

Zpráva o měnové politice

podzim 2021



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — podzim 2021

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 11. listopadu 2021 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 22. říjnu 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 Vývoj inflačních očekávání v eurozóně	12
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	14
III. INFLACE	21
BOX 2 Do jaké míry domácí poptávkové klima a trh práce ovlivňují aktuální růst spotřebitelských cen?	25
BOX 3 Odlišnosti v měření růstu spotřebitelských cen z pohledu národního konceptu (CPI) oproti harmonizovanému indexu EU (HICP)	27
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	29
Scénář déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců	35
Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při různé míře ukotvenosti inflačních očekávání	40
Scénář fiskální restrikce v roce 2023	42
BOX 4 Transmise měnové politiky v české ekonomice	43
SEZNAM ZKRATEK	47
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	48



2%

— Pečujeme o cenovou stabilitu

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

— Jsme transparentní

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

— Hledíme do budoucnosti

Rozhodnutí bankovní rady učiněné dnes ovlivní inflaci za 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,

s trochou nadsázky lze říci, že se koronavirová krize stále více podobá devítihlavé saní. Sotva se podaří useknout jí jednu hlavu, vzápětí jí naroste další. Přitom každá hlava je jiná a každá vyvolává potřebu nových „linií obrany“. V důsledku uzavírek mnoha odvětví po vypuknutí pandemie dopadl na ekonomiku silný negativní poptávkový šok. Na něj zareagovala především fiskální politika, která cílenými podpůrnými opatřeními zabránila nekontrolovatelným řetězovým poruchám. Pomocnou roli tehdy sehrálo i výrazné uvolnění politiky měnové.

Druhou linií obrany – tentokrát protiepidemické – se letos stalo masové očkování, které spolu s imunitou získanou v důsledku prodělané nákazy napomohlo během léta rychlému oživení ekonomiky. Přestože se k tomuto oživení upínaly zpočátku velké naděje, ukazuje se, že bylo příliš rychlé na to, aby s ním udržela krok relativně strnulá agregátní nabídka. Převís poptávky nad nabídkou, četné poruchy na trzích surovin, výrobních komponent a energií, jakož i úzká místa ve světové nákladní dopravě jsou příčinami nepříznivého nákladového šoku, který vede k prudkému a souběžnému růstu mnoha cen. Rostoucí roli proto od léta začala hrát měnová politika, která se dnes stává hlavní linií obrany proti zrychlující inflaci. Nezastupitelnost měnové politiky je tím větší, čím větší část inflačních tlaků má původ v domácím prostředí, zejména v setrvalé přehřátém trhu práce.

Přestože se ještě nedávno zdálo, že celkové nejistoty s příchodem oživení ustoupily, nejistoty související s přetížením globálních dodavatelských řetězců dnes spíše opět narůstají a návrat k normálnímu fungování ekonomik se v lepším případě opakovaně odkládá. Rovněž vysoké přírůstky počtu nakažených u nás i v sousedních zemích vyvolávají pochybnosti, jestli se podaří udržet pandemii pod přiměřenou kontrolu.

I v období vzednutých inflačních tlaků a četných ekonomických nejistot ČNB naplní svůj zákonný mandát, který jí ukládá zabezpečovat cenovou stabilitu. Koncem června započala se zvyšováním úrokových sazeb a bude v tom pokračovat, dokud nedospěje k přesvědčení, že se inflace na horizontu měnové politiky, tj. za 12 až 18 měsíců, vrátí udržitelným způsobem k inflačnímu cíli. Naším úkolem bude nepřipustit, aby došlo k rozvolnění doposud solidně ukotvených inflačních očekávání, k šíření sekundárních inflačních tlaků a k roztočení mzdově-cenové spirály. Po několik nejbližších měsíců bude inflace sice nadále zrychlovat, ale v příštím roce opět výrazně zpomalí. Věřím, že „setnutí inflační hlavy“ půjde ruku v ruce s definitivním koncem pandemie.

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok

guvernér

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada zvýšila na svém listopadovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 2,75 %. Toto rozhodnutí se opírá o podzimní makroekonomickou prognózu ČNB. Ta očekává, že inflace se dále významně zvýší a začátkem příštího roku se přiblíží 7 %. S prognózou je konzistentní strmý nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku. Odeznění aktuálních mimořádně silných inflačních tlaků z domácí i zahraniční ekonomiky povede spolu s uvedeným zvyšováním úrokových sazeb k tomu, že inflace začne v průběhu příštího roku zvolňovat. Na přelomu let 2022 a 2023, tedy na horizontu měnové politiky, se inflace sníží do blízkosti 2% cíle. Rizikem tohoto výhledu je déletrvající přetížení globálních výrobních řetězců, které by se mohlo spolu se slabším kurzem a výraznějším zdražením energií a imputovaného nájemného promítnout do ještě vyšší inflace oproti prognóze. Mírným rizikem v opačném směru je fiskální restrikce v roce 2023, pokud dojde ke konsolidaci veřejných financí.

Obnovení hospodářského růstu, které nastalo s jarním znovutevřením ekonomiky, pokračovalo i během léta. Jeho meziroční tempo nicméně výrazně zvolnilo vlivem vyšší srovnávací základny loňského roku. Vedle pokračujícího zotavování spotřeby domácností byl výkon hospodářství podpořen i robustním růstem soukromých a veřejných fixních investic a vládní spotřeby. Předchozí solidní růst vývozu se naproti tomu výrazně utlumil vlivem eskalace problémů s narušenými dodávkami do českého exportně orientovaného průmyslu. Ten nemohl realizovat poptávaný objem výroby a musel část nedokončené výroby nuceně uskladnit. Pokračující přetíženost globálních výrobních a dodavatelských řetězců a z toho pramenící potíže v dodávkách do tuzemského průmyslu budou negativně ovlivňovat výrobu a exportní výkonnost české ekonomiky i v závěru letošního roku. Naopak epidemiologická opatření, která mohou být během podzimu zavedena kvůli opětovnému nárůstu počtu potvrzených případů koronaviru, nebudou mít hmatatelný ekonomický dopad.

Domácí trh práce se za vydatného přispění fiskální podpory vcelku dobře vyrovnal s dopady pandemie a jeho přehřívání začalo opět zesilovat. Růst fundamentálních (o statistické a jednorázové vlivy očištěných) mezd v tržních odvětvích sice ve druhém letošním čtvrtletí zpomalil, během léta však došlo k jeho opětovnému zrychlení. Současně se zastavil pokles celkové zaměstnanosti a podíl nezaměstnaných osob opět ztlačil klesá. Firmy stále hlásí velký počet volných pracovních míst a zejména znovutevřený sektor služeb se potýká s nedostatkem personálu.

Inflace se ve třetím čtvrtletí vyhoupla vysoko nad horní hranici tolerančního pásma cíle ČNB při zrychlujícím růstu cenového jádra. V jeho rámci se dramaticky zvýšil příspěvek nákladů vlastnického bydlení (tzv. imputovaného nájemného). Ty mají v tuzemském indexu spotřebitelských cen poměrně vysokou váhu. Odrážíjí přitom aktuálně rychlé zdražování stavebních

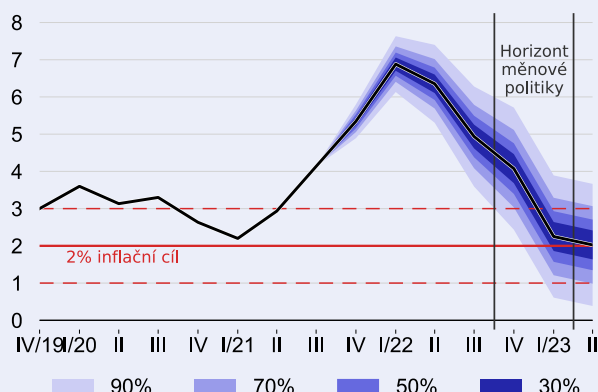
prací a materiálů a současně déletrvající rychlý růst cen nemovitostí. Markantní zrychlení celkového cenového růstu je vedle toho odrazem vzednutí spotřebitelské poptávky po odbourání protiepidemických opatření, a to v sektoru služeb i zboží. Zvýšením cen si firmy částečně kompenzují nízké či nulové tržby z dob uzavírek, stejně jako růst nákladů. Ten přitom plyne jak z tuzemské ekonomiky, tak ze zahraničí, kde razantně rostou ceny průmyslových výrobců z důvodu výpadků v dodavatelských řetězcích. K tomu se přidalo výrazné zdražování energií, surovin a materiálů. Koncem léta také oživil růst domácích cen potravin. Se skokovým zdražením elektřiny a zemního plynu na komoditních burzách lze navíc po novém roce očekávat prudké zesílení růstu i u regulovaných cen. Jeho akceleraci pouze o něco oddálí dočasné odpuštění DPH na elektřinu a plyn pro domácnosti koncem letošního roku. Vedle toho přetrvávají meziročně výrazně dražší pohonné hmoty dané vývojem světové ceny ropy a nízkou srovnávací základnou loňského roku.

Česká ekonomika se v závěru roku potýká s obtížemi v dodávkách komponent ze zahraničí, které vedou k omezením a odstávkám výrob zejména v automobilovém průmyslu. To se však – i vlivem bezprostřední fiskální podpory – obejde bez výraznějších negativních dopadů do jiných oblastí ekonomiky. Během první poloviny příštího roku navíc tyto komplikace postupně odezní, což se odrazí v oživení vývozu a následném poměrně svižném obnovení hospodářského růstu.

Po letošním zhruba 2% přírůstkem hrubého domácího produktu se česká ekonomika nadechne v příštích dvou letech k téměř 4% růstu. Ekonomická aktivita se tak na konci roku 2022 vrátí na předpandemickou úroveň. Vedle zmíněného vlivu oživujícího vývozu se ekonomika bude moci opřít o setrvalý růst soukromých i vládních investic. Hospodářství bude těžit i z pokračujícího růstu spotřeby domácností, který bude zejména zpočátku podpořen i utrácením části dříve nuceně vytvořených úspor.

Inflace na přelomu roku vyšplhá vysoko nad horní hranici tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží 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.

I přes zakolísání v závěru roku se letos domácí ekonomická aktivita zvýší o zhruba 2 %, v příštích dvou letech její růst zrychlí

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

	2021	2022	2023
Celková inflace (%)	3,7 (0,6)	5,6 (2,7)	2,1 (0,0)
HDP	1,9 (-1,7)	3,5 (-0,6)	3,8 (0,8)
Průměrná nominální mzda	5,6 (0,2)	5,7 (1,5)	5,0 (0,2)
Úr. sazba 3M PRIBOR (v %)	1,2 (0,3)	3,3 (1,4)	2,8 (0,6)
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,6 (-0,1)	24,2 (-0,3)	23,9 (-0,3)

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

Solidní příjmová situace domácností a jejich spotřebitelský apetit budou i nadále pramenit zejména z přetrvávající více než dobré kondice tuzemského trhu práce. Pokles nezaměstnanosti bude pokračovat. Očištěná dynamika mezd počátkem roku 2022 dočasně dále zrychlí s podporou dalšího znatelného nárůstu minimální mzdy.

Od příštího roku se vlivem ukončení vládních podpůrných opatření přetočí doposud expanzivní působení fiskální politiky do restriktivní polohy, a to i přes další nadstandardní zvýšení důchodů. V roce 2023 vzhledem k dosud schváleným opatřením na příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů bude fiskální politika působit z hlediska růstu HDP neutrálně.

Inflace v nejbližších měsících dále vzroste a podstatně se vzdálí horní hranici tolerančního pásma cíle ČNB. To bude dáno souběhem několika silných proinflačních vlivů. V návaznosti na zdražování zemědělských komodit dále zrychlí růst cen potravin. I jádrová inflace se ještě dále zvýší. Bude přitom ve vleku doznívajícího rychlého růstu zahraničních průmyslových cen, který se střetává se solidní domácí poptávkou. Vedle toho přetrvává významný příspěvek imputovaného nájemného k jádrové inflaci. Kvůli zmíněnému zdražení elektřiny a zemního plynu dojde začátkem roku k prudké akceleraci růstu regulovaných cen. K inflaci přispěje i pokračující vysoký meziroční růst cen u čerpacích stanic v návaznosti na drahou ropu.

Ke kýženému obratu ve vývoji inflace dojde v průběhu příštího roku. S odezníváním problémů v globálních výrobních řetězcích výrazně zvolní růst zahraničních výrobních cen. Vlivem stabilizace světových cen ropy také odezní vysoká dynamika cen pohonných hmot. Oba zmíněné zahraniční faktory budou v tlaku na snížení domácí inflace podporovány posilujícím kurzem

koruny vůči euru. Také domácí zdroje aktuálně mimořádně vysoké inflace začnou postupně vyprchat. Ziskové marže prodejců zboží a poskytovatelů služeb časem klesnou, protože domácnosti a firmy postupně začnou ve svém rozhodování zohledňovat nárůst reálných úrokových sazeb. To sníží jejich spotřebitelský apetit i ochotu akceptovat rychlé zdražování. I růst domácích nákladů se časem zmírní, neboť se obnoví protiinflační působení rostoucí efektivity práce a postupně se stabilizuje mzdový růst.

Vlivem zpřísnění měnových podmínek a odeznívajícího cenového růstu z letošního roku se celková inflace bude ve druhé polovině příštího roku poměrně rychle snižovat a na horizontu měnové politiky, tedy na přelomu let 2022 a 2023, poklesne do blízkosti 2% cíle ČNB. Měnověpolitická inflace se bude téměř na celém horizontu nacházet lehce pod celkovou inflací, na což bude mít dominantní vliv zvyšování spotřební daně na cigarety.

K pokračujícímu zpevňování měnového kurzu povede zvyšování kladného rozdílu tuzemských úrokových sazeb vůči eurozóně, a to při postupném odeznívání aktuálních problémů v průmyslové sféře v průběhu příštího roku. Od domácích úrokových sazeb lze očekávat strmý nárůst v závěru letošního a počátkem příštího roku. Ten odráží potřebu reagovat na souběh mimořádně silných cenových tlaků z domácí i zahraniční ekonomiky a zamezit přitom jejich průsaku do cenového vývoje v delším horizontu. Reakce ČNB přitom podpoří ukotvenost inflačních očekávání. V průběhu roku 2022 budou moci začít úrokové sazby pozvolna klesat k 3% dlouhodobě neutrální úrovni, neboť díky předchozímu razantnímu zpřísnění měnové politiky bude nastartován pokles inflace k cíli.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Dynamika ekonomického růstu v zemích našich hlavních obchodních partnerů bude ve druhé polovině letošního roku postupně slábnout zejména z důvodu pokračující přetíženosti globálních výrobních a dodavatelských řetězců a souvisejících problémů s dodávkami materiálů a komponent. Silná poptávka tak naráží na výrobní omezení, což výrazně zvyšuje cenové tlaky. K nim navíc přispívá růst ceny ropy a dalších energetických komodit. Na trzích proto začíná silit očekávání postupného zpříšňování měnové politiky ECB. Přetížení globálních produkčních řetězců se kolem poloviny příštího roku zmírní, což se na jedné straně projeví zrychlením růstu ekonomické aktivity a na straně druhé snížením cenových tlaků. Ty poleví i vlivem korekce cen energií.

Globální ekonomika se nadále potýká s následky koronavirové pandemie

Ekonomický výkon se ve druhém čtvrtletí letošního roku zvýšil, zejména ve vyspělých zemích, a pokračování růstu se očekává i v příštím roce (Tab I.1). Světová ekonomika však naráží na mnohá omezení, zejména na nečekaně dlouho přetrvávající problémy ve výrobních a dodavatelských řetězcích. Nově se k tomu přidává nedostatek energetických surovin, jejichž ceny atakují historická maxima (Graf I.1). Ve vyspělých zemích a v Číně je spotřebitelská inflace navíc živena vedle utrácení úspor pramenících z odložené spotřeby během pandemie i bezprecedentními vládními stimuly. Sílicí inflační tlaky a s nimi spojené očekávané zpříšňování měnových podmínek představují hrozbu pro vlády těch zemí, jejichž zadlužení vlivem pandemie nebezpečně narostlo.

V září se podle předstihových ukazatelů stabilizoval růst globálního zpracovatelského průmyslu, a to po několika měsících jeho předchozího zpomalování. Nejsilnější dynamiku v průmyslu vykazuje Evropa a USA, slabší výsledky pak většina asijských ekonomik i Rusko. V mnoha zemích průmyslové podniky čelí nedostatku kvalifikované pracovní síly. Automobilový průmysl vykázal v září globálně výrazný propad produkce. Čína i další země se pak potýkají s nedostatkem námořní přepravní kapacity. Meziroční tempo růstu světového obchodu přitom již dosáhlo vrcholu (Graf I.2).

Riziko pro globální růst představuje vývoj pandemie v podmínkách nízké proočkovánosti v některých zemích. To může prohloubit problémy s nedostatkem energetických surovin a některých komponent ve zpracovatelském průmyslu s jejich aktuálním extrémním zdražováním, které vede k silnému růstu cen průmyslových výrobců (viz Scénář déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců v kapitole IV).

Tab. I.1

Ekonomický výkon ve vyspělých zemích se ve druhém čtvrtletí zvýšil, v Číně naopak růst zeslábl

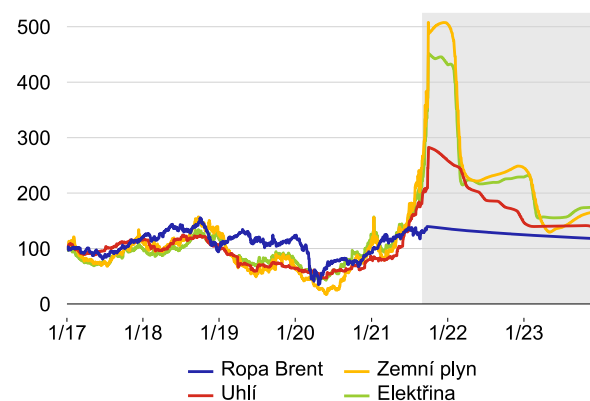
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen Refinitiv, CF, EIU

	2019	2020	2021	2021	2021	2022	2023
			1Q	2Q			
Eurozóna	1,5	-6,5	-1,2	14,3	5,1	4,4	2,2
USA	2,3	-3,4	0,5	12,2	5,7	4,1	2,5
Čína	6,0	2,4	17,7	7,3	8,2	5,5	5,0
Spojené království	1,7	-9,7	-5,8	23,6	6,9	5,1	2,0

Graf I.1

Nebývale vysoké ceny energií podle očekávání trhů odezní s koncem nadcházející zimy, zvýšené však zůstanou až do začátku roku 2023

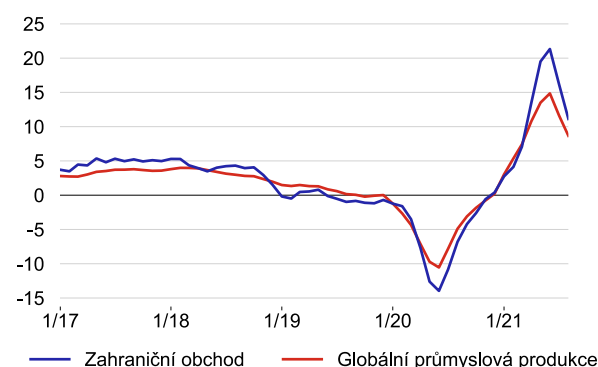
ceny energetických komodit, index: leden 2017 = 100, pramen Bloomberg, výpočet ČNB



Graf I.2

Problémy s opětovným šířením pandemie zejména v Asii přispěly ke zpomalení tempa růstu světové průmyslové produkce a obchodu

meziroční růst světové průmyslové produkce a obchodu v %, tříměsíční klouzavé průměry, pramen World Trade Monitor, ČNB



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2021	2022	2023	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	3,4 (-0,6)	4,0 (-0,4)	3,0 (0,8)	Výraznější přetížení globálních řetězců a rozsáhlejší výpadky dodávek v průmyslu se propisují do nižšího růstu HDP v letech 2021 a 2022 oproti minulé prognóze, v roce 2023 bude růst vyšší.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,8 (0,6)	2,5 (0,8)	1,6 (-0,2)	Výhled spotřebitelské inflace se zvyšuje jak pro letošní, tak pro příští rok především v důsledku výraznějšího nárůstu cen energií a napětí na trhu finálního zboží.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	9,0 (2,6)	6,0 (4,0)	1,0 (-0,7)	Přetrvávající problémy v dodavatelských řetězcích při solidní poptávce se spolu s nárůstem cen energetických komodit promítly do výrazného přehodnocení výhledu cen výrobců směrem nahoru.
Cena ropy Brent	USD/barel	70,8 (3,0)	75,3 (8,6)	69,7 (6,4)	Výhled ceny ropy Brent se posunul znatelně výše kvůli omezení těžby ropy, silnější rostoucí poptávce po ní a vysokým cenám alternativních paliv (zemního plynu a uhlí).
3M EURIBOR	% procentní body	-0,5 (0,0)	-0,5 (0,0)	-0,3 (0,1)	Nepatrně vyšší výhled úrokové sazby 3M EURIBOR v roce 2023 zohledňuje zvýšená očekávání trhu ohledně budoucí inflace a tedy i o něco silnější reakce ECB na ni.
Měnový kurz	USD/EUR	1,19 (0,00)	1,19 (-0,01)	1,20 (-0,01)	Prognóza kurzu eura vůči americkému dolaru se téměř nemění, v následujících dvou letech se neodchyluje od aktuální úrovně.

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

Vlivem přetrvávajících problémů v globálních dodavatelských řetězcích ekonomický růst v eurozóně ve druhé polovině letošního roku postupně zvolní, vysoká cenová dynamika zůstane zachována

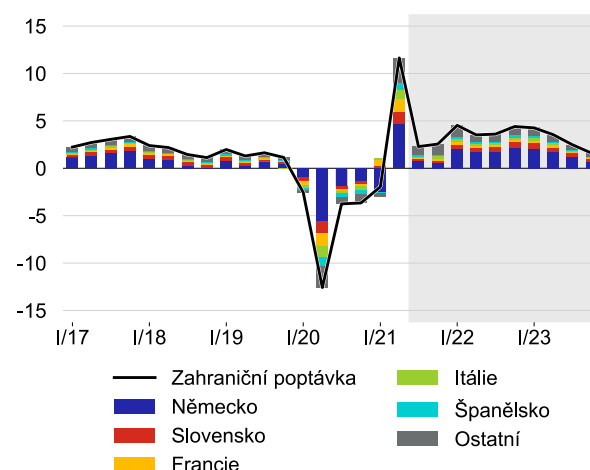
Zrušení vládních uzavírek nastartovalo ve druhém čtvrtletí 2021 svižný růst HDP efektivní eurozóny (Graf I.3). Zvýšená spotřeba domácností se pozitivně odrazila v sektoru obchodu a služeb, které se staly tahounem ekonomického oživení. Kladný příspěvek k růstu HDP zaznamenala rovněž spotřeba vlády. Do vývoje čistého vývozu se však nepříznivě promítalo přetížení globálních dodavatelských řetězců, které omezovalo průmyslovou produkci a exportní výkon. Plynulost výroby v průmyslu i zásobování spotřebitelského trhu byly narušeny zpožděním dodávek materiálů a komponent pro průmyslovou výrobu, jakož i finálního zboží, se kterým se potýkala celá Evropa.

