

SCOREBOARD INFLAČNÍCH A MĚNOVĚPOLITICKÝCH RIZIK

INOVACE V REAKCI NA MĚNÍCÍ SE
EKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

LEDEN 2026



Hodnocení rizik je nedílnou součástí měnověpolitického rozhodování. Jako podpůrný nástroj byl za tímto účelem používán od roku 2024 Scoreboard inflačních a měnověpolitických rizik. V poslední době však došlo v domácím i mezinárodním ekonomickém prostředí k podstatnému zvýšení volatility i nejistoty, jež dopadá na chování ekonomických subjektů, cenovou dynamiku a finanční podmínky. Pandemie, energetická krize, válka na Ukrajině, geopolitické fragmentační tlaky a proměny globálního obchodního a investičního řádu vedly k řadě výkyvů, které nelze spolehlivě interpretovat pouze v rámci tradičního hospodářského cyklu. Současně se v české ekonomice odehrávají dlouhodobé strukturální změny – zpomaluje růst potenciálního produktu, proměňuje se trh práce, mění se technologie a firemní sektor se adaptuje na nové globální podmínky.

Za těchto okolností nejsou dostatečné pouze nástroje, které se zaměřují na kvantifikaci celkových měnověpolitických rizik. Pro rozhodování o nastavení měnové politiky je potřebný také systém ukazatelů, který umožňuje identifikovat jak krátkodobé odchylky od strukturálních trendů, tak posuny v dlouhodobých trendech.

Scoreboard proto prošel koncepční obnovou a byl rozdělen na dvě vzájemně se doplňující části: (i) vizuálně přehlednou heatmapu cyklických ukazatelů, která umožňuje rychlou orientaci v krátkodobých až střednědobých odchylkách od referenčních hodnot, a (ii) soubor grafů mapujících vývoj strukturálních indikátorů a dlouhodobějších trendů ekonomiky, které umožňují sledovat hlubší strukturální procesy s potenciálem měnit rovnováhy v ekonomice a transmissi měnové politiky. Tento přístup podporuje rozhodování bankovní rady včetně identifikace rizik a nejistot výhledu plnění inflačního cíle v prostředí stále dynamičtějšího a komplexnějšího ekonomického prostředí.

Potřeba srozumitelnější komunikace je dalším důvodem pro přechod na novou koncepci Scoreboardu. Zejména v turbulentních dobách je pro centrální banku klíčové transparentně komunikovat své kroky a rizika budoucího vývoje směrem k veřejnosti, podnikům a investorům.

1. Cyklický Scoreboard – heatmapa

Cyklické ukazatele obsažené v první části Scoreboardu se vážou k současné ekonomické situaci a mají jasnou vazbu na současnou a očekávanou inflaci. Dokreslují relevanci a směr krátkodobých až střednědobých rizik výhledu plnění inflačního cíle a jsou rozděleny do pěti podskupin – ekonomické aktivity, cenového vývoje, trhu práce, měnových a fiskálních ukazatelů a vnějších vztahů. Vizualizace těchto ukazatelů, resp. jejich kombinace, pomáhá přesněji identifikovat rizika výhledu plnění inflačního cíle. Jednotlivé cyklické ukazatele v heatmapě jsou formulovány a prezentovány tak, aby z nich bylo jednoznačně patrné, zda vyznávají proinflačně či protiinflačně. Cílem Scoreboardu je včas a bez ohledu na použitý modelový přístup indikovat možné rizikové faktory pro tuzemský cenový vývoj. Celkovou bilanci rizik však nelze posuzovat pouhým součtem ukazatelů, je třeba ji vyhodnotit v kontextu pravděpodobnosti setrvání rizikového faktoru a intenzity i časování jeho dopadu do inflace. Rizika kvalitativního rázu nelze Scoreboardem postihnout.

Vzhledem k povaze cyklických ukazatelů je zároveň možné nastavit jejich referenční a kritické hodnoty. Referenční hodnoty jsou definovány jako dlouhodobý průměr daných ukazatelů, případně jako jejich dlouhodobě rovnovážná či měnověpoliticky neutrální hodnota. Kritické hodnoty jsou určeny jako násobky směrodatných odchylek od této referenční hodnoty na obě strany.

