrtletí. Aktuálně se jedná o období od druhého čtvrtletí 2019 do začátku letošního roku. Inflace se po většinu hodnoceného období nacházela poblíž horní hranice tolerančního pásma 2% cíle ČNB, resp. přechodně vzrostla i nad ni (tedy nad 3 %). V závěru roku 2020 a na počátku roku 2021 se pak inflace snížila do blízkosti cíle (Graf 1). Výsledky analýzy poskytují pohled na původ inflačních tlaků, kterým měnová politika v minulosti čelila. Odchytky inflace od cíle jsou prezentovány formou rozkladu (Graf 2) na příspěvky jednotlivých skupin neočekávaných strukturálních šoků¹, které byly identifikovány pomocí jádrového predikčního modelu g3+.²

Ekonomický vývoj v zahraničí v minulých dvou letech trvale působil výrazně protiinflačně. Nejvýraznější vliv zde měly zahraniční ceny průmyslových výrobců, které rostly v roce 2019 jen mírně a loni dokonce klesaly. Protiinflační efekt zahraničí byl v loňském roce zesílen bezprecedentním propadem globální ekonomiky po vypuknutí pandemie koronaviru.

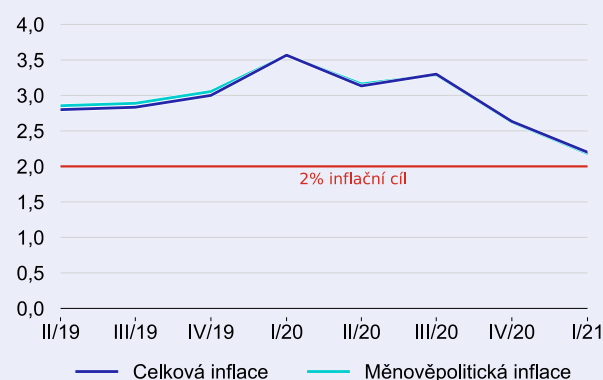
Do konce loňského roku citelně přehřátá domácí ekonomika naopak k odchylce inflace od cíle přispívala kladně. V roce 2019 její proinflační působení odráželo jak citelný nárůst regulovaných cen, tak zejména pokračující svižný mzdový růst v důsledku značného napětí na trhu práce. K jeho jen částečnému zchlazení došlo až v průběhu loňského roku, kdy byla česká ekonomika zasažena negativními dopady pandemie koronaviru. Dopady první vlny pandemie na českou ekonomiku loni na jaře byly v souhrnu proinflační, neboť zhoršení efektivity práce převážilo nad propadem ekonomické aktivity. V průběhu loňského roku však utlumená domácí poptávka růst cen přibrzdžovala čím dál výrazněji, a to v důsledku podzimního znovuzavedení, resp. zpřísnění vládních protiepidemických omezení zaměřených na maloobchod a služby. Počátkem roku 2021 dokonce efekt utlumené domácí poptávky převážil nad proinflačním působením dočasně zhoršené efektivity práce.

Hlavním úkolem měnové politiky je udržování cenové stability. ČNB od ledna 1998, tj. více než dvacet let, uplatňuje režim cílování inflace, v němž usiluje o udržení inflace poblíž předem vyhlášeného cíle. Ten má od roku 2010 podobu meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen ve výši 2 % s tolerančním pásmem ± 1 procentní bod. Cíl na této úrovni odpovídá praxi vyspělých ekonomik.

Graf 1

Inflace se v pozorovaném období nacházela nad 2% cílem, do blízkosti cíle klesla na přelomu minulého a letošního roku

celková a měnověpolitická inflace v %

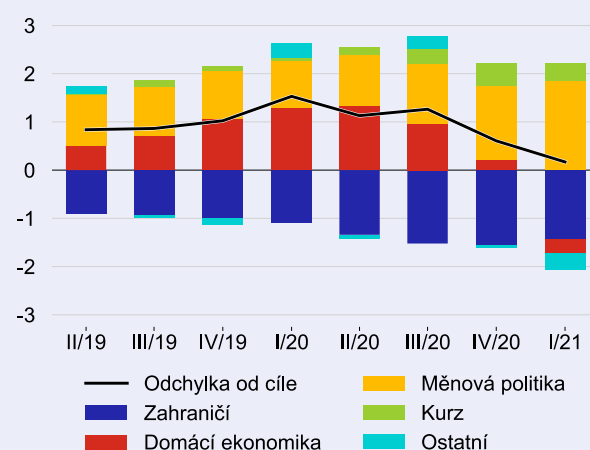


Měnověpolitická inflace je inflace, na kterou v prognóze reaguje měnová politika. Je definována jako celková inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní.

Graf 2

Výrazně kladná odchylka inflace od cíle v loňském roce byla způsobena zejména předchozím přehřátím domácí ekonomiky a uvolněným nastavením měnových podmínek

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



Měnová politika ve zpětném pohledu působila až do konce loňského roku nadměrně uvolněně. V roce 2019 to odráželo zvýšenou obezřetnost centrální banky při měnověpolitickém rozhodování o dalším zvyšování úrokových sazeb, a to v návaznosti na pociťovanou výraznou nejistotu ohledně vývoje v mezinárodním obchodě. Hladina úrokových sazeb se tak před propuknutím pandemie nacházela pod úrovní, která by odpovídala standardní reakční funkci měnové politiky. Prognóza ze začátku roku 2020 signalizovala zvýšení inflace nad horní hranici tolerančního pásma cíle. Důvodem byly především sekundární dopady spojené se změnami nepřímých daní (pokles DPH) v situaci přetrvávajících silných fundamentálních inflačních tlaků v domácí ekonomice. V souladu s prognózou ze Zprávy o inflaci I/2020 bankovní rada v únoru zvýšila úrokové sazby o 25 bazických bodů.

V březnu 2020 byl však do té doby poklidný hospodářský a měnový vývoj nemilosrdně přerván propuknutím celosvětové pandemie koronaviru. V celém světě přijímaná protiepidemická opatření zasáhla světový obchod a omezila sociální kontakty, což negativně ovlivnilo ekonomickou aktivitu a spotřebitelské a investiční chování domácností i firem. Výsledkem byl hluboký hospodářský propad jak v České republice, tak v zahraničí, na který reagovaly státy svými rozpočtovými a měnovými politikami. Také ČNB na nepříznivý ekonomický vývoj a výhled snížení inflace odpověděla rychlým a razantním snižováním úrokových sazeb.³ K uvolnění měnových podmínek přispělo i výrazné oslabení kurzu koruny, který tak zafungoval jako automatický stabilizátor (přízpusobovací mechanismus). Lze říci, že na začátku letošního roku uvolněné působení obou složek měnových podmínek vyvažovalo protiinflační působení zahraniční i domácí ekonomiky.

