

---

# Ekonomický výhled a měnová politika ČNB

Petr Král, ředitel sekce měnové

**Setkání bankovní rady ČNB se zástupci podnikatelských  
a zaměstnavatelských svazů**

Praha, 24. listopadu 2021



---

# Obsah

- 1. Současná ekonomická situace**
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – podzim 2021)
3. Shrnutí a poslední rozhodnutí bankovní rady



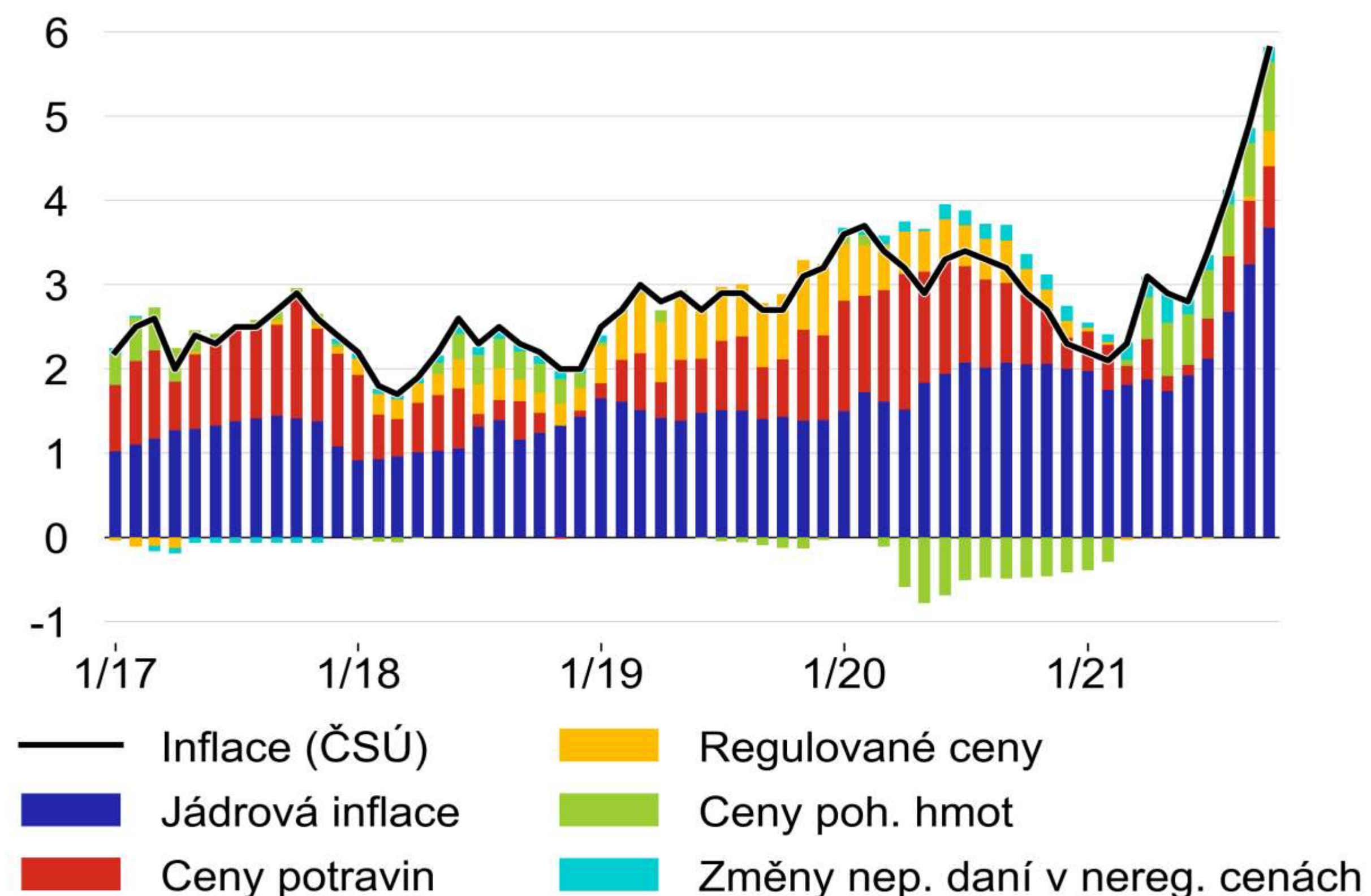
## Struktura inflace

- **Říjnová inflace** (5,8 %) byla vysoko nad horní hranicí tolerančního pásma cíle.
- K **meziročnímu cenovému růstu** přispěla zejména **jádrová inflace**
  - imputované nájemné
  - vzednutí spotřebitelské poptávky po odbourání protiepidemických opatření
  - silný růst nákladů
  - snaha o kompenzaci ztráty příjmů z doby uzavírek ze strany obchodníků a poskytovatelů služeb.
- nadále výrazně rostly ceny pohonných hmot
- obnovila se kladná dynamika regulovaných cen (růst cen elektřiny a zemního plynu)
- přispívá i růst cen potravin.

