

Zpráva o měnové politice

léto 2021



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — léto 2021

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 12. srpna 2021 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 23. červenci 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 Co stojí za silným růstem produkčních cen v průmyslu?	12
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	15
BOX 2 Index ekonomické aktivity Rushin	22
III. INFLACE	24
BOX 3 Cenotvorba a její význam pro měnovou politiku pohledem modelu g3+	28
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	30
Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při různé míře ukotvenosti inflačních očekávání	38
Simulace silnějšího kurzu koruny	40
SEZNAM ZKRATEK	42
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	43



2%

— Pečujeme o cenovou stabilitu

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

— Jsme transparentní

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

— Hledíme do budoucnosti

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

— Rozhodujeme o sazbách

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

Slovo guvernéra



Vážení čtenáři,

právě probíhající léto lze s jistou nadsázkou považovat za příznivou kulisu postupného navracení se k normálnímu běhu života. Se zvyšujícím se počtem očkovaných – a tedy s posilující ochranou obyvatelstva proti těžkému průběhu onemocnění – se výrazně snížily nejistoty, které byly ještě začátkem roku mimořádně vysoké. Úplně vyhráno sice ještě nemáme, protože nové mutace viru mohou vést k opětovným dílčím zpřísněním protiepidemických opatření, ale všechno nasvědčuje tomu, že naše ekonomika již nastoupila cestu zdravého a udržitelného oživení.

Končící koronakrize vykazala několik rysů, které jsme z předchozích krizí neznali. Jedním z nich je dalekosáhlé narušení globálních výrobních a dodavatelských řetězců, které zbrzdilo plynulé obnovování nabídky mnoha surovin, materiálů, polotovarů a elektronických součástek. Plynulost dodávek byla, a stále je, narušována i úzkými místy v mezinárodní dopravě. Takto neurovnané poměry v globálním obchodě nikdo nepamatuje a málokdo si troufne odhadovat, jak dlouho potrvají.

Přetížení výrobních řetězců v prostředí svižně oživující poptávky zapříčinilo nečekaně rychlý růst cen mnoha materiálů a obchodovatelných položek, který dnes běžně dosahuje dvojciferných a někdy i trojciferných hodnot. Již několik měsíců proto zrychluje růst cen průmyslových výrobců a před centrální bankou (a nejen tou naší) vyvstává otázka, kdy a do jaké míry začnou inflační tlaky z výrobní sféry prosakovat do spotřebitelských cen. S postupným zlepšováním růstových vyhlídek v zahraničí i u nás proto v poslední době dochází k velmi rychlému přehodnocování cenového růstu směrem vzhůru.

Přestože existují dobré důvody, proč by mnohé nákladové tlaky mohly během několika čtvrtletí zeslábnout, či dokonce vymizet, množí se obavy i signály, že v některých případech (například u elektřiny nebo položek, do jejichž cen se promítají faktory související s ochranou životního prostředí) by mohlo mít cenové vztlínání dlouhodobý ráz. Začne-li navíc v české ekonomice zrychlovat růst mezd k tempům zaznamenaným před pandemií, mohou se nabídkové a poptávkové tlaky začít vzájemně umocňovat a vést k nežádoucímu roztáčení inflační spirály.

Úkolem centrální banky je jakékoliv vzednutí inflace spolehlivě předvídat a čelit mu včas, třeba i robustním zpřísněním měnové politiky, bude-li to třeba v zájmu pevného ukotvení inflačních očekávání a udržení budoucí inflace poblíž inflačního cíle. Cesta k normalizaci úrokových sazeb započatá ČNB v červnu tak může probíhat rychleji, než se nám ještě nedávno zdálo.

Vážení čtenáři, jsem přesvědčen, že jsme již opravdu „procitli ze zlého covidového snu“ a vstoupili do období, kdy budeme – naštěstí – provozovat opět standardní měnovou politiku se všemi jejími obvyklými nejistotami a dilematy. Věřím, že Vám čtení letní Zprávy pomůže vrátit se do světa, jak jsme ho znali před krizí.

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok

guvernér

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada zvýšila na svém srpnovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 0,75 %. Toto rozhodnutí se opírá o novou makroekonomickou prognózu ČNB. Ta očekává, že inflace v nejbližších čtvrtletích vzroste výrazně nad horní hranici tolerančního pásma cíle ČNB, a to vlivem zvýšených cenových tlaků z domácí i zahraniční ekonomiky. S prognózou je konzistentní růst tržních úrokových sazeb od poloviny letošního roku. Růst sazeb povede k tomu, že se koncem příštího roku inflace sníží do blízkosti 2% cíle. Rizikem tohoto výhledu je déletrvajících přetížení globálních výrobních řetězců, které by se mohlo promítnout do ještě silnějších inflačních tlaků oproti prognóze. Možné rychlejší posílení kurzu vlivem většího než očekávaného přílivu kapitálu může naopak představovat protiinflační riziko. Hrozba citelnějšího nárůstu počtu infikovaných osob vlivem nových mutací koronaviru by mohla vést k opětovnému zpřísnění protiepidemických opatření. Díky budování kolektivní imunity a schopnosti ekonomiky se koronaviru přizpůsobit by však případná omezení neměla mít hmatatelný vliv na vývoj hospodářství.

Ústup pandemie vedl k uvolnění vládních protiepidemických opatření během jara a začátku léta. Znovuotevření maloobchodu a služeb přispělo k obnovení růstu české ekonomiky ve druhém čtvrtletí. Jeho meziroční tempo bylo vlivem nízké srovnávací základny historicky rekordní. Vedle vzednutí spotřeby domácností byl výkon hospodářství podpořen i oživením fixních investic a silným růstem vývozu. Český exportně orientovaný průmysl se přitom stále potýká s narušením dodávek některých surovin, materiálů a součástek převážně vlivem přetíženosti globálních výrobních a dodavatelských řetězců.

Kvůli opětovnému pozvolnému nárůstu počtu potvrzených případů může během léta dojít k epizodnímu zpřísnění opatření. To však nebude mít hmatatelný ekonomický dopad. Od podzimu se s dostatečnou proočkovaností populace bude míra protiepidemických opatření snižovat. Podle předpokladů prognózy od roku 2022 přetrvávají pouze epidemiologická doporučení, resp. osvětové informační kampaně bez většího vlivu na chod společnosti a ekonomiky.

Situace na domácím trhu práce, který se v uplynulých čtvrtletích v souvislosti s dopady pandemie ochlazoval, se postupně stabilizuje. Růst fundamentálních (o statistické a jednorázové vlivy očištěných) mezd v tržních odvětvích zpomalil v prvním letošním čtvrtletí už jen nevýrazně. Současně se zmírnil pokles celkové zaměstnanosti a podíl nezaměstnaných osob se dokonce začal v posledních měsících snižovat.

Inflace se ve druhém čtvrtletí letošního roku nacházela u horní hranice tolerančního pásma cíle ČNB, a to při přetrvávajícím silném růstu cenového jádra. V jeho rámci rychle zdražují služby i zboží. Domácí cenový vývoj je přitom nadále pod silným vlivem nákladových tlaků z tuzemské i zahraniční ekonomiky, které se projevují zejména ve zrychleném růstu cen průmyslových výrobců. Na druhou stranu zdražování

potravin dále znatelně zpomalilo. Regulované ceny stagnují, přičemž zlevňování plynu a elektřiny pro domácnosti je vyvažováno růstem cen jiných položek (např. vodného a stočného a zdravotnictví). Ceny u čerpacích stanic naopak rychle meziročně rostou v reakci na nedávné prudké zdražení ropy.

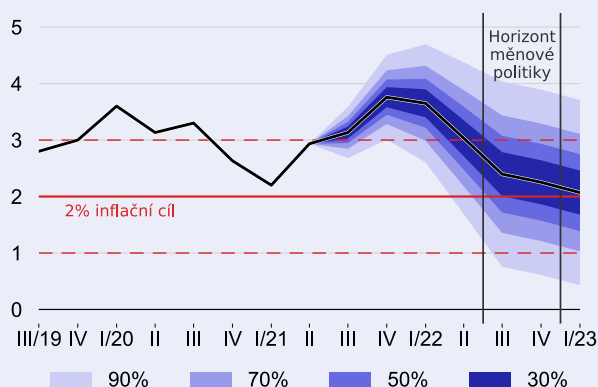
Česká ekonomika poroste ve druhém pololetí letošního roku v průměru zhruba 4% tempem. Bude přitom těžit z obnoveného silného růstu spotřeby domácností, který bude vedle návratu k normálnímu životu podpořen i utrácením části vynucených úspor. Solidní příjmová situace domácností a jejich zlepšený sentiment pramení z dobré kondice tuzemského trhu práce a štedré fiskální politiky. Obecná míra nezaměstnanosti se ve druhé polovině letošního roku mírně sníží v důsledku znovuootevření ekonomiky, které povede k opětovnému přehřívání trhu práce. Meziroční růst průměrné mzdy v tržních odvětvích bude do poloviny příštího roku rozkolísaný vinou statistických efektů a mimořádných odměn ve zdravotnictví. Meziroční dynamika mezd očištěná o tyto efekty počátkem roku 2022 začne zrychlovat s podporou dalšího znatelného nárůstu minimální mzdy.

Vládní finanční podpora odvětví zasažených pandemií vede spolu se zvyšováním sociálních výdajů, veřejných investic a poklesem daní k pokračování fiskální expanze v letošním roce. Od příštího roku se však působení fiskální politiky vlivem ukončení vládních podpůrných opatření přetočí do restriktivní polohy, a to i přes ohlášené další nadstandardní zvýšení důchodů. V roce 2023 pak bude fiskální politika působit z hlediska růstu HDP neutrálně.

Aktuální problémy v průmyslu a mezinárodním obchodě postupně odezní, což na přelomu letošního a příštího roku krátkodobě podpoří růst českého vývozu. Jeho tempo se posléze ustálí v blízkosti 5 %.

Inflace zpočátku vzroste výrazně nad horní hranici tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky klesne do blízkosti 2 %

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 současné rozhodnutí bankovní rady největší vliv na vývoj inflace.

Po loňském propadu se domácí ekonomika letos vrátí k růstu, ten v příštím roce ještě mírně zrychlí

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

	2021	2022	2023
Celková inflace (%)	3,0 (0,3)	2,8 (0,4)	2,1 -
HDP	3,5 (2,3)	4,1 (-0,1)	3,0 -
Průměrná nominální mzda	5,4 (0,6)	4,2 (0,5)	4,6 -
Úr. sazba 3M PRIBOR (v %)	0,9 (0,2)	1,9 (0,3)	2,2 -
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,6 (-0,1)	24,5 (-0,6)	24,2 -

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

Investiční aktivita výrazně ožije při pokračujícím zvyšování vládních a obnovení růstu soukromých fixních investic. Růst celkové tvorby hrubého kapitálu na přelomu letošního a příštího roku dočasně přibrzdí skokové snížení tvorby zásob, přičemž budou dokončeny a vyvezeny prozatím nekompletní automobily a další nuceně naskladněné výrobky.

V souhrnu letos tuzemská ekonomika vzroste o 3,5 %. Napřesrok pak její dynamika dále zrychlí nad 4 %, čímž se ekonomika dostane zpět na předpandemickou úroveň. Aktuálně mírně záporná produkční mezera se postupně uzavře. V roce 2023 ekonomická aktivita poroste rovnovážným tempem ve výši 3 %.

Inflace v příštích čtvrtletích vzroste výrazně nad horní hranici tolerančního pásma cíle ČNB. To bude dáno obnovením růstu regulovaných cen a zrychlením růstu cen potravin při stále zvýšené jádrové inflaci. Do ní se bude i nadále promítat nárůst výrobních cen v zahraničí spolu s přetrvávající solidní domácí poptávkou, rychlým růstem imputovaného nájemného a postupně se zlepšující situací na trhu práce. Během léta k jádrové inflaci dočasně přispějí i bezprostřední cenové dopady znovuotevírání ekonomiky. Vzednutí spotřebitelské poptávky po odbourání 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 dob uzavírek ekonomiky. Nárůst efektivity práce po otevření ekonomiky bude přitom cenové tlaky tlumit jen v omezené míře. Ke spotřebitelské inflaci do konce letošního roku přispěje i pokračující vysoký meziroční růst cen pohonných hmot v návaznosti na zdražení ropy. Ve stejném směru bude působit také již zmíněný

oživující růst cen potravin, který bude odrážet nedávné zdražení zemědělských komodit ve světě.

K postupnému návratu inflace k 2 % cíli v průběhu příštího roku přispěje odeznění vysokého růstu cenového jádra s tím, jak se situace na straně nabídky i poptávky bude postupně vracet do normálních kolejí. Ve stejném směru bude působit i odeznění vysokého meziročního růstu cen pohonných hmot. Měnověpolitická inflace, tedy inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude na celém prognostickém horizontu nacházet mírně pod celkovou inflací vlivem zvyšování spotřební daně na cigarety. K poklesu měnověpolitické inflace směrem k cíli koncem příštího roku a její následné stabilizaci přitom povede i zpřísňování měnových podmínek v kurzové i úrokové složce.

K pokračujícímu zpevňování měnového kurzu povede oživení celkové poptávky, odeznění dočasněho zakolísání tuzemského průmyslu a zlepšení sentimentu. V posilujícím kurzu se vedle toho výrazně promítne zvyšování rozdílu tuzemských úrokových sazeb vůči eurozóně. Od domácí měnové politiky lze totiž očekávat nárůst úrokových sazeb během druhé poloviny letošního roku. Ten odráží potřebu reagovat na zvýšené cenové tlaky z domácí i zahraniční ekonomiky. Adekvátní zvýšení domácích úrokových sazeb povede k tomu, že v průběhu roku 2022 dojde ke snížení inflace do blízkosti 2 % cíle. Úrokové sazby se budou – byť mírnějším tempem – zvyšovat i v příštím roce, kdy se ekonomická aktivita vrátí na předpandemickou úroveň.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Otevření ekonomik po jarní vlně pandemie nastartovalo hospodářské oživení v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Solidní dynamika růstu HDP se udrží při rostoucí proočkovánosti a omezených protiepidemických opatřeních i ve druhé polovině letošního roku. Spotřebitelskou poptávku podpoří vedle návratu lidí k normálnímu životu také utrácení vynucených úspor z dob uzavírek. Postupně by mělo slábnout přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců. Impulz pro investiční aktivitu od příštího roku přinese náběh čerpání prostředků v rámci národních plánů obnovy. Zotavující se zahraniční ekonomická aktivita se společně s výrazným růstem cen ropy a ostatních surovin odráží v aktuálně vysokých inflačních tlacích v produkčním sektoru. Ty nicméně pozvolna ustoupí s korekcí cen komodit a přesunem části poptávky zpět do sektoru služeb. Měnová politika ECB zůstane i nadále velmi uvolněná.

Na pozadí probíhající obnovy globální ekonomické aktivity zrychluje růst světových cen

Hospodářský růst napříč hlavními celky v rámci globální ekonomiky bude značně různorodý (Tab. I.1). Zatímco ve většině vyspělých zemí dochází k relativně vysoké proočkovánosti populace, chudší státy výrazně zaostávají (Graf I.1). Rychlost otevírání jejich ekonomik tak bude pozvolnější, a to zejména v sektoru služeb, což v posledních měsících potvrzují předstihové indikátory PMI. Tahounem růstu ve vyspělé části světa naopak budou zmíněné služby podpořené dlouho nespokojovanou poptávkou spotřebitelů. Výjimku bude představovat přeshraniční cestovní ruch, u kterého lze čekat pokračující útlum vlivem přetrvávající vysoké nejistoty ohledně budoucích protipandemických opatření v jednotlivých státech.

Světový obchod letos zaznamená zhruba 10% nárůst, v příštím roce jeho tempo zvolní k 5 %. V prvním čtvrtletí přitom výrazně vzrostl zejména obchod se zbožím. Vyhlídky jeho dalšího vývoje zůstávají povzbudivé, třebaže se předpokládá přesun výdajů spotřebitelů od zboží ke službám v souvislosti s otevíráním ekonomik. Vzpruhu světovému obchodu bude zprostředkovaně nadále poskytovat fiskální balíček USA, jehož velká část se realizuje již tento rok. Dochází také k postupné nápravě obchodních vztahů mezi USA a EU (např. byl uzavřen dlouholetý spor Boeing–Airbus¹). Dalším krokem, na kterém mají obě strany zájem, je odstranění opatření zavedených v době prezidentství D. Trumpa po uvalení cla na vývoz hliníku a oceli z EU do USA.

Tab. I.1

Všechny hlavní ekonomické celky porostou historicky nadprůměrným tempem vlivem dohánění výpadků ekonomické aktivity z doby pandemie

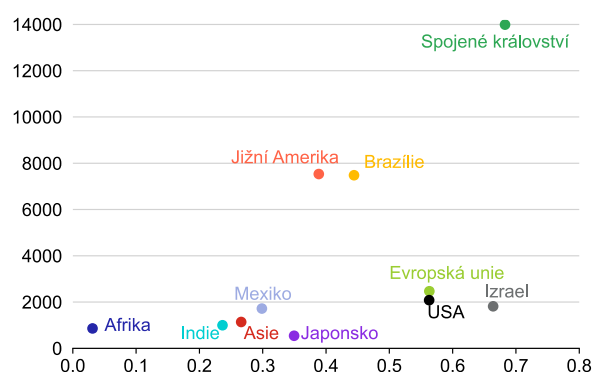
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen Refinitiv, CF a EIU

	2019	2020	2020	2021	2021	2022	2023
			4Q	1Q			
Eurozóna	1,3	-6,7	-4,7	-1,3	4,4	4,4	2,6
USA	2,2	-3,5	-2,4	0,4	6,7	4,1	2,2
Čína	6,1	2,3	6,5	18,3	8,9	5,6	5,1
Spojené království	1,4	-9,8	-7,3	6,1	6,6	5,3	1,6

Graf I.1

Ve světě přetrvávají výrazné rozdíly v průběhu pandemie i očkování

osa x: podíl populace s alespoň jednou dávkou vakcíny, osa y: počet nově nakažených na milion obyvatel, údaje za 7/2021, pramen Our World In Data, výpočet ČNB



¹ Tento spor začal v roce 2004. Jeho jádrem byla vzájemná obviňování z porušování pravidel Světové obchodní organizace ohledně subvencí. Výsledkem bylo uvalení cel na celou řadu dovážených produktů na obou stranách Atlantiku.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2021	2022	2023	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	4,0 (1,0)	4,4 (0,6)	2,2 -	Za posunem prognózy HDP směrem nahoru stojí dřívější, resp. rychlejší otevírání ekonomik na jaře a zohlednění investic v rámci schvalovaných národních plánů obnovy.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,2 (0,2)	1,7 (0,3)	1,8 -	Výhled spotřebitelské inflace se mírně zvyšuje především z důvodu vyšších očekávaných cen energií.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	6,3 (2,8)	2,0 (0,9)	1,7 -	Do znatelně silnějšího růstu cen výrobců v nové prognóze se propisuje robustnější poptávka po průmyslovém spotřebním zboží a výraznější zdražení komodit, zejména ropy.
Cena ropy Brent	USD/barel	67,9 (6,1)	66,7 (7,6)	63,3 -	Ceny ropy Brent se posunuly výše s vidinou robustního oživení po pandemii.
3M EURIBOR	% procentní body	-0,5 (0,0)	-0,5 (0,0)	-0,4 -	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	1,20 (-0,01)	1,20 (-0,02)	1,21 -	Prognóza kurzu eura vůči americkému dolaru se příliš nemění, v následujících dvou letech se výrazně neodchyluje od aktuální úrovně.

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

Ceny ve světě budou pokračovat ve svižném růstu, který však příští rok zpomalí. Vedle zdražování vstupů jako jsou komodity nebo doprava se do cenových tlaků promítá také robustní poptávka podpořená odloženou spotřebou. Nicméně ceny komodit a dopravy by podle tržních odhadů měly od třetího čtvrtletí korigovat (Graf I.2.). To povede ke zpomalování dynamiky cen průmyslových výrobců, potažmo spotřebitelské inflace.

Oživení u obchodních partnerů ČR je taženo otevíráním sektoru služeb za podpory utrácení části vynucených úspor z dob uzavírek, přičemž přetížení výrobních a dodavatelských řetězců bude postupně odeznívat

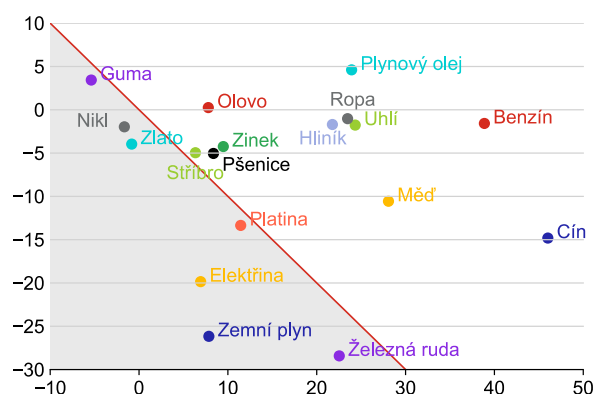
Zimní vlna pandemie se podepsala na utlumené ekonomické aktivitě v efektivní eurozóně v prvním čtvrtletí 2021. To se projevilo dalším mezičtvrtletním poklesem HDP, výraznějším než na konci minulého roku. Nejvyšší propad z našich nejvýznamnějších obchodních partnerů zaznamenaly ekonomiky Německa a Slovenska, zejména v důsledku vládních uzavírek části maloobchodu a mnoha služeb. Citelně však byla zasažena i produkce průmyslu. Celá Evropa se totiž potýkala se zpožděním dodávek materiálů a komponent pro průmyslovou výrobu, jakož i finálního zboží, což vedlo k narušování plynulosti výroby v průmyslu a v zásobování spotřebitelského trhu.