Zbarvení jednotlivých řad vychází ze srovnání aktuální úrovně daného indikátoru s jeho referenční hodnotou. Sytější červené odstíny signalizují, že se indikátor odchyluje od své dlouhodobé průměrné nebo rizikově neutrální hodnoty směrem k proinflačnímu působení. Naopak odstíny modré označují odchylku směrem k protiinflačnímu působení. Neutrální působení je zachyceno bílou barvou.

Tabulka cyklických indikátorů

Indikátor	Jednotka	Hodnoty pro heatmapu		
		referenční hodnota	směrodatná odchylka	
Ekonomická aktivita	HDP nominální	mzr. v %, běžné ceny, sez. očištěno	4,3	2,50
	HDP reálný	mzr. v %, reálně, sez. očištěno	2,4	1,89
	Spotřeba domácností	mzr. v %, reálně, sez. očištěno	2,2	1,59
	Spotřeba vládních institucí	mzr. v %, reálně, sez. očištěno	1,3	2,30
	Tvorba hrubého fixního kapitálu	mzr. v %, reálně, sez. očištěno	1,9	4,75
	Mezera výstupu	% z potenciálního produktu	0,0 *	1,68
Souhrnný indikátor důvěry	bazický index, sez. očištěno	99,6	5,04	
Cenový vývoj	Celková inflace CPI	mzr. v %, průměr	2,0 *	0,99
	Jádrová inflace	mzr. v %, průměr	2,0 *	1,43
	Ceny zboží	mzr. v %, průměr	0,4 *	1,62
	Ceny služeb	mzr. v %, průměr	3,2 *	1,57
	Deflátor HDP	mzr. v %, sez. očištěno	2,0 *	1,46
	Ceny průmyslových výrobců	mzr. v %, průměr	2,0 *	2,59
	Ceny zemědělských výrobců	mzr. v %, průměr	2,0 *	6,16
	Ceny tržních služeb v podnikové sféře	mzr. v %, průměr	2,0 *	1,81
	Ceny nemovitostí (HPI)	mzr. v %	4,0 *	4,85
	Ceny stavebních prací	mzr. v %, průměr	2,0 *	1,72
Ceny stavebních materiálů a výrobků	mzr. v %, průměr	2,0 *	1,76	
Trh práce	Nominální jednotkové mzdové náklady	mzr. v %	2,7	2,48
	LUCI (indikátor trhu práce)	index	0,0	1,00
	Mzda v tržních odvětvích	mzr. v %, nominálně	4,6	2,75
	Mezera nezaměstnanosti	odchylka od NAIRU, v p. b.	0,0 ^(R)	1,02
Měnové a fiskální ukazatele	Míra růstu M3 v ČR	roční míra růstu, v %	6,0 *	3,13
	Úvěry nefinančním podnikům	roční míra růstu, v %	4,1	3,41
	Úvěry domácnostem	roční míra růstu, v %	6,7	1,59
	Úvěry vládním institucím	roční míra růstu, v %	2,7	11,66
	Saldo sektoru vládních institucí k HDP	v % HDP, nominálně	0,0 ^(R)	1,00
	Fiskální impuls k růstu HDP	v p. b.	0,0 *	0,50
	Inflační očekávání podniků (1R)	v %	2,0 *	0,60
	Inflační očekávání domácností (1R)	v %	6,0 *	2,27
Inflační očekávání finančního trhu (1R)	v %	2,0 *	0,31	
Vnější vztahy	Nominální efektivní kurz koruny	index	100,9 ^(R)	4,63
	Saldo běžného účtu k HDP	% HDP, nominálně	-0,1 ^(R)	1,64
	Směnné relace	mzr. v %	-0,1 ^(R)	1,69
	HDP eurozóny	mzr. v %, reálně, sez. očištěno, EA6	1,4	1,07
	Vývoz zboží a služeb	mzr. v %, reálně, sez. očištěno	5,4	4,44
	Ropa Brent (USD/barel)	mzr. v %	2,4	27,09
Míra růstu M3 v EA	mzr. v %, průměr	4,0 *	1,56	

(* expertně nastavená rovnovážná hodnota, (R) reverzní škála)

Poznámka: Pro výpočet průměru a směrodatných odchylek bylo použito období let 2010 až 2025 s vynecháním let 2020–2023, kdy většina ukazatelů byla vychýlena epizodou vysoké inflace. Referenční hodnoty budou pravidelně revidovány.