24.11.2021

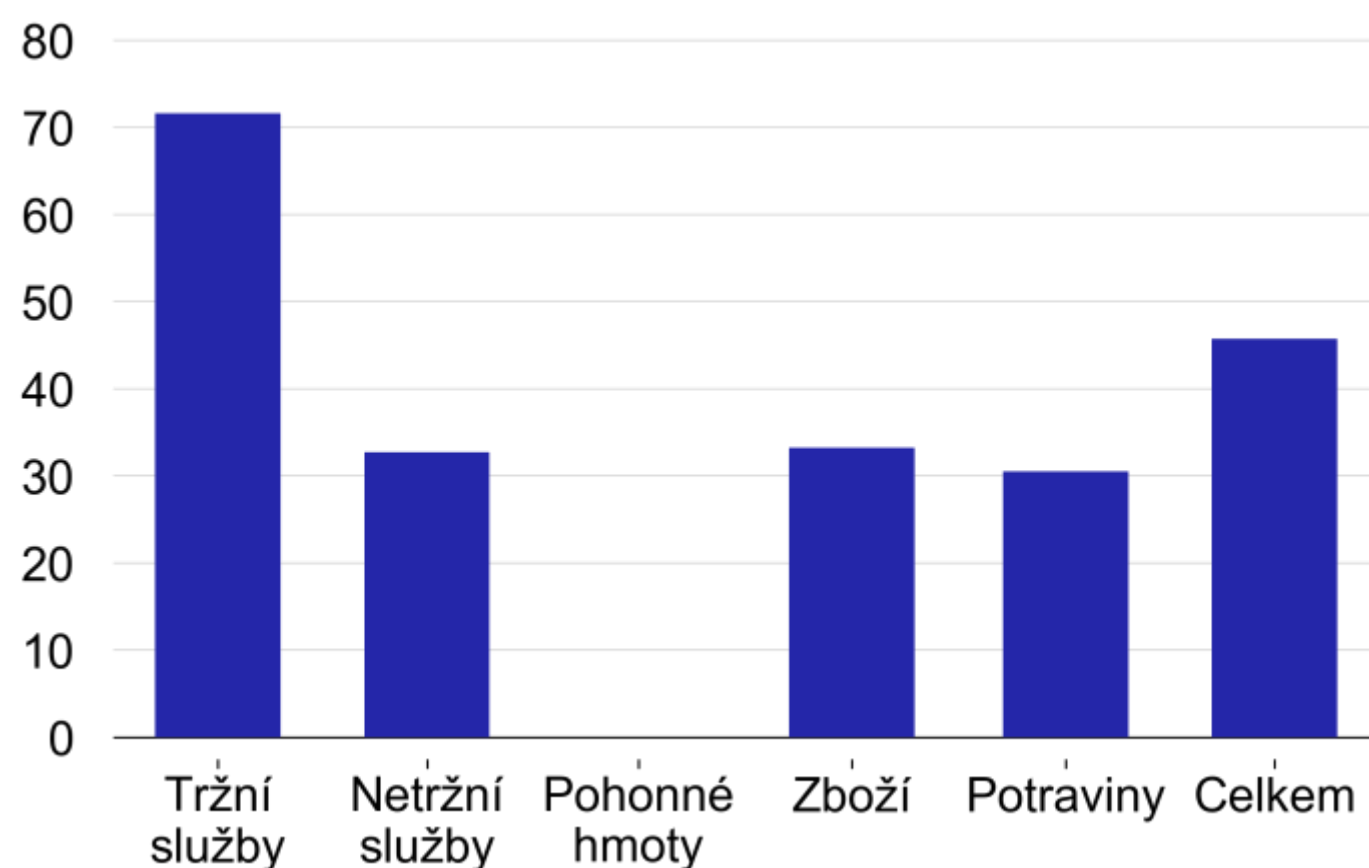
## Struktura inflace

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b.)

