

# Zpráva o měnové politice

---

## léto 2022



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — léto 2022

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 11. srpna 2022 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 22. červenci 2022. 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

<b>SLOVO GUVERNÉRA</b>	<b>5</b>
<b>ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA</b>	<b>6</b>
<b>I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>9</b>
<b>II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE</b>	<b>13</b>
<b>III. INFLACE</b>	<b>21</b>
BOX 1            Plošnost a intenzita české inflace v evropském kontextu	26
<b>IV. MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>29</b>
PŘÍLOHA        Scénář úplného a trvalého zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do EU	40
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>47</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>48</b>



# 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 necelé dva roky. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. V rámci prognostického procesu přitom probíhají konzultace i s bankovní radou. 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,

poprvé z pozice guvernéra České národní banky vám představuji publikaci Zpráva o měnové politice. Tato zpráva slouží jako jeden z hlavních podkladů pro rozhodování bankovní rady při nastavování měnové politiky ČNB.

Na posledním jednání jsme společně s kolegyněmi a kolegy z bankovní rady rozhodli ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba je aktuálně na 7 %, což je nejvyšší hodnota od roku 1999. Nebylo to jednoduché rozhodnutí, jsme ale přesvědčeni, že to bylo rozhodnutí správné.

Nacházíme se v období extrémní nejistoty. Válka na Ukrajině a s ní spojené rostoucí ceny energií mohou inflaci dále přiživit. Je téměř jisté, že meziroční růst cen do konce roku dosáhne hodnot kolem 20 %. To už ale v tuto chvíli centrální banka ovlivnit nemůže.

Každá změna úrokových sazeb se projeví v ekonomice se zpožděním. Největšího efektu dosahuje přibližně za rok a půl. Nereagujeme tedy mechanicky na poslední čísla o inflaci, která jsou mimořádně vysoká, ale zejména na její výhled. A dobrá zpráva je, že podle prognózy ČNB by inflace měla klesnout do roku a půl k úrovním poblíž 2 %. Co onen obrat způsobí? Pokles reálné kupní síly lidí bude tlumit poptávku a tím pádem i inflaci. Zpomaluje rovněž růst úvěrů pro domácnosti a firmy, a tedy i růst množství peněz v ekonomice. Stávající výše úrokových sazeb je tudíž zatím dostatečně restriktivní.

Současná inflace je výsledkem nákladových i poptávkových tlaků. S dovezenými nákladovými inflačními tlaky žádná centrální banka nic moc nezmůže. Nedokážeme měnovou politikou zlevnit ceny plynu nebo elektřiny. Můžeme však bránit jejich přelití do domácí ekonomiky. V prostředí klesající poptávky již nebudou moci obchodníci zvyšovat ceny tak snadno jako dříve.

Tři klíčové podmínky pro snížení inflace, v pořadí podle důležitosti, jsou z mého pohledu následující. Za prvé, je nutné snížit míru zadlužování země. Za druhé, je potřeba zabránit mzdové inflační spirále. Růst mezd tedy musí odrážet růst produktivity práce, ne růst cen v ekonomice. A za třetí, je třeba držet úrokové sazby na vyšší úrovni, která brzdí ekonomiku.

S ohledem na nejistotu, která nás v nadcházejících měsících čeká, nám dnešní rozhodnutí umožní vyhodnocovat další vývoj ekonomiky a účinnost současné výše úrokových sazeb. Za bankovní radu ujišťuji veřejnost, že kroky ČNB budou dostatečné k obnovení cenové stability v souladu se zákonným mandátem.

**Jménem České národní banky**

**Aleš Michl**

guvernér

# Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

*Bankovní rada ponechala na svém srpnovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 7 %. Toto rozhodnutí se opírá o základní scénář letní makroekonomické prognózy ČNB. V ní centrální banka z důvodu mimořádných nákladových tlaků v podmínkách výjimečně vysoké míry nejistoty momentálně hledí na horizont měnové politiky, který je o dvě čtvrtletí vzdálenější než jeho předchozí nastavení v prognostickém aparátu ČNB. Inflace během nadcházejících měsíců vzroste lehce nad 20 % a i po část příštího roku bude dvouciferná. To bude odrážet pokračující zdražování plynu a elektřiny pro domácnosti, další zrychlení růstu cen potravin a přetrvávající vysokou jadrovou inflaci. K rychlému poklesu inflace pod 10 % v průběhu příštího roku povede jak odeznění současných mimořádných cenových tlaků, tak dosavadní zpřísnění domácích měnových podmínek. V průběhu roku 2024 se inflace sníží do blízkosti 2% cíle ČNB. S prognózou, v níž centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na horizontu měnové politiky vzdáleném 18–24 měsíců, je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem v příštím roce. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře letní makroekonomické prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Zdrojem eskalujících inflačních tlaků jsou z velké části silné vnější cenové šoky stojící mimo kontrolu domácí měnové politiky. Bankovní rada se v souladu se základním scénářem prognózy rozhodla momentálně odhlížet od bezprostředního vlivu těchto vnějších cenových tlaků na inflaci a dále nezvyšovat úrokové sazby.*

Česká ekonomika čelí souběhu mimořádně silných inflačních tlaků, které vedou k eskalaci plošného cenového růstu. Inflace v domácí ekonomice dále rychle překonává dlouholetá maxima. Na růst spotřebitelských cen přitom tlačí jak rostoucí náklady, odrážející domácí i zahraniční faktory včetně zdražení energií, tak růst marží domácích výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb v podmínkách stále solidní příjmové situace domácností.

Prudce akcelerující růst spotřebitelských cen byl na jaře a na začátku léta tažen nadále se zvyšující jadrovou inflací. Čím dál rychleji ale zdražovaly také potraviny a energie spojené s bydlením. Mimořádně vysoká zůstávala vedle toho i meziroční dynamika cen pohonných hmot. Jádrová inflace v následujících měsících ještě dále mírně zrychlí. To bude odrážet kulminaci ziskových marží firem stejně jako vrcholící nárůst jejich nákladů včetně cen energií. Významný příspěvek k inflaci si udrží stále rychle zdražující vlastnické bydlení (imputované nájemné). Také ceny potravin ještě dále urychlí svůj růst v návaznosti na vývoj světových agrárních a potravinářských komodit. Zpočátku zůstane velmi vysoký i meziroční růst cen pohonných hmot, vlivem zlevnění ropy však ceny u čerpacích stanic začnou klesat. V letošním a příštím roce bude celkovou inflaci zvyšovat i další růst spotřební daně na tabák, v opačném směru bude působit odpuštění příspěvku na obnovitelné zdroje energie v rámci regulovaných cen elektřiny.

Inflace bude v důsledku uvedených vlivů kulminovat na přelomu letošního léta a podzimu, kdy mírně překoná 20 %. Následně začne zvolňovat, neboť se zmírní růst produkčních nákladů, klesne kupní síla domácností a projeví se stabilizující vliv předchozího zpřísnění měnové politiky přispívajícího ke zchlazení domácí poptávky. Trend poklesu inflace pak vlivem uvedených faktorů zesílí v průběhu příštího roku. Na horizontu měnové politiky, jímž je v této prognóze první polovina roku 2024, se inflace sníží až do blízkosti 2% cíle ČNB.

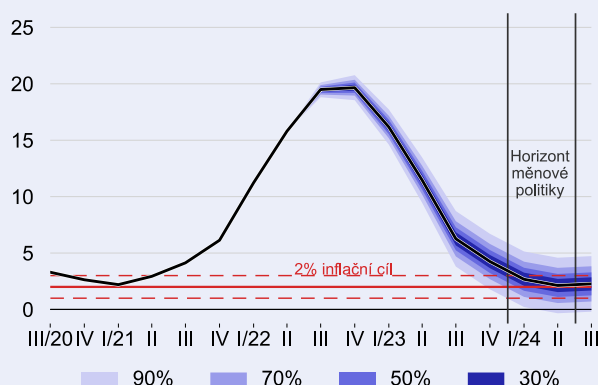
České firmy nadále čelí rychlému růstu nákladů, na němž se významně podílejí dovozní ceny. V jejich růstu dominuje vedle zvyšování cen zahraničních průmyslových výrobců skokové zdražení energií. Silné proinflační působení dovozních cen aktuálně kulminuje. K odeznění jejich růstu přispějí stabilizace a poté i mírné zlevnění energií a zvolnění růstu zahraničních cen v průmyslu. Následné zpomalení růstu dovozních cen začne dynamiku celkových nákladů brzdit.

K růstu nákladů českých firem přitom nezanedbatelně přispívají i domácí faktory, zejména přetrvávající mírné napětí na trhu práce. Míra nezaměstnanosti zůstává velmi nízká a firmy stále narážejí na nedostatek pracovní síly, a to i přes rychlé zapojování mnoha desítek tisíc ukrajinských uprchlíků do pracovního procesu. Uvedené faktory se přitom budou promítat do mzdových ujednání, což posléze povede k dalšímu urychlování již tak poměrně svižné dynamiky mezd



### Inflace na přelomu léta a podzimu překoná 20 %, posléze začne rychle klesat a na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle ČNB

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Horizont měnové politiky v této prognóze je vzdálený 18–24 měsíců v budoucnosti.

v tržních odvětvích. K tomu přispěje také růst produktivity práce a další zvyšování minimální mzdy, resp. kaskády zaručených mezd nad ní. Výdělky tak v příštích dvou letech porostou nominálně znatelně rychleji, než je jejich dlouhodobý trend. I přesto budou zejména zpočátku výrazně zaostávat za cenovým růstem a reálné mzdy tak znatelně poklesnou.

Česká ekonomika bude i nadále fungovat v podmínkách pokračujících potíží v globální logistice a dodávkách materiálů a komponent do výroby. Vzhledem k její výrazné průmyslové orientaci budou tyto obtíže brzdit růst celkové domácí ekonomické aktivity, a to až do poloviny příštího roku. Jejich dopad do HDP bude ale nižší než loni a během příštího roku postupně vymizí. Přes opětovně narůstající počet osob pozitivně testovaných na covid prognóza neočekává zavedení vládních protiepidemických opatření, která by měla hmatatelný tlumící vliv na domácí ekonomickou aktivitu. Fiskální politika bude letos ekonomický růst mírně tlumit, neboť byla ukončena dříve přijatá opatření na podporu ekonomiky. V opačném směru budou působit vládní výdaje na zmírnění dopadu zdražení energií na domácnosti i firmy a na pomoc uprchlíkům. V příštím roce prognóza zejména z důvodu pokračujících energetických kompenzací předpokládá lehce expanzivní působení fiskální politiky.

Ekonomický růst bude v letošním roce zpomalovat, a to i přes svižnou investiční aktivitu. Dosud relativně příznivý podnikatelský sentiment, obnovující se zahraniční poptávka i pokračující snaha firem o automatizaci výroby povedou k růstu podnikových investic. S určitými výkyvy porostou i vládní investice, podpořené čerpáním fondů EU. Zásoby nedokončené výroby však budou v souvislosti s globálními logistickými problémy značně kolísat. Spotřeba domácností

### Letos i v příštím roce bude ekonomický růst utlumený, znatelně zrychlí až v roce 2024

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

	2022	2023	2024
<b>Celková inflace (%)</b>	<b>16,5</b> (3,4)	<b>9,5</b> (5,4)	<b>2,4</b> -
<b>HDP</b>	<b>2,3</b> (1,5)	<b>1,1</b> (-2,5)	<b>3,8</b> -
<b>Průměrná nominální mzda</b>	<b>4,5</b> (-0,1)	<b>6,2</b> (1,2)	<b>7,5</b> -
<b>Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)</b>	<b>6,2</b> (-0,8)	<b>5,2</b> (0,1)	<b>3,1</b> -
<b>Měnový kurz (CZK/EUR)</b>	<b>24,8</b> (0,6)	<b>25,7</b> (1,4)	<b>25,5</b> -

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

letos poklesne. Na jednu stranu zůstane růst nominálních příjmů domácností po celý rok více než solidní, nadále podporovaný dynamickým mzdovým růstem. Příjmy domácností budou posilovány i dalším poklesem daně z příjmů, valorizacemi důchodů, rozšířením poskytovaných příspěvků na bydlení i vládními programy na zmírnění dopadu drahých energií. Na druhou stranu budou rodinné rozpočty i nadále čelit rychlému a plošnému zdražování. Utrácení příjmů a úspor domácností v obavě ze ztráty jejich kupní síly bude bržděno zvýšenými úrokovými sazbami a sníženým spotřebitelským apetitem, resp. zhoršeným sentimentem. Také dynamika vývozu a dovozu zboží a služeb zůstane letos utlumená, a to kvůli přetrvávajícím globálními logistickým problémům. Česká ekonomika tak letos v úhrnu vzroste přibližně o 2 %. V příštím roce se pokles spotřeby domácností poněkud zmírní vlivem postupného snižování inflace a zrychlení růstu nominálních mezd. S odezněním problémů v globální logistice se obnoví svižná dynamika exportu, což povede k výrazně kladnému příspěvku čistého vývozu. Celkové investice ovšem silně propadnou vlivem výrazného snížení tvorby zásob, přičemž zpomalí i růst fixních investic. HDP tak v příštím roce vzroste o zhruba 1 %. V roce 2024 ekonomický růst zrychlí ke 4 %, k čemuž dominantně přispěje obnovení rychlého růstu spotřeby domácností a další viditelné zvýšení čistého vývozu.

Zpomalení české ekonomiky vede k rychlému uzavírání kladné mezery výstupu. Přetrvávající nabídková omezení přitom budou brzdit potenciální růst. Ekonomika následně přechodně klesne pod svůj potenciál, což povede k mírnému nárůstu míry nezaměstnanosti. Příčinou bude zchlazení donedávna silných domácích poptávkových tlaků. K němu přispěje také předchozí výrazný růst tržních úrokových sazeb, který

omezuje průsak inflačních tlaků do vývoje cen v delším horizontu a podporuje ukotvenost inflačních očekávání.

Koruna v posledních měsících čelila tlaku na své oslabení, kterému se podařilo zabránit intervencemi ČNB na devizovém trhu. Kurz koruny během léta setrvá poblíž 24,7 CZK/EUR, v následujících čtvrtletích pak bude oslabovat v důsledku mimořádně hlubokého schodku běžného účtu platební bilance a očekávaného snižování úrokového rozdílu vůči eurozóně. Koncem příštího roku kurz začne opět mírně posilovat. V návaznosti na odeznívání inflačních tlaků v české ekonomice a s výhledem rychlého snižování inflace v příštím a přespříštím roce budou moci úrokové sazby ČNB v roce 2023 začít klesat.

Rizikem ve směru vyšší inflace je další nárůst cen komodit, hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání, související riziko mzdově-inflační spirály a uvolněnější fiskální politika. Naopak protiinflačním rizikem je vzrůstající pravděpodobnost recese v zahraničí a výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií, budoucí nastavení zahraniční měnové politiky a délka trvání přetížení globálních dodavatelských řetězců.



## I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

*Inflační tlaky v eurozóně nabraly na síle. ECB přistoupila ke změně měnové politiky, když ukončila programy nákupu aktiv a odhodlala se k prvnímu zvýšení sazeb po jedenácti letech. Za zdražováním ve spotřebitelském i výrobním sektoru stojí v první řadě ceny energií, zejména elektřiny a plynu. Ty jsou stále výrazně zvýšené pod vlivem pokračující ruské agrese na Ukrajině a podle aktuálního výhledu by měly do konce roku ještě dále vzrůst. Vedle toho dochází k urychlování inflace i v cenovém jádru. Pod rostoucí tlak se tak dostávají rozpočty firem i domácností, kterým již docházejí úspory z období pandemie. Při oslabující globální poptávce lze v závěru roku očekávat citelné utlumení ekonomické aktivity v efektivní eurozóně, přičemž existuje riziko, že hospodářství sklouzne do recese. Ekonomické oživení přinese až druhá polovina příštího roku, kdy ustoupí potíže v dodavatelských řetězcích, mezinárodní obchod se zotaví a trh s energiemi se stabilizuje.*

### Akcelerující inflace a negativní sentiment firem i domácností vlivem války oslabují globální poptávku

Globální ekonomický růst ztrácí na síle (Tab I.1) vlivem strmě rostoucích cen, jež významně snižují reálné mzdy a ukrajují z úspor domácností. S tím souvisí zpomalování tempa objednávek v průmyslu i ve službách, ve kterém se začíná projevovat i zpříšňování měnových podmínek. Ztráta růstového momentu se však odráží také ve světových cenách komodit. Pokles zaznamenaly ceny kovů, potravinářských surovin, kontejnerové dopravy a čipů a v posledních týdnech v menší míře i ropy, což dává naději, že kumulace proinflačních faktorů postupně vyprchá. Oslabování tlaku na globální růst cen potvrzují také poslední průzkumy PMI. V nich firmy hlásí zpomalující (ale stále zvýšenou) dynamiku vstupních nákladů a menší než očekávané prodeje, přičemž samy mají tendenci snižovat zásoby k dosažení úspor při klesající poptávce.

Spojené státy budou navzdory slábnoucí růstové dynamice pokračovat v agresivním zvyšování sazeb. Na konci července Fed zvýšil klíčovou sazbu o 0,75 procentního bodu do pásma 2,25–50 %, trhy očekávají do konce roku nárůst k 3,5 %. Ke zpříšňování měnové politiky reagujícím na akcelerující inflaci, jež v červnu dále zrychlila na 9,1 %, dochází v kontextu robustního trhu práce. Zvyšování sazeb tak může pokračovat navzdory rostoucím obavám amerických domácností z přicházející ekonomické krize (Graf I.1). Z důvodu zpříšňování měnové politiky a zpomalující poptávky poklesla v posledních měsících tržní inflační očekávání k hodnotám poblíž 2,5 % (Graf I.2).

Čína ve druhém čtvrtletí prošla drakonickými uzavírkami několika měst a i nadále udržuje striktní politiku nulové tolerance vůči covidu. To významně poškozuje její ekonomiku a komplikuje situaci v dodavatelských řetězcích. Od druhé poloviny letošního roku se očekává, že čínskou ekonomiku podpoří fiskální stimul ve výši 220 mld. USD a spekuluje se také o dalším uvolnění měnové politiky. Růstový cíl okolo 5,5 % pro tento

Tab. I.1

#### Globální růst letos i v příštím roce zvolní

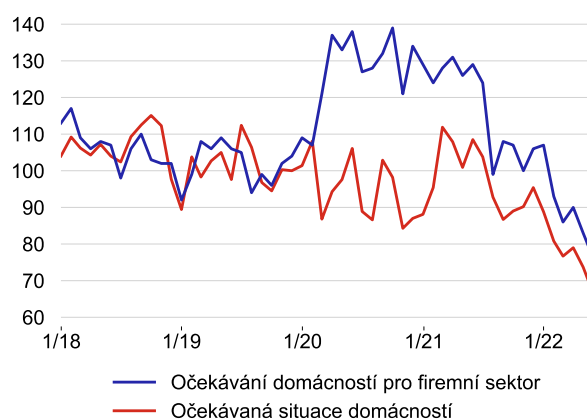
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen CF a Oxford Economics

	2021	2021	2022	2022	2023	2024
	4Q	1Q				
Eurozóna	5,3	4,7	5,4	2,7	1,4	2,3
USA	5,7	5,5	3,5	2,1	1,0	1,9
Čína	8,1	4,0	4,8	4,2	5,4	5,2
Spojené království	7,4	6,6	8,7	3,3	0,5	2,3

Graf I.1

#### Očekávání amerických domácností ohledně budoucí situace v posledních měsících klesla

očekávání domácností pro firemní sektor (index, 100 = neutrální úroveň), očekávání domácností ohledně jejich vlastní budoucí situace (index, rok 1985 = 100), pramen Bloomberg



rok čínská ekonomika nicméně zřejmě nesplní. Čínská inflace zůstává na relativně nízkých hodnotách (v červnu 2,5 %).

### Vyhledky na ekonomické oživení v eurozóně v příštích 12 měsících se zhoršily v důsledku vysokých cen energií a vyčerpání úspor z dob pandemie při oslabující globální poptávce

Meziroční hospodářský růst efektivní eurozóny v prvním čtvrtletí 2022 mírně zrychlil (Graf I.3). Nástup varianty koronaviru omikron byl sice razantní, nepřinesl však omezení ekonomické aktivity v takovém rozsahu jako v předchozích pandemických vlnách. I přes nepříliš optimistické vyhlídky pro druhé čtvrtletí 2022 eurozóna odolala prvotnímu šoku z propuknutí války na Ukrajině a její mezičtvrtletní propad byl jen mírný.<sup>1</sup> V sentimentu domácností i firem se však projevuje vysoká ekonomická nejistota. Zejména německé firmy v šetření PMI hlásí postupné zhoršování podmínek a klesající objednávky ze zahraničí. Na druhou stranu je zásoba nevyřízených objednávek německých průmyslových firem velmi vysoká a teprve postupně probíhá jejich uspokojování výrobou (Graf I.4). Za jejich akumulací stojí především poruchy v dodavatelských řetězcích, které budou ustupovat jen pozvolna a částečně se přelijí až do roku 2023. Klesá ale i optimismus ve službách, neboť efekt dohánění neuspokojené spotřeby po uzavírkách se částečně vyčerpal, zatímco roste ekonomická nejistota a ceny. Indikátory však stále zůstávají v pásmu expanze.

Po optimistickém létě, kdy rekordně dobrá turistická sezóna a poptávka po službách podpořila zejména jižní země eurozóny, se předpokládá citelné podzimní ochlazení. Vyčerpané úspory z dob pandemie a rostoucí účty za energie a potraviny budou mít dopad na již tak napjaté rozpočty domácností. Firmy, zejména v průmyslu, sice ještě budou těžit z objednávek předchozích měsíců, i tento podpůrný polštář se však postupně vyčerpá. Ani očekávaný vývoj globální poptávky nevyznívá optimisticky. Postupné zavádění sankcí vůči Rusku komplikuje mezinárodní obchodní vztahy. Kladná mezera výstupu v eurozóně se proto do konce roku 2022 uzavře.<sup>2</sup> V letošním roce v úhrnu vzroste HDP efektivní eurozóny o něco přes 2 %, přičemž ve druhé polovině roku jeho dynamika zřetelně zpomalí. Oživení přinese až druhá polovina příštího roku, kdy ustoupí potíže v dodavatelských řetězcích a mezinárodní obchod se zotaví. Růst HDP v roce 2023 dosáhne 1,5 % a v roce 2024 zrychlí na 2,5 %.

### Inflaci ve výrobní sféře táhne zejména další zdražení plynu a elektřiny, obavy z recese však

<sup>1</sup> Podle předběžného odhadu Eurostatu vzrostl HDP v efektivní eurozóně v druhém čtvrtletí 2022 mezičtvrtletně o 0,2 % a meziročně o 2,5 %. Tento údaj není do prognózy zapracován, neboť byl zveřejněn až po její uzavěrce.

<sup>2</sup> Na přelomu letošního a příštího roku nelze zcela vyloučit krátkodobou mělkou recesi.

Graf I.2

### Ochlazující se poptávka a očekávané výrazné zvyšování sazeb Fedu drží inflační očekávání v USA na uzdě

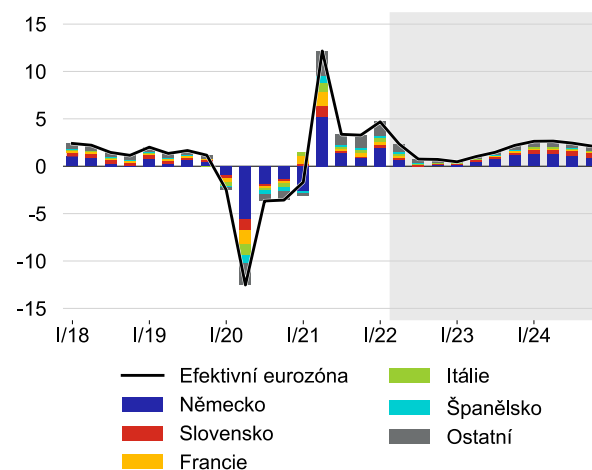
v %, očekávaná inflace implikovaná z kotací pětiletých inflačních swapů, pramen Bloomberg



Graf I.3

### Růst HDP efektivní eurozóny v prvním letošním čtvrtletí sice mírně zrychlil, následně však zpomalí vlivem vysoké inflace a války na Ukrajině

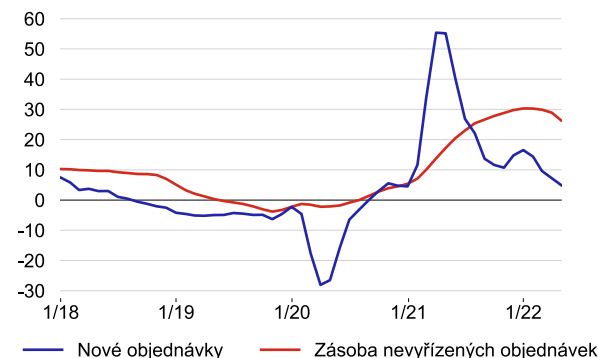
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.4

### Objem nevyřízených objednávek německého průmyslu z období covidu se začíná snižovat

meziroční změny v %, pramen Bundesbank, Eurostat



## již srazily výhled cen ropy, kovů a některých potravin

Impulzem pro další citelný růst cen některých energetických komodit byla ruská invaze na Ukrajinu a následné protiruské sankce ze strany EU. Zdražil zejména plyn (Graf I.5), jehož cena by koncem letošního roku měla zaznamenat další nárůst. K tomu přispívaly obavy z omezení dodávek plynu z Norska v souvislosti se stávkou tamějších zaměstnanců a problémy exportního terminálu na zkapalněný zemní plyn v Texasu. Zejména ale panují reálné obavy, že by mohly být úplně zastaveny dodávky zemního plynu z Ruska.<sup>3</sup> Obdobně zdražila i elektřina, v čemž se vedle vysoké ceny plynu negativně projevuje výpadek francouzských jaderných elektráren. Ten částečně potrvá i během příští zimy. Výhled ceny ropy Brent se naopak posunul níže, v krátkodobém horizontu o více než 10 USD/barel, a nadále zůstává silně klesající. Důvodem jsou obavy, že některé země by se mohly v důsledku agresivního zvyšování úrokových sazeb velkými centrálními bankami dostat do recese, což by značně snížilo i poptávku po ropě. Situace na fyzickém trhu s ropou je nicméně i nadále napjatá, neboť poptávka po ropě zůstává silná, země OPEC+ nejsou schopny plnit dodávky dle dohodnutých kvót a problémy Ruska s vývozem ropy do Evropy se budou zřejmě dále stupňovat.<sup>4</sup>

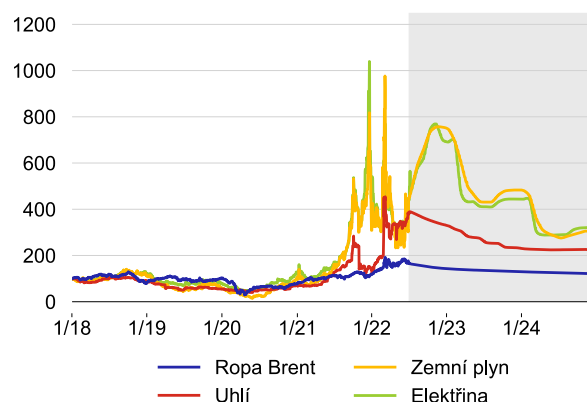
Do inflačního vývoje se promítá i zdražování dalších průmyslových komodit a přetrvávající napětí v globálních výrobních řetězcích, které je patrné v dynamice jadrových produkčních cen (Graf I.6). Tempo zdražování průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v letošním roce dosáhne v průměru více než 30 %. V příštím roce výrazně zpomalí s očekávaným poklesem cen komodit a zvolněním napětí v dodavatelských řetězcích. V roce 2024 pak dynamika průmyslových cen dokonce překmitne do lehce záporných hodnot.