Podle dostupných indikátorů bylo přetížení výrobních a dodavatelských řetězců značné i ve druhém čtvrtletí, ale efektivní eurozóna přesto zaznamenala razantní oživení. Otevírání ekonomik po jarní pandemické vlně bylo totiž poměrně brzké a rychlé. Nejvyššího

Graf I.2

Tržní kontrakty implikují pokles cen hlavních komodit, přičemž míra korekce bude různorodá

osa x: nárůst cen v období 1/21 až 5/21 v %, osa y: očekávaná změna ceny v období 5/21 až 5/22 v %, pramen Bloomberg, výpočet ČNB, v šedé ploše se nacházejí komodity, u kterých se v ročním horizontu očekává korekce cen na úroveň z konce roku 2020



mezičtvrtletního růstu HDP dosáhlo Španělsko a Itálie.² Podle předpokladu prognózy se ekonomická aktivita v efektivní eurozóně vlivem nízké srovnávací základny loňského jara nacházela meziročně o více než 11 % výše (Graf I.3).

Tahounem růstu po rozvolnění protiepidemických opatření je postupný náběh poptávky a produkce v sektoru služeb při rostoucí proočkovatosti populace, což potvrzuje celá řada předstihových indikátorů. Německý PMI ve službách dosáhl v červnu nejvyšších hodnot od března 2011. V pásmu expanze se přitom nacházejí hodnoty PMI pro všechny významné obchodní partnery ČR. Razantně se zlepšila i důvěra spotřebitelů podle Evropské komise, což se již příznivě projevilo ve vývoji květnových maloobchodních tržeb. I pro další měsíce jsou vyhlídky na růst výdajů spotřebitelů pozitivní, jelikož domácnosti mohou financovat svoje nákupy i z vynucených úspor z dob uzavírek, zejména ve znovuotevřených sektorech služeb. Již během léta a podzimu se také začnou čerpat prostředky v rámci národních plánů obnovy (Next Generation European Union, NGEU). Plány všech našich nejvýznamnějších obchodních partnerů (Graf I.4) již byly schváleny a připravuje se uvolnění první 13% zálohy. Zatímco německé projekty se primárně zaměří na digitalizaci a další „zezelenání“ ekonomiky, u ostatních zemí budou nezanedbatelnou část tvořit i investice do vzdělání a zdraví. Celkově budou nejvyšší objemy čerpat jižní státy, ale v přepočtu na počet obyvatel budou zdroje významné i pro Slovensko.

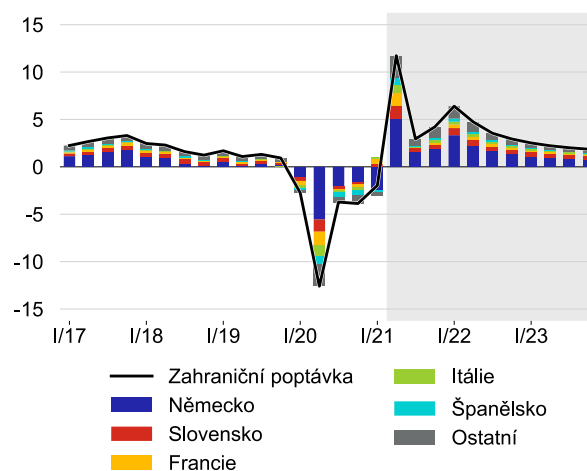
Vedle zlepšení situace ve službách by se měly zmírnit i tlaky z přetížených výrobních a dodavatelských řetězců v průmyslu s tím, jak se výdaje spotřebitelů rozloží rovnoměrněji napříč sektory. Pozitivně přispěje k růstu i pokračující globální expanze či stále velmi uvolněné finanční podmínky. Růst v efektivní eurozóně dosáhne v letošním roce 4 %. V roce 2022 dále zrychlí s tím, jak se naplno projeví efekt investic z národních plánů obnovy a rozpouštění vynucených úspor domácností. Evropské hospodářství se tak vrátí na předpandemickou úroveň. Spolu se svižným růstem HDP se během příštího roku postupně uzavře záporná mezera výstupu. Rizika případného horšího pandemického vývoje sice přetrvávají, a to zejména v souvislosti se šířením nových mutací koronaviru, jeho ekonomické dopady by však nebyly významné. Nezanedbatelné riziko představují i možné déletrvající potíže v dodavatelských řetězcích.

2 Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostl HDP v efektivní eurozóně ve druhém čtvrtletí 2021 mezičtvrtletně o 2 %. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn až po její uzávěrce.

Graf I.3

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

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

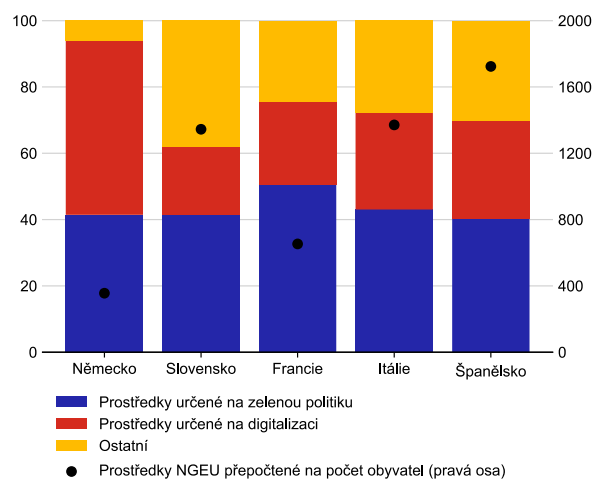


Druhým nejvýznamnějším obchodním partnerem ČR po Německu je Slovensko. V ukazatelích efektivní eurozóny pro HDP, inflaci a ceny průmyslových výrobců má Slovensko zhruba 11% váhu, což odpovídá podílu této země na celkovém českém vývozu do eurozóny. Přitom váhy dalších velkých zemí eurozóny (Francie, Itálie či Španělska) se pohybují pod 10 %. Ukazatele pro efektivní eurozónu se tak liší od běžně používaných ukazatelů pro eurozónu jako takovou.

Graf I.4

Oživení v zemích obchodních partnerů ČR bude podpořeno zdroji v národních plánech obnovy

struktura zdrojů v národních plánech obnovy dle určení v %, prostředky NGEU přepočtené na počet obyvatel, pramen Evropská komise a think tank Bruegel



Ve druhé polovině roku bude pozvolna odeznívat prudký nárůst výrobních cen, ve kterém se spolu s vývojem cen komodit promítala také silná poptávka v průmyslu

Cenové tlaky v průmyslové výrobní sféře jsou aktuálně mimořádně silné. Vedle nárůstu cen ropy a ostatních komodit působí také zesílená poptávka po průmyslovém zboží, která se projevuje v dynamice jádrových produkčních cen. Klíčový vliv fundamentálních faktorů na cenový vývoj v zahraničí pak potvrzuje i **BOX 1** na konci této kapitoly. Ve druhé polovině letošního roku začnou cenové tlaky odeznívat (**Graf I.5**), a to v souvislosti s ustupováním pandemických vlivů. Oznámené zvyšování produkce ropy zemí skupiny OPEC+ od srpna přineslo jen mírnou korekci cen ropy směrem dolů. Podle tržních kontraktů budou ceny ropy v následujících dvou letech dále mírně klesat. To platí i pro některé další komodity. Meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně tak do konce roku 2022 postupně zpomalí až k 1 %.

Spotřebitelská inflace v efektivní eurozóně letos přesáhne 2% úroveň. Postupně odezní jednorázové proinflační faktory (změna sazby DPH a cenový dopad zdanění emisí CO₂ v Německu) a sníží se i tlak plynoucí z růstu cen energií a z proinflačního působení uzavírek. V příštím roce tak inflace zpomalí pod 2% cíl ECB.

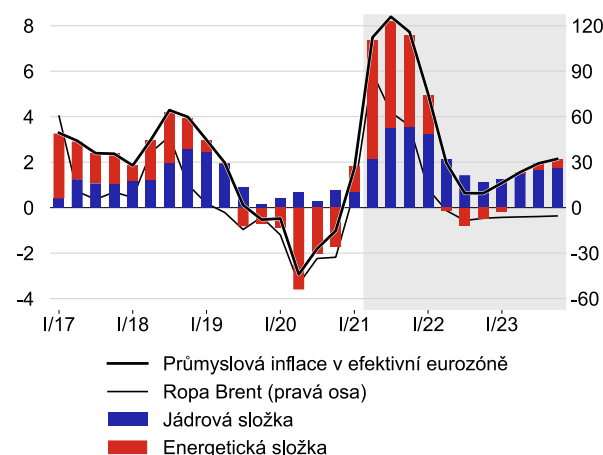
Komunikace ECB na posledním měnovém zasedání potvrdila nastavení velmi uvolněné měnové politiky

Výhled sazby 3M EURIBOR setrvává v záporných hodnotách (**Graf I.6**). Očekává se postupné snižování nákupů aktiv v rámci programů ECB, které se projeví mírným nárůstem stínové úrokové sazby. Kurz eura vůči americkému dolaru bude jen nepatrně posilovat z aktuálně oslabených hodnot, ve kterých se projevila nedávná komunikace amerického Fedu. Ten avizoval ochotu zvýšit základní úrokové sazby dříve v reakci na vyšší výhled inflace. Na začátku července ECB zveřejnila závěry revize měnové politiky. Inflační cíl byl zpřesněn, nyní je symetrický a stanovený na úrovni 2 %. ECB bude také sledovat vývoj cen vlastnického bydlení a představila ambiciózní plán pro budoucí podmínky nákupu aktiv s ohledem na postoj emitentů dluhopisů ke klimatu. Na červencovém měnovém jednání ECB uvedla, že sazby zůstanou na současné či nižší úrovni do doby, než bude dosaženo inflačního cíle, a že je ochotna po přechodné období tolerovat vyšší inflaci. Toto prohlášení s ohledem na střednědobý výhled inflace naznačuje, že ECB rychle nezpřísní měnovou politiku.

Graf I.5

Ke skokovému růstu zahraničních výrobních cen v letošním roce přispějí obě hlavní složky

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

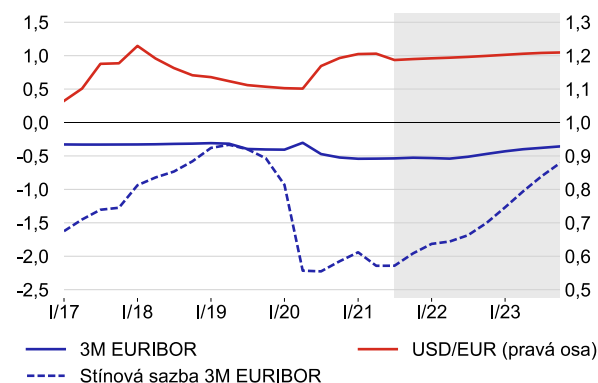


Jako předpoklad budoucího vývoje cen ropy jsou využívány výhledy odvozené z křivky tržních cen termínovaných kontraktů. Ta má relativně hladký průběh a její sklon naznačuje, jak tržní aktéři vnímají aktuální stav nabídky a poptávky. Negativní sklon křivky (backwardation) naznačuje nedostatečnou nabídku, pozitivní (contango) naopak signalizuje přebytek ropy na trhu. Tyto cenové výhledy se přitom ukazují jako přesnější zdroj předpovědí než průměrná očekávání analytiků Consensus Forecasts či výhledy Energy Information Administration, které modelově vycházejí z očekávaného vývoje poptávky a nabídky ropy a sentimentu na trhu. Blíže viz kapitola „Zaostřeno na...“ v publikaci Globální ekonomický výhled z března 2021.

Graf I.6

Měnová politika ECB zůstane velmi uvolněná

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



BOX 1 Co stojí za silným růstem produkčních cen v průmyslu?

Výrazné oživení dynamiky cen průmyslových výrobců, které od počátku roku pozorujeme jak v domácí, tak v zahraniční ekonomice, je výsledkem působení tří faktorů. Tím prvním je silná poptávka po průmyslové (mezi)produkci a oživení tohoto sektoru v průběhu druhé poloviny loňského roku, což bylo dáno přesměrováním části poptávky od služeb ke zboží vlivem pandemie. S ní souvisí i druhý faktor ženoucí ceny vzhůru – přetrvávající problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. Poslední díl do skládky cenových tlaků pramení z výrazného nárůstu cen komodit¹, který částečně reflektuje i oživující poptávku. Některé z těchto cenových tlaků jsou svou povahou spíše dočasné a při odeznění aktuálních nedostatků a problémů ve výrobních řetězcích lze očekávat jejich korekci. Část z nedávného nárůstu inflačních tlaků má však fundamentální základ a bude na ceny působit po delší dobu.

Tento box přináší analýzu vývoje cen v odvětvích zpracovatelského průmyslu v zahraničí i tuzemsku a hodnotí, do jaké míry je tažen nefundamentálními (tedy dočasnými), resp. naopak fundamentálními faktory.

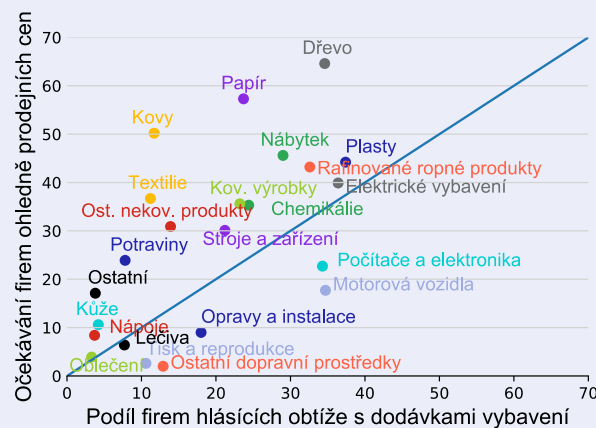
Posouzení poměru dočasných a fundamentálních cenových tlaků je důležité pro adekvátní nastavení měnové politiky. Pokud by byl cenový růst tažen převážně dočasnými vlivy, současné inflační tlaky by byly pouze přechodnou, krátkodobou epizodou, na kterou by měnová politika nemusela výrazně reagovat. V případě významných fundamentálních inflačních tlaků je naopak včasná reakce měnové politiky žádoucí.

Dočasné cenové tlaky v produkčních cenách odrážejí potíže v dodavatelských řetězcích a nedostatek materiálů a komponent. Ten podle šetření Evropské komise dosahuje rekordních hodnot a v posledních měsících se přelévá i do očekávání podniků ohledně vývoje prodejních cen jejich produkce. Na problémy s dodávkami upozorňuje celá řada odvětví, především pak chemický a petrochemický průmysl. Firmy jsou postiženy také výpadky v dodávkách plastů, počítačových čipů či dřeva. Obecně platí, že sektory, ve kterých jsou hlášeny největší potíže s dodávkami, mají také nejvyšší podíl firem s očekávaným růstem cen (Graf 1). U nejvíce postižených odvětví (dřevo, papír či kovy) je to více než polovina firem. V odvětví motorových vozidel jde však pouze o 20 % podniků, a to navzdory značným problémům s dodávkami vstupů. Zdá se tak, že cenový efekt přetížených dodavatelských řetězců závisí rovněž na pozici odvětví v rámci produkční vertikály. Dle analýz ČNB cenový tlak relativně rychle vyprchá, jakmile obtíže s dodávkami vybavení odezní.² Očekávání podniků ohledně růstu jejich vlastních prodejních cen se propisuje do skutečného vývoje cen průmyslových výrobců (PPI) po delší dobu (Graf 2). V rámci jednotlivých odvětví je však vývoj opět značně různorodý. Prosakování cenových očekávání do samotných cen v průmyslu je silnější a rychlejší u sektorů s dominantním vlivem komodit, zatímco v případě motorových vozidel je oproti ostatním odvětvím o čtvrt roku posunuto (zpožděno). Maximální efekt v eurozóně i v ČR se v průměru dostaví zhruba v horizontu půl roku a následně pozvolna ustupuje.

Graf 1

Očekávání podniků ohledně prodejních cen jsou nejvyšší v odvětvích, která čelí problémům s dostupností vstupů

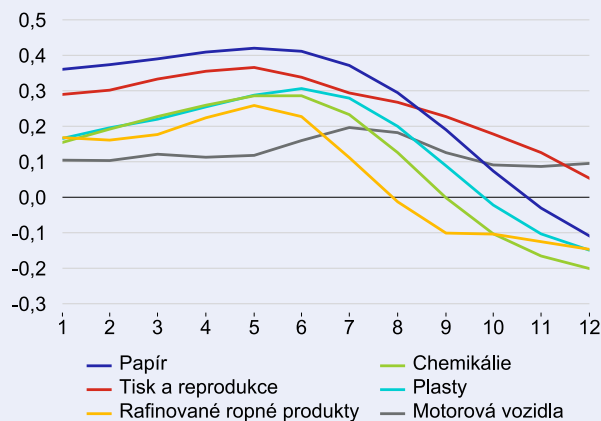
v %, šetření Evropské komise v eurozóně, údaje za druhé čtvrtletí 2021



Graf 2

Očekávání podniků ohledně růstu jejich prodejních cen se do skutečných cen průmyslových výrobců promítá nejsilněji v horizontu šesti měsíců

osa x: zpoždění v měsících, osa y: korelační koeficient mezi změnou očekávaného růstu prodejních cen za tři měsíce a meziročním růstem cen průmyslových výrobců



Pro rozklad dynamiky cen výrobců v jednotlivých odvětvích zpracovatelského průmyslu na dlouhodobé a dočasné faktory konstruujeme statistický filtr. Ten vedle dat o vývoji produkčních cen využívá i údaje o průmyslové produkci a o cenách vybraných komodit. Tento filtr dále umožňuje identifikovat výrazně kladné šoky s nízkou perzistencí, jež interpretujeme jako dočasný, rychle odeznívající nefundamentální faktor. Jako dočasný vyhodnocujeme také filtrem identifikovaný vliv komodit. Po očištění o rezidua a vliv komodit získáme syntetickou řadu cen výrobců, která zahrnuje trendovou a cyklickou složku. Ty mají na rozdíl od předchozích krátkodobých faktorů dlouhodobější charakter a není u nich riziko náhlé korekce. Vzhledem k výše zmíněné různorodosti jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu používáme filtr na každé odvětví zvlášť a vliv na celkový vývoj PPI ve zpracovatelském průmyslu pak agregujeme z jednotlivých složek.

Po očištění o vliv faktorů, které by mohly rychle odeznít, je syntetická úroveň cen PPI v eurozóně oproti skutečnosti nižší pouze o 1,4 % (Graf 3). Případná cenová korekce by tak neměla být extrémně silná. Podotýkáme současně, že se jedná spíše o horní odhad možného vlivu, neboť i ceny komodit jako takové jsou ovlivněny světovou průmyslovou produkcí a tedy poptávkou po komoditách a nárůst jejich cen odráží alespoň částečně také cyklické faktory. Podobný závěr platí i pro česká data. Také v tomto případě je rozdíl mezi skutečností a očištěnou řadou aktuálně zhruba 1,4 % (Graf 4). Ani v tomto případě tak nelze čekat výraznější korekci. Tento výsledek pro obě teritoria je možné vysvětlit také zpožděním, se kterým se nedostatek materiálů a vybavení promítá do cen. Aktuální přetíženost výrobních a dodavatelských řetězců tedy představuje pro nejbližší dobu spíše proinflační faktor (neboť vliv na ceny výrobců bude teprve ještě kulminovat) než protiinflační riziko rychlé korekce cen výrobců.

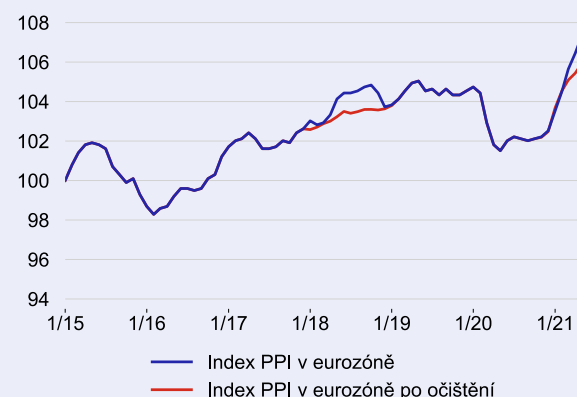
Průsak výše identifikovaných dočasných faktorů do spotřebitelských cen není dramatický. Odvětví, u kterých identifikujeme cenový růst nad rámec fundamentálních faktorů, ovlivňují vývoj maloobchodních cen u zhruba 60 položek spotřebního koše. Jejich celková váha odpovídá přibližně 15 % spotřebitelského koše a v drtivé většině se jedná o položky jadrové inflace. K jejich identifikaci jsme využili tzv. korespondenční tabulky Eurostatu, které umožňují propojit různé statistické klasifikace.³ Na jejich základě lze zjistit, jaké položky spotřebního koše jsou ovlivněny vývojem produkce daného (v našem případě průmyslového) odvětví. Vzhledem k elasticitě mezi spotřebitelskými cenami obchodovatelných statků a PPI ve zpracovatelském průmyslu lze odhadnout dopad nárůstu cen výrobců způsobený dočasnými faktory do spotřebitelských cen na přibližně 0,14 procentního bodu.

