

---

# Žotavování nebo recese?

## Ekonomické scénáře

**Tomáš Holub**

Den s registry

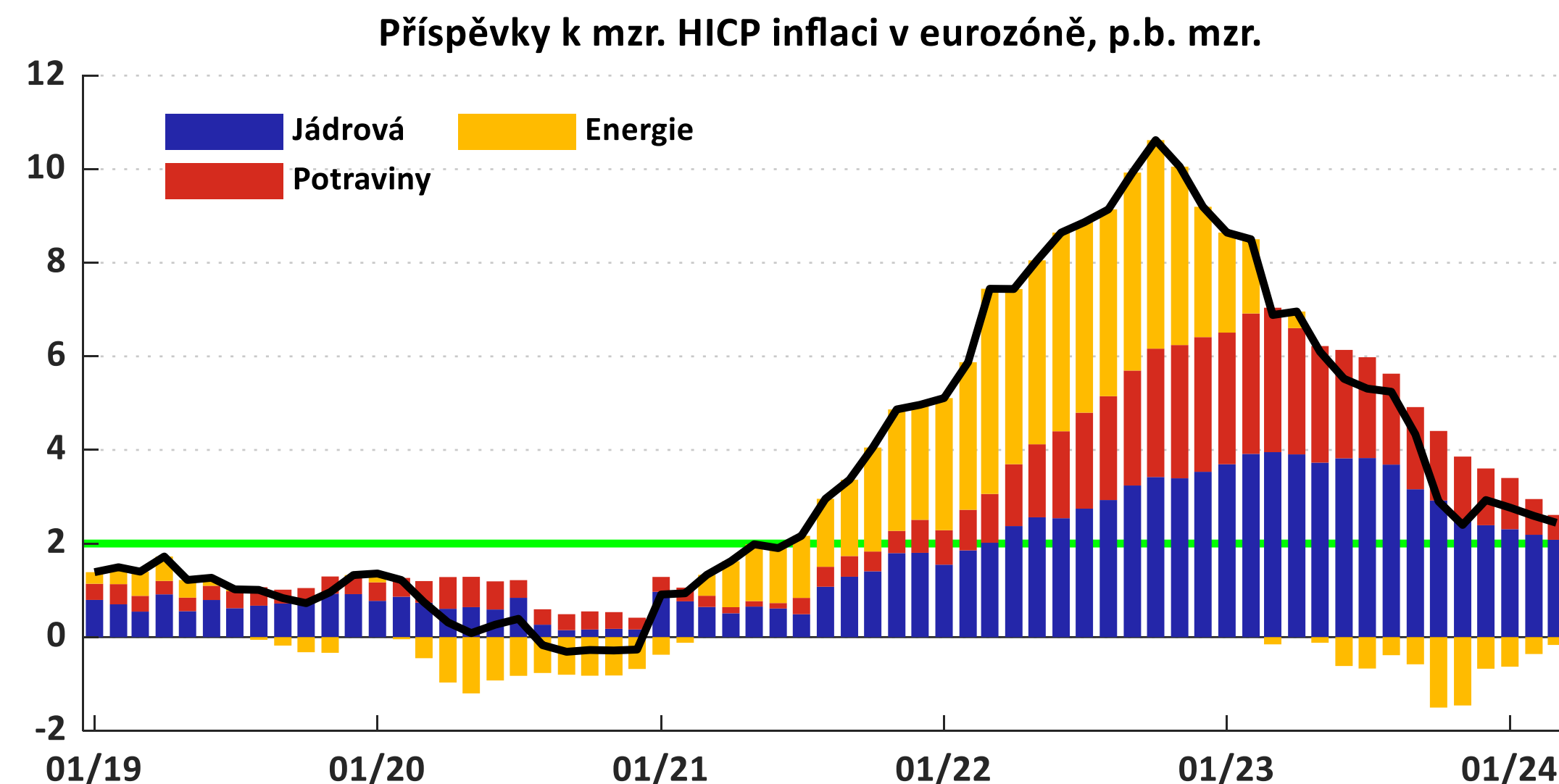
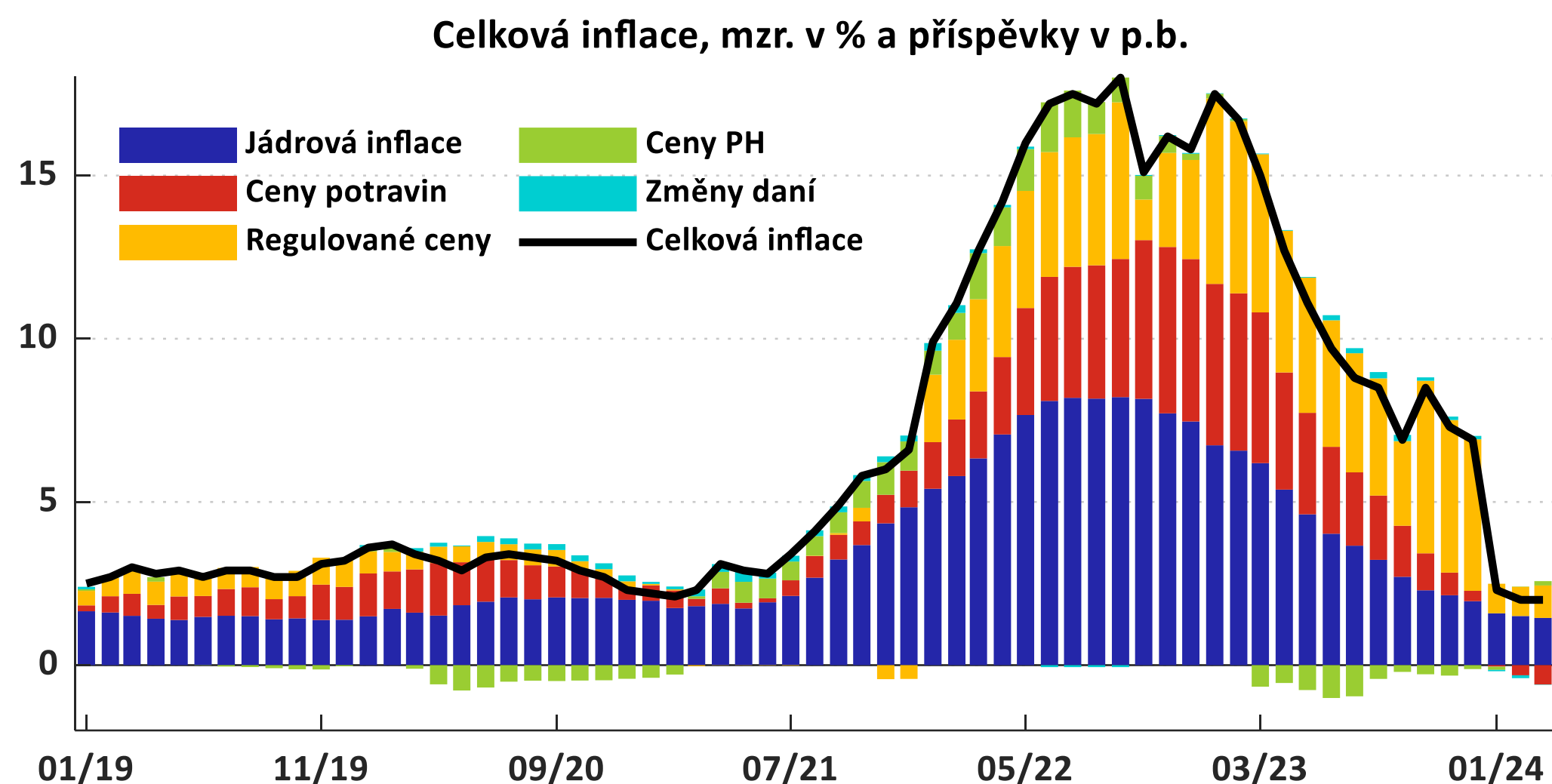
Praha, 17. 4. 2024



## Aktuální vývoj



# Inflace v ČR a v eurozóně



Zdroj: ČSÚ a Eurostat

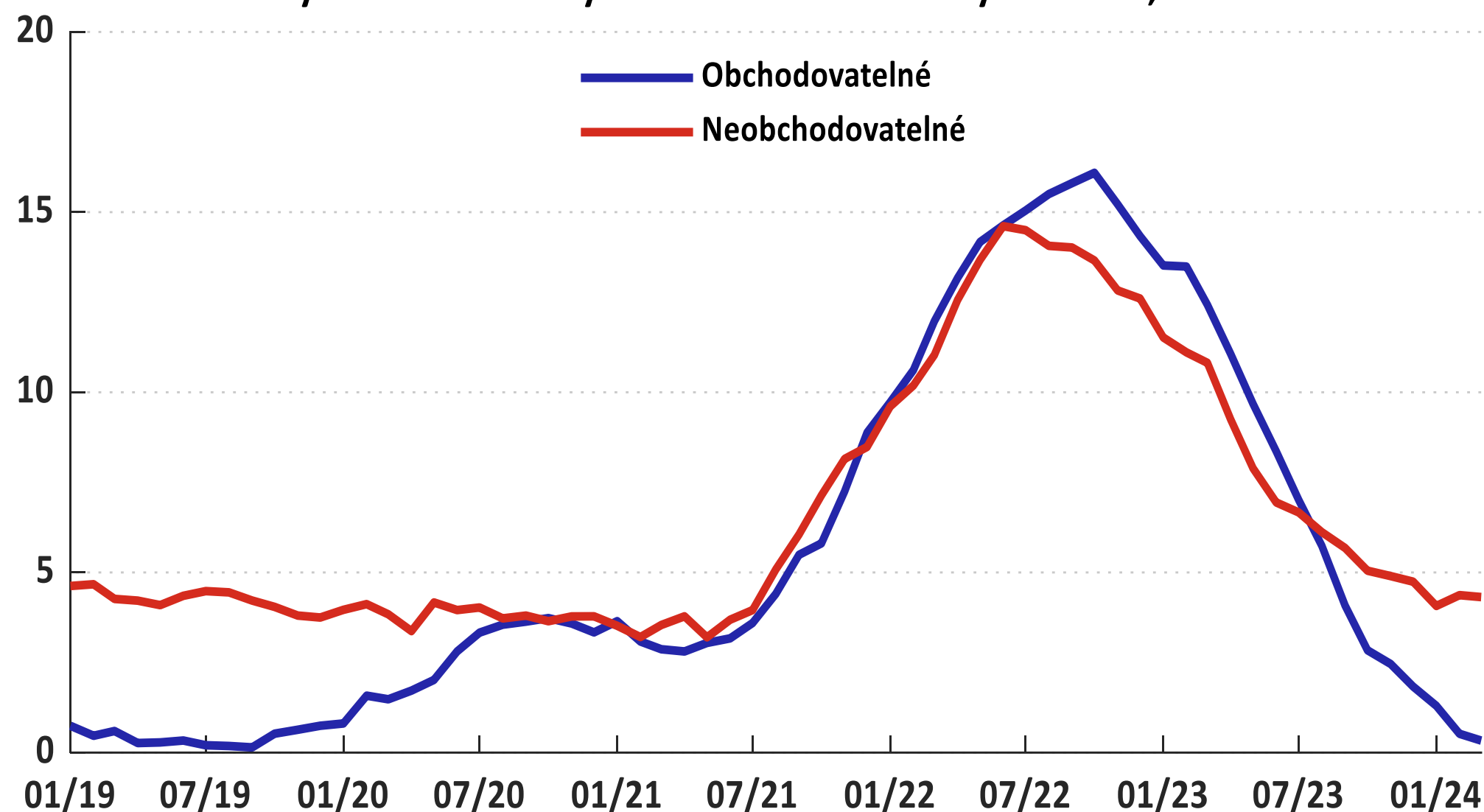
**Inflace** v ČR se na začátku letošního roku skokově snížila a v únoru i březnu zůstala na cíli. V březnu tak byla celková inflace výrazně pod prognózou ČNB (2,9 %), když nižší byl zejména růst regulovaných cen a jádrová inflace.