Vysoké ceny energií a potravin se odrážejí i v růstu spotřebitelských cen v efektivní eurozóně. Červnová inflace vzrostla na 9,1 % s rozhodujícím přispěním právě těchto dvou složek. Samotné ceny energií meziročně vzrostly o bezmála 40 %. K vysoké celkové inflaci přispívá také zrychlený růst jadrových cen, zejména vlivem potíží v dodavatelských řetězcích a průsaku vysokých cen energií do dalších cenových okruhů. Inflace v efektivní eurozóně bude nicméně během léta kulminovat a poté začne klesat. Průměrná

Graf I.5

### Plyn a elektřina na konci roku 2022 opět zdraží, cena ropy Brent by se však již měla snižovat

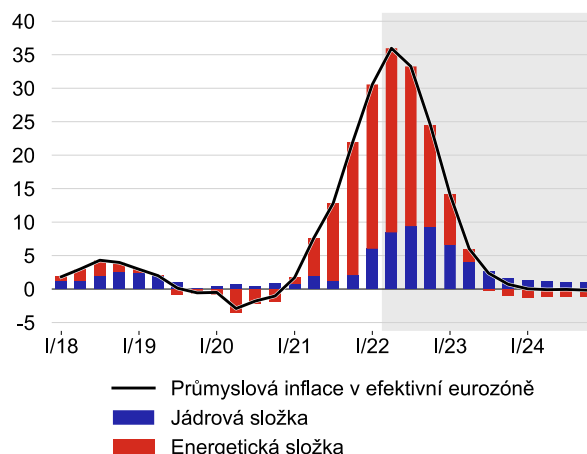
ceny energetických komodit, index 2018 = 100, pramen Bloomberg, výpočet ČNB



Graf I.6

### Aktuální mimořádný cenový růst v průmyslu v zahraničí je tažen zejména energetickou složkou, tedy zdražováním plynu a elektřiny, zvyšuje se ale také příspěvek jadrové složky

meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v %, příspěvky v p. b.



Poznámka: Energetická složka vedle ropy obsahuje od třetího čtvrtletí 2021 i zemní plyn a elektřinu.

**Zkapalněný zemní plyn** (liquefied natural gas, LNG) umožňuje přepravu zemního plynu mezi místy, kde není možné vybudovat potrubní plynovod, a to i na velké vzdálenosti. Typicky je vytěžený zemní plyn dopravován potrubím k pobřežnímu terminálu, kde je ve zkapalňovací lince zchlazen do tekuté podoby, čímž se výrazně zmenší jeho objem, a přečerpán do speciálních vysoce izolovaných tankerů. Ty udržují jeho nízkou teplotu a zajišťují jeho námořní přepravu. V cílovém přístavu je LNG přečerpán do skladovacích zásobníků a přes zplyňovací (regasifikační) terminál se následně odpařuje do potrubních plynovodů, kterými je distribuován do cílových destinací. Jedná se o investičně, technologicky i energeticky náročný proces.

3 Jedním z předpokladů základního scénáře prognózy je, že po plánované odstávce plynovodu Nord Stream 1 se na konci července dodávky plynu z Ruska obnoví. Opačný případ popisuje „Scénář úplného a trvalého zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do EU“ v Příloze této Zprávy.

4 V červnu 2022 byl přijat soubor sankcí, jímž se mimo jiné zakazuje nákup, dovoz nebo převod surové ropy a některých ropných produktů z Ruska do EU. Omezení se budou uplatňovat postupně: do šesti měsíců v případě surové ropy a do osmi měsíců v případě rafinovaných ropných produktů, přičemž dočasná výjimka platí pro dodávky surové ropy ropovodem vybraným zemím EU.

inflace tak letos dosáhne 8,2 %, v roce 2023 zpomalí na 3,9 % a v roce 2024 zvolní pod 2 %.

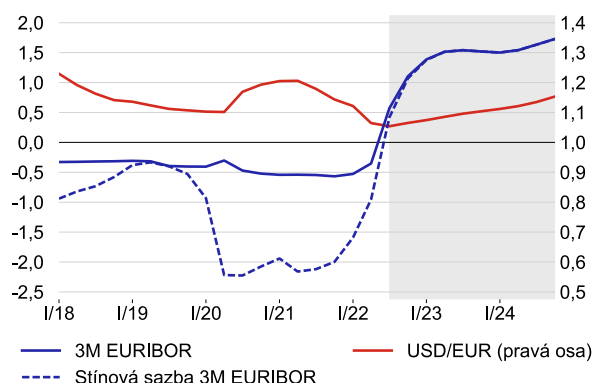
### Měnová politika ECB se začíná zpříšňovat, základní sazba v eurozóně však bude nižší než v USA

Měnová politika ECB zaostává za kroky amerického Fedu, což společně s nejistotou ohledně hospodářského vývoje vede k oslabování eura vůči americkému dolaru až k úrovni parity. Na výhledu je nicméně očekáváno opětovné lehké posilování eura. Na svém červnovém zasedání ECB sice ponechala základní sazbu beze změny, trhy však reagovaly na její komunikaci a tržní výhled sazby 3M EURIBOR se zejména pro rok 2023 posunul výše (Graf I.7). ECB též k 1. červenci 2022 ukončila čisté nákupy v rámci Programu nákupu aktiv (APP). V souvislosti s tím stínová sazba záhy splyne s tržní sazbou 3M EURIBOR. Na svém červencovém zasedání ECB zvýšila sazby o 0,5 procentního bodu a po více než osmi letech tak její depozitní sazba vystoupila ze záporného pásma. Na zářijovém zasedání trh očekává zvýšení rovněž o 0,5 procentního bodu. ECB se potýká také s rizikem fragmentace trhů, neboť se zvyšují rozdíly mezi výnosy německých dluhopisů a dluhopisů jižních zemí eurozóny (zejména Itálie). ECB proto na červencovém zasedání zároveň představila nový nástroj napomáhající efektivní transmissi měnové politiky (Transmission Protection Instrument, TPI). Aktivace tohoto programu nákupů aktiv bez pevně definovaného klíče závisí na rozhodnutí ECB.

Graf I.7

**Do tržního výhledu rostoucích úrokových sazeb se promítá očekávaná reakce ECB na zvyšující se inflační tlaky**

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



## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2022	2023	2024	
<b>HDP</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>2,1</b> (0,1)	<b>1,3</b> (-1,5)	<b>2,5</b> -	Zhoršuje se růstový výhled na přelomu let 2022 a 2023, a to v souvislosti s rychlejší vyčerpáním pandemických úspor při vyšších než dosud očekávaných cenách energií.
<b>Spotřebitelské ceny</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>8,2</b> (0,3)	<b>3,9</b> (1,0)	<b>1,8</b> -	Predikce spotřebitelské inflace se zvyšuje především v důsledku výraznějšího nárůstu cen potravin a déletrvajícího napětí v globálních distribučních řetězcích.
<b>Ceny výrobců</b> (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	<b>30,9</b> (3,2)	<b>5,6</b> (2,5)	<b>-0,1</b> -	Do zvýšení výhledu cen výrobců se promítají vyšší výhledy cen energetických komodit a slabší kurz eura vůči dolaru společně s déletrvajícími problémy v dodavatelských řetězcích.
<b>Cena ropy Brent</b>	USD/barel	<b>103,1</b> (2,6)	<b>90,3</b> (-2,2)	<b>83,4</b> -	Výhled ceny ropy zůstává silně klesající, pro příští rok jeho snížení odráží větší zpomalení globálního ekonomického růstu.
<b>3M EURIBOR</b>	% procentní body	<b>0,2</b> (0,3)	<b>1,5</b> (0,4)	<b>1,6</b> -	Očekávaná úroveň tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se posouvá výše v důsledku avizované výraznější reakce ECB na rychleji rostoucí inflaci.
<b>Měnový kurz</b>	USD/EUR	<b>1,08</b> (-0,03)	<b>1,09</b> (-0,04)	<b>1,13</b> -	Kurz eura vůči USD je na výhledu mírně slabší vlivem relativně rychlejšího zpříšňování měnové politiky v USA a zvýšených obav o vývoj hospodářské situace v Evropě.

Poznámka: v závorkách změny oproti minulé prognóze (zelený štítek označuje nárůst hodnoty, resp. posun ke slabšímu kurzu dolaru, červený štítek označuje snížení hodnoty, resp. posun k silnějšímu kurzu dolaru)



## II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

V celoročním úhrnu letos růst HDP zpomalí. Na přelomu roku dokonce dojde k meziročnímu poklesu domácí ekonomické aktivity, která se v mezičtvrtletním vyjádření sníží již během léta. Významně k tomu přispěje propad spotřeby domácností v návaznosti na pokles jejich reálných příjmů, který bude vyvolán rychlým růstem životních nákladů. Podniky budou v podmínkách vysoké nejistoty omezovat investice, a to vlivem zhoršené finanční situace odrážející dále rostoucí náklady na energie, suroviny a materiály, stejně jako z důvodu utlumení domácí poptávky. Ta jim již neumožní promítat rostoucí náklady do cen tak silně jako doposud. Tuzemský vývoz zůstane v důsledku citelného zpomalení poptávky v eurozóně a přetrvávajících problémů ve výrobních a dodavatelských řetězcích dočasně utlumený a podniky budou nuceny ke zvýšené tvorbě zásob. Příspěvek čistého vývozu k hospodářskému růstu bude letos nicméně mírně kladný vlivem citelného zchlazení domácí poptávky. Dosavadní přehřívání české ekonomiky v letošním roce rychle odezní. Napětí na trhu práce se dále poněkud zmírní z důvodu utlumení růstu domácí ekonomické aktivity a pokračujícího zapojování ukrajinských uprchlíků do pracovního procesu. Míra nezaměstnanosti zůstane na velmi nízké úrovni, byť mírně vzroste. Růst fundamentálních mezd po dočasném zpomalení v letošním druhém pololetí opětovně zrychlí, avšak až do poloviny příštího roku bude zaostávat za růstem inflace.

**Brzdou tuzemského ekonomického růstu bude v nejbližších čtvrtletích zhoršení sentimentu a finanční situace českých firem i domácností, a to vedle přetrvávajících problémů v globálních řetězcích, umocněných válkou na Ukrajině**

Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích nadále přetrvávají a citelně zasahují domácí průmyslově orientovanou ekonomiku. Jejich intenzita navíc vzrostla kvůli válce na Ukrajině, zavedení sankcí vůči Rusku a souvisejícímu zpřetrhání řady obchodních vazeb. Nedostatek materiálů převážně v průmyslové výrobě bude brzdit ekonomiku i ve druhé polovině letošního roku (Graf II.1). Prognóza předpokládá, že problémy v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích se budou pozvolna zmírňovat, přičemž zcela odezní v polovině roku 2023.

Růst hrubého domácího produktu v celoročním úhrnu letos zvolní ke 2 % (Graf II.2).<sup>5</sup> V roce 2023 dynamika HDP dále zpomalí na zhruba 1 % a v roce 2024 zrychlí ke 4 %.

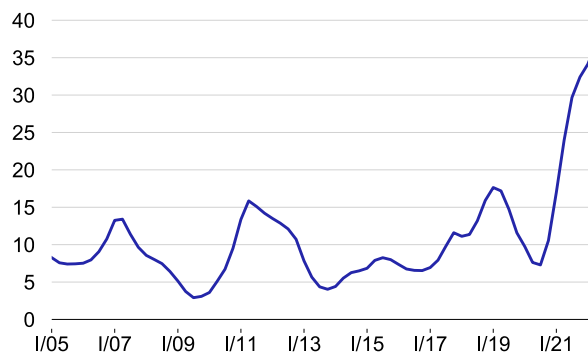
**Spotřeba domácností letos poklesne z důvodu hlubokého propadu jejich reálných příjmů i sentimentu a s přispěním zvýšených úrokových sazeb**

Od letošního druhého čtvrtletí začne spotřeba domácností meziročně klesat (Graf II.3). Aktuálně nepříznivý

Graf II.1

**Nedostatek materiálů a komponent nadále výrazně limituje domácí průmyslovou produkci**

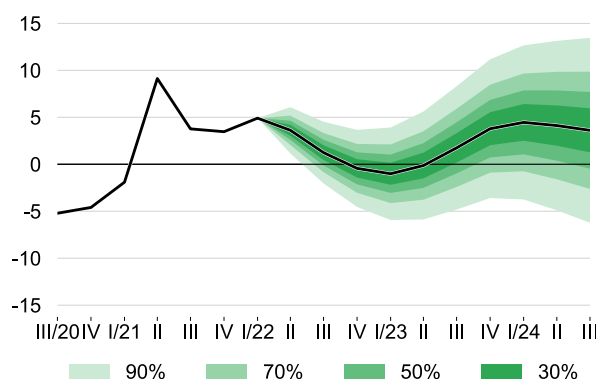
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatek materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf II.2

**Ekonomika ve druhé polovině letošního roku klesne, v příštím roce se její růst obnoví**

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



<sup>5</sup> Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl ve druhém čtvrtletí 2022 český HDP mezičtvrtletně o 0,2 % a meziročně o 3,6 %, což je v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 29. července 2022.

spotřebitelský apetit<sup>6</sup> se v návaznosti na propadající se kupní sílu domácností dále zhorší. Rychle rostoucí nezbytné výdaje spojené s bydlením (zejména za energie) přitom současně odčerpají poslední zbytky úspor domácností nuceně vytvořených během pandemie, resp. jejich části určené k utrácení formou odložené spotřeby (Graf II.4). Větší část těchto „covidových“ úspor přitom domácnosti rozpustily již v loňském roce. Jejich další část utratily během první poloviny letošního roku, což tlumilo vliv propadu reálných příjmů (Graf II.5). Utrácení domácností bude brzděno také zvýšenou úrovní úrokových sazeb. V celoročním úhrnu spotřeba domácností letos výrazně poklesne.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností bude letos tažen zejména příspěvkem mezd a platů (Graf II.6), který odráží i nadále silnou poptávku na trhu práce. K udržení svižného tempa růstu příjmů domácností přispěje rovněž opakovaná valorizace důchodů a řada podpůrných fiskálních opatření, například úsporný energetický balíček.

Vlivem vysoké inflace se však budou reálné příjmy domácností až do poloviny příštího roku snižovat. Reálná spotřeba tak bude meziročně klesat i v prvním pololetí 2023. Poté se finanční situace domácností zlepší s tím, jak bude docházet k výraznému poklesu inflace a bude zrychlovat mzdový růst. To povede k obnovení růstu soukromé reálné spotřeby. Ta přesto kvůli slabému prvnímu pololetí v úhrnu za celý rok 2023 mírně poklesne a k jejímu zvýšení dojde až v roce 2024.

### Míra úspor letos rychle klesne k předpandemické úrovni

Zlepšení spotřebitelského sentimentu v roce 2021 v návaznosti na postcovidové otevírání ekonomiky vedlo k postupnému snižování míry úspor. Ve svém poklesu bude míra úspor pokračovat i nadále, k čemuž přispěje utrácení zbývajících částí nuceně vytvořených úspor, mimo jiné i z důvodu zvýšených účtů za energie. Míra úspor se tak během letošního roku sníží zhruba k úrovni před covidem. Zde setrvá i ve zbytku prognostického horizontu.

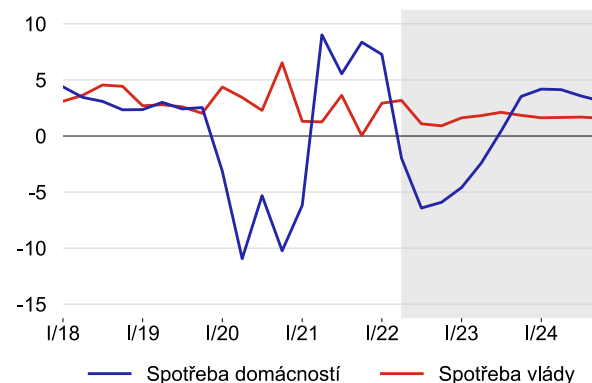
### Zpomalení růstu zahraniční poptávky a přetrvávající nedostatek součástek a materiálů umocněný válkou se letos projeví v nevýrazné dynamice vývozu a vysoké tvorbě zásob

Vývozně orientovaná část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) nadále čelí problémům v dodávkách výrobních vstupů (Graf II.1). Tyto obtíže začátkem letošního roku ještě zesílily po vypuknutí válečného konfliktu na Ukrajině, s ním souvisejícím

Graf II.3

### Spotřeba domácností bude klesat až do poloviny příštího roku, spotřeba vlády naopak setrvale poroste

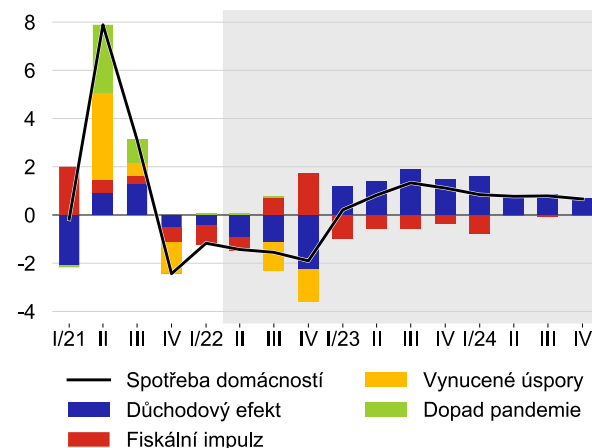
spotřeba domácností a vlády, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

### Spotřebu domácností letos nepříznivě ovlivní hluboký propad jejich reálných příjmů a vyčerpání polštáře vynucených úspor

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



Poznámka: Důchodový efekt odráží vývoj reálných příjmů (včetně mezd a platů) i cen energetických komodit. „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.).

<sup>6</sup> Dle červencových dat z konjunkturálního průzkumu dosáhla úroveň spotřebitelského sentimentu historického minima. Podnikatelský sentiment se naopak udržuje nad předpandemickou úrovní.



zavedením ekonomických sankcí vůči Rusku a zpřetrháním většiny obchodních vazeb mezi Evropskou unií a Ruskou federací. Domácí vývozci navíc letos nemohou spoléhat na významné přesměrování svých aktivit na nová exportní teritoria, neboť růst globální poptávky citelně zpomalí. Vedle toho se vlivem obav ze zpomalení světové ekonomiky zbrzdí i dosud slibné, byť křehké zotavování cestovního ruchu (vývozu služeb), který tak po dopadech pandemie dostane další úder.

Z pohledu metodiky národního účetnictví bude letos dynamika vývozu podpořena i výdaji uprchlíků z Ukrajiny na českém území, neboť ti jsou pro tyto účely považováni za nerezidenty (de facto za turisty). Jejich spotřeba v České republice je tedy vykazována jako český vývoz a nikoliv (jako u rezidentů) jako spotřeba domácností. Prognóza předpokládá, že jejich výdaje na čtvrtletní bázi vystoupají až k 11 mld. Kč během letošního léta a na této úrovni se udrží na celém zbytku horizontu prognózy.

V průběhu příštího roku se vlivem zrychlujícího ekonomického růstu v zahraničí vývoz rychle zotaví (Graf II.7). Přispěje k tomu i odeznění problémů v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích, které dále podpoří exportní výkonnost českého hospodářství. Vývoz tak v roce 2023 vzroste o více než 7 % a jeho růst bude svižný i v roce 2024.

Letos bude i přes utlumený růst vývozu příspěvek čistého vývozu k růstu HDP mírně kladný. Vlivem zvolnění růstu dovozně náročných fixních investic a propadu spotřeby domácností totiž zeslábně dovoz, jehož výpadek bude v porovnání s vývozem větší. V příštím roce pak bude díky zmíněnému oživení exportního výkonu ekonomiky růstový příspěvek čistého vývozu výrazně kladný, což bude platit i pro rok 2024 (Graf II.7).

**Fixní investice počátkem letošního roku solidně rostly, jejich dynamika však zvolní zejména vlivem ochlazení zahraniční poptávky a zhoršení finanční situace podniků**

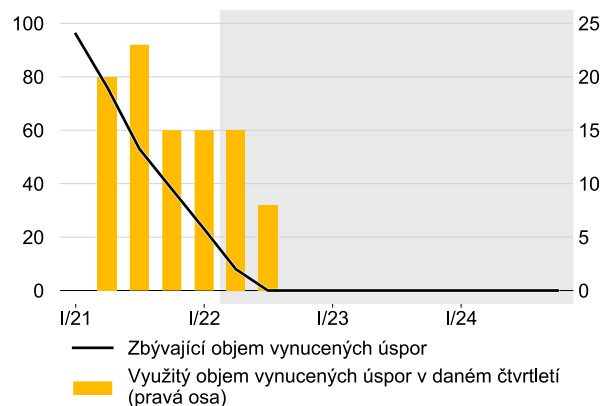
Prostor pro zvyšování investiční aktivity se podnikům od loňského podzimu vlivem zdražování výrobních vstupů (zejména energií) zmenšuje. V podmínkách meziročně takřka stagnujícího hrubého provozního přebytku byl i přesto růst fixních investic na začátku letošního roku solidní. V tom se patrně odráželo dobíhání investic realizovaných po covidovém útlumu a pokračující automatizace a robotizace výroby.

Finanční situace podniků se ve druhé polovině letošního roku zhorší. Nadále se na tom budou podílet hlavně rychle rostoucí ceny energií. Investice do obnovy a rozšiřování výroby budou odkládány v obavách z citelného ochlazení zahraniční poptávky a vlivem zvýšené nejistoty v souvislosti s probíhajícím válečným konfliktem. V téže směru se projeví rovněž zvýšené úrokové sazby, stejně jako přetrvávající poruchy ve výrobních a dodavatelských řetězcích, přičemž jejich

Graf II.5

### Zbývající část vynucených úspor domácností z doby pandemie se letos rychle vyčerpá

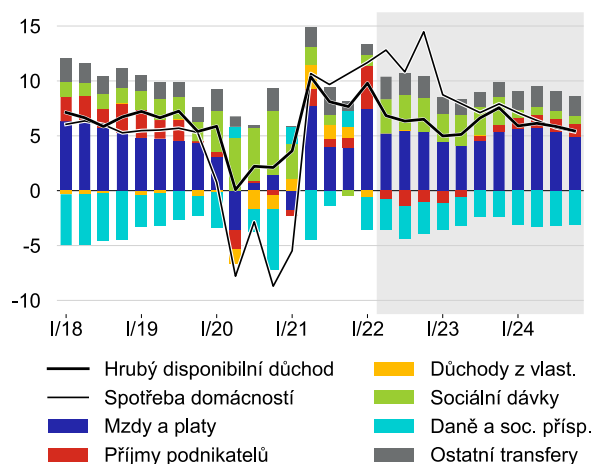
spotřební vydání domácností v mld. Kč, stálé ceny, sloupce odpovídají vynuceným úsporám v grafu II.4



Graf II.6

### Růst disponibilního důchodu letos zvolní, zejména kvůli sníženému příspěvku mezd a platů a příjmů podnikatelů

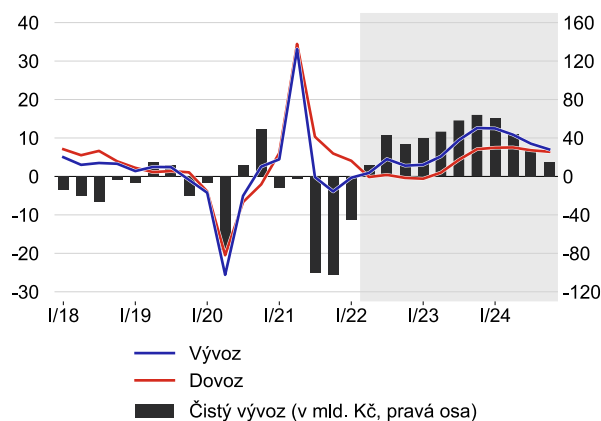
spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno



Graf II.7

### Vývoz i dovoz budou letos utlumené

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



negativní vliv se bude postupně zmírňovat. Podnětem pro investiční aktivitu naopak budou z počátku plné zakázkové knihy řady podniků a již zmíněná dlouhodobá potřeba automatizace, robotizace a digitalizace. V souhrnu bude letos dynamika soukromých fixních investic kladná, avšak postupně zpomalující. Vládní investice budou v reálném vyjádření i přes finanční podporu z fondů EU a programů NGEU naopak utlumené po celý letošní rok (Graf II.8).