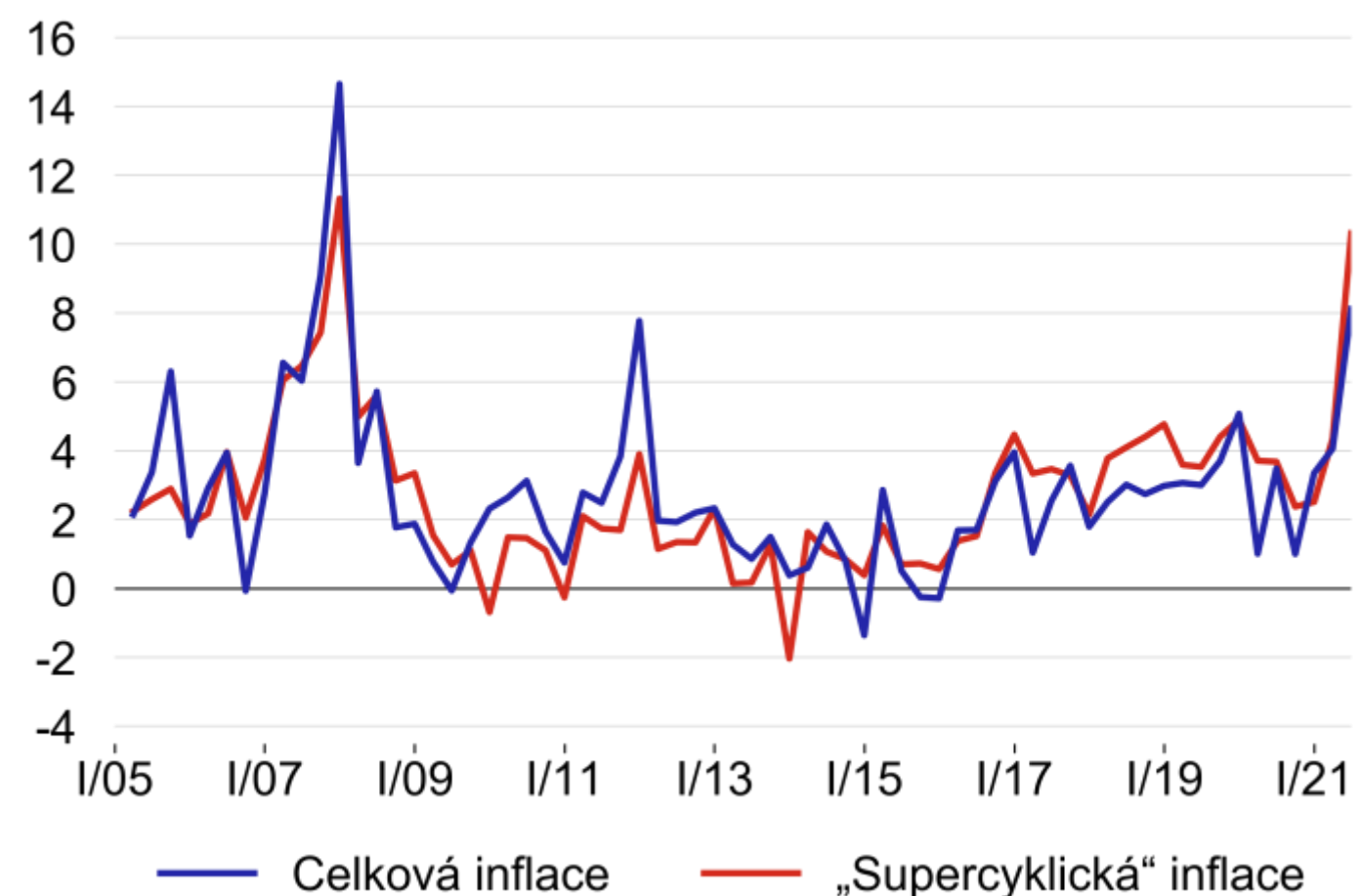


# Domácí poptávkové tlaky

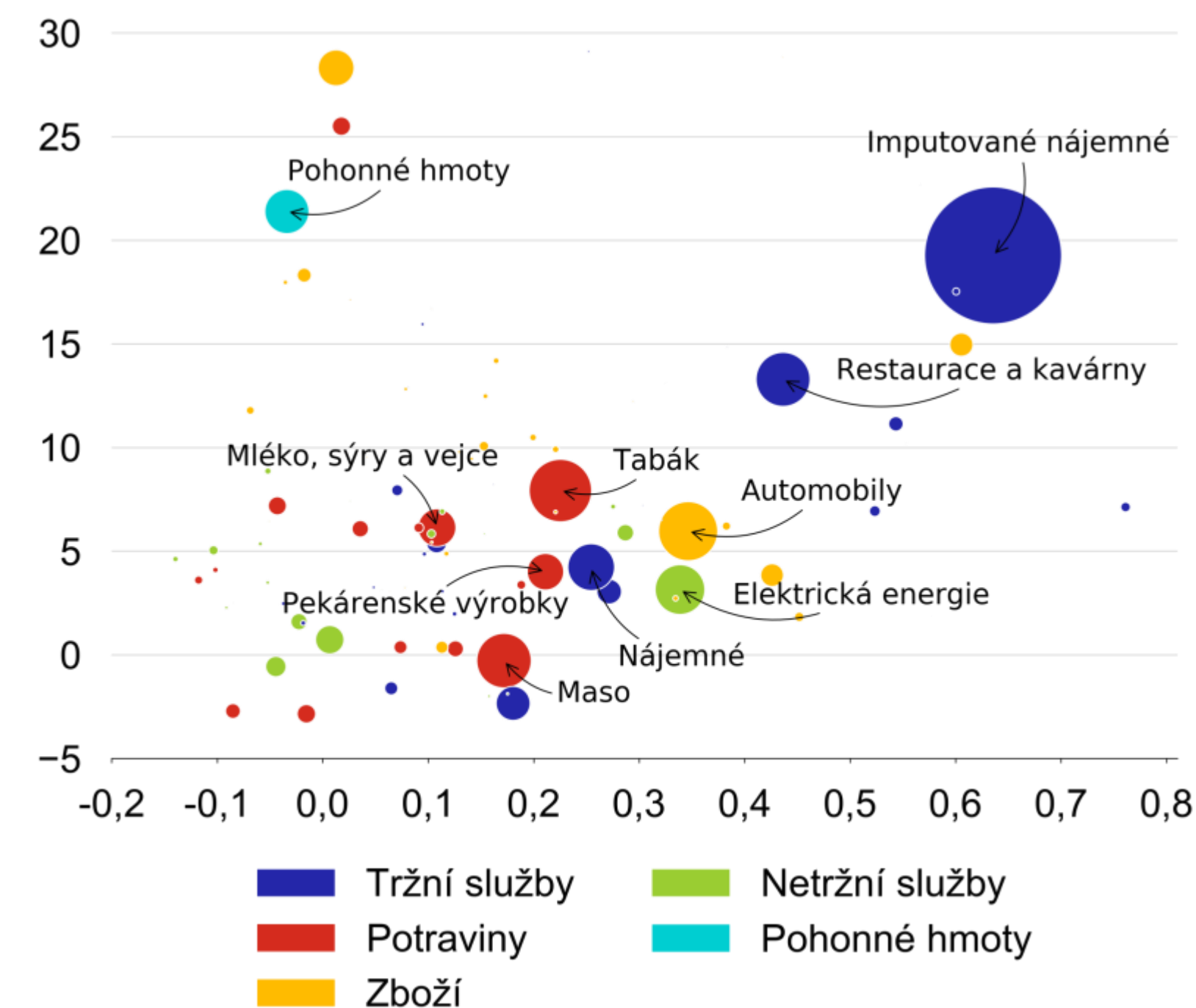
Odhadovaný podíl poptávkových tlaků na mzč. růstu CPI ve 3Q 2021 (v %)



Celková a supercyklická inflace (mzč., v %, anual.)



Vztah růstu cen ve 3Q 2021 a napětí na trhu práce (měřeno indikátorem LUCI)



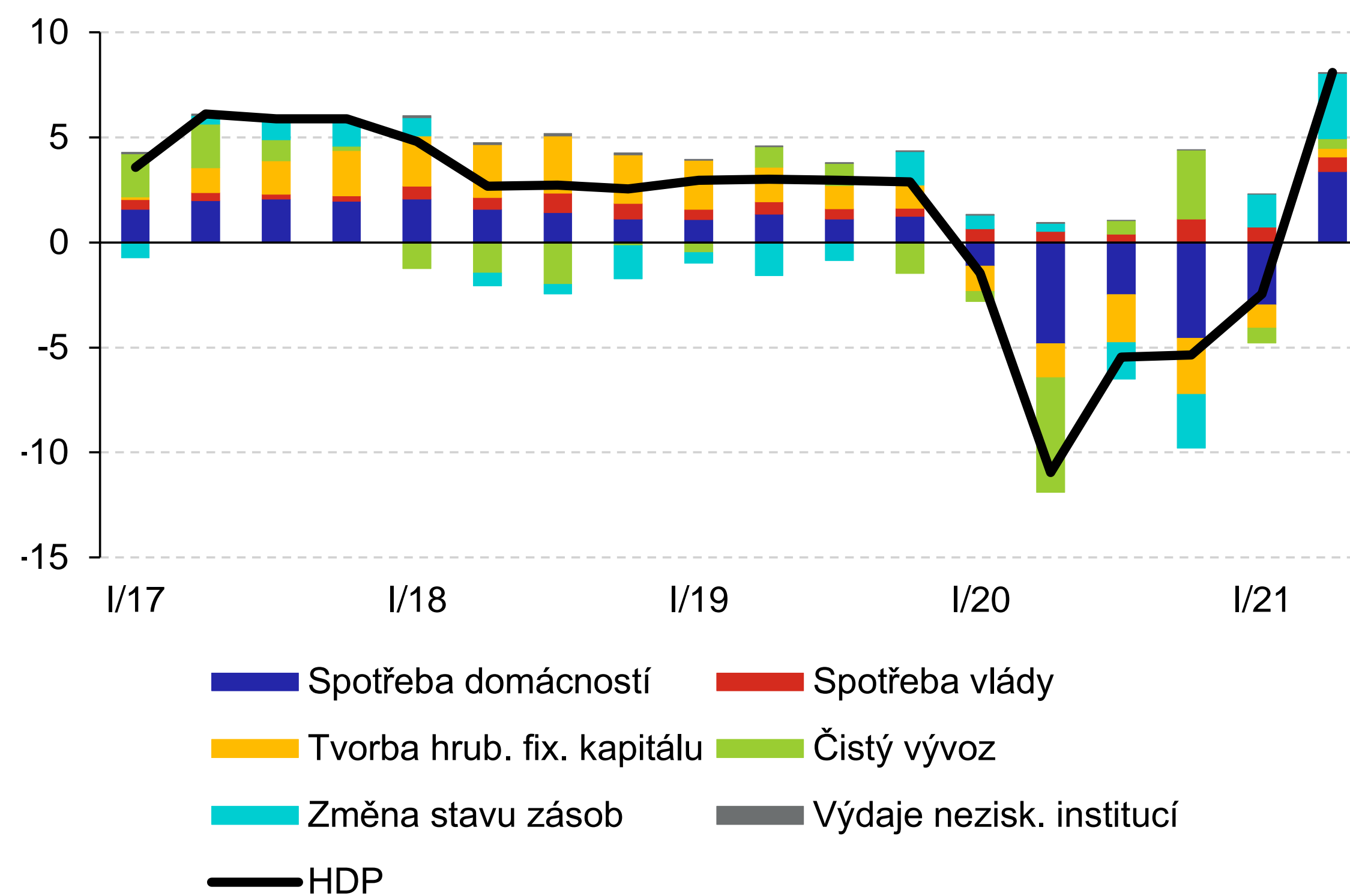
- Vedle zahraničních nákladů přispívá k rychlému růstu cen také **silně proinflační domácí prostředí**.
- Nejvíce rostou ceny korelované s napětím na trhu práce, zejména **ceny služeb**, takže „supercyklická“ inflace je vyšší než celková inflace.