Ve třetím čtvrtletí se přetížení výrobních a dodavatelských řetězců dále zhoršilo v důsledku opětovného šíření pandemie a z něj plynoucích výrobních a dopravních omezení v jihovýchodní Asii (Graf I.4). V Německu byla situace nejvážnější, a to zejména v odvětvích s vyšší přidanou hodnotou (auta, stroje apod.). Výrazně zasaženy byly zejména dodávky čipů, a to do té míry, že v srpnu došlo k meziročnímu výpadku produkce automobilů v Německu o třetinu. S tím koresponduje srpnový meziměsíční pokles průmyslové produkce v eurozóně, přičemž v samotném Německu byl tento pokles ještě výraznější. Relativně nižšího mezičtvrtletního růstu HDP ve třetím čtvrtletí

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



2021 dosáhlo podle všech známek Německo a zejména pak Slovensko. Naopak jižní země eurozóny (Španělsko, Itálie a Francie) profitovaly z poměrně příznivého průběhu letní turistické sezóny a vykázaly relativně rychlejší růst.¹ Podle předpokladu prognózy se ekonomická aktivita v efektivní eurozóně bude ve třetím čtvrtletí nacházet meziročně o 2,3 % výše.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2021 mezičtvrtletní růst ekonomiky eurozóny dále zpomalí. Nejvýrazněji budou zasaženy ekonomiky s významným zastoupením automobilového průmyslu, na který problémy v dodavatelských řetězcích dopadají nejpalčivěji. Silná poptávka po finálním zboží tak bude dále narážet na nedostatečnou produkci. Při přetrvávajících obtížích v průmyslu bude růst tažen zejména pozitivním vývojem v sektoru služeb. Důvěra spotřebitelů se podle Evropské komise dále zlepšila a celkový ekonomický sentiment setrval na vysokých hodnotách. Mírné zchlazení všeobecného optimismu však může přinést podzimní pandemická vlna. Vzhledem k vysoké proočkovánosti a proměnlivosti evropské populace však již nebudou zaváděny plošné uzavírky. Lze nicméně očekávat určitou opatrnost ve spotřebě, protože zákazníci mohou být odrazováni vyššími cenami zboží, případně i jeho malým výběrem či nedostatkem. Na prahu topné sezóny navíc zasáhl eurozónu extrémní nárůst cen zemního plynu a elektřiny na komoditních burzách, který dříve či později negativně dopadne jak na domácnosti, tak na podniky. Celkově růst HDP v efektivní eurozóně v letošním roce dosáhne 3,4 %.

Ekonomický vývoj v příštím roce bude i nadále ve znamení nedostatečné plynulosti dodávek materiálu a komponent, která naruší chod některých odvětví. K uvolnění napětí v dodavatelských řetězcích dojde přibližně v polovině uvedeného roku, což se projeví ve zrychlení ekonomického růstu v efektivní eurozóně. Toto oživení bude plošné a bude se týkat všech významných obchodních partnerů ČR. Nadále bude pokračovat i čerpání prostředků z národních plánů obnovy (v rámci NextGenerationEU), které rovněž pozitivně přispěje k ekonomickému výkonu. Za celý rok 2022 tak růst HDP v efektivní eurozóně zrychlí a evropská ekonomika se vrátí na předpandemickou úroveň. Spolu se svižným růstem HDP se během příštího roku postupně uzavře záporná mezera výstupu.

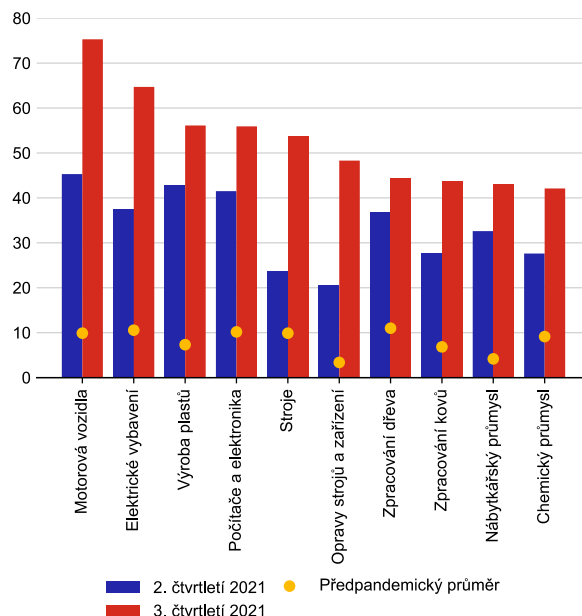
V letních měsících výrazně zesílily inflační tlaky z výrobní sféry, které se do konce letošního roku dále zvýší

Inflační tlaky v průmyslové výrobní sféře jsou aktuálně mimořádně silné (Graf I.5). Vedle nárůstu ceny ropy

Graf I.4

Nedostatek materiálu nebo zařízení je hlavním faktorem, který stále více omezuje produkci mnoha průmyslových odvětví v eurozóně

saldo odpovědí na otázku, zda nedostatek materiálu omezuje jejich produkci (eurozóna dle odvětví), pramen European Commission Business and Consumer Survey



Velkoobchodní ceny zemního plynu a elektřiny v Evropě dosáhly na začátku října svých historických maxim. Výhled ceny plynu byl pro účely prognózy v minulosti odvozován v závislosti na očekávaném vývoji cen ropy. To však již v současné době ztrácí smysl, neboť v posledních letech dramaticky klesl objem dlouhodobých kontraktů na plyn dovážený do Evropy, u nichž jsou ceny indexovány k cenám ropy. Dlouhodobé kontrakty činily v roce 2005 přes 90 % z celkového dovezeného množství, ještě v roce 2012 dosahovaly 60% podílu, ale v roce 2020 již se podíl těchto kontraktů pohyboval pouze pod 20% úrovní. Proto v současnosti výhled ceny zemního plynu odvozujeme z křivky cen tržních termínovaných kontraktů, stejně jako je tomu u cen ropy a elektřiny.

¹ Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostl HDP v efektivní eurozóně ve třetím čtvrtletí 2021 mezičtvrtletně o 1,9 %. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn až po její uzavěrce.

a dalších energetických komodit, zejména zemního plynu a elektřiny², působí proinflačně nadále zesílená poptávka po průmyslovém zboží, která se projevuje zejména v dynamice jadrových produkčních cen. Na začátku příštího roku začnou cenové tlaky oslabovat s tím, jak se bude uvolňovat napětí v dodavatelských řetězcích.³ Ve směru snížení inflačních tlaků bude také působit očekávaný pokles ceny ropy Brent. Podle tržních kontraktů budou totiž ceny ropy v následujících dvou letech mírně klesat. Ceny zemního plynu a elektřiny by měly ještě do začátku roku 2022 vzrůst, ale i u nich se posléze očekává korekce. Naproti tomu ceny průmyslových kovů a potravinářských komodit zůstanou až do konce horizontu prognózy na zvýšených úrovních. Meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně tak po letošním rekordním růstu zpomalí v roce 2022 na průměrných 6 %. Jeho další zpomalení je pak očekáváno i v roce 2023.

Spotřebitelská inflace v efektivní eurozóně se vlivem zvýšených cenových tlaků na konci letošního roku přiblíží k 5% hladině. V příštím roce se však vedle postupného odeznění jednorázových proinflačních faktorů (dočasná změna sazby DPH a cenový dopad úpravy zdanění emisí CO₂ v Německu) postupně sníží také tlak plynoucí z růstu cen energií a problémů v dodávkách zboží. Až do poloviny příštího roku tak sice inflace setrvá na zvýšených úrovních, následně však dojde k jejímu opětovnému poklesu pod 2% cíl ECB.

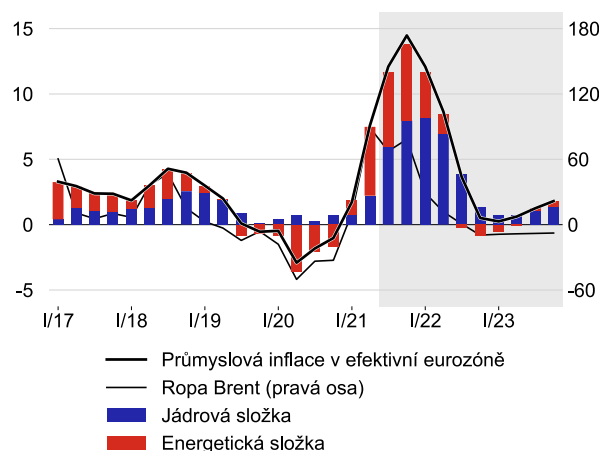
Růst inflace a postupná změna rétoriky ECB se projeví na finančních trzích, které začínají sázet na zahájení zpříšňování její měnové politiky v dohledné době

Výhled sazby 3M EURIBOR nadále setrvává v záporných hodnotách (Graf I.6), přestože ve vzdálenějším horizontu lehce vzroste. ECB doposud připisovala aktuální inflaci dočasným a krátkodobým cenovým tlakům. Proto udržovala výrazně uvolněnou měnovou politiku, aby nedošlo k zadušení ekonomického oživení po pandemii. Na zářijovém zasedání však avizovala, že od čtvrtého čtvrtletí letošního roku sníží nákupy aktiv v rámci svého pandemického programu (PEPP).⁴ Mezi některými čelními představiteli ECB ale sílí ještě tráví hlasy volající po razantnějším snižování tempa nakupovaných aktiv s ohledem na přetrvávající inflační tlaky a částečně se zvyšující inflační očekávání (viz BOX 1 na konci této kapitoly). Na to finanční trh reagoval mírným růstem výnosů vládních dluhopisů a úrokových swapů. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl jen nepatrně posilovat.

Graf I.5

Aktuální výrazný cenový růst v zahraničí vystřídá v příštím roce jeho postupné zvolnění

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

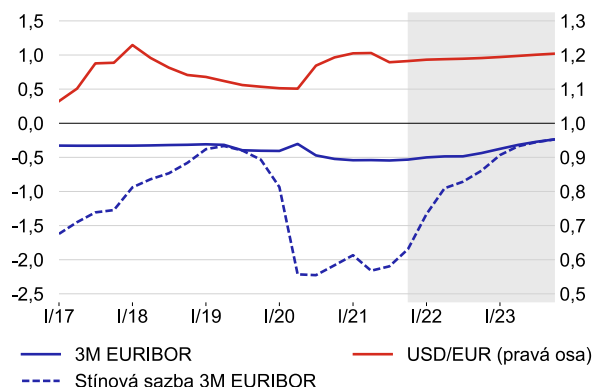


Nastavení měnové politiky ECB je vyjádřeno pomocí krátkodobé eurové sazby mezibankovního trhu (3M EURIBOR). Její výhled je konstruován z tržních údajů o úrokových swapech. Protože se v eurozóně tato sazba již několik let pohybuje v záporných hodnotách a ECB používá nekonvenční nástroje měnové politiky, vstupuje do prognózy ČNB tzv. stínová sazba. Ta vychází z tržního výhledu 3M EURIBOR a zohledňuje navíc i očekávanou výši čistých nákupů aktiv na finančních trzích ze strany ECB.

Graf I.6

Výhled zahraničních úrokových sazeb očekává zahájení nesmělého zpříšňování měnové politiky ECB, kurz eura vůči dolaru zůstává stabilní

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



² V souvislosti s tím se otevřeně hovoří o energetické krizi.

³ Přes zvýšenou zahlcenost světových přístavů byl v říjnu pozorován počínající obrát v cenách námořní přepravy.

⁴ Z říjnového zasedání vyplynulo, že ECB počítá s ukončením programu PEPP v březnu 2022, přičemž se nemusí využít celý jeho objem (1,85 bil. EUR).

BOX 1 Vývoj inflačních očekávání v eurozóně

Inflační očekávání přinášejí informaci o hodnocení budoucího cenového vývoje ze strany ekonomických subjektů. Zároveň mají nezanedbatelný vliv na skutečnou inflaci. Firmy totiž podle svých očekávání upravují ceníky svých produktů, v rámci kolektivních vyjednávání se nárůst mezd a platů přizpůsobuje očekávání firem a odborů. To se následně promítá do vývoje nákladů a společně s inflačními očekáváními domácností ve výsledku i do cen zboží a služeb. Očekávání vyšších cen se tak v řadě případů stává tzv. sebenaplňujícím proroctvím. Ukotvenost dlouhodobých inflačních očekávání na cíli centrální banky současně představuje důležité měřítko úspěšnosti její měnové politiky. Tento box zkoumá, jak se formují inflační očekávání v eurozóně v podmínkách současného rychlého růstu cen a prozatím spíše vyčkávající Evropské centrální banky.

Eurozóna zažívá od počátku letošního roku silný nárůst inflace. Pozorovaný vývoj spotřebitelských cen byl přitom významně ovlivňován pandemií koronaviru. Změnilo se chování domácností, přičemž ve struktuře spotřeby vzrostla váha zboží na úkor služeb postižených vládními uzavírkami. Poptávka byla přitom podpořena jak uvolněním měnové politiky ECB ve formě Nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP), tak výraznými fiskálními stimuly jednotlivých vlád (zejména v Německu).¹ Tradiční cenový vývoj narušila i absence sezónních výprodejů. Růst celkové inflace je navíc od března letošního roku podporován výrazným zdražením energií. V září pak cenový růst v eurozóně dále akceleroval, když v předvečer zahájení topné sezóny dále výrazně zrychlil růst cen energií. Reakce ECB na zvýšenou inflaci byla prozatím spíše vyčkávací, neboť podle jejího názoru se v inflaci projevují zejména jednorázové či dočasné faktory.² Přes určitý zářijový ústup od programu nákupu aktiv zůstalo nastavení měnové politiky ECB velmi uvolněné, především v důsledku nastavení úrokových sazeb, jejichž výhled zůstává dlouhodobě blízko nuly.

Vlivem aktuálního výrazného cenového růstu se v eurozóně zvyšují krátkodobá inflační očekávání. Šetření Evropské komise (Graf 1) dokládá, že stále vyšší podíl evropských domácností očekává v horizontu jednoho roku stejnou či vyšší inflaci než v současnosti. Krátkodobá inflační očekávání jsou totiž ovlivněna zejména aktuálním cenovým vývojem u nejčastěji nakupovaného zboží, mezi něž patří energie a zpracované potraviny.

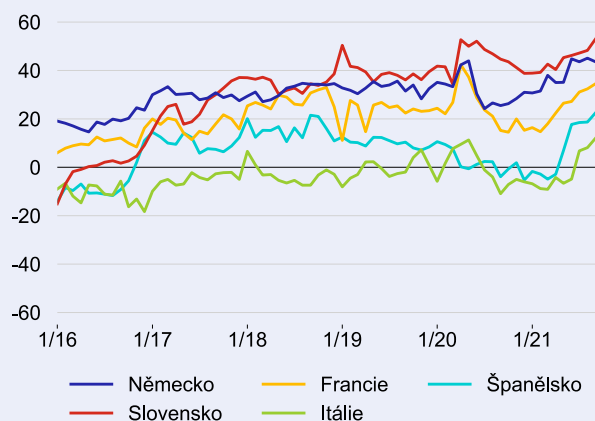
Mezi vybranými zeměmi se největší podíl spotřebitelů se zvýšenými inflačními očekáváními nachází v Německu a na Slovensku, skokové zvýšení inflačních očekávání však v poslední době nastalo také ve Španělsku nebo Itálii. Ze šetření Evropské komise je patrné, že zdražování zasáhlo rovněž německý a v menší míře i slovenský a španělský maloobchod. Roste také podíl firem očekávajících zvyšování cen, zejména v průmyslu a ve stavebnictví. Naopak výrazné zvyšování cen se neočekává v sektoru služeb v Itálii a ve Francii.

Alternativní pohled skrze očekávání analytiků ze šetření Consensus Forecasts (Graf 2) ukazuje pro příští rok zvýšení inflačních očekávání jen

Graf 1

Vlivem aktuálního prudkého růstu cen očekávají spotřebitelé vyšší inflaci v horizontu jednoho roku ve všech zemích eurozóny

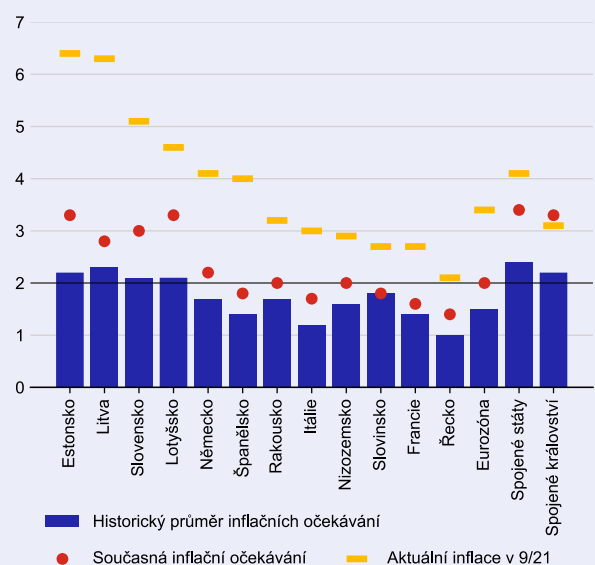
očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících, saldo odpovědí, seznenně očištěno, pramen European Commission Business and Consumer Survey



Graf 2

Inflační očekávání analytiků pro příští rok vzrostla nad inflační cíl jen v některých zemích eurozóny

v %, pramen Consensus Forecasts



Poznámka: Průměr historických inflačních očekávání pro rok 2022 je propočítán z období 1/2018 až 9/2021. Současná inflační očekávání pro rok 2022 jsou z října 2021.

v některých zemích eurozóny. Dle jejich výhledů pro rok 2022 je odpoutání od cíle patrné především v pobaltských zemích či na Slovensku, tedy u konvergujících členských států eurozóny, kde aktuálně pozorovaná inflace vysoce přestřelila inflační cíl. V Německu se inflační očekávání pro příští rok v současnosti nacházejí nepatrně nad 2% cílem. Poměrně stabilní inflační očekávání pak pozorujeme ve Španělsku, Rakousku, Francii či Řecku. V porovnání s jinými významnými světovými ekonomikami, například se Spojenými státy či Spojeným královstvím, jsou v eurozóně očekávání analytiků s ohledem na cíl příslušných centrálních bank stabilnější.

Dlouhodobá inflační očekávání v eurozóně jsou ukotvena dobře. Z pravidelného šetření analytiků Consensus Forecasts za posledních šestnáct let je zřetelná dobrá ukotvenost očekávané inflace v horizontu pěti a více let (Graf 3).³ Ani nedávná změna v definici inflačního cíle ECB na tom nic nezměnila. Větší volatilitu vykazují očekávání finančních trhů reprezentovaná vývojem pětiletých inflačních swapů. I přes pozorovaný růst v posledním období se však jejich úroveň stále nacházejí znatelně pod inflačním cílem ECB a níže než před rokem 2015.

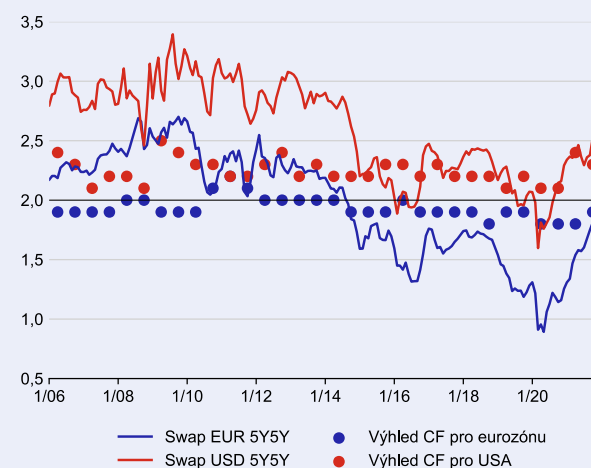
V případě Spojených států se očekávaná inflace v dlouhodobém horizontu pohybuje výše než v eurozóně. Při pohledu hlouběji do minulosti k tomu docházelo častěji i v dřívějších obdobích. To může být způsobeno více faktory, mj. tím, že Fed explicitně přijal 2% inflační cíl teprve v roce 2012 a jeho mandát není úzce zaměřen pouze na cenovou stabilitu. Očekávání analytiků ohledně USA v posledním období nicméně mohou ukazovat na alternativní vnímání v současnosti zvýšených globálních inflačních tlaků.

Aktuální vzednutí inflační vlny ve vyspělých zemích – způsobené z velké části negativními nabídkovými dopady pandemie koronaviru a poptávkovými stimuly ze strany hospodářských politik – se v eurozóně promítlo do růstu krátkodobých inflačních očekávání. Dlouhodobá inflační očekávání však zatím zůstávají v eurozóně dobře ukotvena.

Graf 3

Dlouhodobá inflační očekávání v eurozóně zůstávají ukotvená

v %, pětileté inflační swapy a výhledy analytiků CF ohledně inflace na období 6–10 let dopředu, pramen Bloomberg a Consensus Forecasts



1 V lednu letošního roku v Německu navíc skokově vzrostly ceny, neboť po dočasném snížení se sazby DPH vrátily na původní úroveň (daň byla od července do prosince 2020 snížena jako opatření na podporu pandemií zasažených domácností) a zvýšilo se zdanění emisí CO₂.

2 Zápis z posledního měnového zasedání však naznačil, že dochází ke vzniku dvou táborů v rámci ECB, neboť sílí hlasy pro razantnější snížení objemu nakupovaných aktiv.

3 Je však třeba připomenout, že analytici obecně dlouho setrvávají na svých stávajících výhledech, než nastane skutečný impuls k jejich změně. Tuto strnulost pak umocňuje obecné pravidlo, že je lepší mýlit se s davem, než opustit konsenzus a riskovat jako jediný chybný výhled.

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Příznivá pandemická situace umožnila v letních měsících téměř neomezené fungování obchodu a služeb a česká ekonomika tak pokračovala v zotavování započatém na jaře. Probíhající dílčí zpřísnění protiepidemických opatření bude bez hmatatelných ekonomických dopadů. Obnovenému hospodářskému růstu bude nadále napomáhat zvyšující se spotřeba domácností, těžící mimo jiné z utrácení vynucených úspor i z opětovně silícího přehřívání trhu práce. Oživující zahraniční poptávka a nedostatek pracovníků podpoří investiční aktivitu firem a porostou i vládní investice. Až do poloviny roku 2022 bude naopak výkon domácí ekonomiky brzdit záporný příspěvek čistého vývozu v důsledku přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců. Na konci roku 2022 se ekonomická aktivita vrátí na předpandemickou úroveň. Letos tuzemská ekonomika v souhrnu vzroste zhruba o 2 % a v příštích dvou letech její růst zrychlí vlivem oživení vývozu. Pokles nezaměstnanosti bude pokračovat i v příštím roce. Meziroční růst fundamentálních mezd v příštím roce dále zrychlí.

Zotavování ekonomiky bude až do poloviny příštího roku tlumeno přetrvávajícími problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích, naopak protiepidemická opatření nebudou mít významné ekonomické dopady

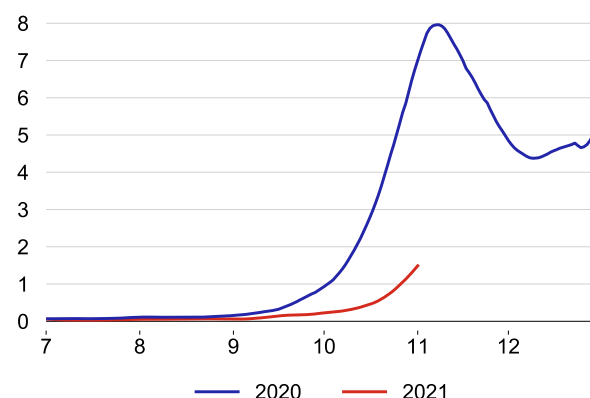
Během října začal znatelně narůstat počet nově nakažených osob. V meziročním srovnání je nicméně patrné, že zhoršování pandemie zdaleka nedosahuje proporcí loňského podzimu. Důležitější je přitom pohled na vývoj počtu hospitalizovaných osob, který je proti loňsku násobně nižší (Graf II.1). Přispěla k tomu zejména více než 70% míra proočkovanosti nejrizikovějších skupin populace, tedy věkové kategorie 60+. Ačkoliv hranice kolektivní imunity stále není dosažena, vzhledem k vysokému počtu těch, kteří nemoc prodělali, je procento domácí populace s protilátkami vyšší, než kolik naznačuje podíl dosud naočkovaných.⁵ Na základě uvedených faktů proto prognóza předpokládá, že případné zpřísnění protiepidemických opatření během nadcházejících chladných měsíců přinese pouze minimální ekonomické dopady.