V příštím roce se s odezněním obtíží v globálních řetězcích a se zrychlením růstu zahraniční poptávky bude dynamika soukromých fixních investic zvyšovat. Také vládní investice opět znatelně porostou, neboť je vedle čerpání evropských peněz podpoří i nákup vojenských vrtulníků.<sup>7</sup> Celkové fixní investice tak příští rok vzroste zhruba o 4 %. V roce 2024 jejich růst dosáhne dlouhodobě rovnovážných 3 %.

V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob až do poloviny příštího roku nad svou dlouhodobou úroveň, přičemž bude klesat jen postupně (Graf II.9). S odezněním výpadků v dodávkách bude následně možné zkompletovat rozpracovanou a dříve nuceně naskladněnou výrobu a vyvézt produkci do zahraničí. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu tak letos zůstane vlivem růstu fixních investic kladná. Se zrychlením rozpouštění naakumulovaných zásob přejde následně do poklesu.

**Fiskální politika bude z důvodu ukončování podpůrných covidových programů letos lehce tlumit růst HDP, a to i přes výdaje související s příchodem ukrajinských uprchlíků či úsporný energetický balíček**

Růst reálné spotřeby vlády v loňském roce výrazně zvolnil (Graf II.3). To bylo dáno omezením či ukončením výdajů spojených s pandemií, zejména v oblasti zdravotnictví. V letošním roce reálná spotřeba vlády v celoročním úhrnu vzroste téměř o 2 %. Na jejím pokračujícím růstu se bude podílet navýšení výdajů zejména ve zdravotnictví a školství souvisejících s příchodem ukrajinských uprchlíků. V nominální spotřebě vlády se navíc projeví očekávané navýšení mezd a platů (podrobněji viz dále v textu).

Fiskální impuls bude letos růst HDP mírně tlumit (Graf II.10). To bude dáno odezníváním velké části podpůrných programů, které napomáhaly zotavování ekonomické aktivity po většinu loňského roku. Restriktivní dopad spojený s letošním ukončováním těchto programů však bude zčásti vyvažován velkým množstvím opatření jak na příjmové, tak na výdajové straně veřejných rozpočtů.<sup>8</sup> Prognóza zahrnuje schválenou

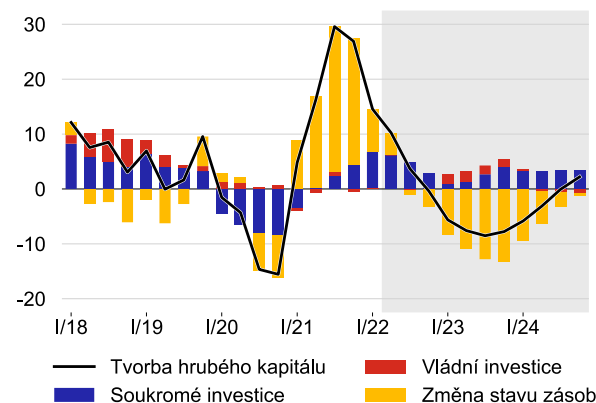
<sup>7</sup> Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením do celého roku 2023.

<sup>8</sup> Mezi tato opatření patří další zvýšení slevy na poplatníka, lednová nadstandardní valorizace důchodů, zvýšené dotace

Graf II.8

**Přetrvávající problémy v rámci globálních řetězců letos povedou k nadále vysoké tvorbě zásob a ke zpomalení růstu soukromých fixních investic, vládní investiční výdaje budou kolísat**

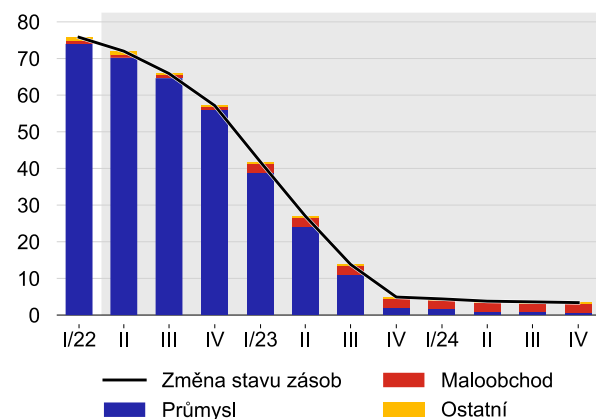
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

**Tvorba zásob zůstane až do poloviny letošního roku poblíž extrémních hodnot a poté bude jen postupně klesat**

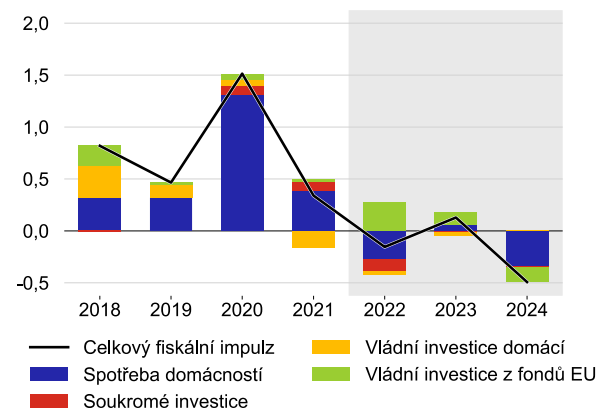
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.10

**Fiskální politika bude letos – i přes mimořádné výdaje spojené s uprchlíky a energetickou krizí – růst HDP mírně tlumit z důvodu odeznění covidových podpůrných programů, v příštím roce naopak nepatrně stimulovat**

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



pomoc domácnostem a firmám v souvislosti s prudkým zdražováním cen energií.<sup>9</sup> Tato opatření budou v platnosti až do příštího roku, kdy bude fiskální impulz přispívat k růstu HDP mírně kladně.<sup>10</sup> S jejich ukončením bude fiskální impulz dynamiku HDP v roce 2024 opětovně celkem znatelně tlumit.

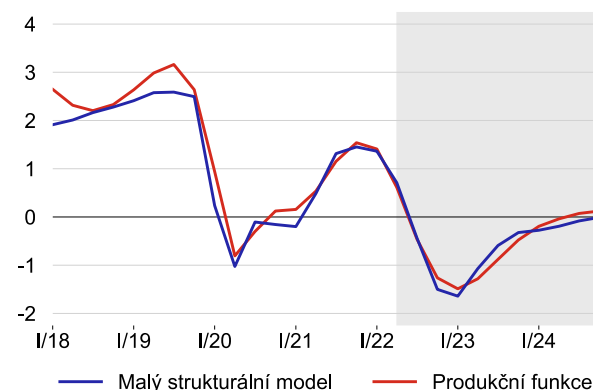
### Dosavadní přehřívání české ekonomiky v letošním druhém pololetí rychle odezní

Zpomalení hospodářského růstu v letošním roce povede k rychlému uzavření kladné mezery výstupu a následně se ekonomika přechodně dostane pod svůj potenciál (Graf II.11). Vše bude probíhat při pokračujících nabídkových omezeních, která letos zbrzdí dynamiku potenciálního produktu. Od druhého pololetí příštího roku, tedy s výrazným poklesem inflace a oživením domácí poptávky, se ekonomika při odeznívání problémů v globálních řetězcích vrátí k růstu tempem převyšujícím dynamiku potenciálu. Mezera výstupu se tak během roku 2024 zdola uzavře.

Graf II.11

**Dosavadní přehřívání ekonomiky v letošním druhém pololetí rychle odezní a ekonomika se bude přechodně nacházet pod svým potenciálem**

mezera výstupu v % potenciálního produktu



na obnovitelné zdroje energie, urychlené čerpání investic z fondů EU, výdaje na pomoc uprchlíkům z Ukrajiny, dočasné snížení spotřební daně na naftu a benzín a také snížení silniční daně kvůli rostoucím cenám pohonných hmot a opatření z tzv. balíčku rodinné pomoci. Ten zavádí jednorázový příspěvek 5 000 Kč na děti domácností s ročním příjmem do 1 mil. Kč, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a podporu zkrácených úvazků a dětských skupin.

9 Energetické kompenzace dosahují celkového objemu cca 65 mld. Kč. Zahrnují dočasné odpuštění poplatku na obnovitelné zdroje energií, zavedení úsporného energetického tarifu pro domácnosti na elektřinu, plyn a domovní kotelny, podporu centrálního topení a dotace vybraným firmám.

10 Nad rámec energetického balíčku je impulz v příštím roce pozitivně ovlivněn zvýšením limitů pro registraci plátců DPH a paušální režim daně.

## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2022	2023	2024	
<b>HDP</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,3</b> (1,5)	<b>1,1</b> (-2,5)	<b>3,8</b> -	Výhled růstu HDP se pro letošek posouvá výše kvůli lepším než očekávaným údajům z počátku roku, v příštím roce bude naopak výrazně nižší vlivem výraznějšího ochlazení domácí poptávky.
<b>Spotřeba domácností</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>-2,0</b> (-2,1)	<b>-0,8</b> (-2,7)	<b>3,7</b> -	Výhled růstu spotřeby domácností se snižuje z důvodu hlubšího poklesu reálného objemu mezd a platů i citelnějšího zhoršení sentimentu.
<b>Spotřeba vlády</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>2,0</b> (0,3)	<b>1,8</b> (0,0)	<b>1,6</b> -	Prognóza spotřeby vlády se letos přehodnocuje lehce výše zejména vlivem očekávaného výraznějšího růstu náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru, pro rok 2023 se nemění.
<b>Tvorba hrubého fixního kapitálu</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>5,1</b> (5,3)	<b>3,9</b> (-0,6)	<b>2,9</b> -	Letošní vyšší dynamika investiční aktivity zohledňuje revize dat a solidnější údaje z počátku roku, v příštím roce se posouvá níže kvůli slabší zahraniční poptávce.
<b>Čistý vývoz</b>	přísp. k růstu HDP procentní body	<b>0,7</b> (0,2)	<b>3,5</b> (-0,6)	<b>2,4</b> -	Vlivem mírně vyššího vývozu a výraznějšího výpadku domácí poptávky je letos příspěvek čistého vývozu k růstu HDP lehce vyšší, v příštím roce bude jeho příspěvek naopak mírnější.
<b>Zaměstnanost</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>1,1</b> (-1,3)	<b>0,7</b> (-0,5)	<b>0,8</b> -	Nižší dynamika zaměstnanosti v nové prognóze je letos dána především metodicky (nezapočítáním vlivu uprchlíků z Ukrajiny), v roce 2023 se projeví nižší ekonomická aktivita.
<b>Nezaměstnanost (ILO)</b>	% procentní body	<b>2,5</b> (0,0)	<b>2,7</b> (0,1)	<b>2,7</b> -	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se téměř nemění.
<b>Průměrná měsíční nominální mzda</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>4,5</b> (-0,1)	<b>6,2</b> (1,2)	<b>7,5</b> -	Vyšší mzdová dynamika v roce 2023 bude odrážet výraznější kompenzaci propadu reálných příjmů z letošního roku vlivem vyšší a setrvačnější inflace ve srovnání s jarní prognózou.

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

## Napětí na trhu práce se dále postupně zmírní

Trh práce se pohledem souhrnného indikátoru LUCI i přes pozvolné ochlazování nachází v mírně napjatém módu, tedy lehce nad svou rovnovážnou úroveň. K tomu přispívá především vývoj v jeho reálné části (Graf II.12). Ve zbytku letošního roku se napětí na trhu práce ještě dále lehce sníží. Podstatným faktorem za tímto vývojem je příchod uprchlíků z Ukrajiny a jejich částečné zapojení do pracovního procesu. To snižuje převis poptávky po práci nad její nabídkou. Napětí na trhu práce současně snižuje výrazný pokles reálných mezd.

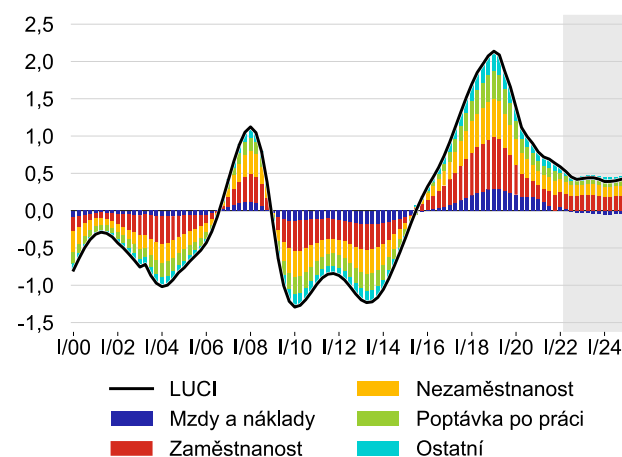
## Reálné příjmy se výrazně propadnou, neboť tempo růstu nominálních mezd bude výrazně zaostávat za inflací

Mzdový vývoj v tržních odvětvích je nadále ovlivněn jednorázovými faktory i efekty srovnávací základny<sup>11</sup>,

Graf II.12

## Trh práce se letos pohledem indikátoru LUCI dále mírně zchladí, i tak ale zůstane silný

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



<sup>11</sup> Jedná se především o statistické efekty plynoucí z výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetřovné či náhradu mzdy v případě karantény v roce 2021. 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 roku

kteří ztlačí rozkolísávání meziroční mzdovou dynamiku až do poloviny letošního roku (k úplnému odeznění statistických efektů v meziroční dynamice pak dojde počátkem příštího roku). Z hlediska ekonomické interpretace mzdového růstu tak má smysl sledovat spíše odhadovaný růst fundamentálních mezd (Graf II.13).

Ani přes stále solidní poptávku po práci v první polovině letošního roku se inflace letos výrazněji nepromítne do dynamiky mezd. Firmy čelí vysokým cenám energií a zároveň pokračujícím problémům v globálních řetězcích, které ještě prohloubila válka na Ukrajině. To výrazně snižuje prostor pro možné navýšení mezd. K jejich umírněné dynamice přispívá také příchod velkého počtu válečných uprchlíků. Občané Ukrajiny nově zapojení do trhu práce snižují průměrnou mzdou přes tzv. kompoziční efekt, tedy tím, že obsazují pozice s převážně podprůměrnou odměnou.<sup>12</sup> Zároveň zvýšená nabídka práce ze strany uprchlíků posiluje konkurenci. Mzdová dynamika se začne výrazněji zvyšovat až v průběhu roku 2023, kdy bude zaměstnancům – v návaznosti na opětovné oživení růstu hospodářské aktivity, odeznění problémů v globálních řetězcích i deeskalaci válečného konfliktu – firmami částečně zpětně „kompenzován“ letošní propad reálných příjmů. V návaznosti na jednání tripartity prognóza také předpokládá zvýšení minimální mzdy od 1. ledna 2023 o 1 000 Kč.

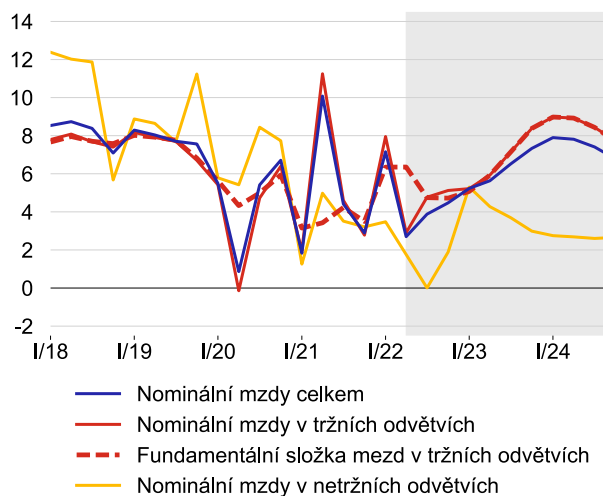
Platy v netržních odvětvích porostou v následujících letech sníženým tempem ve srovnání s předpandemickou dobou. Dle státního rozpočtu dojde v roce 2022 k 2% růstu platů pedagogů a k plošnému zvýšení platů pro složky integrovaného záchranného systému a pracovníky v sociálních službách o 700 Kč. Prognóza také zohledňuje pravděpodobné navýšení mezd o 10 % pro pracovníky s nejnižšími příjmy v tzv. první platové skupině (nepedagogičtí pracovníci ve školství, zaměstnanci, kteří nejsou pod státní službou, oblast kultury a další), které by mělo být v platnosti od 1. září 2022 a mělo by se týkat asi 300 tisíc zaměstnanců. Zbylým zaměstnancům ve státním sektoru by měly být mzdy do konce roku zmrazeny. V roce 2023 prognóza v souladu s dostupnými informacemi očekává mírný plošný růst.

Také růst objemu mezd a platů je ovlivněn příchodem občanů Ukrajiny, neboť zvýšení přepočteného počtu

Graf II.13

**Fundamentální mzdový růst v příštích letech ztlačí, a bude tak částečně kompenzovat svůj předchozí reálný pokles**

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.**

2021 (podobně jako v závěru let 2020 a 2021) byly navíc vyplaceny mimořádné „covidové“ odměny ve zdravotnictví. Uvedené vlivy se projeví zejména v loňském druhém čtvrtletí, kdy statisticky vykázaný meziroční růst mezd v tržních odvětvích výrazně zrychlil vlivem odeznění záporných statistických efektů z roku 2020 v kombinaci s výplatou zmíněných mimořádných odměn ve zdravotnictví.

12 Postavením Ukrajinců na českém pracovním trhu se zabýval [box v ZoMP jaro 2022](#).



zaměstnanců tlačí na růst mzdového balíku.<sup>13</sup> V reálném vyjádření objem mezd a platů v roce 2022 hluboce poklesne (Graf II.14), což bude dáno výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za vysokou inflací. Až s postupným snižováním inflace v první polovině příštího roku, pominutím problémů v globálních řetězcích a odezněním energetické krize dojde k obnovení růstu reálného mzdového objemu, což podpoří oživení spotřeby domácností.

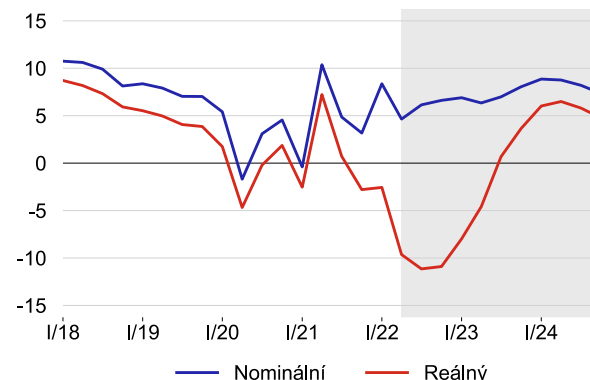
### Zaměstnanost i nadále poroste, dojde pouze k mírnému snížení její dynamiky v návaznosti na utlumenou ekonomickou aktivitu

Mírný růst zaměstnanosti v podmínkách pokračující solidní poptávky firem po práci bude v letošním roce pokračovat (Graf II.15). Z hlediska struktury bude růst celkové zaměstnanosti tažen zejména zvyšujícím se počtem zaměstnanců, avšak postupně poroste i počet podnikatelů. I přes mírný pokles ekonomické aktivity nebude docházet k výraznému propouštění, protože firmy budou raději držet i méně produktivní zaměstnance, než aby posléze opětovně podstupovaly vysoké náklady spojené s najímáním nových. Příchod Ukrajinců se ve statistikách VŠPS neprojeví, neboť povaha tohoto šetření to prakticky neumožňuje.<sup>14</sup> Zvýšení zaměstnanosti pro nejbližší měsíce naznačují také některé vysokofrekvenční a předstihové indikátory<sup>15</sup> nebo šetření Evropské komise. V souvislosti se zvýšenou nabídkou práce však došlo ke změně chování zaměstnavatelů, kteří na Úřadech práce hlásí výrazně méně nových volných pracovních míst, než tomu bylo v minulosti. Obecná míra nezaměstnanosti bude letos zhruba stagnovat. Od konce roku se začne sice lehce zvyšovat, zůstane však stále velice nízká, a to z historického pohledu i v mezinárodním srovnání. Tento vývoj bude pokračovat i v následujících letech. Podobný vývoj prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob.

Graf II.14

**Dynamika reálného objemu mezd a platů bude v nejbližších čtvrtletích vlivem vysoké inflace hluboce záporná, a povede tak k utlumenému vývoji spotřeby domácností**

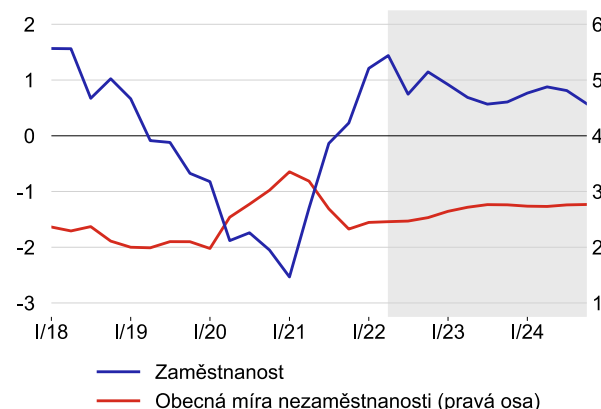
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.15

**Migrace z Ukrajiny se ve statistikách zaměstnanosti a nezaměstnanosti neprojeví, vývoj tak bude odrážet stále solidní poptávku po práci, míra nezaměstnanosti vzroste jen nevýznamně**

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



<sup>13</sup> Brzdící vliv bude naopak mít výše zmíněný efekt nižší průměrné mzdy ukrajinských pracovníků.

<sup>14</sup> Šetření VŠPS probíhá formou dotazování v domácnostech a případně dalších ubytovacích zařízeních, přičemž četnost kontaktu se zahraničními respondenty je podstatně nižší než s českými respondenty.

<sup>15</sup> Podle Google Trends je skóre témat „nezaměstnanost“ i „podpora v nezaměstnanosti“ relativně nízké. Index očekávané zaměstnanosti společnosti ManpowerGroup se nachází na historických maximech.



### III. INFLACE

*Inlace během léta dále vzroste a s výrazným přispěním všech složek dosáhne ve třetím čtvrtletí v průměru přibližně 20 %. V jádrové inflaci se bude nadále projevovat silná dynamika produkčních cen v tuzemsku i v zahraničí a kulminující domácí poptávkové tlaky. Razantně rostoucí účty za energie spojené s bydlením se projeví v dalším bezprecedentním zrychlení růstu regulovaných cen. Výrazný růst cen agrárních komodit povede k dalšímu zdražování potravin. Ve druhém čtvrtletí letošního roku vrcholily rekordně silné nákladové tlaky tažené dovozními cenami i domácí ekonomikou. Ve zbytku roku se již budou i díky předchozímu zpřísnění měnové politiky celkové inflační tlaky snižovat, přičemž bude odeznívat aktuálně vysoký růst dovozních cen, mzdový vývoj nebude eskalovat a marže výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb poklesnou. V příštím roce se nákladové tlaky s přispěním většiny složek dále zmírní a inflace bude rychle klesat. K tomu podstatným způsobem přispěje i dosavadní růst úrokových sazeb. V roce 2024 se celková i měnověpolitická inflace sníží do blízkosti 2 % cíle ČNB.*

**Silné celkové nákladové tlaky na jaře kulminovaly, po celý letošní rok však zůstanou mimořádně vysoké, s odezníváním rychlého růstu dovozních cen budou slábnout**

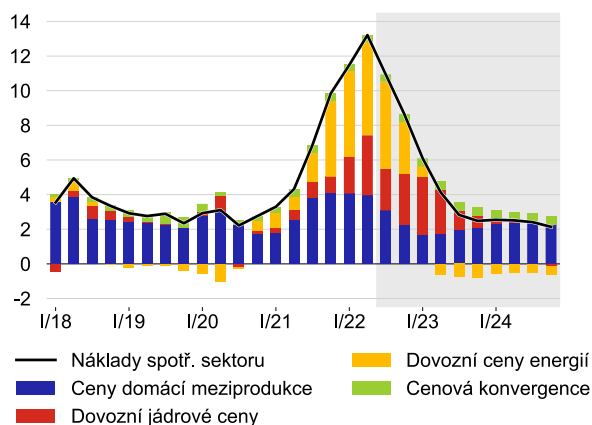
Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru ve druhém čtvrtletí 2022 znatelně zrychlila zejména vlivem další akcelerace růstu dovozních cen (Graf III.1). Zesilující příspěvek dovozních cen energií odrážel především další zdražení plynu a elektřiny na světových burzách. Vzrostl také příspěvek jádrové složky dovozních cen kvůli zesilujícímu růstu cenového jádra zahraničních výrobců. Do jeho zvyšující se dynamiky se promítly přetrvávající obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. Na rozdíl od letošního prvního čtvrtletí nebyl růst cen zahraničních výrobců tlumen posílením kurzu koruny. Ten zůstal zhruba stabilní, což také přispělo ke zvýšení růstu dovozních cen, resp. celkových nákladů. K vysokému růstu nákladů nadále podstatným způsobem přispívala i domácí ekonomika.