## Reálná ekonomika

- Česká ekonomika v létě pokračovala v zotavování započatém na jaře.
- **Meziroční růst HDP** ve druhém čtvrtletí 2021 dosáhl 8,1 %. Vliv:
  - spotřeby domácností
  - změny stavu zásob.
- Podle předběžného odhadu ČSÚ vzrostl **HDP ve třetím čtvrtletí** o 2,8 %:
  - výhradně vliv domácí poptávky (zejména výdajů na konečnou spotřebu domácností a tvorby hrubého kapitálu)
  - naopak pokles ve vývozu zboží.

## Růst HDP a jeho struktura

(mzr. změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno)

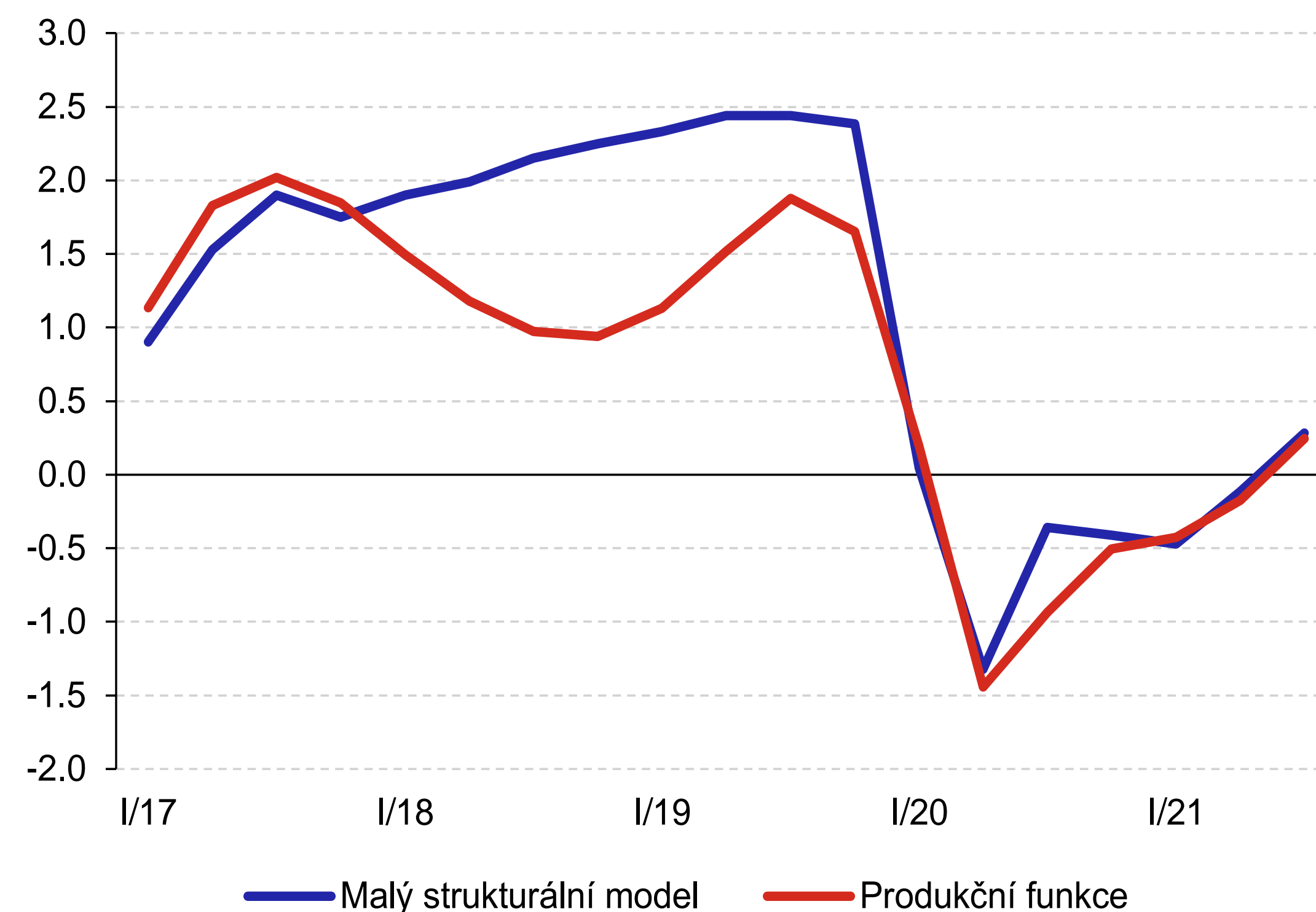


## Reálná ekonomika

- Ekonomika se začíná dostávat **nad svůj potenciál**.
- Obnovující se **přehřívání ekonomiky** signalizují:
  - opětovně sílí napětí na trhu práce
  - robustní spotřebitelská poptávka
  - vysoký cenový růst.
- Ve směru **otevírání kladné mezery výstupu** budou působit:
  - silné domácí poptávkové tlaky
  - nabídková omezení.