Cyklické ukazatele



2. Strukturální trendy v ekonomice

U znázornění strukturálních trendů je cílem graficky (grafy I.1 až I.12 na konci dokumentu) zachytit dlouhodobý vývoj, který by za určitých okolností mohl vést k posunu rovnovážných hodnot a ke změnám v transmisi měnové politiky. Pokud by centrální banka ignorovala tyto strukturální změny, její nastavení úrokových sazeb by nemuselo být optimální a mohlo by být ohroženo dosahování cenové stability.

Vějíř strukturálních indikátorů je poměrně široký a zachycuje klíčové strukturální charakteristiky české ekonomiky. Vedle běžně sledovaných ukazatelů, jako je míra zadlužení, míra nezaměstnanosti, otevřenost ekonomiky, relativní cenová hladina či rozpětí úrokových výnosů, strukturální Scoreboard zachycuje i další ukazatele, jako jsou dostupnost bydlení, indikátor finančního cyklu nebo demografický vývoj. V dalším textu je stručně popsána základní logika jednotlivých strukturálních indikátorů.

Tabulka strukturálních indikátorů

	Graf	Jednotka
Ekonomická aktivita	Ekonomická konvergence ČR k eurozóně HDP na obyvatele v paritě kupní síly Cenová hladina HDP	v %, EA20 = 100, pramen: Eurostat
	Podíl služeb v ekonomice Spotřeba služeb ke spotřebě domácností celkem Přepočtený počet zaměstnanců ve službách k celkovému přepočtenému počtu zaměstnanců	v %, sezonně očištěno, běžné ceny
	Dostupnost bydlení	ukazatel Price-to-Income ratio: poměr indexu cen bytových nemovitostí (HPI) vůči disponibilnímu důchodu domácností, vyšší hodnota značí nižší dostupnost bydlení, index, 2015 = 100, výpočet ČNB
Cenový vývoj	Indikátor finančního cyklu	kompozitní indikátor poskytující informaci o pozici ekonomiky v rámci cyklu, pohybuje se v intervalu 0–1: čím vyšší hodnota, tím je ve finančním systému vytvářeno více převážně cyklických rizik, výpočet ČNB
Trh práce	Odhad NAIRU	v %, průměr více metod, výpočet ČNB
Měnové a fiskální ukazatele	Zadlužení sektorů v ekonomice Dluh nefinančních podniků k HDP Dluh domácností k HDP Dluh vládních institucí k HDP	poměry k anualizovanému nominálnímu HDP v %
	Euroizace úvěrů Euroizace úvěrů nefinančních podniků Euroizace úvěrů domácností Euroizace celkových úvěrů	podíly úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech v %
	Diferenciál dlouhodobých výnosů	rozdíl ve výnosech vládních dluhopisů v ČR a v Německu v p. b., splatnost 10R, pramen: Bloomberg
Vnější vztahy	Čistá investiční pozice	v % HDP, výpočet ČNB
	Krátkodobá zahraniční zadluženost Krátkodobá zadluženost k HDP Devizové rezervy ke krátkodobé zadluženosti	v % HDP v %
	Otevřenost ekonomiky Podíl vývozu na HDP Podíl dovozu na HDP	podíly na HDP v %, srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno
	Dlouhodobá demografická struktura ČR a index závislosti	počty obyvatel v milionech, index závislosti: poměr osob ve věku 0–19 a 65+ vůči ekonomicky aktivní populaci ve věku 20–64 let

Relativní cenová hladina a relativní ekonomická úroveň jsou měřítkem ekonomické konvergence české ekonomiky k vyspělým evropským zemím. Pokud je domácí cenová hladina pod úrovní našich západních sousedů, ekonomické šoky mohou mít v ČR větší cenové dopady než například v Německu.