Lze shrnout, že ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu v eurozóně i ČR je pozorovaný cenový růst konzistentní s oživováním poptávky a produkce a má převážně fundamentální charakter. V několika oborech se však projevuje i vysoký nárůst cen komodit a problémy ve výrobních řetězcích. Tyto krátkodobé vlivy mohou rychle odeznít a aktuálně silný cenový růst v těchto odvětvích je tak zčásti dočasný. Tento vliv je patrný i v rámci indexu cen ve zpracovatelském průmyslu jako celku, nicméně není dramatický. Analýza současně ukazuje, že pokud problémy s přetížeností výrobních řetězců a cen komodit budou přetrvávat, lze očekávat dodatečný cenový růst v dotčených odvětvích průmyslu a návazně i zvýšení maloobchodních cen příslušných položek spotřebního koše. Bylo by tedy

Graf 3

Ceny průmyslových výrobců v eurozóně by po očištění o dočasné faktory byly pouze mírně nižší

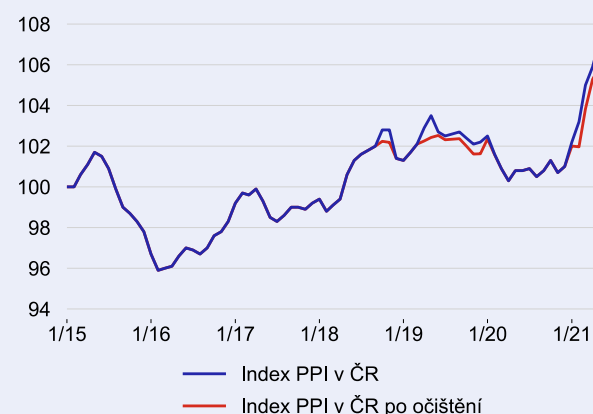
index, 1/15 = 100



Graf 4

Podobně malý rozdíl mezi skutečnou a očištěnou řadou PPI jako v eurozóně je možné identifikovat i pro ČR

index, 1/15 = 100



Poznámka: K filtraci dat byly použity metody strojového učení, konkrétně elastická síť, která – na rozdíl od obvyklého Kalmanova filtru – umožňuje pracovat s předpokladem, že tyto šoky jsou pouze občasné, tj. je jich na historii málo. Filtr identifikuje období, kdy tyto šoky ovlivňují časovou řadu cen výrobců. Vedle roku 2021, který je cílem analýzy, jsou tyto šoky identifikovány pro eurozónu také pro rok 2018 a pro ČR v roce 2019, což jsou období, kdy některá odvětví rovněž hlásila nedostatek materiálů.

předčasné současné inflační tlaky z výrobní sféry pro nastavení měnové politiky ve větší míře diskontovat a očekávat rychlý pokles cen výrobců a brzké zpomalení domácí jádrové inflace z tohoto titulu. Závěry analýzy jsou tak součástí letní prognózy ČNB. Ta očekává svižnou dynamiku cen výrobců doma i v zahraničí i ve zbytku letošního roku následovanou jejím postupným snížením do blízkosti dlouhodobě rovnovážného růstu. Pokles domácí jádrové inflace, která je hlavním tahounem růstu spotřebitelských cen v poslední době, tak bude z tohoto důvodu pouze pozvolný.

-
- 1 Tlakům plynoucím z růstu cen komodit a přetíženosti výrobních řetězců se věnoval [box ze ZoMP jaro 2021](#).
 - 2 Detailnímu popisu vlivu obtíží s dodávkami vybavení na cenová očekávání firem se mimo jiné bude věnovat kapitola „Zaostřeno na...“ v srpnové publikaci [Globální ekonomický výhled](#).
 - 3 Blíže například viz http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/documents/COICOP_2018-CPA_2_1/COICOP_2018-CPA_2_1.zip.

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Ústup pandemie vedl koncem jara k ukončení většiny domácích omezení v oblasti obchodu a služeb. Znovuotevřené podniky a provozovny se tak mohly po čase opět nadechnout. Ačkoliv jejich fungování možná ještě ovlivní epizoda dílčího zpřísnění protiepidemických opatření v důsledku letního zvýšení počtu pozitivních případů, nebude již mít hmatatelné hospodářské dopady. Pomohou jak zvyšující se proočkovanosť populace a dostupné nové formy účinné medikace, tak i fakt, že se ekonomika naučila s koronavirem lépe fungovat. Obnovení hospodářského růstu bude taženo výrazně oživující spotřebou domácností, k čemuž přispěje mimo jiné také utrácení části nuceně vytvořených úspor z doby uzavírek. Zlepšovat se postupně začne také situace na trhu práce, což dále podpoří spotřebitelský sentiment. Aktuální přetížení výrobních a dodavatelských řetězců, které brzdí produkční a exportní výkon českého průmyslu, však ještě letos přetrvává. V souhrnu se hrubý domácí produkt letos poměrně výrazně zvýší, v příštím roce jeho růst ještě zrychlí. V roce 2023 poroste ekonomika tempem na úrovni rovnovážného růstu.

Uvolnění protiepidemických opatření s sebou během jara a začátku léta přineslo citelné oživení domácí ekonomické aktivity

Snižující se míra vládních pandemických restrikcí zmírnila negativní dopady do hrubé přidané hodnoty v odvětvích těsně svázaných se spotřebou domácností (Graf II.1). V případě obchodu, dopravy a pohostinství proto bylo oživení tržeb svižné, zatímco poptávka po dalších službách se zlepšovala o něco pozvolněji. Průmysl a na něj navazující odvětví zůstaly vlastními pandemickými opatřeními bezprostředně takřka nedotčeny. I přesto, že se Stringency Index pohyboval v prvním pololetí výše než loni (Graf II.2), odhadované ekonomické dopady vládních omezení byly ve srovnání s loňskem viditelně mírnější. Domácí ekonomika se tak stává vůči pandemii stále odolnější.

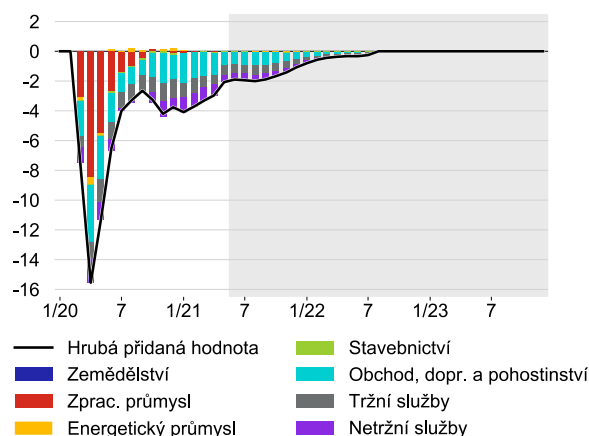
Očekáváme, že během léta se počet pozitivně testovaných případů koronaviru opětovně mírně zvýší a vláda zareaguje znovuzavedením některých restrikcí. Předpokládáme přitom, že budou zaměřeny výhradně na úpravu pohybu obyvatelstva bez potvrzení o očkování, o negativním testu či o nedávném prodělání nemoci. Tato opatření budou nadále tlumit nastartování (zejména přeshraničního) cestovního ruchu. Mimo něj by však tato letní epizoda neměla mít výrazné dopady do spotřeby domácností, které jsou již schopny se většinou opatření přizpůsobit. Uvedená omezení budou navíc motivovat k vakcinaci i obyvatele, kteří prozatím s očkováním váhají. Během podzimu se míra restrikcí bude dále snižovat, což umožní nové formy účinné medikace³, zvyšující se proočkovanosť a z ní plynoucí

³ Evropská komise ve Strategii pro terapeutika proti COVID-19 uvádí řadu opatření pro identifikaci kandidátních terapeutik. Komise se podle této strategie zavázala, že do června 2021 sestaví seznam pěti slibných přípravků. Vývoj některých je již v pokročilé fázi a existuje velká šance, že tři nová terapeutika získají registraci do října 2021, pokud konečné údaje prokáží jejich bezpečnost, kvalitu a účinnost, viz https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/cs/QANDA_21_3301.

Graf II.1

Dopady vládních protiepidemických opatření do odvětví obchodu a služeb pozvolna odeznívají

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

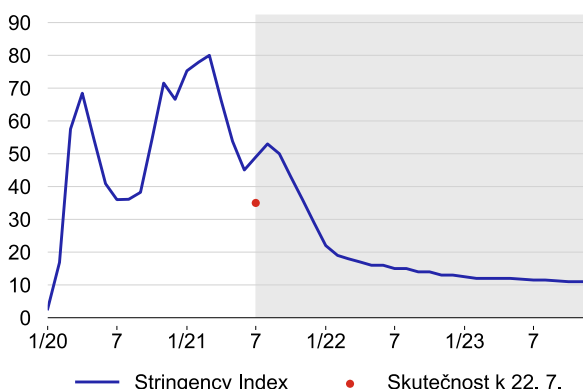


Graf II.2

Stringency Index se po epizodním letním zvýšení bude v dalších měsících opět rychle snižovat

průměrné měsíční hodnoty denního indexu

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



kolektivní imunita. V příštím roce se bude hodnota Stringency Indexu nacházet na úrovních, které nebudou mít na domácí ekonomiku hmatatelné dopady.

Zotavením po jarním rozvolnění prošla zejména spotřeba domácností, která bude ve druhém pololetí významně přispívat k růstu HDP

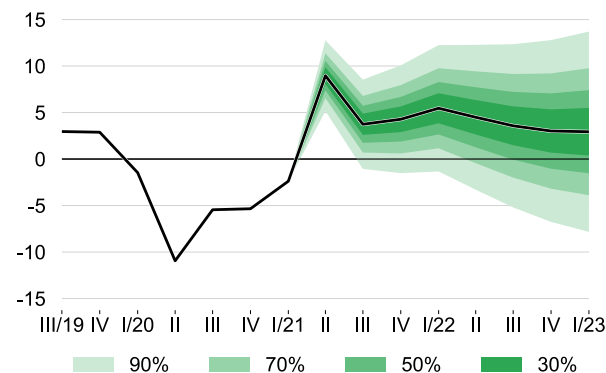
Meziroční růst hrubého domácího produktu bude nadále značně rozkolísaný. Díky otevření ekonomiky ve druhém čtvrtletí⁴ růst podle prognózy krátkodobě vystřelí až k 9 %, což je dáno převážně nízkou srovnávací základnou loňského roku, kdy došlo během první vlny pandemie k rekordnímu propadu (Graf II.3). V celoročním vyjádření přitom tuzemská ekonomika letos vzroste o 3,5 %.

Otevření ekonomiky umožněné ústupem pandemie bude ve druhé polovině roku podporovat růst spotřeby domácností (Graf II.4). Ta se tak stane hlavním tahounem zotavování domácí ekonomické aktivity. V podmínkách pozitivního spotřebitelského sentimentu a postupně se zlepšující situace na trhu práce k tomu přispěje také utrácení části úspor nuceně vytvořených v době uzavírek (odložená spotřeba) (Graf II.5). V opačném směru bude působit ukončování řady podpůrných fiskálních opatření. Letos však v souhrnu spotřeba domácností vzroste v průměru pouze o 1,3 %, a to kvůli výraznému propadu z počátku roku. V příštím roce růst spotřeby domácností zrychlí na více než 6 %. Předpandemické úrovně dosáhne spotřeba domácností v závěru roku 2022, a to i přes rychlý růst úrokových sazeb od poloviny letošního roku.

Graf II.3

HDP letos viditelně vzroste, přičemž jeho dynamika bude značně rozkolísaná, v roce 2022 ekonomika poroste stabilnějším a v úhrnu vyšším tempem

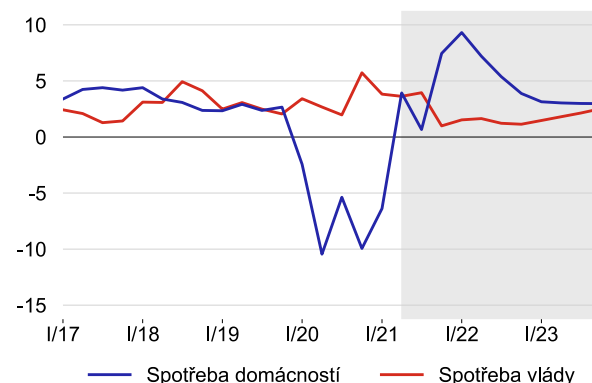
meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.4

Spotřeba domácností letos rychle obnoví růst, dynamika vládní spotřeby naopak zpomalí

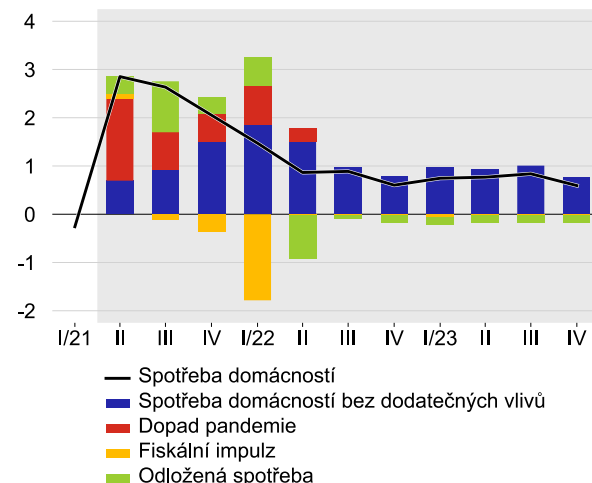
spotřeba domácností a vlády, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.5

Vedle uvolnění pandemických opatření bude oživení růstu spotřeby domácností ovlivněno též rozpouštěním části vynucených úspor

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



⁴ Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl ve druhém čtvrtletí 2021 český HDP meziročně o 7,8 %, což je 1,2 procentního bodu pod prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 30. července 2021 a vzhledem k dřívějšímu uzavření prognózy není její součástí. U předběžného odhadu standardně není k dispozici struktura HDP dle složek poptávky a nabídky.

S otevřením ekonomiky ožívá také investiční aktivita, a to navzdory problémům ve výrobních a dodavatelských řetězcích, v souhrnu však bude její dynamika zatím jen umírněná

Na mezičtvrtletním zrychlení růstu fixních investic se ve druhém čtvrtletí letošního roku podílelo hlavně znovuvotevření odvětví dosud omezených uzavírkami. Růst investiční aktivity je podporován také zlepšujícím se podnikatelským sentimentem, který se již nachází nad předpandemickou úrovní. Poruchy výrobních a dodavatelských řetězců jsou nicméně stále citelné a zčásti omezují investiční aktivitu. V souhrnu fixní investice letos vzrostou navzdory nízké srovnávací základně loňského roku jen mírně, a to při oživujícím meziročním růstu soukromých investic a pokračujícím růstu vládních investic (Graf II.6).

Nad rámec výše uvedeného bude letos růst tvorby hrubého kapitálu podpořen pokračující vysokou tvorbou zásob v průmyslu (Graf II.7). Důvodem jejich kumulace je přetížení výrobních a dodavatelských řetězců. V maloobchodě naproti tomu předpokládáme, že přechodně vysoká tvorba zásob z počátku letošního roku byla výsledkem předzásobením podniků před jarním otevřením ekonomiky a s nárůstem poptávky odezní.

V příštím roce podpoří tvorbu hrubého fixního kapitálu zlepšený vývoj v investičně náročném zpracovatelském průmyslu a její růst zrychlí na téměř 6 %. V opačném směru bude s ohledem na vysokou úroveň z roku 2021 působit změna stavu zásob, což povede k přibližné stagnaci celkových investic.

Nedostatek součástek v průmyslové výrobě a nucené naskladňování nedokončené výroby se zpočátku projeví pomalejším růstem vývozu, který však následně mírně zrychlí

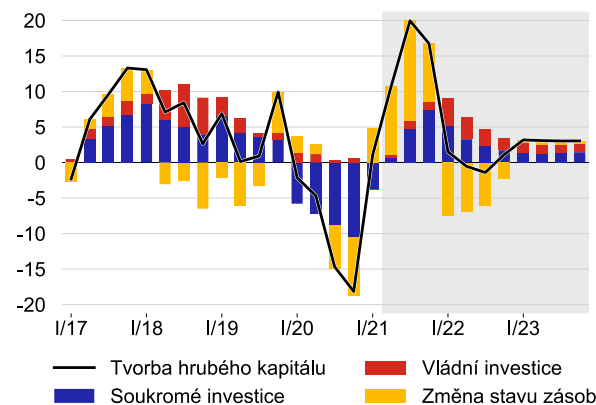
Produkční a vývozní sektor domácí ekonomiky (hlavně zpracovatelský průmysl) se nadále potýká s problémy v dodávkách materiálů a komponent. Ty souvisejí s přetrvávajícím zahlcením globálních dodavatelsko-odběratelských řetězců. V domácí ekonomice se tyto problémy projevují především v automobilovém průmyslu a na něj navázaných odvětvích. To způsobuje vysokou vynucenou tvorbu zásob (např. nedokončených automobilů) a částečné výpadky produkce a má dočasný vliv také na výkonnost vývozu, která zůstane i během letních měsíců nevýrazná (Graf II.8). Utlumený zůstane i vývoz služeb, a to kvůli přetrvávající nejistotě ohledně pandemické situace zejména v oblasti cestovního ruchu.

Očekáváme, že v průběhu čtvrtého čtvrtletí podstatná část problémů v dodavatelských řetězcích odezní. To povede k rychlé finalizaci rozpracované výroby a dočasnému zrychlení mezičtvrtletní dynamiky vývozu. I přes výše popsání potíže letos vývoz v úhrnu vzroste dvouciferným tempem, a to zejména z důvodu nízké

Graf II.6

Zásoby letos přispějí k výrazně kladné dynamice celkových investic, v příštím roce budou naopak růst tvorby hrubého kapitálu brzdít

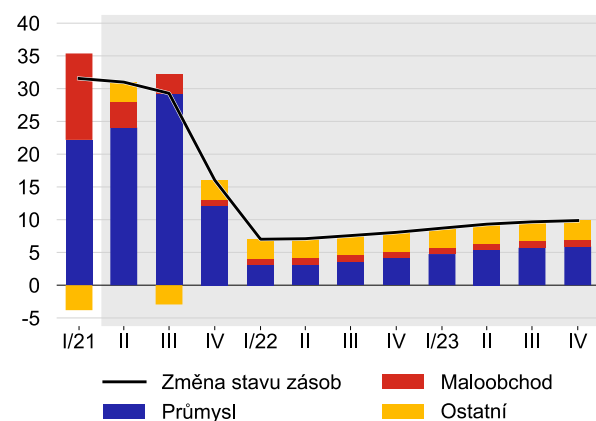
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.7

Přetížené výrobní a dodavatelské řetězce povedou k vysoké tvorbě zásob v průmyslu

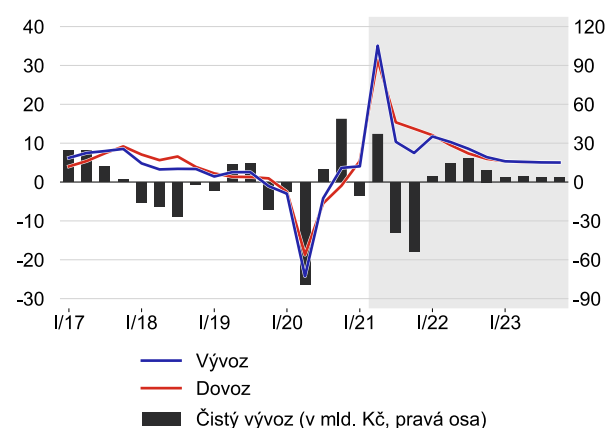
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.8

Vývoz bude letos odrážet zvyšování a následné rozpouštění zásob, dynamika dovozu bude navíc tažena rozvolněním domácích uzavírek

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



srovnávací základny loňského roku. Solidní tempo růstu si vývoz udrží i v příštím roce, kdy dojde k uvolnění zbývajících restrikcí doma i v zahraničí. To přispěje mimo jiné k postupnému obnovování pandemií silně postiženého mezinárodního cestovního ruchu. Vývoz poroste i přes posilující kurz koruny.

Růst dovozu bude letos oproti dynamice vývozu svižnější (Graf II.8). Důvodem je zejména oživení dovozně náročné spotřeby domácností, soukromých investic a přechodně i nárůst zásob vlivem výpadku dodávek některých součástí. Ve výsledku tak bude letos příspěvek čistého vývozu k růstu HDP záporný, v příštím roce pak bude důsledkem oživení vývozu jeho působení kladné.