Výrazně omezující pro celosvětovou ekonomiku zůstávají přetrvávající obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. Ty se v ČR vzhledem k jejímu silně průmyslovému charakteru projevují obzvláště citelně (oproti ekonomikám s větším podílem terciárního sektoru). V malé míře bylo napětí na straně domácí nabídky – zejména v tuzemském průmyslu – patrné již v roce 2019, tedy před vypuknutím pandemie (Graf II.2). S nástupem pandemie se nedostatek některých materiálů a komponent skokově zvýšil, neboť došlo k výraznému přelivu poptávky od služeb ke zboží a zároveň k znatelným problémům v celosvětové dopravě. Dle předpokladu predikce budou zmíněné

Graf II.1

I přes zrychlený nárůst nově nakažených během října zůstává počet hospitalizovaných osob výrazně pod hodnotami loňského podzimu

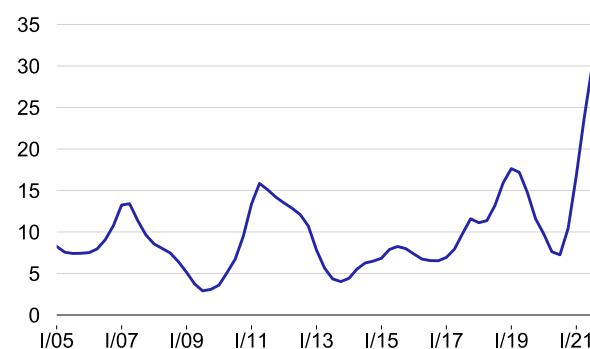
počet hospitalizovaných kvůli nemoci covid-19 ve druhé polovině roků 2020 a 2021, v tisících osob, sedmidenní klouzavý průměr, k 29. 10. 2021



Graf II.2

Nedostatek materiálů a komponent limituje domácí průmyslovou produkci nejvíce v historii

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



⁵ Navíc postupuje také výzkum v oblasti medikace, který odolnost obyvatel vůči těžkému průběhu nemoci ještě zvýší a dále tak zmírní tlak na uzavírky obchodu či služeb.

obtíže omezovat tuzemský hospodářský výkon až do poloviny příštího roku.

Dopady pandemie budou nadále viditelně rozkolísávat meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf II.3). Ten ve třetím čtvrtletí 2021 zpomalí na 2,1 %⁶ a poblíž 2 % zůstane i v celoročním úhrnu. V příštím roce růst HDP zrychlí na 3,5 % a podobného tempa dosáhne i v roce 2023.

Odstávky v průmyslu, nedostatek součástek a nárůst zásob z titulu nedokončené výroby se projeví poklesem vývozu

Vývozně orientovaná domácí ekonomika a zejména její automobilový průmysl se bude v nejbližších čtvrtletích potýkat s přechodnými odstávkami ve výrobě. Největší tuzemská automobilka Škoda Auto oznámila, že od 18. října až do konce roku citelně omezí či zcela zastaví produkci. Výpadek tohoto rozsahu výrazně omezí vývoz, který tak ve čtvrtém čtvrtletí meziročně viditelně klesne (Graf II.4), a to i přes protisměrný efekt komplectace a vývozu některých do té doby nedokončených automobilů. Utlučený zůstane i vývoz služeb z důvodu pouze pozvolna se zotavujícího cestovního ruchu.

I po opětovném nastartování produkce automobilů začátkem roku 2022 zůstane tento sektor a celý průmysl omezen nedostatkem některých komponent po větší část prvního pololetí. Vývoz proto bude pouze stagnovat a jeho růst naplno oživí až s vyřešením problémů na straně nabídky ve druhé polovině příštího roku, kdy ho podpoří i v té době se znovu rozvíjející mezinárodní cestovní ruch. Vývoz tak poroste i přes posilující kurz koruny.

Růst dovozu bude letos oproti vývozu svižnější, i když také viditelně zpomalí (Graf II.4). Jeho dynamiku podpoří zejména oživení růstu dovozní náročné spotřeby domácností a soukromých investic. Ve výsledku tak bude až do poloviny příštího roku příspěvek čistého vývozu k růstu HDP záporný, následně pak díky oživení vývozu bude jeho působení kladné.

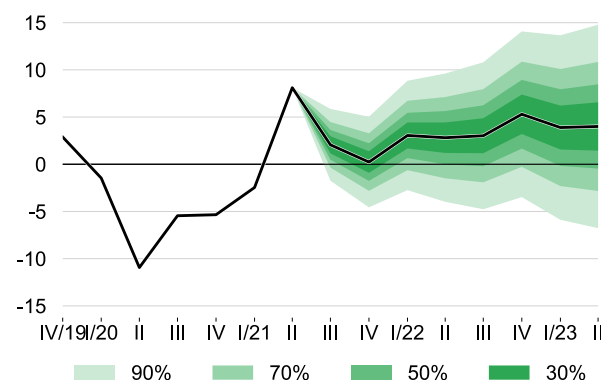
S dočasným útlumem exportní výkonnosti české ekonomiky dojde v letošním a příštím roce k prudkému snížení kladného salda výkonové bilance a k propadu salda běžného účtu platební bilance do záporných hodnot (přibližně -0,5 % HDP). Útlum vývozu se přitom kombinuje s negativním vývojem směnných relací v zahraničním obchodě, který je dán zejména zdražením dovážených surovin. V roce 2023 již bude díky zotavení exportní výkonnosti tuzemské ekonomiky saldo

6 Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl ve třetím čtvrtletí 2021 český HDP meziročně o 2,8 %, což je 0,7 procentního bodu nad prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 29. října 2021 a vzhledem k dřívějšímu uzavření prognózy není její součástí. Zveřejněné údaje potvrzují vyznění prognózy ČNB, že tahounem ekonomického růstu v letošním druhém pololetí bude domácí poptávka a sektor služeb při naopak znatelném útlumu vývozu a zpracovatelského průmyslu. Celoroční růst HDP by tak letos mohl být lehce vyšší, než předpovídá prognóza.

Graf II.3

Dynamika HDP bude nadále viditelně rozkolísaná vlivem efektů pandemie a přetrvávajících problémů v průmyslu

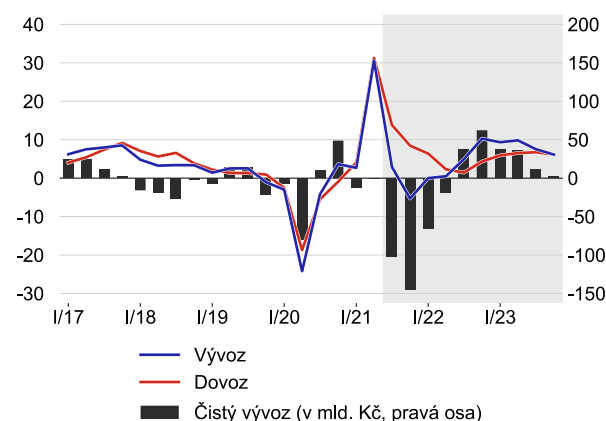
meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.4

Útlum vývozu v letošním druhém pololetí odráží pokles produkce českého průmyslu, související dopad na dovoz bude tlumen robustním růstem domácí poptávky

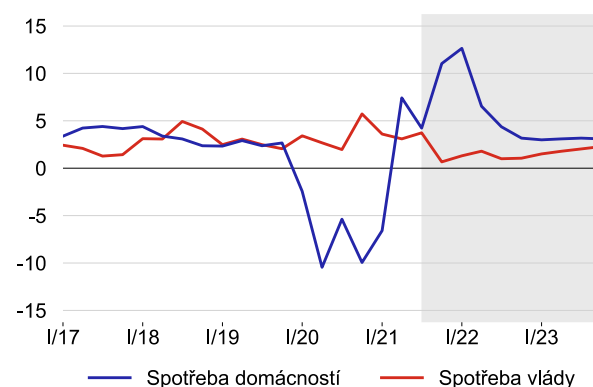
reálný vývoz a dovoz, meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno



Graf II.5

Spotřeba domácností rychle poroste, dynamika vládní spotřeby naopak zvolní

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



běžného účtu platební bilance opět kladné, a to ve výši 0,5 % HDP.

Spotřeba domácností zůstane v nejbližších čtvrtletích tahounem ekonomického růstu i přes mírné zhoršení spotřebitelského sentimentu

Na přelomu letošního a příštího roku dosáhne spotřeba domácností dvouciferného meziročního růstu (Graf II.5). Její zotavování bude v nejbližších čtvrtletích taženo především opětovně se zlepšující situací na trhu práce a solidním růstem disponibilního důchodu. Projeví se také vynaložení části v minulosti vynucených úspor na odloženou spotřebu (Graf II.6). V opačném směru budou vedle ukončení řady podpůrných fiskálních opatření působit i přetrvávající problémy v dodavatelských řetězcích, které se projeví v nedostatku některého zboží, zvýšených nejistotách ohledně možných dopadů této situace na trh práce a souvisejícím mírném zhoršení spotřebitelského sentimentu. Spotřebitelskou náladu i poptávku nepříznivě ovlivní také vysoký růst cen energií. I tak dosáhne spotřeba domácností své předpandemické úrovně již koncem letošního roku, a to i přes rychlý nárůst tržních úrokových sazeb během druhého pololetí. V celoročním vyjádření se letos spotřeba domácností zvýší o téměř 4 %.

Ve druhém pololetí příštího roku odezní omezení na straně nabídky, což dále podpoří v té době již znovu se zlepšující spotřebitelský sentiment. Růst spotřeby domácností tak při opětovně se přehřívajícím trhu práce v příštím roce přesáhne 6 % a v roce 2023 zvolní zhruba na rovnovážná 3 %.

Zvyšování spotřeby domácností bude financováno růstem disponibilního důchodu i rozpouštěním nuceně vytvořených úspor v minulosti

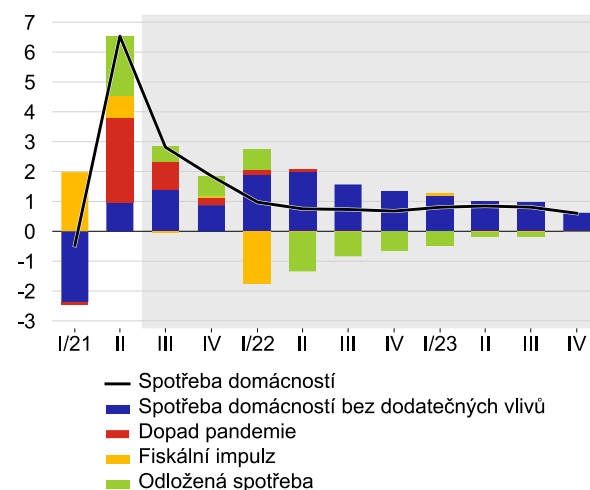
Tempo růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu ve druhém pololetí z důvodu odeznívající vládní podpory lehce zpomalí. Zůstane však i tak výrazné, což podpoří solidní růst spotřeby domácností. Hlavním tahounem růstu disponibilního důchodu bude i nadále oživený růst mezd a platů (Graf II.7). U míry úspor, která koncem loňského roku dosáhla historicky nejvyšší úrovně, lze očekávat další postupné snižování. K jejímu poklesu (a tedy k předstihu dynamiky spotřeby před růstem disponibilního důchodu) začalo docházet již začátkem roku v souvislosti se zlepšením spotřebitelského sentimentu. V tomto směru bude působit i utrácení části nuceně vytvořených úspor v době pandemie. Ke své předpandemické úrovni se však míra úspor přiblíží až koncem roku 2023, což odráží jednak poměrně obezřetný návrat ke spotřebitelskému chování z doby před pandemií, ale také stabilizační roli měnové politiky působící směrem k postupnému růstu reálných úrokových sazeb.

Investiční aktivita bude nadále solidní vlivem oživující zahraniční poptávky i sílícího napětí na

Graf II.6

Růst spotřeby domácností bude podpořen opětovným zlepšováním situace na trhu práce a také rozpouštěním části vynucených úspor

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

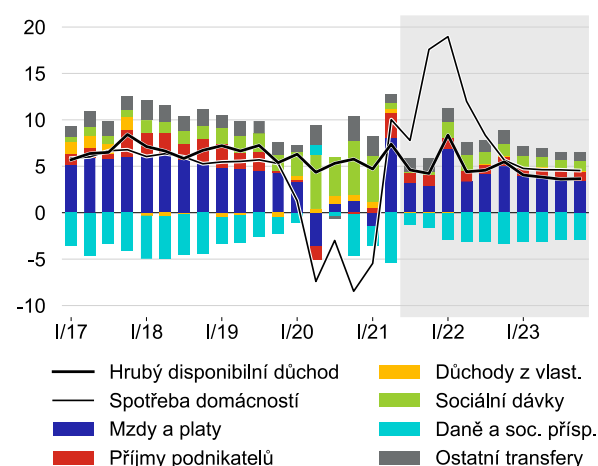


Poznámka: Dopad pandemie ztělesňuje vliv uzavírek ekonomiky, resp. efekt následného znovuotevření ekonomiky a návratu lidí k běžnému spotřebitelskému chování, například pokud jde o frekvenci návštěv kin, restaurací apod.).

Graf II.7

Disponibilní důchod letos dále poroste, za dynamikou spotřeby domácností nicméně bude až do konce příštího roku znatelně zaostávat z důvodu rozpouštění minulých vynucených úspor

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



trhu práce, a to i navzdory přetrvávajícím problémům ve výrobních a dodavatelských řetězcích

Vedle otevření ekonomiky bude letos soukromá investiční aktivita s přispěním ekonomického oživení v zahraničí motivována i nedostatkem zaměstnanců. Podniky se ve snaze o automatizaci výroby budou snažit nahrazovat relativně drahou a nedostatekovou práci kapitálem. Investiční rozmach budou naopak do poloviny příštího roku tlumit pokračující poruchy ve výrobních a dodavatelských řetězcích. Proto i přes nízkou srovnávací základnu loňského roku letos v souhrnu vzrostou fixní investice jen mírně, a to při oživujícím meziročním růstu soukromých investic a pokračujícím zvyšování vládní investiční aktivity (Graf II.8). Růst celkového hrubého kapitálu bude vedle toho výrazně podpořen pokračující vysokou tvorbou zásob, a to dominantně v průmyslu (Graf II.9). Důvodem jejich vynucené kumulace zůstává nedostatek některých komponent v důsledku přetížených mezinárodních výrobních a dodavatelských řetězců.

V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob vysoká až do poloviny příštího roku. Následné odeznívání výpadků v dodávkách umožní kompletaci nedokončených zásob a jejich rozpouštění. Zlepšená situace v investičně náročném zpracovatelském průmyslu zároveň podpoří tvorbu hrubého fixního kapitálu. Její růst za zřetelné podpory čerpání z fondů EU zrychlí v úhrnu za rok 2022 na téměř 7 %. V roce 2023 pak k pokračujícímu růstu tvorby hrubého kapitálu přispěje i plánovaný nákup vojenských vrtulníků.⁷

Fiskální podpora ekonomické aktivity se letos zmírní, v příštím roce již fiskální politika bude růst HDP mírně tlumit

Spotřeba vlády letos roste, avšak vlivem loňské vysoké srovnávací základny její růst zvolňuje (Graf II.5). Nominální nemzdová složka spotřeby vlády je letos posílena mimořádnými výdaji ve zdravotnictví v souvislosti s vakcinací a testováním. Růst spotřeby vlády v reálném vyjádření je zčásti tlumen pokračujícím růstem jejího deflátoru podpořeným mimořádnými odměnami pracovníkům ve zdravotnictví, sociálních službách a bezpečnostních sborech. V příštím roce růst spotřeby vlády s ohledem na odeznění mimořádných výdajů ve zdravotnictví a v odměňování dále zvolní.

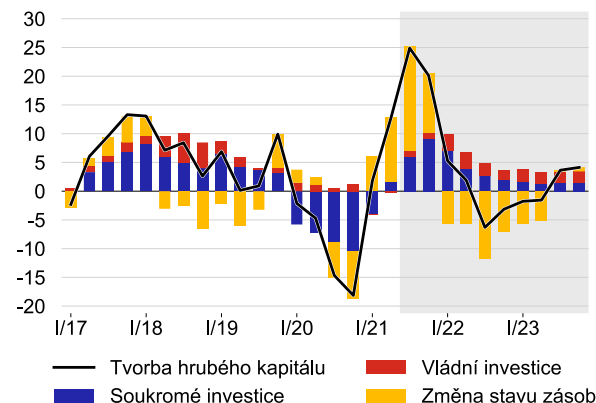
Fiskální impulz zůstává i letos kladný, avšak s ohledem na postupné odeznívání velké části podpůrných opatření je jeho příspěvek k dynamice HDP významně nižší než v loňském roce (Graf II.10). Jeho prorůstový vliv se přitom koncentroval převážně do první poloviny letošního roku. V roce 2022 pak bude fiskální politika dynamiku HDP zpomalovat. Její restriktivní působení

⁷ Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením do celého roku 2023.

Graf II.8

Dynamika celkových investic bude rozkolísaná zejména vlivem zásob, soukromé i vládní fixní investice přitom porostou

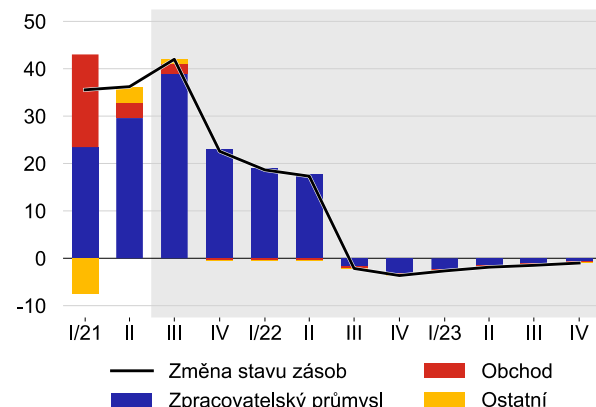
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Odeznění problémů v průmyslu od poloviny příštího roku povede ke skokovému rozpouštění zásob

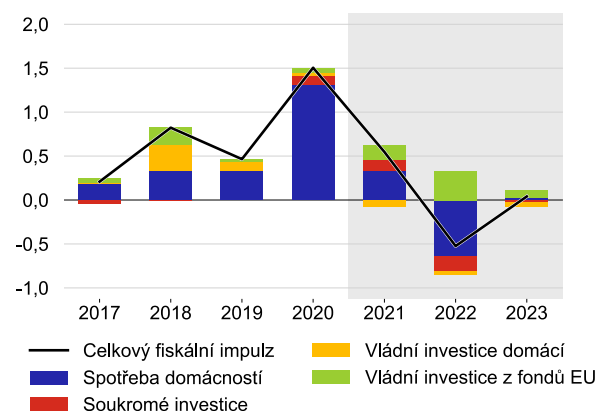
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.10

Fiskální politika letos dynamiku HDP zvyšuje skrze podporu příjmů a spotřeby domácností, v roce 2022 bude fiskální impulz vlivem odeznění většiny podpůrných opatření záporný

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



plynoucí z odeznění podpůrných opatření však bude tlumeno dalším zvýšením slevy na poplatníka u daně z příjmů fyzických osob, mimořádnou valorizací důchodů, zvýšenými dotacemi na obnovitelné zdroje energie a urychleným čerpáním investic z fondů EU.

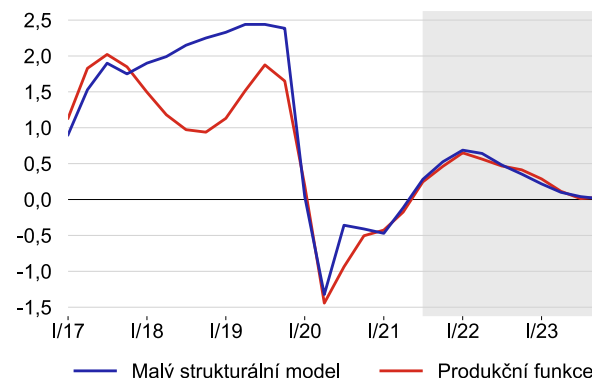
Česká ekonomika začíná opět operovat nad hranicí svých možností

Opětovně sílí napětí na trhu práce, robustní spotřebitelská poptávka a vysoký cenový růst signalizují obnovující se přehřívání ekonomiky. Ve směru otevírání kladné mezery výstupu budou působit vedle silných domácích poptávkových tlaků i nabídková omezení, která brzdí dynamiku potenciálního produktu a přispívají k přehřívání ekonomiky. Mezera výstupu se tak v příštích čtvrtletích bude dále otevírat do kladných hodnot (Graf II.11). S odezněním problémů v globálních dodavatelských řetězcích a rozjezdem průmyslové produkce v podmínkách svižného růstu potenciálu se začne kladná mezera výstupu opět uzavírat. Ke stabilizaci ekonomiky poblíž potenciálu přispěje i pokračující zpříšňování měnové politiky.

Graf II.11

Ekonomika se začíná dostávat nad svůj potenciál, k němuž se shora navrátí v roce 2023

mezera výstupu v % z potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2021	2022	2023	
HDP	meziroční změny v % procentní body	1,9 (-1,7)	3,5 (-0,6)	3,8 (0,8)	Prognóza HDP se pro roky 2021 a 2022 přehodnocuje níže z důvodu delších a výraznějších poruch v dodavatelských řetězcích, pro rok 2023 se prognóza HDP naopak zvyšuje.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	3,8 (2,6)	6,5 (0,1)	3,1 (0,1)	Růst spotřeby domácností je letos ve srovnání s letní prognózou výraznější. Odráží tak vyšší rozpouštění vynucených úspor i vyšší pozorovaná data za druhé čtvrtletí.
Spotřeba vlády	meziroční změny v % procentní body	2,8 (-0,3)	1,3 (-0,1)	1,9 (-0,1)	V porovnání s minulou prognózou se růst spotřeby vlády posouvá letos mírně níže převážně v důsledku slabších pozorovaných dat ve druhém čtvrtletí.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	3,4 (0,5)	6,9 (1,1)	3,6 (1,0)	Prognóza celkových investic se zvyšuje v oblasti soukromé investiční aktivity převážně v důsledku napjatějšího trhu práce, v dalších letech bude mít vliv i výraznější čerpání z fondů EU.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	-4,3 (-3,4)	0,3 (-0,6)	1,6 (1,3)	Příspěvek čistého vývozu k HDP bude letos i v příštím roce výrazně nižší z důvodu slabší exportní výkonnosti českého průmyslu, která je spojena s odstávkami výroby v autoprůmyslu.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	-0,4 (0,0)	0,8 (-0,1)	0,6 (0,0)	Dynamika zaměstnanosti zůstává obdobná jako v letní prognóze.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	3,1 (-0,2)	2,8 (-0,3)	2,7 (-0,3)	Větší přehřátí trhu práce se projeví v lehce nižší míře nezaměstnanosti v následujících letech.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	5,6 (0,2)	5,7 (1,5)	5,0 (0,2)	Nominální mzdová dynamika se v příštím roce zvýší v návaznosti na vyšší výhled inflace a výraznější napětí na trhu práce, zvyšuje ji i předpokládaný nárůst minimální mzdy.