Rostoucí **podíl sektoru služeb na spotřebě domácností, resp. na zaměstnanosti** v případě české ekonomiky indikuje, že se vzhledem k tomu, že velká část služeb není obchodovatelná, snižuje citlivost domácí ekonomiky na zahraniční šoky a kurzové pohyby. Posiluje se tak úrokový kanál měnové politiky při oslabujícím kurzovém kanálu.

Dostupnost bydlení měřená ukazatelem Price-to-Income ratio (PTI, poměr ceny nemovitostí vůči disponibilnímu důchodu domácností) ukazuje na riziko nadhodnocených cen nemovitostí. To může ovlivňovat optimální výši úrokových sazeb a měnit reakci nemovitostního trhu a sektoru domácností na změny úrokových sazeb.

Indikátor finančního cyklu je kompozitní indikátor, který postihuje souhrnnou tendenci finančního systému ke kolísání, a poskytuje tak informaci o pozici ekonomiky v rámci finančního cyklu. Prudké změny úrokových sazeb mají dopad do cen aktiv a současně ovlivňují schopnost podniků a domácností splácet své závazky, a tím mohou prohlubovat finanční cyklus.

Míra nezaměstnanosti nezrychlující inflaci (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIURU) je míra nezaměstnanosti, která je konzistentní se stabilní inflací. Klesající NAIURU ukazuje na schopnost ekonomiky udržet nízkou nezaměstnanost bez vzniku inflačních tlaků. K odhadu NAIURU je používáno více metod, graf zobrazuje jejich rozpětí a průměr.

Poměr dluhu jednotlivých sektorů ekonomiky (nefinančních podniků, domácností a vládních institucí) k HDP je měřítkem rizika nadměrného zadlužení. Pokud dluh uvedených sektorů vzroste nad únosnou mez, klesá jejich schopnost vyrovnávat dopady hospodářského cyklu do svého hospodaření. Například vysoké zadlužení vládních institucí omezuje prostor pro fiskální expanzi v době ekonomické recese. Maastrichtská kritéria definují rizikovou hodnotu zadluženosti vládních institucí jako 60 % HDP. V ČR se podle zákona o rozpočtové odpovědnosti spouští dluhová brzda v případě, že dluh překročí 55 % HDP.

Euroizace úvěrů, která je patrná zejména v sektoru nefinančních podniků, snižuje jejich citlivost na korunové úrokové sazby. Tím se může snižovat účinnost transmise domácí měnové politiky, a naopak může narůstat citlivost chování podniků na vývoj zahraničních úrokových sazeb.

Rozpětí mezi dlouhodobými úrokovými výnosy v ČR a v zahraničí (Německu) je komplexním ukazatelem tržního vnímání budoucích ekonomických podmínek a rizik. Přílišný nárůst rozpětí může indikovat zvýšená inflační očekávání a nárůst rizikové prémie.

Investiční pozice vůči zahraničí měří čistou finanční pozici země ve vztahu k zahraničí. Ta je v případě ČR z důvodu přílivu přímých zahraničních investic dlouhodobě záporná. Příliš záporná investiční pozice ale může signalizovat, že se ekonomika nachází ve vnější nerovnováze.

V případě existence vnější nerovnováhy je důležité, zda je tato nerovnováha financována dlouhodobým nebo krátkodobým zadlužením. **Krátkodobá zadluženost** ukazuje objem kapitálu, který za nepříznivých podmínek může ekonomiku rychle opustit, čímž by mohl vzniknout tlak na oslabení kurzu, a tedy i na růst inflace. Centrální banka by měla disponovat dostatečným množstvím prostředků k včasné intervenci, pokud by k takové situaci došlo. Proto je sledován i **poměr devizových rezerv vůči krátkodobé zadluženosti**.

Otevřenost ekonomiky, měřená podílem vývozu nebo dovozu na HDP, ukazuje na míru ekonomické zranitelnosti vůči zahraničním šokům. Narůstající otevřenost zároveň zvyšuje relativní váhu kurzové složky měnových podmínek v transmissi úrokových sazeb do inflace.