Důležitou roli nadále sehrává fiskální politika, která i letos podporuje domácí ekonomickou aktivitu

Spotřeba vlády letos poroste, avšak kvůli vysokým výdajům z loňského roku pomaleji než dříve (Graf II.4). Její nominální nemzdová složka bude posílena mimořádnými výdaji ve zdravotnictví v souvislosti s vakcinací a testováním. Růst spotřeby vlády v reálném vyjádření bude zčásti tlumen pokračujícím růstem jejího deflátoru podpořeným mimořádnými odměnami pracovníkům ve zdravotnictví, sociálních službách a bezpečnostních sborech.

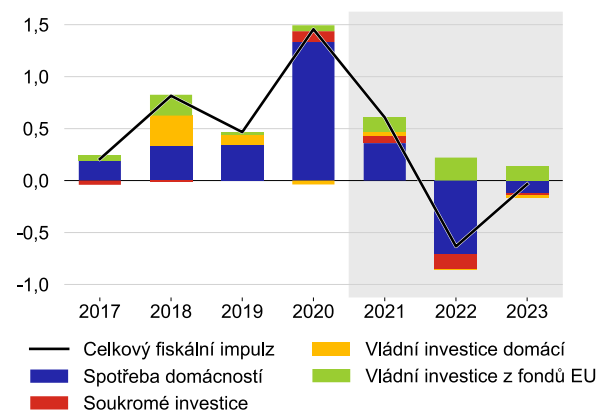
Fiskální impulz zůstane i letos znatelně kladný v důsledku opatření na podporu příjmů a spotřeby domácností během prvního pololetí (Graf II.9). Ve druhé polovině roku začne fiskální impulz postupně slábnout, přičemž nejvíce podpůrných opatření odezní ke konci letošního roku (např. ošetřovné, Antivirus a kompenzační bonus). V roce 2022 bude fiskální politika dynamiku HDP brzdit. Její restriktivní působení plynoucí z odeznění podpůrných opatření bude přitom tlumeno mimořádnou valorizací důchodů.

Nominální hrubý disponibilní důchod rostl v prvním pololetí svižným tempem mimo jiné díky již zmíněné pokračující vládní podpoře. Její očekávané odeznění povede navzdory oživení růstu mezd ke zvolnění dynamiky nominálního hrubého disponibilního důchodu (Graf II.10). Postupné snižování čeká i míru úspor, která začátkem roku 2021 dosáhla historicky nejvyšší úrovně. K jejímu poklesu (a tedy k předstihu dynamiky spotřeby před růstem disponibilního důchodu) začalo docházet již od druhého čtvrtletí v souvislosti s otevíráním ekonomiky. I přes pokles se však míra úspor nedostane ke své předpandemické úrovni ani do konce roku 2023, což odráží obezřetný návrat k předcovidovému spotřebitelskému chování.

Graf II.9

Fiskální politika letos dynamiku HDP zvyšuje zejména skrze podporu příjmů a spotřeby domácností, v roce 2022 bude fiskální impulz záporný

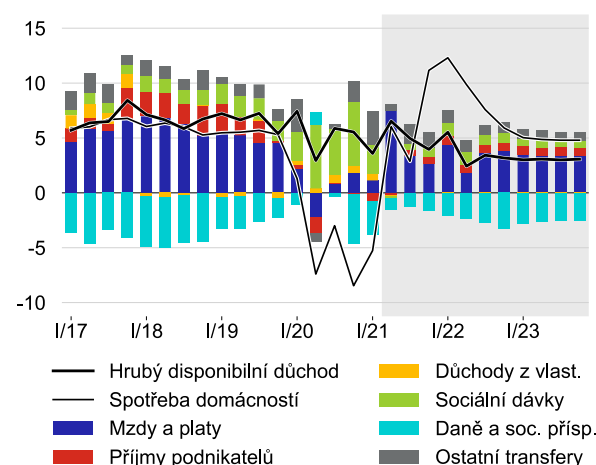
fiskální impulz, příspěvky k růstu HDP v p. b.



Graf II.10

Disponibilní důchod letos dále poroste, za dynamikou spotřeby domácností bude ale od druhého pololetí znatelně zaostávat

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



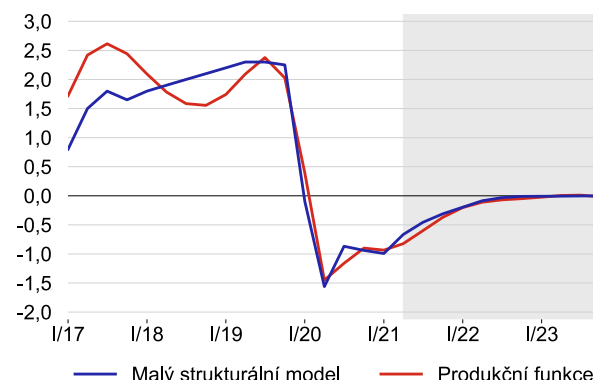
Uvolnění protiepidemických opatření s sebou přináší oživení růstu potenciálu ekonomiky, záporná mezera výstupu se příští rok uzavře

S jarním ukončením uzavírek v obchodě a službách výrazně zrychlila dynamika růstu potenciálního produktu. Zároveň se zlepšuje sentiment domácností i firem a rychle oživuje poptávka a ekonomická aktivita. Záporná mezera výstupu se proto začala uzavírat (Graf II.11). To bude pokračovat až do začátku příštího roku, kdy se mezera uzavře zcela.

Graf II.11

Ekonomika se nachází mírně pod svým potenciálem, v příštím roce se záporná mezera výstupu uzavře

mezera výstupu v % z potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2021	2022	2023	
HDP	meziroční změny v % procentní body	3,5 (2,3)	4,1 (-0,1)	3,0 -	Prognóza HDP se pro letošek přehodnocuje výrazně výše z důvodu dřívějšího a výraznějšího uvolnění uzavírek a vyšších celkových investic, v roce 2022 je změna prognózy malá.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	1,3 (1,1)	6,4 (0,0)	3,0 -	Růst spotřeby domácností je letos ve srovnání s jarní prognózou výraznější. Projevuje se v tom dřívější znovuotevření obchodu a služeb a lepší vývoj na trhu práce.
Spotřeba vlády	meziroční změny v % procentní body	3,1 (0,7)	1,4 (0,0)	2,0 -	V porovnání s minulou prognózou se růst spotřeby vlády posouvá letos mírně výše převážně v návaznosti na vyšší pozorování v prvním čtvrtletí.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	2,8 (3,8)	5,8 (1,8)	2,6 -	Prognóza fixních investic se zvyšuje, a to vlivem větší soukromé investiční aktivity v důsledku rychlejšího odeznění pandemie a lepšího ekonomického sentimentu.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	-0,9 (-0,9)	0,9 (0,9)	0,3 -	Výraznější oživení konečné domácí poptávky spolu s dočasně utlumeným vývozem posune příspěvek čistého vývozu k HDP pro letošní rok do záporu, v roce 2022 tomu bude naopak.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	-0,4 (0,5)	0,9 (0,4)	0,6 -	Vlivem dřívějšího a výraznějšího ekonomického oživení se rychleji obnoví poptávka po práci.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	3,3 (-0,2)	3,1 (-0,4)	3,0 -	Mírnější ochlazení trhu práce se v letošním i příštím roce projeví v nižší míře nezaměstnanosti ve srovnání s jarní prognózou.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	5,4 (0,6)	4,2 (0,5)	4,6 -	Lepší kondice trhu práce a předpokládané navýšení minimální mzdy od začátku roku 2022 se odrazí ve vyšší mzdové dynamice.

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

Trh práce se po částečném ochlazení v předchozích čtvrtletích aktuálně stabilizoval, postupně dojde k jeho opětovnému přehřívání

Se znovuotevřením ekonomiky se celková situace na trhu práce stabilizovala. Z dlouhodobého pohledu nevedla pandemie k úplnému zchlazení trhu práce, který tak působí i nadále proinflačně. To potvrzuje souhrnný indikátor trhu práce LUCI, který je stále nad rovnovážnou úrovní (Graf II.12). S oživením trhu práce včetně mzdové dynamiky se v příštím roce souhrnný indikátor opětovně mírně zvýší.

Fundamentální mzdový růst v tržních odvětvích začne koncem letošního roku zrychlovat, celková mzdová dynamika přitom bude až do poloviny příštího roku rozkolísaná

Mzdový vývoj v tržních odvětvích je nadále ovlivňován řadou jednorázových faktorů, které působí nad rámec fundamentálního vývoje.⁵ Z hlediska ekonomické interpretace mzdového růstu tak nadále dává smysl sledovat spíše odhadovaný růst fundamentálních mezd (Graf II.13).

Po odeznění negativních dopadů pandemie na trh práce v závěru letošního roku začne růst fundamentálních tržních mezd pozvolna zrychlovat. Bude tomu tak v důsledku rychle se obnovujícího růstu poptávky po práci. Vzhledem k předpokládané obezřetnosti zaměstnavatelů a obvyklé velké setrvačnosti trhu práce se fundamentální mzdová dynamika pozvolna přiblíží své dlouhodobě rovnovážné 5% hranici až v roce 2022. To bude navíc podpořeno dalším předpokládaným zvýšením minimální mzdy.⁶ Obdobného tempa růstu tržní mzdy dosáhnou i v roce 2023.

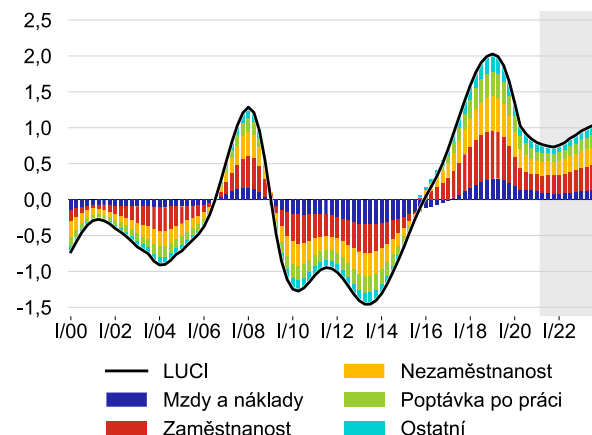
V netržních odvětvích letos odezní vysoký růst platů z předchozích let. Stejně jako v tržní sféře bude i v netržních odvětvích mzdová dynamika značně rozkolísaná.

Také růst objemu mezd a platů bude na celém horizontu výrazně rozkolísaný, a to v důsledku působení mimořádných vlivů na dynamiku průměrných mezd. K růstu objemu mezd a platů bude přitom zejména od druhé poloviny letošního roku přispívat rovněž obnovení růstu přepočteného počtu zaměstnanců. V reálném vyjádření bude zvyšování objemu mezd

Graf II.12

Optikou souhrnného indikátoru LUCI dosáhne trh práce letos cyklického dna a následně se vlivem výrazného ekonomického oživení začne opět přehřívát

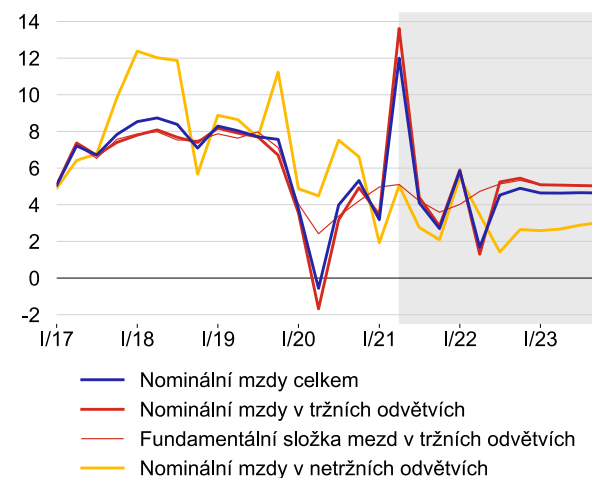
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf II.13

Fundamentální mzdový růst od začátku roku 2022 oživí, růst mezd v netržních odvětvích v nejbližších letech viditelně zpomalí

nominální mzdy, meziroční změny v %



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

⁵ Jedná se především o statistické efekty plynoucí z výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetřovné či náhradu mzdy v případě karantény. Částečný výpadek mezd nastal rovněž u zaměstnanců, kteří nepracovali z titulu překážek v práci v souvislosti s pandemií, přičemž někteří z nich čerpali pouze částečné náhrady mzdy. Na jaře (podobně jako v závěru loňského roku) byly navíc vyplaceny mimořádné „covidové“ odměny ve zdravotnictví. Uvedené vlivy se projeví zejména v letošním druhém čtvrtletí, kdy statisticky vykázaný meziroční růst mezd v tržních odvětvích výrazně zrychlil vlivem odeznění záporných statistických efektů z loňského roku v kombinaci s výplatou zmíněných mimořádných odměn ve zdravotnictví.

⁶ Prognóza předpokládá navýšení minimální mzdy od ledna 2022 o 1 000 Kč na 16 200 Kč.

a platů (Graf II.14) až do poloviny příštího roku tlumeno výrazně zvýšenou dynamikou cen. I přesto však vzroste reálný objem mezd a platů v letošním i příštím roce o více než 2,5 %, což přispěje k oživení růstu spotřeby domácností.

Pokles zaměstnanosti koncem roku odezní, počet lidí bez práce se mírně sníží

Ekonomický propad z doby pandemie se projevil zkrácením pracovních úvazků spíše než propouštěním, čímž razantně poklesl úvazek na zaměstnance. S opětovným nárůstem poptávky po práci v souvislosti se znovuootevřením ekonomiky se růst průměrného úvazku oživí o něco dříve než nábor nových zaměstnanců – podobně jako v minulých ekonomických cyklech.

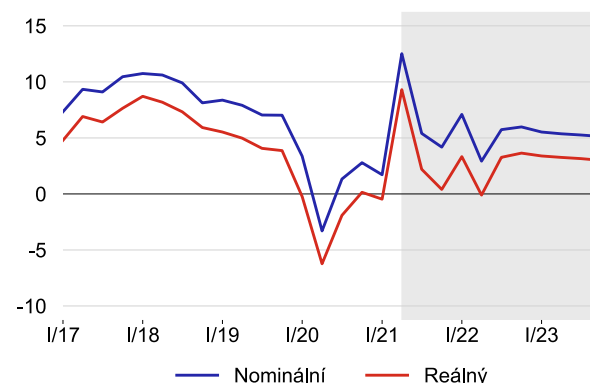
Pokles zaměstnanosti se zastaví, resp. tato začne růst koncem letošního roku, což bude spojeno zejména s pokračujícím oživováním růstu pracovní síly, která loni viditelně poklesla. Částečně však k růstu zaměstnanosti přispěje též snižování počtu nezaměstnaných. Růst celkové zaměstnanosti bude tažen zejména zvyšujícím se počtem zaměstnanců, avšak i počet podnikatelů – po výrazném propadu na začátku letošního roku – postupně poroste.

Obecná míra nezaměstnanosti se ve zbytku letošního roku v důsledku znovuootevření ekonomiky mírně sníží. K tomu dojde v prostředí obnovené poptávky po práci, a tedy i přes ukončení podstatné části vládního programu Antivirus na udržení zaměstnanosti ke konci května 2021 (Graf II.15). To lze pozorovat na stále vysokém počtu volných pracovních míst, resp. robustní tvorbě nových pracovních míst a náborové aktivitě zaměstnavatelů⁷ napříč odvětvími. Zhoršenou situaci pro nejbližší měsíce neindikují ani další vysokofrekvenční indikátory.⁸ Podobný průběh jako u obecné míry nezaměstnanosti očekáváme i u podílu nezaměstnaných osob.

Graf II.14

Dynamika objemu mezd a platů zůstane solidní a přispěje tak k oživení růstu spotřeby domácností

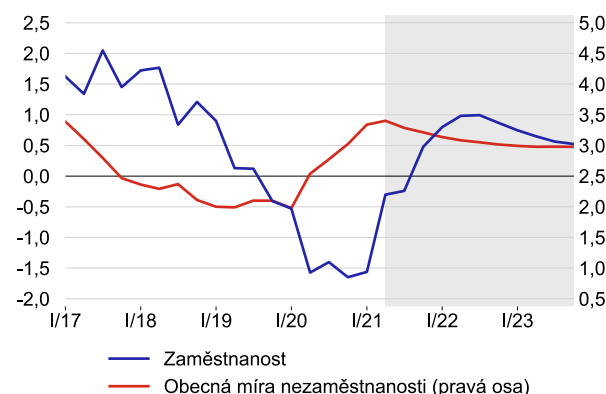
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.15

Obrat na trhu práce nastane ve druhé polovině letošního roku

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



7 To ilustrují např. výsledky konjunkturálního průzkumu Evropské komise nebo Manpower Index trhu práce, podle kterých by měla zaměstnanost ve druhé polovině letošního roku narůstat.

8 Podle Google trends je skóre témat „nezaměstnanost“ i „podpora v nezaměstnanosti“ velmi nízké.

BOX 2 Index ekonomické aktivity Rushin

Koronavirová pandemie s sebou přinesla zásadní výzvy pro makroekonomické prognostiky i tvůrce měnové politiky. Vzhledem k jejímu bezprecedentnímu charakteru měly standardně využívané ekonometrické modely potíže včas vyhodnotit hloubku hospodářského propadu a identifikovat body obratu v cyklu. Tradiční ukazatele totiž přicházejí se zpožděním a během pandemie byly navíc výrazně ovlivněny datovou nejistotou. Proto se v zahraničí i v ČR začaly ve větší míře používat i alternativní indikátory hospodářského vývoje, což vytvořilo prostor pro nové přístupy sledující domácí hospodářskou aktivitu takřka v reálném čase.¹

Jedním z nových nástrojů, které napomáhají zpřesnit znalost HDP v právě probíhající čtvrtletí, je týdenní index ekonomické aktivity Rushin.² Jeho základní stavební kámen tvoří vysokofrekvenční proměnné (hodinové či denní), které jsou doplněny běžně využívanými měsíčními ukazateli. Index přitom obsahuje informace z nejdůležitějších sektorů české ekonomiky, čímž je zajištěna jeho komplexnost, robustnost a nevychýlenost. Při tvorbě indexu bylo nejprve nutné sladit časové řady (s použitím interpolace měsíčních dat) na společnou týdenní frekvenci, vytvořit 13týdenní klouzavé průměry a následně jejich mezičtvrtletní změny, aby index odpovídal publikované mezičtvrtletní dynamice HDP.

Výsledný index je tvořen deseti proměnnými, které byly zvoleny na základě následujících kritérií. Vedle ekonomické relevance indikátorů rozhodovala těsnost jejich vztahu (korelace) s domácím HDP, zpoždění v dostupnosti dat a vzájemný vztah s ostatními proměnnými. Pro českou ekonomiku tolik důležitý vývoj ve zpracovatelském průmyslu zachycují vysokofrekvenční ukazatele o spotřebě elektřiny a měsíční index průmyslové produkce. Neméně významné dění na trhu práce sleduje četnost internetových vyhledávání slova „podpora“ (myšleno v nezaměstnanosti) z vyhledávače Google Trends. Spotřeba domácností, která tvoří zhruba polovinu HDP, je reprezentována měsíčními tržbami ve službách a maloobchodě. Mezinárodní obchod a zahraniční poptávku zachycují data o nákladní dopravě na českých a německých dálnicích a ifo Business Climate Index. Vpředhledící dimenzi dodává i OECD Composite Leading Indicator a index Burzy cenných papírů Praha.

Index Rushin zachycuje historický vývoj HDP velmi věrně (Graf 1). Za pozornost stojí především období turbulentních ekonomických změn během finanční krize na konci první dekády tohoto století a současné období koronavirové pandemie. V obou zmíněných obdobích dokázal týdenní index ekonomické aktivity zachytit probíhající propad domácí ekonomiky a odhadnout jeho hloubku s vysokou přesností. Dobrý byl nicméně jeho odhad HDP i během mělké recese domácí ekonomiky v letech 2011 a 2012.

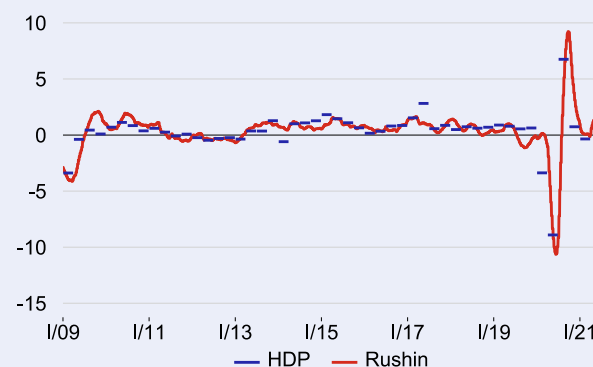
Schopnost indexu Rushin zachytit probíhající ekonomický výkon byla ověřena i cvičením v pseudoreálném čase. Pro každý týden od roku 2016 do současnosti byl propočítán odhad indexu, a to

Index Rushin je pojmenován na počest Aloise Rašína, významného ekonoma a politika z období vzniku samostatného Československa. Upravený výraz je fonetickou slovní hříčkou s příjmením A. Rašína a zároveň zachycuje včasnost (rush-) indexu (-in).