Za výrazným poklesem celkové inflace stojí především skokové zpomalení růstu **regulovaných cen** vlivem zmírnění růstu cen energií. Poklesly také ceny potravin, zatímco ceny pohonných hmot v březnu meziročně vzrostly. Jádrová inflace zpomalila jen mírně.

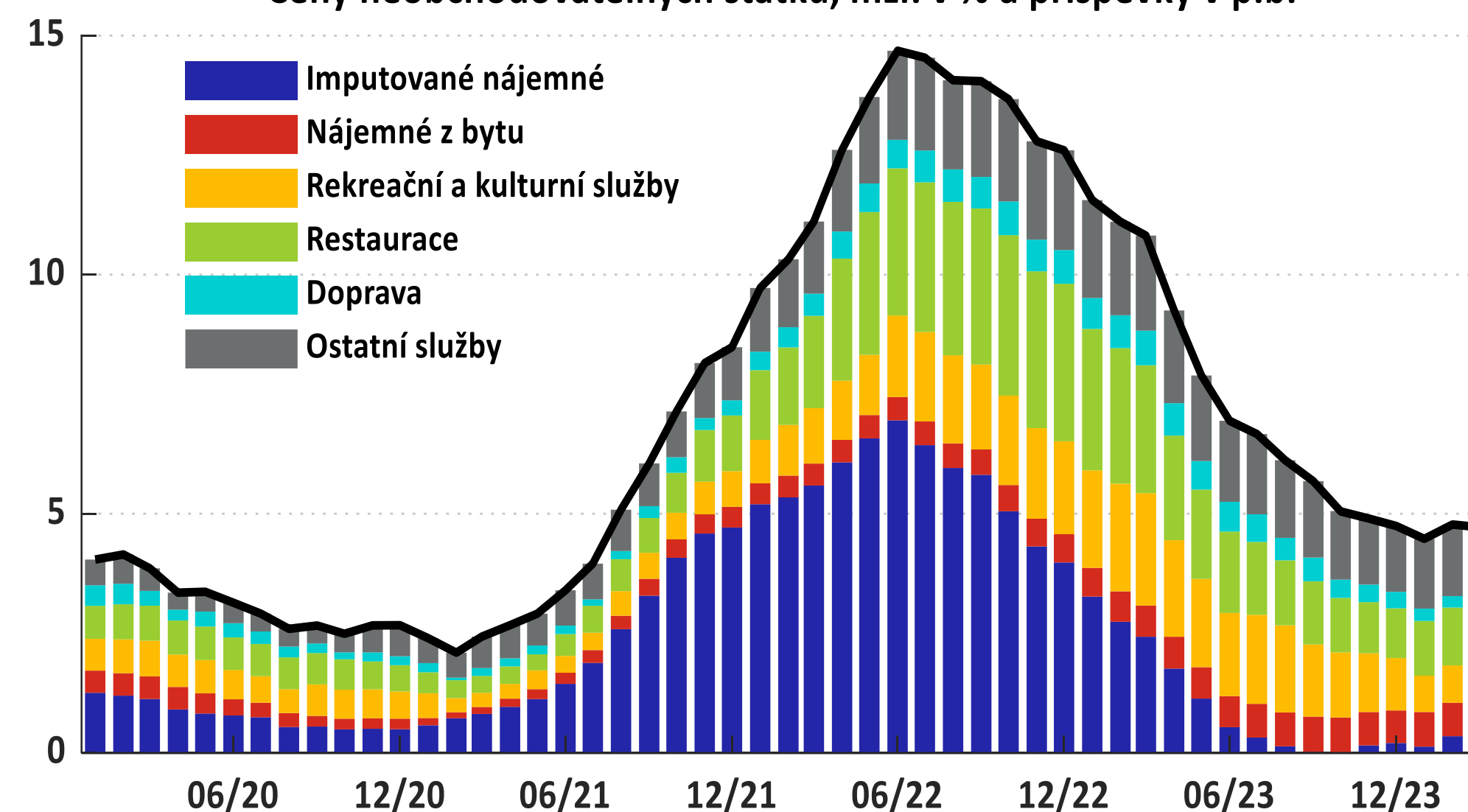
**V eurozóně celková inflace** pokračuje ve zpomalování a v březnu byla jen mírně nad cílem ECB. Jádrová inflace je i nadále zvýšená, zatímco pokles cen energií v meziročním vyjádření slabne.

# Jádrová inflace v ČR

Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných statků, mizr. v %



Ceny neobchodovatelných statků, mizr. v % a příspěvky v p.b.

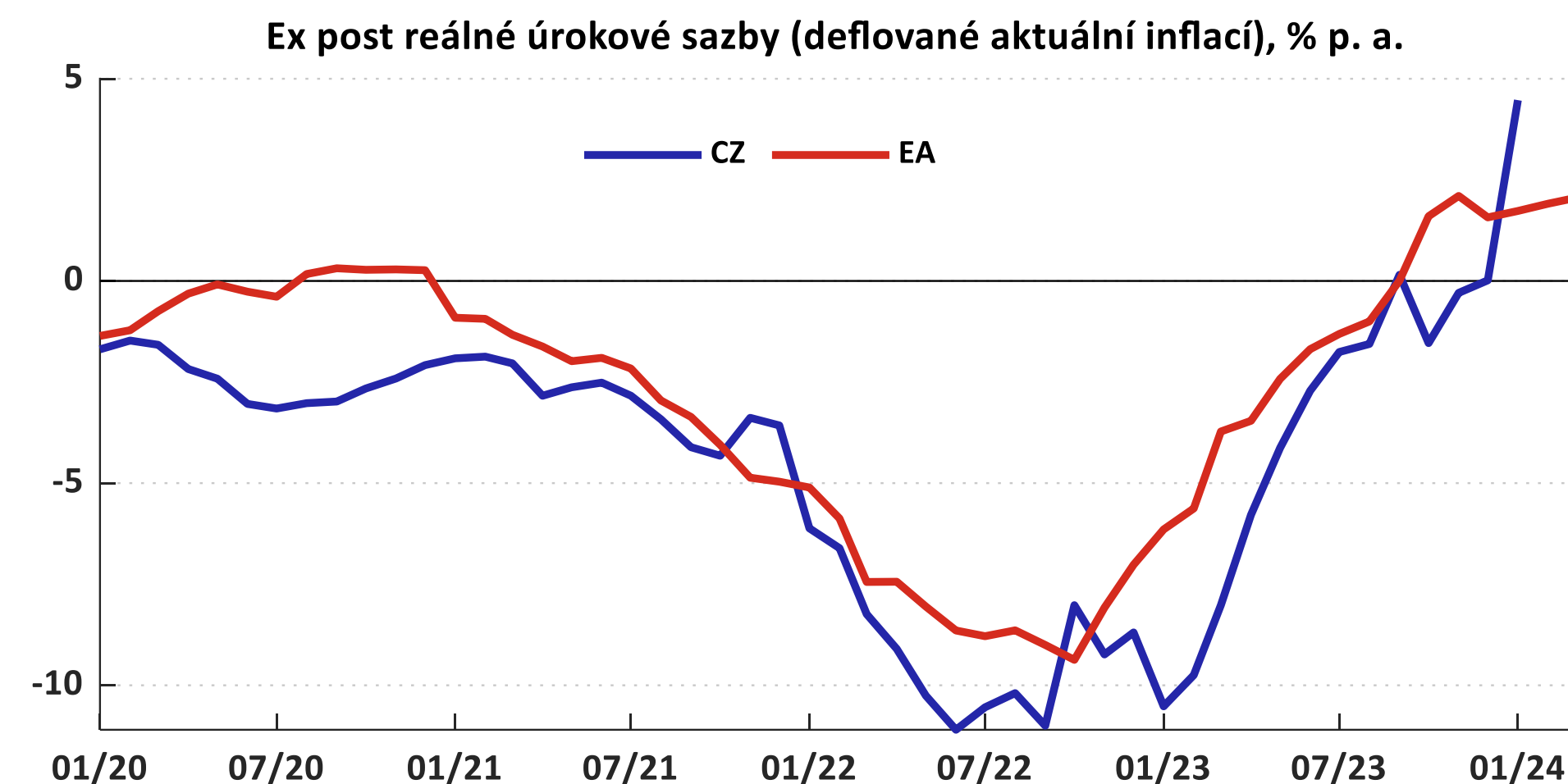
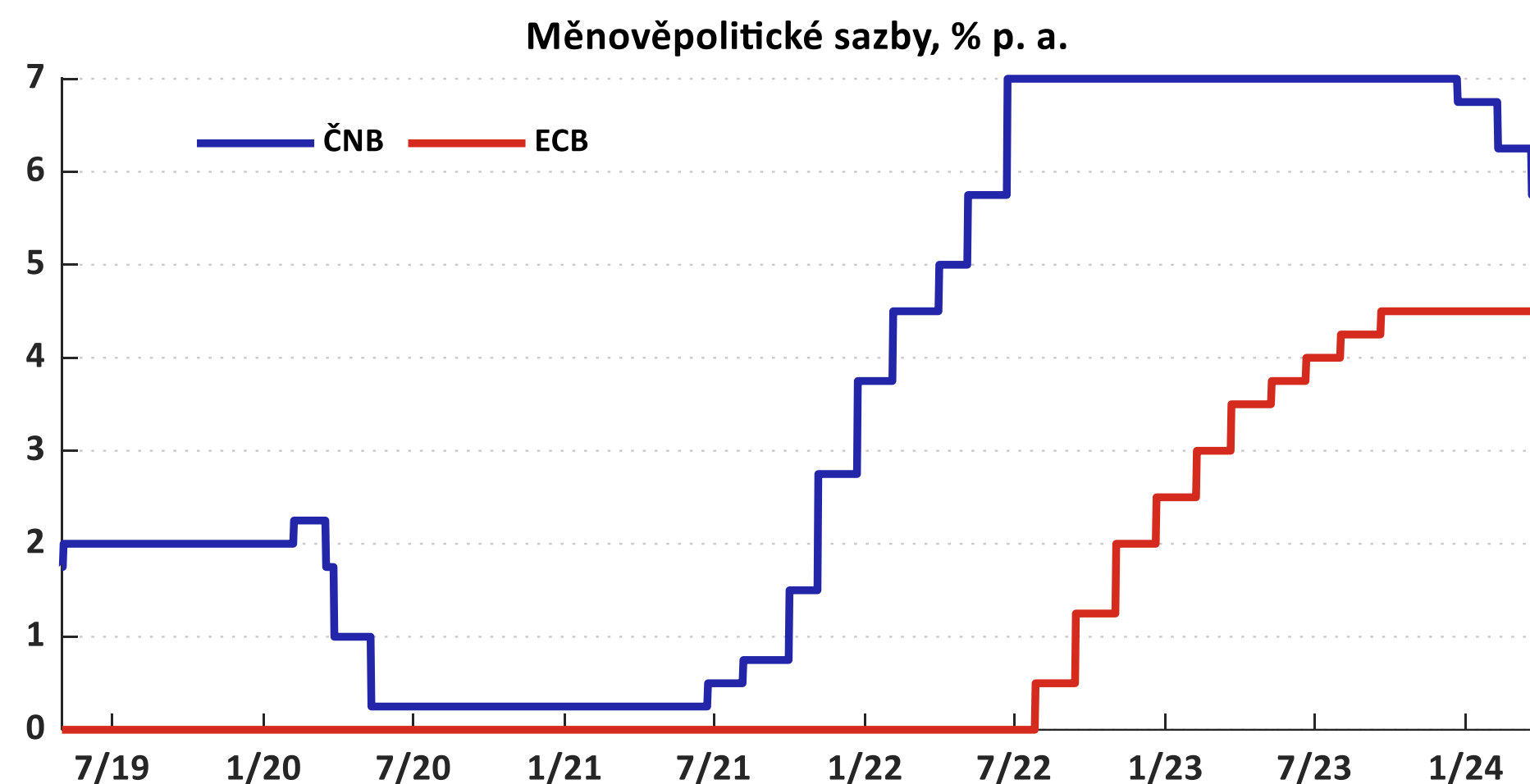


Zdroj: ČSÚ, ČNB

Zatímco růst cen obchodovatelných statků klesl téměř na nulu, **ceny neobchodovatelných statků** vykazují – dle očekávání – mnohem větší **setrvačnost**. Obdobný vývoj je pozorován i v řadě dalších zemí.