Bankovní rada na svých zasedáních v roce 2019 vnímala nejistoty a rizika tehdejších makroekonomických prognóz zpočátku jako vyrovnané a později jako protiinflační, zejména v důsledku obav z výraznějšího zpomalení růstu poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů ČR. V roce 2020 pak bankovní rada opakovaně hodnotila nejistoty a rizika prognóz jako velmi výrazné. Za hlavní riziko považovala průběh pandemie a její ekonomické a cenové dopady. V potaz brala také další nejistoty týkající se reakce domácí fiskální politiky, vnitropolitického vývoje ve Spojených státech, způsobu odchodu Spojeného království z Evropské unie a skladby nabídkových a poptávkových faktorů stojících za vývojem inflace. Významnou nejistotu představoval pro bankovní radu také vývoj měnového kurzu, který loni značně kolísal.

Inflace se zejména setrvačným vlivem předchozího přehřátí ekonomiky pohybovala po většinu roku 2020 nad horní hranici tolerančního pásma a až v jeho závěru se snížila do blízkosti 2% inflačního cíle. Z tohoto hlediska lze konstatovat, že měnová politika měla být v roce 2019 přísnější. Nicméně v loňském roce její uvolněné působení vyvážilo protiinflační vlivy plynoucí z dopadů pandemie. S výhodou dnešní znalostí výrazných dopadů a rizik spojených s aktuálním ekonomickým vývojem lze také říci, že měnová politika si v období před pandemií vytvořila dostatečný prostor pro uvolnění úrokových sazeb, který využila na jaře loňského roku. Díky tomu se na rozdíl od jiných centrálních bank ČNB obešla bez použití nekonvenčních měnověpolitických nástrojů. Inflační očekávání zůstávají pevně ukotvena 2% cílem a ČNB svůj mandát cenové stability plní.

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

1 Neočekávané strukturální šoky poskytují modelovou interpretaci vývoje ekonomických veličin.

2 Jádrový predikční model g3+ je používán pro přípravu makroekonomických prognóz ČNB, které jsou klíčovým podkladem při rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky. Současně model g3+ slouží k vyhodnocení naplnění předchozích prognóz včetně určení zdrojů odchylek skutečnosti od hodnocených predikcí i inflačního cíle. Blíže viz working paper [The g3+ Model: An Upgrade of the Czech National Bank's Core Forecasting Framework](#), ČNB WP 7/2020.

3 Podrobněji se opatřením ČNB v reakci na nákazu covid-19 věnoval box ze Zprávy o inflaci III/2020.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na květnovém měnovém jednání jednomyslně ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako méně výrazné než v předchozích prognózách a v souhrnu jako zhruba vyrovnané. Rizikem prognózy je pozvolnější ústup pandemie spojený s dlouhodobějšími uzavírkami a cyklickým útlumem v domácí i zahraniční ekonomice, což by mohlo mít protiinflační dopady. Riziko v opačném směru plyne z narušeného fungování globálních výrobních a dodavatelských řetězců a jeho promítání do cen.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich nárůstem zhruba od poloviny letošního roku

Počáteční stabilita tržních úrokových sazeb odráží pokračující potřebu uvolněné měnové politiky reagující na dopady pandemie a vládních protiepidemických omezení, především pak na pokračující uzavírky ve službách a maloobchodě. Cenové tlaky z domácí i zahraniční ekonomiky, obnova hospodářského života ve zbytku letošního roku a další zlepšování ekonomické aktivity v roce příštím si vyžádají zhruba od poloviny letošního roku nárůst tržních úrokových sazeb (Graf IV.1). Proinflačně bude působit zejména nárůst spotřebitelské poptávky spojený s postupným znovuootevíráním ekonomiky v průběhu letošního léta a podzimu. Na růst cen budou tlačit rovněž zlepšení kondice průmyslu a postupné oživení dynamiky mezd. Zmírňování uvolněnosti úrokové složky měnových podmínek směrem k jejímu neutrálnímu nastavení bude pokračovat i během příštího roku, kdy dojde k návratu ekonomické aktivity na předkrizovou úroveň při poklesu inflace do blízkosti 2% cíle ČNB.

Kurz koruny bude dále posilovat

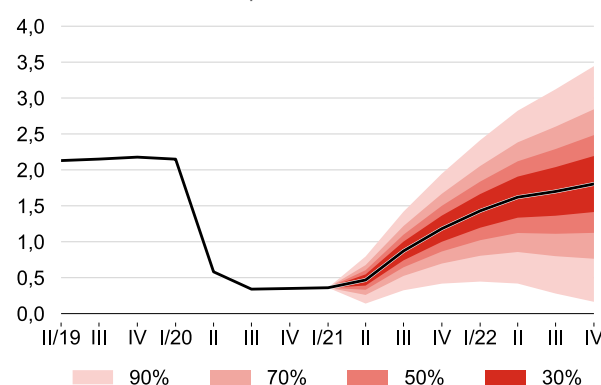
Kurz koruny byl ovlivněn epidemickou situací. Vlivem zhoršeného vývoje pandemie na přelomu února a března koruna krátkodobě oslabila. V průběhu března začala koruna opětovně posilovat ve světle postupně se zlepšující tuzemské epidemické situace. Od počátku roku je přitom patrný růst zájmu zahraničních investorů o investice do korunových aktiv. V souhrnu koruna od počátku roku vůči euru zpevnila. Průměrná hodnota kurzu činila v prvním čtvrtletí 26,1 CZK/EUR, na konci dubna se kurz pohyboval kolem hodnoty 25,9 CZK/EUR. Koruna posilovala i vůči americkému dolaru.

Očekáváme, že kurz koruny ve druhém čtvrtletí dosáhne průměrné úrovně 25,8 CZK/EUR. To odráží především zlepšující se epidemickou situaci. Odeznívání dočasného zadrhnutí průmyslu a pozvolné znovuootevírání ekonomiky spojené s postupnou proočkovanosťou obyvatelstva povedou k dalšímu zpevňování kurzu (Graf IV.2). K tomu přispěje i rozšiřující se úrokové rozpětí vůči eurozóně

Graf IV.1

Úrokové sazby jsou na prognóze zpočátku stabilní, zhruba od poloviny letošního roku se začínají zvyšovat

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Tržní úrokové sazby 3M PRIBOR jsou referenční sazby peněžního trhu se splatností tři měsíce, které mají úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je dvoutýdenní (2T) repo sazba, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a aktuálně činí 0,1 p. b.

dané růstem domácích tržních sazeb. Do konce příštího roku tak kurz posílí mírně pod hladinu 25 CZK/EUR.