Poslední ukazatel sleduje **demografický vývoj z pohledu věkové struktury obyvatelstva**. Česká republika – stejně jako většina zemí světa – čelí stárnutí populace a klesající porodnosti. Tento trend je částečně kompenzován migrací, ale i tak dochází k nárůstu poměru osob ve věku 0–19 let a ve věku 65+ vůči ekonomicky aktivní populaci ve věku 20–64 let (index závislosti). Stárnoucí populace může působit ve směru nižších rovnovážných úrokových sazeb.

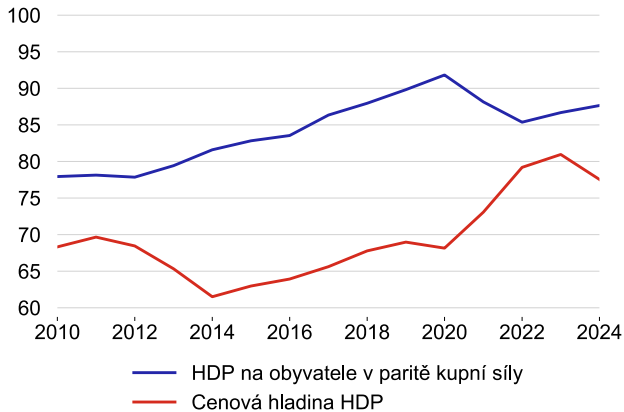
Závěr

Nový Scoreboard umožňuje komplexnější pohled na rizika a nejistoty výhledu plnění inflačního cíle. Zatímco jeho cyklická část – heatmapa – představuje rizika v krátkodobém horizontu, strukturální část poukazuje na dlouhodobá rizika. Scoreboard je jedním z podkladů pro měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB, které se opírá zejména o čtvrtletní makroekonomickou prognózu sekce měnové. Ve srovnání s prognózou Scoreboard přináší doplňkový pohled na cyklickou pozici ekonomiky včetně oblastí, které nejsou prognózou zachyceny, např. množství peněz v oběhu či inflační očekávání. Grafy strukturálních indikátorů pak poskytují dlouhodobější kontext pro rozhodování o nastavení měnové politiky.

Scoreboard je pravidelně zveřejňován v Chartbooku – grafické příloze Zprávy o měnové politice. Zahnuté ukazatele se mohou v čase měnit podle aktuálních potřeb měnové politiky.

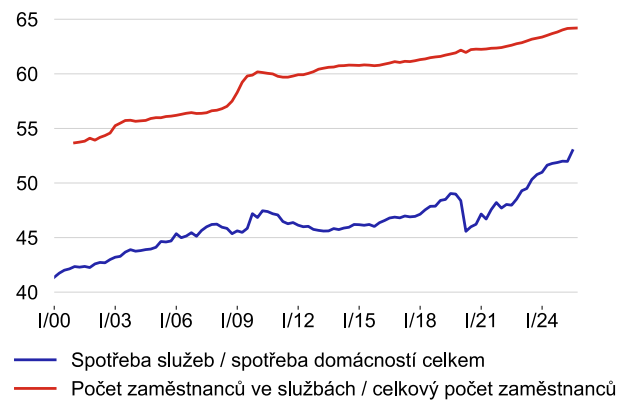
Graf I.1 (Eurostat)
Ekonomická konvergence ČR k eurozóně

v %, EA = 100



Graf I.2
Podíl služeb v ekonomice

v %, sezonně očištěno, běžné ceny, přepočtené počty zaměstnanců



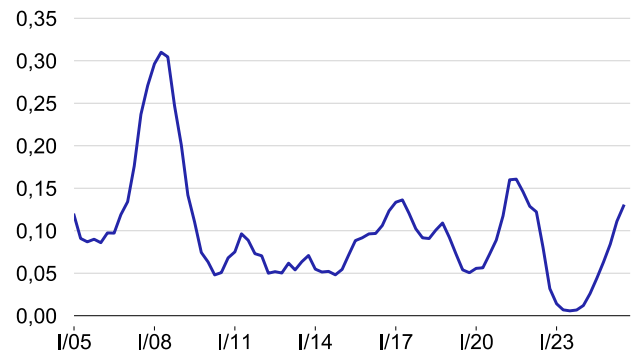
Graf I.3
Dostupnost bydlení

ukazatel Price-to-Income ratio: poměr indexu cen bytových nemovitostí (HPI) vůči disponibilnímu důchodu domácností, index, vyšší hodnota značí nižší dostupnost bydlení, 2015 = 100