Graf 1

Odhady indexu Rushin povětšinou odpovídají historickému vývoji HDP

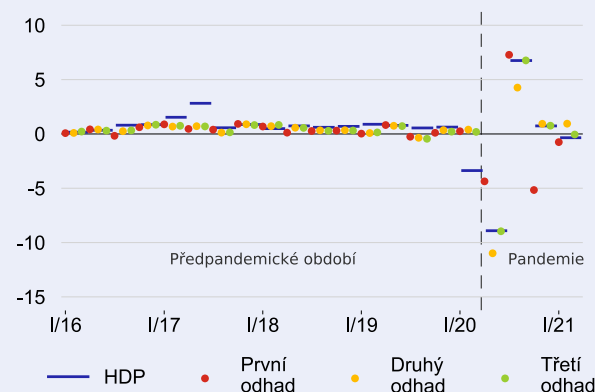
HDP – pozorované mezičtvrtletní změny v %, Rushin – týdenní klouzavé mezičtvrtletní změny v %



Graf 2

Dobré odhady HDP poskytuje index Rushin i během pandemie

skutečné mezičtvrtletní změny HDP v % v jednotlivých čtvrtletích, odhady HDP pomocí indexu Rushin na konci každého měsíce



pouze s využitím údajů, které byly v daném okamžiku k dispozici.³ S jejich využitím byl na konci každého měsíce odhadnut růst HDP v daném čtvrtletí (Graf 2), a to metodou „bridge equations“, která převádí informace z měsíčních dat na čtvrtletní data a je v odborné literatuře hodnocena jako velmi úspěšná pro krátkodobé prognózy.⁴ Pro každé čtvrtletí tedy vznikly tři odhady mezičtvrtletní dynamiky HDP. Graf 2 ukazuje jejich srovnání se zveřejňovanými údaji ČSÚ o HDP. Zatímco v předpandemickém období byla volatilita ekonomického vývoje i jeho odhadů nízká, s nástupem pandemie se situace změnila. Index Rushin se nicméně s touto výzvou vyrovnal obstojně a ve většině případů se zvětšující se datovou množinou v průběhu čtvrtletí přibližoval dynamice HDP, jejíž odhady publikuje ČSÚ až s několikatydenním časovým odstupem. Zařadil se tak k nástrojům, které napomáhají při tvorbě krátkodobé prognózy HDP v ČNB.

-
- 1 První odhad dopadů pandemie na českou ekonomiku na základě dat o spotřebě elektřiny publikovali T. Adam a A. Michl již v dubnu 2020, viz https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Prvni-odhad-dopadu-pandemie-COVID-19-na-ekonomiku-CR-zverejneno-8.-4.-2020/.
 - 2 Předběžná verze indexu Rushin je představena v blogu https://www.cnb.cz/en/about_cnb/cnbblog/The-Rushin-An-Index-of-Czech-Economic-Activity/.
 - 3 Analýza nebere v úvahu možnou změnu proměnných vstupujících do indexu, ačkoliv s ohledem na neustále vyvíjející se strukturu ekonomiky jsou takové průběžné potenciální úpravy relevantní. Na druhou stranu strukturální ekonomické změny jsou pouze pozvolné a pro zvolenou délku období málo významné.
 - 4 Tato analýza bude součástí připravovaného working paperu ČNB – The Rushin Index: A Weekly Indicator of Czech Economic Activity (Adam, T., Michálek, O., Michl, A., Slezáková, E., 2021).

III. INFLACE

Inlace v následujících čtvrtletích vzroste výrazně nad horní hranici tolerančního pásma 2% cíle. To bude dáno zrychlením růstu cen potravin při nadále vysoké jádrové inflaci a silné dynamice cen pohonných hmot. Posléze se k výše uvedeným složkám přidá i obnovení růstu regulovaných cen. V jádrové inflaci se projeví znatelné domácí poptávkové tlaky spolu se silným růstem produkčních cen doma i v zahraničí. Celkové inflační tlaky se začnou postupně zmírňovat od konce letošního roku v návaznosti na zvolnění aktuálně rychlého růstu dovozních cen. Příspěvek domácích cenových tlaků k celkovým nákladům bude naproti tomu ještě nějakou dobu mírně narůstat. To plyne zejména ze zvýšené spotřebitelské poptávky a postupného zrychlování mzdové dynamiky podpořené dalším zvýšením minimální mzdy. V příštím roce se inflace s přispěním letošního výrazného zpřísnění měnových podmínek začne vracet směrem k cíli. Celkový cenový růst se bude vlivem zvýšení spotřebních daní nacházet mírně nad měnověpolitickou inflací.

Aktuálně silné celkové inflační tlaky se koncem roku zmírní s odezněním vysokého růstu dovozních cen

Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru v první polovině letošního roku zrychlila vlivem výrazného proinflačního působení dovozních cen (Graf III.1). Zdražení ropy se spolu se zvýšenou globální poptávkou po obchodovatelných statcích a souvisejícími obtížemi ve výrobních a dodavatelských řetězcích projevilo ve zřetelně kladných příspěvcích energetické i jádrové složky dovozních cen k růstu celkových nákladů. K jejich zvýšení ve druhém čtvrtletí letošního roku přispěla i domácí ekonomika, což odráželo zotavování jejího výkonu po rozvolnění protiepidemických opatření.

I přes protiinflační efekt znatelně posilujícího kurzu koruny budou v létě dovozní ceny nadále přispívat k růstu celkových nákladů. To bude vedle zvýšených cen energií dáno pokračujícím přehříváním zahraničního průmyslu, které odezní až koncem roku. V příštím roce pak další zpevňování kurzu koruny při již zpomalené dynamice cen zahraničních výrobců povede k přechodu jádrové i energetické složky dovozních cen do citelného protiinflačního působení. Aktuálně zvýšené celkové inflační tlaky proto oslabí.

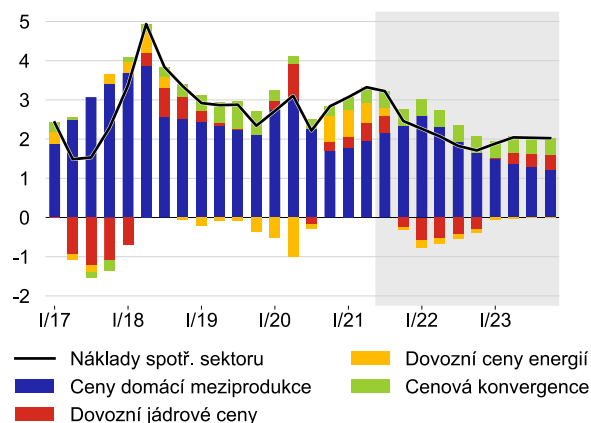
Domácí nákladové tlaky v nejbližších čtvrtletích dočasně zesílí v návaznosti na zvýšenou spotřebitelskou poptávku a oživení mzdového růstu

Dynamika domácích nákladů se v první polovině letošního roku pohybovala kolem své rovnovážné úrovně. To bylo dáno nadále solidním příspěvkem fundamentálních mezd, ve kterém se zrcadlila stabilizující se situace na trhu práce (Graf III.2). Ve druhém čtvrtletí navíc došlo ke skokovému zvýšení příspěvku ceny kapitálu, který odrážel obnovení růstu hospodářské aktivity po jarním uvolnění protiepidemických opatření. To však bylo současně vyváženo nárůstem efektivity

Graf III.1

Aktuálně silné celkové inflační tlaky koncem roku zeslábnou s posunem dovozních cen z proinflačního do protiinflačního působení

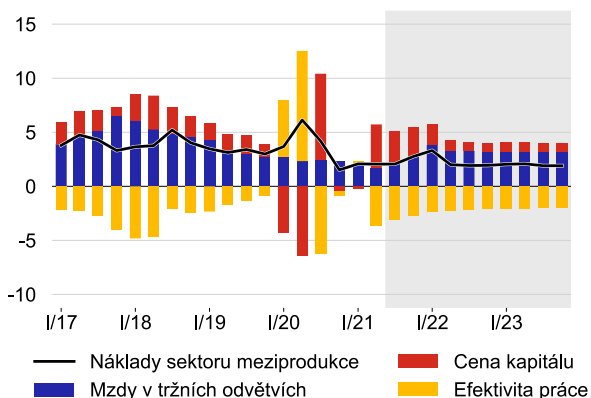
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.2

Růst domácích nákladů přechodně zrychlí, a to vlivem zrychlení fundamentálního mzdového růstu podpořeného dalším zvýšením minimální mzdy

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



práce v souvislosti s návratem lidí na pracoviště po ukončení uzavírek ve službách a obchodě.

V nejbližších čtvrtletích se dynamika domácích nákladů zvýší v důsledku postupně zrychlujícího mezičtvrtletního růstu fundamentálních mezd. K tomu se navíc na začátku roku 2022 přidá i předpokládaný další znatelný nárůst minimální mzdy. Na růst nákladů bude tláčit oživující spotřebitelská poptávka po otevření ekonomiky, ve které se projeví i částečné rozpouštění úspor vytvořených během předchozích uzavírek. To se odrazí v kladném příspěvku ceny kapitálu, který však bude vyvažován pokračujícím zlepšováním efektivity práce. Po dočasném vzedmutí se dynamika domácích nákladů během příštího roku ustálí v blízkosti své rovnovážné úrovně. O cenotvorbě optikou modelu g3+ pojednává **BOX 3** na konci této kapitoly.

Inflace se ve druhé polovině roku zvýší znatelně nad horní hranici tolerančního pásma, během příštího roku bude zpomalovat směrem k cíli

Ke zrychlení celkové inflace (**Graf III.3**) ve druhé polovině letošního roku povede oživení dynamiky cen potravin a posléze i obnovení růstu regulovaných cen. Vedle toho přetrvává silná jádrová inflace a vysoká dynamika cen pohonných hmot (**Graf III.4**). V rychlém růstu cen u čerpacích stanic se projevují jak nízká srovnávací základna z minulého roku, tak nedávné výrazné zdražení ropy. Vlivem opětovného pozvolného poklesu ceny ropy a postupně posilujícího kurzu koruny se v příštím roce dynamika cen pohonných hmot sníží, zhruba od poloviny roku pak začnou tyto ceny klesat.

Nárůst jádrové inflace je do značné míry tažen fundamentálními faktory

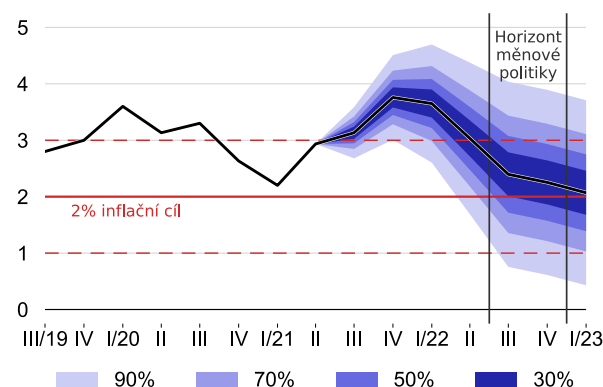
Jádrová inflace ve druhém čtvrtletí setrvala na zvýšených hodnotách, a to s přispěním rychlého růstu cen zboží i služeb. Ve třetím čtvrtletí se jádrová inflace dále lehce zvýší (**Graf III.4**). K tomu přispěje vedle nákladových tlaků i silná domácí poptávka. Ta umožní prodejcům zboží a poskytovatelům služeb zvyšování cen ve snaze o zachování či zlepšení ziskových marží a kompenzaci snížených příjmů během uzavírek ekonomiky. Ziskové marže však budou celkově letos spíše pod tlakem, a to z důvodu zvýšených nákladů plynoucích z rychlého růstu dovozních cen.

Stále významnější položkou v rámci jádrové inflace bude narůstající příspěvek imputovaného nájemného. V něm se projevuje souběh pokračujícího výrazného zdražování nemovitostí a silící růst cen stavebních prací a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví (**Graf III.5**). Růst cen stavebních prací, který od počátku loňského roku převážně zvolňoval, začal během druhého čtvrtletí 2021 opětovně nabírat na síle a v červnu přesáhl 4 %. Na tom mají vedle setrvalého růstu mezd ve stavebnictví velký podíl i potíže ve výrobních a dodavatelských řetězcích, které se projevují nedostatkem některých stavebních materiálů (např. polystyrénu či

Graf III.3

Inflace zpočátku vzroste výrazně nad horní hranici tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky klesne do blízkosti 2 %

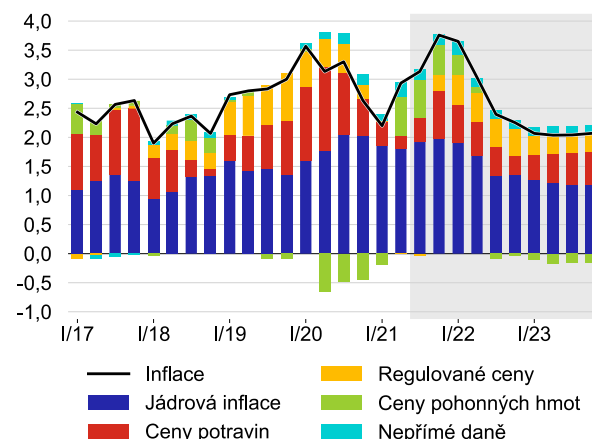
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.4

Cenovému růstu bude nadále dominovat jádrová inflace, přechodně utlumené příspěvky cen potravin a regulovaných cen se záhy opět zvýrazní

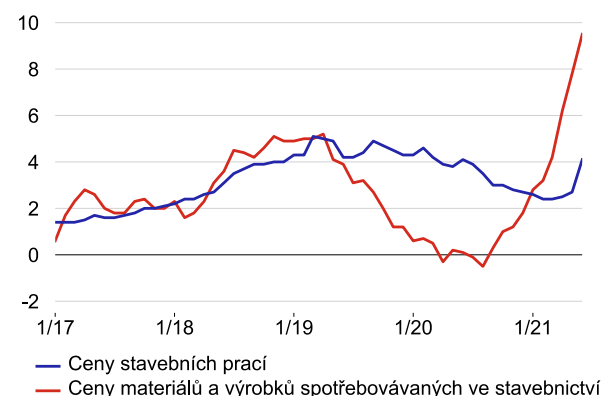
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.5

Ceny ve stavebnictví letos významně zrychlily dynamiku

meziroční změny v %



stavební oceli). Dynamika cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví se v červnu dokonce přiblížila 10 %. Tyto nákladové tlaky spolu s výraznou poptávkou po produkci ve stavebnictví vedly podle posledních dostupných dat k dvouciferné dynamice indexu cen bydlení (12 % v prvním čtvrtletí 2021). Uvedené vlivy budou spolu se silnými inflačními tlaky z domácí ekonomiky udržovat vysokou jádrovou inflaci i ve druhé polovině letošního roku.

Ve stejném směru bude působit také silný růst cen průmyslových výrobců v zahraničí. Ten se i přes tlumící vliv posilujícího kurzu koruny citelně přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Cenové tlaky z produkční sféry mají přitom ve velké míře fundamentální (tedy déletrvajících) charakter (viz BOX 1 v kapitole I). Tyto nákladové faktory stejně jako silnější domácí poptávkové tlaky stojí za přehodnocením výhledu domácí jádrové inflace ve srovnání s jarní prognózou k vyšším hodnotám. Po odeznění výše zmíněných proinflačních vlivů a díky výraznému zpřísnění měnových podmínek v letošním a příštím roce se růst cenového jádra v průběhu roku 2023 ustálí poblíž 2 %.

Dynamika cen potravin je rozkolísaná, z aktuálně utlumených hodnot se začne zvyšovat a svého vrcholu dosáhne koncem letošního roku

Růst cen potravin, který byl během první poloviny roku dočasně utlumený, bude ve druhém pololetí postupně zrychlovat (Graf III.4). Vedle citelných domácích poptávkových tlaků k tomu přispěje také průsak nedávného nárůstu cen agrárních komodit ve světě. Vysoká světová poptávka se projevuje především ve zdražování rostlinné výroby, zejména obilovin. To se propisuje i do růstu cen domácích zemědělských výrobců a potravinářských producentů. Akcelerující dynamika cen potravin vyvrcholí koncem letošního roku, a to i vlivem nízké srovnávací základny loňského roku. V návaznosti na očekávanou korekci světových cen agrárních komodit během příštího roku se růst cen potravin krátkodobě sníží až pod 1,5 %.

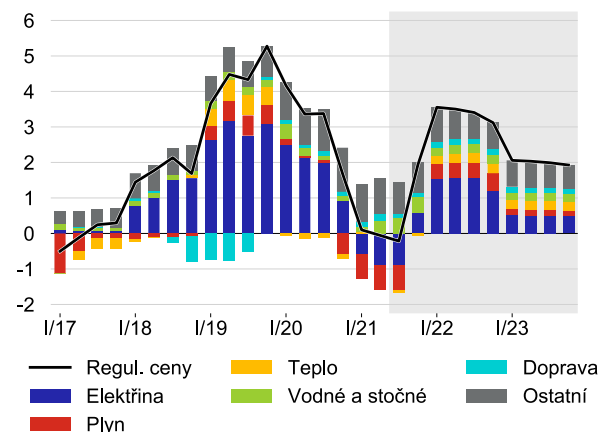
Dočasně utlumený růst regulovaných cen se ke konci roku začne strmě zvyšovat vlivem zdražení cen energií

Výrazný nárůst burzovních cen silové elektřiny a zemního plynu v posledním období odrážel rekordně vysokou cenu emisních povolenek. Ve spotřebitelských cenách se toto zdražení projeví až s úpravou ceníků na novou topnou sezónu. Dosavadní zlevňování energií tak rychle vezme za své. Dynamika regulovaných cen pak dále zesílí na přelomu letošního a příštího roku (Graf III.6) v návaznosti na další zdražení energií včetně cen tepla. Celkově tak dynamika regulovaných cen počátkem příštího roku zrychlí až nad 3 %. V roce 2023 růst regulovaných cen zvolní ke 2 % v návaznosti na zpomalení dynamiky cen energií.

Graf III.6

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

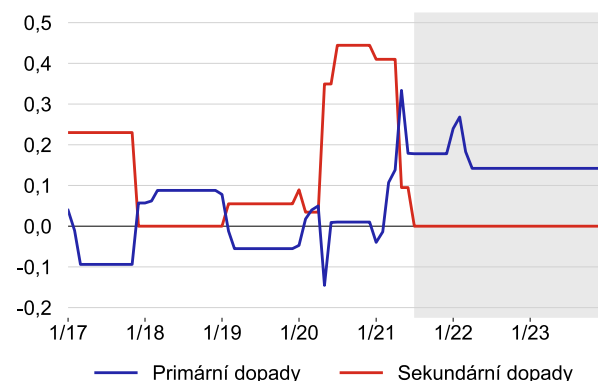
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.7

Primární dopady změn nepřímých daní budou odrážet zvýšení spotřební daně na tabák, sekundární dopady loňských změn DPH záhy odezní

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



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.

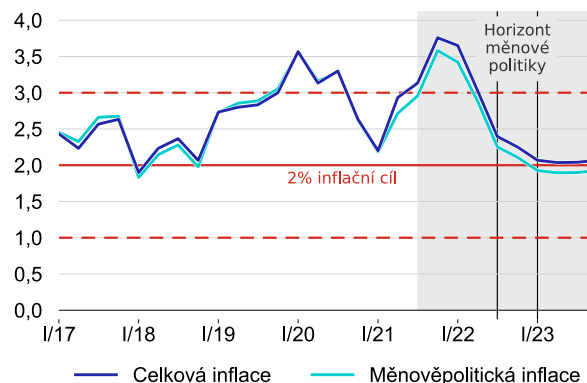
K celkové inflaci mírně nad cílem na horizontu měnové politiky přispějí i dopady změn spotřebních daní

Ve druhém pololetí 2021 prognóza neočekává další změny nepřímých daní. Dopady do celkové inflace tak ve zbytku letošního roku poplynou pouze ze změn nepřímých daní, které se projevily v průběhu ledna až dubna. Počátkem příštího roku dojde k 5% navýšení spotřební daně na cigarety, což se dle předpokladu prognózy plně promítne do zdražení cigaret. Celkový dopad této změny do inflace v příštím roce odhadujeme zhruba na 0,1 procentního bodu (Graf III.7). K dalšímu zvýšení spotřebních daní na tabák ve stejném rozsahu pak dojde počátkem roku 2023. Měnověpolitickou inflaci tyto změny neovlivňují, a proto na ně měnová politika nereaguje. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny způsobených odpovídajícím promítnutím změn nepřímých daní, od kterých centrální banka zpravidla zcela odhlíží, pokud nemají zřetelné sekundární dopady do cenového růstu. Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky sníží do blízkosti inflačního cíle (Graf III.8), což bude podpořeno také zpřísněním dosud výrazně uvolněné měnové politiky.