Tržní výhled úrokových sazeb se nachází oproti prognóze ČNB níže, trajektorie kurzu očekávaná analytiky leží blízko prognóze centrální banky

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA zůstal od únorového měnového zasedání bankovní rady zhruba stabilní. Trh tak nadále očekává pozvolný nárůst sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu (Graf IV.3). To je v souladu s očekáváním analytiků ze šetření IOFT a FECF. Analytici jednomyslně očekávali zachování 2T repo sazby na 0,25 % na květnovém měnovém zasedání bankovní rady. V ročním horizontu většina analytiků očekává zvýšení základní sazby ČNB na 0,50 %, resp. 0,75 %, podle dvou z nich bude repo sazba zvýšena dokonce na 1 %. Vyhledy na postupné zvyšování základních úrokových sazeb se promítají také do jejich výhledu kurzu koruny. Analytici v průměru očekávají jeho mírné posilování (Tab. IV.1), podobně jako prognóza ČNB. Jejich komentáře však zdůrazňují vysokou nejistotu, která souvisí zejména s dopadem koronavirové pandemie na budoucí ekonomický vývoj. Nejistota se odráží také v širokém rozpětí odhadů. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu roku dosahuje téměř dvě koruny.

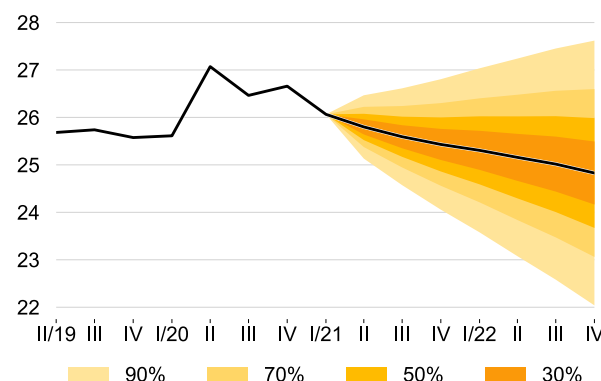
Komunikace členů bankovní rady vyznívala ve prospěch stability sazeb

Komunikace členů bankovní rady v týdnech před květnovým měnovým jednáním avizovala stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na tomto zasedání. K prvnímu zvýšení 2T repo sazby by mohlo podle některých členů bankovní rady dojít ve druhé polovině letošního roku. Podle většinového názoru však vysoká míra nejistoty znamená, že komunikace bankovní rady ohledně budoucí normalizace měnové politiky by neměla být svazována s konkrétním časovým okamžikem, ale podmíněna zřetelnými signály ustupující pandemie.

Graf IV.2

Koruna bude posilovat, do konce příštího roku zpevní mírně pod 25 CZK/EUR

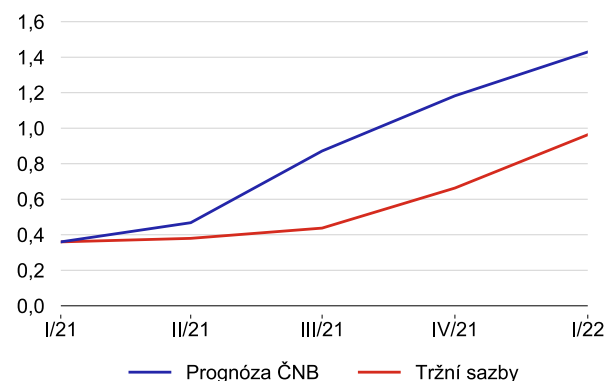
kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf IV.3

Tržní výhled sazeb leží oproti prognóze ČNB níže

3M PRIBOR, FRA v %

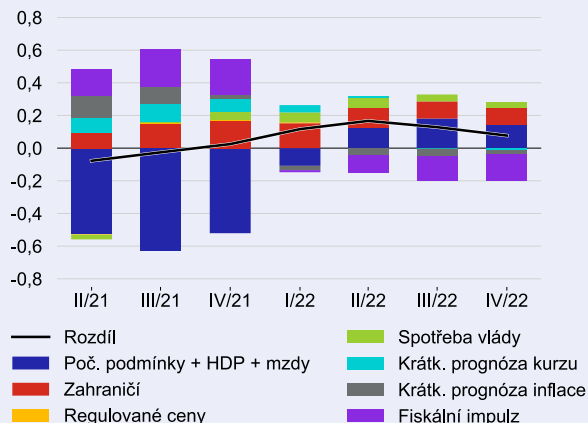


Poznámka: Tržní sazby představují pro I/21 a II/21 3M PRIBOR, pro III/21 až I/22 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 30. dubnu 2021.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Trajektorie úrokových sazeb je nejprve obdobná jako v minulé prognóze, v příštím roce se posouvá lehce výše

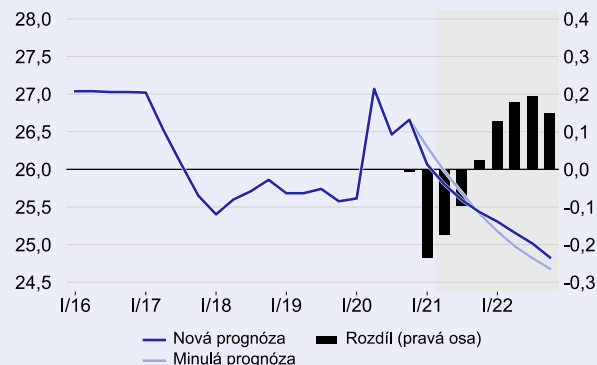
rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



- Krátkodobě horší domácí ekonomický výhled se odráží v počátečním záporném příspěvku kategorie **počáteční podmínky + HDP + mzdy**, naopak v příštím roce je oživení české ekonomiky znatelnější a vede k vyšším sazbám
- Směrem k mírně vyšším sazbám dočasně působí **fiskální impuls**, který se na rozdíl od minulé prognózy posunul pro letošní rok do expanzivního působení vlivem mohutnější vládní podpory domácí ekonomiky
- **Zahraniční vývoj**, především výhled o něco méně uvolněné měnové politiky ECB spolu s vyšší cenou ropy, tlačí na lehce vyšší domácí sazby
- **Krátkodobá prognóza domácí inflace** působí v nejbližších čtvrtletích směrem k lehce vyšším sazbám
- K lehce vyšším sazbám přispívá i **krátkodobá prognóza kurzu**, neboť změna interpretace zahraničního HDP směrem k jeho méně protiinflačnímu počátečnímu působení je konzistentní se silnějším kurzem koruny ve druhém čtvrtletí oproti jeho krátkodobé prognóze

Výhled kurzu koruny zůstává podobný jako v zimní prognóze

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



- Trajektorie kurzu zhruba odpovídá minulé prognóze
- Na nejbližším výhledu se v lehce silnějším kurzu koruny promítá především jeho hodnota pozorovaná v polovině dubna
- Následné mírnější zpevnování koruny ve srovnání se zimní prognózou odráží výhled pozvolnějšího domácího oživení v tomto roce

Delší období nízké úrovně 2T repo sazby se postupně promítlo do tržních a klientských úrokových sazeb, v poslední době se však vývoj obrací

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstávají na úrovních dosažených na počátku května loňského roku. Tehdy ČNB výrazně snížila svoji základní sazbu v reakci na očekávané negativní ekonomické dopady pandemie. Sazby s delší splatností se začaly zvyšovat v závěru loňského roku, v průběhu prvního čtvrtletí pak došlo

k dalšímu růstu jak domácích sazeb IRS, tak výnosů státních dluhopisů.⁷ Tento vývoj zpočátku odrážel komunikaci ČNB ohledně budoucí normalizace měnové politiky, později převážil vývoj na zahraničních finančních trzích (Graf IV.4).