Dosud zrychlující a mimořádně silné nákladové tlaky se začnou ve druhé polovině letošního roku zmírňovat. To bude způsobeno snížením tempa růstu dovozních cen a cen domácí meziprodukce. V příštím roce se nákladové tlaky dále sníží. Jejich dynamiku totiž začne postupně tlumit záporný příspěvek dovozních cen energií související s očekávanou částečnou korekcí vysokých cen na komoditních burzách. Proti výraznějšímu snížení nákladů však bude v první polovině roku 2023 působit mírné zrychlení růstu jádrových dovozních cen způsobené zejména předchozím oslabením kurzu koruny. Ve druhé polovině roku 2023 se pak růst jádrových dovozních cen opět zmírní v návaznosti na ustálení kurzu koruny vůči euru. To přispěje k dalšímu zmírnění dynamiky celkových nákladů, která se tak na konci roku 2023 shora přiblíží ke 2 %. Zde setrvá i v roce 2024.

Graf III.1

**K výraznému zvýšení nákladových tlaků ve druhém čtvrtletí dominantně přispěly dovozní ceny, růst nákladů se však postupně zmírní s přispěním většiny složek**

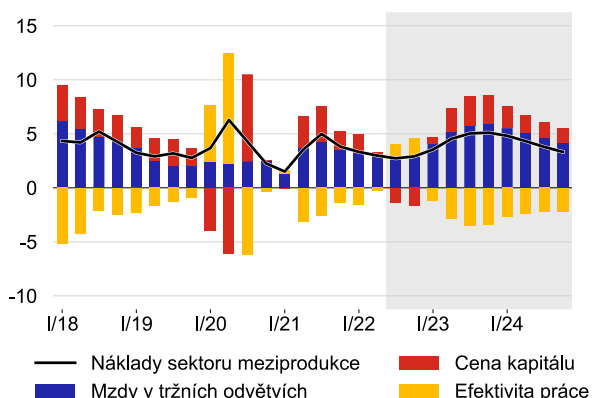
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.2

**Domácí nákladové tlaky letos zvolní, ale v příštím roce opětovně zesílí zejména vlivem zrychlující mzdové dynamiky**

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



### Domácí nákladové tlaky se v první polovině letošního roku zmírnily, v příštím roce však opět začnou zesilovat

K pozvolnému zmírnění dynamiky domácích nákladů (Graf III.2) přispěl dočasně snížený mzdový růst. Z důvodu ochlazení ekonomické aktivity ve druhém čtvrtletí 2022 se navíc výrazně zmírnil kladný příspěvek ceny kapitálu. Souběžně docházelo ke zvolňování růstu efektivity práce.

Domácí nákladové tlaky zůstanou ve druhé polovině letošního roku zhruba stabilní. Mzdová dynamika zůstane solidní. V návaznosti na znatelný mezičtvrtletní pokles ekonomické aktivity především v důsledku snižující se domácí poptávky přejde příspěvek ceny kapitálu do záporných hodnot. Zhoršená efektivita práce se naopak projeví proinflačně. S dalším utlumením ekonomické aktivity se záporný příspěvek ceny kapitálu ještě lehce prohloubí, a to z důvodu citelného poklesu reálných příjmů domácností v prostředí zvyšujících se nákladů na bydlení a vysoké inflace.

V roce 2023 bude příspěvek mezd k růstu domácích nákladů postupně zesilovat v souvislosti se snahou o alespoň částečné zpětné dorovnání poklesu reálných příjmů z letošního roku. Do mzdových nákladů se také promítne předpokládané navýšení minimální mzdy od 1. ledna 2023 o 1 000 Kč. Začátkem příštího roku se příspěvek ceny kapitálu v podmínkách obnovujícího se ekonomického růstu a zlepšující se situace v průmyslu opět překloupí do proinflačního působení. Spolu s tím se obnoví i růst efektivity práce, který začne nákladové tlaky opětovně tlumit. Po oživení ekonomiky v příštím roce dojde k její stabilizaci v roce 2024, což povede i k postupnému zmírnění domácích nákladových tlaků směrem k jejich rovnováze.

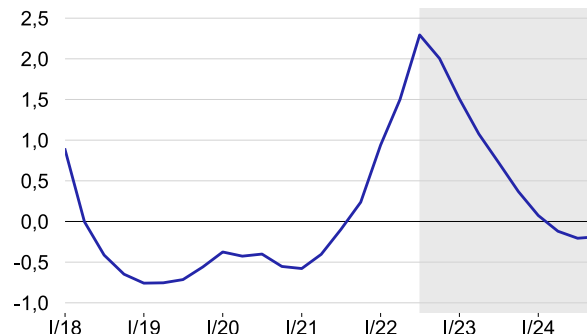
### Proinflační působení mezery marží ovlivňované domácí poptávkou začne na podzim odeznívat vlivem předešlého zpříšňování měnové politiky

Domácí poptávkové tlaky budou do letošního podzimu přispívat k dalšímu růstu cen s tím, jak se kladná mezera marží ve spotřebitelském sektoru krátkodobě ještě dále zvýší (Graf III.3). Zvyšování cen nad rámec růstu nákladů domácími výrobci, prodejci a poskytovateli služeb umožní doznívající solidní domácí poptávka podpořená využitím zbývajících vynucených úspor a stále silným trhem práce. Ke konci letošního roku se však mezera marží začne uzavírat. Bude to důsledkem výrazného ochlazení spotřeby, v němž se odrazí propad reálných příjmů a dosavadní zpříšňování měnové politiky. Zvýšené domácí úrokové sazby budou tlumit spotřebitelský apetit a prodejci budou muset při nižší poptávce své ziskové marže postupně snížit zpět na jejich obvyklou úroveň. To přispěje ke zpomalování inflace.

Graf III.3

**Vysoce kladná mezera marží se začne rychle uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky, k němuž napomůže i dosavadní zpříšňování měnové politiky**

mezera marží u spotřebních statků v %

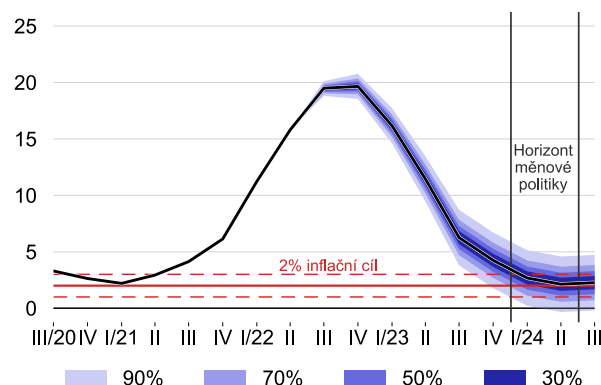


**Marže ve spotřebitelském sektoru představují rozdíl mezi cenou a jednotkovými mezními náklady výrobců finálních spotřebních statků. Relativní vyjádření ve formě mezery marží pak ukazuje odchylku aktuálních marží od jejich dlouhodobě rovnovážné hodnoty. Kladná mezera marží tak odpovídá vyšší než obvyklé „ziskové přirážce“ firem, naopak záporná mezera představuje nižší než obvyklou přirážku. V případě, že se mezera v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak).**

Graf III.4

**Inflace se ve třetím a čtvrtém čtvrtletí letošního roku přiblíží k 20 %, poté začne klesat a v první polovině roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle**

celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Poznámka: Horizont měnové politiky je v této prognóze posunut o dvě čtvrtletí do budoucnosti, tj. do období vzdáleného 18–24 měsíců (doposud 12–18 měsíců). Horizont měnové politiky je tedy umístěn do první poloviny roku 2024.

### Inlace ve třetím čtvrtletí 2022 dále znatelně zrychlí, na jednociferné hodnoty se vrátí ve druhé polovině příštího roku

K nárůstu celkové inflace (Graf III.4) přispěje vedle dalšího zvýšení jádrové inflace rovněž zesilující růst regulovaných cen a cen potravin. Současně s tím bude jen pozvolna odeznívat zdražování pohonných hmot. Celková inflace se tak ve třetím čtvrtletí v průměru zvýší až k 20% úrovni (Graf III.5).

### V rámci cenového jádra výrazně narůstá dynamika cen jak obchodovatelných, tak zejména neobchodovatelných statků, mezi nimiž hraje stále velkou roli imputované nájemné

Jádrová inflace se ve druhém čtvrtletí dále zvýšila s přispěním zrychlujícího růstu cen zboží a zejména služeb. Ve třetím čtvrtletí její dynamika ještě dále zesílí (Graf III.5). To bude souviset jak s výrazným růstem nákladů (zejména energií), tak s letním zdražením (zejména zahraničních) dovolených, po nichž je po dvou letech covidu mezi českými domácnostmi velký hlad.

Významnou položku v rámci jádrové inflace představuje příspěvek imputovaného nájemného (Graf III.6), které má v národním indexu spotřebitelských cen (CPI) relativně velkou váhu. Ve vysokém růstu imputovaného nájemného se projevuje souběh pokračujícího výrazného meziročního zdražování nových nemovitostí (o téměř 30 % v prvním čtvrtletí 2022) i vysoká dynamika cen stavebních prací a materiálů. Růst cen stavebních prací v červnu dosáhl téměř 13 %. Na tom mají velký podíl zejména potíže v globálních řetězcích, které způsobují nedostatek a následné zdražování stavebních materiálů. Růst jejich cen v červnu dosáhl téměř 26 %. Tyto nákladové tlaky spolu s výraznou poptávkou po produkci ve stavebnictví vedly podle posledních dostupných dat k vysoké dynamice cen obydlí (nových i existujících bytů a domů včetně půdy) téměř o 25 % v prvním čtvrtletí 2022.<sup>16</sup> Ta začne ve druhé polovině roku zpomalovat zejména vlivem zvýšení úrokových sazeb z hypotečních úvěrů.

Jádrová inflace se ve třetím čtvrtletí udrží na velmi vysokých hodnotách, a to i v souvislosti s jen pomalu odeznívajícím růstem cen průmyslových výrobců v zahraničí, který se citelně přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Na konci letošního roku se s přispěním dosavadního zpřísnění domácích měnových podmínek jádrová inflace začne postupně snižovat a v první polovině roku 2024 se bude navracet ke 2 %.

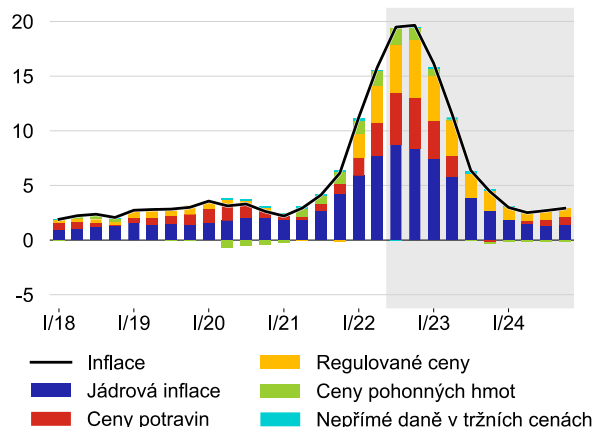
### Dynamika regulovaných cen se vlivem dalšího zdražení energií ještě zvýší

<sup>16</sup> Měřeno indexem cen bytových nemovitostí (House Price Index) ČSÚ.

Graf III.5

**Eskalujícímu cenovému růstu bude i nadále dominovat jádrová inflace, významně k němu však přispějí i rostoucí příspěvky regulovaných cen a výrazné zdražování potravin**

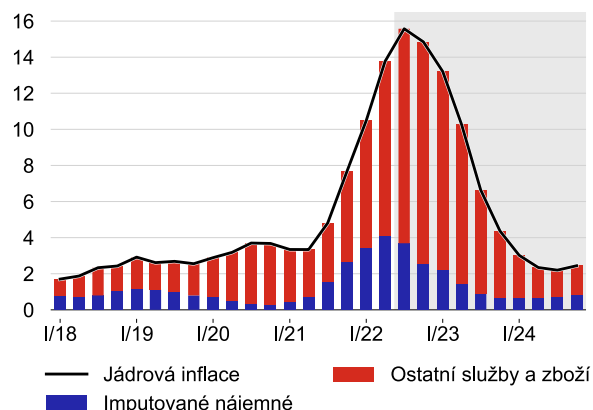
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.6

**Silný příspěvek imputovaného nájemného se ve druhé polovině letošního roku začne vlivem srovnávací základny a dosavadního zvyšování úrokových sazeb postupně snižovat**

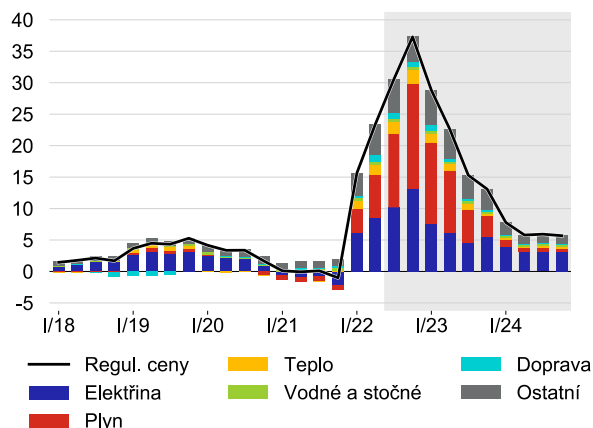
meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.7

**Dynamika regulovaných cen bude v letošním i příštím roce mimořádně vysoká a i po razantním poklesu zůstane v roce 2024 zvýšená**

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



Regulované ceny v následujících čtvrtletích dále porostou v návaznosti na další zvyšování burzovních cen energií, k jejichž vzestupu na donedávna nevídané hodnoty přispívá i ruská invaze na Ukrajinu. U domácích regulovaných cen bude pokračovat zejména zdražování energií spojených s bydlením (elektřina, plyn, teplo). Dynamika regulovaných cen ve třetím čtvrtletí celkově přesáhne 30 % (Graf III.7). V říjnu mírně zvolní kvůli odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje energie<sup>17</sup>, přesto bude na konci roku kulminovat až na hodnotách téměř 40 %, a to vlivem snížené srovnávací základny dané loňským dočasným odpuštěním DPH na energie. V roce 2023 růst regulovaných cen sice zvolní, kvůli postupnému průsaku předchozího nárůstu cen na energetických burzách se však bude jejich dynamika stále pohybovat na vysokých úrovních.

### Zdražování potravin bude kulminovat na přelomu léta a podzimu

K výraznému zdražování potravin přispívají zejména setrvale vysoké ceny světových agrárních komodit i raketově zdražující domácí ceny zemědělských výrobců. To se děje v podmínkách rostoucích nákladů na energie, kterým výrobci musejí čelit. Silná globální poptávka spolu s omezeními na nabídkové straně se projevuje především ve vysokých cenách rostlinné výroby, zejména obilovin a olejnin. To se promítá i do růstu cen domácích zemědělských výrobců a producentů potravin. Výrazné zdražování lze v letních měsících očekávat napříč všemi kategoriemi potravin. Přispěje k němu i situace na Ukrajině, která je jedním z předních vývozců obilovin a olejnin. Zrychlující dynamika cen potravin bude kulminovat na přelomu léta a podzimu (Graf III.5). V průběhu roku 2023 pak zdražování potravin v souvislosti s očekávanou korekcí světových cen agrárních komodit znatelně zvolní a na konci roku 2023 překmitne do záporu.

### Dynamika cen pohonných hmot bude vysoká po celý letošní rok

Pohonné hmoty (po očištění o vliv přechodného snížení spotřební daně, viz níže) v červnu vlivem vysokých cen ropy meziročně zdražily o více než polovinu. V červenci pak začaly pohonné hmoty zlevňovat. Jejich meziroční cenová dynamika však zůstane vysoká po celý letošní rok, v návaznosti na pokles světových cen ropy se ale bude postupně snižovat. Ve druhé polovině roku 2023 pak ceny u čerpacích stanic meziročně poklesnou.

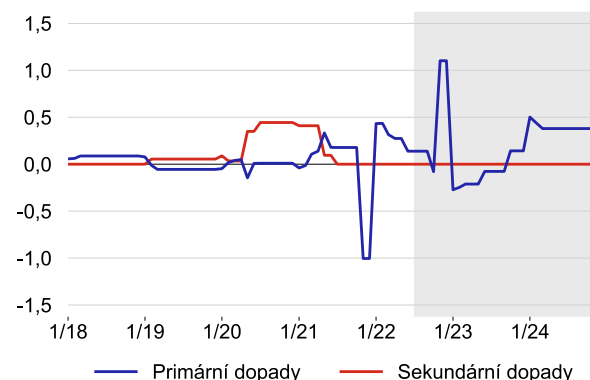
### Rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací se v závěru letošního roku rozšíří

Změny nepřímých daní budou na růst spotřebitelských cen působit obousměrně. Od letošního ledna došlo

Graf III.8

**Primární dopady změn nepřímých daní budou odrážet změny ve spotřebních daních na tabák a pohonné hmoty, bazický efekt prominutí DPH u energií v závěru loňského roku a odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje od letošního podzimu**

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 (účtnímu) 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 (snížování) 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.*

<sup>17</sup> Odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje energie schválila vláda ČR v rámci tzv. úsporného tarifu. Bude platné od října 2022 do prosince 2023.

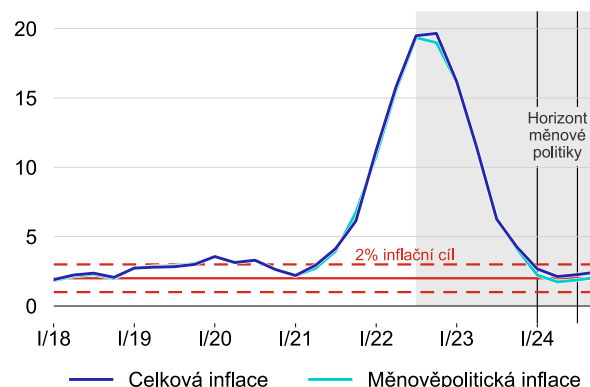
k dalšímu zvýšení spotřební daně na tabák. Snížení spotřební daně na benzín a naftu o 1,50 Kč/l (zatím platné pro období od června do září 2022) vede k dočasnému zápornému příspěvku změn nepřímých daní do inflace ve výši 0,14 procentního bodu (Graf III.8). Od října pak bude ve stejném směru působit odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje energie. Dočasné prominutí DPH na elektřinu a plyn v posledních dvou měsících roku 2021 krátkodobě mírně rozšíří rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací na konci letošního roku, a to vlivem srovnávací základny. Počátkem roku 2023 pak dojde ke zvýšení spotřební daně na cigarety o 5 %. 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 nich centrální banka zpravidla zcela odhlíží, zejména pokud – jako v tomto případě – nemají zřetelné dlouhodobé sekundární dopady do cenového růstu.

Na horizontu měnové politiky vzdáleném 18–24 měsíců, tedy v první polovině roku 2024, se měnověpolitická inflace i díky předchozímu zpřísnění měnových podmínek sníží do blízkosti inflačního cíle (Graf III.9).

Graf III.9

**Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky sníží do blízkosti 2% cíle, celková inflace se bude na celém výhledu nacházet okolo ní**

celková a měnověpolitická inflace, v %



## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Cenový vývoj

		2022	2023	2024	
<b>Spotřebitelské ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>16,5</b> (3,4)	<b>9,5</b> (5,4)	<b>2,4</b> -	Na výrazném přehodnocení prognózy inflace směrem nahoru se podílejí všechny její složky.
<b>Regulované ceny</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>26,7</b> (4,0)	<b>20,0</b> (12,7)	<b>6,3</b> -	Za mimořádně rozsáhlým zvýšením výhledu regulovaných cen pro roky 2022 a zejména 2023 stojí vyšší než v minulé prognóze očekávané zdražení energií.
<b>Jádrová inflace</b>	% procentní body	<b>13,7</b> (2,8)	<b>8,6</b> (4,5)	<b>2,5</b> -	Vyšší než minulou prognózou očekávané marže a rychlejší růst cen v zahraničí posouvají výhled tuzemské jádrové inflace znatelně výše.
<b>Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>13,3</b> (3,8)	<b>4,9</b> (3,0)	<b>0,5</b> -	Prognóza cen potravin se posouvá vzhůru v návaznosti na silnější nárůst světových cen agrárních komodit, resp. domácích cen zemědělských výrobců.
<b>Ceny pohonných hmot</b>	meziroční změny v % procentní body	<b>41,4</b> (9,6)	<b>4,5</b> (3,4)	<b>-5,2</b> -	Dynamika cen pohonných hmot se oproti jarní prognóze výrazně zvyšuje vlivem vyšších cen ropy a slabšího kurzu koruny.

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



## BOX 1 Plošnost a intenzita české inflace v evropském kontextu

Inlace v Evropě i ve světě již nyní láme historické rekordy, přesto se zřejmě stále nenachází na svém vrcholu. Současné tempo zdražování snese srovnání snad jen s inflační dekádou po ropných šocích v 70. letech minulého století, případně – u nových členských států EU – s růstem cen během jejich transformace na tržní hospodářství v 90. letech. Jakkoli je současná inflace globálním fenoménem, její výše se viditelně liší napříč jednotlivými zeměmi. Tento box se zaměřuje zejména na zasazení české inflace do evropského kontextu. Jeho cílem je blíže prozkoumat rozdílné míry zdražování a nabídnout jejich možná vysvětlení.<sup>1</sup>

Zatímco v červnu již patnáct zemí EU včetně ČR vykázalo dvoucifernou inflaci (v Estonsku a Litvě dokonce převyšující 20 %), ve Francii nebo na Maltě růst cen zatím zdaleka nepřesáhl 7 % a ve Švýcarsku dokonce ani 4 %. Zvýšená inflace může být buď výsledkem prudkého zdražení menšího množství položek, nebo důsledkem možná o něco mírnějšího, zato však plošného zdražování.<sup>2</sup> Do jaké míry dokáže plošnost a do jaké míry naopak intenzita vysvětlit současné rozdíly v inflaci mezi jednotlivými zeměmi?

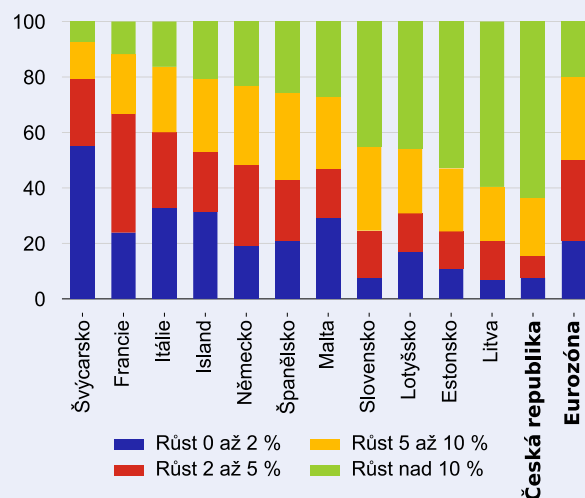
Rozdíly v plošnosti jsou na první pohled zřetelné. Zatímco v průměru eurozóny zdražila meziročně o více než 10 % jen zhruba každá pátá z 256 položek spotřebního koše HICP, v Pobaltí rychle zdražuje více než polovina položek (Graf 1).<sup>3</sup> Pobaltské země se v době před covidem nacházely v podobné ekonomické situaci jako Česká republika, pokud jde o trh práce, spotřebitelskou poptávku, sentiment nebo trh nemovitostí. A právě ČR je neslavným „vítězem“ v plošném zdražování, neboť v tuzemské ekonomice zdražily o více než 10 % téměř dvě třetiny položek. Na opačném konci žebříčku se nacházejí Švýcarsko a Francie, kde podíl rychle rostoucích cen představuje přibližně jen desetinu položek spotřebního koše.

Intenzita zdražování jednotlivých položek rovněž hraje nezanedbatelnou roli. Meziroční růst cen hlavních skupin spotřebního koše v Grafu 2 ukazuje, že inflaci v hodnocených zemích táhly vzhůru především ceny bydlení, energií a paliv, dopravy a potravin. Tempa cenového růstu těchto skupin se však napříč zeměmi znatelně liší. Ceny energií pro spotřebitele v Maďarsku například vzrostly od loňského června pouze o necelých 12 %, zatímco pro belgické spotřebitele o 65 %. Obě země však mají srovnatelnou celkovou inflaci, protože v Maďarsku je cenový růst výrazně plošnější (více než polovina položek zdražila o 10 % a více, zatímco v Belgii jen každá šestá). V případě České republiky je z pohledu intenzity zdražování patrné hned několik dílčích „prvenství“: v růstu cen v oblasti stravování a ubytování (o 23,7 %, tedy o téměř 5 procentních bodů více než v druhém Bulharsku), v oblasti odívání a obuvi (o 19,7 %, tedy o 8 procentních bodů více než v druhém Chorvatsku), či ve skupině rekreace a kultura (o 12,2 %, tedy o téměř 2 procentní body více než v druhém Polsku). Ve všech případech se přitom nejedná o skupiny položek přímo spojené s vnějšími šoky. Růst cen potravin, dopravy či energií – což jsou položky přímo

Graf 1

## Napříč evropskými státy existují výrazné rozdíly v plošnosti inflace

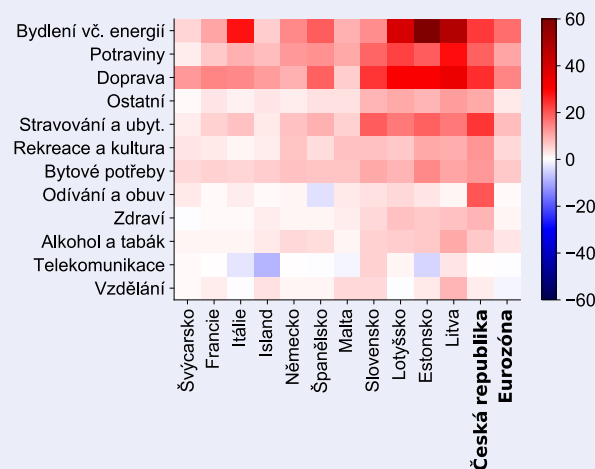
podíl počtu položek spotřebního koše HICP v %, údaje za červen 2022, pramen Eurostat, výpočet ČNB



Graf 2

## Také intenzita zdražování jednotlivých skupin spotřebního koše se liší mezi evropskými zeměmi

meziroční růst v %, údaje za červen 2022, barevná škála vyjadřuje intenzitu meziroční dynamiky inflace, pramen Eurostat





ovlivněné surovinovou krizí prohloubenou vpádem Ruska na Ukrajinu a poruchami v dodavatelských řetězcích – je v ČR v evropském srovnání jen mírně nadprůměrný, v případě energií dokonce podprůměrný.