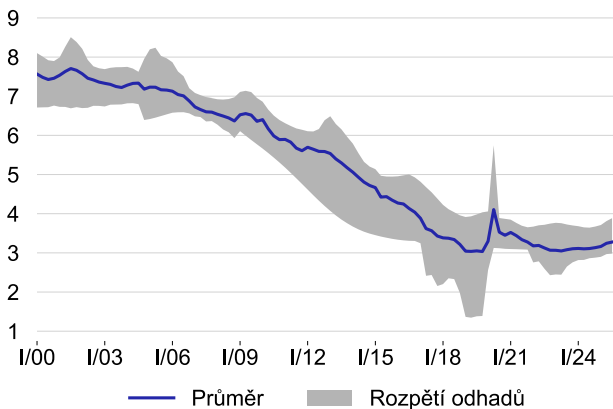
Graf I.4 (výpočet ČNB)
Indikátor finančního cyklu

kompozitní indikátor poskytující informaci o pozici ekonomiky v rámci cyklu, pohybuje se v intervalu 0–1: čím vyšší hodnota, tím je ve finančním systému vytvářeno více převážně cyklických rizik



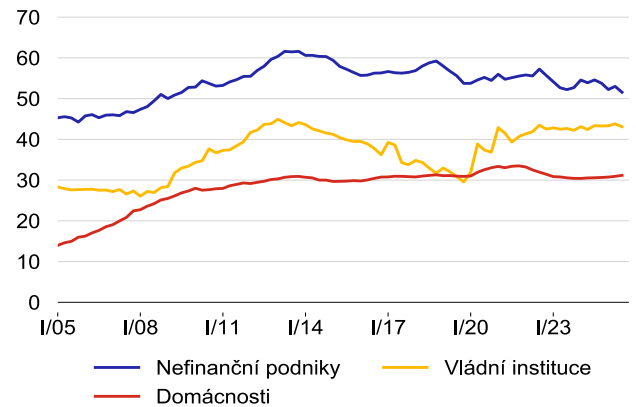
Graf I.5 (výpočet ČNB)
Odhad NAIRU

v %, průměr více metod a jejich rozpětí



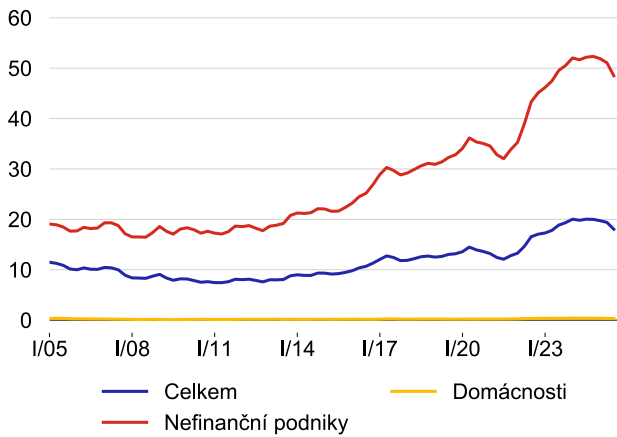
Graf I.6
Zadlužení sektorů v ekonomice

poměry k anualizovanému nominálnímu HDP v %



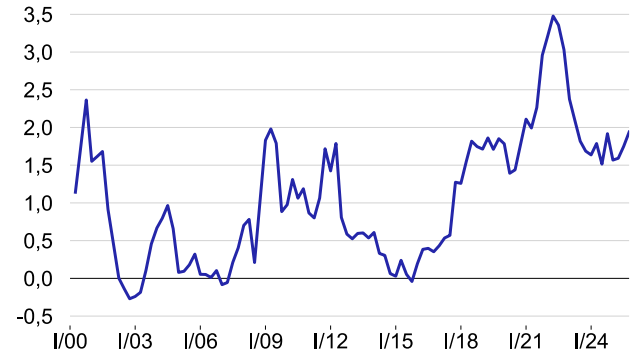
Graf I.7
Euroizace úvěrů

podíly úvěrů v cizí měně (dominantně v EUR) na celkových úvěrech v %