Příspěvek **imputovaného nájemného** k růstu cen neobchodovatelných statků zůstává v letošním roce i nadále nízký.

# Úrokové sazby



Zdroj: ČSÚ a Eurostat

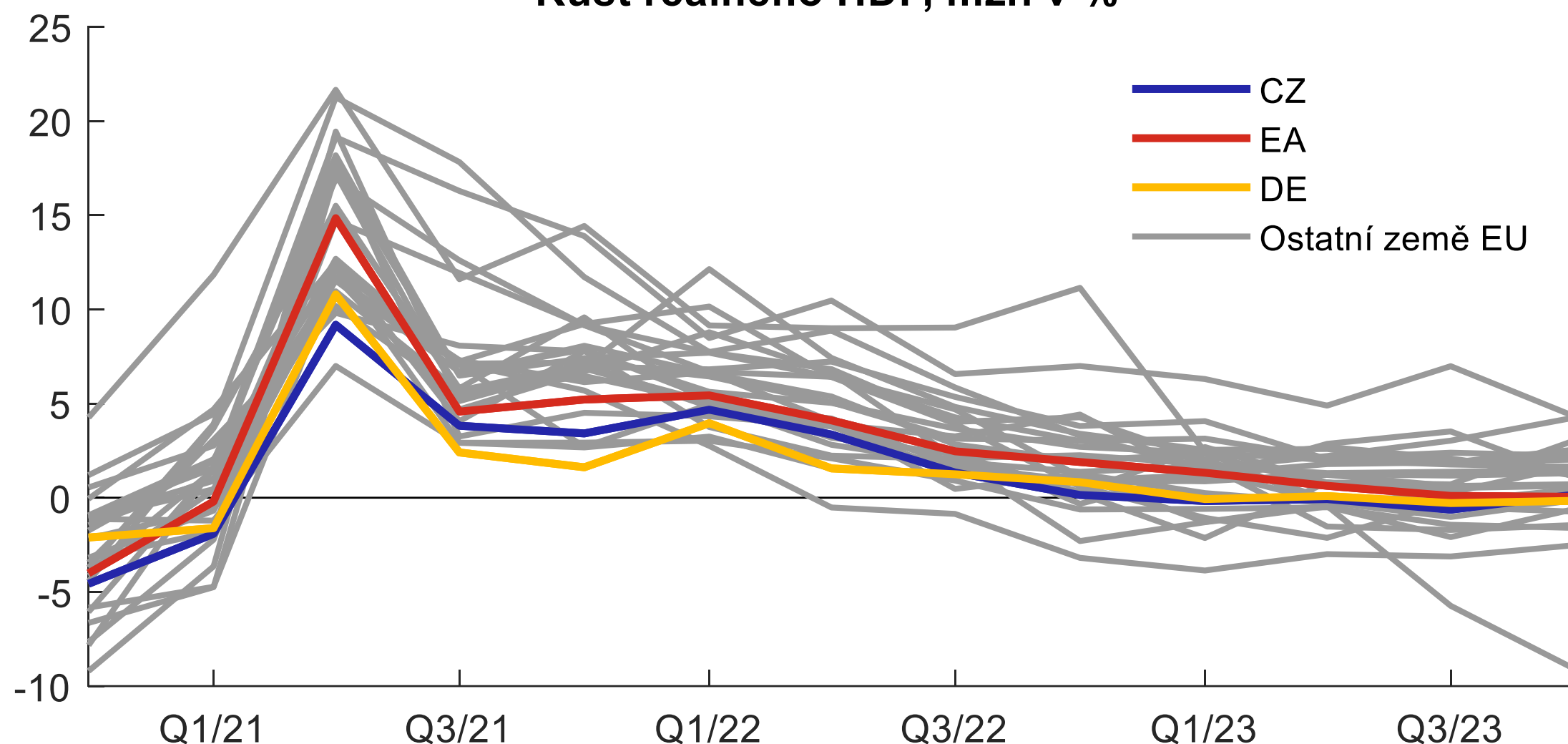
Od prosince 2023 ČNB snižuje **měnověpolitické sazby** na každém měnovém zasedání. Oproti prognóze ze zimy 2024 je snižování pozvolnější, když bankovní rada ČNB hodnotí rizika jako mírně proinflační.

**Nastavení měnové politiky** je i nadále přísné – reálné sazby nejen v ex ante, ale i v ex post vyjádření jsou zřetelně kladné. Pokles inflace k cíli autonomně zpřísňuje ex post reálné úrokové sazby.

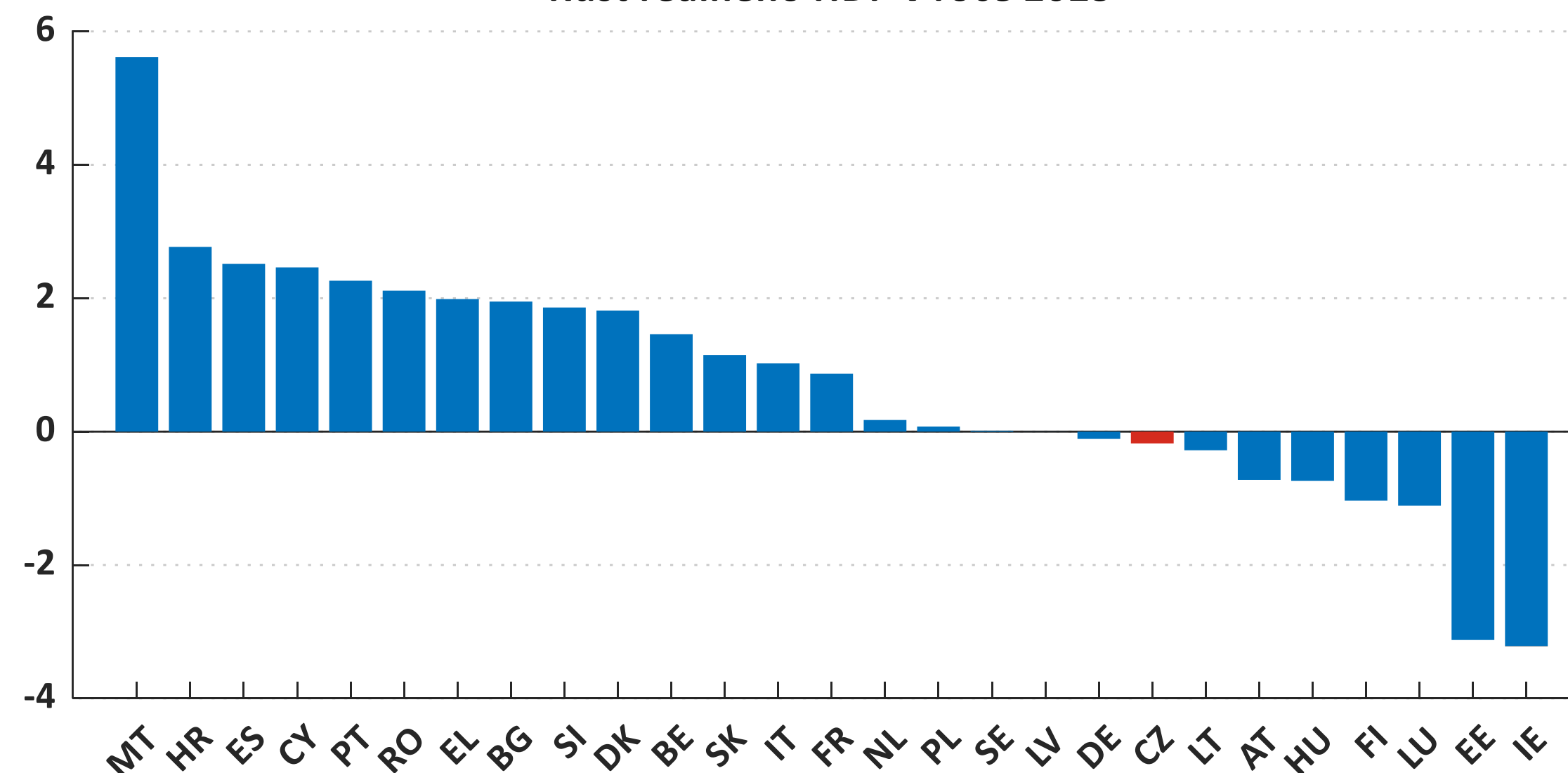
Komunikace ECB zatím naznačuje stabilitu sazeb v eurozóně do začátku léta.