## Mezera výstupu

(v % z potenciálního produktu)

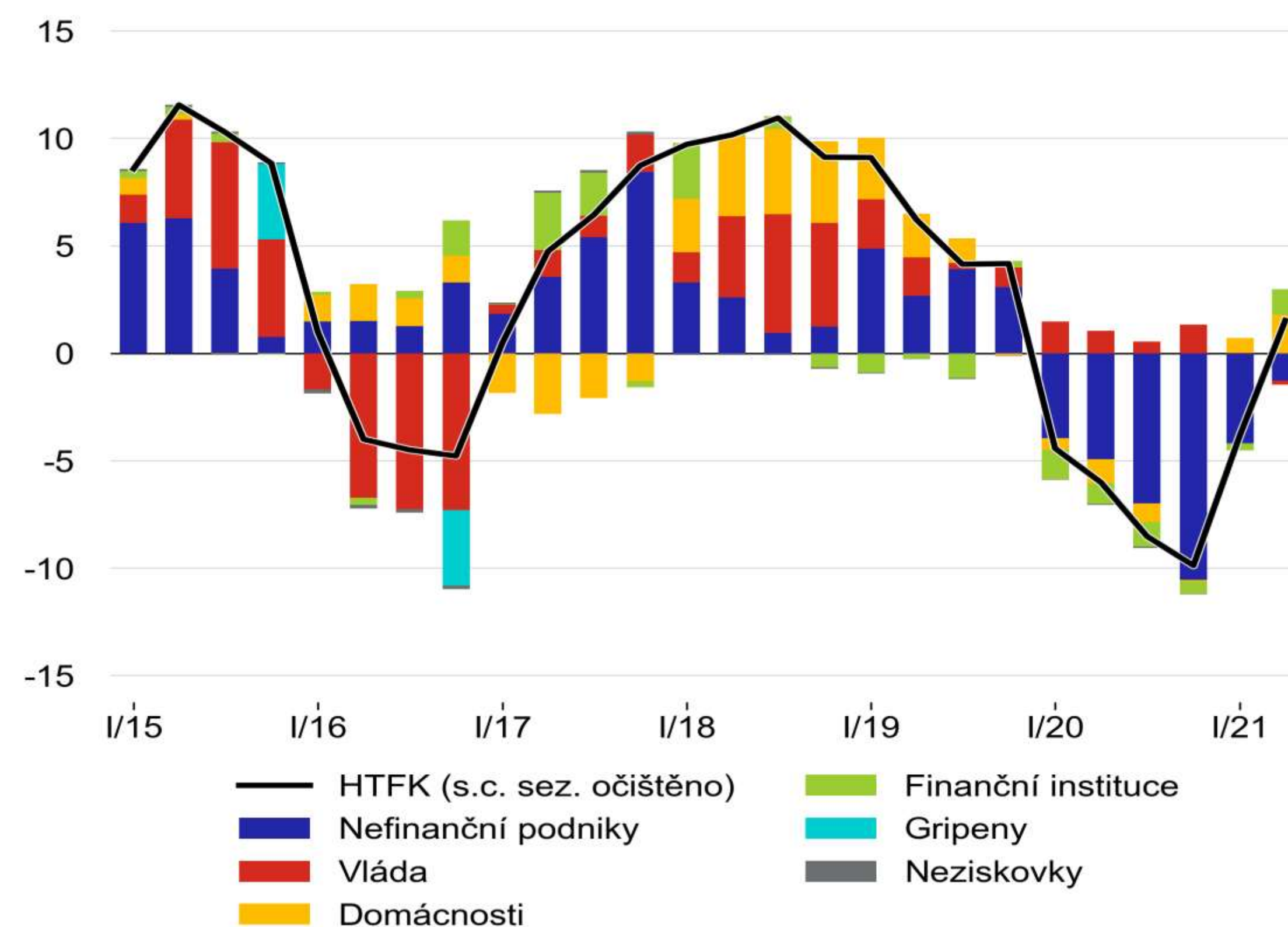


# Investice

- Citelný útlum investic v průběhu loňského roku byl ovlivněn zejména výpadkem firemních investic (důsledek pandemie a porušených dodavatelsko-odběratelských řetězců).
- Kvůli tomu se letos značně zvýšil příspěvek růstu zásob.
- Naopak kladný příspěvek investic vlády.
- V průběhu tohoto roku se:
  - zmírňoval propad firemních investic
  - zvýšil příspěvek investic domácností a finančních institucí.

## Investice podle sektorů

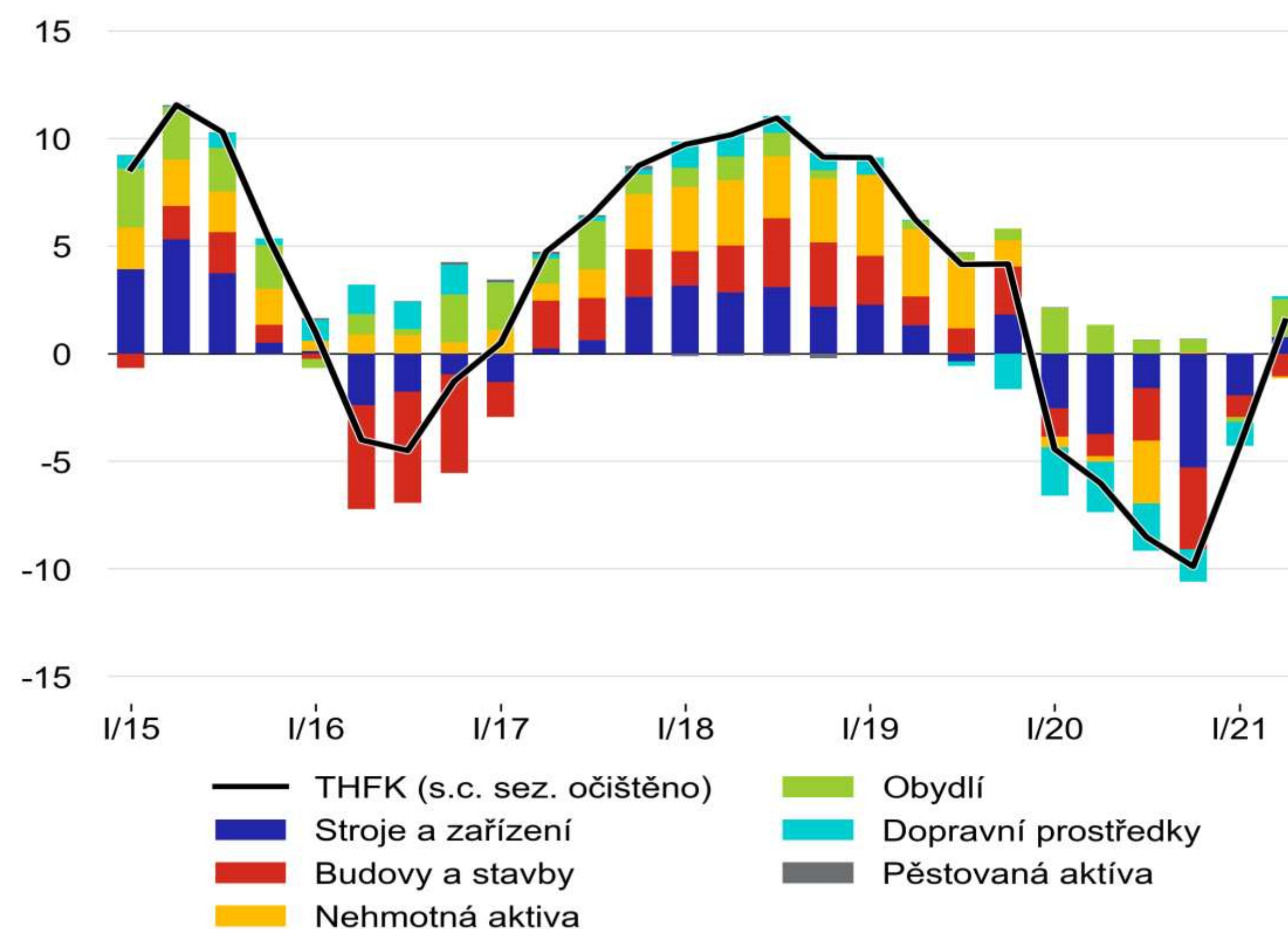
(mzr. v %, příspěvky v p. b., s. c., sez. očištěno)