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

Na trhu práce se bude opět zvyšovat napětí po jeho předchozím částečném zchlazení

Nadále proinflační působení trhu práce potvrzuje souhrnný indikátor trhu práce LUCI, který se stále nachází nad svou dlouhodobou rovnovážnou úrovní (Graf II.12). S pokračujícím oživením trhu práce včetně mzdové dynamiky se na výhledu indikátor LUCI bude opětovně lehce zvyšovat, což bude znamenat opětovně zesilující napětí.

Fundamentální mzdový růst v tržních odvětvích v příštím roce ztelně zrychlí v důsledku opětovně silícího napětí na trhu práce i rychlého cenového růstu

Mzdový vývoj v tržních odvětvích budou i nadále ovlivňovat jednorázové faktory včetně efektu základný⁸, které budou ztelně rozkolísávat meziroční mzdovou dynamiku až do poloviny příštího roku. Obsahově smysluplnější ekonomickou interpretaci mzdového růstu tak poskytuje spíše odhadovaný růst fundamentálních mezd (Graf II.13).

S postupným dalším ožiováním poptávky po práci dynamika fundamentálních tržních mezd na počátku roku 2022 zrychlí. Bude podpořena i dalším nárůstem minimální mzdy⁹ a částečným průsakem eskalující inflace do dynamiky ceny práce. Tlak na zvyšování mezd bude naopak brzděn utlumeným růstem produktivity práce v důsledku přetrvávajících problémů v globálních dodavatelských řetězcích, jejichž působení prognóza předpokládá až do poloviny příštího roku. V celoročním vyjádření se fundamentální tržní mzdy v roce 2022 zvýší o 6,5 %.

V netržních odvětvích porostou v následujících letech platy ve srovnání s předpandemickou dobou mírnějším tempem. Dle poslední verze návrhu státního rozpočtu by mělo od začátku příštího roku dojít k plošnému nárůstu platů státních zaměstnanců o 1400 Kč, platy učitelů by se vedle toho měly zvýšit v průměru o 3,5 %. Stejně jako v tržní sféře bude i v netržních odvětvích mzdová dynamika značně kolísat.

Také růst objemu mezd a platů bude na celém horizontu vzhledem k výše uvedenému přirozeně výrazně rozkolísaný. K růstu objemu mezd a platů přispěje také pokračující růst přepočteného počtu zaměstnanců.

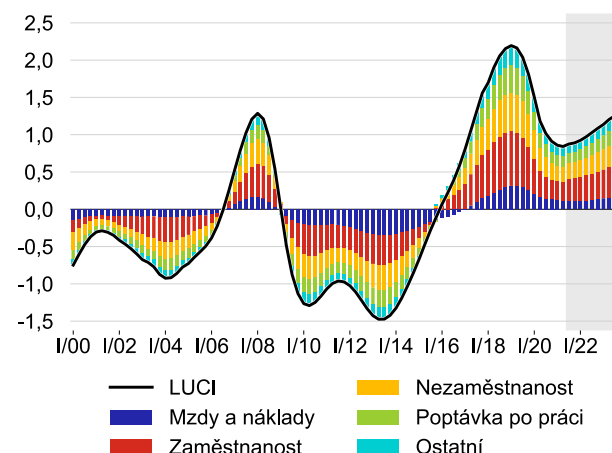
8 Jedná se především o statistické efekty plynoucí z výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetřovné či náhradu mzdy v případě karantény. Částečný výpadek mezd nastal rovněž u zaměstnanců, kteří nepracovali z titulu překážek v práci v souvislosti s pandemií, přičemž někteří z nich čerpali pouze částečné 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.

9 Prognóza předpokládá navýšení minimální mzdy od ledna 2022 o 1 300 Kč na 16 500 Kč.

Graf II.12

Pohledem souhrnného indikátoru LUCI zůstává trh práce nadále napjatý, jeho přehřívání bude navíc opět narůstat

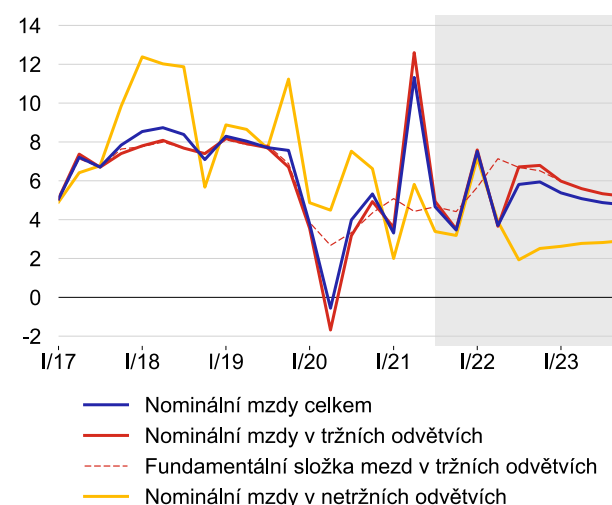
index LUCI, vertikální osa ukazuje odchylky od rovnovážné úrovně



Graf II.13

Fundamentální mzdový růst od začátku roku 2022 výrazně 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.

V reálném vyjádření přitom bude dynamika objemu mezd a platů kvůli rychlému cenovému růstu nevýrazná až do poloviny příštího roku (Graf II.14). Následně růst objemu mezd a platů ztlačí se zpomalením inflace a odeznáním problémů v dodavatelských řetězcích, což podpoří růst spotřeby domácností.

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

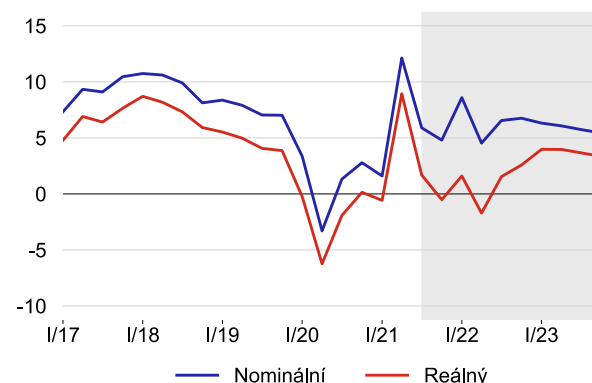
Pokračující výrazné oživení růstu pracovní síly, která loni viditelně poklesla, bude pokrývat rostoucí poptávku po práci. S tím bude spojen růst zaměstnanosti, k němuž částečně přispěje též snižování počtu nezaměstnaných (Graf II.15). Z hlediska struktury bude růst celkové zaměstnanosti tažen zejména zvyšujícím se počtem zaměstnanců, postupně však poroste i množství podnikatelů, jejichž počet se na začátku letošního roku výrazně propadl. Až do poloviny příštího roku bude přitom mezičtvrtletní růst zaměstnanosti utlumený v důsledku problémů s dodavatelskými řetězci. K úplnému zastavení jejího růstu však nedojde v důsledku očekávané náborové aktivity zaměstnavatelů a vysokého počtu volných pracovních míst. K tomu přispějí i vládní opatření zaměřená na udržení pracovních míst v automobilovém průmyslu.¹⁰ Zhoršenou situaci pro nejbližší měsíce neindikují ani další vysokofrekvenční indikátory.¹¹

Obecná míra nezaměstnanosti po znovuotevření ekonomiky v první polovině letošního roku výrazně poklesla. Její další snižování však bude až do poloviny příštího roku spíše nevýrazné, zejména v návaznosti na útlum v průmyslu (Graf II.15). S jeho rozjezdem dojde v návaznosti na oživení poptávky po práci k dalšímu mírnému poklesu míry nezaměstnanosti. Podobný průběh jako u obecné míry nezaměstnanosti lze očekávat i u podílu nezaměstnaných osob. Prostor pro jeho další pokles je přitom omezený skutečností, že ČR má již nyní jednu z nejnižších měr nezaměstnanosti v EU.

Graf II.14

Dynamika reálného objemu mezd a platů bude vlivem zvýšené inflace zpočátku utlumená a k růstu se vrátí až ve druhé polovině roku 2022

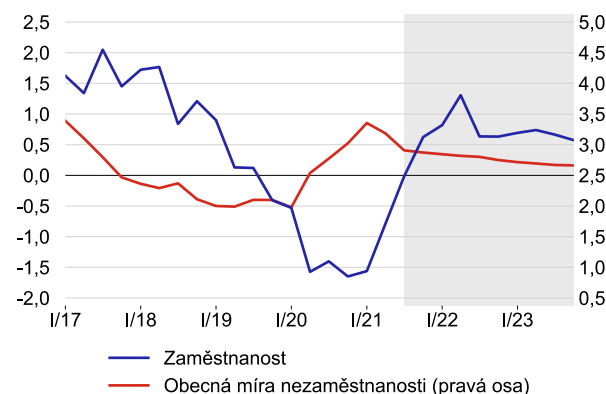
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.15

Ve druhé polovině roku se s oživením na trhu práce po pandemii obnoví i růst zaměstnanosti, míra nezaměstnanosti bude zvolna klesat

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



¹⁰ Vláda ČR se předběžně shodla na opětovné aktivaci programu Antivirus B pro automobilový průmysl (CZ-NACE 29), což je zohledněno v prognóze trhu práce.

¹¹ Podle Google trends je skóre témat „nezaměstnanost“ i „podpora v nezaměstnanosti“ nízké.

III. INFLACE

Inlace v závěru letošního roku dále výrazně vzroste a během zimy se s přispěním všech svých složek přiblíží 7 %. V jádrové inflaci se projeví znatelné domácí cenové tlaky spolu se silnou dynamikou produkčních cen v tuzemsku i v zahraničí. Regulované ceny a ceny potravin vzrostou v návaznosti na zdražení energií, respektive agrárních komodit na světových trzích. Aktuálně silné celkové inflační tlaky budou koncem letošního roku kulminovat i s přispěním zesilujícího působení domácích nákladů. V něm se projeví zrychlující fundamentální mzdový růst. Následně se celkové inflační tlaky začnou zmírňovat při rychlém odeznění růstu dovozních cen. V průběhu příštího roku tak inflace s přispěním předchozího výrazného zpřísnění obou složek měnových podmínek postupně zvolní. Celkový cenový růst se bude vlivem zvyšování spotřebních daní většinou nacházet mírně nad měnověpolitickou inflací.

Aktuálně silné celkové nákladové tlaky budou koncem roku kulminovat, následně se zejména díky rychlému odeznění růstu dovozních cen začnou zmírňovat

Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru ve třetím čtvrtletí letošního roku dále znatelně zrychlila. K jejich zvyšování přispívala zejména domácí ekonomika a dovozní ceny (Graf III.1). Silné proinflační působení jádrových dovozních cen bylo způsobeno zejména výrazným zrychlením růstu jádrové složky zahraničních průmyslových cen. V ní se odrážely přetrvávající obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích a zároveň skokové zdražení silové elektřiny a zemního plynu na světových burzách. Proinflačně působilo rovněž další zdražení ropy, které se odrazilo v kladném příspěvku dovozních cen energií.

Vysoký růst celkových nákladů koncem roku ještě zrychlí, poté začne zvolňovat. Zmírnění a posléze odeznění poruch dodavatelských řetězců se totiž projeví v utlumení mezičtvrtletního růstu zahraničních jádrových cen. To společně s posilujícím kurzem koruny a mírným zlevňováním ropy povede v průběhu příštího roku k obratu v působení dovozních cen do protiinflačního směru. Příspěvek domácí ekonomiky zůstane po celý příští rok zvýšený, od jeho druhé poloviny se bude nicméně postupně zmenšovat.

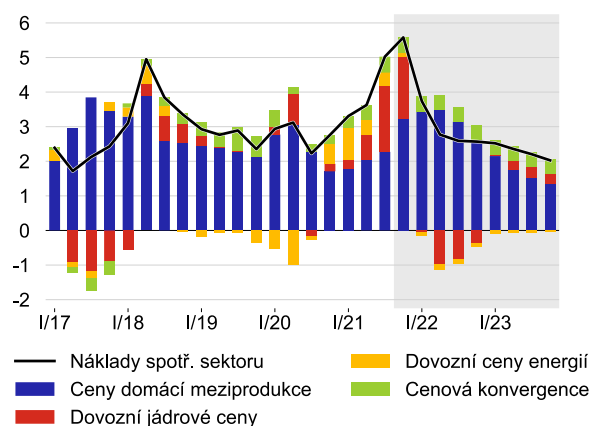
Domácí nákladové tlaky v nejbližších čtvrtletích dále zesílí zejména vlivem zrychlujícího fundamentálního mzdového růstu

Dynamika domácích nákladů během letošního léta zrychlila. K tomu přispěla v první řadě svižná dynamika fundamentálních mezd, v nichž se zrcadlila dobrá kondice trhu práce (Graf III.2). Znatelně kladný byl však i příspěvek ceny kapitálu, který zachycoval především otevření maloobchodu a služeb a rozpouštění části úspor domácností z období pandemie. Souhrnný proinflační vliv mezd a kapitálu byl tlumen nárůstem efektivity práce v souvislosti s pokračujícím návratem lidí na pracoviště.

Graf III.1

Výrazné celkové nákladové tlaky ještě krátkodobě vzrostou s přispěním zesilujícího působení domácí ekonomiky, v průběhu příštího roku se však zmírní

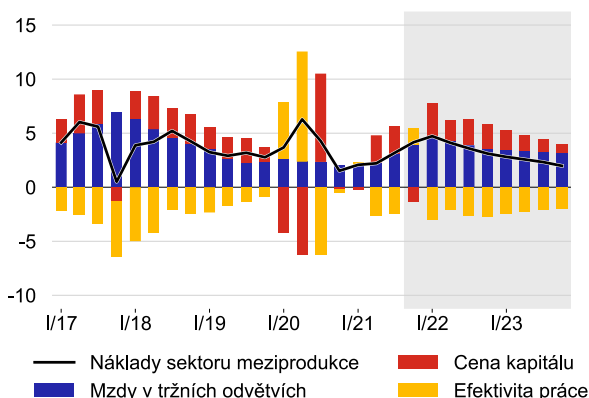
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.2

Růst domácích nákladů se přechodně zvýší zejména vlivem zrychlění fundamentálních mezd

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



V nejbližších čtvrtletích se dynamika domácích nákladů dále zvýší zejména v důsledku zrychlujícího růstu fundamentálních mezd. Ten bude začátkem příštího roku podpořen dalším znatelným zvýšením minimální mzdy. Naopak příspěvek ceny kapitálu k růstu domácích nákladů na konci letošního roku krátce překmitne do záporu důsledkem omezení výroby a odstávek v průmyslu. Tyto odstávky se současně promítnou i v dočasně proinflačním efektu poklesu efektivity práce. Pozvolné odeznívání obtíží v průmyslu a obnovení vývozního výkonu tuzemské ekonomiky se od počátku roku 2022 projeví v opětovně silně kladném působení příspěvku ceny kapitálu. Spolu s tím se obnoví i tradiční růst efektivity práce, který začne nákladové tlaky opětovně tlumit. Po vzednutí na přelomu letošního a příštího roku se v dalších čtvrtletích dynamika domácích nákladů začne postupně snižovat zpět ke své rovnovážné úrovni, a to v návaznosti na zmírňování mzdového růstu.

Inlace se na přelomu roku dále znatelně zvýší a na vysokých hodnotách se bude nacházet i po většinu příštího roku

K nárůstu celkové inflace (Graf III.3) ke konci letošního roku přispěje vedle dalšího zvýšení jádrové inflace rovněž zdražování potravin a pohonných hmot. Dynamika regulovaných cen po dočasném poklesu ve čtvrtém čtvrtletí¹² počátkem roku 2022 výrazně vzroste. To přispěje ke zvýšení celkové inflace téměř k 7 %. Vedle toho přetrvává i vysoká dynamika cen pohonných hmot (Graf III.4), ve které se projevuje jak nízká srovnávací základna z minulého roku, tak nedávné výrazné zdražení ropy. V příštím roce se nejprve vlivem opětovného pozvolného zlevňování ropy a postupně posilujícího kurzu koruny dynamika cen pohonných hmot sníží a posléze, tedy koncem roku 2022, začnou ceny u čerpacích stanic klesat.

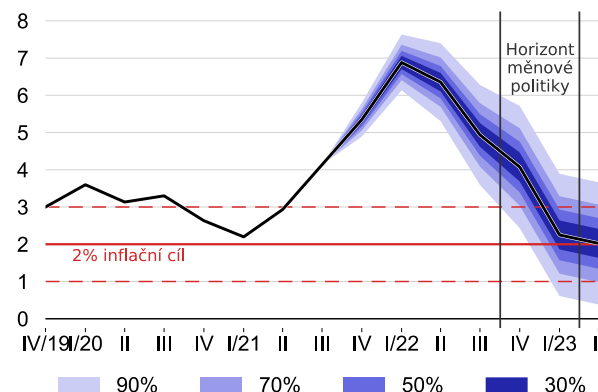
K nárůstu jádrové inflace v prostředí robustního domácího poptávkového klimatu významně přispívá zrychlující dynamika imputovaného nájemného

Jádrová inflace se ve třetím čtvrtletí výrazně zvýšila s přispěním zesilujícího růstu cen zboží i služeb. Vedle dočasného efektu spojeného se znovuotevřením ekonomiky a silných nákladových tlaků ze zahraničí se na tom ve významné míře podílelo rovněž robustní domácí poptávkové klima a dlouhodobě napjatý trh práce (viz BOX 2 na konci této kapitoly). Spotřebitelé jsou totiž v současnosti ochotni akceptovat rostoucí ceny za zboží a služby, což podnikům umožňuje zvýšení ziskových marží a kompenzaci předchozích ztrát. Ve čtvrtém čtvrtletí se jádrová inflace dále výrazně

Graf III.3

Inlace na přelomu letošního a příštího roku vyšplhává vysoko nad horní hranici tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2 %

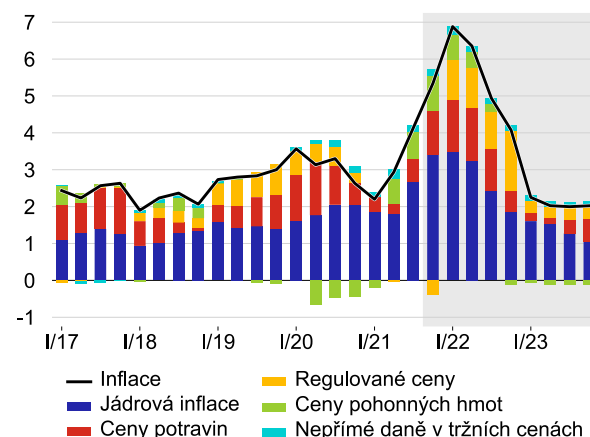
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.4

Cenovému růstu bude nadále dominovat jádrová inflace, nemalou měrou však přispěje i zdražování potravin a od začátku příštího roku také výrazný růst regulovaných cen

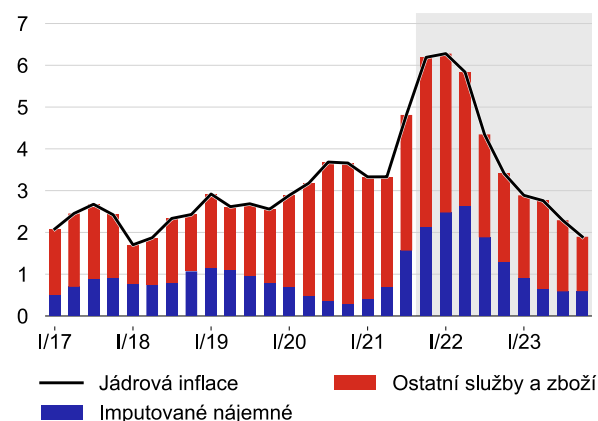
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.5

Již tak vysoký příspěvek imputovaného nájemného se v následujících čtvrtletích ještě zvýší

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



¹² Vláda ČR rozhodla o odpuštění daně z přidané hodnoty u elektřiny a plynu na listopad a prosinec letošního roku, což se dle předpokladů prognózy promítne do krátkodobého zlevnění uvedených položek regulovaných cen.

zvýší (Graf III.4), protože se k aktuálním faktorům tlačícím na růst cenového jádra přidají i dopady zdražení energií do ostatních cenových okruhů.

Významnou položkou v rámci jádrové inflace je narůstající příspěvek imputovaného nájemného (Graf III.5), které hraje v národním indexu spotřebitelských cen (CPI) podstatnou roli (viz BOX 3 na konci této kapitoly). V růstu imputovaného nájemného se projevuje souběh pokračujícího výrazného zdražování nemovitostí a sílící růst cen stavebních prací a výrobků ve stavebnictví. Růst cen stavebních prací během léta nabíral na síle a v září dosáhl téměř 7 %. Na tom mají vedle setrvalého růstu mezd ve stavebnictví velký podíl i potíže v globálních řetězcích, které se projevují nedostatkem některých stavebních materiálů. Dynamika cen materiálů a výrobků ve stavebnictví v září dosáhla dokonce 16,5 %. Tyto nákladové tlaky spolu s výraznou poptávkou po produkci ve stavebnictví vedly podle posledních dostupných dat k dvouciferné dynamice indexu cen bydlení (téměř 15 % ve druhém čtvrtletí 2021). Uvedené vlivy budou spolu se silnými inflačními tlaky z domácí ekonomiky odrážejícími rostoucí nedostatek pracovníků udržovat vysokou jádrovou inflaci i po zbytek letošního a v první polovině příštího roku.

Ve stejném směru bude působit také silný růst cen průmyslových výrobců v zahraničí, který se citelně přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Po odeznění uvedených proinflačních vlivů a také působením výrazného zpřísnění měnových podmínek v letošním a příštím roce se růst cenového jádra začne v druhé polovině příštího roku výrazněji snižovat a během roku 2023 se vrátí ke 2 %.

Dynamika cen potravin během léta vzrostla a zvyšovat se bude i nadále

Vedle citelných domácích poptávkových tlaků přispívá k růstu cen potravin také zdražování agrárních komodit ve světě. Silná světová poptávka spolu s omezeními na nabídkové straně se projevuje především ve vysokých cenách rostlinné výroby, zejména obilovin a olejnin. To se propisuje i do růstu cen domácích zemědělských výrobců a potravinářských producentů. Zrychlující dynamika cen potravin bude kulminovat v první polovině příštího roku (Graf III.4). Počátkem roku 2023 se tuzemský růst cen potravin v návaznosti na očekávané zlevnění agrárních komodit ve světě krátkodobě sníží až pod 1 %.