# Reálný hospodářský růst

Růst reálného HDP, mizr. v %



Růst reálného HDP v roce 2023



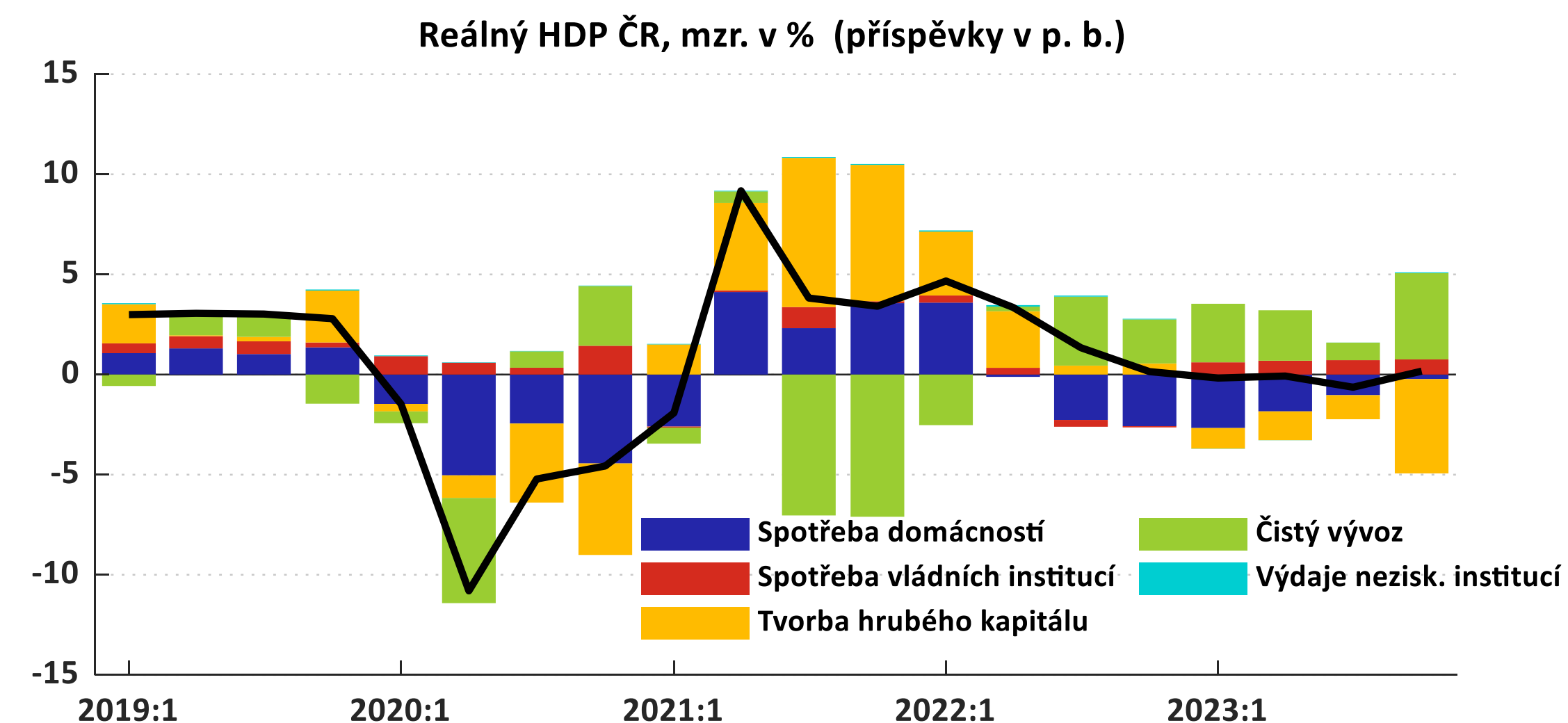
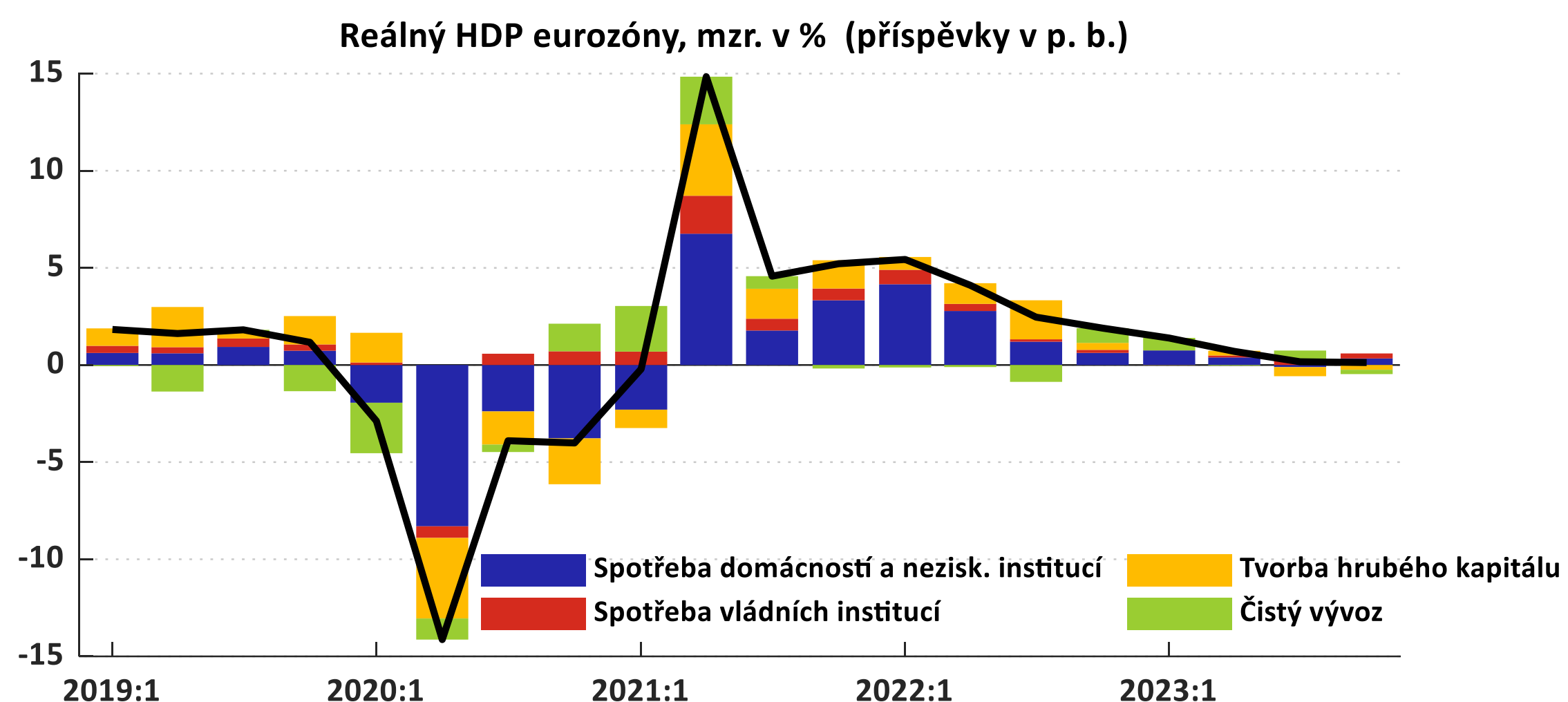
Zdroj: Eurostat

**Přísné měnové podmínky** spolu s poklesem **reálných mezd** a potížemi ve světovém obchodě (výpadky dodávek, Rudé moře) se promítají do zpomalení růstu reálného HDP ve většině zemí EU. Pro českou ekonomiku je citelné zejména zpomalení růstu v Německu.

V minulém roce reálný **HDP ČR poklesl o 0,2 %**. Reálný HDP ve 4. čtvrtletí 2023 pak vzrostl meziročně o 0,2 %, což bylo nad prognózou ZoMP zima 2024, která předpokládala pokles o 0,5 %.

Ekonomika se tak pomalu **zotavuje z vleklé, mělké recese**.

## Struktura reálného růstu

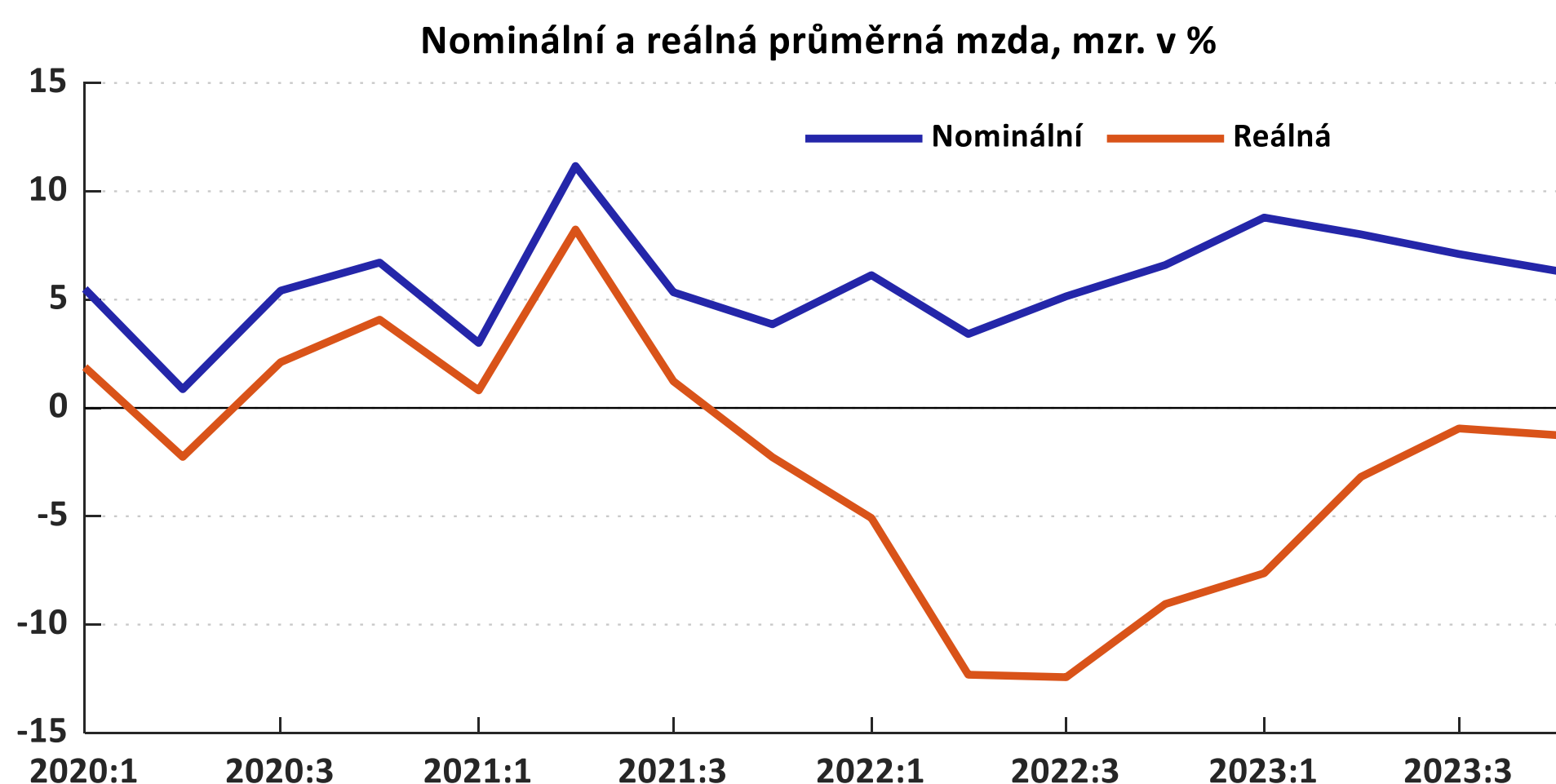


Zdroj: Eurostat

V minulém roce byla ekonomická aktivita v ČR tlumena poklesem **spotřeby domácností**, i když tempo sláblo. Vyšší dynamika **čistého vývozu** na konci roku byla doprovázena dlouho nevídaným absolutním poklesem **stavu zásob**, jejichž typicky vysoká dovozní náročnost se projevila v hlubším poklesu dovozu.

Oproti **eurozóně**, která ve druhém pololetí roku 2023 prakticky stagnovala, byl útlum spotřeby domácností v ČR výraznější (výraznější pokles reálných mezd, opatrnostní úspory).