Odlišit mimořádné cenové vlivy od tempa, jakým zdražování postupuje celou ekonomikou, lze i pomocí ukazatelů tzv. bazální (underlying) inflace. Ta různými statistickými způsoby očišťuje celkovou inflaci o kolísavé vlivy, a tím věrněji ilustruje střednědobý trend inflace. Tři různé indikátory bazální inflace v ČR<sup>4</sup> zobrazené v **Grafu 3** se jen mírně liší od celkové inflace. Jasně tak dokládají fakt, že inflaci v ČR nelze přičítat jen extrémním cenovým výkyvům několika volatilních položek. Naopak u pobaltských zemí je rozdíl mezi celkovou inflací a ostatními indikátory významný. Mimořádným případem je Estonsko, kde po očištění o extrémní cenové výkyvy je inflace jen zhruba poloviční. Navzdory tomu, že Pobaltí vykazuje vyšší celkovou inflaci než ČR, cenové tlaky z hloubi ekonomiky jsou v české ekonomice silnější. Oproti některým jiným evropským státům tedy u nás nelze hovořit jen o zdražování energií či potravin. Plošnost zdražování prochází napříč skupinami, potažmo položkami HICP. Česko vykazuje nejen nejvyšší jádrovou a mediánovou inflaci v EU, ale také nejvyšší inflaci cen služeb a zboží dlouhodobé spotřeby (bez energií).

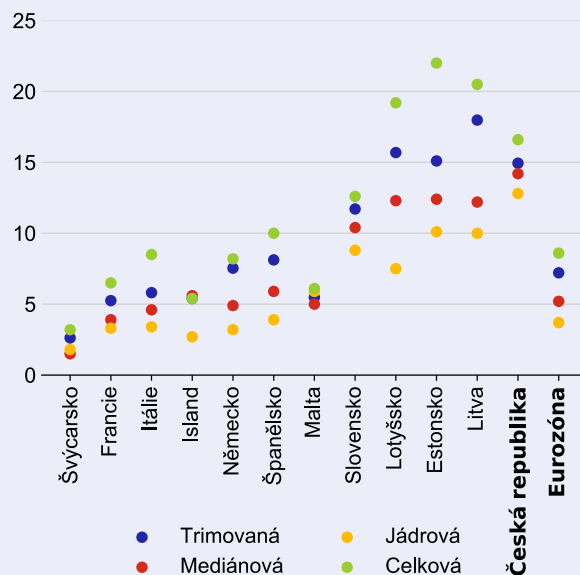
Vysvětlení mezinárodních rozdílů v intenzitě inflace je obecně snazší než v případě její plošnosti. Například stejný globální šok nárůstu cen paliv vedl k rozdílnému zdražování energií pro spotřebitele v jednotlivých zemích. To souvisí s energetickou politikou dané země, typem kontraktů uzavřených s dodavateli paliv, rychlostí promítání burzovních cen energií do cen pro domácnosti, schopností distributorů přenést náklady na spotřebitele a samozřejmě vládními opatřeními, která skrze snížení nepřímých daní či cenové stropy mohou přímo ovlivňovat ceny pro koncového zákazníka.<sup>5</sup> Dopad růstu cen energií do celkové inflace je navíc ovlivněn i vahou energií ve spotřebním koši. Zatímco ve Švýcarsku výdaje za energie představují pouhých 5 % celkových výdajů domácností, v Lotyšsku je to 16 %. Podobné rozdíly panují u potravin, za které průměrná švýcarská domácnost utratí 16 % svých celkových výdajů, zatímco lotyšská 34 %. Vyšší váha rychle zdražujících položek ve spotřebním koši pak samozřejmě zvyšuje celkovou inflaci v dané zemi. Rozdílná intenzita zdražování může souviset také s výchozí cenovou hladinou. Například u cen stravování, ubytování, rekreace a kultury, kde se česká inflace nachází na vrcholu v evropském srovnání, panuje napříč státy zřetelný statistický vztah mezi cenovou hladinou v roce 2020 a současnou inflací.

Rozdíly v plošnosti zdražování jsou komplikovanější, protože souvisejí s celkovým makroekonomickým prostředím. Plošnější cenový růst obecně signalizuje větší roli poptávkových inflačních tlaků. Data z českých

Graf 3

### Zatímco v některých evropských zemích táhne inflaci několik volatilních položek, v ČR jsou cenové tlaky plošné

různé ukazatele inflace, meziročně v %, údaje za červen 2022, pramen Eurostat, výpočet ČNB

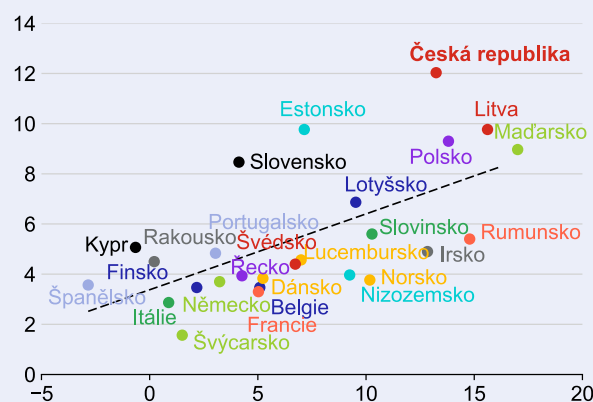


Poznámka: Celková inflace představuje index HICP, jádrová inflace pak index HICP bez energií, potravin, alkoholu a tabáku. U mediánové inflace jde o vážený medián, u trimované inflace byl použit rozsah ořezání ve výši 10 %.

Graf 4

### Rozdílná dynamika příjmů domácností během pandemie vysvětluje v evropských zemích třetinu rozdílů v současné jádrové inflaci

horizontální osa: změna disponibilního důchodu domácností v roce 2021 oproti roku 2019 v %, vertikální osa: harmonizovaná jádrová inflace v %, průměr za druhé čtvrtletí 2022, pramen Eurostat a ECFIN (Generální ředitelství pro hospodářské a finanční záležitosti)



Poznámka: Koeficient determinace ( $R^2$ ) lineární regrese je 0,32. To znamená, že nezávislá proměnná na horizontální ose vysvětluje třetinu variability závislé proměnné na vertikální ose. U některých zemí jsou data disponibilního důchodu domácností za čtvrté čtvrtletí 2021 zatím nedostupná, jedná se o odhad ECFIN.

národních účtů přitom ukazují, že reálné výdaje českých domácností za zboží dlouhodobé spotřeby se v prvním čtvrtletí 2022 ještě nedostaly nad předcovidovou úroveň. Stejně je tomu v mnoha dalších zemích EU.<sup>6</sup> Podobný obrázek se naskytá i v případě cen služeb, kdy mezi zeměmi eurozóny nepozorujeme vazbu mezi zdražováním služeb a intenzitou zvýšení reálných výdajů na ně.<sup>7</sup>

Analýza variability meziměsíčních měr u jednotlivých podsložek inflace v evropských zemích dále ukazuje, že existuje vztah mezi podobností vývoje jednotlivých podsložek inflace (nižší variabilitou) a výší jádrové inflace. Nižší variabilita cenových změn u jednotlivých položek spotřebního koše, která ukazuje na šířeji založenou (plošnější) inflaci, je doprovázena agregátně vyšší mírou inflace. To platí i pro ČR, přičemž jádrová inflace je u nás ještě vyšší než v zemích se srovnatelnou hodnotou variability. Uvedená zjištění naznačují, že plošnější a intenzivnější růst cen zboží a služeb v ČR není primárně tažen samotným zvýšením poptávky, ale spíše ochotou spotřebitelů akceptovat zvýšené ceny v podmínkách napjatého trhu práce, existence vynucených úspor a solidní příjmové situace domácností. Firmy tuto ochotu zřejmě využily po skončení pandemických uzavírek ke kompenzaci ušlých zisků a nadále jsou schopny přenášet své rostoucí náklady na zákazníky, resp. tak činí v míře větší, než by odpovídalo intenzitě růstu nákladů.<sup>8</sup>

Podporu pro uvedenou hypotézu lze nalézt při pohledu na příjmovou stránku rozpočtu domácností namísto výdajové. **Graf 4** ukazuje, že rozdíl v dynamice disponibilních příjmů domácností během pandemických let 2020 a 2021 napříč zeměmi dokáže vysvětlit třetinu (0,32) rozdílů v aktuální jádrové inflaci mezi zeměmi. Podobnou závislost lze nalézt i mezi současnou jádrovou inflací evropských zemí a intenzitou nárůstu jejich vládního zadlužení v loňském roce či mezi jádrovou inflací a předstihem dynamiky mezd nad produktivitou práce. Štědré fiskální a měnové stimuly zřejmě přispěly k napjatému trhu práce, kdy mnoho jinak neživotaschopných firem nebylo nuceno propouštět. ČR se v rámci EU vyznačuje nejnižší mírou nezaměstnanosti a jednou z nejvyšších měr participace populace na pracovním trhu. Současně byla česká fiskální politika v loňském roce jedna z nejvíce expanzivních a nárůst poměru vládního dluhu k HDP jeden z nejstrmějších a nejtrvalejších.

Naměřené korelace je třeba interpretovat s velkou opatrností. Jsou nicméně konzistentní s ekonomickou intuicí, podle níž se vnější nákladové cenové šoky přelily i do těch plošných, poptávkových. K tomu docházelo zejména v zemích, ve kterých vlády poskytovaly občanům větší fiskální stimuly, domácnosti se nacházely po pandemii v robustnější finanční pozici a dlouhodobě napjatý trh práce přispíval k navyšování mezd rychlejším tempem, než rostla produktivita práce.

Domácí, a tedy poptávkový původ plošného zdražování v ČR potvrzuje vhodnost dosavadní měnověpolitické reakce ČNB. V souladu s prognózou však řada nabídkových (ceny komodit, napětí v globálních výrobních řetězcích) a poptávkových faktorů (předchozí vládní fiskální opatření, efekt vynucených úspor, situace na trhu práce, vývoj marží) působících na růst cen zřejmě poleví, a to povede k postupnému poklesu inflace.

1 Za účelem porovnání inflace mezi jednotlivými zeměmi tento box využívá harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP), který na rozdíl od národních indexů CPI používá shodnou metodiku výpočtu inflace napříč zeměmi. HICP neobsahuje oproti českému CPI náklady vlastnického bydlení (imputované/hypotetické nájemné vlastníků nemovitostí).

2 Intenzitu a plošnost inflace v ČR popisoval **Box** v ZoMP zima 2022.

3 V grafech 1 až 3 je pro účely názorného grafického srovnání vybráno ze všech hodnocených zemí (tj. zemí Evropy bez Turecka) pět největších obchodních partnerů ČR a dále tři země s nejnižší inflací a tři země s nejvyšší inflací.

4 Pro výpočet trimované inflace se jednotlivé položky spotřebního koše seřadí dle cenového růstu a následně se zvolí rozsah ořezání (tzv. „trim“) části rozdělení na obou jeho koncích a ze zbývajících položek se vypočte trimovaná inflace. Mediánová inflace je pak extrémní formou trimované inflace, jelikož ořezává vše kromě váženého středu rozdělení.

5 Například maďarská vláda zavedla od loňského listopadu cenové stropy na pohonné hmoty a od letošního února i na vybrané potraviny. Německo od června do srpna 2022 výrazně zlevnilo cestování veřejnou dopravou (na 9 EUR měsíčně) a snížilo zdanění pohonných hmot. Růst cen pohonných hmot zmírnila i česká vláda, která od června (prozatím do září) snížila spotřební daň z benzínu a nafty o 1,5 Kč/litr. Podrobný a pravidelně aktualizovaný přehled národních opatření, včetně daňových změn, cenové regulace a dalších politik lze nalézt například v Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, G. Zachmann (2022), [National policies to shield consumers from rising energy prices](#), Bruegel Datasets.

6 Poněkud odlišný byl vývoj v USA, kde se finální spotřeba dlouhodobých statků v současnosti nachází výrazně výše (o 25 %) nad úroveň roku 2019. Tato zvýšená poptávka se následně projevila ve vyšším růstu cen zboží dlouhodobé spotřeby (v průměru v dosavadním průběhu letošního roku v USA o 14,7 % meziročně). Právě USA tak mohly být pomyslným „vysavačem“ zboží dlouhodobé spotřeby ze světového trhu, což mohlo způsobovat jak jeho dočasnou nedostupnost, tak mohlo tlačit na jeho zdražování a související přetížení přepravy.

7 Naproti tomu v USA byl růst cen služeb zřetelněji provázán s růstem jejich spotřeby.

8 Navzdory prudkému zdražování výrobních vstupů a energií se míra zisku, definovaná jako podíl hrubého provozního přebytku vůči hrubé přidané hodnotě, aktuálně nachází okolo úrovně z období slušného hospodářského růstu v letech 2018–2019. Rovněž jádrový predikční model sekce měnové ukazuje současné marže ve spotřebitelském sektoru na vyšší než obvyklé úrovni.

## IV. MĚNOVÁ POLITIKA

*Bankovní rada ČNB na srpnovém měnověpolitickém zasedání ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na 7 %, diskontní sazba na 6 % a lombardní sazba na 8 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře nové prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem v příštím roce. Trajektorie úrokových sazeb v základním scénáři reflektuje fakt, že bankovní rada většinově považuje současný vysoký růst cen z velké části za dopad silných vnějších cenových šoků stojících mimo kontrolu domácí měnové politiky, které postupně odezní a od kterých je možné pro tuto chvíli odhlížet, a to v podmínkách mimořádně zvýšené míry nejistoty. To je v základním scénáři zohledněno posunutím horizontu měnové politiky o dvě čtvrtletí dále do budoucnosti oproti jeho předchozímu nastavení v prognostickém aparátu ČNB. V základním scénáři prognózy tak horizont měnové politiky leží v první polovině roku 2024. Současná výše úrokových sazeb by měla zajistit návrat inflace k 2% cíli v horizontu dvou let. Se základním scénářem prognózy se pojí řada značných rizik a nejistot. Výrazným proinflačním rizikem prognózy je odpoutání domácích inflačních očekávání od 2% inflačního cíle ČNB, související vyšší růst cen a mezd a z toho plynoucí hrozba, že vysoký cenový růst bude trvat déle, než očekává základní scénář. Stejným směrem působí riziko ještě vyšších než prognózou předpokládaných cen energií a ukončení dodávek plynu do Evropy z Ruska během léta. Naopak protiinflačními riziky jsou vzrůstající pravděpodobnost recese v zahraničí a výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky spojený s celkově nepříznivým sentimentem. Bankovní rada diskutovala vedle základního i další scénáře: scénář se zvýšenými inflačními očekáváním a scénář s původním horizontem měnové politiky vzdáleným 12–18 měsíců.*

**V základním scénáři prognózy centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na vzdálenějším horizontu měnové politiky, a to o dvě čtvrtletí, než bylo jeho předchozí nastavení v prognostickém aparátu ČNB, přičemž inflační očekávání zůstávají ukotvena na 2% cíli**

V kontextu vysokého růstu cen, který v současnosti výrazně negativně dopadá do hospodaření firem i koupěschopnosti domácností, bankovní rada většinově považuje za relevantní zohlednit skutečnost, že se z velké části jedná o dopad silných vnějších cenových šoků stojících mimo kontrolu domácí měnové politiky. Proto v základním scénáři prognózy centrální banka odhlíží od vývoje inflace, který je pod bezprostředním vlivem těchto silných vnějších cenových šoků projevujících se v inflaci v horizontu do roku až roku a půl. Důležitým předpokladem je, že inflační očekávání zůstávají ukotvena na dvouprocentním cíli, a tím přispějí k návratu inflace do jeho blízkosti.

### Odhlížení od části inflačních tlaků ztělesněné vzdálenějším horizontem měnové politiky bude jen dočasné

Základní scénář se vzdálenějším horizontem měnové politiky je odůvodnitelný mimo jiné pozvolným přenosem extrémního nárůstu burzovních cen energií do navyšování domácích spotřebitelských cen elektřiny, plynu a tepla v prostředí mimořádně zvýšené nejistoty. Vrchol růstu regulovaných cen na úrovních téměř 40 % tak nastane koncem letošního roku a jejich vysoká dynamika bude následně odeznívat jen pozvolna. To je argumentem pro relevanci více vpředhledící měnové politiky oproti jejímu dosavadnímu nastavení.

### Se základním scénářem letní prognózy je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem v příštím roce

Česká ekonomika dále čelí mimořádně silným cenovým tlakům ze zahraničí při přetrvávajícím proinflačním působení domácí ekonomiky. To se v souhrnu promítá do plošného a dále zrychlujícího cenového růstu. Do vývoje cen přitom nadále výrazně promlouvá zdražování energií a dalších surovinových a materiálových vstupů, což značně navyšuje náklady tuzemských firem. K rychlému růstu nákladů, byť v menší míře, přispívá i stále poněkud napjatý trh práce. Dopad nákladových tlaků je navíc posilován nadále vysokými ziskovými maržemi tuzemských firem v prostředí stále ještě solidní, třebaže již oslabující domácí poptávky. Proinflačně také působí i nadále přehřátý trh nemovitostí, neboť dosud silně rostoucí ceny bydlení setrvale tlačí vzhůru dynamiku imputovaného nájemného v rámci jádrové inflace.

Se základním scénářem prognózy je konzistentní nejprve setrvávání krátkodobých tržních úrokových sazeb na jejich aktuální hodnotě (Graf IV.1). Tato stabilita sazeb představuje měnověpolitickou reakci, která odpovídá snaze centrální banky o plnění 2% cíle v první polovině roku 2024. Centrální banka tak v současné mimořádné době odhlíží od bezprecedentního vlivu silných exogenních nákladových faktorů a zaměřuje se na stabilizaci inflace v horizontu bezprostředně po jejich vyprchání. Postupné odeznívání současných extrémních zahraničních cenových tlaků společně s předchozím zpřísňováním měnové politiky povede k poklesu inflace do blízkosti cíle v první polovině roku 2024. Od začátku příštího roku se tak úrokové sazby budou moci začít postupně snižovat.

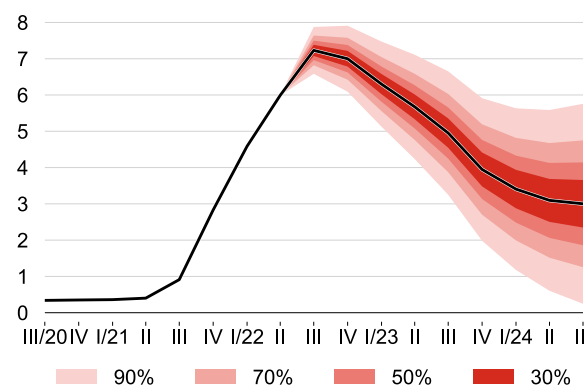
### Kurz koruny do poloviny příštího roku mírně oslabí, následně bude lehce posilovat

S výjimkou krátkodobého květnového oslabení zůstal kurz koruny vůči euru během druhého čtvrtletí relativně stabilní, ovšem s výrazným vlivem měnové politiky

Graf IV.1

**Se základním scénářem je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným poklesem v příštím roce**

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



*Intervaly spolehlivosti prognózy hlavních makroekonomických veličin odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jsou symetrické a lineárně se rozšiřující. V případě celkové inflace se rozšiřují pouze pro prvních pět čtvrtletí a poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky. V případě úrokových sazeb a kurzu koruny není do výpočtu intervalů spolehlivosti zahrnuto období kurzového závazku.*



ČNB. Při prudce narůstajícím korunovém úrokovém diferenciálu a devizových intervencích proti oslabení koruny se koruna ve druhém čtvrtletí pohybovala kolem 24,6 CZK/EUR. Jarní prognóza ČNB předpokládala pro druhé čtvrtletí kurz 24 CZK/EUR tj. cca o 2,5 % silnější. V druhé červencové dekádě koruna mírně posílila na 24,4 CZK.

Prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny ve třetím čtvrtletí ve výši 24,7 CZK/EUR. Následné mírné oslabování koruny budou ovlivňovat zejména zhoršující se vnější obchodní bilance a negativní sentiment v regionu. Tyto faktory jsou primárně dány aktuální geopolitickou situací a vysokými cenami energetických surovin. Ve stejném směru bude působit na výhledu se postupně zužující úrokový diferenciál. V polovině příštího roku tak měnový kurz mírně oslabí (Graf IV.2). Během příštího roku pak postupně odezní negativní dopady narušených globálních dodavatelských řetězců i přímých dopadů válečného konfliktu na Ukrajině. Obnovení pozitivního salda obchodní bilance a zlepšení globálního sentimentu se tak následně projeví tlakem na posilování kurzu koruny, který během roku 2024 převáží.

### Tržní výhled úrokových sazeb se nachází výše oproti základnímu scénáři prognózy ČNB, trajektorie kurzu očekávaná analytiky je silnější než predikce centrální banky

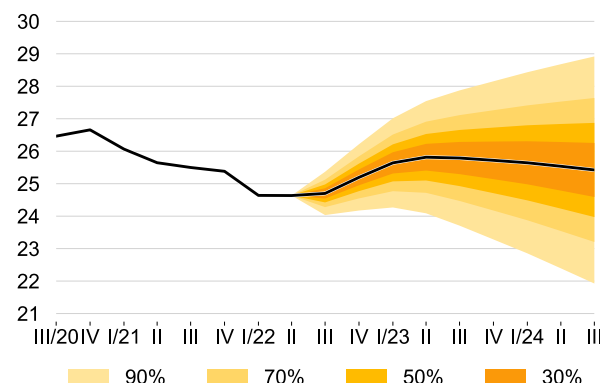
Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech a měsících posunul výrazně výše. Trh tak reagoval na červnové zvýšení 2T repo sazby, související komunikaci bankovní rady ČNB a pokračující nárůst inflace. Aktuálně trh očekává lehký nárůst sazby 3M PRIBOR ve třetím čtvrtletí (Graf IV.3) a její následné setrvání na úrovni mírně pod 8 %. Tento výhled se přitom nachází oproti prognóze ČNB na vyšší hladině. Krátkodobé předpovědi analytiků ze šetření IOFT se nacházejí pod tržním výhledem. Respondenti většinou očekávali ponechání 2T repo sazby na srpnovém měnověpolitickém jednání na stávající úrovni, jen menší část předpokládala její mírný nárůst. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB ve velmi širokém rozmezí 4,5 % až 8 % (v průměru 6,3 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v průměru očekávají v ročním horizontu lehké oslabení kurzu koruny ze současných hodnot (Tab. IV.1). Jejich predikce předpokládají silnější kurzovou úroveň než výhled centrální banky. Korunu podle analytiků zatěžuje nejistota spojená s menší pravděpodobností dalšího růstu základních úrokových sazeb po obměně bankovní rady ČNB. Dle některých názorů může „vyčkávací“ měnová politika v prostředí prudkého růstu cenové hladiny podkopávat důvěryhodnost boje proti inflaci a komplikovat ukotvení inflačních očekávání. Nejistota panuje také ohledně postoje nové bankovní rady k dalšímu využívání devizových intervencí jako doplňkového nástroje měnové politiky. K oslabování kurzu koruny by mohlo

Graf IV.2

### Koruna bude v nejbližších čtvrtletích lehce oslabovat

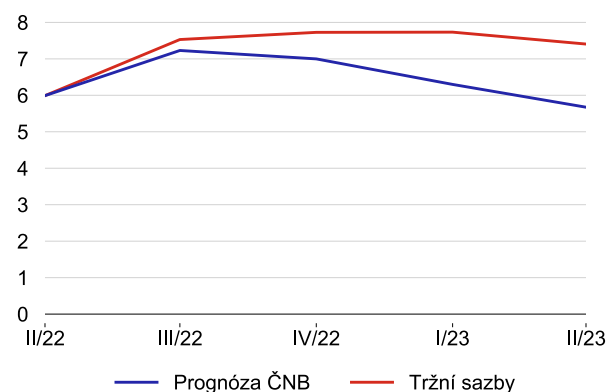
kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



Graf IV.3

### Tržní výhled naznačuje lehký nárůst a poté stabilitu sazeb, v ročním horizontu leží oproti prognóze ČNB na vyšší hladině

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro II/22 3M PRIBOR, pro III/22 až II/23 průměrné hodnoty sazeb FRA 1\*4, 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za posledních 10 obchodních dní k 29. červenci 2022.