## Věcná struktura investic

- Pohled do věcné struktury tvorby fixního kapitálu ukazuje
  - Kladný příspěvek investic do obydlí
  - Postupné odeznívání propadu většiny ostatních složek v průběhu letošního roku.

Investice podle věcného členění  
 (mzr. v %, příspěvky v p. b., s. c., sez. neočištěno)

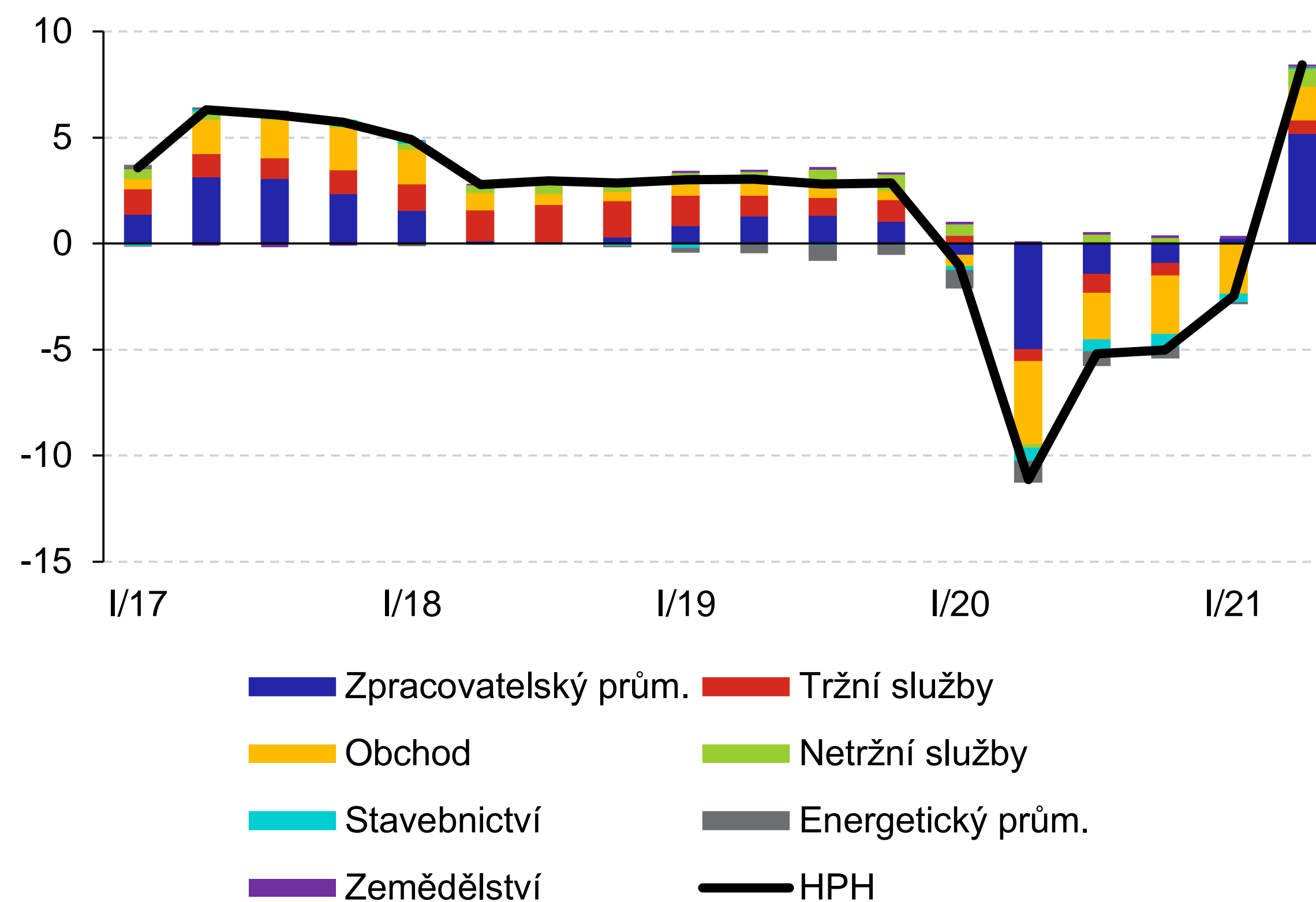




## Produkční strana ekonomiky

- Propad **hrubé přidané hodnoty** z první poloviny minulého roku se ve zbytku loňského roku postupně snižoval
- Ve druhém čtvrtletí letošního roku již **hrubá přidaná hodnota** opět rostla (dominantní vliv zpracovatelského průmyslu a obchodu).