## Mzdy a trh práce



Zdroj: ČSÚ



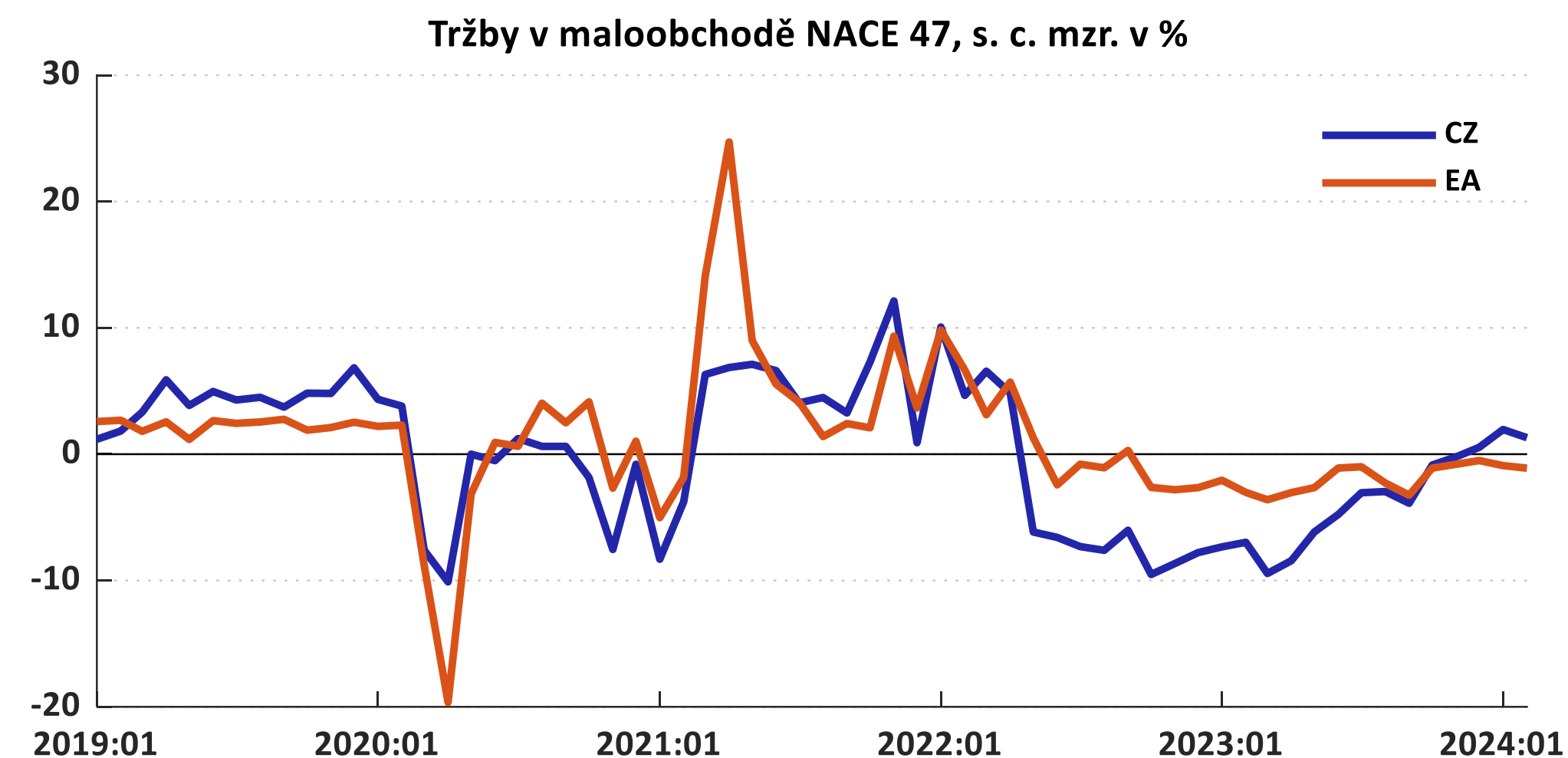
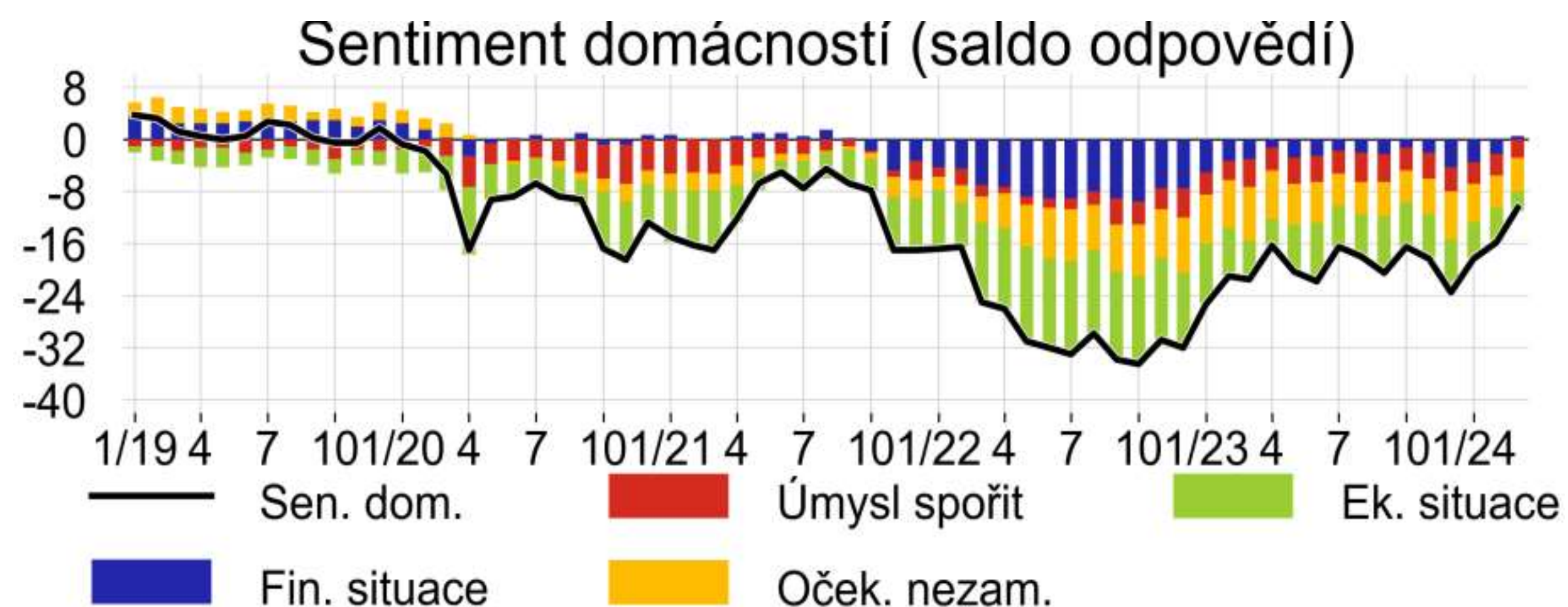
**Průměrná mzda** si v nominálním vyjádření zachovala koncem minulého roku relativně svižný růst. To na pozadí klesající inflace vedlo ke zpomalení poklesu **reálných mezd**.

V únoru dosáhl meziroční růst nominálních mezd **v průmyslu 7,2 %** a ve **stavebnictví 11,3 %**, což naznačuje zachování relativně vysoké dynamiky nominálních mezd a tím – při výrazném snížení inflace – svižný růst reálných mezd.

**Nezaměstnanost** zůstává nízká, ale počet volných pracovních míst meziměsíčně klesá téměř ve všech sektorech. Od ledna 2024 je více nezaměstnaných než volných pracovních míst.



## Indikátory růstu spotřeby domácností



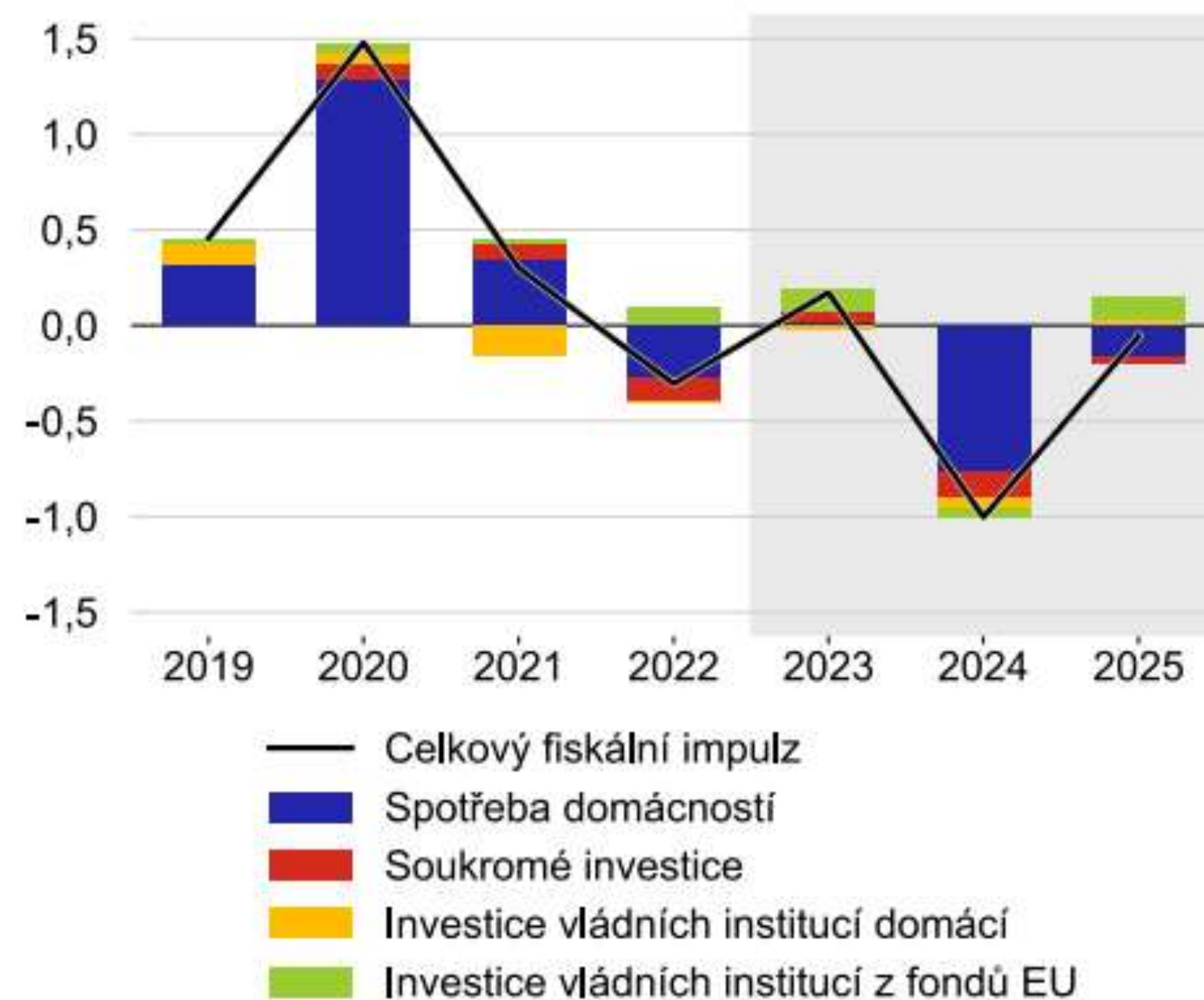
Zdroj: Eurostat

**Růst reálných mezd** a s tím související **zlepšení spotřebitelského sentimentu** převáží nad negativními efekty opatření z konsolidačního balíčku a podpoří růst spotřeby domácností.

Předstihové indikátory jako **tržby v maloobchodě a službách** či **sentiment** ukazují na ožívování spotřeby domácností začátkem letošního roku.

## Fiskální politika

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



**Fiskální politika** bude **letos** reálný růst znatelně tlumit (zhruba o 1 p. b.) v souvislosti s dopady konsolidačního balíčku, útlumem čerpání investic z fondů EU a snížením výdajů na penze plynoucím z dobíhání dopadu krácení mimořádné valorizace z loňského roku.