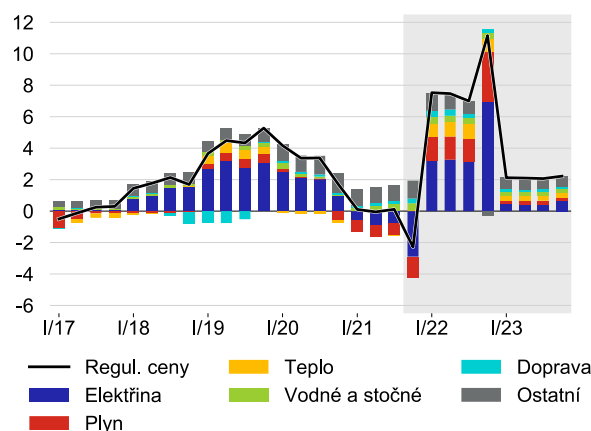
Regulované ceny ve čtvrtém čtvrtletí vlivem daňových úprav dočasně klesnou, od počátku roku 2022 se skokově zvýší vlivem výrazného zdražení energií

Zdražení energií koncem letošního roku se ve spotřebitelských cenách neprojeví, neboť nad ním převáží dočasné odpuštění DPH na elektřinu a zemní plyn. Počátkem příštího roku pak regulované ceny skokově vzrostou (Graf III.6), protože v návaznosti na vysoké

Graf III.6

Doposud utlumená dynamika regulovaných cen v příštím roce výrazně nabere na síle

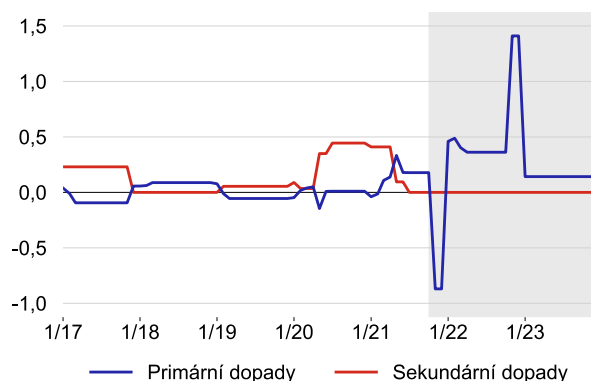
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.7

Rozkolísanost primárních dopadů změn nepřímých daní bude odrážet odpuštění DPH u energií koncem roku, u kterého prognóza předpokládá plné promítnutí do cen

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



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 změn nepřímých daní zachycují cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní nad rámec jejich primárních dopadů. Sekundární dopady mohou být kladné i záporné. Kladné jsou v případě zvyšování (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 výjimek.

burzovní ceny energií dojde k výraznému zvýšení odpovídajících spotřebitelských cen včetně cen tepla. Celkově dynamika regulovaných cen počátkem příštího roku zrychlí až nad 7 %. V dalších letech indikují burzovní ceny odeznění aktuálně zvýšených cenových tlaků u energií a regulované ceny zvolní ke 2 %.

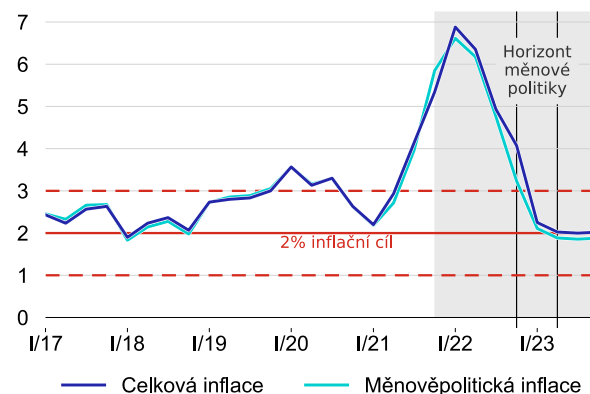
S výjimkou konce letošního roku se bude měnověpolitická inflace nacházet pod celkovou inflací

Daňové změny budou růst spotřebitelských cen většinou mírně zvyšovat. Výjimkou je dočasné odpuštění DPH na elektřinu a plyn koncem tohoto roku. Při předpokladu plného promítnutí do koncových cen pro zákazníky to povede ke znatelnému meziročnímu zlevnění uvedených energií, jehož dopad přesáhne 1 procentní bod. Toto opatření však počátkem příštího roku vyprchá a navíc dojde k navýšení spotřební daně na cigarety o 5 %, což se dle předpokladu prognózy plně promítne do jejich zdražení. Jeho celkový dopad do inflace v příštím roce prognóza předpokládá zhruba ve výši 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 centrální banka nereaguje. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny způsobených odpovídajícím promítnutím změn nepřímých daní, od kterých centrální banka zpravidla zcela odhlíží, zejména pokud jako v tomto případě nemají zřetelné dlouhodobé sekundární dopady do cenového růstu. Na horizontu měnové politiky se měnověpolitická inflace sníží do blízkosti inflačního cíle (Graf III.8).

Graf III.8

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

celková a měnověpolitická inflace, v %



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Cenový vývoj

		2021	2022	2023	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	3,7 (0,6)	5,6 (2,7)	2,1 (0,0)	Na posunu prognózy inflace výše se letos podílejí všechny její složky s výjimkou regulovaných cen, ještě výraznější přehodnocení výhledu pro rok 2022 se již týká všech složek.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	-0,5 (-1,0)	8,3 (4,9)	2,1 (-0,1)	Snížení prognózy regulovaných cen pro rok 2021 je ovlivněno odpuštěním DPH na energie koncem roku, razantní růst cen energií se tak projeví až v roce 2022.
Jádrová inflace	% procentní body	4,4 (1,0)	5,0 (2,1)	2,5 (0,3)	Znatelně rychlejší růst cen v zahraničí a silnější domácí poptávka posouvají výhled jádrové inflace podstatně výše.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	2,3 (0,5)	4,3 (2,3)	1,3 (-0,6)	Výhled cen potravin se pro letošní i příští rok přehodnocuje směrem nahoru zejména z důvodu rychlejšího zdražování zemědělských komodit.

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

BOX 2 Do jaké míry domácí poptávkové klima a trh práce ovlivňují aktuální růst spotřebitelských cen?

Domácí inflace koncem léta dramaticky vzrostla a dosáhla nejvyšší hodnoty za poslední více než dekádu. Vedle často diskutovaných – převážně zahraničních – nákladových vlivů k aktuálně rychlému růstu spotřebitelských cen významně přispívá také silně proinflační domácí prostředí. Pandemie koronaviru totiž zchladila apetit spotřebitelů i trh práce jen dočasně a navíc v omezené míře. Došlo k tomu navíc v podmínkách výrazného uvolnění fiskální, měnové i makroobezřetnostní politiky. Tento box analyzuje, v jaké míře přispívají k aktuálnímu silnému růstu cen domácí poptávkové faktory.

Ve vývoji domácích – s celkovým poptávkovým prostředím úzce spojených – inflačních tlaků hraje významnou roli trh práce. Pro odhad inflačních tlaků z domácí ekonomiky byl proto využit souhrnný indikátor trhu práce (LUCI).¹ Na základě dat z období 2005–2021 byla vypočítána korelace jednotlivých skupin reprezentantů v rámci spotřebního koše² s indikátorem LUCI. Tato korelace indikuje vliv domácí ekonomiky, resp. poptávkového prostředí na cenovou dynamiku dané skupiny a pohybuje se od výrazně kladných až po lehce záporné hodnoty (Graf 1). V rámci spotřebního koše tedy existují statky, jejichž inflace má výrazný cyklický poptávkový charakter, zatímco u jiných skupin je vliv poptávkového klimatu zanedbatelný.

Razantní růst cen během letošního léta byl silný zejména u těch položek, jejichž inflace je s LUCI výrazně kladně korelovaná, což se týká mimo jiné i v poslední době rychle narůstajícího příspěvku imputovaného nájemného. To ukazuje na významnou roli domácího poptávkového klimatu v současné inflační epizodě a nikoli na dominanci vnějších nákladových faktorů.

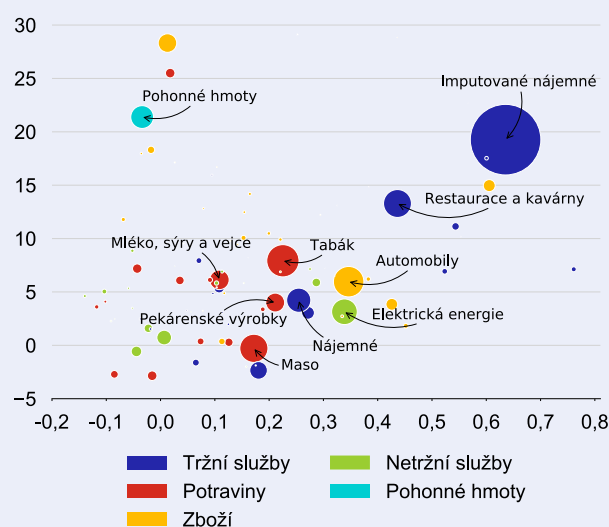
Jednotlivé skupiny spotřebního koše byly nejprve rozděleny do pěti běžně sledovaných analytických skupin (potraviny, pohonné hmoty, zboží, tržní služby a netržní služby). Na základě jejich kladných korelací s LUCI byl poté odhadnut podíl poptávkových faktorů na růstu cen v jednotlivých skupinách ve třetím čtvrtletí 2021. Nejsilnější vliv měly poptávkové faktory na dynamiku cen tržních služeb, u nichž poptávka vysvětluje více než 70 % cenového nárůstu (Graf 2). U dalších skupin – netržní služby, zboží a potraviny – ovlivňovala silná poptávka zvýšení cen v tomto období zhruba z jedné třetiny; u cen pohonných hmot pak byl vliv domácího poptávkového klimatu a trhu práce – v souladu s intuicí – zanedbatelný. V uvedených skupinách totiž na rozdíl od tržních služeb působily mnohem silněji nákladové a podobné faktory. Celkově se dle empirických výsledků domácí poptávkové prostředí a trh práce na růstu spotřebitelských cen během letošního léta podílely téměř z poloviny. To indikuje nezanedbatelný poptávkový příběh současné inflační epizody.

Na základě korelace s indikátorem LUCI bylo zkonstruováno alternativní měřítko jádrové inflace, a to tzv. „supercyklická“ inflace.³ Při jejím výpočtu jsou výchozí statistické váhy jednotlivých skupin spotřebního koše převáženy dle

Graf 1

Razantní růst cen byl výrazný zejména u položek spotřebního koše silně korelovaných s LUCI

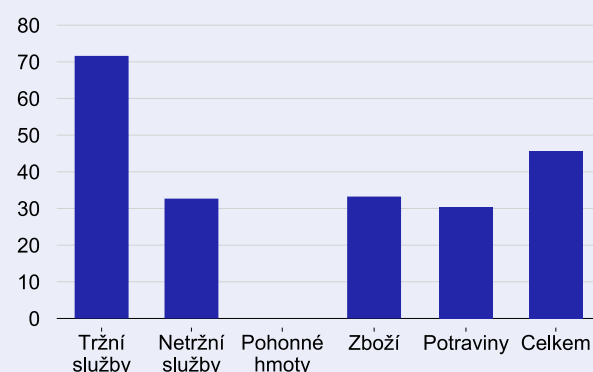
osa x: korelace, osa y: anualizovaný mezičtvrtletní růst cen v % ve třetím čtvrtletí 2021, barva bubliny odpovídá zařazení do analytické skupiny, velikost bubliny odpovídá váze kategorie



Graf 2

Poptávkové klima včetně situace na trhu práce nejsilněji ovlivňuje dynamiku cen služeb

odhadovaný podíl poptávkového klimatu na mezičtvrtletní dynamice spotřebitelských cen v % ve třetím čtvrtletí 2021



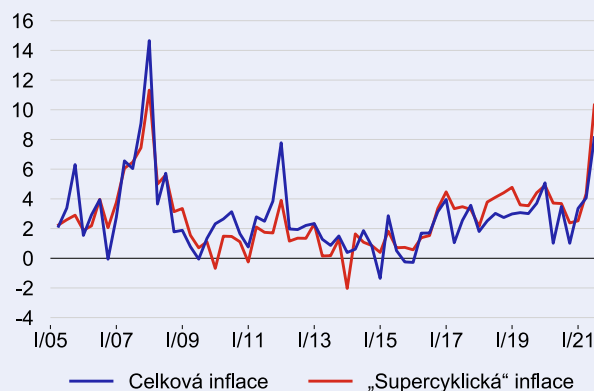
jejich citlivosti na vývoj poptávkového klimatu: položky kladně korelované s LUCI mají tím vyšší váhu, čím vyšší je jejich vazba na LUCI. Položky s nulovou či zápornou korelací mají nulovou váhu. Výsledný index „supercyklické“ inflace pak podává informaci o vývoji cyklické (poptávkovým prostředím podmíněné) inflace. U ní nelze očekávat, že by mohla rychle vyprchat, jako tomu může být v případě inflace způsobené vnějšími nákladovými faktory. Po finanční krizi se „supercyklická“ inflace v ČR nacházela poměrně dlouho pod celkovou inflací (Graf 3). To ukazuje, že v té době (zejména v roce 2012) byl cenový růst tažen především nákladovými faktory. Po jejich rychlém vyprchání zažila česká ekonomika déletrvající období velmi nízké inflace, které korespondovalo s cyklickým útlumem ekonomiky a vysokou mírou nezaměstnanosti. O několik let později naopak vedlo oživení na trhu práce spojené se silným růstem mezd k zesílení poptávky. To se projevilo i v růstu „supercyklické“ inflace, která se od té doby pohybovala nad celkovou inflací. Pandemie koronaviru poptávku a trh práce částečně zchladila. Uvolnění protiepidemických restrikcí během letošního léta a související zotavování ekonomické aktivity a trhu práce s sebou přinesly obnovení spotřebitelského apetitu a s tím spojený tlak na zvyšování cen.

Současný rychlý růst spotřebitelských cen tedy vedle citelných nákladových tlaků odráží i silný vliv tuzemského poptávkového klimatu a trhu práce, což se obojí zrcadlí ve vývoji spotřeby domácností. Podíl uvedených faktorů na nárůstu cen během léta dosáhl téměř jedné poloviny. Rovněž „supercyklická“ inflace založená na alternativním výpočtu vah spotřebního koše poukazuje na silnou poptávkovou (cyklickou) inflaci. Ta přitom hraje důležitou roli při rozhodování o nastavení měnové politiky.

Graf 3

Vývoj poptávkově tažené inflace dokumentuje „supercyklická“ inflace, která je v současnosti vyšší než standardně sledovaná celková inflace

mezičtvrtletní růst v %, anualizováno



1 Tento pravidelně publikovaný index agreguje informace z mnoha časových řad trhu práce. Blíže viz box v Zoi IV/2019.

2 V rámci analýzy bylo pracováno se 105 skupinami reprezentantů zboží a služeb souhrnně pokrývajících celý spotřební koš.

3 „Supercyklická“ inflace je obdobou superjádrové inflace, kterou sleduje Evropská centrální banka, podrobněji viz https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2018/html/ecb.ebart201804_03.en.html#toc5.

BOX 3 Odlišnosti v měření růstu spotřebitelských cen z pohledu národního konceptu (CPI) oproti harmonizovanému indexu EU (HICP)

Rozdíl mezi meziročním růstem domácích spotřebitelských cen měřeným indexem CPI versus indexem HICP dosáhl v posledních měsících až 1 procentního bodu (Graf 1). Zatímco podle indexu CPI růst domácí cenové hladiny zrychlil až na zářijových 4,9 %, při vyjádření pomocí indexu HICP činil růst tuzemských spotřebitelských cen ve stejném období 4 %. Tento box vysvětluje metodologické rozdíly mezi těmito dvěma způsoby měření cenové hladiny, které v současnosti vedou k historicky nejvyšším vzájemným rozdílům v dynamice spotřebitelských cen.

Hlavní rozdíl mezi indexy CPI a HICP pramení z odlišného přístupu k tzv. imputovanému nájemnému.¹ Zatímco v národním konceptu (CPI) je imputovanému nájemnému přiřazována poměrně vysoká váha (více než 10 % spotřebního koše), v rámci HICP není tato položka zohledněna. Vzhledem k aktuálně vysoké a dále zrychlující dynamice imputovaného nájemného v ČR tak jeho nezahrnutí do HICP vedlo v září k hodnotě inflace o 0,7 procentního bodu nižší ve srovnání s CPI. Vypuštění této položky s poměrně velkou vahou také vede k mírně odlišnému váhovému schématu² spotřebního koše těchto indexů (Graf 2), což následně dále ovlivňuje rozdíl v jejich hodnotě.³

Imputované nájemné v indexu CPI zohledňuje cenový vývoj několika položek souvisejících s pořízením či vlastnictvím nemovitosti. Téměř poloviční váhu (46,1 %) ve struktuře imputovaného nájemného má pořízení nové nemovitosti (Tab. 1). To spolu s renovacemi rodinných a bytových domů vede celkově k více než tříčtvrtinové váze položky zvětšování bytového fondu. Další významnou položkou jsou výdaje spojené s údržbou a rekonstrukcemi vlastnického bydlení.

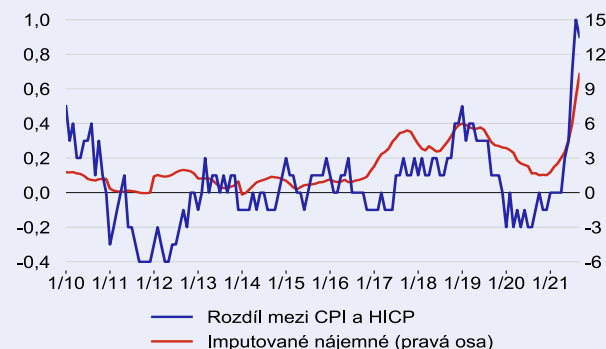
Vysoká a aktuálně zrychlující dynamika růstu imputovaného nájemného odráží souběh silného růstu cen nemovitostí a cen ve stavebnictví. Podle posledních dat ČSÚ o vývoji cen bydlení (House Price Index) dosáhl růst cen nových nemovitostí včetně pozemků ve druhém čtvrtletí 2021 téměř 15 %. Současně s tím – v návaznosti na vysokou poptávku a pokračující problémy na straně nabídky – zesílila dynamika cen stavebních prací (na 6,8 % v září) a zejména pak cen stavebních materiálů (na 16,5 % v září, Graf 3). Všechny tyto položky tak přispívají k aktuálně pozorovanému zrychlování růstu imputovaného nájemného, jehož dynamika v září přesáhla 10 % a výrazně tak přispěla k růstu spotřebitelských cen.

Skutečnost, že index CPI zahrnuje výše definované imputované nájemné, v principu zajišťuje, že se skrze cílování takto definované spotřebitelské inflace dostávají do měnověpolitického rozhodování žádoucí

Graf 1

S růstem imputovaného nájemného se v posledních měsících zvýšil rozdíl v inflaci měřené pomocí indexu CPI versus HICP

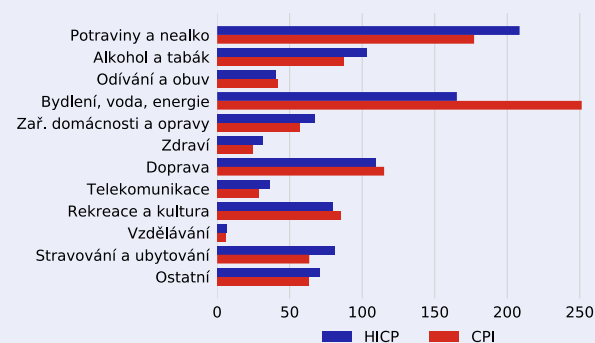
rozdíl mezi CPI a HICP v p. b., meziroční růst imputovaného nájemného v %



Graf 2

Váhy spotřebního koše CPI se od HICP liší zejména ve skupinách souvisejících s bydlením a u potravin

v %



Tab. 1

Na imputovaném nájemném se pořízení nové nemovitosti podílí téměř z poloviny

Zvětšování bytového fondu vlastníků (celkem 76,7 %)	tržní ceny nových bytů a rodinných domů, prodaných jako finální produkt, tj. na klíč (pouze pro vlastní bydlení, bez zahrnutí cen pozemků)	18,3 %
	individuální výstavba nových rodinných domů (všechny formy samostatnosti)	27,8 %
	renovace a přestavby rodinných domů	19,8 %
	renovace bytových domů (nepřímě měřená přes úhrady fondů oprav ve společenstvích vlastníků)	10,8 %
Udržování bytového fondu vlastníků	rekonstrukce a údržba bytů a rodinných domů	20,1 %
Související služby a daně placené domácnostmi	platba za realitní zprostředkování a daně	3,2 %

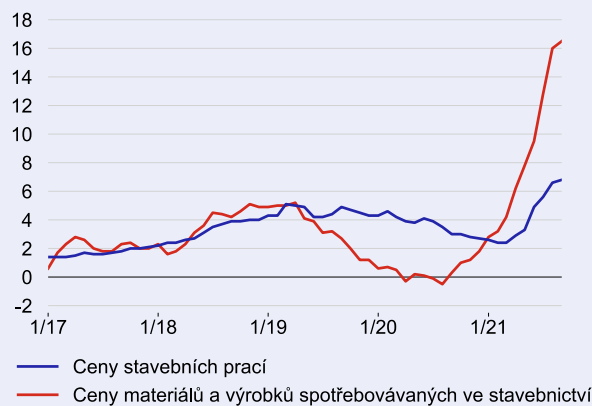
způsobem vedle aspektů cenové stability také finančněstabilní aspekty.

Rozdíl mezi národním a evropským harmonizovaným konceptem měření spotřebitelské inflace by se měl do budoucna snížit. Sblížení souvisí se změnou postoje ECB, která v rámci nedávné revize svého měnověpolitického rámce podpořila zahrnutí nákladů vlastnického bydlení do indexu HICP. Na rozšíření indexu již začal pracovat Eurostat a statistické úřady jednotlivých zemí EU.

Graf 3

Letos významně zrychlila dynamika cen ve stavebnictví, což se mimo jiné projevilo v růstu imputovaného nájemného

meziroční růst v %



- 1 ČSÚ definuje imputované nájemné jako hypotetické nájemné vlastníků obydlí, které by inkasovali, kdyby ho pronajímali namísto jeho obývání, či které by tyto domácnosti platily, kdyby tato obydlí nevlastnily, ale měly je v pronájmu.
- 2 V indexu HICP mají vyšší váhu například potraviny a nealkoholické nápoje s aktuálně relativně nižším růstem cen.
- 3 Dalším rozdílem, avšak s již poměrně malým dopadem, je odlišný přístup k peněžním spotřebním výdajům cizinců na území České republiky. Ty jsou zohledněny v HICP, zatímco v národním CPI nikoliv.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na listopadovém měnověpolitickém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 1,25 procentního bodu na 2,75 %. Současně rozhodla o zvýšení diskontní sazby na 1,75 % a lombardní sazby na 3,75 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné, ale v souhrnu nezpochybňující její vyznění. Rizikem prognózy v proinflačním směru je zejména délka poruch globálních výrobních a dodavatelských řetězců. Jejich případné delší trvání by mohlo způsobit dodatečné cenové tlaky ve světové i v domácí ekonomice, kde by proinflačně působil navíc slabší kurz koruny. Ten může být vzhledem ke svému vývoji v poslední době dodatečným proinflačním rizikem i sám o sobě. Rizikem ve stejném směru by mohlo být i zvýšení inflačních očekávání. Proinflačním rizikem je také možné výraznější než předpokládané zdražení energií a imputovaného nájemného. Naopak mírným protiinflačním rizikem je případná výraznější konsolidace veřejných rozpočtů novou vládou.

S prognózou je konzistentní strmý nárůst tržních úrokových sazeb v závěru letošního a začátkem příštího roku

Prudký nárůst sazeb odráží potřebu reagovat na souběh silných cenových tlaků z domácí i zahraniční ekonomiky. Proinflačně bude působit zejména silná domácí poptávka, zesilující mzdový růst, nízká nezaměstnanost (viz BOX 2) a rekordně vysoká dynamika cen zahraničních výrobců v tomto roce. Aktuální mimořádně silné inflační tlaky se budou do cenového vývoje promítat postupně. Počáteční razantní zvýšení domácích úrokových sazeb (Graf IV.1) omezí zejména dopady aktuálních cenových tlaků do inflace v delším období a zabezpečí tak její návrat k cíli na horizontu měnové politiky, tedy na přelomu roku 2022 a 2023. Reakce měnové politiky zároveň podpoří ukotvenost inflačních očekávání. V průběhu roku 2022 se úrokové sazby začnou pozvolna snižovat k 3% měnověpoliticky neutrální úrovni. Díky předchozímu zpřísnění měnové politiky bude totiž nastartován pokles inflace k cíli, který bude podpořen i odezníváním nakumulovaných inflačních tlaků z letošního roku.