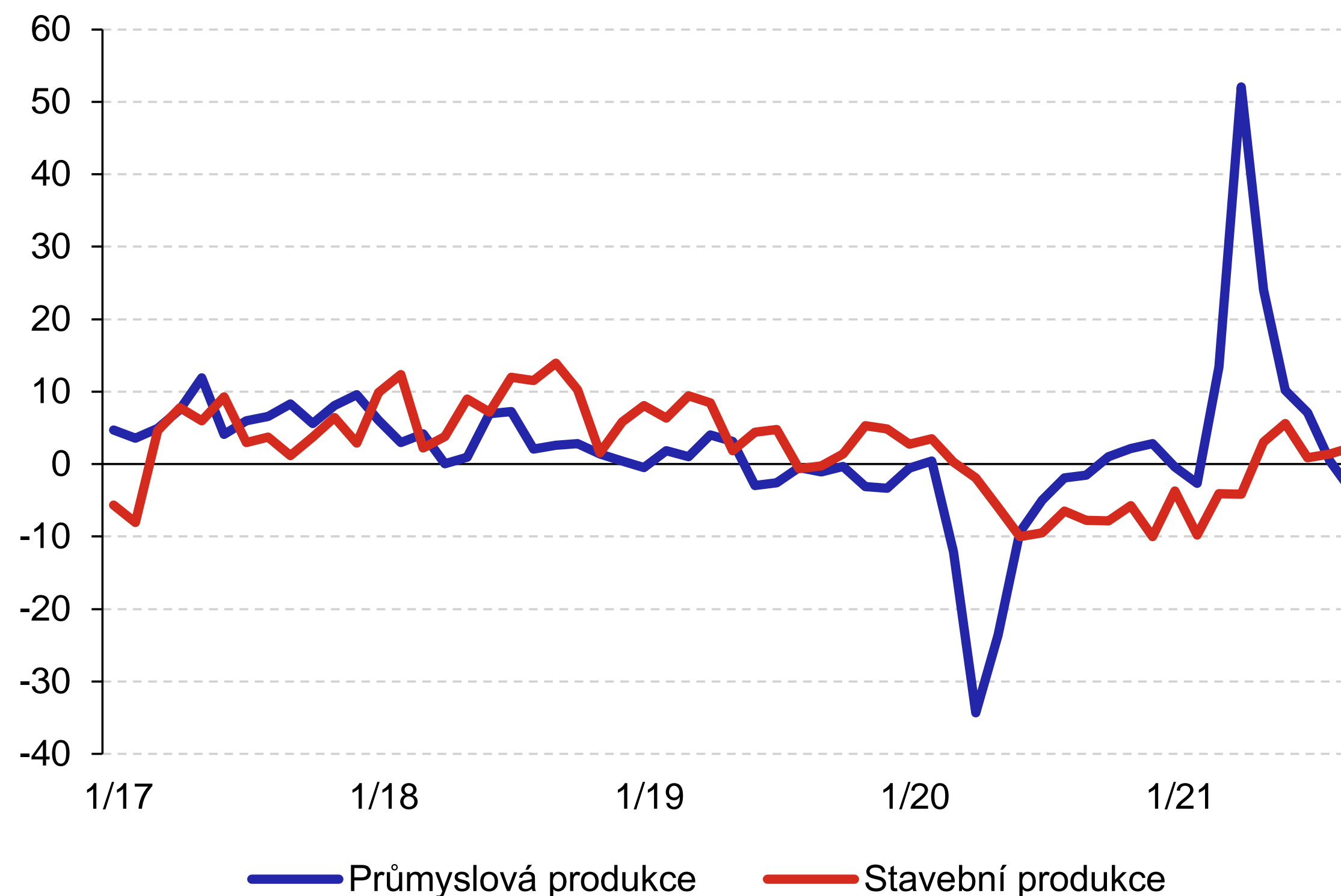
**Podíly odvětví na růstu HPH**  
 (mzr. v %, příspěvky v p. b., b. c., sez. neočištěno)



## Produkční strana ekonomiky

- **Průmyslová produkce** v září meziročně poklesla o 3,7 %.
  - zejména vliv negativního vývoje ve zpracovatelském průmyslu (v jeho rámci hlavně omezení výroby aut a jejich dílů, což se ještě dále prohloubilo během října).
  - z části tlumeno růstem produkce v odvětví těžby a dobývání a v energetickém průmyslu.
- **Stavební produkce** v září meziročně vzrostla o 2,3 %:
  - zejména vliv odvětví pozemního stavitelství
  - meziroční dynamika v odvětví inženýrského stavitelství naopak překmitla do záporných hodnot.