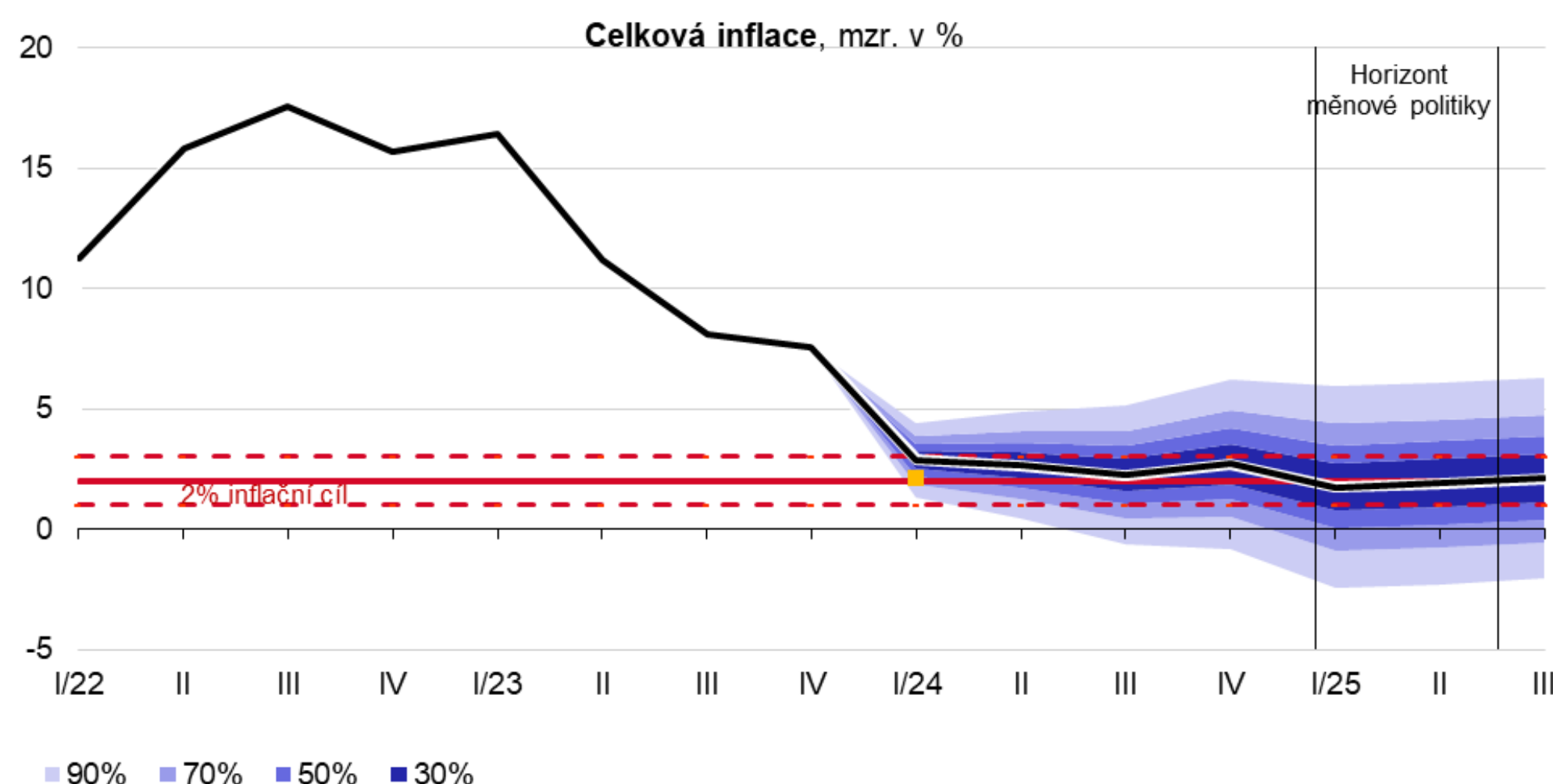
V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně **neutrální**.

Růst reálné **spotřeby vládních institucí** letos i v příštím roce výrazně zpomalí. Na tom se bude podílet zejména snížení provozních výdajů plynoucích z fiskálního konsolidačního balíčku.

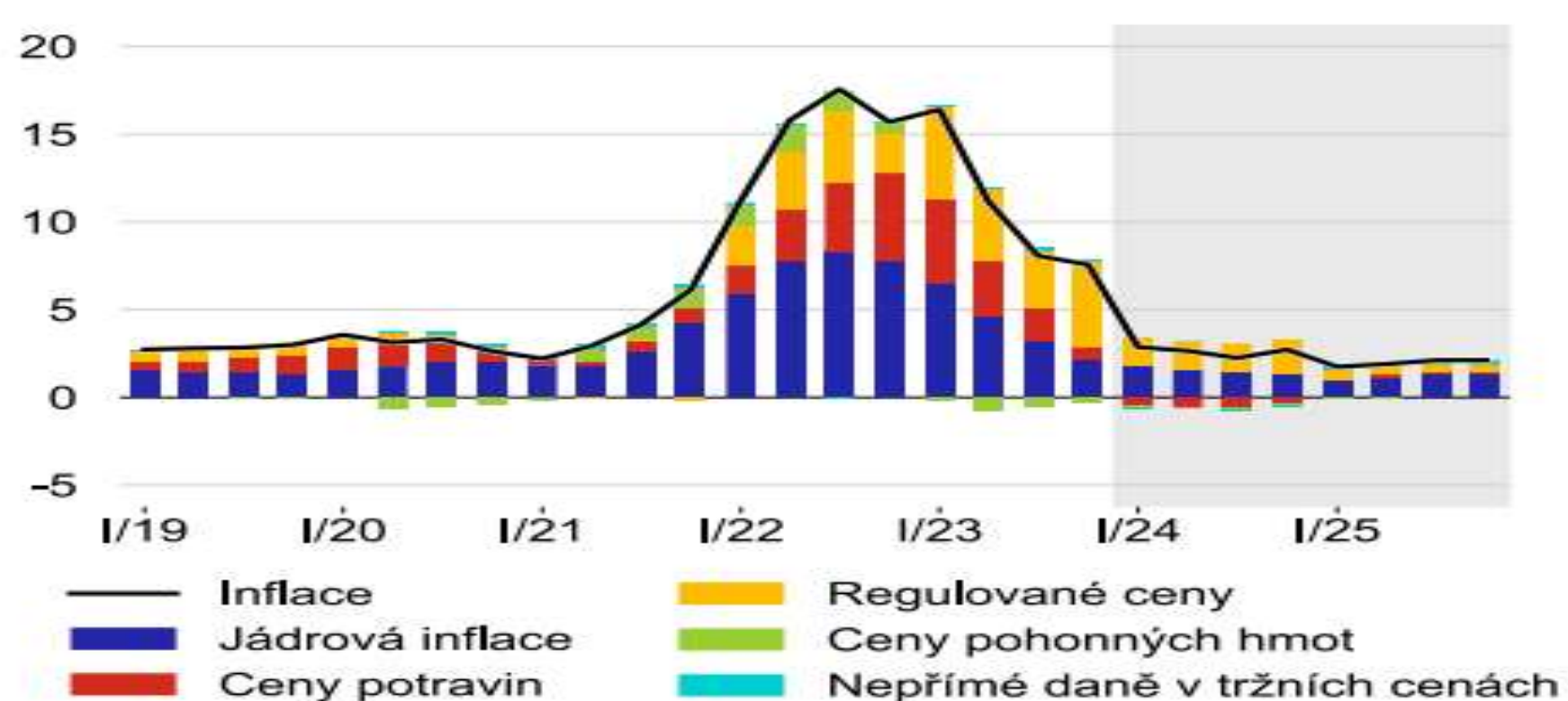
# Prognóza zima 2024



## Prognóza celkové inflace



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



**Inflace** podle prognózy setrvá u cíle ve zbytku letošního roku i v příštím roce.

**Jádrová inflace** bude dále zpomalovat, mj. i s přispěním nadále přísných měnových podmínek.

**Růst regulovaných cen** se na počátku letošního roku skokově snížil, ale i tak zůstane svižný, zejména vlivem cen elektřiny.

**Potraviny** budou meziročně dále zlevňovat. K tomu přispěje pokles světových cen agrárních komodit i domácích cen zemědělských výrobců. Vysokofrekvenční ukazatele indikují, že u potravin, nápojů a tabáku dochází k promítnutí změn DPH do konečných cen.

Vývoj **cen pohonných hmot** bude přibližně neutrální z pohledu příspěvku do celkové inflace.

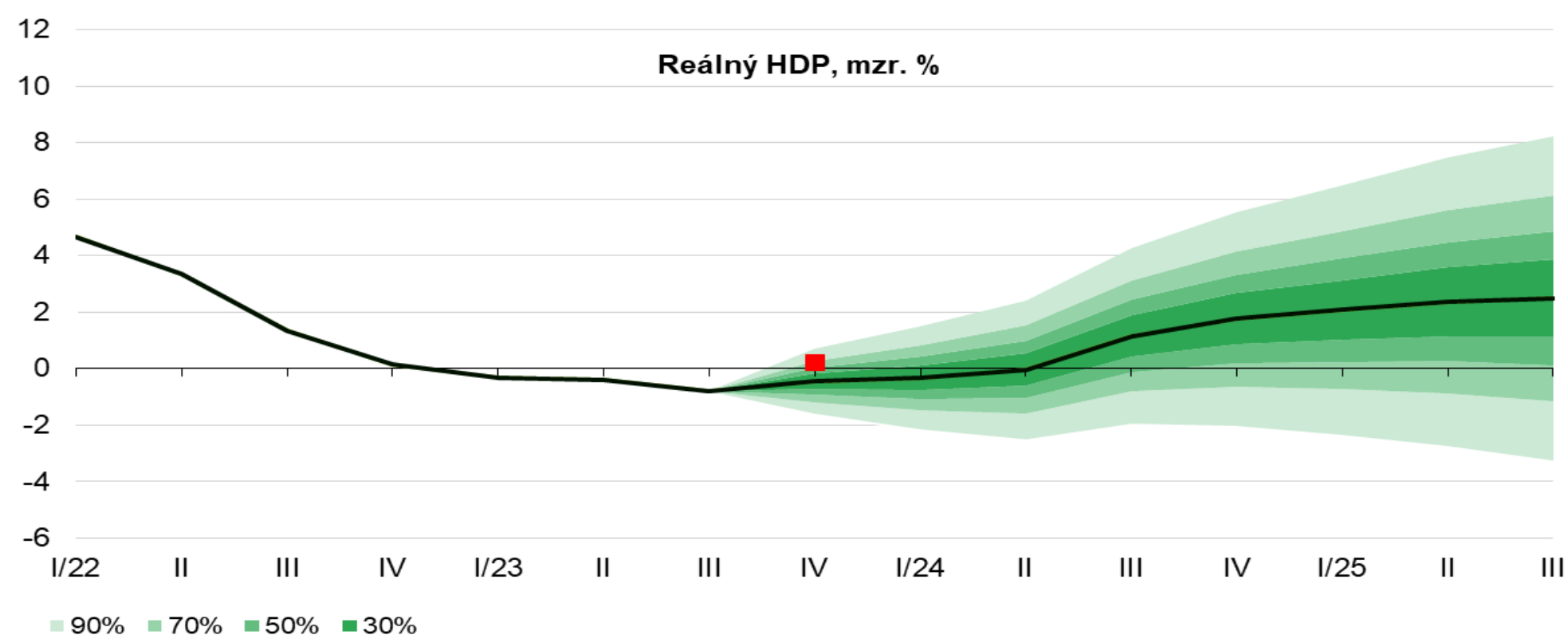
# Prognóza růstu reálného HDP

**Reálný růst HDP se letos obnoví, bude však jen mírný.**  
V celoročním úhrnu HDP vzroste podle prognózy o 0,6 %, v roce 2025 jeho růst zrychlí na 2,4 %.