**Tržní úroková sazba 3M PRIBOR** je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři 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. Po červnovém zasedání bankovní rady tento rozdíl dosahoval 0,3 procentního bodu.

přispívat i zužování úrokového diferenciálu vůči zahraničí a předpokládané zhoršení makroekonomických fundamentů. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku (ještě nedávno poměrně malý) dosahuje téměř tří korun.

### Komunikace členů bankovní rady ohledně budoucího nastavení sazeb vyznívala různorodě

Někteří členové bankovní rady v uplynulých týdnech zdůrazňovali, že radikální zpřísnění měnové politiky si s nákladovými tlaky neporadí a že k cenové stabilitě mohou přispět například devizové intervence proti výraznému oslabování koruny. Další členové avizovali potřebu dále zvýšit úrokové sazby ČNB na srpnovém měnovém zasedání. Podle nich je úkolem centrální banky zabránit, aby se vnější nákladové šoky v prostředí silné poptávky a zvýšených inflačních očekávání promítly do trvale zvýšené inflace. Zvýšení úrokových sazeb bude mít podle těchto členů bankovní rady za cíl podpořit návrat inflace směrem k cíli na horizontu měnové politiky a ukotvenost inflačních očekávání firem a domácností. Někteří členové vnímali extrémní nejistotu současné situace a podle svého vyjádření zvažovali před srpnovým měnovým zasedáním v závislosti na vývoji ekonomiky i s přihlédnutím například k vývoji mzdových vyjednávání o indexaci mezd buď stabilitu sazeb, nebo jejich mírný nárůst.

Tab. IV.1

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

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

	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22
<b>IOFT:</b>					
Index spotřebitelských cen	4,5	4,7	5,0	6,0	6,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,2	2,2	2,3	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2022	2,5	1,9	1,8	1,9	1,9
Reálný HDP v roce 2023	3,2	3,0	2,8	2,3	2,2
Nominální mzdy v roce 2022	6,5	6,5	6,5	7,0	7,2
Nominální mzdy v roce 2023	5,6	5,9	6,2	7,0	7,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,5	24,2	24,5	24,9	24,9
2T repo (v %)	4,6	4,9	5,4	6,2	6,3
1R PRIBOR (v %)	4,6	5,1	5,4	6,3	6,4
<b>Podniky:</b>					
Index spotřebitelských cen	7,1			9,4	
Index spotř. cen v horizontu 3R	5,9			7,1	
<b>CF:</b>					
Reálný HDP v roce 2022	2,4	2,0	2,1	2,2	2,2
Reálný HDP v roce 2023	3,2	3,1	2,9	2,7	2,1
Nominální mzdy v roce 2022	6,8	7,2	6,9	7,3	7,3
Nominální mzdy v roce 2023	6,1	7,0	6,8	7,2	7,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,8	24,5	24,5	24,8	24,9
3M PRIBOR (v %)	4,4	5,1	5,2	5,9	5,8

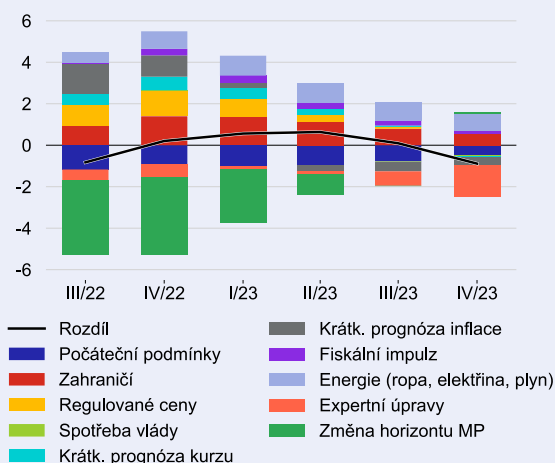


## SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.4

Úrokové sazby jsou na počátku prognózy o něco nižší, v první polovině příštího roku je pak trajektorie sazeb mírně vyšší

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech

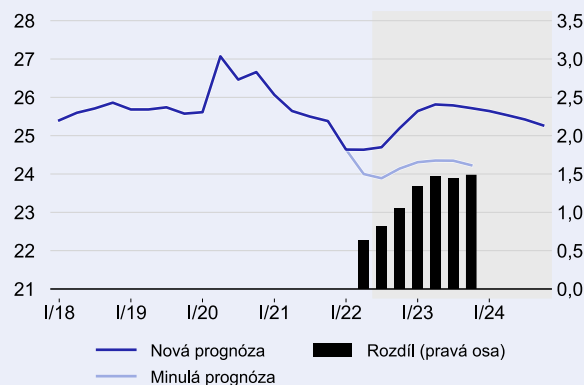


- Výhled **zahraničí** působí na celém horizontu prognózy ve směru vyšších sazeb. To odráží jak méně uvolněnou měnovou politiku ECB, tak i silnější příspěvek jádrové složky cen zahraničních výrobců.
- Energetická složka dovozních cen**, která odráží vyšší výhled cen ropy, plynu a elektřiny na komoditních burzách, také tlačí na vyšší sazby.
- Nastavení **krátkodobé prognózy inflace** a výhled rychlejšího růstu **regulovaných cen** vedou k vyšším sazbám. Ve stejném směru pak v menší míře působí také slabší hodnota **krátkodobé prognózy kurzu**.
- Vliv posunu horizontu měnové politiky** působí výrazně ve směru nižší trajektorie sazeb, zejména po zbytek letošního roku a začátkem příštího roku.
- Počáteční podmínky** působí ve směru nižších sazeb oproti minulé prognóze. To je důsledkem vyhlazování trajektorie sazeb v kombinaci s jejich nižší počáteční úrovní a vyšší efektivitou práce.
- Expertní úpravy** působí směrem k nižším sazbám. V letošním roce zachycují výraznější očekávaný pokles spotřeby domácností, v příštím roce tlumení mzdového růstu.

Graf IV.5

Kurz koruny je na celém výhledu oproti minulé prognóze slabší

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



- Kurz koruny** je na celém horizontu prognózy slabší než v minulé prognóze.
- Na začátku horizontu prognózy stojí za slabším kurzem zejména jeho předchozí **pozorovaný vývoj**. Minulá prognóza očekávala posílení kurzu koruny ve druhém čtvrtletí letošního roku. K tomu však ve skutečnosti nedošlo a koruna naopak čelila negativnímu sentimentu, který působil ve směru jejího oslabení. S přispěním **devizových intervencí** ČNB tak zůstal kurz ve výsledku zhruba stabilní.
- Ve směru slabšího měnového kurzu bude ve druhé polovině roku 2022 a v první polovině roku 2023 působit menší (kladné) **saldo obchodní bilance** ve srovnání s minulou prognózou.
- Přehodnocení vývoje kurzu v příštím roce je také ovlivněno vývojem **úrokového rozdílu** oproti eurozóně, který se bude ve druhé polovině příštího roku snižovat rychleji než v minulé prognóze.

### Předchozí růst měnověpolitických úrokových sazeb se promítl do domácích tržních a klientských úrokových sazeb

Úrokové sazby na peněžním trhu se v reakci na květnové a červnové zvýšení základních úrokových sazeb posunuly na vyšší hladinu. Domácí výnosové křivky IRS i státních dluhopisů tak nadále mají zřetelně záporný sklon (Graf IV.6). Na zahraničních trzích se úrokové sazby ve druhém čtvrtletí také převážně zvyšovaly, ve většině splatností zhruba ve stejném rozsahu jako na domácím trhu (Graf IV.7). Od konce června se však sazby mírně snížily.

Nárůst tržních úrokových sazeb se ve druhém čtvrtletí nadále nejvýrazněji promítl do zvýšení klientské sazby u úvěrů podnikům, pokračoval také růst úrokové sazby u úvěrů na bydlení domácnostem (Graf IV.8). Dynamika stavu úvěrů podnikům přitom zůstává relativně vysoká, se silnou poptávkou po krátkodobých úvěrech na provoz a zásoby. Zvyšující se úrokový diferenciál vůči zahraničí vyvolal zájem podniků o úvěry v cizí měně, jejich podíl na celkových podnikových úvěrech v červnu dosáhl historického maxima 40,2 %. Prognóza předpokládá výrazné zpomalení růstu podnikových úvěrů do konce roku 2022. Nárůst úrokových sazeb doprovázený růstem cen nemovitostí přispěl k plošnému snížení poptávky po úvěrech na bydlení. V průběhu dalších dvou let dojde k pozvolnému zpomalení růstu těchto úvěrů. Pokračuje zvyšování klientských úrokových sazeb u termínovaných vkladů.

### Rizika a nejistoty základního scénáře prognózy jsou výrazné a jdoucí oběma směry

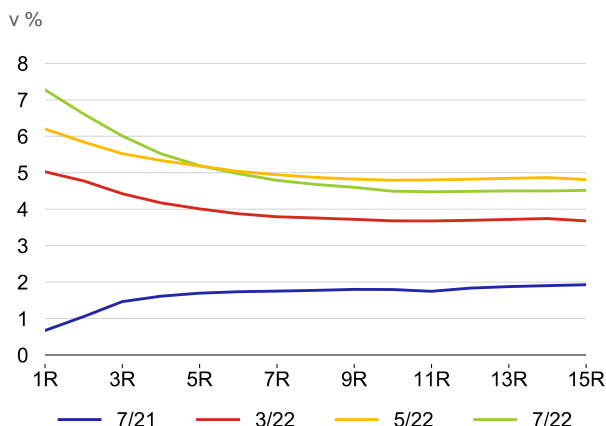
V souvislosti s pokračujícím válečným konfliktem na Ukrajině a geopolitickou situací přetrvávají výrazná rizika a nejistoty staglačního charakteru. Značným specifickým rizikem je možnost omezení či přerušení dodávek plynu z Ruska (tuto situaci popisuje „Scénář úplného a trvalého zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do EU“ v příloze této Zprávy). Protiinflačním rizikem je narůstající pravděpodobnost recese v zahraničí.

Výrazným rizikem prognózy je odpoutávání inflačních očekávání od 2% inflačního cíle ČNB, kterému se níže věnujeme podrobněji. S ním souvisí i nejistota prognózy ohledně doposud umírněného mzdového růstu v domácí ekonomice.

Prognóza je provázena také nejistotou ohledně vlivu vysokých cen energií a souvisejícího propadu reálných příjmů na spotřebu domácností. Odhadovat přesně časování a rozsah ochlazení domácí poptávky v nejbližších čtvrtletích je objektivně velmi obtížné. Kombinace všech šoků dopadajících aktuálně na českou ekonomiku je skutečně velmi nestandardní a reakce domácností a firem může být i poměrně nespojitá. V případě rychlého obrátu ve vývoji inflačních tlaků směrem k jejich výraznějšímu než

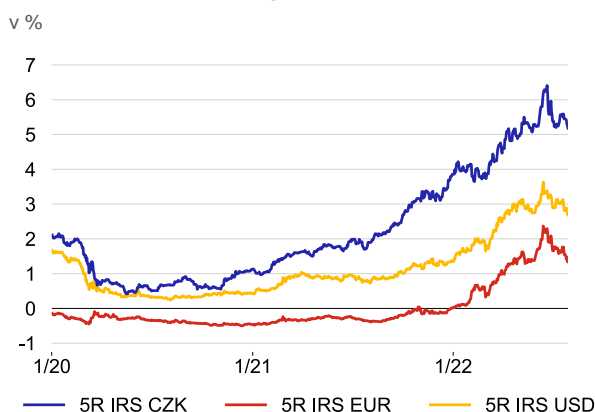
Graf IV.6

**Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula výše, stále je přitom výrazně negativně skloněná**



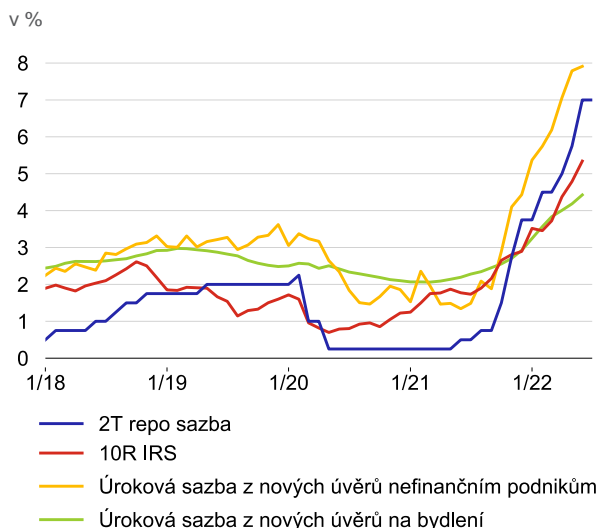
Graf IV.7

**Úrokové sazby s delší splatností během druhého čtvrtletí pokračovaly v růstu v ČR i v zahraničí, v červenci mírně klesly**



Graf IV.8

**Na růst tržních sazeb nejvýrazněji reagovaly sazby z úvěrů podnikům, pokračovalo i zvyšování sazby z úvěrů na bydlení**



očekávanému odeznívání může měnová politika ČNB rychle zareagovat razantním uvolněním.

Stejně tak je zdrojem nejistoty i měnová politika v zahraničí. Případné rychlé zpřísňování zahraničních měnových politik může vyvolat další tlaky na oslabení kurzu koruny. Nejistota se také nadále pojí s délkou trvání narušení globálních výrobních a dodavatelských řetězců, což je dáno primárně nejistou situací na Ukrajině a proticovidovými opatřeními v Číně.

### Významným proinflačním rizikem prognózy je další růst inflačních očekávání a jejich odpoutání od inflačního cíle ČNB

Ukotvenost inflačních očekávání zajišťuje, že šoky do inflace (např. z titulu růstu cen energií nebo oslabení kurzu) mají tendenci relativně rychle vymizet. Pokud však inflační očekávání nejsou dostatečně ukotvena, větší cenové šoky mohou způsobit rychlé, výrazné a navíc perzistentní dopady do inflace. Všeobecný znatelný nárůst inflačních očekávání v delším horizontu by značně komplikoval návrat inflace k 2 % cíli ČNB.

Dostupné ukazatele signalizují, že relevance tohoto rizika nadále zesiluje. Zřetelný růst inflačních očekávání lze pozorovat u nefinančních podniků, které skokově (až exponenciálně) zvyšují svá očekávání inflace v tříletém horizontu. Dle červnového průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB podniky v průměru očekávají za tři roky cenový růst v tempu přes 7 % (Graf IV.9). Konjunkturální šetření Evropské komise ukazují, že přetrvává vysoký podíl podniků očekávajících růst cen svých výrobků a služeb v nejbližším období, přičemž ke zdražování by mělo dojít napříč všemi obory (průmysl, stavebnictví, maloobchod i služby).

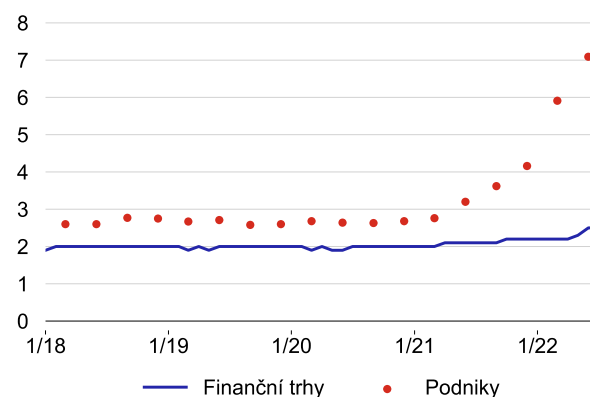
U domácností také přetrvávají obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise dále výrazně vzrostl, u inflace v ročním horizontu většina respondentů stále očekává pokračující prudký růst cen, avšak menší část již vidí vrchol inflace (Graf IV.10). Dle konjunkturálního šetření ČSÚ zhruba polovina spotřebitelů předpokládá, že růst celkové cenové hladiny bude v příštích měsících pokračovat. Spotřebitelé zároveň zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace. V posledních měsících se zhoršil výhled jejich finanční situace, což souvisí především s rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

Analytici v tříletém horizontu očekávají inflaci ve výši 2,5 %, tedy nad cílem ČNB. Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky a jejím inflačním cílem velmi dobře obeznána. Má proto vysokou důvěru v její schopnost inflační cíl ve střednědobém horizontu plnit, i když nemusí zcela sdílet její výhled nastavení měnové politiky, který by to měl zabezpečit.

Graf IV.9

### Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků exponenciálně narůstají

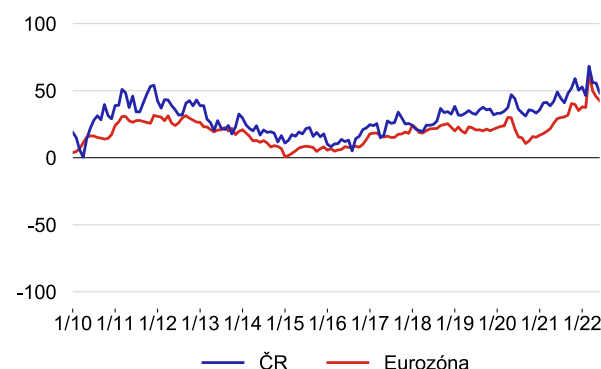
vzorek cca 150 až 200 podniků, v %



Graf IV.10

### Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně zůstávají vysoká

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, vzorek cca 1 000 domácností, saldo odpovědí



**Inflační očekávání domácností, firem a finančních trhů** podstatným způsobem ovlivňují jejich chování a rozhodování a tím i celkový ekonomický vývoj a výslednou inflaci. Do značné míry přitom mohou být očekávání sebenaplňující. Proto je pro centrální banky důležité inflační očekávání monitorovat a snažit se je udržet v blízkosti svého inflačního cíle.

### **Očekávání vysoké inflace mohou ovlivnit spotřebu domácností oběma směry**

Rostoucí inflace se u domácností promítá do rostoucích krátkodobých inflačních očekávání, a ovlivňuje tak jejich ekonomická rozhodnutí, včetně míry spotřeby a úspor. Vyšší inflace vede *ceteris paribus* k nižším reálným úrokovým sazbám, což stimuluje výdaje na nákup zejména dlouhodobých statků a dále zvyšuje poptávku některých domácností (zejména vysokopříjmových majících přístup na finanční trhy a provádějících mezičasovou optimalizaci spotřeby). Na druhou stranu, při poklesu reálných příjmů v důsledku růstu inflace a s inflací spojené zvýšené nejistotě mají některé domácnosti tendenci spotřebu omezit a zvýšit opatrnostní úspory.<sup>18</sup>

### **V situaci hrozícího či počínajícího odpoutání inflačních očekávání od 2% cíle musí měnová politika proti tomuto trendu bojovat**

K nárůstu inflačních očekávání přispívá plošnost inflačních tlaků, které mají původ jak v domácí ekonomice, tak i v zahraničí. Růst cen je rozprostřen napříč spotřebním košem domácností a produkčními vstupy firem (viz Box „Plošnost a intenzita české inflace v evropském kontextu“ v kapitole III). Komunikace ČNB a bankovní rady již po celou první polovinu tohoto roku zdůrazňovala potřebu bojovat proti zvýšené inflaci a ochotu podniknout v měnové politice takové kroky, které zajistí na horizontu měnové politiky návrat inflace k 2% cíli. Dosavadní zpřísnění měnové politiky bylo razantní, výrazné a v mezinárodním srovnání velmi včasné.

### **Potenciální dopady odpoutání inflačních očekávání na sazby a inflaci simuluje scénář se zvýšenými inflačními očekáváními**

Nelze přesně změřit, do jaké míry jsou inflační očekávání již odkotvena od 2% cíle, ani přesně modelovat, jaké změny by v situaci významného odpoutání inflačních očekávání a v souvisejícím roztáčení mzdově-inflační spirály nastaly. Uvedený scénář proto představuje schematický nástin situace (viz [Graf IV.11](#) dále v textu).

Pokud by v prostředí vysoké inflace došlo k růstu inflačních očekávání, ztěžovalo by to rychlý návrat inflace k inflačnímu cíli. Ve scénáři se předpokládá, že ekonomické subjekty mají zvýšená inflační očekávání na 5% hladině do konce roku 2023, následně se jejich inflační očekávání postupně vracejí zpět na 2% úroveň. Inflace v tomto scénáři dosáhne vyšších hodnot než v základním scénáři a na vysokých hodnotách setrvá po značně delší dobu. Centrální banka musí významně navýšit úrokové sazby. To vede k silnějšímu kurzu

<sup>18</sup> Empirické i teoretické dopady rostoucích inflačních očekávání jsou dokumentovány např. v D'Acunto, Hoang a Weber (2022), Pilossoph a Ryngaert (2022), Coibion a kol. (2021).

koruny ve srovnání se základním scénářem v nejbližším období, v delším horizontu však kurz významně oslabí v důsledku rychlého uzavírání úrokového diferenciálu a vyšší cenové hladiny.

**Scénář prognózy s původním horizontem měnové politiky vzdáleným 12–18 měsíců implikuje výrazně vyšší úrokové sazby a dřívější návrat inflace k cíli**

Pro účel srovnání vlivu posunu horizontu na vyznění prognózy byl zpracován scénář, ve kterém je použit původní horizont měnové politiky, vzdálený rok až rok a půl v budoucnosti (viz [Graf IV.12](#) dále v textu).

Ve scénáři prognózy s původním horizontem měnové politiky vzdáleném 12–18 měsíců reaguje měnová politika jako doposud na silné inflační tlaky jak ze zahraničí, tak z domácí ekonomiky, a zamezuje jejich průsaku do dalšího cenového vývoje. Standardní reakce centrální banky vede k výrazně vyšším úrokovým sazbám oproti základnímu scénáři (s horizontem měnové politiky 18–24 měsíců), což zajistí dřívější návrat inflace k cíli a silnější kurz koruny na celém horizontu prognózy. Inflace se v této simulaci navrátí k 2% cíli zhruba o jedno čtvrtletí dříve.