Úroková sazba z úvěrů na bydlení v prvním čtvrtletí setrvala na nízké úrovni v blízkosti 2 %. Růst tržních úrokových sazeb s delší splatností však vytváří tlak na zdražení hypoték. Úroková sazba z úvěrů podnikům v posledním období lehce vzrostla a pohybuje se též v blízkosti 2 %. K tomu přispěl růst úrokových marží bank odrážející jejich zesílené vnímání rizik a mírné zhoršení kvality úvěrových portfolií. Ex ante reálné úrokové sazby se v uvedených segmentech nacházejí v blízkosti nulových hodnot, u vkladů jsou záporné.

Pokračuje silný růst úvěrů na bydlení, naopak dynamika úvěrů domácnostem na spotřebu a úvěrů podnikům oslabila

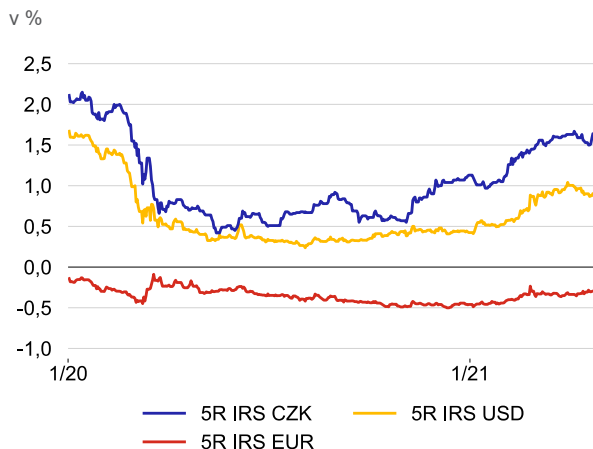
Dynamika úvěrů na bydlení v prvním čtvrtletí dále vzrostla. V jejím vývoji se promítal růst poptávky podpořený nízkou úrovní úrokových sazeb z hypoték a omezením obav z případného poklesu cen nemovitostí v souvislosti s pandemií koronaviru. Vliv zřejmě mělo i loňské uvolnění makroobezřetnostních nástrojů ČNB. Dle prognózy růst úvěrů na bydlení v průběhu tohoto roku zvolní, zejména v důsledku očekávaného růstu úrokových sazeb. Také podle Šetření úvěrových podmínek banky v souhrnu očekávají snížení poptávky po úvěrech na bydlení ve druhém čtvrtletí. Dynamika úvěrů na spotřebu ovlivněná snížením poptávky i nabídky zůstane v letošním roce utlumená.

U podnikových úvěrů přetrvává oslabená poptávka po úvěrech investičního charakteru, zatímco poptávka po provozním financování se zvýšila. Banky pro druhé čtvrtletí letošního roku neočekávají významnou změnu poptávky po úvěrech v tomto segmentu. Prognóza ČNB také předpovídá stagnaci úvěrů podnikům ve druhém čtvrtletí a následně rychlé oživení jejich růstu v průběhu druhé poloviny roku v souvislosti se zvýšením ekonomické aktivity (Graf IV.5).

Vlivem odložené spotřeby a zvýšené obezřetnosti pokračoval silný růst vkladů domácností u bank a nárůst míry hrubých úspor. V podmínkách vysokých nejistot se zvýšila i dynamika podnikových vkladů.

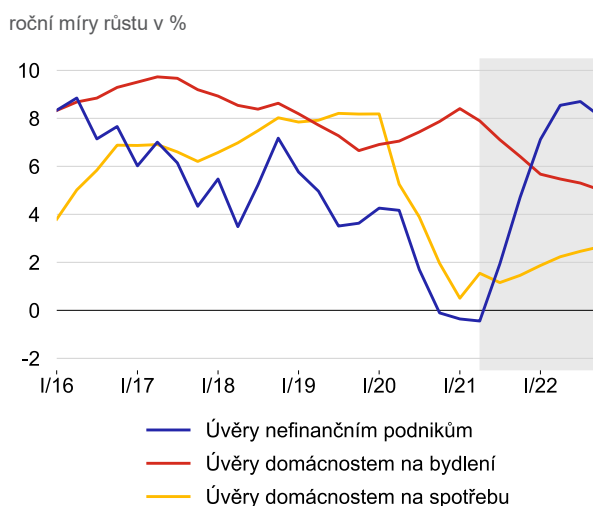
Graf IV.4

Domácí úrokové sazby s delší splatností od počátku roku vzrostly podobně jako sazby v zahraničí, zejména v USA



Graf IV.5

S oživením ekonomické aktivity zrychlí růst úvěrů podnikům, růst úvěrů na bydlení naopak zvolní



⁷ To se projevilo i v primárních aukcích státních dluhopisů, které Ministerstvo financí ČR emitovalo, aby si stát zajistil prostředky k financování přijatých fiskálních stabilizačních opatření. Výnosy dluhopisů vzrostly až o 1 procentní bod. Během prvních čtyř měsíců roku 2021 byly na primárním trhu vydány státní pokladniční poukázky a státní dluhopisy s různou splatností v celkovém objemu 266 mld. Kč, tedy téměř polovina plánované výpůjční potřeby na tento rok.

Rizikem naplňování základního scénáře prognózy zůstává pozvolnější ústup pandemie spojený s prodlužováním uzavírek doma i v zahraničí

I přes postupný nárůst kolektivní imunity vůči koronaviru, ať už díky očkování, nebo po prodělaném onemocnění, není zřejmé, jak rychle bude probíhat rozvolňování protiepidemických opatření.⁸ Potíže při výrobě a distribuci vakcín navíc mohou proces vakcinace u nás i ve světě zpomalit. Problémem může být i zaostávající tempo vakcinace v méně vyspělých zemích, které se tak pro zbytek světa mohou snáze stát zdrojem nových mutací koronaviru, proti nimž by současné vakcíny nemusely být účinné. Přetrvávající obavy z koronaviru přitom mohou vést k delším uzavírkám jak v domácí, tak i zahraniční ekonomice, než předpokládá základní scénář prognózy. Současně hrozí, že případné delší trvání uzavírek by se odrazilo v negativním sentimentu domácností i firem, což by vedlo k delšímu ekonomickému útlumu s prvky cyklické recese. K vykreslení tohoto rizika byl vypracován scénář pozvolnějšího ústupu pandemie.⁹ Negativní dopady déletrvajících uzavírek jsou v tomto scénáři předpokládány nejen v sektoru služeb, ale i v dosud převážně solidně rostoucím průmyslu. Ten ani v uvedeném scénáři není přímo zasažen administrativními omezeními, dolehne na něj však pokles zahraniční i domácí poptávky.