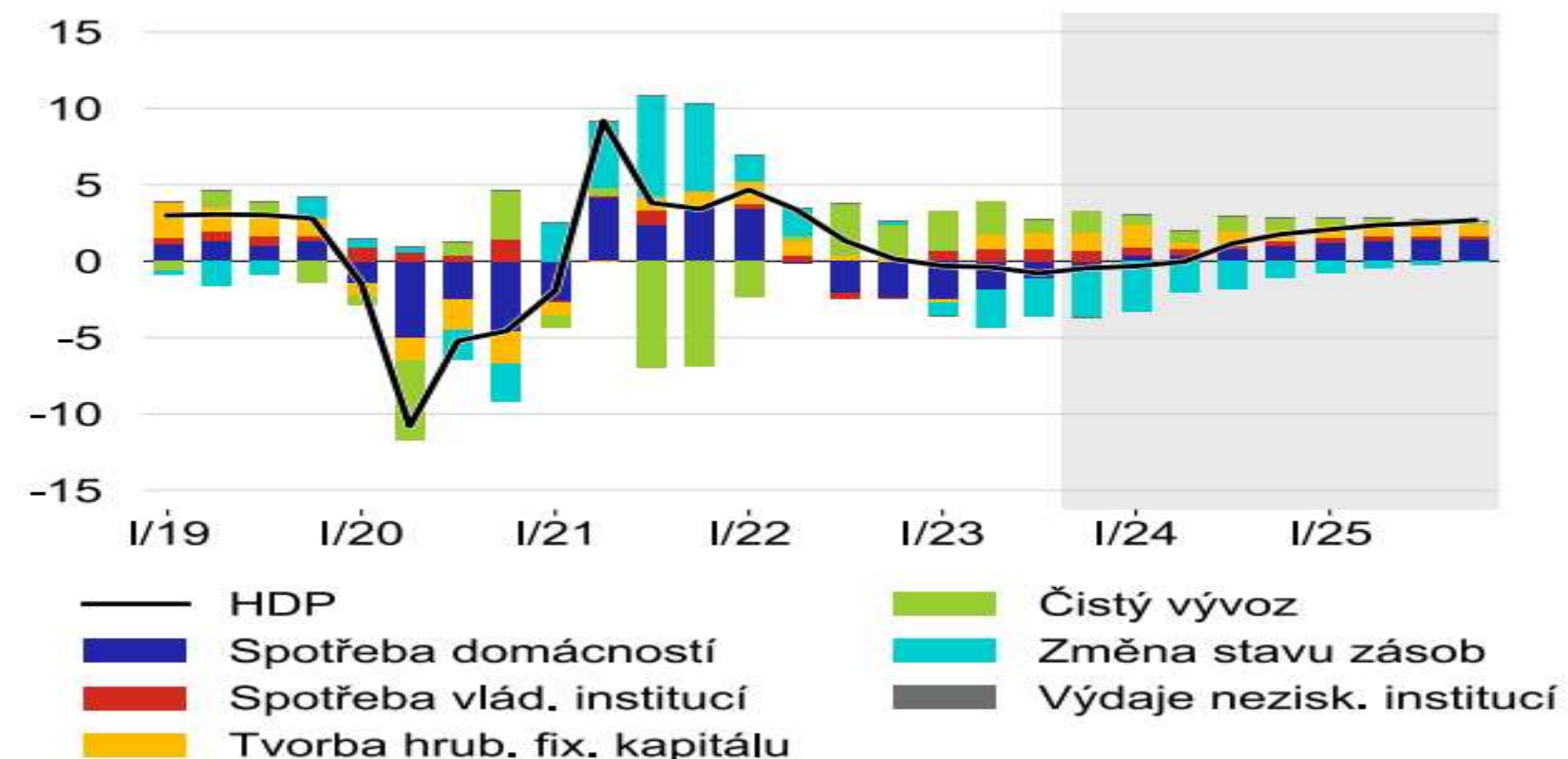
Ekonomická aktivita bude meziročně klesat do poloviny letošního roku, výrazně ji bude tlumit **vývoj zásob**. K tomu se zejména v první polovině roku přidá pomalé ožívování **spotřeby domácností**.

Naopak růst **fixních investic** bude letos solidní především v souvislosti s oživením výdajů na soukromé investice na pozadí méně přísné měnové politiky a obnoveného růstu poptávky.

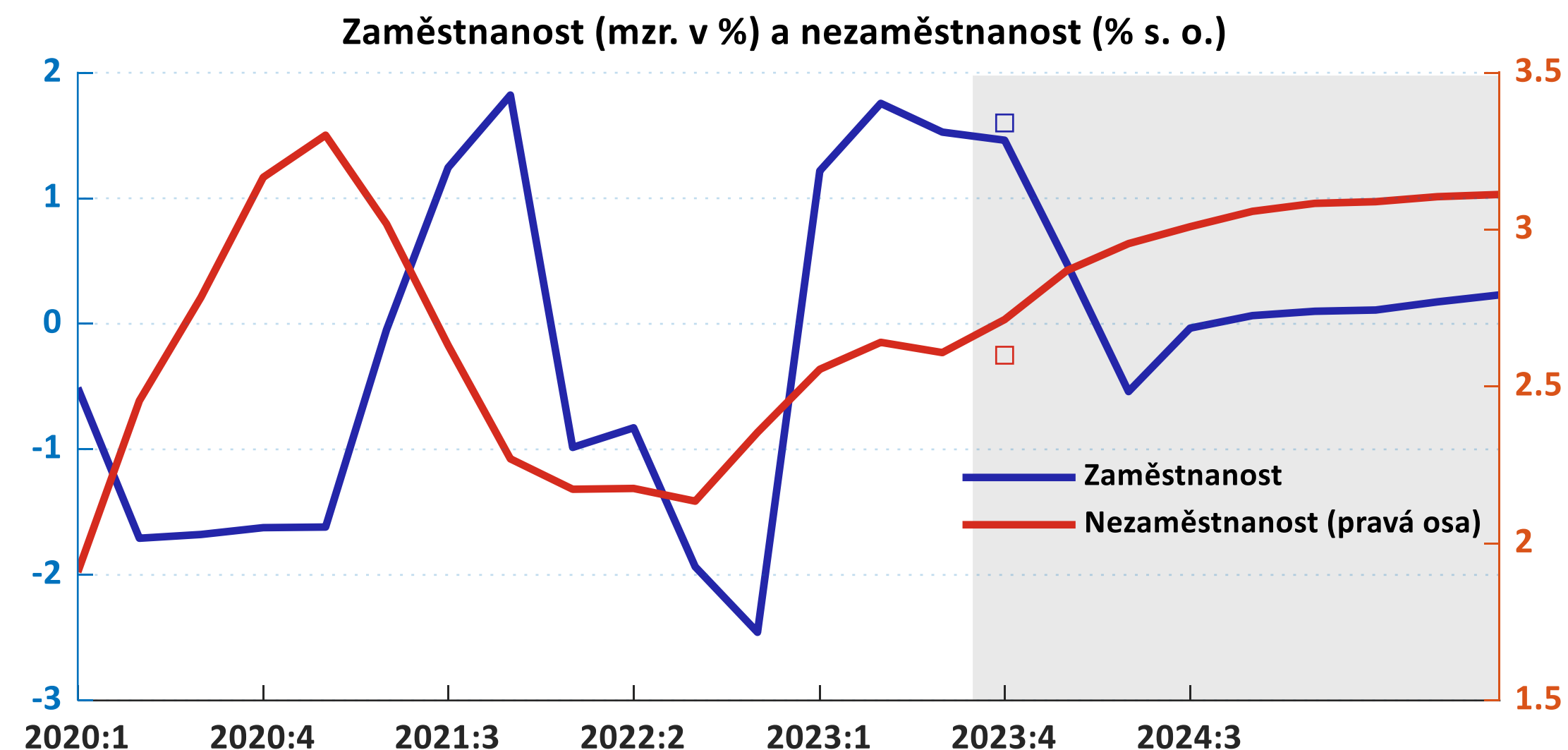
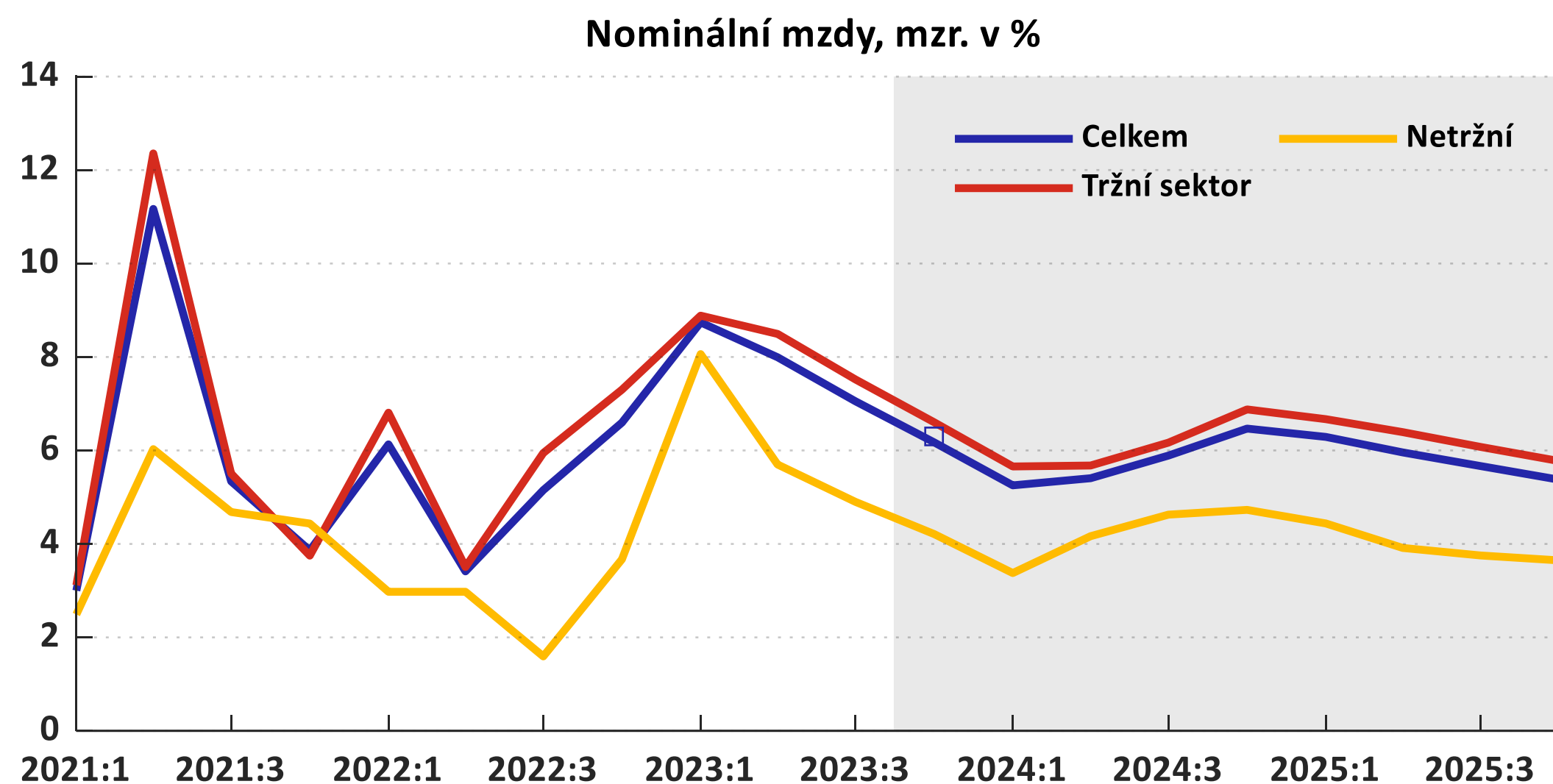
Dostupné ukazatele z reálné ekonomiky naznačují pokračující mezičtvrtletní růst reálného HDP v prvním čtvrtletí, když s poklesem inflace dochází k obnovování růstu reálných příjmů domácností.