## Scénář se zvýšenými inflačními očekáváními

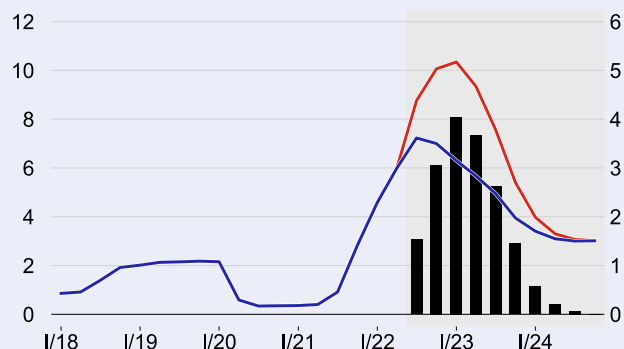
Graf IV.11

**Zvýšená inflační očekávání by si vyžádala výraznější zpřísnění měnové politiky**

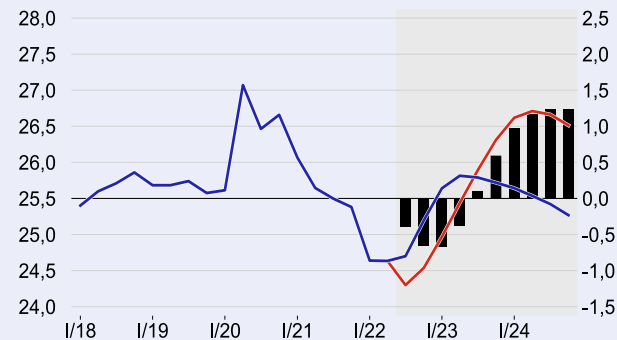
srovnání základního scénáře s posunutým horizontem měnové politiky se simulací dočasně zvýšených inflačních očekávání

**3M PRIBOR**

v %

**Nominální kurz**

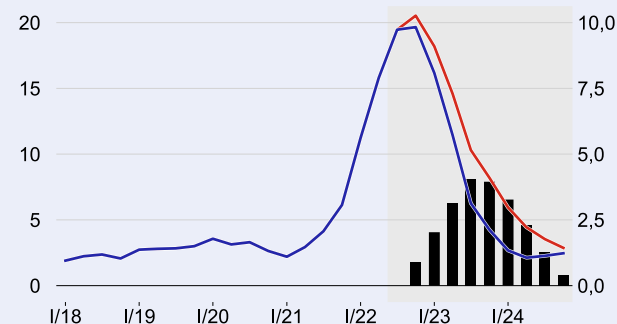
CZK/EUR

**Růst reálného HDP**

meziroční změny v %

**Inflace**

meziroční změna CPI v %



- Základní scénář s posunutým horizontem měnové politiky (18–24 měsíců)
- Simulace dočasně zvýšených inflačních očekávání
- Rozdíly (pravá osa)

## Scénář se standardním horizontem měnové politiky

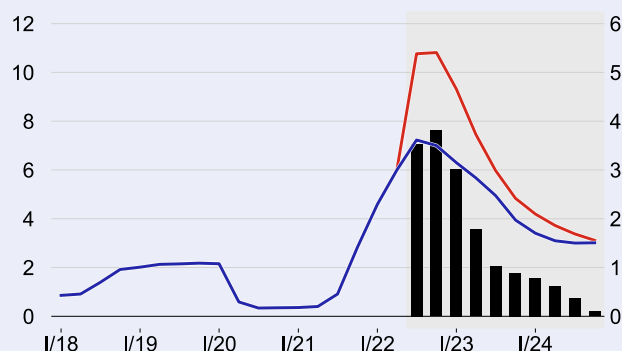
Graf IV.12

**Centrální banka je při standardním horizontu měnové politiky přísnější na celém horizontu**

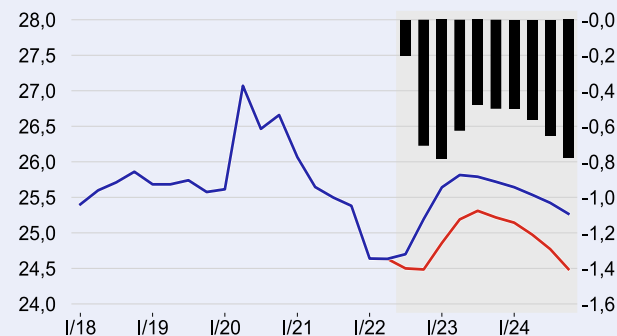
srovnání základního scénáře s posunutým horizontem měnové politiky se scénářem se standardním horizontem měnové politiky

**3M PRIBOR**

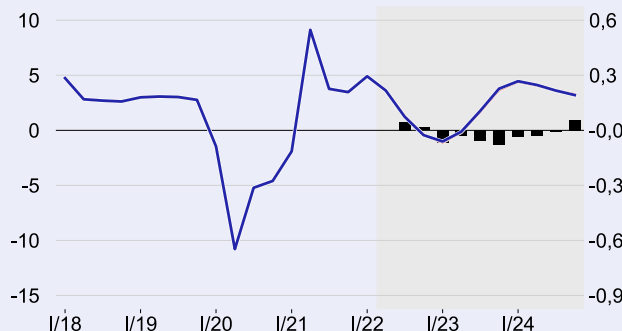
v %

**Nominální kurz**

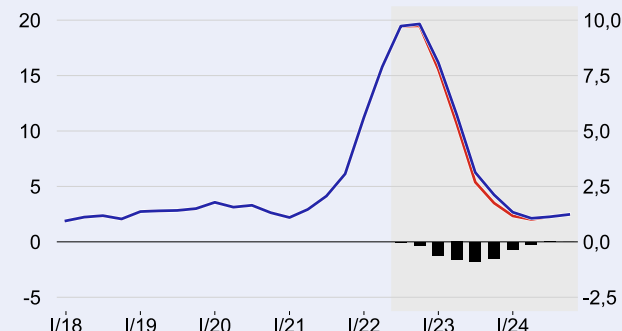
CZK/EUR

**Růst reálného HDP**

meziroční změny v %

**Inflace**

meziroční změna CPI v %



- Základní scénář s posunutým horizontem měnové politiky (18–24 měsíců)
- Scénář se standardním horizontem měnové politiky (12–18 měsíců)
- Rozdíly (pravá osa)

## PŘÍLOHA Scénář úplného a trvalého zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do EU

Ruská agrese na Ukrajině představuje po koronavirové pandemii další významný zásah do fungování světového hospodářství. V reakci na ruskou invazi došlo k přerušení obchodních vazeb mezi Evropskou unií (EU) a Ruskou federací (RF). Válka omezila či zcela zastavila dodávky surovin, materiálů a komponent z Ukrajiny a Ruska. Ceny obilovin a energetických komodit, jako je zemní plyn, ropa nebo uhlí, přesáhly v uplynulých měsících často dosud stěží představitelná maxima. Vývoz zemního plynu z RF do EU zůstává i přes snižování dodávaného objemu jednou z relativně málo dotčených oblastí vzájemného obchodu, nicméně roste nejistota, zda budou dodávky plynu do EU pokračovat. Rusko totiž opakovaně snižuje rozsah využívání kapacit dostupných plynovodů.<sup>1</sup> Zemní plyn přitom představuje zásadní surovinu pro domácnosti a výrobní sféru evropských ekonomik a řada zemí EU je na něm kriticky závislá. Případné úplné a trvalé zastavení dodávek energetických surovin z Ruska do Evropské unie by vedlo k dramatické hospodářské situaci také v České republice. Tato Příloha se snaží kontury takového hypotetického (krizového) scénáře nastínit.

Scénář ukazuje, že zastavení dodávek energetických surovin z RF by zapříčinilo výrobní obtíže napříč hospodářstvím celé EU. Dynamika české ekonomiky by se snížila ve srovnání s prognózou ze ZoMP léto 2022 zhruba o 4 procentní body v letošním roce a o 12 procentních bodů v roce 2023. Už tak silný domácí cenový růst by navíc ještě ztlačil zrychlil z důvodu dalšího zdražení energetických komodit, což by vyústilo v inflaci v celoročním úhrnu vyšší oproti letní prognóze o přibližně 2,5 procentního bodu v roce 2023 a 1 procentní bod v roce 2024. Letos by inflace dosáhla podobných hodnot jako v prognóze.

Samotný scénář zastavení dodávek energetických komodit je nutně podmíněn přijetím celé řady zjednodušujících předpokladů a jako takový je současně obklopen obrovskou mírou nejistoty. V podobné extrémní situaci totiž přestávají do značné míry platit standardní ekonomické vazby. Vývoj by současně bezpochyby vedl k mnohým strukturálním změnám. Jejich identifikace jde nicméně nad rámec této analýzy. Výslednou simulaci je proto i z tohoto důvodu a v kontextu všech nejistot nutno vnímat s nadhledem jako jednu z možných cest, kterými by se vývoj mohl ubírat.

Následující pasáže nejprve popisují vnější a domácí předpoklady scénáře, které jsou pro celkové vyznění rozhodující. Poté jsou kvantifikovány přímé dopady zastavení dodávek plynu na domácí ekonomiku pomocí analýzy input-output tabulek a následně je vyčíslen souhrnný dopad do domácí ekonomiky, včetně nepřímých dopadů skrz ekonomiky našich hlavních obchodních partnerů, a do měnové politiky. Poslední část materiálu představuje měnověpolitickou simulaci možné alternativní reakce centrální banky na předestřenou ekonomickou situaci.

### Vnější předpoklady scénáře

Scénář staví na několika základních předpokladech týkajících se vnějšího prostředí: (i) Válečný konflikt se nerozšíří mimo území Ukrajiny. (ii) K úplnému a trvalému zastavení dodávek energetických komodit (plynu, ropy a uhlí) z RF do EU dojde v průběhu třetího čtvrtletí 2022, přičemž jeho negativní dopady odezní v průběhu následujících dvou let vlivem endogenního přizpůsobení ekonomiky EU novému stavu. (iii) Dodávky energetických komodit z jiných zemí nebudou nijak postiženy.

Situace ohledně intenzity dovozu ropy, plynu a uhlí z Ruska je mezi jednotlivými zeměmi EU rozdílná. Diverzita panuje také v míře závislosti EU na dovozu těchto komodit, která je nejvyšší v případě plynu, zatímco u ostatních komodit je závislost na dovozu výrazně menší. V případě samotného zemního plynu se situace mezi jednotlivými zeměmi také podstatně liší. Německo či Itálie by výpadkem dodávek byly značně zasaženy, zatímco Slovensko si naplnění kapacit v zásobnících na první topnou sezónu po předpokládaném zastavení dodávek z Ruska již zajistilo a Francie či Španělsko na ruském plynu téměř nezávisí. Vzhledem k tomu, že Německo představuje významného českého obchodního partnera a zároveň patří k zemím EU nejvíce ohroženým přerušením dodávek plynu, v rámci vnějších předpokladů na něj klademe velkou váhu.

Německo by při zastavení dodávek plynu z Ruska během letošního léta nestihlo dostatečně doplnit své plynové zásobníky na nadcházející zimu. I přes předpokládaný obvyklý průběh zimy a úsporná opatření na straně firem a domácností, která by snížila spotřebu plynu o více než 15 %, by do konce roku došlo k poklesu stavu zásobníků na úroveň, která by si vynutila omezení výroby průmyslových podniků. Scénář předpokládá, že tyto odstávky by byly nezbytné i během prvního pololetí roku 2023. Přes obchodní vazby a dodavatelské řetězce by se pokles ekonomické aktivity v Německu přenesl i do ostatních zemí EU. Další zdražení plynu a elektřiny spolu se značnou ekonomickou nejistotou by se propadlo do hlubokého propadu reálné kupní síly a sentimentu domácností a firem, které by omezily spotřebu i investice.

Dodávky zemního plynu do Německa ze zdrojů mimo RF však nebudou dostatečné ani během roku 2023 (během příštího léta se tedy nepodaří zásobníky dostatečně doplnit) a nepokryjí očekávanou spotřebu plynu ani během další

topné sezóny 2023/2024. Od ledna 2023 sice bude zprovozněn první terminál na zkapalněný zemní plyn (LNG) v Německu, další kapacity však budou k dispozici až v závěru roku 2023. Německo se tak nevyhne dalšímu ekonomickému poklesu na přelomu let 2023 a 2024.

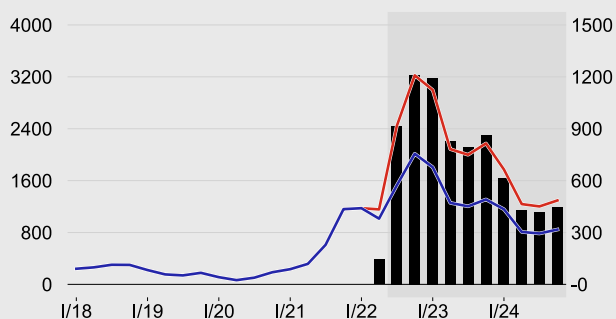
To vše by se promítlo do výrazně nižšího **hospodářského výkonu efektivní eurozóny** oproti základnímu scénáři prognózy (Graf 1). V rámci zahraničních vládních politik pak scénář předpokládá dodatečnou fiskální expanzi na podporu domácností a zasažených odvětví (např. formou kompenzací vyšších výdajů na energie), čímž budou negativní dopady vzniklé ekonomické situace částečně tlumeny. Výpadky produkce v eurozóně budou zároveň doprovázeny proporcionálním snížením dovozu od subdodavatelů (včetně tuzemských) a primární dopad do celkového HDP eurozóny tak bude relativně omezený. Podstatnější část poklesu agregátní poptávky a HDP v efektivní eurozóně bude způsobena sekundárními dopady v podobě zhoršení celkového sentimentu a snížení reálného objemu mezd a platů. To bude důsledkem jak rychlejšího cenového růstu, tak i snížení počtu odpracovaných hodin v důsledku rušení pracovních směn.

Graf 1

### Vnější předpoklady scénáře zastavení dodávek energií z Ruska

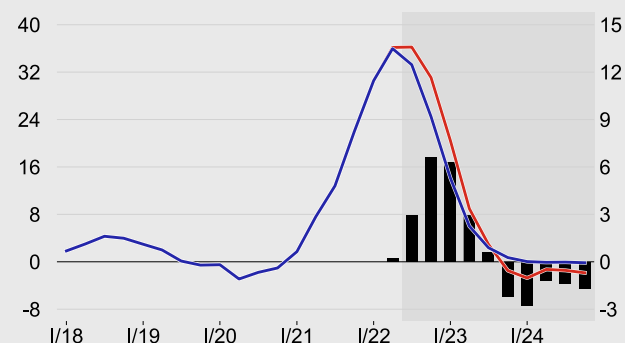
#### Cena zemního plynu

v USD/1000 m<sup>3</sup>



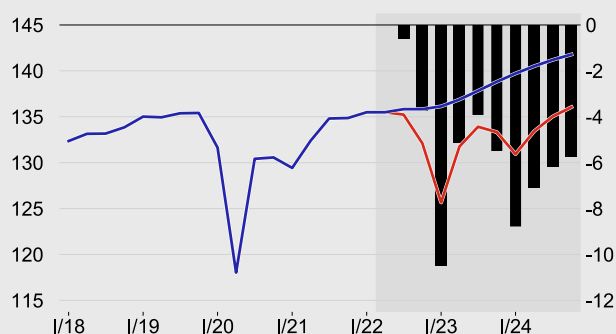
#### PPI efektivní eurozóny

meziroční změny v %



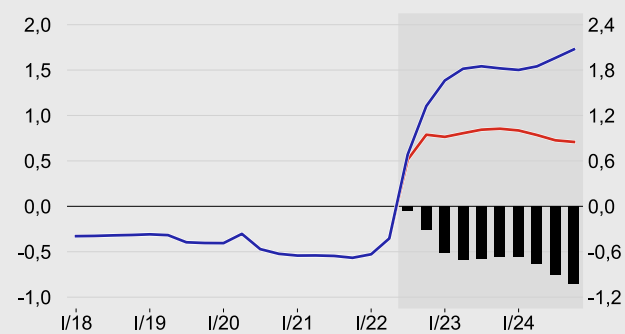
#### HDP efektivní eurozóny

index (2000 = 100)



#### 3M EURIBOR

v %



— Prognóza ze ZoMP léto 2022  
 — Scénář úplného a trvalého zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do EU  
 ■ Rozdíly (pravá osa)

Úplné zastavení dodávek zemního plynu z RF do EU by vedlo k dalšímu výraznému růstu **cen energetických komodit** nad úroveň z letní prognózy. Ruský plyn bude na světovém trhu chybět, což povede k prudkému zvýšení spotových cen zkapalněného zemního plynu v Evropě.<sup>2</sup> Ve scénáři se to projeví dramatickým růstem jeho ceny až nad 3000 USD/1000 m<sup>3</sup> (285 USD/MWh) v průběhu letošní zimy (Graf 1). Ceny plynu však zůstanou výrazně zvýšené i v průběhu příštího roku. Obdobný průběh pak scénář předpokládá i v případě cen elektřiny. Scénář uvažuje i (krátkodobě) výrazný růst cen ropy a uhlí kvůli jejich dočasnému nedostatku a zvýšené poptávce. Při výrobě elektřiny zejména v Evropě a Asii bude totiž docházet k náhradě zemního plynu zejména uhlím a částečně i ropou (tam, kde to technologie dovolí). Cena ropy tak vzroste koncem letošního roku ke 200 USD/barel, na počátku roku 2023 pak tento růst částečně zkoriguje. Další pokles její ceny však bude již jen pozvolný a k návratu na trajektorii z prognózy dojde až za horizontem roku 2024.

V reakci na prudký růst cen energetických komodit během letošního roku se v tomto krizovém scénáři zvyšuje výhled energetické složky PPI. Dynamika jadrové složky PPI v nejbližším období oproti základnímu scénáři prognózy zvolní, což bude způsobeno prudkým propadem celkové poptávky v efektivní eurozóně. Růst energetické složky bude však silnější a průměrný růst **celkového PPI efektivní eurozóny** tak bude v letošním i po většinu příštího roku oproti prognóze vyšší. Zvýšená nejistota ohledně budoucího vývoje se promítne do odlivu kapitálu a přesunu investorů do bezpečnějších zámořských aktiv, což povede k pomalejšímu posilování **eura vůči dolaru**, než je očekáváno v prognóze. ECB podle předpokladů tohoto scénáře v takové situaci zvolí vyčkávací taktiku s ohledem na velmi nejistý vývoj ekonomiky. **Sazba 3M EURIBOR** se tak bude nacházet na nižší úrovni než v prognóze ze ZoMP léto 2022.

### Domácí předpoklady scénáře

Míra závislosti na dodávkách zemního plynu ze zahraničí je v ČR takřka absolutní, přičemž právě z Ruska pochází 98 % spotřeby této komodity (zbývající 2 % pokrývá domácí produkce, kterou obstarávají Moravské naftové doly). Přestože se česká vláda v poslední době snaží relativně úspěšně zajistit alternativní zdroje, které by zmírnily závislost ČR na dodávkách ruského plynu, tato alternativní řešení (např. kapacity v terminálech LNG) stále představují jen malou část celkové tuzemské spotřeby plynu. Plyn navíc začne skrz tyto terminály proudit až s určitým časovým odstupem. Naprosté zastavení přísunu ruského plynu by tak znamenalo, že by se ČR k pokrytí celkové domácí spotřeby plynu musela spoléhat na jiná náhradní řešení a na možnosti na úrovni EU.

U ostatních energetických komodit (ropa, uhlí) je dovozní závislost české ekonomiky nižší a jejich výpadek by bylo možné relativně dobře nahradit z jiných zdrojů. V roce 2021 dosáhla naše závislost na Rusku u ropy 50 %, v případě uhlí pouze 5 %. Podle dostupných informací by bylo možné dodávky z ropovodu Družba nahradit posílením dopravy z ropovodu TAL/IKL (tj. z italského Terstu přes německý Ingolstadt do Kralup nad Vltavou a Litvínova), případně dodávkami ropy Brent v cisternách z Německa či Rakouska. Zastavení dodávek těchto dvou komodit tedy nepředstavuje kritickou situaci. Představovaný scénář se proto soustředí na vyčíslení dopadů zastavení dodávek ruského plynu, nikoli dalších komodit.

Vyšší ceny komodit – zejména zemního plynu – se promítají do vyššího růstu **tuzemských regulovaných cen** oproti základnímu scénáři prognózy. Stejně jako u našich evropských obchodních partnerů je nad rámec základního scénáře uvažována **podpora ze strany české fiskální politiky** v rozsahu zhruba 30 mld. Kč pro rok 2022 a cca 110 mld. Kč pro rok 2023. Scénář v sobě implicitně obsahuje i předpoklad o aktivním zásahu státu do tržního vývoje v podobě spuštění přidělovacího systému na nedostatkovou komoditu (plyn), a předpokládá tak minimální dopady do běžného fungování kritické infrastruktury (například nemocnic) a domácností, kterým bude prioritně zajištěno dostatečné množství plynu pro topení, vaření apod. Toto „přidělování“ plynu (rationing) bude charakterizováno také tím, že postižená výrobní odvětví budou stále dostávat alespoň minimální množství plynu nutné k pokrytí poměrné (státem určené) části své spotřeby (podrobněji viz níže).

### Přímé dopady zastavení dodávek energií do českého HDP

K vyhodnocení přímých dopadů zastavení dodávek plynu na tuzemskou ekonomickou aktivitu, které pramení ze samotného omezení fyzického množství plynu na území ČR (bez vlivu zahraniční poptávky), jsme využili input-output analýzu.<sup>3</sup> Její podstatou je vyčíslení primárních a sekundárních dopadů na ekonomiku. Primární dopady na zasažená odvětví plynou z omezení jejich vlastní výrobní aktivity. Sekundární dopady vycházejí ze vzájemné provázanosti odvětví při zohlednění jejich závislosti na zemním plynu. Výsledný přístup je tak schopen postihnout například situaci, kdy nedostatek plynu v odvětví výroby elektřiny povede k částečným odstávkám i ve výrobě automobilů, která je na zdroji elektřiny významně závislá. Jedním z nedostatků zvoleného přístupu naopak je, že věrně zachycuje pouze standardní vazby mezi odvětvími v rámci spojitého vývoje, nikoliv však možnost úplného uzavření firem či celých odvětví, na plynu kriticky závislých. Použitý lineární model navíc nedokáže zachytit situaci, kdy i pouze částečné odstřížení od plynu vede k úplnému zastavení výroby v určitých odvětvích, kde je plyn nepostradatelným výrobním vstupem (např. u oceláren).

Scénář předpokládá, že navzdory téměř absolutní závislosti české ekonomiky na dodávkách ruského plynu ze zahraničí by bylo možné alespoň část těchto dodávek nahradit alternativními zdroji, dovozem LNG a také vzájemnou solidaritou zemí EU. K menšímu dopadu zastavení dodávek plynu do ČR by také měly přispět úspory ve spotřebě plynu, které u nás dosáhly v prvních pěti měsících letošního roku meziročně zhruba jedné desetiny.<sup>4</sup> Naplněnost českých plynových zásobníků dosáhla koncem července více než třetiny roční celkové spotřeby plynu v ČR, což současně představuje zhruba roční spotřebu českých domácností. Vládou zmiňované (a výše popsání) „přidělování“ plynu zároveň implikuje, že aby domácnostem a kritické infrastruktuře výpadky plynu nehrozily, znamenalo by to nutně omezování výroby. Scénář v této souvislosti uvažuje, že v nejbližších čtyřech čtvrtletích dojde k průměrnému výpadku 65 % celkových dodávek zemního plynu pro domácí výrobu a následně se v létě 2023 tento výpadek sníží



(Graf 2A). Jinými slovy scénář předpokládá, že firmy si budou muset v nejbližších čtvrtletích vystačit se 35 % své spotřeby plynu.

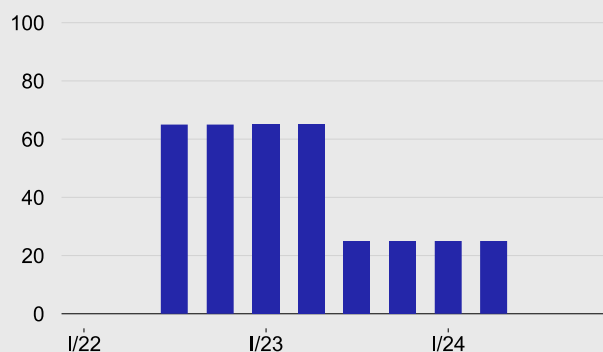
V analýze bylo identifikováno pět průmyslových odvětví, jejichž produkce je nejvíce náročná na zemní plyn (Graf 2B).<sup>5</sup> Právě v těchto odvětvích, která jsou kriticky závislá na dodávkách plynu, bude nejobtížnější rychle najít alternativní zdroje energie či substituty samotného výrobního vstupu (např. plyn pro výrobu hnojiv v chemickém průmyslu). Zároveň je pravděpodobné, že právě tato odvětví budou nejvíce zasažena přerozdělováním plynu vládou, neboť v součtu využívají více než polovinu z jeho celkové domácí spotřeby.<sup>6</sup> V uvedených pěti sektorech vzniká 7,5 % české hrubé přidané hodnoty, přičemž multiplikační efekty do hrubé přidané hodnoty navazujících odvětví jsou v těchto sektorech v rámci výrobní sféry průměrné, viz Tabulka 2C.

Graf 2

### Předpoklady přímých dopadů zastavení dodávek plynu do domácí ekonomiky a jejich vyčíslení

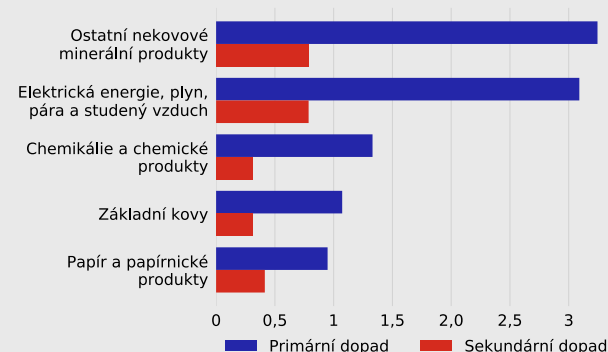
#### 2A Výpadek dodávek plynu v domácí výrobě

v %



#### 2B Náročnost odvětvové produkce na zemní plyn

terajouly/mil. Kč produkce



#### 2C Multiplikátory a podíl na hrubé přidané hodnotě

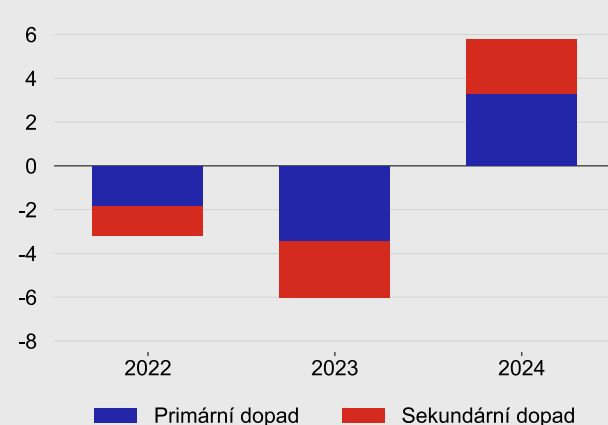
hodnoty multiplikátoru, podíl odvětví na hrubé přidané hodnotě v %

	Multiplikátor	Podíl na hrubé přidané hodnotě
Ostatní nekovové minerální produkty	1,68	1,23
Elektrická energie, plyn, pára a studený vzduch	1,62	3,86
Chemikálie a chemické produkty	1,94	0,93
Základní kovy	1,96	1,03
Papír a papírnické produkty	2,18	0,43
<b>Průměr za všechna odvětví v ekonomice</b>	<b>1,86</b>	

Poznámka: Multiplikační efekt říká, o kolik se celkově zvýší/sníží hrubá přidaná hodnota v ekonomice, pokud dojde ke zvýšení/snížení produkce daného odvětví. Obecně tak multiplikační efekt udává intenzitu provázanosti daného odvětví s ostatními odvětvími. Pokud se například v odvětví papírnictví zvýší hrubá přidaná hodnota o 1 000 Kč, bude to mít při multiplikátoru 2,18 (např. kvůli dodatečné výrobě v dřevozpracujícím průmyslu a růstu přidané hodnoty v odvětví obchodu) za následek zvýšení hrubé přidané hodnoty o 2180 Kč v celé ekonomice.

#### 2D Dopad odstávek plynu do meziroční dynamiky HDP

odchylka od prognózy ZoMP léto 2022 v p. b.