8 Vláda ČR 22. dubna zveřejnila plán postupného rozvolňování protiepidemických opatření, tzv. balíčky. Jejich načasování by se mělo odvíjet od vývoje epidemické situace. Stringency Index k 30. 4. klesl na hodnotu 56, což je pod předpokladem základního scénáře prognózy pro duben 2021.

9 Obdobný scénář byl vypracován i ve Zprávě o měnové politice – zima 2021.

Scénář pozvolnějšího ústupu pandemie

V tomto scénáři předpokládáme, že pozitivní účinky proočkování populace se kvůli problémům při výrobě a distribuci vakcín i možným mutacím koronaviru projeví se značným zpožděním. Ústup pandemie a otevírání ekonomiky tak bude u nás i ve světě pomalejší, než předpokládá základní scénář.

V zahraničních předpokladech scénáře proto navíc uvažujeme i zesilující negativní cyklické poptávkové dopady, které se budou projevovat nejen v sektoru služeb, ale i v průmyslu. Zhoršené ekonomické vyhlídky spotřebitelů a firem se (nad rámec základního scénáře) projeví v poklesu soukromé spotřeby a podnikových investic. Déletrvající nepříznivý epidemický vývoj bude mít za následek útlum mezinárodního obchodu a snížení produktivity a nabídky ve světové ekonomice.

Scénář vede ke zřetelně pomalejšímu zotavování ekonomické aktivity v eurozóně oproti základnímu scénáři (Graf IV.6). Výpadek HDP odráží zejména snížení potenciálu v návaznosti na omezenou produktivitu výrobních faktorů během déletrvajících uzavírek, v menší míře se ale projeví i v otevření mezery výstupu více do záporných hodnot. S déletrvajícím protiinflačním poptávkovým dopadem je konzistentní další uvolnění měnových podmínek ECB využitím blíže nespecifikované kombinace nástrojů, které se projeví ve snížení stínových úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Výsledkem je mírně pomalejší růst spotřebitelských a jádrových výrobních cen oproti základnímu scénáři. V utlumenější dynamice celkových výrobních cen, které budou v roce 2022 stagnovat, se přitom výrazně projevuje záporný příspěvek cen energií, a to v návaznosti na nižší výhled ceny ropy vlivem pomaleji se zotavující globální ekonomické aktivity.

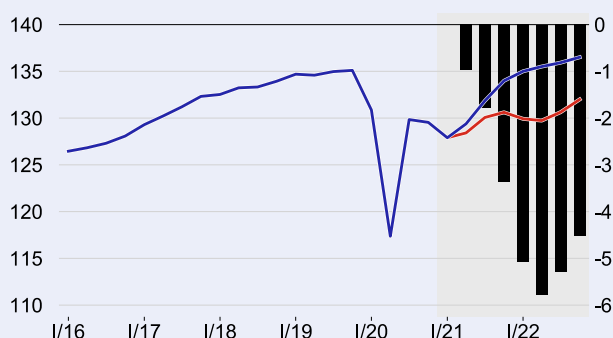
Graf IV.6

Na protiinflační vývoj reaguje ECB dalším výrazným uvolněním měnové politiky

srovnání základního scénáře se scénářem pozvolnějšího ústupu vlivem pandemie – zahraniční veličiny

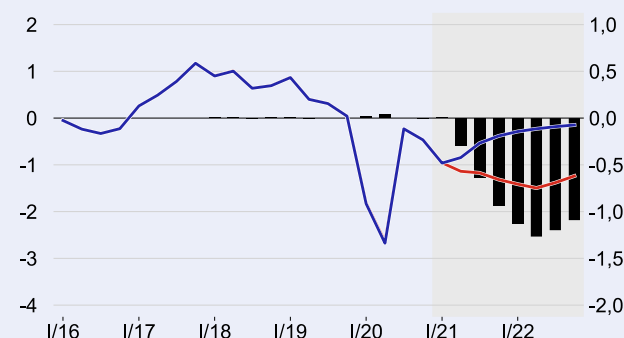
HDP efektivní eurozóny

index, 2000 = 100, stálé ceny



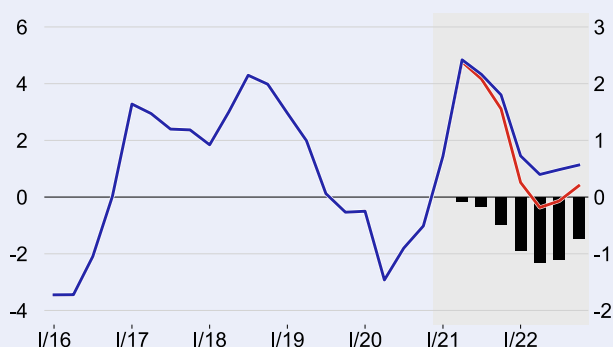
Mezera výstupu v efektivní eurozóně

v % HDP



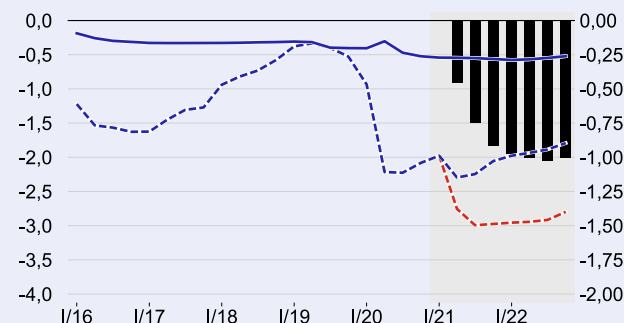
PPI efektivní eurozóny

meziroční změny v %



3M EURIBOR

v %



- Základní scénář
- Scénář pozvolnějšího ústupu pandemie
- - - Stínová zahraniční úroková sazba – základní scénář
- - - Stínová zahraniční úroková sazba – scénář pozvolnějšího ústupu pandemie
- Rozdíl (pravá osa)

Horší ekonomický vývoj ve světě je v tomto scénáři simulován globálním modelem NiGEM. Přímý negativní poptávkový dopad poklesu ekonomické aktivity do cen energetických komodit je simulován pomocí DSGE modelu tří zemí, viz V. Audzei, J. Brůha (2020): „A Model of Euro Area – China – United States: Trade Links and Trade Wars“, Czech National Bank WP 6/2020.