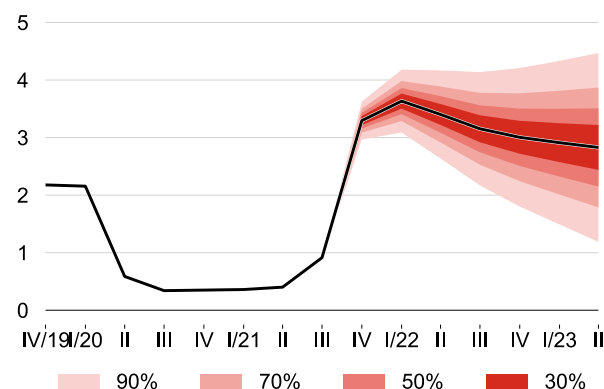
Kurz koruny nejprve znatelně zpevní v reakci na strmý nárůst úrokových sazeb, v průběhu příštího roku pak tempo jeho posilování zvolní

Průměrná hodnota kurzu koruny za třetí čtvrtletí činila 25,5 CZK/EUR. To představovalo meziroční posílení o 4,7 %. Kurz ve třetím čtvrtletí nejprve oslabil, toto oslabení následně korigoval. Ve směru slabšího kurzu působilo zhoršené vnímání epidemické situace ve světě a zhoršený exportní výkon ČR. Vlivem reakce domácí měnové politiky, tedy zejména zářijového vyššího než trhy očekávaného zvýšení úrokových sazeb včetně související komunikace, pak koruna pozvolna posilovala k úrovni mezi 25,4 až 25,5 CZK/EUR. Pravděpodobně pod tíhou výpadků průmyslové produkce a vývozu kvůli poruchám v dodávkách materiálů a komponent kurz ve druhé polovině října oslabil k hodnotě 25,7 CZK/EUR.

Graf IV.1

Razantní navýšení úrokových sazeb reaguje na souběh silných domácích i zahraničních inflačních tlaků

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



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 kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně budoucího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. V posledním roce se tento rozdíl nacházel v rozmezí 0,2 až 0,6 p. b.

Očekáváme, že kurz koruny ve čtvrtém čtvrtletí posílí na průměrnou úroveň 25 CZK/EUR. To bude odrážet zejména rychle se rozšiřující kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně. V příštím roce bude zpevňování koruny pokračovat a promítne se do něj také obnovení růstu vývozu, ve kterém se projeví odeznění předchozího zakolísání domácího průmyslu i kompletace a vývoz nedokončené výroby z dřívějších. Proti tomu bude v nevelkém rozsahu působit pozvolné zpřísňování politiky ECB. Tempo posilování kurzu tak během příštího roku poněkud zvolní a koncem roku 2023 se bude kurz koruny pohybovat poblíž hladiny 24 CZK/EUR (Graf IV.2).

Tržní výhled úrokových sazeb se v nejbližších čtvrtletích nachází oproti prognóze ČNB níže, trajektorie kurzu očekávaná analytiky je na slabších úrovních než predikce centrální banky

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech posunul výrazně výše. Trh tak reagoval na zářijové zvýšení 2T repo sazby, související komunikaci bankovní rady ČNB a zveřejněné údaje o inflaci za srpen a září. Aktuálně trh očekává rychlý nárůst sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu (Graf IV.3), tento výhled je přitom oproti prognóze ČNB o něco méně strmý. Podobné jsou krátkodobé předpoklady analytiků ze šetření IOFT a FECF, kteří většinou očekávají zvýšení 2T repo sazby na listopadovém měnověpolitickém jednání o půl procentního bodu na 2 %. V ročním horizontu všichni analytici očekávají další zvýšení základní sazby ČNB, a to v poměrně širokém rozmezí 2 % až 3,25 %.

Vyhlídky na zvyšování základních úrokových sazeb se promítají do výhledu kurzu koruny v šetřeních IOFT a FECF. Podobně jako prognóza ČNB očekávají analytici v průměru jeho postupné posilování (Tab. IV.1). Kurz koruny by přitom podle analytiků měl v průměru posilovat o něco pomaleji, než předpokládá centrální banka. K faktorům, které budou podle nich přispívat k posilování koruny, patří rozšiřující se kladný úrokový diferenciál, zlepšení globálního sentimentu a pokračující ekonomická konvergence české ekonomiky k vyspělým západoevropským zemím. Rizikem ve směru slabší koruny – a dle vnímání analytiků současně rizikem ve směru pozvolnějšího zvyšování úrokových sazeb – je případné zhoršení pandemického vývoje. Rozpětí odhadů budoucího vývoje kurzu koruny, které bylo v posledních měsících poměrně úzké, se rozšířilo. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu roku dosahuje necelých dvou korun.

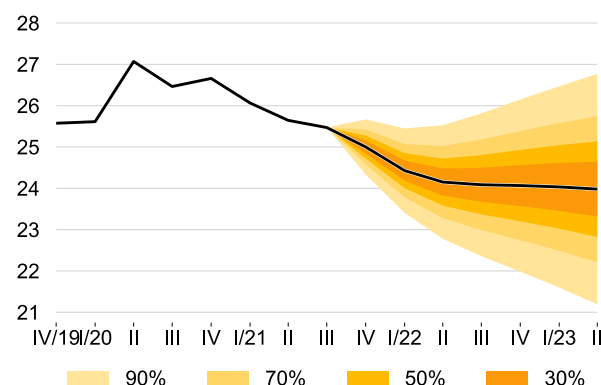
Komunikace členů bankovní rady vyznívala ve prospěch dalšího zvýšení sazeb

Komunikace členů bankovní rady v týdnech před listopadovým měnověpolitickým jednáním avizovala potřebu dále zvýšit na tomto zasedání základní úrokové sazby ČNB. Podle většiny členů je úkolem centrální banky zabránit, aby se převážně dočasné

Graf IV.2

Koruna bude posilovat na celém horizontu prognózy

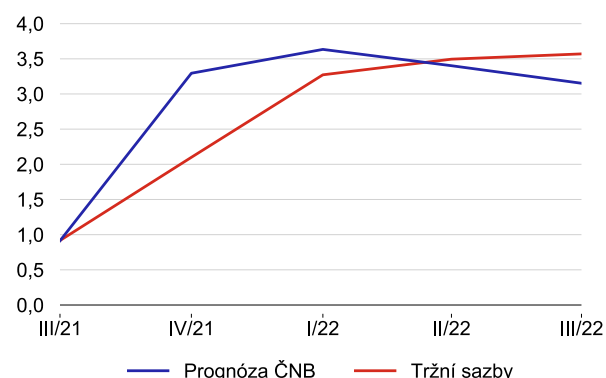
kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf IV.3

Tržní výhled sazeb leží oproti prognóze ČNB níže do poloviny příštího roku

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/21 a IV/21 3M PRIBOR, pro I/22 až III/22 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 29. říjnu 2021.

nákladové šoky v prostředí silné poptávky a zvýšených inflačních očekávání promítly do trvalého nárůstu inflace. Zvýšení úrokových sazeb má za cíl podpořit návrat inflace směrem k cíli na horizontu měnové politiky a ukotvenost inflačních očekávání firem a domácností.

Základní scénář podzimní prognózy přináší ve srovnání s letní prognózou mnohem strmější nárůst úrokových sazeb v nejbližších čtvrtletích

Již základní scénář letní prognózy implikoval poměrně rychlý růst sazeb ve druhé polovině letošního roku. Výrazně vyšší než očekávané inflační tlaky z domácí ekonomiky i zahraničí způsobily v podzimní prognóze přehodnocení trajektorie úrokových sazeb znatelně výše. S návratem inflace k 2% cíli je tak konzistentní strmější navyšování sazeb ve srovnání s minulou prognózou. Úrokové sazby se díky svému počátečnímu rychlému nárůstu záhy dočasně dostanou až nad dlouhodobě měnověpoliticky neutrální úroveň, a to v prostředí mimořádně silných inflačních tlaků a ekonomiky operující nad svým potenciálem. V reálném vyjádření však zůstanou úrokové sazby po několik čtvrtletí v silně záporných hodnotách.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu jsou u analytiků lehce a u podniků výrazně nad inflačním cílem

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

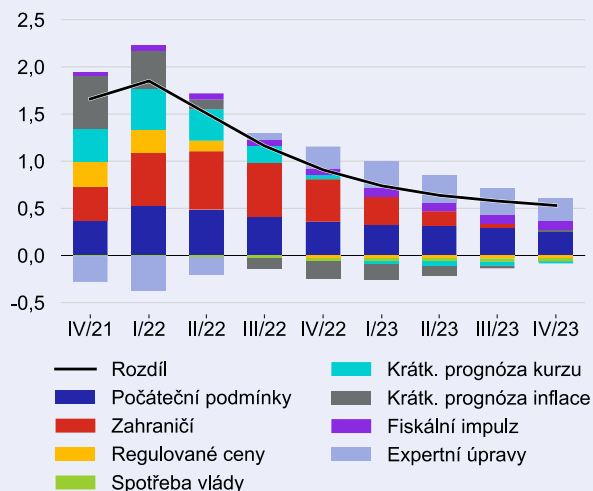
	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,2	2,2	2,4	2,6	2,9
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
Reálný HDP v roce 2021	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3
Reálný HDP v roce 2022	4,3	4,5	4,7	4,7	4,7
Nominální mzdy v roce 2021	3,7	3,7	4,0	4,8	5,0
Nominální mzdy v roce 2022	4,4	4,5	4,6	4,8	5,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,9	24,8	24,8	24,7
2T repo (v %)	1,2	1,4	1,8	2,2	2,7
1R PRIBOR (v %)	1,7	1,9	2,1	2,5	3,1
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,8			3,4	
Index spotř. cen v horizontu 3R	3,2			3,6	
CF:					
Reálný HDP v roce 2021	3,6	3,7	3,6	3,6	3,3
Reálný HDP v roce 2022	4,6	4,7	4,9	4,9	4,8
Nominální mzdy v roce 2021	3,8	4,0	4,1	5,4	6,1
Nominální mzdy v roce 2022	4,5	4,4	4,6	5,0	5,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
3M PRIBOR (v %)	1,3	1,6	2,0	2,2	2,7

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.4

**Trajektorie úrokových sazeb se posouvá zna-
telně výše**

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

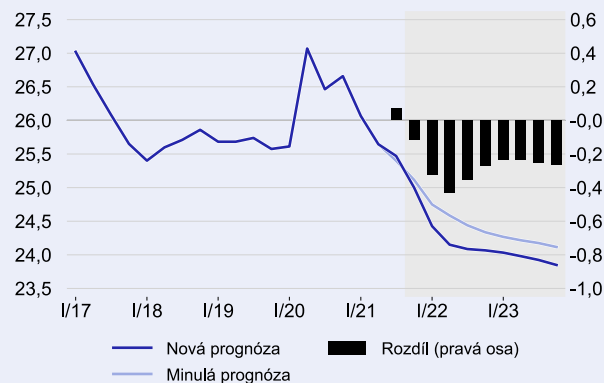


- Ve směru vyšších sazeb působí **počáteční podmínky**, jejichž vliv pramení zejména z rychlejšího cenového růstu během letošního léta jak doma, tak v zahraničí
- Ve stejném směru má vliv také výhled **zahraničí**, který odráží především výrazně rychlejší růst výrobních cen v nejbližších čtvrtletích a o něco méně uvolněnou měnovou politiku ECB
- K vyšším sazbám vede i nastavení **krátkodobé prognózy inflace a kurzu** a také svižnější růst **regulovaných cen** ve srovnání s minulou prognózou
- **Expertní úpravy** odrážejí nejprve výraznější a déletrvající potíže v domácím průmyslu a následně naopak jeho o to rychlejší opětovný rozjezd, proinflačně působí i silnější napětí na trhu práce

Graf IV.5

Kurz koruny je na celém výhledu oproti letní prognóze silnější

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



- V bližším horizontu se v pevnějším kurzu promítá zejména rychleji se rozšiřující kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně
- V delším výhledu tempo zpevňování kurzu zhruba odpovídá minulé predikci při silnější koncové hodnotě

Růst měnověpolitických úrokových sazeb se promítl do domácích tržních sazeb

Úrokové sazby na peněžním trhu se v reakci na zvýšení základních úrokových sazeb posunuly na vyšší hladinu (Graf IV.6). Také domácí úrokové sazby s delší splatností vzrostly¹³, a to více v kratší části křivky. Domácí výnosová křivka státních dluhopisů je tak téměř plochá (Graf IV.7), u IRS mírně inverzní. Na zahraničních trzích se úrokové sazby celkově mírně zvýšily, ale v menším rozsahu než na domácím trhu. Byly přitom ovlivňovány napětím na energetickém trhu a související nejistotou ohledně inflačních tlaků. Ty začaly být globálně hodnoceny jako plošnější a trvajících déle, než se původně očekávalo. Na trhu je patrný nárůst očekávání rychlejšího zvyšování základních úrokových sazeb. Samo oznámení zpomalování nákupů aktiv ze strany ECB a naznačené snižování kvantitativního uvolňování ze strany Fedu se v zahraničních tržních sazbách projevilo zatím spíše málo.

Nárůst tržních sazeb se již postupně přenáší do klientských úrokových sazeb, úvěrová aktivity zůstává robustní

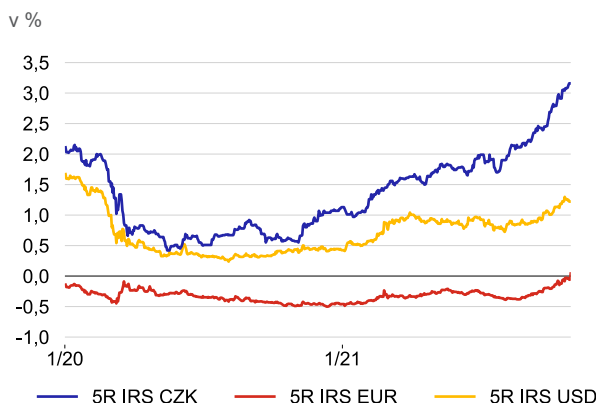
Zvyšování tržních sazeb se postupně promítá do klientských úrokových sazeb z úvěrů. Sazba z úvěrů podnikům ve třetím čtvrtletí vzrostla do blízkosti 2 %. Její další růst lze očekávat v souvislosti s razantním zvyšováním měnověpolitických a tržních úrokových sazeb i v následujícím období. Úroková sazba z úvěrů na bydlení se rovněž dále zvýšila na 2,5 %. Banky tak reagovaly na předchozí nárůst tržních úrokových sazeb s delší splatností. V reálném vyjádření jsou úrokové sazby v uvedených úvěrových segmentech i u vkladů záporné. Se zotavením ekonomické aktivity zrychlil růst úvěrů podnikům. Zvýšila se poptávka po financování provozních potřeb a v menší míře i fixních investic. Růst úvěrů na bydlení zůstává silný, nicméně poptávka domácností po úvěrech ve třetím čtvrtletí poprvé od poloviny loňského roku zvolnila. V tom se začalo projevovat zvyšování klientských úrokových sazeb z úvěrů na bydlení.

Nejistoty a rizika prognózy jsou vnímány jako výrazné a v souhrnu proinflační

Nejistoty a rizika prognózy jsou výrazné a v souhrnu je hodnotíme jako proinflační. Nejvýznamnějším rizikem je délka trvání narušení globálních výrobních řetězců a s nimi související ještě výraznější inflační tlaky ve

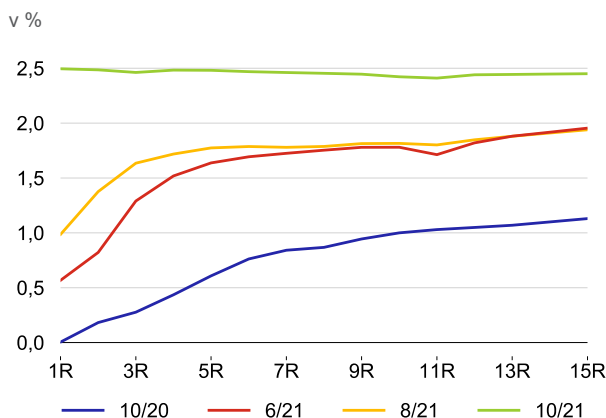
Graf IV.6

Domácí úrokové sazby s delší splatností pokračovaly v růstu



Graf IV.7

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula výše, aktuálně je téměř plochá



¹³ 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 od začátku letošního roku až o 2,5 procentního bodu. Během stejné doby byly na primárním trhu vydány státní pokladniční poukázky a státní dluhopisy s různou splatností v celkovém objemu 385 mld. Kč, tedy dvě třetiny plánované (již dvakrát navýšené) výpůjční potřeby na tento rok. Vedle korunových dluhopisů stát po delší době upsal evrovou emisí v objemu 200 mil. EUR s průměrným výnosem -0,18 %.

světě i doma, a to včetně slabšího kurzu koruny. Ten může být vzhledem k jeho vývoji v poslední době proinflačním dodatečným rizikem i sám o sobě. Proinflačním rizikem jsou navíc i případná zvýšená inflační očekávání. Značné nejistoty ohledně krátkodobého vývoje inflace v neposlední řadě plynou z aktuálních problémů na trzích s energiemi a v oblasti nákladů vlastnického bydlení. Tyto nejistoty jsou přitom rovněž vychýleny spíše proinflačním směrem. Naopak pokud by nová vláda přistoupila v roce 2023 k hmatatelným konsolidačním krokům v oblasti státního rozpočtu, představovalo by to pro prognózu mírně protiinflační riziko v delším období.

Déletrvající poruchy globálních výrobních řetězců by působily ve směru vyšší inflace

Přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců vede k tlaku na zvyšování cen komodit a dalších vstupů, stejně jako na zdražování finální produkce. Případné dlouhodobější poruchy dodávek budou mít za následek déletrvajících nákladových inflačních tlaků z důvodu omezené nabídky a prudce rostoucích cen vstupů do produkce. Může docházet k prohlubování bariér v mezinárodním obchodu, které by se projevilo v perzistentních tlacích na zvyšování cen a také v dočasném snížení potenciálu jednotlivých ekonomik.

Scénář déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců takový vývoj popisuje, přičemž oproti základnímu scénáři uvažuje přetrvávání uvedených problémů po celý rok 2022, resp. opětovný návrat k normální situaci až na začátku roku 2023. Na výraznější nárůst výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně, který by v takovém scénáři následoval, reaguje ECB přísnější měnovou politikou, což se projeví utlumenější produkcí a nižším objemem zahraničního obchodu. Česká ekonomika roste pomaleji v důsledku nižší zahraniční poptávky a menšího vývozu vlivem výraznějších výpadků domácí průmyslové produkce. Oproti základnímu scénáři se v tuzemské ekonomice projeví také značně vyšší inflační tlaky, neboť v tomto směru působí i slabší kurz koruny vůči euru. Tyto faktory vedou k potřebě vyššího nárůstu domácích tržních sazeb oproti základnímu scénáři prognózy. Podrobně scénář popisuje následující pasáž.

Scénář déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců

V zahraničních předpokladech scénáře déletrvajících poruch globálních výrobních a dodavatelských řetězců uvažujeme od počátku příštího roku oproti základnímu scénáři zřetelnější globální nákladové inflační tlaky, které vyplývají z prudce rostoucích cen vstupů do produkce včetně jejich omezené nabídky. Dále bude docházet k růstu bariér v mezinárodním obchodu a dělbě práce, což bude mimo jiné výsledkem narušení a strategického zkracování dodavatelských řetězců. Tyto změny v globálním ekonomickém prostředí také povedou v roce 2022 k poklesu produktivity výrobních faktorů, což se v jednotlivých ekonomikách světa projeví dočasným poklesem jejich potenciálu. K odeznění výpadků na straně nabídky v návaznosti na opětovné obnovování hladkého fungování dodavatelských řetězců dojde až počátkem roku 2023, což také povede k růstu objemu mezinárodního obchodu.

Scénář předpokládá výrazný nárůst výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně oproti základnímu scénáři, včetně ceny ropy (Graf IV.8). Na silné proinflační tlaky bude od druhého čtvrtletí 2022 reagovat měnová politika ECB nejprve ukončením programu nákupů aktiv a následně i zvyšováním úrokových sazeb. Přísnější měnové podmínky v eurozóně spolu s dočasným utlumením produkce a snížením zahraničního obchodu budou mít v roce 2022 za následek pokles ekonomické aktivity. I nadále solidní poptávka v situaci výrazně omezené nabídky povede k dočasnému přehřátí ekonomiky eurozóny. Následné odeznění produkčních bariér a rychlé obnovení globálních produkčních kapacit od roku 2023 se promítne v rychlejším růstu HDP eurozóny.

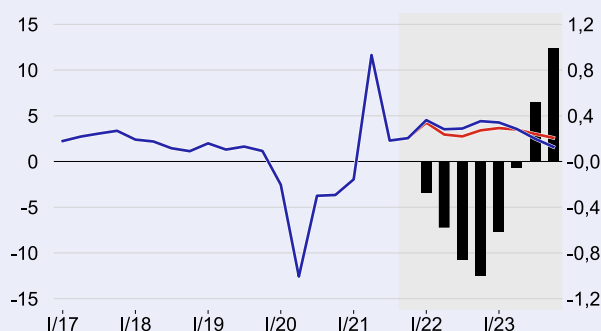
Graf IV.8

Na negativní nabídkový šok reaguje ECB přísnější měnovou politikou, což v kombinaci s výpadky produkce vede k nižší zahraniční ekonomické aktivitě

rovnání základního scénáře se scénářem déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců – zahraniční veličiny

HDP v efektivní eurozóně

meziroční změny v %



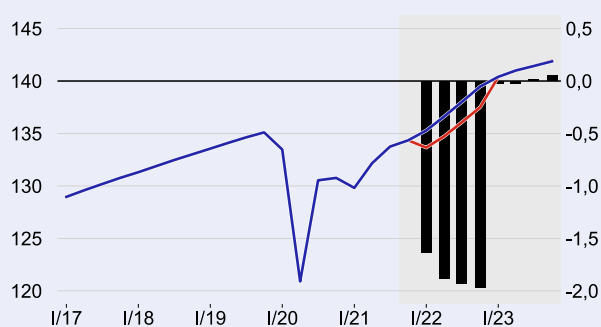
PPI v efektivní eurozóně

meziroční změny v %



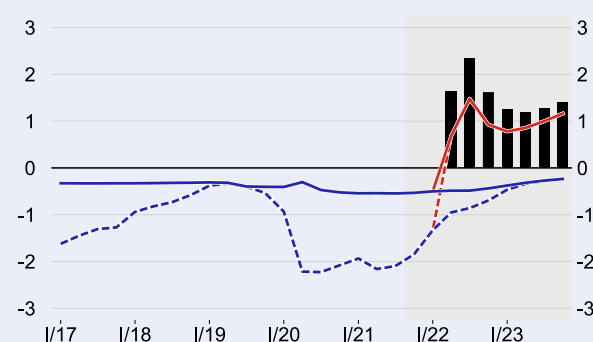
Potenciál HDP v efektivní eurozóně

index



3M EURIBOR

v %



- Základní scénář
- Scénář déletrvajících poruch dodavatelských řetězců
- - - Stínová zahraniční úroková sazba – základní scénář
- - - Stínová zahraniční úroková sazba – scénář déletrvajících poruch dodavatelských řetězců
- Rozdíl (pravá osa)

V důsledku déletrvajících obtíží v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích poroste domácí ekonomika pomaleji než v základním scénáři (Graf IV.9). Vývoz bude navíc zasažen více, než by odpovídalo snížené zahraniční ekonomické aktivitě, neboť podíl průmyslu, který výpadky dodávek trpí nejvíce, je v tuzemském hospodářství vyšší než u našich hlavních obchodních partnerů. Domácí hospodářský výkon výrazněji oživí na začátku roku 2023 po odeznění problémů v řetězcích.