Graf III.8

Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky sníží k 2% cíli, celková inflace bude na celém horizontu vlivem dopadů změn spotřebních daní mírně nad ní

celková a měnověpolitická inflace, v %



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2021	2022	2023	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	3,0 (0,3)	2,8 (0,4)	2,1 -	Na přehodnocení prognózy inflace v letošním roce směrem nahoru se podílejí všechny její složky s výjimkou cen potravin.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	0,4 (0,1)	3,4 (0,6)	2,2 -	Vyšší dynamika regulovaných cen odráží výraznější zdražení energií související s překvapivě silným nárůstem cen emisních povolenek.
Jádrová inflace	% procentní body	3,4 (0,6)	2,8 (0,8)	2,2 -	Výraznější oživení růstu cen v zahraničí a silnější domácí poptávka posouvají výhled jádrové inflace výše.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	1,8 (-0,4)	1,9 (-0,6)	1,9 -	Výhled cen potravin se oproti jarní prognóze přehodnocuje mírně směrem dolů, neboť nižší pozorovaná data převáží nad zvýšením výhledu cen zemědělských výrobců.

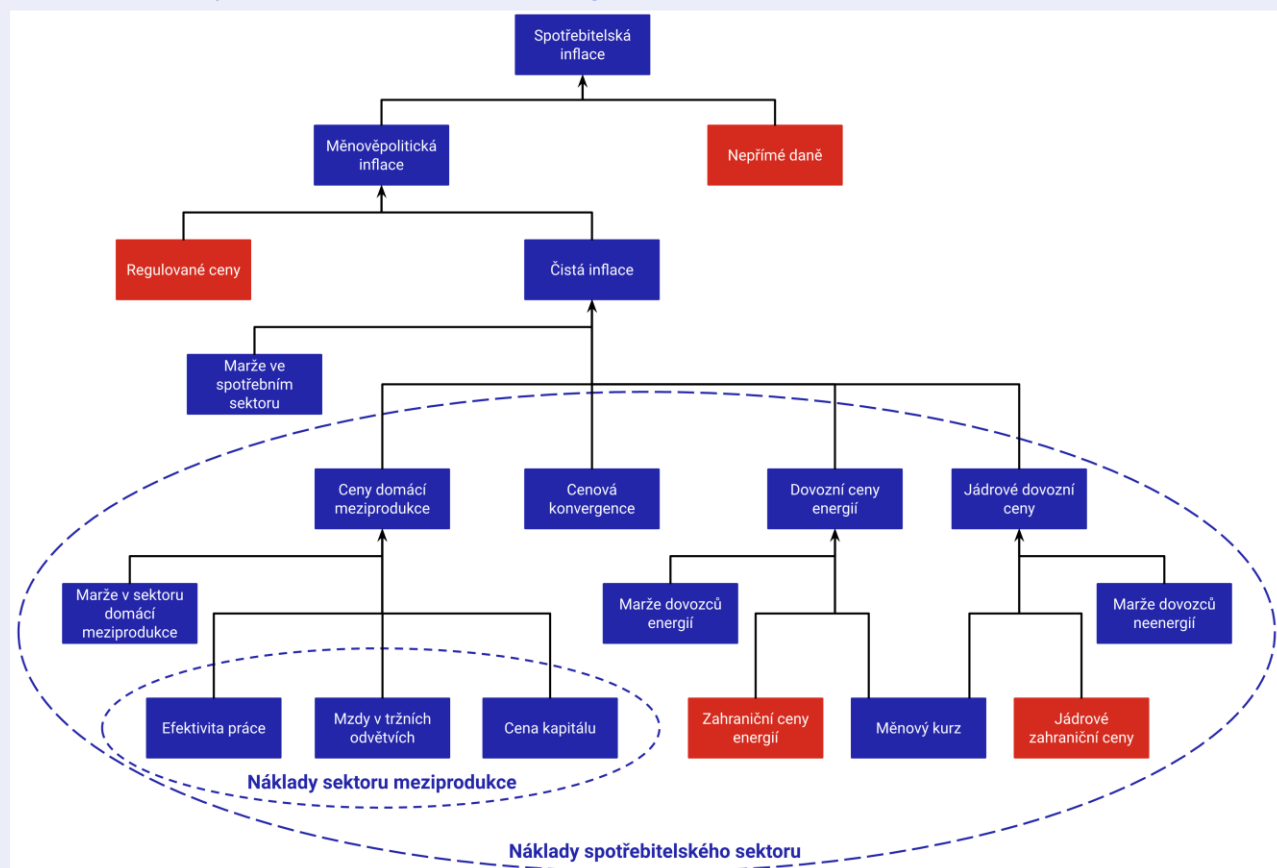
Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, červený její snížení)

BOX 3 Cenotvorba a její význam pro měnovou politiku pohledem modelu g3+

Inlace je ovlivňována vývojem poptávkových a nákladových faktorů, které se do výsledných spotřebitelských cen promítají s různým zpožděním. Znalost časového profilu promítání těchto faktorů do konečných cen pomáhá centrální bance včas reagovat tak, aby na horizontu měnové politiky plnila svůj mandát cenové stability v podobě 2% inflačního cíle. Nastavení měnové politiky ČNB se přitom primárně opírá o makroekonomickou prognózu vytvořenou pomocí jádrového predikčního modelu g3+, který zachycuje cenový vývoj v české ekonomice na základě ucelené cenové vertikály (Graf 1).¹

Graf 1

Cenová vertikála jádrového predikčního modelu g3+



Poznámka: červeně jsou označeny proměnné, které vstupují do modelu g3+ jako exogenní předpoklad

Vývoj spotřebitelské inflace je dán čistou inflací, regulovanými cenami a změnou nepřímých daní. Centrální banka v modelu g3+ nastavuje své úrokové sazby na základě měnověpolitické inflace, tedy spotřebitelské inflace očištěné o primární dopady změn nepřímých daní. Ty jsou totiž mimo kontrolu centrální banky a mají samy o sobě na inflaci pouze krátkodobý vliv. Jejich potlačování by navíc mohlo nepříznivě ovlivňovat ekonomický vývoj. Regulované ceny obsahují položky se stanovenými maximálními či věcně usměrňovanými cenami² a administrativně stanovené poplatky (např. ceny elektřiny a tepla pro domácnosti).

Klíčovou veličinou v modelu g3+ je čistá inflace³, ve které se zrcadlí nákladové tlaky z domácí ekonomiky i ze zahraničí. Vedle nákladů zahrnuje čistá inflace také marže prodejců,⁴ které zohledňují poptávkové tlaky v ekonomice.⁵ V případě nárůstu nákladů mají prodejci na výběr, zda dražší vstupy promítnou do zvýšení koncových cen, nebo sníží své marže. V případě dostatečné poptávky dochází zpravidla ke zvyšování cen při zachování marží.

Vývoj čisté inflace se dominantně odvíjí od růstu cen domácích vstupů, který je tažen především tuzemskými nákladovými faktory – mzdou v tržních odvětvích a cenou kapitálu odrážející výkonnost domácí ekonomiky. Naproti tomu technologický pokrok, zachycený v modelu jako rostoucí efektivita práce, zvyšování nákladů i cen tlumí. Rostoucí efektivita práce totiž umožňuje firmám produkovat daný výrobek s využitím menšího množství práce a kapitálu.

Domácí inflaci zároveň významně ovlivňují také dovozní ceny, které v modelu g3+ rozdělujeme na dvě složky.⁶ Zprvu pracujeme s dovozními cenami energií, které jsou primárně určeny vývojem zahraničních cen energií a komodit. Patří sem nejen cena ropy, ale také ceny dalších energií a cenový vývoj v odvětvích úzce spjatých s jejich zpracováním.

Naproti tomu jádrové dovozní ceny jsou taženy cenovým jádrem zahraničních průmyslových výrobců a zohledňují převážně fundamentální makroekonomický vývoj v zahraničí (v našem případě v efektivní eurozóně). Zatímco nárůst cen energií představuje pro domácí ekonomiku čistě proinflační nákladový tlak, zvýšení jádrových zahraničních průmyslových cen vede za jinak neměnných okolností ke zlepšení cenové konkurenceschopnosti domácích vývozců. To působí ve směru zpevnění nominálního kurzu koruny, což nákladový efekt vyšších jádrových dovozních cen tlumí. Obě složky dovozních cen jsou současně ovlivňovány kurzem koruny vůči euru, přičemž oslabení koruny působí ve směru vyšších dovozních cen, a vede tak ke zvýšení domácí cenové hladiny.

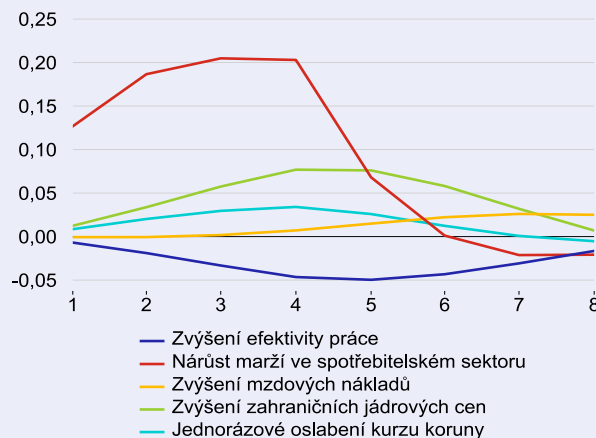
Do čisté inflace se rovněž propisuje cenová konvergence, která doprovází reálné sblížování výkonnosti exportního sektoru a celé české ekonomiky se zeměmi eurozóny. Při zohledňování působení cenové konvergence k růstu nákladů vycházíme z konceptu Balassova-Samuelsonova efektu⁷. Podle něj je možné cenovou konvergenci aproximovat rozdílem mezi růstem cen neobchodovatelných a obchodovatelných statků v domácí ekonomice.

Síla působení výše uvedených faktorů v rámci popsané cenové vertikály je různá, přičemž jejich transmisní kanály jsou rozdílné. Dopady změn vybraných faktorů do vývoje inflace a úrokových sazeb znázorňují **Grafy 2 a 3**, a to ve formě impulzních odezev⁸ modelu g3+. Například neočekávané zvýšení marží prodejců se okamžitě promítá do cen, a prostor pro reakci měnové politiky je proto jen omezený. Naopak změna ceny nákladových faktorů se do konečných spotřebitelských cen vlivem cenových strnulostí v jednotlivých částech domácího výrobního řetězce promítá postupně s určitým zpožděním. To dává prostor centrální bance aktivně reagovat na pohyb v nákladech změnou úrokových sazeb, a předejít tak výrazným nežádoucím odchylkám budoucí inflace od cíle.

Graf 2

Do cen se okamžitě a nejvýrazněji promítají marže prodejců, nákladové faktory až s určitým zpožděním

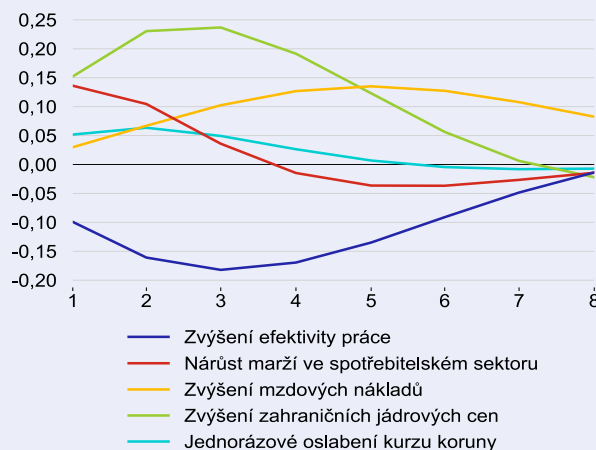
odezvy v procentních bodech do meziroční měnověpolitické inflace na neočekávané změny vybraných faktorů o jeden procentní bod (mezičtvrtletně, anualizováno) v prvním čtvrtletí, na ose x jsou zobrazena čtvrtletí



Graf 3

Tržní úrokové sazby reagují nárůstem zejména na zvýšení zahraničních jádrových cen, opačným směrem působí vyšší efektivita práce

odezvy v procentních bodech do tržních úrokových sazeb na neočekávané změny vybraných faktorů o jeden procentní bod (mezičtvrtletně, anualizováno) v prvním čtvrtletí, na ose x jsou zobrazena čtvrtletí



1 [Základní obrysy modelu g3+](#) jsou představeny v blogu ČNB, podrobnější popis modelu nabízí working paper [Brázdík a kol. \(2020\)](#). Cenová vertikála v předchozím predikčním modelu g3 byla popsána v [boxu ze Zol IV/2008](#).

2 Jedná se o položky, do jejichž cen lze promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady a přiměřený zisk.

3 Čistá inflace je přírůstek indexu spotřebitelských cen po vyloučení položek regulovaných cen a po očištění o primární dopady změn nepřímých daní. Jedná se tak o ceny, které jsou určeny volně trhem, a proto je někdy čistá inflace označována rovněž jako růst tržních cen.

4 Předpokladem modelu g3+ je fungování firem v prostředí monopolistické konkurence. V takových ekonomických podmínkách má každá firma určitou tržní sílu (danou např. do jisté míry specifickým druhem výrobku), která jí umožňuje stanovit cenu přírůstkem nad jejími náklady, a tím realizovat zisk.

5 Vedle marží finálních prodejců model g3+ zahrnuje rovněž marže domácích producentů a dovozců. Jejich vliv na výsledný vývoj inflace je však slabší ve srovnání s působením marží prodejců.

6 Rozlišení zahraničních cen na jádrové a energetické se blíže věnuje [box ze Zol III/2019](#) popisující přechod na model g3+.

7 Podrobněji se Balassovu-Samuelsonovu efektu a jeho zachycení v prognostickém aparátu ČNB věnuje [box ze Zol III/2016](#).

8 Impulzní odezva značí reakci vybrané veličiny na změnu působení určitého faktoru.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na srpnovém měnověpolitickém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 0,25 procentního bodu na 0,75 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 1,75 %, diskontní sazbu ponechala beze změny na 0,05 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy v souhrnu jako slabě protiinflační. Rizikem prognózy v proinflačním směru je větší rozsah či delší trvání přetíženosti globálních dodavatelských řetězců, které by se mohlo promítnout do ještě silnějšího růstu produkčních cen. Možné rychlejší než prognózované posílení kurzu vlivem většího přílivu kapitálu může naopak představovat mírné protiinflační riziko. Ve stejném směru působí nejistoty spojené s vývojem domácí ekonomické aktivity.

S prognózou je konzistentní růst tržních úrokových sazeb od poloviny letošního roku

Česká ekonomika čelí zvýšeným cenovým tlakům ze zahraniční i domácí ekonomiky. Proinflačně bude působit zejména oživující domácí poptávka v důsledku pokračujícího otevírání ekonomiky, zesilující mzdový růst i svižná dynamika zahraničních výrobních cen v tomto roce.⁹

Plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky tak vyžaduje rychlé zpřísnění měnové politiky a postupný návrat tržních úrokových sazeb na jejich předpandemickou úroveň. Počáteční razantní reakce domácích sazeb (Graf IV.1) povede k tomu, že v průběhu příštího roku dojde ke snížení inflace do blízkosti 2% cíle. Aktuálně uvolněná úroková složka měnových podmínek se postupně posune k neutrálnímu nastavení. Její zpřísnění bude pokračovat i během příštího roku, kdy dojde k návratu ekonomické aktivity na předkrizovou úroveň při stabilizaci inflace v blízkosti cíle.

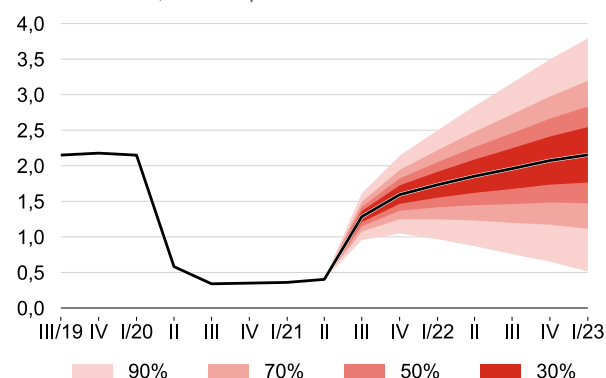
Reakce měnové politiky je na místě vzhledem k robustním cenovým tlakům z domácí ekonomiky i ze zahraničí

Domácí inflační tlaky jsou fundamentální a setrvačné. Inflaci podporuje lepší než dříve očekávaná kondice tuzemského hospodářství, která odráží dřívější rozvolnění protiepidemických opatření a také vymaňování se ekonomiky z přímého negativního vztahu s vývojem pandemie. Struktura jádrové inflace zahrnuje silný růst imputovaného nájemného, odrážející dvoucifernou dynamiku cen nemovitostí, která bývá setrvačná. Také český trh práce zůstává poměrně natlakovaný. Podle prognózy bude zotavování tuzemské ekonomiky ve druhé polovině letošního roku pokračovat. Rovněž zahraniční inflační tlaky budou odeznívat jen pomalu.

Graf IV.1

Růst úrokových sazeb od poloviny roku odráží potřebu reagovat na silné cenové tlaky

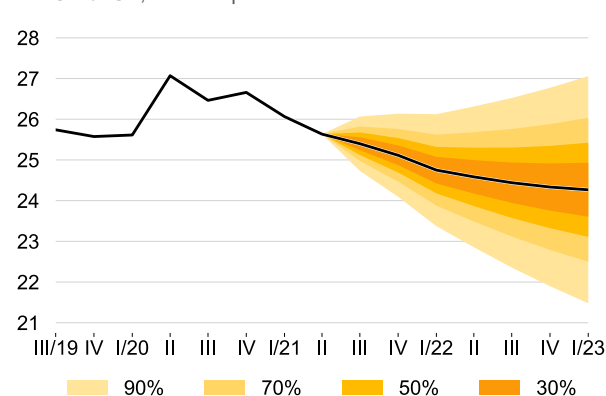
3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Graf IV.2

Koruna bude dále posilovat, na přelomu letošního a příštího roku posílí pod 25 CZK/EUR

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



⁹ Průsak nákladových faktorů do finálních spotřebitelských cen spolu s adekvátní reakcí měnové politiky z pohledu jádrového predikčního modelu g3+ přibližuje BOX 3 v kapitole III.

Kurz koruny bude dále posilovat

Kurz koruny zhruba do poloviny května pokračoval v posilování a poté se ustálil kolem hodnoty 25,4 CZK/EUR. Zpevňování koruny počátkem druhého čtvrtletí bylo urychlováno přílivem zahraničního krátkodobého kapitálu. K zájmu o držbu korunových aktiv přispěla i komunikace členů bankovní rady o možném brzkém zahájení zvyšování úrokových sazeb. Zvýšení měnověpolitických sazeb v červnu tak bylo trhy dominantně očekáváno a v kurzu koruny se neprojevovalo. V první polovině července koruna mírně oslabila v obavě z možného nástupu mutace delta. Průměrná hodnota kurzu ve druhém čtvrtletí činila 25,6 CZK/EUR, to platilo i pro červenec. Meziročně byla koruna vůči euru v průměru za druhé čtvrtletí silnější cca o 5,2 %, vůči americkému dolaru bylo meziroční posilování ještě výraznější.

Očekáváme, že kurz koruny ve třetím čtvrtletí dosáhne průměrné úrovně 25,4 CZK/EUR. To odráží zlepšování ekonomických fundamentů i pozitivní náladu na světových trzích vlivem pokračující vakcinace. Oživení celkové poptávky, vývoz doposud nedokončené výroby a příliv zahraničního kapitálu vlivem zlepšení sentimentu povedou na prognóze k pokračujícímu zpevňování koruny (Graf IV.2). K tomu v neposlední řadě výrazně přispěje i rozšiřující se úrokové rozpětí vůči eurozóně, které je dáno růstem domácích tržních sazeb. Do konce roku 2023 tak kurz posílí až k hladině 24 CZK/EUR.

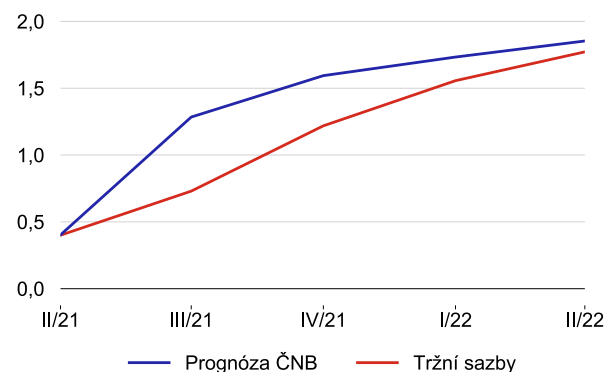
Tržní výhled úrokových sazeb se nachází oproti prognóze ČNB níže, trajektorie kurzu očekávaná analytiky leží blízko prognózy centrální banky

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se posunul výše. Trh tak reagoval na zveřejněnou trajektorii úrokových sazeb z jarní makroekonomické prognózy ČNB, následné červnové zvýšení 2T repo sazby a související komunikaci bankovní rady. Aktuálně trh očekává postupný nárůst sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu (Graf IV.3). Tržní výhled sazeb však zůstává oproti prognóze ČNB níže. Podobné jsou předpoklady analytiků ze šetření IOFT a FECF, kteří většinou očekávají zvýšení 2T repo sazby na srpnovém měnověpolitickém jednání o 0,25 procentního bodu na 0,75 %. V ročním horizontu všichni analytici očekávají další zvýšení základní sazby ČNB, nejčastěji na 1,25 %, resp. 1,50 %. Vyhledky na postupné zvyšování základních úrokových sazeb se promítají do výhledu kurzu koruny v šetřeních IOFT a FECF. Podobně jako prognóza ČNB, analytici v průměru očekávají jeho mírné posilování (Tab. IV.1). K tomu podle nich přispěje odeznění nejistot spojených s pandemií, zvyšující se úrokový diferenciál, aktuální relativně nízká míra zajištění vývozců proti silnější koruně a z dlouhodobějšího pohledu i reálná konvergence české ekonomiky. Zúžilo se v nedávné minulosti poměrně široké rozpětí odhadů. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu

Graf IV.3

Tržní výhled sazeb leží oproti prognóze ČNB níže

3M PRIBOR, FRA v %



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

Tržní úroková sazba 3M PRIBOR je referenční sazba peněžního trhu se splatností tří měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je dvoutýdenní (2T) repo sazba, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase mírně kolísá a v posledních měsících činí zhruba 0,2 p. b.