Také v domácí ekonomice předpokládáme pomalejší rozvolňování uzavírek oproti základnímu scénáři. Epidemiologická opatření budou muset zůstat do velké míry v platnosti i ve zbytku letošního roku, k citelnějšímu rozvolnění dojde až během léta 2022. To se odrazí v negativním sentimentu firem i domácností a povede k výraznějšímu ekonomickému útlumu s prvky cyklické recese.¹

Slabší zahraniční poptávka spolu s výraznějšími domácími cyklickými dopady pozvolněji odeznívající pandemie budou mít za následek výrazně pomalejší růst české ekonomiky (Graf IV.7). Více záporná zahraniční mezera výstupu na celém výhledu působí prostřednictvím nižší poptávky po českém vývozu na slabší kurz koruny. Utlumenější zahraniční poptávka spolu s horším sentimentem podniků povede také k výrazně nižší investiční aktivitě českých firem. Horší příjmová situace domácností i jejich menší spotřebitelský apetit při pokračujících uzavírkách se v tomto roce promítne do většího útlumu spotřeby domácností. Při opatrném rozvolňování plošných protiepidemických opatření dojde v příštím roce k oživení spotřeby, avšak méně výraznému než v základním scénáři. K utrácení úspor naakumulovaných v obdobích uzavírek bude ve srovnání se základním scénářem docházet později a v omezenější míře.

Nižší poptávka po domácí produkci a pomalejší mzdová dynamika povedou ve srovnání se základním scénářem k utlumenějším celkovým inflačním tlakům a k potřebě pozdějšího nárůstu tržních úrokových sazeb. K růstu úrokových sazeb tak v tomto scénáři dochází až na počátku příštího roku. Oproti základnímu scénáři uvolněnější úroková i kurzová složka měnových podmínek zajistí, že se inflace bude na horizontu měnové politiky nacházet v blízkosti inflačního cíle.

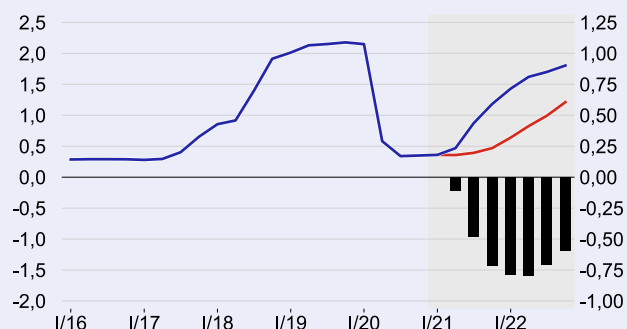
Graf IV.7

Déletrvající hospodářský útlum české ekonomiky vede k potřebě pozdějšího zvyšování domácích úrokových sazeb

srovnání základního scénáře se scénářem pozvolnějšího ústupu vlivem pandemie – domácí veličiny

3M PRIBOR

v %



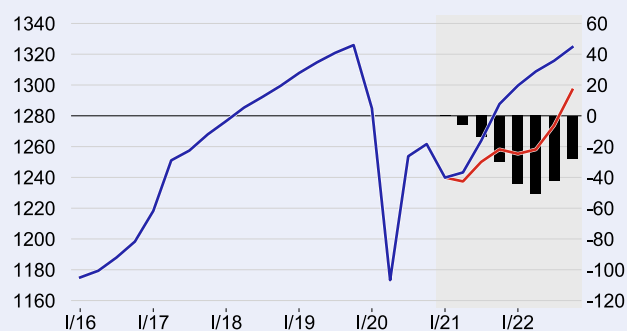
Nominální kurz

CZK/EUR



HDP

v mld. Kč, stálé ceny



Inflace

v %



— Základní scénář
— Scénář pozvolnějšího ústupu pandemie
■ Rozdíl (pravá osa)

¹ V tomto scénáři není předpokládána diskreční reakce domácí fiskální politiky, jejíž manévrovací prostor již bude omezený.

Pomalejší ústup pandemie by vyžadoval delší setrvání úrokových sazeb na současné úrovni

Scénář pozvolnějšího ústupu pandemie ukazuje, že delší trvání uzavírek doprovázené cyklickými dopady by v souhrnu vyústilo do výrazně slabšího růstu české ekonomiky a utlumenějších inflačních tlaků. K potřebě nárůstu tržních úrokových sazeb tak v tomto scénáři dochází až na začátku příštího roku, tedy znatelně později než v základním scénáři.

Zvyšování úrokových sazeb v letošním roce by při pozvolnějším ústupu pandemie vedlo k podstřelení inflačního cíle

Pro ilustraci možného rozsahu měnověpolitické chyby byla připravena simulace, ve které centrální banka v letošním roce postupuje ve zvyšování úrokových sazeb dle trajektorie základního scénáře, pandemie však bude odeznívat pomaleji a její dopady do ekonomiky budou odpovídat scénáři pozvolnějšího ústupu pandemie. Méně uvolněná měnová politika, než by odpovídala tomuto negativnímu vývoji, dle této měnověpolitické simulace vyústí v pokles inflace pod inflační cíl. Dalšímu zvolnění inflace zabrání mírné snížení úrokových sazeb v příštím roce, kdy již měnová politika správně reaguje na pozorovaný vývoj. Avšak ani na horizontu měnové politiky se inflace nevrací k inflačnímu cíli.

Naopak delší než prognózovaná stabilita úrokových sazeb by v případě naplňování předpokladů základního scénáře vedla k výraznému přestřelení cíle

Centrální banka může v obavě z pomalejšího ustupování epidemie vyčkávat na dostatečně průkazné informace o odeznění pandemie, resp. o úspěšném zotavení ekonomiky z ní a z toho důvodu ponechat úrokové sazby až do konce letošního roku na stávající úrovni. Pokud ale k déletrvajícimu útlumu ekonomiky nedojde a zahraniční i domácí ekonomika se budou vyvíjet v souladu se základním scénářem (což si centrální banka potvrdí až ex post), povede příliš uvolněná měnová politika ke zřetelně vyšší inflaci. Ta by podle příslušné měnověpolitické simulace na konci letošního roku znatelně překročila horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Po období stability sazeb v letošním roce by tak muselo následovat výrazné zpřísnění měnové politiky. Ani rychlý růst sazeb až nad hodnoty ze základního scénáře by však v této měnověpolitické simulaci nepřinesl dosažení inflačního cíle na horizontu měnové politiky.

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

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

Simulace růstu a stability sazeb při různém vývoji pandemie

V těchto měnověpolitických simulacích jsou zkoumány dvě hypotetické situace.

První simulace (v grafech červená čára) zachycuje situaci, kdy by se naplňoval scénář pozvolnějšího ústupu pandemie, ale úrokové sazby by během druhé poloviny letošního roku vzrostly v souladu s trajektorií ze základního scénáře. Předpoklad o průměrné hodnotě kurzu ve druhém čtvrtletí (25,9 CZK/EUR) odpovídá úrovni ze scénáře pozvolnějšího ústupu pandemie. Méně uvolněná měnová politika, než jaká by byla v situaci pomalejšího rozvolňování uzavírek adekvátní, vyústí ve zpomalení inflace pod inflační cíl, nicméně v mantinelech tolerančního pásma. V příštím roce, kdy měnová politika již endogenně reaguje na nastalou situaci, dochází k dočasnému mírnému poklesu úrokových sazeb. To podpoří inflaci, resp. zabrání jejímu dalšímu zvolnění. Na horizontu měnové politiky však inflace setrvá pod inflačním cílem (Graf IV.8).