Celkové inflační tlaky v domácí ekonomice budou ve srovnání se základním scénářem mírně vyšší. Na jejich zesílení budou tlačit zejména dovozní jádrové ceny. Ty budou totiž oproti základnímu scénáři působit více proinflačně v důsledku vyššího růstu zahraničních cen výrobců v příštím roce. Nižší zahraniční poptávka po českém vývozu a utlumenější domácí průmyslová produkce působí navíc na slabší kurz koruny ve srovnání se základním scénářem, což rovněž podpoří růst dovozních cen a nákladů. Vyšší inflační tlaky, méně uvolněná zahraniční měnová politika a slabší kurz koruny vůči euru společně vedou k potřebě výraznějšího nárůstu domácích tržních úrokových sazeb oproti prognóze.

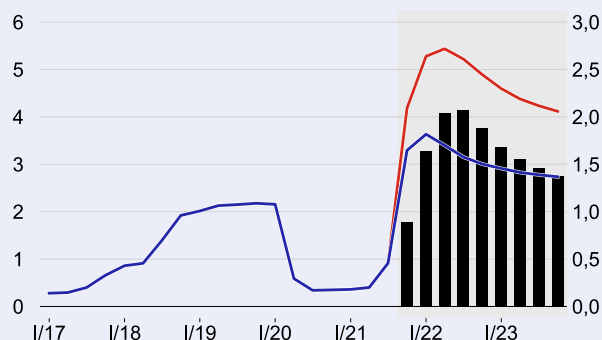
Graf IV.9

Vlivem vyšších globálních i tuzemských inflačních tlaků podpořených slabším kurzem koruny jsou domácí úrokové sazby znatelně výše ve srovnání se základním scénářem při mírně vyšší domácí inflaci a pomalejším růstu HDP

srovnání základního scénáře se scénářem déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců – domácí veličiny

3M PRIBOR

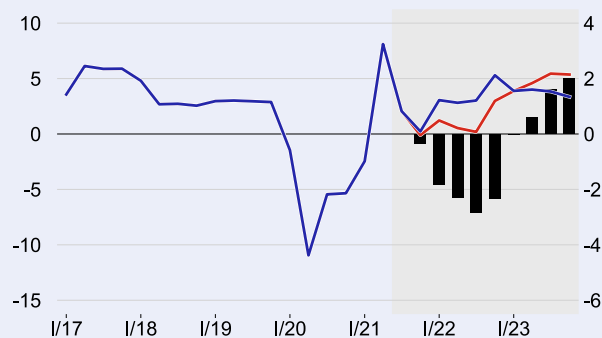
v %

**Nominální kurz**

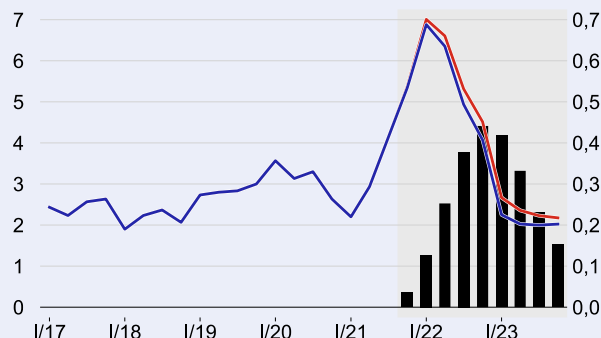
CZK/EUR

**Růst reálného HDP**

meziroční změny v %

**Inflace**

meziroční změna CPI v %



— Základní scénář
— Scénář déletrvajících poruch dodavatelských řetězců
■ Rozdíl (pravá osa)

Aktuální hodnota kurzu koruny je proinflačním rizikem

Kurz koruny vůči euru je v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí znatelně slabší. Dosavadní průměr činí 25,5 CZK/EUR, přičemž základní scénář předpokládá jeho průměrnou úroveň 25 CZK/EUR, tj. o 1,8 % silnější. Tento vývoj může odrážet na jedné straně pouze krátkodobé zhoršení sentimentu na finančních trzích vůči měnám rozvíjejících se ekonomik. Na druhé straně se v něm může projevovat zesílené vnímání rizik investory, pokud jde o makroekonomický vývoj České republiky v delší časové perspektivě. Její vyhlídky přitom kalí hrozba delšího trvání poruch v globálních hodnotových řetězcích, na které je tuzemská, tedy malá, otevřená, vysoce exportně a průmyslově orientovaná ekonomika, hodně napojená a tudíž citlivá. Současně lze ale samozřejmě důvodně očekávat, že po případném pro trh překvapivě razantním zvýšení sazeb na listopadovém měnovém jednání kurz posílí a dostane se tak blíže hodnotě krátkodobého výhledu, než je tomu nyní. Přetrvání kurzu na konci letošního roku na aktuálních oslabených hodnotách by naopak dále zvýšilo celkové inflační tlaky a působilo by ve směru potřeby vyšších úrokových sazeb vůči základnímu scénáři.

Pozorovaný výrazný nárůst počtu pozitivních případů koronaviru v České republice může vést ke zpřísnění domácích protiepidemických opatření, jejich dopady do ekonomiky však budou omezené

Nárůst počtu nakažených během podzimu a s tím spojené zpřísnění některých protiepidemických opatření již zřejmě nebude mít výraznější dopad do světové ekonomiky. Může za to relativně vysoká proočkovanosť populace ve vyspělých zemích a schopnost vlád reagovat na zhoršení epidemické situace jinak než plošnými uzavírkami. To platí obdobně i v domácí ekonomice, kde tak pozorovaný výrazný podzimní nárůst počtu nakažených osob nebude mít hmatatelné ekonomické dopady.

V české ekonomice se dále kumulují signály růstu inflačních očekávání

Současné vysoké hodnoty inflace, které se podle prognózy na přelomu roku dále zvýší, mohou ovlivnit inflační očekávání. Lze pozorovat, že ukotvenost inflačních očekávání zřetelně slábne u nefinančních podniků, které dle průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB očekávají v tříletém horizontu cenový růst v tempu 3,6 %. Konjunkturální šetření ukazují, že v průmyslu, stavebnictví, maloobchodě i službách znatelně roste podíl podniků, které očekávají růst cen svých výrobků a služeb v nejbližším období.

Inflační očekávání analytiků se v posledních měsících také postupně zvyšují, v ročním horizontu se pohybují u horní hranice tolerančního pásma cíle, což je zhruba

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 nadměrné výkyvy v úrokových sazbách, což by destabilizovalo ekonomiku. Neadekvátně 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.

v souladu s prognózou ČNB, v tříletém horizontu jejich odchylka od inflačního cíle také lehce narostla (Tab. IV.1).

Poměrně jednoznačně též narůstají obavy domácností z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise od počátku letošního roku výrazně vzrostl, stejně jako očekávání domácností ohledně vývoje inflace v ročním horizontu (Graf IV.10). Počet respondentů obávajících se dalšího růstu cen byl dle ČSÚ v říjnu nejvyšší v historii zjišťování (Graf IV.11). Spotřebitelé jsou stále pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace. Ze všeho nejvíce přitom vnímají současné výrazné zvýšení cenové hladiny, přičemž až polovina z nich očekává v příštích měsících její další růst.¹⁴

Značné nejistoty ohledně krátkodobého vývoje inflace plynou také z aktuálních problémů na trzích s energiemi a vývoje v oblasti nákladů vlastnického bydlení

Proinflačním rizikem je případné výraznější zdražení elektřiny a plynu v souvislosti s překotným vývojem na komoditních burzách. Citelné zdražení energií, které dopadá na domácnosti a firmy, může přispět k již zmíněnému růstu inflačních očekávání. Vedle toho panuje určitá nejistota ohledně zachycení dramatického vývoje na trhu energií cenovými indexy ČSÚ. V neposlední řadě je rizikem ve směru vyšší inflace déletrvající výrazný příspěvek imputovaného nájemného k jádrové inflaci.

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

Pozorovaný růst ukazatelů inflačních očekávání naznačuje, že aktuální zvýšené hodnoty inflace již mají vliv na tvorbu těchto očekávání. Zvýšená inflační očekávání by se mohla přelít do vývoje cen a dalších nominálních veličin a vést k pozdějšímu návratu inflace k 2% cíli, než je tomu obvyklé v běžných časech. Dostatečná a včasná reakce centrální banky je proto při nárůstu inflace vysoko nad horní hranici tolerančního pásma klíčová pro zamezení výraznějšího odchýlení inflačních očekávání od inflačního cíle ČNB.

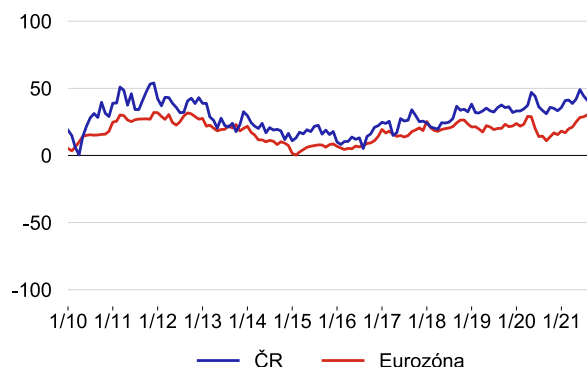
Rychlé zvyšování úrokových sazeb je opodstatněné

Se základním scénářem podzimní prognózy je konzistentní výrazný růst sazby 3M PRIBOR, a to z aktuální hodnoty 2,1 % na průměrnou hodnotu 3,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2021 a 3,6 % v prvním čtvrtletí

Graf IV.10

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

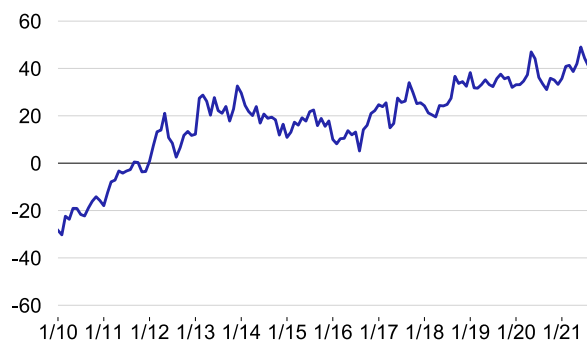
očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, saldo odpovědí



Graf IV.11

Obavy domácností z růstu cen v posledních měsících narůstají

saldo odpovědí, pramen ČSÚ



¹⁴ Určitým signálem inflačních obav domácností může být i objem nakoupených protiinflačních vládních retailových dluhopisů, který ve třetím čtvrtletí opět vzrostl a pohybuje se na vyšších než obvyklých úrovních.

2022. Tomu odpovídá zvýšení 2T repo sazby na listopadovém měnovém zasedání nejméně o 1 procentní bod. Rizika prognózy jsou navíc hodnocena jako výrazná a v souhrnu jako proinflační.

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

Simulace ukazují, že pomalejší než prognózovaný nárůst sazeb má možný velmi negativní dopad do inflace, neboť veřejnost může vyhodnotit kroky centrální banky jako nedostatečné a začít očekávat výrazně vyšší inflaci. Ztráta ukotvenosti inflačních očekávání, např. v důsledku nedůvěry trhů ve schopnost centrální banky stabilně dosahovat inflačního cíle, vede ke ztrátě její kredibility. To má významné inflační dopady. Postupné narůstání inflačních očekávání ke 3 % by se projevilo v pokračujícím výrazném růstu spotřebitelských cen. Zkrocení takto zvýšených inflačních očekávání posléze vede k potřebě výraznějšího zpřísnění měnové politiky, než vyžaduje základní scénář.

Měnová politika by tak následně na jaře musela reagovat výrazně vyššími úrokovými sazbami (přes 4 %), přičemž inflaci by pod kontrolu dostala až s velkým zpožděním (v simulaci až v průběhu roku 2023). Dopady tohoto rizika jsou podobné jako u výsledků obdobných simulací provedených v letní prognóze.

Doplňující simulace znázorňuje – spíše méně pravděpodobnou – situaci, kdy inflační očekávání zůstanou ukotvena u 2% cíle i při neoptimální, tj. výrazně slabší reakci měnové politiky (např. díky tomu, že komunikace měnové politiky, že inflační tlaky jsou jen přechodné či že nakonec „přeci jen nějak“ zajistí pokles inflace k cíli, bude důvěryhodná a přesvědčivá). Takový předpoklad nemusí odpovídat realitě, tedy skutečným inflačním očekáváním, která vykazují známky odpoutávání se od 2% cíle ČNB.

Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při různé míře ukotvenosti inflačních očekávání

Tyto dvě verze měnověpolitické simulace ilustrují situaci, kdy by úrokové sazby rostly do konce prvního čtvrtletí 2022 pozvolnějším tempem, než předpovídá základní scénář prognózy. Centrální banka v nich konkrétně zvyšuje úrokové sazby na zasedání v listopadu a prosinci letošního roku o 0,50 p. b. a v únoru 2022 o 0,25 p. b.¹⁵

První verze simulace (v grafech červeně) zachycuje situaci, kdy zaostávání centrální banky za implikovanou trajektorií sazeb neohrozí kredibilitu centrální banky ohledně její schopnosti plnit inflační cíl. V této simulaci zůstávají inflační očekávání ukotvena 2% cílem, přestože centrální banka aktivně komunikuje svůj záměr odklonit se výrazně směrem dolů od trajektorie popsané v základním scénáři prognózy. Očekávaná nižší trajektorie sazeb vede v této simulaci díky menšímu rozšíření kladného úrokovému diferenciálu vůči eurozóně k lehce pozvolnějšímu posilování kurzu koruny. Nižší úrokové sazby a nepatrně slabší kurz ve srovnání se základním scénářem vyústí v mírně vyšší inflaci na celém horizontu prognózy (Graf IV.12).

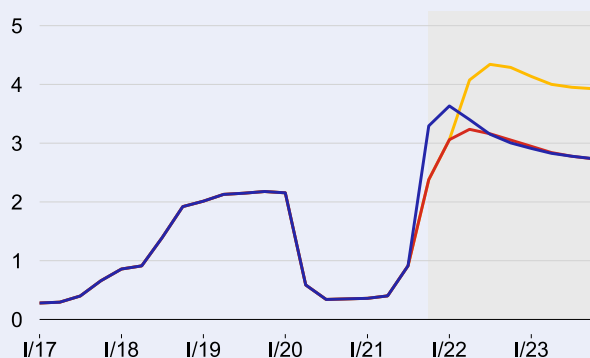
Graf IV.12

Při pozvolnějším růstu úrokových sazeb na přelomu roku a zachování ukotvenosti inflačních očekávání vzroste inflace ve srovnání se základním scénářem pouze lehce, v opačném případě však přestřelí cíl výrazněji, a to i přes následnou výraznou korekci počáteční umírněné reakce měnové politiky

srovnání základního scénáře se simulacemi pozvolnějšího růstu sazeb

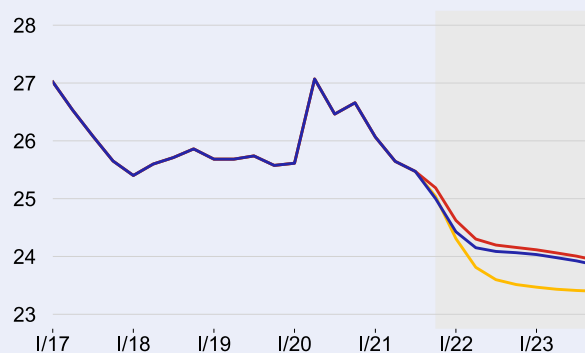
3M PRIBOR

v %



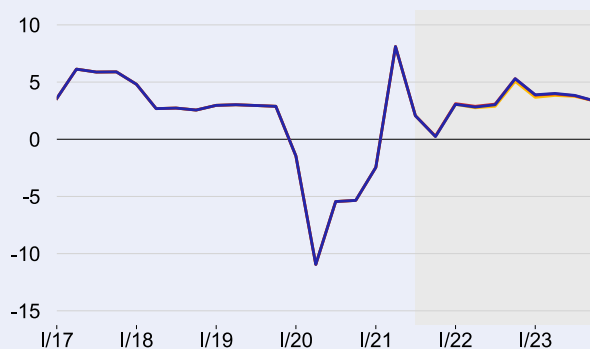
Nominální kurz

CZK/EUR



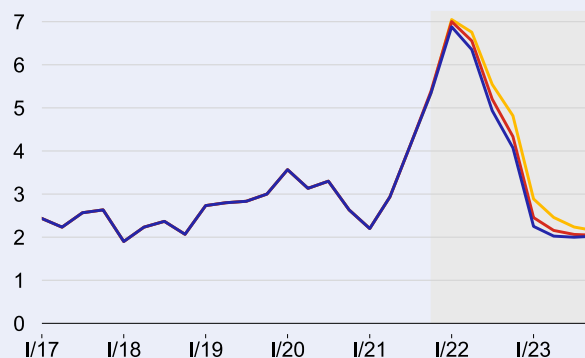
Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

meziroční změna CPI v %



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

¹⁵ Uvedené simulace je třeba vnímat jako pouhou ilustraci možných budoucích situací.

Druhá verze simulace (v grafech žlutě) rovněž předpokládá pozvolnější nárůst sazeb koncem letošního a začátkem příštího roku vůči základnímu scénáři. Současně však postupně dochází ke ztrátě kredibility měnové politiky centrální banky, která se projeví nárůstem inflačních očekávání domácností nad cíl ČNB. Vlivem dlouhodobého přestřelování cíle se v simulaci 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 %.

Odchýlení vnímaného inflačního cíle od cíle centrální banky vytváří v ekonomice postupně narůstající dodatečné inflační tlaky (resp. tlaky na rychlejší růst všech nominálních veličin). To se odrazí v rychlejším růstu spotřebitelských cen. Měnová politika na tuto situaci reaguje až od jara příštího roku, kdy je již potřeba dalším výrazným nárůstem úrokových sazeb korigovat počáteční umírněnou reakci měnové politiky. Tržní úrokové sazby se tak v příštím roce dostanou na 4 %, kde setrvají i nadále. Přesto inflace zůstane zvýšená, pod kontrolu ji (stejně jako znovu nabytou kredibilitu 2% cíle) aktivní měnová politika centrální banky dostane až koncem roku 2023. Budoucí reakce centrální banky na dodatečné inflační tlaky je nicméně od začátku prognózy očekávaná (trhy vědí, že se měnová politika nechovala optimálně), kurz proto posiluje o něco silněji než v základním scénáři. Dopady do HDP jsou mírné ve směru nižší ekonomické aktivity, rozdíly oproti základnímu scénáři se projeví dominantně v nominálních veličinách.

Nejistota ohledně působení fiskální politiky v návaznosti na možnou budoucí konsolidaci státního rozpočtu

S ohledem na současnou politickou situaci a tempo zadlužování České republiky lze předpokládat, že budoucí vláda přistoupí k určité formě fiskální konsolidace. Z procedurálních a institucionálních důvodů lze předpokládat, že k podstatnější konsolidaci veřejných rozpočtů, která by se projevila v odlišném fiskálním a makroekonomickém vývoji, než předpokládá základní scénář prognózy, dojde nejdříve v roce 2023. *Scénář fiskální restrikce v roce 2023* ukazuje dopad konsolidace veřejných financí v rozsahu 1 % HDP do klíčových makroekonomických veličin.¹⁶ Motivací fiskálního scénáře přitom není předjímat konkrétní podobu a rozsah fiskální konsolidace, ale ukázat přibližnou citlivost klíčových makroekonomických veličin na hypoteticky restriktivnější působení fiskální politiky v budoucnosti.

Provedení hypotetické fiskální restrikce v roce 2023 o velikosti 1 % HDP oproti základnímu scénáři by mělo za následek mírně nižší růst HDP, což by se projevilo v nepatrně nižších inflačních tlacích a mírně uvolněnějším nastavením měnových podmínek. Nižší trajektorie úrokových sazeb by se promítla v lehce slabším kurzu koruny.

¹⁶ V simulaci předpokládáme kombinaci opatření jak na výdajové, tak i příjmové straně. Výsledná podoba a rozsah jsou v této chvíli značně nejisté.

Scénář fiskální restrikce v roce 2023

Fiskální scénář předpokládá – na rozdíl od základního scénáře prognózy – konsolidaci veřejných financí v roce 2023 v rozsahu 1 % HDP. Pro účely simulace jejích dopadů byla uvažována hypotetická kombinace opatření na výdajové i příjmové straně hospodaření vládního sektoru. Na straně vládních výdajů je uvažováno krácení běžných výdajů a dotací, stagnace platů zaměstnanců a nižší růst vládních investic z národních zdrojů. Na příjmové straně je zapracováno hypotetické zvýšení DPH a zavedení digitální daně. Motivací fiskálního scénáře přitom není předjímat konkrétní podobu a rozsah fiskální konsolidace, ale ukázat přibližnou citlivost klíčových makroekonomických veličin na restriktivnější působení fiskální politiky v budoucnosti. Fiskální konsolidace se v první řadě projevuje nižší spotřebou vlády oproti základnímu scénáři, která je navíc doprovázena nižším fiskálním impulzem do spotřeby domácností a sníženými vládními investicemi. Scénář také počítá s tím, že fiskální restrikce v roce 2023 bude ze strany domácností částečně očekávaná, a proto se ekonomické dopady projevují v omezené míře již od poloviny roku 2022.

Celkově slabší tuzemská poptávka vyvolaná výraznější konsolidací státního rozpočtu vede k nižšímu růstu HDP oproti základnímu scénáři, a to zejména v roce 2023, kdy se hypotetické vládní kroky projevují nejsilněji (Graf IV.13). Nižší domácí poptávka se prolíná do utlumenějších inflačních tlaků. Na tento vývoj centrální banka reaguje uvolněnější měnovou politikou oproti základnímu scénáři prognózy. Nepatrně nižší trajektorie úrokových sazeb se promítá v lehce slabším kurzu koruny. To společně zajistí, že se inflace bude v roce 2023 nacházet téměř neznatelně pod predikcí ze základního scénáře.