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



# Trh práce

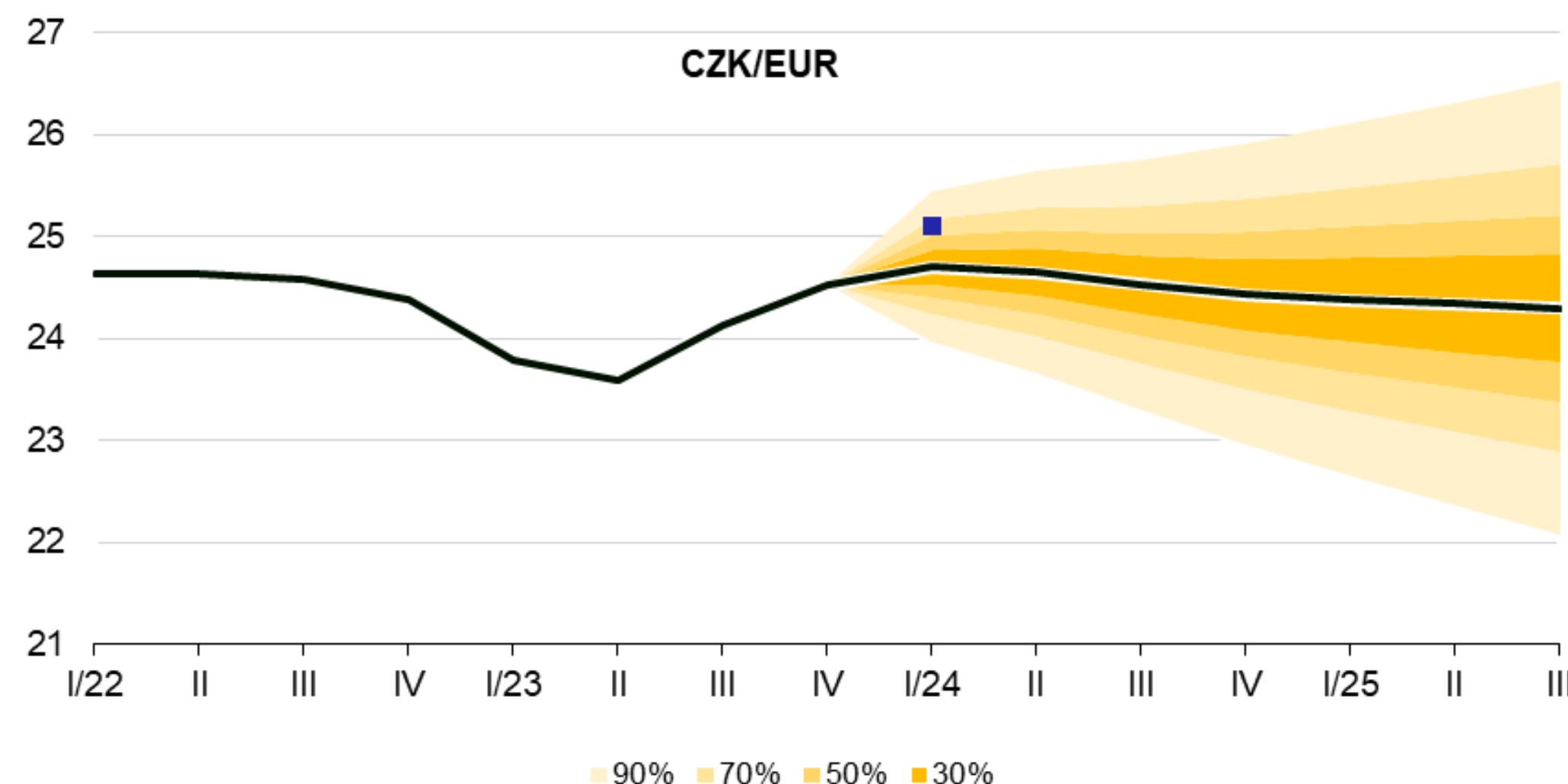
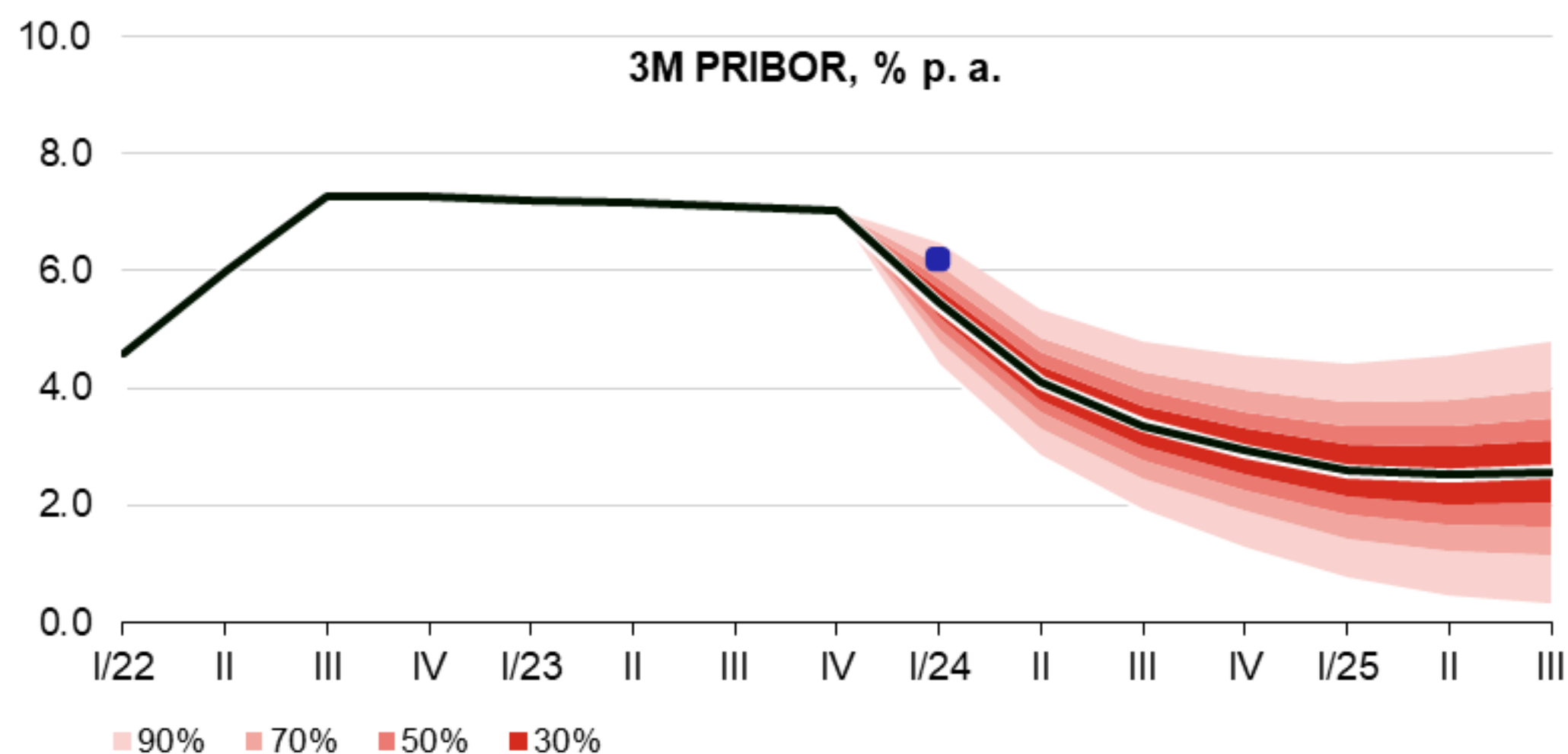


**Meziroční růst nominálních mezd** ve 4. čtvrtletí minulého roku zpomalil na 6,3 % (prognóza 6,2 %), ale rychlý útlum inflace povede k růstu reálné mzdy po dlouhém období jejich poklesu. Růst reálných mezd podpoří spotřebu domácností.

**K materializaci rizika mzdově-inflační spirály** zatím nedochází.

Napětí na **trhu práce** se pozvolna zmírňuje. **Míra nezaměstnanosti** se bude pozvolna zvyšovat, ale z historického pohledu zůstane nadále velmi nízká. Míra nezaměstnanosti ve 4. čtvrtletí 2023 byla 2,6 % (prognóza 2,7 %). Růst celkové zaměstnanosti meziročně současně oživil oproti prognóze mírně rychleji.

## Prognóza úrokových sazeb a kurzu



S prognózou inflace na cíli je konzistentní rychlý pokles **tržních úrokových sazeb** v průběhu letošního roku. To je v souladu s rychlým poklesem inflace do blízkosti inflačního cíle a jejím setrváním v tolerančním pásmu cíle na horizontu měnové politiky.

Prognóza očekává, že se po počátečním lehkém oslabení obnoví mírné posilování **koruny**. To bude odrazem zejména příznivého vývoje čistého vývozu zboží a služeb. Naopak zužující se úrokové rozpětí oproti eurozóně bude tlumit posilování kurzu.

Aktuální vývoj kurzu koruny je **mírným proinflačním rizikem**.

## Měnověpolitické rozhodnutí

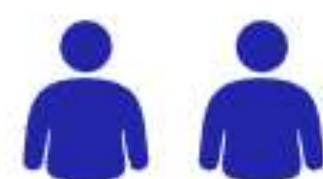
**4,75 %** diskontní sazba  
**5,75 %** 2T repo sazba  
**6,75 %** lombardní sazba

### HLASOVÁNÍ O VÝŠI 2T REPO SAZBY

SNÍŽIT NA 5,75 %



SNÍŽIT NA 5,50 %



Bankovní rada ČNB na svém jednání 20. března 2024 **snížila měnověpolitické sazby o 50 b. b.**

Pro toto rozhodnutí hlasovalo **5 členů** bankovní rady a **2 členové** hlasovali pro snížení o 75 b. b.

Přijaté rozhodnutí bankovní rady se opírá o **zimní (únorovou) makroekonomickou prognózu** a o vyhodnocení informací získaných od jejího zpracování.

Další MP jednání bude 2. května 2024. Jeho součástí bude nová prognóza – jaro 2024.



## Rizika prognózy

Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty základního scénáře zimní prognózy jako **mírně proinflační**.

### **Proinflační rizika:**

- pomalejší odeznívání zvýšených inflačních očekávání
- vyšší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb
- přerušení dezinflace u obchodovatelných statků, vývoj kurzu koruny
- zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z případného výrazného oživení úvěrové aktivity

### **Protiinflační riziko:**

- výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé ekonomiky

### **Nejistota:**

- budoucí nastavení zahraniční měnové politiky

---

Děkuji za pozornost

**Tomáš Holub**

člen bankovní rady ČNB

tomas.holub@cnb.cz