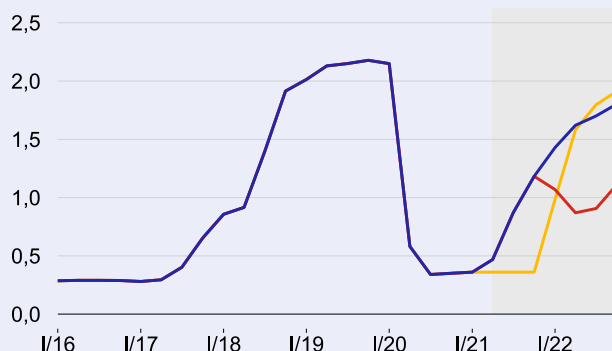
Graf IV.8

Při neadekvátním nastavení měnové politiky na jednu či druhou stranu během druhé poloviny letošního roku by inflace na horizontu měnové politiky nedosáhla inflačního cíle

srovnání základního scénáře s měnověpolitickými simulacemi

3M PRIBOR

v %



Nominální kurz

CZK/EUR



Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

v %



— Základní scénář
— Simulace růstu sazeb při pozvolnějším ústupu pandemie
— Simulace stability sazeb při naplňování předpokladů základního scénáře

Druhá simulace (v grafech žlutá čára) popisuje situaci, kdy by při naplňování předpokladů a vývoje základního scénáře (rozvolňování protiepidemických opatření a oživení ekonomiky) zůstaly úrokové sazby na stávající úrovni do konce letošního roku. Současně je zachován předpoklad o průměrném kurzu ve druhém čtvrtletí letošního roku na úrovni 25,8 CZK/EUR. Simulace předpokládá aktivní komunikaci bankovní rady ohledně záměru zachovat stabilní úrokové sazby po delší dobu, než předpovídá základní scénář prognózy. Očekávané konstantní sazby do konce roku vedou v této simulaci díky stabilnímu úrokovému diferenciálu k pozvolnějšímu posilování kurzu koruny. Nižší sazby a slabší kurz ve srovnání se základním scénářem vyústí ve zřetelně vyšší inflaci, která na konci tohoto roku znatelně

překročí horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. K jejímu následnému zkrocení je zapotřebí rychlý nárůst sazeb na počátku příštího roku, a to až lehce nad hodnoty ze základního scénáře. Přesto inflace po celý příští rok, tedy i na horizontu měnové politiky, setrvá viditelně nad 2% cílem i nad trajektorií ze základního scénáře. Slabší kurz vůči základnímu scénáři podpoří domácí vývozce, což se však odrazí jen v neznatelně vyšším růstu HDP oproti základnímu scénáři (Graf IV.8).

Nejistotou prognózy jsou příčiny, rozsah a délka narušeného fungování globálních výrobních a dodavatelských řetězců

Zvýšená celosvětová poptávka po průmyslovém spotřebním zboží v podmínkách trvání pandemie a souvisejících protiepidemických opatření prakticky ve všech zemích narazila v posledních měsících na omezené produkční kapacity některých materiálů a komponent a nedostatek kapacit v nákladní dopravě (viz BOX 1 v kapitole I). To je doprovázeno silnými inflačními tlaky v průmyslu, o nichž prognóza předpokládá, že jsou jen dočasné. Ohledně přesných příčin nedostatku výrobních a dopravních kapacit, jejich promítání do cen obchodovatelných statků a možného dopadu do zpomalení českého průmyslu však panuje nejistota. Tento vývoj přitom ale zároveň jasně ukazuje, že dopady pandemie nemají jen protiinflační charakter.

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu zůstávají nadále ukotvena na úrovni inflačního cíle (Tab. IV.1). Ukazatele dlouhodobějších inflačních výhledů analytiků a podniků, resp. domácnostmi očekávaná inflace a obavy populace z růstu cen ale v posledních měsících nepatrně vzrostly.

Tab. IV.1

Inflace očekávaná analytiky se nachází v těsné blízkosti inflačního cíle

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

	12/20	1/21	2/21	3/21	4/21
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,1	2,1	2,2	2,1	2,0
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Reálný HDP v roce 2021	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2
Reálný HDP v roce 2022		4,6	4,6	4,4	4,4
Nominální mzdy v roce 2021	2,9	3,2	3,3	3,4	3,5
Nominální mzdy v roce 2022		4,4	4,2	4,4	4,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,6	25,5	25,2	25,3	25,3
2T repo (v %)	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7
1R PRIBOR (v %)	0,7	0,7	0,9	1,0	1,1
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,4			2,3	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,7			2,8	
CF:					
Reálný HDP v roce 2021	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3
Reálný HDP v roce 2022		4,9	4,7	4,7	4,6
Nominální mzdy v roce 2021	2,9	2,9	3,2	3,0	3,5
Nominální mzdy v roce 2022		4,0	4,2	4,0	4,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,7	25,6	25,6	25,4	25,6
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8