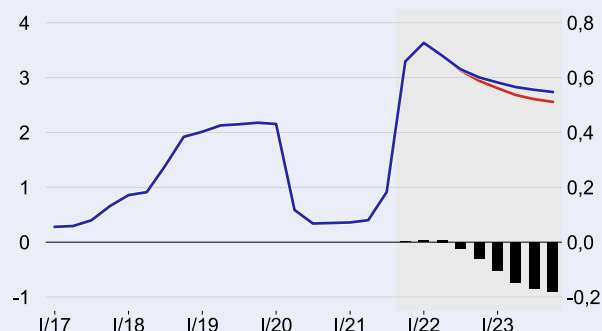
Graf IV.13

S fiskální restrikcí v roce 2023 jsou konzistentní nižší růst HDP, nepatrně nižší úrokové sazby na delším konci a lehce slabší kurz od druhé poloviny roku 2022

srovnání základního scénáře se scénářem fiskální restrikce

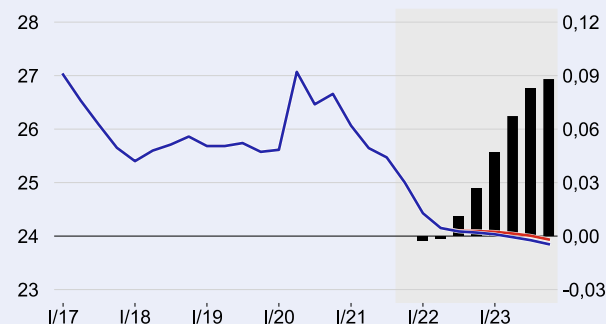
3M PRIBOR

v %



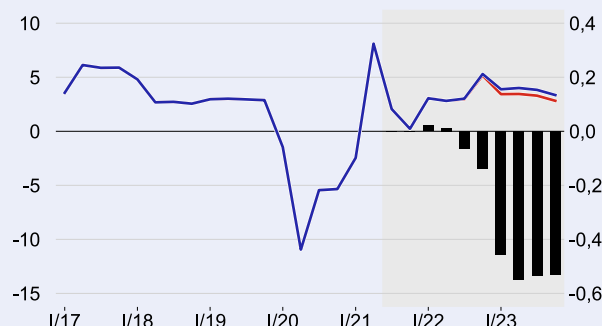
Nominální kurz

CZK/EUR



Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

meziroční změna CPI v %



— Základní scénář
— Scénář fiskální restrikce v roce 2023
■ Rozdíl (pravá osa)

BOX 4 Transmise měnové politiky v české ekonomice

Česká národní banka usiluje o dosahování cenové stability, tedy nízké a předvídatelné inflace, nastavováním krátkodobých, tzv. měnověpolitických úrokových sazeb.¹ Jak ovlivňování budoucí inflace skrze úpravy úrokových sazeb funguje, popisuje tzv. transmisní mechanismus. Jde o komplexní proces, který s určitým časovým odstupem vede k dopadům změn úrokových sazeb do vývoje ekonomiky a inflace. Pro lepší pochopení celkového vlivu centrální banky na inflaci schematicky oddělujeme jednotlivé cesty, kterými se změny měnověpolitických úrokových sazeb do cenového vývoje promítají. Tyto cesty nazýváme transmisními kanály měnové politiky. Následující text vysvětluje, jak nejdůležitější transmisní kanály fungují, a s využitím simulací makroekonomických modelů ukazuje, jak rychlý a silný je účinek rostoucích úrokových sazeb při krocení inflace.

V české ekonomice hrají důležitou roli zejména tři transmisní kanály: kurzový, úrokový a kanál cen aktiv. Ve všech zmíněných kanálech působí změna úrokových sazeb na vývoj inflace stejným směrem: zvýšení úrokových sazeb budoucí inflaci ceteris paribus snižuje, a naopak, snížení úrokových sazeb působí za jinak stejných okolností ve směru vyšší budoucí inflace. [Graf 1](#) schematicky zobrazuje, jak jednotlivé kanály působí.

Graf 1

Kanály transmise měnové politiky



Jak již jeho název napovídá, kurzový kanál funguje přímo i nepřímo skrz měnový kurz. Zvýšení úrokových sazeb má za následek vyšší poptávku po aktivech v tuzemské měně, což se projevuje ve vyšší poptávce po české koruně a v jejím posílení vůči ostatním měnám. Posílení kurzu vede k nižším cenám dováženého zboží určeného ke spotřebě i k následné produkci. To zpomaluje růst domácích spotřebitelských cen. Společně s tímto přímým cenovým efektem klesá domácí i zahraniční poptávka po domácí produkci ve prospěch zahraniční produkce z důvodu nárůstu relativní ceny domácích produktů oproti zahraničním (tzv. intratemporální substituce). To vede k nižšímu růstu domácí ekonomické aktivity a k ochlazení trhu práce, což také působí žádoucím protiinflačním směrem. V malé otevřené ekonomice typu České republiky má přímý i nepřímý kurzový kanál v transmisním mechanismu důležitou roli.

Úrokový a úvěrový kanál funguje díky propojenosti měnověpolitických úrokových sazeb ČNB s tržními a klientskými úrokovými sazbami skrze měnověpolitické operace centrální banky, které ovlivňují mezibankovní trh peněz. Nárůst měnověpolitických sazeb ČNB zvyšuje cenu peněz v ekonomice, což obecně vede k preferenci budoucí spotřeby před spotřebou současnou (tzv. intertemporální substituce). V praxi to mimo jiné znamená, že se nárůst měnověpolitických úrokových sazeb promítne do vyšších klientských sazeb bank u úvěrů a vkladů. Firmy v takových podmínkách přehodnocují své investiční plány z důvodů poklesu rentability těch nejrizikovějších a finančně nejspornějších projektů. Zvýší se i jejich náklady na obhospodaření dluhu. Klesá tak poptávka firem po investicích a úvěrech na jejich financování, což se projeví v nižší produkci tuzemských výrobců kapitálových statků. Domácnosti při zvýšení ceny peněz, resp. klientských úrokových sazeb z vkladů, začnou více preferovat tvorbu úspor na úkor okamžité spotřeby. Zároveň dojde ke zdražení spotřebitelských úvěrů, což má rovněž za následek nižší poptávku po spotřebě zboží i služeb financované na dluh. To dále tlumí ekonomickou aktivitu a vede k návaznému zpomalení růstu mezd a ke zkrocení inflace.

Kanál cen aktiv působí skrze změnu ocenění finančních i nefinančních aktiv, jako jsou cenné papíry nebo nemovitosti. Růst úrokových sazeb působí za jinak stejných okolností ve směru poklesu jejich cen, protože vyšší úrokové sazby zpravidla snižují očekávanou výnosnost uvedených aktiv. Aktiva se tak stávají relativně méně atraktivními vůči lépe úročeným bankovním vkladům. Pokles aktuální tržní ceny aktiv znamená pokles vnímaného bohatství domácností, což se projeví v omezování jejich spotřeby. U firem dochází k rozvážnější investiční aktivitě. Celkově to vede k pomalejšímu růstu ekonomické aktivity v důsledku nižší poptávky a tedy opět k přibrzdění nadměrné inflace.

Vedle tří popsaných kanálů ovlivňuje měnová politika budoucí inflaci i skrze inflační očekávání domácností a firem. Důvěryhodná centrální banka svými kroky a svou komunikací neustále ukazuje, že i přes dočasné výkyvy od inflačního cíle se k němu bude inflace navracet. Takové nastavení očekávání domácností a firem je pro dlouhodobě úspěšnou měnovou politiku zásadní. Aby si centrální banka svoji důvěryhodnost udržela, nesmí v případě výrazné hrozby odchýlení inflace od cíle vyčkávat a musí nástroje, které má k dispozici, použít tak, aby plnila svůj mandát, vrátila inflaci k inflačnímu cíli a udržela inflační očekávání ukotvená.

Síla uvedených transmisních kanálů se sčítá do celkového vlivu změn v nastavení úrokových sazeb na inflaci. Kvantifikace rozsahu a časování dopadů změn úrokových sazeb na hospodářský a cenový vývoj se v ekonomické literatuře zpravidla provádí pomocí simulací makroekonomických modelů. Jedním z nich je i jádrový predikční model ČNB s označením g3+.² Struktura tohoto modelu a jeho parametry byly zvoleny (kalibrovány) tak, aby byl model schopen věrně popisovat chování české ekonomiky včetně inflace v podmínkách, kdy ČNB provádí svou měnovou politiku v režimu cílování inflace. Vpředhledící měnová politika ČNB je v modelu g3+ popsána měnověpolitickým pravidlem, v němž je krátkodobá úroková sazba funkcí odchylky predikované inflace od stanoveného inflačního cíle. Impulzní odezvy modelu na neočekávaný šok do měnověpolitického pravidla potvrzují, že také v modelu g3+ je nejrychlejším transmisním kanálem kurzový kanál jako důsledek okamžitého otevření úrokového diferenciálu vůči zahraničí.³ Přenos měnověpolitického šoku úrokovým a úvěrovým kanálem je zpožděn v důsledku setrvačnosti ve spotřebitelských zvyklostech domácností a v poptávce firem po práci a kapitálu. Domácnosti a firmy se tak přizpůsobují pozvolněji. Výsledný dopad do inflace proto kulminuje se zpožděním oproti okamžité reakci kurzu.

Pro ověření kalibrace modelu g3+ jsou jeho vlastnosti konfrontovány s charakteristikami strukturálních ekonometrických modelů odhadnutých na datech. Pro účely tohoto boxu byl odhad dopadu změn úrokových sazeb do inflace kvantifikován pomocí strukturálního VAR (SVAR) modelu pro českou ekonomiku odhadnutého bayesovským přístupem.⁴ Použitý SVAR model využívá měsíční řady sezonně očištěné průmyslové produkce, odchylek inflace od inflačního cíle, sazeb 3M PRIBOR a měnového kurzu CZK/EUR. Pro zachycení vlivu zahraničí na českou ekonomiku model zahrnuje také sazbu 3M EURIBOR a index zahraničních cen energií jako exogenní proměnné. Odhad je proveden pro období leden 2000 až srpen 2021.

Graf 2 znázorňuje vedle mediánové impulzní odezvy SVAR modelu v horizontu 36 měsíců (modrá čára v grafech) také hodnoty jejích 68%, resp. 95% intervalů spolehlivosti (červená, resp. žlutá barva v grafech). Impulzní odezvy ukazují velikost a rychlost změn, které nastávají v ekonomice v reakci na měnověpolitický šok v podobě neočekávaného zvýšení úrokových sazeb (tzv. restriktivní vliv měnové politiky). To se nejprve projeví v rychlém posílení

měnového kurzu, které je následováno poklesem průmyslové produkce a snížením inflace. Zvýšení úrokových sazeb o 1 procentní bod dle tohoto empirického modelu vede k poklesu inflace o přibližně 0,4 procentního bodu, přičemž k nejvýraznějším dopadům dochází v horizontu 20–24 měsíců. To mírně přesahuje standardní horizont měnové politiky.

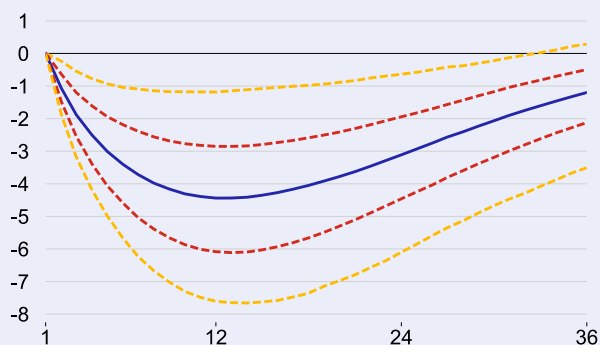
Graf 2

Zvýšení úrokových sazeb o 1 procentní bod vede k poklesu inflace o přibližně 0,4 procentního bodu

impulzní odezvy na zvýšení úrokových sazeb o 1 procentní bod, na ose x jsou zobrazeny měsíce

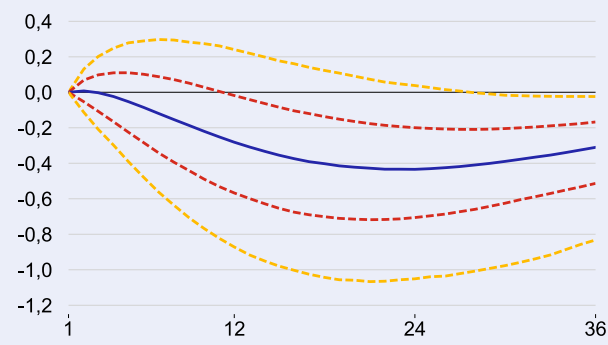
Průmyslová výroba

index, odchylka v %



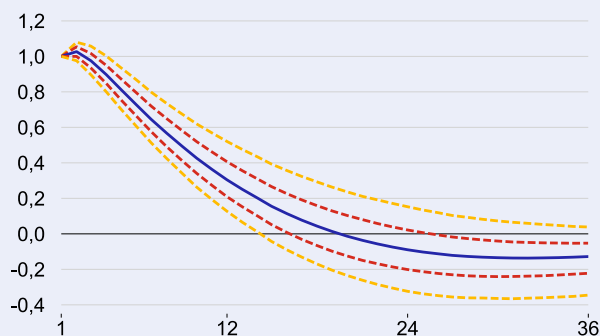
Inflace

celková inflace, meziročně, odchylka v procentních bodech



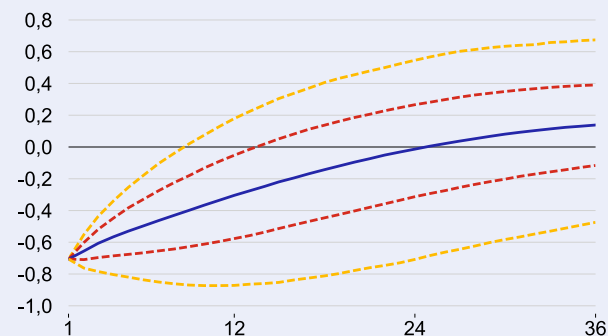
3M PRIBOR

v % p. a., odchylka v procentních bodech



Nominální kurz

CZK/EUR



— Medián
- - - 68% interval spolehlivosti
- - - 95% interval spolehlivosti

Maximální dopad neočekávaného zvýšení úrokových sazeb se podle modelu g3+ projeví přibližně čtyři čtvrtletí po realizaci tohoto měnověpolitického šoku. V modelu SVAR je maxima dosaženo kolem sedmého čtvrtletí. Oba modely jsou tak v souladu s definicí horizontu měnové politiky ČNB. V důsledku menší setrvačnosti modelu g3+ oproti SVAR modelu lze také pozorovat zhruba o jedno čtvrtletí kratší dobu návratu inflace zpět k inflačnímu cíli jako její rovnovážné hodnotě.

Oba modely identifikují téměř stejný počáteční rozsah dopadu zvýšení úrokových sazeb do kurzu. V obou po počátečním posílení kurzu následuje jeho korekce. V modelu g3+ však počáteční dopad rychleji odeznívá, a to zhruba o čtvrtletí dříve ve srovnání s modelem SVAR. Profil návratu průmyslové produkce k rovnováze odpovídá délce trvání dopadů restriktivního působení měnové politiky na růst ekonomické aktivity v modelu g3+, kde maximální dopad odeznívá zhruba po roce. Rychlejší dosažení maximálních dopadů v modelu g3+ je dáno jeho explicitní vpředhledností na rozdíl od modelu SVAR a rychlejším návratem úrokových sazeb k rovnováze (měřeno odezvou sazeb 3M PRIBOR).

Empirický odhad na základě modelu SVAR potvrzuje, že měnová politika ČNB založená na predikčním modelu g3+ se může spolehnout na to, že zvýšení úrokových sazeb skutečně povede k žádoucímu snížení inflace s nejsilnějším

dopadem v horizontu přibližně dvou let. V současném období mimořádně vysokých cenových tlaků rozhodná a bezodkladná reakce ČNB v podobě zvyšování úrokových sazeb zároveň zabezpečí, že měnová politika ČNB zůstane důvěryhodná a že inflační očekávání zůstanou ukotvena na inflačním cíli a nebudou dlouhodobě přispívat k vyšší inflaci.

- 1 ČNB využívá tři měnověpolitické úrokové sazby: 2T repo sazbu, diskontní sazbu a lombardní sazbu. Více informací o těchto sazbách je možné nalézt na webu ČNB: www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/11-operace-cnb-na-volnem-trhu/#.
- 2 Model g3+ a motivace pro jeho zavedení do predikčního procesu ČNB v roce 2019 jsou představeny v blogu „Predikční model ČNB dostává nové plus“ z července 2019: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Predikcni-model-CNB-dostava-nove-plus/. Strukturu a vlastnosti jádrového predikčního modelu pak detailně popisuje práce autorského kolektivu F. Brázdík, T. Hlédík, Z. Humplová, I. Martonosi, K. Musil, J. Ryšánek, T. Šestorád, J. Tonner, S. Tvrz a J. Žáček: „The g3+ Model: An Upgrade of the Czech National Bank's Core Forecasting Framework“, WP 7/2020, viz <https://www.cnb.cz/cs/ekonomicky-vyzkum/publikace-vyzkumu/cnb-working-paper-series/The-g3-Model-An-Upgrade-of-the-Czech-National-Bank-Core-Forecasting-Framework/>. Zkušenosti z tvorby predikcí a fungování modelu v období pandemie covid-19 jsou sdíleny v blogu „Model g3+ boduje“ ze září 2020, viz https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Mo-del-g3-boduje/.
- 3 Viz ČNB WP 7/2020, str. 58, obr. E7a. V tomto výzkumném článku lze také nalézt další detaily transmise.
- 4 Podrobnější popis transmise a další související odhady lze nalézt např. v publikaci ČNB Research and Policy Notes 1/2013. Babecká Kucharčuková, O., Franta, M., Hájková, D., Král, P., Kubicová, I., Podpiera, A., & Saxa, B. (2013): What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results.

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	5091,0	5271,5	5470,3
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	6005,1	6456,0	6848,9
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,7	0,0	2,3	5,5	2,4	5,4	3,2	3,0	-5,8	1,9	3,5	3,8
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	3,8	6,5	3,1
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	2,8	1,3	1,9
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	14,4	-0,7	1,1
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	3,4	6,9	3,6
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	6,3	3,9	8,2
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	13,6	3,6	6,3
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	51,3	66,7	153,3
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	3,7	5,6	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	-0,5	8,3	2,1
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	2,3	4,3	1,3
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,4	5,0	2,5
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	16,2	8,6	-3,1
Měnověpolitická 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	3,7	5,2	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	6,8	6,0	0,9
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	5,6	7,5	-2,0
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	5,6	5,7	5,0
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	6,1	6,2	5,5
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	0,0	2,0	0,2	2,9
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	3,6	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	6,3	2,9	3,7	2,0
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,2	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,8	2,8	-4,2	1,6	2,4	3,1
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	3,1	2,8	2,7
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	3,8	3,6	3,4
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,3	-0,4	0,8	0,7
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	0,8	0,8
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	-318,0	-412,3	-281,8	-289,0
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-3,9	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,6	-6,9	-4,4	-4,2
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1805,3	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1739,9	2149,4	2575,1	2836,8	3107,2
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,8	43,9	45,3
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	108,9	139,4	218,6
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	3,0	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	5,0	1,8	2,2	3,2
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	77,6	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	104,6	89,5	109,3	123,0
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	-30,3	-27,5	32,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-1,5	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	3,6	-0,5	-0,4	0,5
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	-50,0	-70,0	-70,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,4	20,3	20,0
Kč/EUR (průměr)	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,2	23,9
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	10,0	6,4	3,1
2T repo sazba (% , průměr)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	0,25	1,03	2,97	2,51
3M PRIBOR (% , průměr)	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,2	3,3	2,8
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,3	0,3	1,9	1,9	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,6	3,4	4,0	3,0
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	2,8	2,5	1,6
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,1	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	9,0	6,0	1,0
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	70,8	75,3	69,7
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	-0,3
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)	1262,2	1274,2	1284,2	1270,5	1300,7	1310,1	1322,9	1337,8	1351,3	1362,6	1373,7	1382,7
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1472,2	1508,5	1511,7	1512,7	1569,2	1598,3	1630,0	1658,4	1681,6	1702,6	1723,2	1741,5
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,5	8,1	2,1	0,2	3,1	2,8	3,0	5,3	3,9	4,0	3,8	3,4
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-0,4	1,0	0,8	-1,1	2,4	0,7	1,0	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-6,6	7,4	4,2	11,0	12,6	6,5	4,4	3,2	3,0	3,1	3,2	3,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,6	3,1	3,7	0,7	1,3	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8	2,0	2,3
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,8	12,7	24,9	20,1	5,3	1,9	-6,3	-3,1	-1,8	-1,6	3,7	4,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,3	1,5	6,7	9,8	10,9	7,6	5,4	3,9	3,9	3,5	3,5	3,4
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,7	30,6	2,9	-5,3	0,0	0,5	4,9	10,3	9,3	9,8	7,5	6,1
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,1	31,3	13,8	8,5	6,4	2,3	1,4	4,3	5,9	6,5	6,7	6,2
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	65,0	20,8	-8,9	-25,6	-0,2	1,5	28,7	36,8	36,9	37,9	39,7	38,7
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	2,2	2,9	4,1	5,3	6,9	6,4	4,9	4,1	2,3	2,0	2,0	2,0
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	0,1	-0,1	0,1	-2,3	7,5	7,5	7,0	11,2	2,1	2,1	2,1	2,2
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	1,6	1,0	2,3	4,5	5,3	5,4	4,2	2,1	0,9	0,6	1,5	2,3
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	3,3	3,3	4,8	6,2	6,3	5,8	4,3	3,4	2,9	2,8	2,3	1,9
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	-5,8	21,0	20,8	29,0	19,7	12,0	5,8	-3,2	-1,8	-3,6	-3,5	-3,5
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	2,2	2,7	4,0	5,8	6,6	6,2	4,8	3,2	2,1	1,9	1,9	1,9
Dílič cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	1,5	5,3	9,0	11,2	11,0	7,8	4,0	1,6	0,3	0,6	1,1	1,5
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-1,3	3,8	7,1	14,8	15,3	8,6	6,0	-0,4	-4,6	-3,8	-0,8	2,3
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	3,3	11,3	4,7	3,5	7,5	3,7	5,8	5,9	5,4	5,1	4,9	4,8
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,6	12,6	4,9	3,5	7,6	3,7	6,7	6,8	6,0	5,6	5,3	5,2
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	1,1	8,2	0,5	-1,9	0,6	-2,7	0,9	1,9	3,1	3,1	2,9	2,7
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,9	4,4	2,4	3,8	7,2	1,8	3,4	2,4	2,3	2,0	1,8	2,0
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,1	8,5	1,0	-1,6	1,1	1,5	2,4	4,6	3,2	3,2	3,1	2,8
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	3,4	3,2	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	4,0	4,0	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	-1,6	-0,8	0,0	0,6	0,8	1,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,7	0,7	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	94,6	45,5	-13,6	-17,6	64,3	45,9	14,1	15,2	69,3	63,9	34,7	50,7
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	6,8	3,0	-0,9	-1,1	4,4	2,8	0,9	0,9	4,4	3,7	2,0	2,8
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	23,7	31,8	21,8	12,2	29,9	29,4	27,0	23,0	33,0	34,0	31,0	25,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	71,2	27,6	-59,0	-70,0	78,8	-7,0	-61,6	-37,7	88,6	-9,0	-52,6	5,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	5,1	1,8	-3,9	-4,5	5,3	-0,4	-3,7	-2,2	5,6	-0,5	-3,0	0,3
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	33,8	-33,1	-25,4	-25,4	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	21,6	21,3	21,6	21,1	20,6	20,3	20,3	20,2	20,1	20,0	19,9	19,8
Kč/EUR (průměr)	26,1	25,6	25,5	25,0	24,4	24,2	24,1	24,1	24,0	24,0	23,9	23,8
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	10,8	10,7	9,3	9,2	8,5	7,0	5,7	4,4	2,8	2,9	3,1	3,4
2T repo sazba (% , průměr)	0,25	0,31	0,75	2,79	3,23	3,10	2,85	2,70	2,61	2,53	2,48	2,44
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,4	0,9	3,3	3,6	3,4	3,2	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-2,0	11,6	2,3	2,6	4,5	3,5	3,6	4,4	4,3	3,6	2,5	1,6
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-1,1	2,0	1,2	0,4	0,8	1,1	1,3	1,2	0,7	0,4	0,3	0,3
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,3	2,1	3,2	4,6	3,4	3,1	2,3	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,7	7,6	12,1	14,5	12,1	8,7	3,7	0,5	0,2	0,6	1,2	1,8
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	61,3	69,1	73,2	80,0	77,9	76,1	74,4	72,8	71,5	70,2	69,1	68,0
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
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 neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

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

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

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