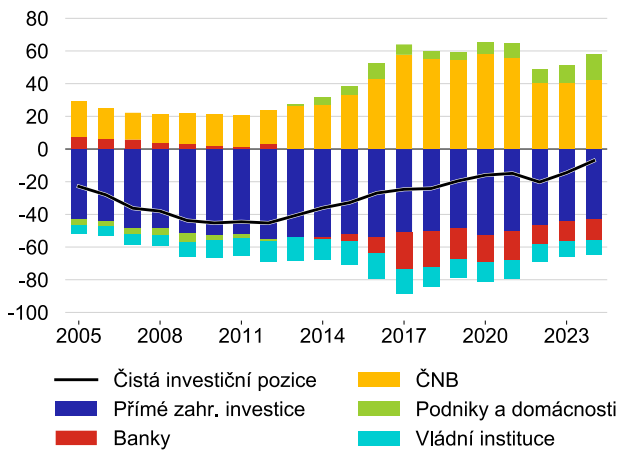
Graf I.8 (Bloomberg)
Diferenciál dlouhodobých výnosů

v p. b., rozdíl ve výnosech vládních dluhopisů v ČR a v Německu, splatnost 10R



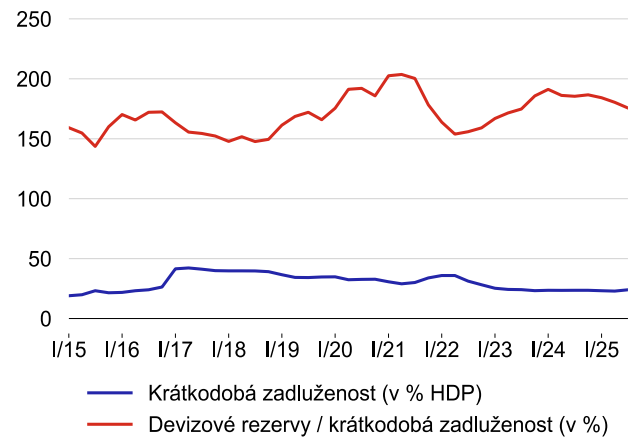
Graf I.9
Čistá investiční pozice

v % HDP



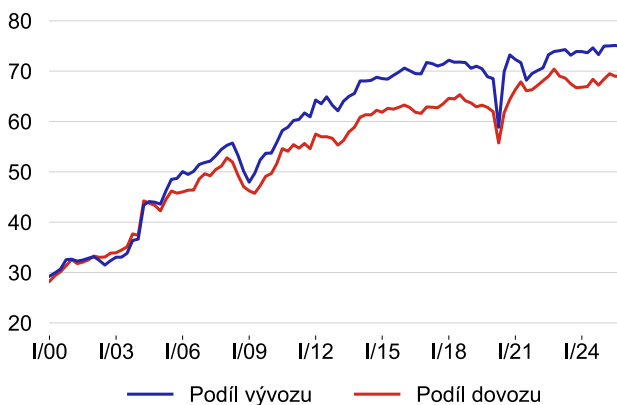
Graf I.10
Krátkodobá zahraniční zadluženost

v %



Graf I.11
Otevřenost ekonomiky

podíly na HDP v %, srovnatelné ceny (2020), sezonně očištěno



Graf I.12
Dlouhodobá demografická struktura ČR

počty obyvatel v milionech, index závislosti: poměr osob ve věku 0–19 a 65+ vůči ekonomicky aktivní populaci ve věku 20–64 let