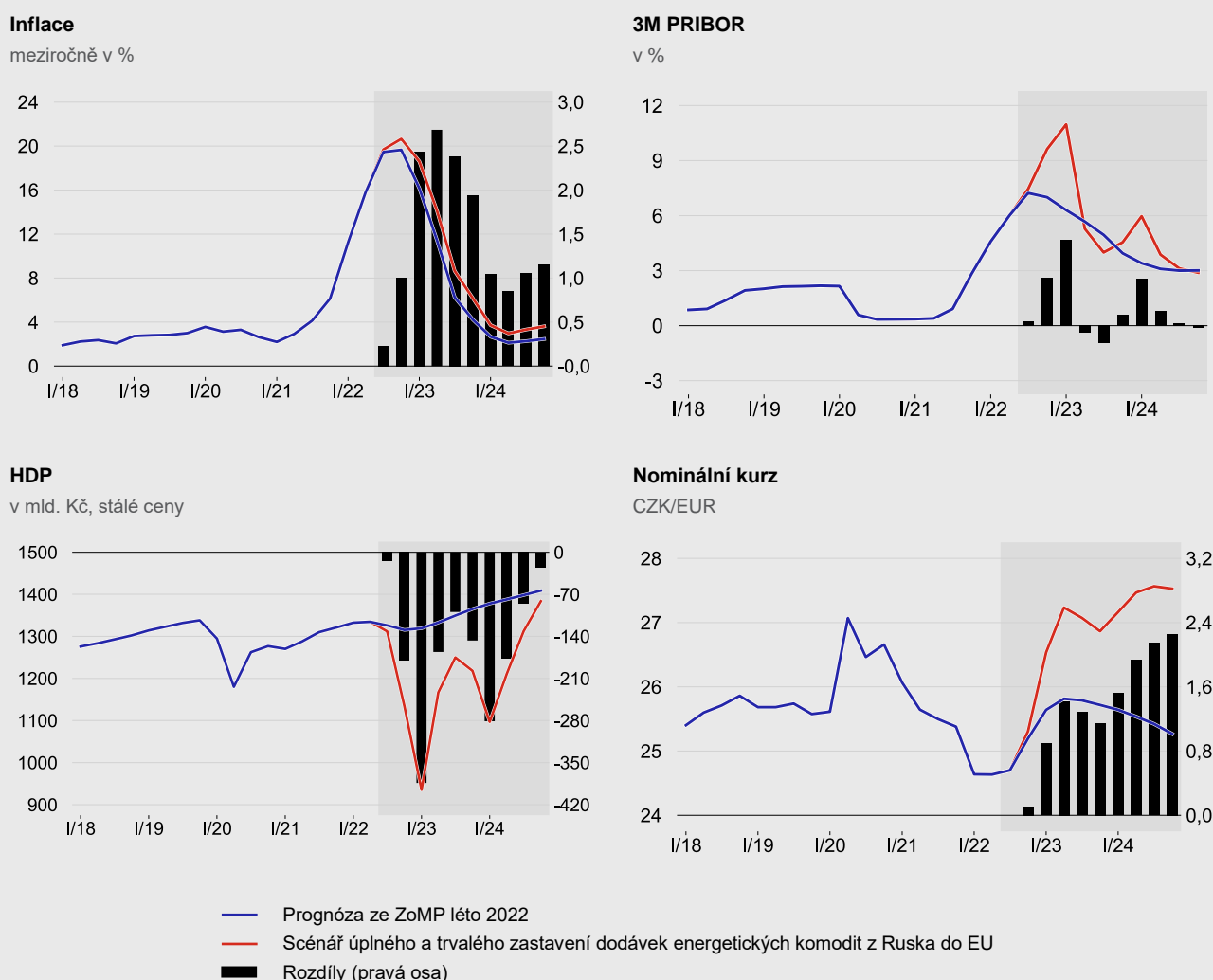
Z Grafu 2D plyne, že zastavení dodávek plynu by zasáhlo domácí ekonomiku výrazně. Během léta a začátkem podzimu 2022 si ještě spotřebitelé i podniky vystačili se současnými zásobami plynu či náhradními energetickými zdroji bez jakéhokoli omezení. Zlomový by byl nástup zimy, kdy převis poptávky po plynu nad jeho nabídkou dosáhne vrcholu, a ekonomické dopady budou nejvýraznější. Obdobný průběh by čekal českou ekonomiku i během další zimy 2023/2024, kdy by však výpadky HDP byly méně devastující díky částečnému hospodářskému přizpůsobení a zprovoznění některých alternativních zdrojů plynu a energií obecně (včetně jejich úspor). V celoročním vyjádření tak bude kvůli omezení dodávek plynu letos dynamika HDP nižší oproti základnímu scénáři prognózy zhruba o 3 procentní body a v roce 2023 přibližně o 6 procentních bodů. Jako velmi podstatné se ukazuje zohlednění sekundárního dopadu, tedy meziodvětvových vazeb v ekonomice, který primární dopad prohlubuje o více než 70 %.

## Celkové dopady do domácího ekonomického vývoje

Nedostatek plynu se v první řadě projeví souběžným omezováním produkce zasažených odvětví (tj. na plynu závislých) v domácí i zahraniční ekonomice. Celkový pokles zahraniční ekonomické aktivity se v české ekonomice projeví plošným snížením poptávky po tuzemském vývozu napříč odvětvími.<sup>7</sup> V letošním roce se tak k přímým dopadům do **dynamiky českého HDP (Graf 3)** v rozsahu -3 procentní body (oproti prognóze ze ZoMP léto 2022) přidá přibližně -1 procentní bod skrze pokles zahraniční poptávky. V roce 2023 budou celkové dopady v rozsahu zhruba -12 procentních bodů dány zhruba ve stejném poměru přímým omezením výroby v domácí ekonomice a poklesem zahraniční poptávky. V opačném směru bude působit expanzivní **fiskální impuls** odrážející stabilizační opatření vlády, který bude v letošním roce o 0,5 procentního bodu a v příštím roce o 1 procentní bod vyšší ve srovnání se základním scénářem. V roce 2024 bude oživení domácí ekonomické aktivity taženo primárně odezněním přímých negativních dopadů nedostatku energetických komodit a oproti prognóze bude růst o necelých 6 procentních bodů vyšší. Úroveň HDP však zůstane ztlačena pod hladinou základního scénáře až téměř do konce prognostického horizontu.

Graf 3

### Celkové dopady scénáře zastavení dodávek energií z Ruska do domácí ekonomiky



V podmínkách omezené produkční schopnosti i odbytu bude domácí ekonomika dosahovat podstatně pomalejšího **mzdového růstu** oproti základnímu scénáři, a to zejména v letech 2023 a 2024. Snahy firem o zachování pracovních týmů a minimalizaci propouštění přitom vyústí do výrazných propadů efektivity práce v obdobích nedostatku surovin a snížené produkce. Nicméně ani v domácí ekonomice se firmy nevyhnou rušení směn v zasažených provozech a propouštění, což se negativně odrazí v nárůstu nezaměstnanosti a poklesu reálného disponibilního důchodu a spotřeby domácností.

Další výrazný nárůst cen energetických komodit na světových trzích v kombinaci s propadem běžného účtu obchodní bilance ČR povedou v krizovém scénáři k výraznějšímu **oslabování kurzu koruny** ve srovnání se základním scénářem. Kurz se bude v příštím roce pohybovat kolem 27 CZK/EUR a v roce 2024 dále oslabí až k hladině

27,50 CZK/EUR. Z hlediska inflačních tlaků v souhrnu nad dopady utlumené domácí poptávky a pomalejšího růstu mezd převáží dopady vyšších cen energií, slabšího kurzu a nižší efektivity práce. Celkové náklady tak porostou v průměru rychleji než v základním scénáři prognózy. **Celková inflace** (včetně rychleji rostoucích regulovaných cen) bude v příštím roce v průměru vyšší asi o 2,5 procentního bodu a v roce 2024 o 1 procentní bod. **Úrokové sazby** (stejně jako v prognóze se předpokládá horizont měnové politiky vzdálený 18–24 měsíců) budou na dodatečné proinflační tlaky reagovat dalším nárůstem až k úrovni 11 % na začátku příštího roku. Pak budou sazby výrazně kolísat v důsledku opakovaného výpadku produkce na přelomu let 2023 a 2024. V průběhu roku 2024 se budou úrokové sazby spolu s celkovou normalizací ekonomického vývoje postupně snižovat k měnověpoliticky neutrální úrovni.

V celoročním vyjádření pak celkové dopady do domácí ekonomiky (resp. hlavních makroekonomických veličin) shrnuje **Tabulka 1**.

Tabulka 1

**Souhrn scénáře zastavení dodávek energií z Ruska s odpočtem oproti základnímu scénáři prognózy ze ZoMP léto 2022**

		2022	2023	2024
<b>HDP</b>	meziroční změny v %	<b>-1,5</b>	<b>-10,6</b>	<b>9,5</b>
	procentní body	(-3,8)	(-11,7)	(5,7)
<b>Průměrná měsíční nominální mzda v tržních odvětvích</b>	meziroční změny v %	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,1</b>
	procentní body	(-0,4)	(-4,9)	(-4,4)
<b>Spotřebitelské ceny</b>	meziroční změny v %	<b>16,8</b>	<b>11,9</b>	<b>3,4</b>
	procentní body	(0,3)	(2,4)	(1,0)
<b>3M PRIBOR</b>	%	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>4,0</b>
	procentní body	(0,7)	(1,0)	(0,9)
<b>Kurz CZK/EUR</b>	nominální hodnota	<b>24,8</b>	<b>26,9</b>	<b>27,4</b>
	CZK	(0,0)	(1,2)	(1,9)

Zeleným štítkem jsou vyznačeny rozdíly scénáře zastavení dodávek energií (oproti základnímu scénáři prognózy) směrem k vyšším hodnotám, resp. slabšímu kurzu koruny. Červený štítek označuje posun opačným směrem.

### Měnověpolitická simulace stability sazeb

Zastavení dodávek energetických surovin z Ruska, které v tomto scénáři rozkolísává ekonomický vývoj, je svým charakterem silný negativní nabídkový šok. Lze proto usuzovat, že proinflační faktory, které se ve scénáři materializují (nad rámec základního scénáře), jsou primárně nákladového charakteru. Proto se nabízí možnost tyto faktory v rámci měnověpolitické reakce plně výjimkovat.

Takový přístup centrální banky však může být riskantní z hlediska potenciální ztráty ukotvenosti inflačních očekávání. Proto předpokládáme, že centrální banka bude preferovat vyhlazenou trajektorii úrokových sazeb po delší dobu. Ta tak bude nejprve implikovat uvolněnější nastavení měnových podmínek oproti výchozí verzi krizového scénáře (v Grafu 4 označeno červenou čarou), poté po určitou dobu naopak přísnější. Níže uvedená měnověpolitická simulace (v Grafu 4 označeno žlutou čarou) pro ilustraci možného chování centrální banky tedy předpokládá, že domácí úroková sazba 3M PRIBOR zůstane od třetího čtvrtletí 2022 na výchozí hladině (čili na 7,2 %), a to až do konce příštího roku.

Kurz koruny je už ve výchozím scénáři zastavení dodávek plynu pod silným depreciačním tlakem vlivem výrazného zhoršení bilance běžného účtu platební bilance (kanál čistých zahraničních aktiv). V odvozené měnověpolitické simulaci však nedochází k odpovídajícímu rozšíření úrokového diferenciálu, který by proti vlivu kanálu čistých zahraničních aktiv působil. Koruna tak oproti euru v této simulaci oslabí na začátku příštího roku až ke 27,5 CZK/EUR (**Graf 4**). Uvolněnější měnové podmínky zároveň přinášejí domácí ekonomice nepatrně nižší propad HDP v roce 2023. Společně s nižšími úrokovými sazbami se pak slabší kurz koruny propisuje do mírně vyšší inflace v příštím roce.

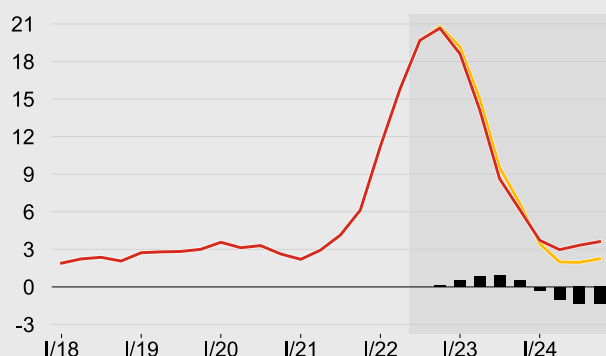
Naopak pozdější vyšší úroveň domácích tržních úrokových sazeb v této měnověpolitické simulaci (tedy v roce 2023) oproti scénáři zastavení dodávek plynu vede k výraznějšímu posilování koruny v průběhu příštího roku. Tento protiinflační impuls se následně projeví v nižší celkové inflaci v roce 2024, a to přibližně o 1 procentní bod. Přísnější nastavení měnových podmínek však zároveň lehce zbrzdí ekonomické oživení ve zmíněném roce ve srovnání s výchozí verzí krizového scénáře.

Graf 4

## Měnověpolitická simulace stability sazeb na pozadí scénáře zastavení dodávek energií z Ruska

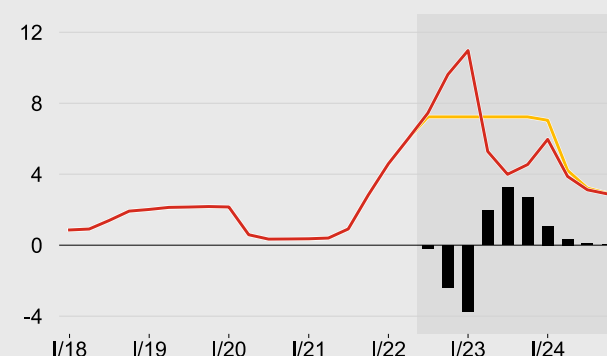
## Inflace

meziročně v %



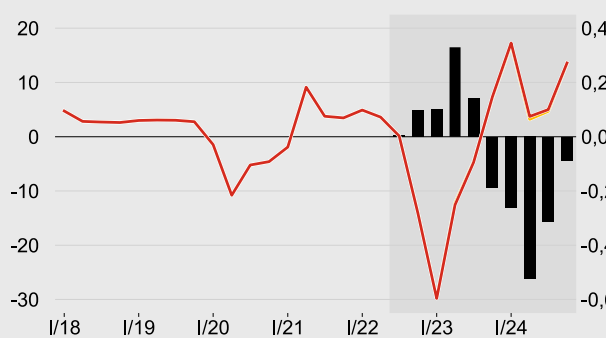
## 3M PRIBOR

v %



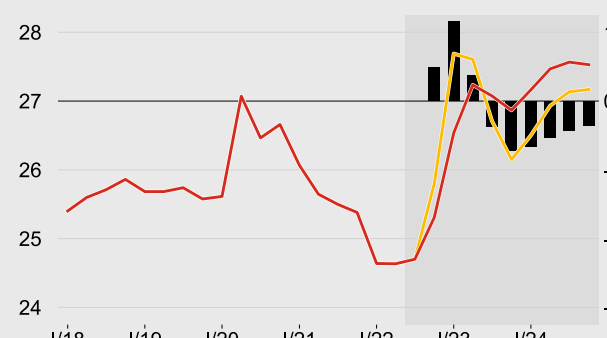
## HDP

meziroční změny v %



## Nominální kurz

CZK/EUR



- Scénář úplného a trvalého zastavení dodávek energetických komodit z Ruska do EU
- Měnověpolitická simulace stability sazeb
- Rozdíly (pravá osa)

- Například v červenci 2022 došlo k pravidelné technické odstávce plynovodu Nord Stream 1, která vyvolala řadu spekulací, že se již dodávky neobnoví. Po ukončení odstávky byly dodávky obnoveny na zlomek kapacity plynovodu.
- Větší růst výrobních kapacit LNG ve světě se očekává až v roce 2025 se spuštěním nových zkapalňovacích linek v Kataru.
- Input-output tabulky popisují prodejní a nákupní vztahy mezi výrobci a odběrateli v rámci ekonomiky. Mohou buď zobrazovat toky finálních statků, meziproduktů a služeb definovaných podle výstupů odvětví (odvětví × odvětvové tabulky), se kterými pracuje představovaná analýza, nebo podle produktových výstupů (produkt × produktové tabulky). Zvolený přístup výpočtu je inspirován studiemi [Národní banky Slovenska](#), [Deutsche Bundesbank](#) a [Deutsche Bundesbank](#). Popis input-output tabulky je k dispozici ve studii Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. a de Vries, G. J. (2015), „An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production“, Review of International Economics, 23: 575–605. Input-output tabulka byla převedena z USD na Kč.
- Údaje o úsporách vycházejí z dat společnosti Amper Meteo. Spotřeba plynu v ČR tak byla [nejnižší za posledních pět let](#). Členské státy EU se nedávno [shodly](#) na dobrovolné úspoře plynu ve výši alespoň 15 % pro období mezi 1. 8. 2022 až 31. 3. 2023 v porovnání s průměrnou spotřebou za posledních pět let. Součástí schváleného [návrhu Evropské komise](#) je i možnost vyhlášení plynové nouze, v níž budou úspory povinné.
- Pro zjednodušení zároveň uvažujeme, že hrubý domácí produkt je roven hrubé přidané hodnotě.
- Při vyčíslení dopadů výpadku dodávek plynu na HDP pracujeme se zjednodušujícím předpokladem, že snížení dostupného objemu plynu povede k proporcionálnímu poklesu výroby ve všech pěti zasažených odvětvích. V nejbližších čtvrtletích tak těchto pět odvětví bude čelit omezení výroby ve výši 65 %. Pro zbylá odvětví je velikost výpadku výroby poměrově snížena dle náročnosti produkce na plyn.
- Překryv přímých dopadů do zasažených odvětví a plošných dopadů zchlazení zahraniční poptávky (a tedy potenciální „double-counting“) je přitom jen malý, neboť omezování výroby přímo zasažených domácích firem bude dosahovat desítek procent, zatímco pokles celkové zahraniční poptávky dosáhne pouze řádově jednotek procent (odpočtově oproti základnímu scénáři prognózy ze ZoMP léto 2022).

# 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											
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4290,8	4387,8	4627,4	4740,8	4994,2	5154,3	5307,2	5014,3	5189,2	5308,7	5366,4	5572,6
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4141,9	4344,6	4627,4	4794,9	5116,8	5416,4	5793,9	5710,7	6106,7	6789,3	7341,7	7641,6
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,0	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,3	1,1	3,8
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,9	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,0	-2,0	-0,8	3,7
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,5	2,0	1,8	1,6
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,2	7,1	13,1	-3,9	6,5	7,7	4,5	-9,2	18,9	6,8	-7,4	-1,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,9	-6,0	0,6	5,1	3,9	2,9
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,3	-8,1	6,8	2,0	7,6	9,6
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,1	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,5	-8,2	13,2	1,0	2,9	7,1
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	295,5	283,3	276,7	337,5	401,7	338,1	338,4	315,6	96,8	140,5	348,9	496,3
<b>CENY</b>												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	16,5	9,5	2,4
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	26,7	20,0	6,3
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	13,3	4,9	0,5
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,7	8,6	2,5
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,8	41,4	4,5	-5,2
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	16,2	9,5	2,0
<i>Dílič cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	26,4	9,1	1,3
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	5,9	35,3	0,6	-5,7
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	4,7	4,5	6,2	7,5
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	5,1	5,1	6,7	8,5
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	1,5	0,9	-12,1	-3,1	5,1
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,7	6,0	4,3
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	1,1	0,4	3,1
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	2,9	2,5	2,7	2,7
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,3	3,6	3,6
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,9	0,7	1,3	1,8	1,5	1,2	-0,1	-1,6	-0,9	1,1	0,7	0,8
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	-0,3	1,8	0,8	0,8
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-359,4	-332,0	-343,7	-222,2
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,9	-4,9	-4,7	-2,9
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,3	2566,6	2866,6	3228,6	3466,8
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,6	42,0	42,2	44,0	45,4
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	73,3	-92,2	82,3	117,2
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,2	-1,4	1,1	1,5
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	110,1	120,4	129,0	145,5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-51,1	-381,7	-203,1	-175,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-0,8	-5,6	-2,8	-2,3
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-4,8	-50,0	-60,0	-60,0
<i>Měnové kurzy</i>												
Kč/USD (průměr)	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,0	23,6	22,5
Kč/EUR (průměr)	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,8	25,7	25,5
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	5,9	10,0	13,7
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	4,9	2,8
3M PRIBOR (% , průměr)	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,2	5,2	3,1
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,3	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,6	4,1	2,1	1,3	2,5
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	8,2	3,9	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	11,0	30,9	5,6	-0,1
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	108,8	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	103,1	90,3	83,4
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	1,5	1,6
USD/EUR (průměr)	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2022				čtvrtletí roku 2023				čtvrtletí roku 2024			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1332,6	1334,6	1326,2	1315,3	1319,1	1332,9	1349,4	1365,0	1377,9	1387,8	1398,1	1408,7
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1639,4	1669,9	1712,2	1767,8	1797,1	1821,8	1848,5	1874,3	1889,1	1900,7	1915,5	1936,4
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,9	3,6	1,2	-0,4	-1,0	-0,1	1,7	3,8	4,5	4,1	3,6	3,2
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,9	0,2	-0,6	-0,8	0,3	1,0	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7	0,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,3	-2,0	-6,4	-5,9	-4,6	-2,4	0,4	3,5	4,2	4,1	3,6	3,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,9	3,2	1,1	0,9	1,6	1,8	2,1	1,8	1,6	1,7	1,7	1,6
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	14,6	10,3	3,7	-0,4	-5,6	-7,6	-8,5	-7,8	-5,8	-3,1	-0,1	2,2
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,8	6,3	4,6	2,8	2,6	3,3	4,3	5,4	3,6	2,9	2,6	2,6
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,3	0,9	4,5	2,8	3,0	5,2	9,5	12,6	12,5	10,9	8,5	7,1
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,1	-0,1	0,4	-0,4	-0,6	1,0	4,3	7,1	7,5	7,5	6,8	6,4
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	19,8	31,8	39,8	49,1	59,4	78,4	98,0	113,1	120,4	122,7	125,1	128,1
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	11,2	15,8	19,5	19,7	16,2	11,5	6,3	4,2	2,7	2,1	2,3	2,5
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	15,7	23,4	30,5	37,3	28,8	22,6	15,3	13,1	7,8	5,8	5,9	5,7
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	6,2	11,4	18,0	17,7	13,1	7,1	0,1	-0,7	-0,4	0,3	1,0	1,2
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	10,5	13,8	15,6	14,8	13,2	10,3	6,6	4,4	3,0	2,3	2,2	2,4
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	36,9	46,1	47,4	35,4	22,2	4,0	-2,9	-5,4	-5,9	-5,6	-5,1	-4,1
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	10,8	15,6	19,4	19,0	16,1	11,3	6,3	4,1	2,2	1,7	1,9	2,1
<b>Dílič cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	21,8	27,7	28,4	27,3	18,1	10,2	5,8	3,3	1,9	1,3	1,1	0,9
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	23,9	39,1	43,5	34,2	19,1	-1,0	-6,7	-7,0	-7,1	-6,3	-5,2	-4,0
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	7,2	2,7	3,9	4,5	5,2	5,6	6,5	7,3	7,9	7,8	7,4	6,8
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,0	2,9	4,8	5,1	5,2	5,9	7,1	8,4	9,0	8,9	8,4	7,7
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-4,1	-13,1	-15,6	-15,2	-10,9	-5,8	0,3	3,1	5,2	5,7	5,1	4,3
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	6,4	4,4	7,4	8,8	8,2	6,5	5,2	4,2	4,2	4,4	4,4	4,1
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	3,6	2,4	0,3	-1,5	-1,9	-0,8	1,2	3,2	3,7	3,2	2,8	2,6
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,3	3,2	3,2	3,2	3,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,6
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	1,2	1,4	0,7	1,1	0,9	0,7	0,6	0,6	0,8	0,9	0,8	0,6
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	1,1	1,9	2,2	2,1	1,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,9	0,7	0,5
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
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)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	8,2	-55,8	-28,7	-15,8	36,8	-5,9	23,3	28,2	77,7	12,2	19,8	7,5
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	0,5	-3,3	-1,7	-0,9	2,2	-0,3	1,2	1,4	4,4	0,6	1,0	0,4
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	24,7	25,7	39,8	30,2	29,7	35,2	31,8	32,3	30,3	41,3	39,3	34,6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-7,8	-161,9	-121,3	-90,7	16,5	-99,4	-75,0	-45,2	56,4	-82,2	-77,5	-72,2
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,5	-9,6	-7,0	-4,9	1,0	-5,4	-4,0	-2,3	3,2	-4,3	-4,0	-3,6
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-23,3	-8,9	-8,9	-8,9	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	22,0	23,1	23,4	23,7	23,9	23,8	23,5	23,3	23,1	22,8	22,4	21,9
Kč/EUR (průměr)	24,6	24,6	24,7	25,2	25,6	25,8	25,8	25,7	25,6	25,5	25,4	25,3
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (% , meziročně, průměr)	6,0	6,2	6,2	5,1	7,3	9,2	11,9	11,7	14,3	14,7	13,9	11,9
2T repo sazba (% , průměr)	4,2	5,6	6,9	6,7	6,0	5,4	4,7	3,6	3,1	2,8	2,7	2,7
3M PRIBOR (% , průměr)	4,6	6,0	7,2	7,0	6,3	5,7	5,0	3,9	3,4	3,1	3,0	3,0
<b>PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ</b>												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	4,7	2,3	0,8	0,7	0,5	1,0	1,5	2,2	2,6	2,7	2,4	2,1
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	0,5	0,0	0,2	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	6,5	8,8	9,1	8,3	6,3	4,3	3,1	2,1	1,6	1,7	1,9	2,1
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	30,5	36,0	33,3	24,5	14,1	6,0	2,4	0,7	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	97,9	112,0	105,3	97,8	93,6	91,2	89,2	87,3	85,5	84,0	82,7	81,3
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,4	0,6	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	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](http://www.cnb.cz)

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