Tab. IV.1

Inflace očekávaná analytiky se v ročním i tříletém horizontu nachází v blízkosti inflačního cíle

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

	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
Reálný HDP v roce 2021	3,3	3,2	3,5	3,6	3,6
Reálný HDP v roce 2022	4,4	4,4	4,5	4,3	4,5
Nominální mzdy v roce 2021	3,4	3,5	3,8	3,7	3,7
Nominální mzdy v roce 2022	4,4	4,2	4,3	4,4	4,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,3	25,3	25,2	24,9	24,9
2T repo (v %)	0,6	0,7	0,9	1,2	1,4
1R PRIBOR (v %)	1,0	1,1	1,3	1,7	1,9
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,3			2,8	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,8			3,2	
CF:					
Reálný HDP v roce 2021	3,4	3,3	3,4	3,6	3,7
Reálný HDP v roce 2022	4,7	4,6	4,7	4,6	4,7
Nominální mzdy v roce 2021	3,0	3,5	3,8	3,8	4,0
Nominální mzdy v roce 2022	4,0	4,1	4,3	4,5	4,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,4	25,6	25,5	25,0	25,0
3M PRIBOR (v %)	0,7	0,8	1,1	1,3	1,6

vůči euru v horizontu roku dosahuje přibližně jedné koruny.

Komunikace členů bankovní rady vyznívala ve prospěch zvýšení sazeb

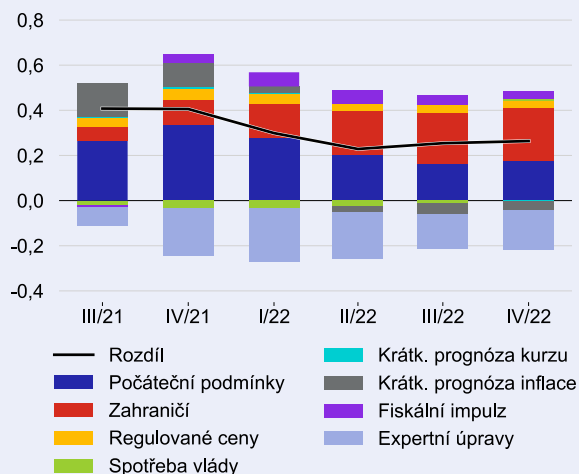
Komunikace členů bankovní rady v týdnech před srpnovým měnověpolitickým jednáním avizovala potřebu zvýšit na tomto zasedání základní úrokové sazby ČNB. Podle některých členů je v podmínkách zřetelných signálů ustupující pandemie žádoucí opouštět výrazně uvolněnou měnovou politiku, aby se inflace po delší dobu neocitla mimo inflační cíl.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.4

Trajektorie úrokových sazeb se posouvají výše

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

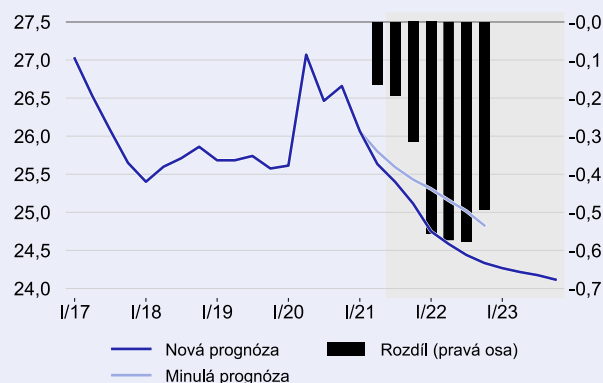


- Nová prognóza přináší **vyšší trajektorii úrokových sazeb** na celém horizontu
- Lepší domácí ekonomický výkon spolu se silnějšími zahraničními cenovými tlaky z první poloviny tohoto roku tlačí v kategorii **počáteční podmínky** na nárůst sazeb
- **Krátkodobá prognóza domácí inflace** působí v nejbližších čtvrtletích také směrem k mírně vyšším sazbám
- **Zahraniční výhled**, zejména rychlejší růst zahraničních cen, o něco méně uvolněná měnová politika ECB a slabší euro vůči dolaru, rovněž tlačí na vyšší domácí sazby
- Směrem k lehce vyšší trajektorii sazeb vede i **fiskální impuls v roce 2022**, který se od minulé prognózy posunul k méně restriktivnímu působení, což odráží zejména mimořádnou valorizaci důchodů v příštím roce
- Naopak směrem k nižším sazbám působí **expertní úpravy** zohledňující zejména jednorázový charakter proinflačních vlivů z letošního léta (jednorázové zdražení ve službách a maloobchodu po otevření ekonomiky a přechodný nárůst cen letních dovolených), které se nebudou v dalších čtvrtletích opakovat

Graf IV.5

Výhled kurzu koruny dosahuje oproti jarní prognóze silnějších hodnot

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



- Nová prognóza přináší silnější trajektorii kurzu
- Na nejbližším výhledu se v lehce pevnějším kurzu koruny promítá jeho silnější hodnota za druhé čtvrtletí
- Na rychlejší posilování měny v nejbližších čtvrtletích působí i vyšší konkurenceschopnost domácích vývozců vlivem svižnější dynamiky cen zahraničních producentů oproti minulé prognóze
- K silnější koruně ve srovnání s jarní prognózou přispívá v neposlední řadě i více se rozšiřující úrokový diferenciál vůči eurozóně na výhledu

Nedávný nárůst tržních sazeb se postupně promítá do klientských úrokových sazeb

Úrokové sazby na peněžním trhu se po červnovém zvýšení základních úrokových sazeb posunuly na vyšší hladinu. Sazby s delší splatností se začaly zvyšovat již

v závěru loňského roku, což zpočátku odráželo komunikaci ČNB ohledně budoucí normalizace měnové politiky, později převážil vliv vývoje na zahraničních finančních trzích (Graf IV.6). Během jarních a letních měsíců byly tržní sazby ovlivňovány na jedné straně pozitivním sentimentem, na druhé straně obavami z nových mutací koronaviru a jejich dopadů na globální hospodářské oživení. Domácí sazby IRS a výnosy státních dluhopisů se na konci července 2021 v některých splatnostech (zhruba od 5R výše) nacházely na předpandemické úrovni.¹⁰

V reakci na nárůst tržních úrokových sazeb s delší splatností ve dvou předchozích čtvrtletích úroková sazba z úvěrů na bydlení ve druhém čtvrtletí mírně vzrostla na úroveň 2,2 %. Úroková sazba z úvěrů podnikům v posledním období lehce poklesla a pohybuje se těsně pod 1,5 %. K tomu pravděpodobně přispělo zlepšení vyhlídek po otevření ekonomiky vedoucí ke snížení průměrných úrokových marží bank i marží u rizikovějších úvěrů. Ex ante reálné úrokové sazby jsou v uvedených úvěrových segmentech i u vkladů záporné.

Základní scénář letní prognózy se posunul ve srovnání s jarní prognózou ve směru vyšší trajektorie úrokových sazeb

Už základní scénář jarní prognózy implikoval výrazný růst sazeb ve druhé polovině letošního roku. Naléhavost zvyšování úrokových sazeb počínaje zhruba polovinou letošního roku pak dále posílilo vyhodnocení bilance rizik jarní prognózy provedené v rámci přípravy červnového měnového zasedání.

Nejistoty a rizika prognózy jsou vnímány jako zhruba vyrovnané

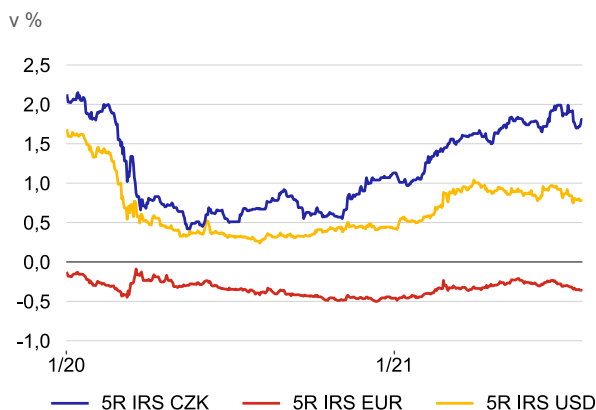
Nejistoty a rizika prognózy jsou nevychýlené, a v souhrnu tak podporují potřebu výrazného zpřísnění měnových podmínek v kurzové i úrokové složce implikovanou v aktuální prognóze. Nový výhled tak zesiluje poselství jarní prognózy.

Případné opětovné rozšíření nákazy může vést ke zpřísnění protiepidemických opatření, nicméně dopady takového vývoje do ekonomiky budou pravděpodobně omezené díky rozvolnění vztahu mezi pandemickým vývojem a hospodářskou aktivitou

Případný citelnější nárůst počtu infikovaných osob vlivem nových mutací viru by mohl vést k opětovnému

Graf IV.6

Domácí úrokové sazby s delší splatností v předchozích dvou čtvrtletích vzrostly



Měnová politika v modelu g3+ nastavuje úrokové sazby s ohledem na odchylku očekávané měnověpolitické inflace od 2% cíle na horizontu jednoho roku. 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 ve střednědobém 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.

¹⁰ To se projevilo i v primárních aukcích státních dluhopisů, které Ministerstvo financí ČR emitovalo k zajištění financování přijatých fiskálních stabilizačních opatření státu. Výnosy dluhopisů vzrostly během první poloviny letošního roku až o 1 procentní bod. Během stejné doby byly na primárním trhu vydány státní pokladniční poukázky a státní dluhopisy s různou splatností v celkovém objemu 346 mld. Kč, tedy více než polovina plánované (již dvakrát navýšené) výpůjční potřeby na tento rok.

zpřísnění protipandemických opatření doma i v zahraničí. Díky postupně rostoucí kolektivní imunitě vůči koronaviru a díky přizpůsobovacím mechanismům v ekonomice by však měla mít opatření jen omezené dopady do ekonomické aktivity. Vzhledem ke znalosti dosavadních hospodářských dopadů pandemie by navíc případná další vlna pravděpodobně opět tlačila spíše na nárůst nákladů a cen.

Vztah mezi vývojem pandemie a ekonomickou aktivitou se rozvolnil. Dopady domácích protiepidemických opatření do průmyslu jsou téměř nulové, rovněž spotřeba domácností přestává být svázaná s pandemickým vývojem. To je dáno přizpůsobením ekonomiky i celé společnosti pandemii.

Případné zhoršení pandemické situace zároveň nutně nepovede k opětovnému zavedení plošných uzavírek v ekonomice s výraznými hospodářskými dopady. Dostupnost vakcín a plošného testování zajistí, že ani v situaci případného zhoršujícího se pandemického vývoje již nebudou tato výrazná omezení nutná. K tomu povedou mimo jiné (i) vysoká proočkovanost rizikových skupin, která snižuje zátěž zdravotnictví, (ii) rostoucí motivace populace k očkování vzhledem k možným restrikcím na využití služeb pro neočkované, (iii) dostupné nové formy účinné medikace a také (iv) nákladnost dalších plošných uzavírek pro stát.

Dosavadní zkušenost z průběhu epidemie ve Velké Británii navíc naznačuje, že ani další rozšíření delta varianty, které by mohlo v ČR nastat na podzim, by nemělo znamenat větší zatížení českého zdravotnického systému. Z analýzy britských dat plyne, že přes rychlý nárůst počtu nově nakažených ve Spojeném království je díky očkování zatížení zdravotnického systému stále malé.¹¹

Měnová politika tedy již v současnosti nestojí před hrozbou nízké inflace, resp. před potřebou podpořit ekonomiku, nýbrž sleduje svůj hlavní cíl, kterým je udržování cenové stability, a to v prostředí zvýšené inflace a hrozby nežádoucího odpoutání inflačních očekávání od cíle. Červnové zvýšení úrokových sazeb bylo prvním krůčkem, za kterým však musejí následovat další kroky.

11 Koronavírem se nakazili zejména mladí lidé ve vzdělávacích institucích, zatímco úmrť zasáhla pouze nejstarší věkové skupiny. Data ze Spojeného království navíc potvrzují, že reinfekcí je málo. Analýza tedy ukazuje, že mladá populace, do které vstoupí virus, se bez větších následků promož, zatímco starší populace je dostatečně chráněna očkováním, případně proděláním nemoci. Na druhou stranu je nutno uvést, že neřízené promožování zvyšuje riziko vzniku další mutace. Taková situace by mohla opět zamíchat kartami, pokud by se například ukázala rezistence nové mutace vůči očkování. Dosavadní data však potvrzují předpoklady letní prognózy, která očekává, že od podzimu se s rostoucí proočkovaností bude míra restrikce snižovat a od roku 2022 se Stringency Index bude nacházet poblíž úrovní, které nebudou mít žádný materiální ekonomický dopad.

Rizikem prognózy v proinflačním směru je možný větší rozsah či delší trvání přetížení globálních dodavatelských řetězců

Větší či déletrvající přetížení globálních dodavatelských řetězců by se mohlo promítnout do výraznějšího růstu cen obchodovatelných statků oproti stavu předpokládaného prognózou.

Ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu v eurozóně i v České republice je pozorovaný cenový růst konzistentní se zvýšenou poptávkou po průmyslovém spotřebním zboží a má převážně fundamentální charakter.¹² Pokud budou problémy s přetížeností výrobních řetězců a cen komodit přetrvávat i během příštího roku, lze očekávat dodatečný cenový růst v dotčených odvětvích průmyslu a návazně i zvýšení maloobchodních cen příslušných položek spotřebního koše. Je tak riskantní současné inflační tlaky z výrobní sféry pro nastavení měnové politiky ve větší míře diskontovat a očekávat pokles cen výrobců a zpomalení domácí jádrové inflace z tohoto titulu.

Hodnoty inflace výrazně a dlouhodobě nad cílem hrozí přelitím do inflačních očekávání a následně do vývoje cen a dalších nominálních veličin

Současné vysoké hodnoty inflace, které se podle prognózy do počátku roku 2022 dále zvýší, mohou ovlivnit tvorbu inflačních očekávání. Lze pozorovat, že ukotvenost inflačních očekávání v ročním horizontu u 2% cíle mírně slábne u nefinančních podniků (očekávají cenový růst v tempu 3,2 % v tříletém horizontu). Aktuální inflační očekávání analytiků se v posledních měsících lehce zvýšila, zůstávají však nadále poblíž inflačního cíle a jsou v podstatě v souladu s prognózou ČNB (Tab. IV.1). Ukazatele dlouhodobějších inflačních výhledů podniků, resp. domácnostmi očekávaná inflace a obavy populace z růstu cen také mírně vzrostly (podrobněji viz níže).

Zachování důvěry v aktivní přístup centrální banky a její schopnost vrátit inflaci k cíli je klíčové pro budoucí vývoj inflace

Centrální banka se může rozhodnout nezpřísnovat měnovou politiku tak rychle, jak je konzistentní s prognózou, například v obavách z dočasně nadměrně volatilní reakce trhů na razantní zpřísnění měnové politiky. K ilustraci tohoto pomalejšího zpřísnění měnových podmínek byly připraveny dvě měnověpolitické simulace pozvolnějšího růstu sazeb, které se liší právě důvěrou veřejnosti ve schopnost centrální banky plnit inflační cíl (viz Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při různé míře ukotvenosti

¹² Analýzu vývoje cen v odvětvích zpracovatelského průmyslu v zahraniční i tuzemsku a hodnocení, do jaké míry je tento vývoj tažen nefundamentálními (tedy dočasnými), resp. fundamentálními faktory, přináší BOX 1 v kapitole I.

inflačních očekávání). Centrální banka v těchto simulacích zvyšuje úrokové sazby na každém měnověpolitickém zasedání ve druhé polovině letošního roku o 0,25 p. b.

Simulace ukazují, že pomalejší než prognózovaný nárůst sazeb nebude mít výrazné proinflační dopady pouze v situaci, kdy měnová politika systematicky komunikuje, že v konečném důsledku zajistí dostatečné zpřísnění měnové politiky a následně tomu i dostojí, a kdy je zachována ukotvenost inflačních očekávání. Nepříliš velké zaostání za trajektorií úrokových sazeb z prognózy a aktivní komunikace centrální banky napomůže zachování její kredibility a její 2% cíl zůstane kotvou pro inflační očekávání. Inflation pak vzroste jen mírně.

V české ekonomice se však kumulují signály o růstu inflačních očekávání

Poslední vývoj v oblasti inflačních očekávání naznačuje, že při přetrvávajícím zaostávání centrální banky za reakcí dle prognózy hrozí jejich další nárůst. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise od počátku letošního roku výrazně vzrostl, stejně jako očekávání domácností o vývoji inflace v ročním horizontu (Graf IV.7). Konjunkturální průzkum ČSÚ ilustruje, že obavy z růstu cen (Graf IV.8) začínají spotřebitelé vnímat i jako jeden z možných faktorů ohrožujících celkovou ekonomickou situaci, včetně jejich vlastní finanční situace.¹³ Očekávání růstu cen se zvyšuje i na nabídkové straně ekonomiky. V průmyslu, stavebnictví, maloobchodě i službách znatelně roste podíl podniků, které očekávají růst cen svých výrobků a služeb v nejbližším období.

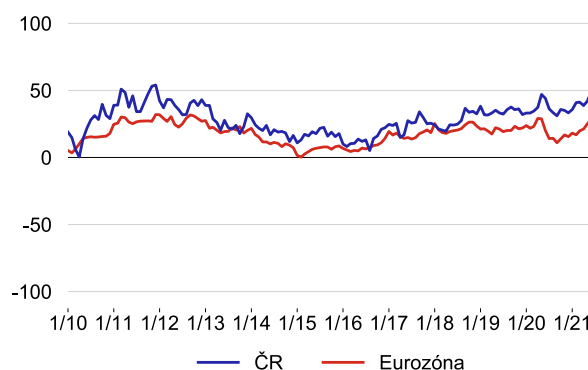
Pozvolnější než prognózovaný nárůst úrokových sazeb by při odpoutání inflačních očekávání vedl k výraznému přestřelení cíle

Ztráta ukotvenosti inflačních očekávání, např. v důsledku trvalejšího přestřelování inflačního cíle a přetrvávajícího zaostávání centrální banky za vlastní prognózou, vedoucí k postupné ztrátě kredibility inflačního cíle, by však měla významné inflační dopady. Postupně narůstající inflační tlaky by se odrazily v pokračujícím výrazném růstu spotřebitelských cen (v simulaci na meziroční růst 4 % počátkem příštího roku). Měnová politika by tak následně musela reagovat počátkem příštího roku výrazným zpřísněním, přičemž pod kontrolu by inflaci dostala až s velkým zpožděním (v simulaci až v roce 2023).

Graf IV.7

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně od počátku letošního roku rostou

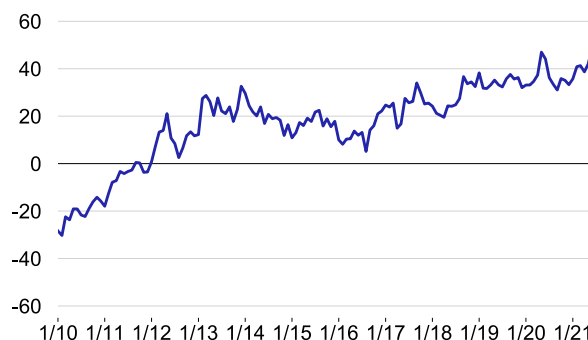
očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, saldo odpovědí



Graf IV.8

Obavy domácností z růstu cen v posledních měsících narůstají

saldo odpovědí, pramen ČSÚ



¹³ Určitým signálem inflačních obav domácností může být i objem nakoupených protiinflačních vládních retailových dluhopisů, který ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně vzrostl a pohybuje se na vyšších než obvyklých úrovních.

Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při různé míře ukotvenosti inflačních očekávání

Tyto dvě měnověpolitické simulace ilustrují situaci pozvolnějšího růstu sazeb. Centrální banka v nich zvyšuje úrokové sazby na každém měnověpolitickém zasedání ve druhé polovině letošního roku o 0,25 p. b.¹⁴

První simulace (v grafech červená čára) zachycuje situaci, kdy zaostávání centrální banky za implikovanou trajektorií sazeb neohrozí kredibilitu centrální banky ohledně schopnosti plnění inflačního cíle. V této simulaci zůstávají inflační očekávání ukotvena inflačním cílem, přestože bankovní rada aktivně komunikuje svůj záměr zvyšovat úrokové sazby dle uvedeného schématu a odklonit se tak od trajektorie popsané v základním scénáři prognózy. Očekávaná nižší trajektorie sazeb vede díky méně rozšířenému úrokovému diferenciálu vůči eurozóně k nepatrně slabším hodnotám kurzu koruny od třetího čtvrtletí. Nižší sazby a nepatrně slabší kurz ve srovnání se základním scénářem vyústí jen v lehce vyšší inflaci na celém horizontu prognózy (Graf IV.9). To je dáno jak závazkem bankovní rady zvyšovat sazby na každém měnověpolitickém zasedání, což vede k postupnému zpřísňování úrokové složky měnových podmínek, tak i ukotvenými inflačními očekáváními na 2% hladině.

Relativně omezený dopad tohoto přístupu měnové politiky ve srovnání se základním scénářem se odvíjí od jen dočasného odchýlení trajektorie úrokových sazeb od základního scénáře v prostředí pevně ukotvených inflačních očekávání, které nevytvoří prostor, aby cenový růst dodatečně významně zrychlil.

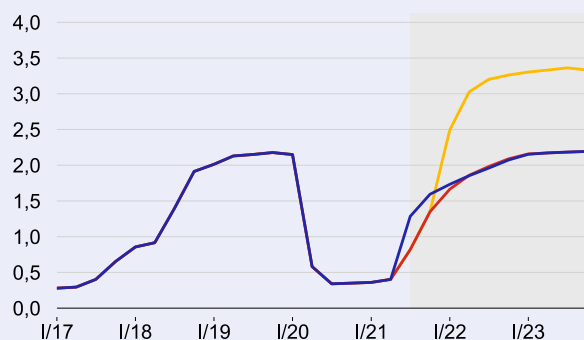
Graf IV.9

Při pozvolnějším růstu sazeb ve druhé polovině letošního roku a zachování ukotvenosti inflačních očekávání vzroste inflace na horizontu měnové politiky ve srovnání se základním scénářem pouze lehce, při ztrátě ukotvenosti inflačních očekávání na horizontu měnové politiky výrazně přestřelí cíl

srovnání základního scénáře se simulacemi pozvolnějšího růstu sazeb

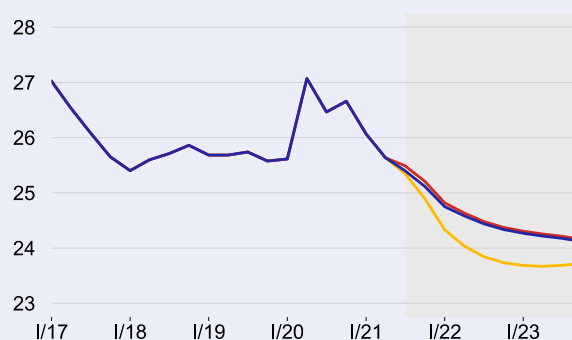
3M PRIBOR

v %



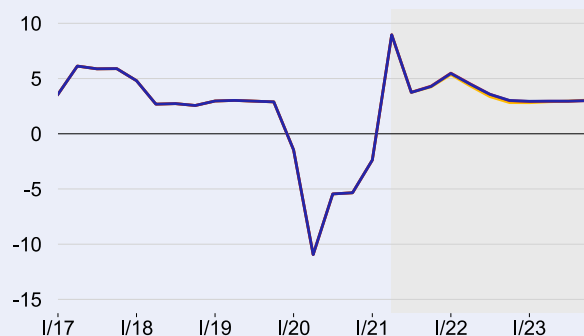
Nominální kurz

CZK/EUR



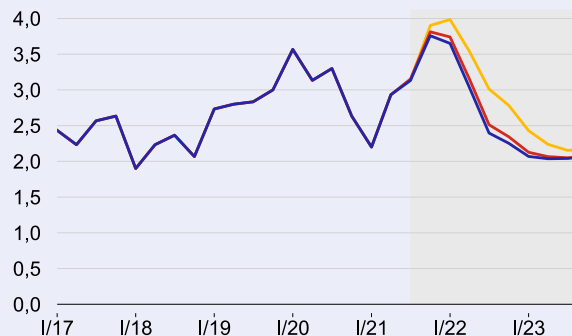
Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

v %



- Základní scénář
- Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při zachování ukotvenosti inflačních očekávání
- Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při ztrátě ukotvenosti inflačních očekávání

14 Uvedené simulace je třeba vnímat jako pouhou ilustraci možných budoucích situací.

Druhá simulace (v grafech žlutá čára) rovněž předpokládá pozvolnější nárůst sazeb ve druhém pololetí vůči základnímu scénáři. Na rozdíl od předchozí simulace však postupně dochází ke ztrátě kredibility cíle centrální banky, která se projeví nárůstem inflačních očekávání domácností nad 2% cíl ČNB. Vlivem trvalejšího přestřelování cíle a přetrvávajícího zaostávání centrální banky za reakcí z prognózy se během prvního roku inflační očekávání v ekonomice postupně odpoutávají od cíle ČNB (který stále zůstává na hodnotě 2 %) a v příštím roce se dostávají na úroveň 3 %.

Odchylení vnímaného inflačního cíle od 2 % vytváří v ekonomice postupně narůstající dodatečné cenové tlaky (resp. tlaky na rychlejší růst všech nominálních veličin). To se odrazí v rychlejším meziročním růstu spotřebitelských cen, který dosáhne v prvním čtvrtletí 2022 úrovně 4 %. Měnová politika na tuto situaci adekvátně reaguje až počátkem příštího roku, kdy již čelí potřebě překotného nárůstu sazeb. Tržní úrokové sazby se tak v příštím roce dostanou nad svoji 3% dlouhodobě rovnovážnou úroveň, kde setrvají i nadále (Graf IV.9). Přesto inflace zůstane během celého příštího roku zvýšená a pod kontrolu ji aktivní měnová politika centrální banky dostane až v roce 2023, kdy také znovu nabyde kredibilitu její 2% cíl. Budoucí reakce centrální banky na dodatečné inflační tlaky je od začátku prognózy očekávaná, kurz proto posiluje o něco silněji než v základním scénáři. Tempo posilování však nejvýrazněji zrychlí až v příštím roce, kdy dojde k rychlému nárůstu sazeb. Dopady do HDP jsou pouze drobné, rozdíly oproti základnímu scénáři se projeví především v nominálních veličinách.

Posilující měnový kurz při růstu sazeb přispěje ke zpřísnění měnových podmínek, ani to však na horizontu politiky nezajistí dokončení návratu inflace na cíl

Letní prognóza očekává zpevnění kurzu koruny ve třetím čtvrtletí na 25,4 CZK/EUR a jeho další posílení do konce roku 2023 až k hladině 24 CZK/EUR. I navzdory tomuto posilujícímu kurzu a razantnímu nárůstu úrokových sazeb však základní scénář prognózy implikuje růst inflace do konce tohoto roku o téměř 0,9 p. b. k hodnotám blížícím se 4 %, přičemž k úplnému a trvalému dosažení inflačního cíle dojde až za horizontem měnové politiky (tedy v roce 2023).

Se silnějším kurzem v následujících čtvrtletích oproti prognóze by byl konzistentní pozvolnější nárůst úrokových sazeb

Pokud by kvůli převisu nabídky deviz nad poptávkou z důvodu vývoje platební bilance v následujících čtvrtletích docházelo k tlakům na výraznější posílení koruny, než je obsaženo v letní prognóze, potřeba růstu měnových sazeb by mohla být o něco mírnější. Implikace takového vývoje pro měnověpolitické uvažování ilustruje simulace silnějšího kurzu. V ní způsobí nárůst domácích úrokových sazeb v podmínkách pozitivního sentimentu na finančních trzích oproti základnímu scénáři větší příliv zahraničního kapitálu do ČR vedoucí k výraznějšímu posílení koruny na konci letošního roku.

Pokud by došlo k takovému tlaku na kurz, resp. k tendenci výraznějšího zpřísnění měnových podmínek v kurzové složce, byl by se stabilizací inflace v blízkosti cíle na horizontu měnové politiky konzistentní pozvolnější nárůst úrokových sazeb oproti základnímu scénáři.

Simulace silnějšího kurzu koruny

V simulaci silnějšího kurzu koruny předpokládáme, že oproti základnímu scénáři dojde ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku k výraznějšímu posílení kurzu koruny vlivem masivnějšího přílivu kapitálu na finančním účtu platební bilance, které by nastalo v důsledku výraznějšího zlepšení sentimentu na finančních trzích. Očekávané ztlačenější posílení kurzu zapříčiní nižší růst dovozních cen, který pak povede k o něco nižší inflaci oproti základnímu scénáři až do konce roku 2022. Vzhledem k přísnějším měnovým podmínkám v kurzové složce je se stabilizací inflace v blízkosti cíle na horizontu měnové politiky konzistentní pozvolnější nárůst úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Dopady do reálné ekonomické aktivity jsou nevýrazné – nižší čistý vývoz v důsledku silnější koruny se zhruba vyvažuje s vyšší spotřebou domácností a investicemi (Graf IV.10).

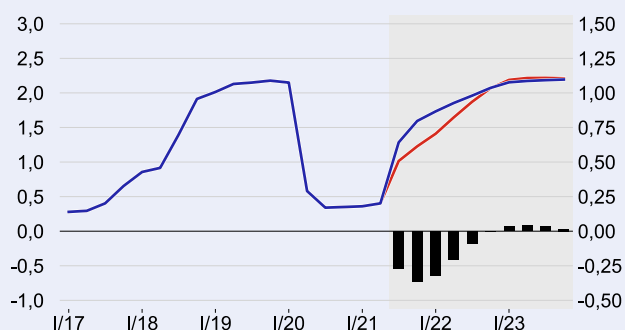
Graf IV.10

S výraznějším posílením kurzu je konzistentní pozvolnější nárůst úrokových sazeb a mírně nižší inflace do konce příštího roku

srovnání základního scénáře se simulací silnějšího kurzu

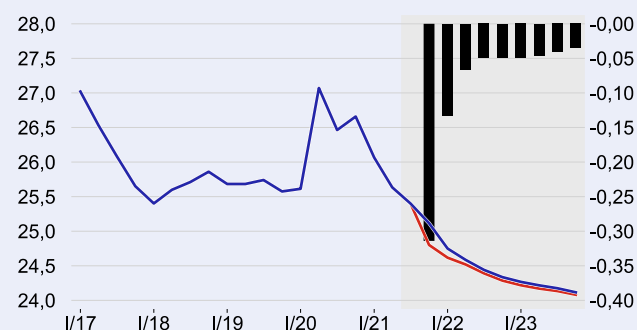
3M PRIBOR

v %



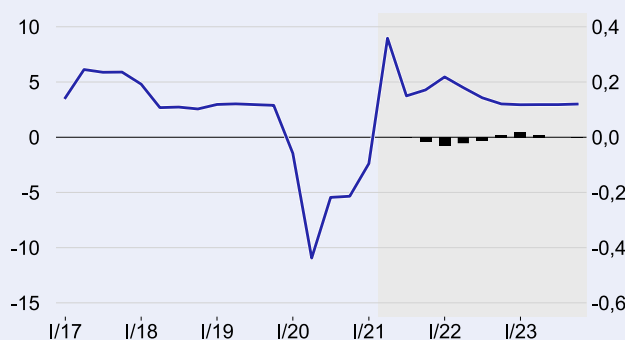
Nominální kurz

CZK/EUR



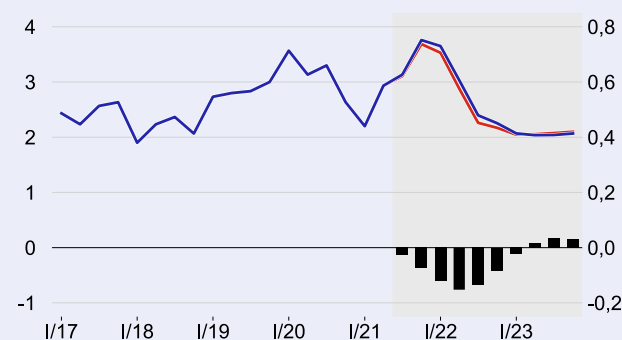
Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

v %



— Základní scénář
— Simulace silnějšího kurzu
■ Rozdíl (pravá osa)

Rychlé zvyšování úrokových sazeb je opodstatněné

Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní výrazný růst sazby 3M PRIBOR, a to z aktuální hodnoty 0,7 % na průměrnou hodnotu 1,3 % ve třetím čtvrtletí a 1,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2021. Tomu odpovídá zvýšení 2T repo sazby na srpnovém měnovém zasedání o 0,5 až 0,75 p. b.

Reakce měnové politiky je nejen vpředhledící, ale také signalizační

Argumentem proti razantnímu zvýšení úrokových sazeb na srpnovém zasedání nemůže být skutečnost, že měnová politika již současnou či bezprostřední budoucí inflaci ovlivnit nemůže, protože se aktuální zvýšení sazeb projeví až se zpožděním daným délkou transmise měnové politiky. Nelze totiž pominout signalizační účinek měnové politiky. Centrální banka svou reakcí dává mimo jiné najevo, že si je vědoma probíhajícího obratu v ekonomickém vývoji, že má důvěru ve schopnost ekonomiky přizpůsobit se pandemické situaci a že rozhodnými kroky k normalizaci své měnové politiky vysílá stabilizující signál všem ekonomickým subjektům.

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

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4292,5	4290,6	4387,6	4627,6	4740,5	4995,2	5154,1	5306,4	4998,3	5174,5	5387,6	5547,2
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4087,7	4141,7	4344,5	4627,6	4794,6	5117,9	5416,2	5793,1	5696,8	6075,3	6428,2	6733,8
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,7	0,0	2,3	5,5	2,4	5,4	3,2	3,0	-5,8	3,5	4,1	3,0
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,1	0,9	1,4	3,9	3,7	4,1	3,3	2,6	-7,1	1,3	6,4	3,0
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,9	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,8	2,5	3,4	3,1	1,4	2,0
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,1	-4,2	7,2	13,1	-4,0	6,6	7,6	4,4	-10,1	11,8	0,2	3,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,3	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,9	-7,2	2,8	5,8	2,6
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,4	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,4	-7,0	13,0	9,2	5,2
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,7	0,1	10,0	6,9	2,7	6,5	5,8	1,5	-6,9	15,8	8,6	5,1
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	289,2	295,8	283,2	276,2	337,3	400,3	336,9	337,8	310,0	244,3	290,5	305,6
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,0	2,8	2,1
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	0,4	3,4	2,2
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	2,9	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	1,8	1,9	1,9
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	3,4	2,8	2,2
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	12,6	2,4	-4,4
Ménovépřírodní inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	2,9	2,7	1,9
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	5,1	2,4	1,4
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	6,0	0,7	-1,4
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	3,2	5,4	4,2	4,6
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	2,6	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	2,5	6,0	4,4	5,1
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	0,0	2,4	1,4	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	3,6	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	6,3	1,3	1,5	2,3
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,2	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,8	2,8	-4,2	3,9	3,1	2,3
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	7,0	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	3,3	3,1	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,9	3,6	3,6
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,3	-0,4	0,9	0,6
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	0,0	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-2,0	0,4	1,2	0,6
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-159,3	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	49,4	17,9	-348,0	-455,7	-339,9	-345,8
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-3,9	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-6,1	-7,5	-5,3	-5,1
Dluh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1805,3	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1739,9	2153,0	2586,8	2917,1	3244,3
Dluh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,8	42,6	45,4	48,2
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	123,8	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	285,2	264,5	287,3	296,2
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	3,0	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	5,0	4,4	4,5	4,4
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	77,6	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	104,6	95,8	115,0	114,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-63,3	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	203,5	104,7	33,6	41,9
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-1,5	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	3,6	1,7	0,5	0,6
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-73,1	-70,0	-70,0	-70,0
Ménové kurzy												
Kč/USD (průměr)	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,4	20,5	20,1
Kč/EUR (průměr)	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,5	24,2
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	10,4	8,0	8,0
2T repo sazba (% , průměr)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	0,25	0,78	1,74	2,02
3M PRIBOR (% , průměr)	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	0,9	1,9	2,2
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,3	0,2	1,9	1,9	2,0	2,8	1,9	1,3	-5,7	4,0	4,4	2,2
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,6	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,2	1,7	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,1	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	6,3	2,0	1,7
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	111,7	108,8	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	67,9	66,7	63,3
3M EURIBOR (% , průměr)	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4
USD/EUR (průměr)	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	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

	čtvrtletí roku 2021				čtvrtletí roku 2022				čtvrtletí roku 2023			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1263,1	1284,3	1305,3	1321,8	1332,1	1342,0	1352,0	1361,6	1371,2	1381,6	1391,9	1402,5
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1470,6	1516,8	1530,4	1557,5	1580,4	1598,4	1615,7	1633,7	1651,2	1671,2	1694,0	1717,4
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,4	9,0	3,7	4,3	5,5	4,5	3,6	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-0,3	1,7	1,6	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-6,4	3,9	0,7	7,5	9,3	7,2	5,4	3,9	3,1	3,0	3,0	3,0
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,8	3,6	4,0	1,0	1,5	1,6	1,2	1,1	1,5	1,8	2,1	2,5
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,1	10,8	20,0	16,8	1,5	-0,5	-1,4	1,1	3,2	3,1	3,0	3,0
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,8	1,1	5,8	8,6	9,0	6,4	4,6	3,4	2,8	2,5	2,5	2,6
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,1	35,1	10,3	7,5	11,7	10,3	8,6	6,4	5,3	5,2	5,1	5,0
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	5,4	31,4	15,4	13,7	12,1	9,5	7,4	6,0	5,3	5,2	5,1	5,1
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	66,7	57,5	55,0	65,2	71,0	71,9	73,1	74,5	74,8	76,0	76,9	77,9
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	2,2	2,9	3,1	3,8	3,7	3,0	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	2,1
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	0,1	-0,1	-0,2	1,9	3,5	3,5	3,4	3,1	2,3	2,2	2,2	2,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	1,6	1,0	1,7	3,1	2,4	2,2	1,8	1,3	1,6	1,9	2,1	2,1
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	3,3	3,3	3,5	3,6	3,4	3,0	2,4	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	-5,8	21,0	20,3	15,0	10,6	2,9	-2,7	-1,2	-3,3	-5,0	-4,8	-4,5
Ménovépřírodní inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	2,2	2,7	3,0	3,6	3,4	2,9	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	1,5	5,3	6,9	6,8	5,5	2,4	0,9	0,8	0,9	1,3	1,6	1,9
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-1,3	3,8	10,2	13,2	8,3	1,7	-3,1	-4,7	-4,1	-3,0	-0,2	2,4
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	3,2	12,0	4,1	2,7	5,8	1,7	4,5	4,9	4,6	4,6	4,7	4,6
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,5	13,6	4,4	2,8	5,9	1,3	5,2	5,5	5,1	5,1	5,0	5,0
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	1,0	9,1	1,0	-1,1	2,2	-1,3	2,1	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,5	6,1	-0,7	-0,4	2,1	-1,0	2,1	2,9	2,5	2,3	2,2	2,1
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,0	9,3	3,9	3,5	4,6	3,4	2,5	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	3,3	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	4,0	4,1	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	-1,6	-0,3	-0,2	0,5	0,8	1,0	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,4	0,5	1,2	1,4	1,2	1,2	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
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)	92,7	73,2	48,1	50,4	94,5	86,6	53,8	52,4	97,2	89,3	55,5	54,2
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	6,7	4,8	3,1	3,1	6,4	5,4	3,3	3,1	6,3	5,3	3,2	3,0
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	27,0	20,7	21,0	27,0	30,0	36,0	27,0	22,0	32,0	33,0	30,0	19,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	80,2	53,8	-29,7	0,5	84,3	25,5	-41,0	-35,1	91,3	18,4	-36,0	-31,8
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	5,8	3,5	-1,9	0,0	5,7	1,6	-2,5	-2,1	5,9	1,1	-2,1	-1,8
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	26,1	-32,1	-32,0	-32,0	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5
Ménové kurzy												
Kč/USD (průměr)	21,6	21,3	21,4	21,1	20,8	20,6	20,4	20,3	20,2	20,1	20,0	19,9
Kč/EUR (průměr)	26,1	25,6	25,4	25,1	24,7	24,6	24,4	24,3	24,3	24,2	24,2	24,1
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	10,8	10,8	10,2	9,6	8,4	7,9	7,5	7,7	7,8	7,9	8,1	8,3
2T repo sazba (% , průměr)	0,25	0,31	1,12	1,43	1,57	1,69	1,80	1,91	1,99	2,01	2,02	2,03
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,4	1,3	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-2,0	11,7	2,9	4,2	6,4	4,7	3,6	2,9	2,5	2,2	2,0	1,9
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-1,1	2,4	1,8	1,2	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,3	2,1	2,5	2,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,7	7,5	8,4	7,7	5,0	2,0	0,6	0,6	1,1	1,6	1,9	2,1
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	61,3	69,1	71,7	69,5	68,2	67,1	66,2	65,2	64,4	63,6	62,9	62,2
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
USD/EUR (průměr)	1,2	1,2	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)