Seznam zkratk

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

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4323,3	4292,6	4290,7	4387,7	4627,5	4740,7	4994,7	5153,6	5269,3	4973,5	5034,5	5248,8
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4058,3	4087,8	4141,8	4344,6	4627,5	4794,8	5117,4	5415,7	5751,4	5654,4	5881,1	6289,5
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,8	-0,7	0,0	2,3	5,5	2,4	5,4	3,2	2,2	-5,6	1,2	4,3
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,4	-1,1	0,9	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,9	-5,2	0,2	6,3
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,5	-1,9	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,8	2,2	3,5	2,4	1,4
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,8	-4,1	-4,3	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,7	1,5	-13,2	3,0	3,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,1	-3,2	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	2,2	-8,1	-1,0	4,0
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	9,2	4,4	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,2	-6,0	8,0	6,6
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,7	2,7	0,1	10,0	6,9	2,7	6,5	5,8	1,3	-6,1	8,9	7,0
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	230,1	289,0	295,6	283,1	276,4	337,4	400,7	337,3	336,8	320,7	311,5	314,1
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	2,7	2,4
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	0,3	2,8
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	4,2	2,3	2,6
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	2,8	2,0
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	-11,4	7,3	-0,4
Ménovopolitická 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	3,2	2,5	2,2
Dílčí 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	0,1	3,6	1,0
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	4,1	-0,4
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	6,4	4,4	4,8	3,7
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	2,9	2,6	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	5,9	4,0	4,8	3,8
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	0,6	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	3,6	1,2	2,2	1,3
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,5	3,6	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,3	5,9	3,5	0,2
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	2,1	-1,2	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,8	2,1	-4,2	2,3	3,7
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	6,8	7,0	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	3,5	3,5
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	4,2	4,2
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,3	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,3	-0,9	0,5
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-0,3	0,0	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	0,3	-2,6	-0,7	0,9
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-109,7	-159,3	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	49,4	17,9	-348,0	-482,5	-342,0
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-2,7	-3,9	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-6,2	-8,2	-5,4
Dluh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1613,7	1805,3	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1739,9	2153,0	2614,9	2947,6
Dluh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	39,7	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,3	38,1	44,4	46,9
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	75,5	123,8	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	285,2	292,8	290,5
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	1,9	3,0	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,2	5,0	5,0	4,6
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	81,3	77,6	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	104,6	100,0	116,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	203,5	139,3	81,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-2,1	-1,5	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	3,6	2,4	1,3
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	-137,1	-73,1	-110,0	-70,0
Ménové kurzy												
Kč/USD (průměr)	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,3	20,6
Kč/EUR (průměr)	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,7	25,1
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	10,5	7,9
2T repo sazba (% , průměr)	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	0,25	0,61	1,53
3M PRIBOR (% , průměr)	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	0,7	1,6
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,9	0,3	0,2	1,9	1,9	2,0	2,8	1,9	1,2	-5,9	3,1	3,8
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,8	2,6	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,0	1,4
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	5,3	2,1	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	3,5	1,1
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	-32,7	42,9	-4,2
3M EURIBOR (% , průměr)	1,4	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6
USD/EUR (průměr)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2020				čtvrtletí roku 2021				čtvrtletí roku 2022			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1284,8	1173,3	1253,8	1261,6	1239,9	1243,2	1263,8	1287,7	1299,6	1308,8	1315,7	1324,7
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1442,0	1330,0	1427,8	1454,6	1423,2	1461,1	1479,8	1517,0	1542,4	1563,3	1582,3	1601,6
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,8	-10,8	-5,1	-4,8	-3,5	6,0	0,8	2,1	4,8	5,3	4,1	2,9
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-3,1	-8,7	6,9	0,6	-1,7	0,3	1,7	1,9	0,9	0,7	0,5	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,3	-8,6	-3,6	-8,3	-6,2	2,0	-0,5	5,8	7,7	8,0	5,6	4,2
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,8	1,9	0,3	7,0	1,5	3,8	5,7	-1,2	2,4	1,7	0,9	0,7
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-7,1	-7,3	-17,5	-20,9	-7,8	-0,2	10,7	11,6	3,6	3,7	3,5	3,2
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,9	-5,0	-9,6	-12,8	-5,0	-4,0	1,4	4,1	4,9	4,4	3,5	3,2
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,1	-23,4	-3,1	4,7	0,8	29,0	5,3	1,5	8,7	8,1	5,8	3,9
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,4	-18,2	-5,2	0,2	-0,8	23,3	9,8	5,9	9,8	8,5	5,7	4,3
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	66,1	22,3	109,6	122,6	83,4	75,6	72,6	79,9	80,1	77,8	77,8	78,4
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	3,6	3,1	3,3	2,6	2,2	2,8	2,5	3,1	3,0	2,4	2,2	2,1
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	4,2	3,4	3,4	1,7	0,1	-0,1	-0,4	1,6	2,8	2,8	2,8	2,6
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	4,8	5,5	4,0	2,4	1,6	1,3	2,6	3,6	3,1	2,7	2,3	2,1
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	2,9	3,2	3,7	3,7	3,3	3,0	2,4	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	1,3	-19,4	-14,1	-13,2	-5,8	18,2	8,5	8,1	3,0	-1,9	-0,2	-2,4
Ménovépolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	3,6	3,2	3,3	2,6	2,2	2,6	2,3	2,8	2,7	2,2	2,0	1,9
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	1,4	-0,6	-0,3	0,1	1,5	4,3	4,4	4,1	2,3	0,5	0,5	0,7
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-1,3	3,9	7,7	7,0	2,3	-2,9	-2,5	1,7
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	5,2	0,7	5,2	6,5	3,3	11,3	3,0	2,0	4,8	1,2	4,5	4,4
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	5,2	-0,2	4,6	6,4	2,6	12,3	3,0	1,7	5,2	0,8	4,7	4,6
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	1,5	-2,3	1,8	3,8	1,1	8,5	0,4	-1,1	1,8	-1,1	2,3	2,4
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	5,5	4,7	7,0	6,4	4,2	6,9	1,5	1,4	0,1	-3,0	1,3	2,5
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,0	-8,8	-3,8	-2,9	-1,4	6,8	1,8	2,3	4,7	4,7	3,4	2,1
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,0	2,5	2,8	3,0	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	2,8	3,7	3,8	3,9	4,0	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,1
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	-0,5	-1,6	-1,4	-1,6	-1,9	-0,7	-0,9	-0,3	0,1	0,5	0,7	0,7
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,1	-3,4	-3,1	-2,9	-2,2	-0,8	-0,1	0,1	0,7	1,0	1,1	1,0
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	66,7	29,2	78,8	110,4	96,1	85,7	56,8	54,1	101,3	88,2	51,8	49,2
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,9	2,2	5,4	7,3	7,2	5,8	3,8	3,4	7,0	5,6	3,2	3,0
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	37,0	27,6	30,3	9,8	15,0	30,0	27,0	28,0	32,0	34,0	27,0	23,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	84,0	16,8	84,6	18,1	87,2	42,2	4,6	5,2	106,3	11,6	-23,1	-13,3
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	6,2	1,3	5,8	1,2	6,5	2,9	0,3	0,3	7,3	0,7	-1,4	-0,8
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	6,5	-34,3	21,2	-66,5	-27,5	-27,5	-27,5	-27,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5
Ménové kurzy												
Kč/USD (průměr)	23,2	24,6	22,6	22,4	21,6	21,6	21,2	21,0	20,8	20,7	20,5	20,4
Kč/EUR (průměr)	25,6	27,1	26,5	26,7	26,1	25,8	25,6	25,4	25,3	25,2	25,0	24,8
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	8,6	8,2	9,5	9,9	10,8	11,3	10,2	9,7	8,6	7,8	7,5	7,5
2T repo sazba (% , průměr)	1,90	0,25	0,25	0,25	0,25	0,36	0,76	1,07	1,32	1,51	1,59	1,69
3M PRIBOR (% , průměr)	2,1	0,6	0,3	0,4	0,4	0,5	0,9	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-2,8	-12,8	-3,8	-4,1	-2,3	10,2	1,5	3,4	5,6	4,7	3,1	1,9
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-3,1	-10,3	10,6	-0,2	-1,3	1,2	1,9	1,6	0,8	0,4	0,3	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,5	0,7	0,3	0,0	1,3	1,9	2,3	2,5	1,4	1,3	1,4	1,4
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-0,5	-2,9	-1,8	-1,0	1,5	4,8	4,3	3,6	1,5	0,8	1,0	1,1
Cena ropy Brent (v USD/barel) (% , meziročně, průměr)	-19,3	-50,7	-29,9	-27,7	31,3	95,5	43,0	35,5	-1,2	-5,8	-5,1	-4,3
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

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

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

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