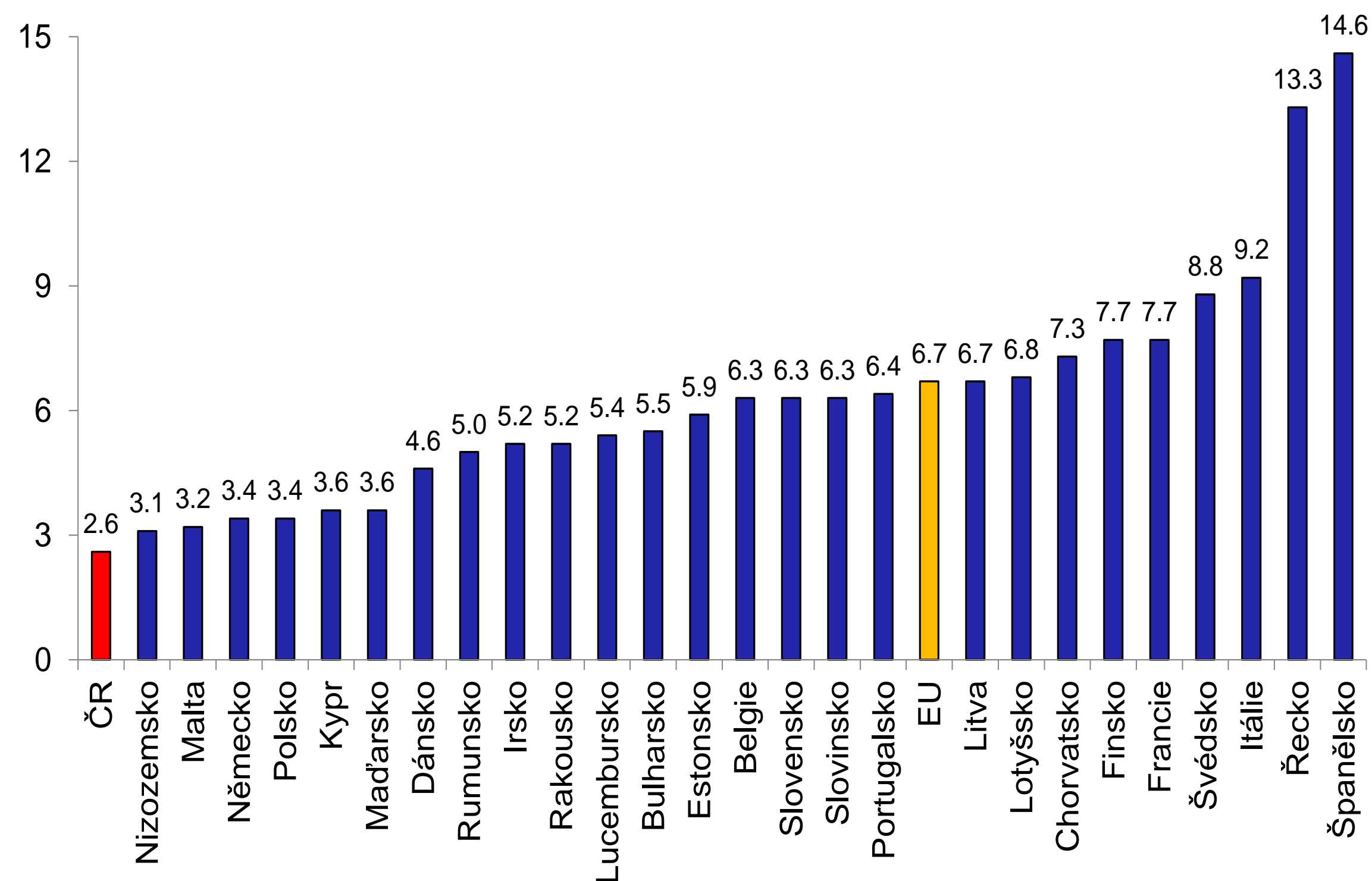
## Průmyslová a stavební produkce (mzr. změny v %, sez. očištěno)



## Trh práce

- **Obecná míra nezaměstnanosti v ČR je stále nejnižší v EU.**

## Obecná míra nezaměstnanosti (v %, září 2021)

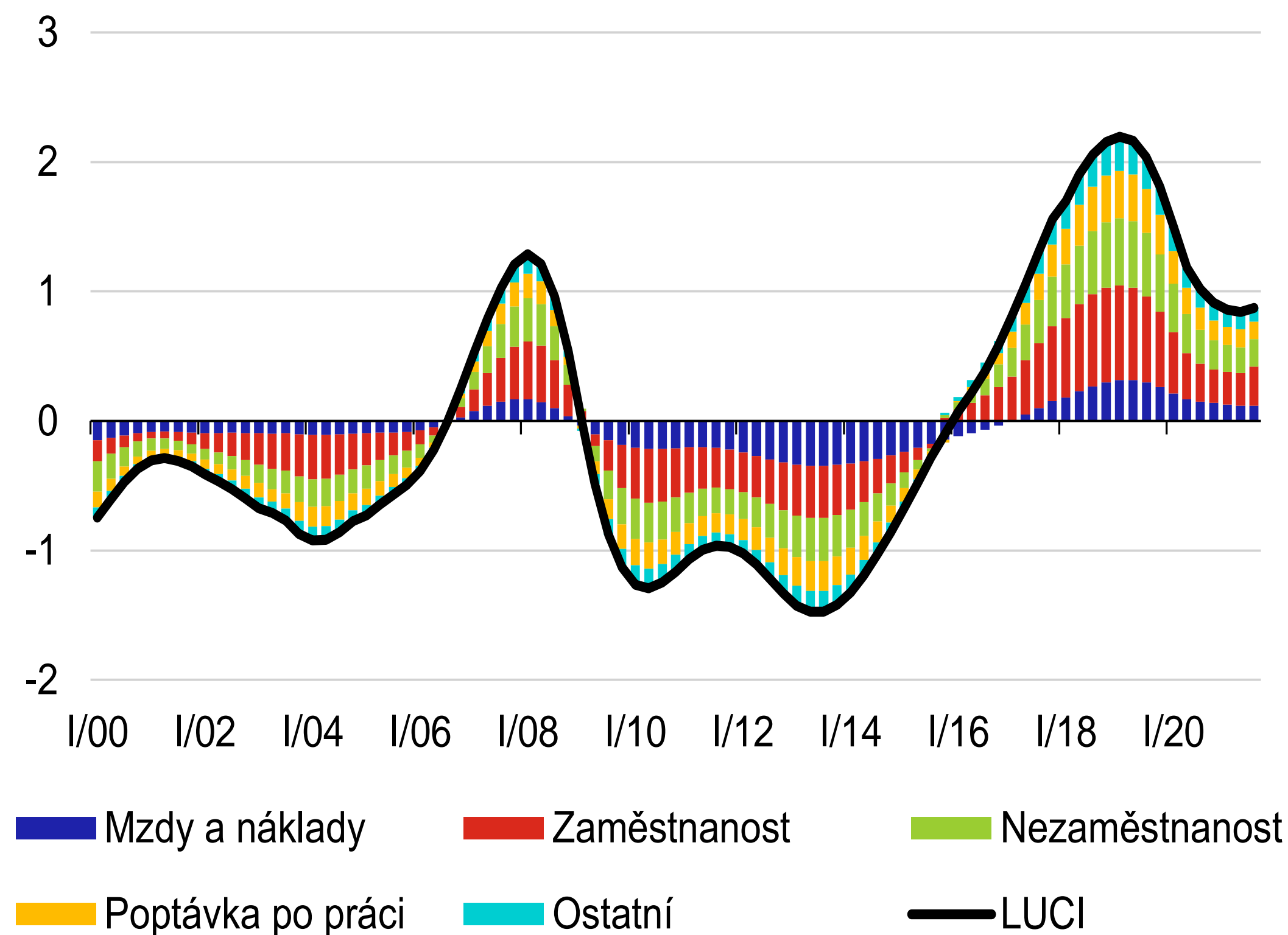


## Trh práce

- Trh práce zůstává napjatý
  - došlo k částečnému zchlazení,
  - ale souhrnný indikátor napětí na trhu práce LUCI se stále nachází nad svou dlouhodobou rovnovážnou úrovní
  - a začíná se opět více přehřívat
  - potvrzují to všechny složky indikátoru.

## Indikátor LUCI

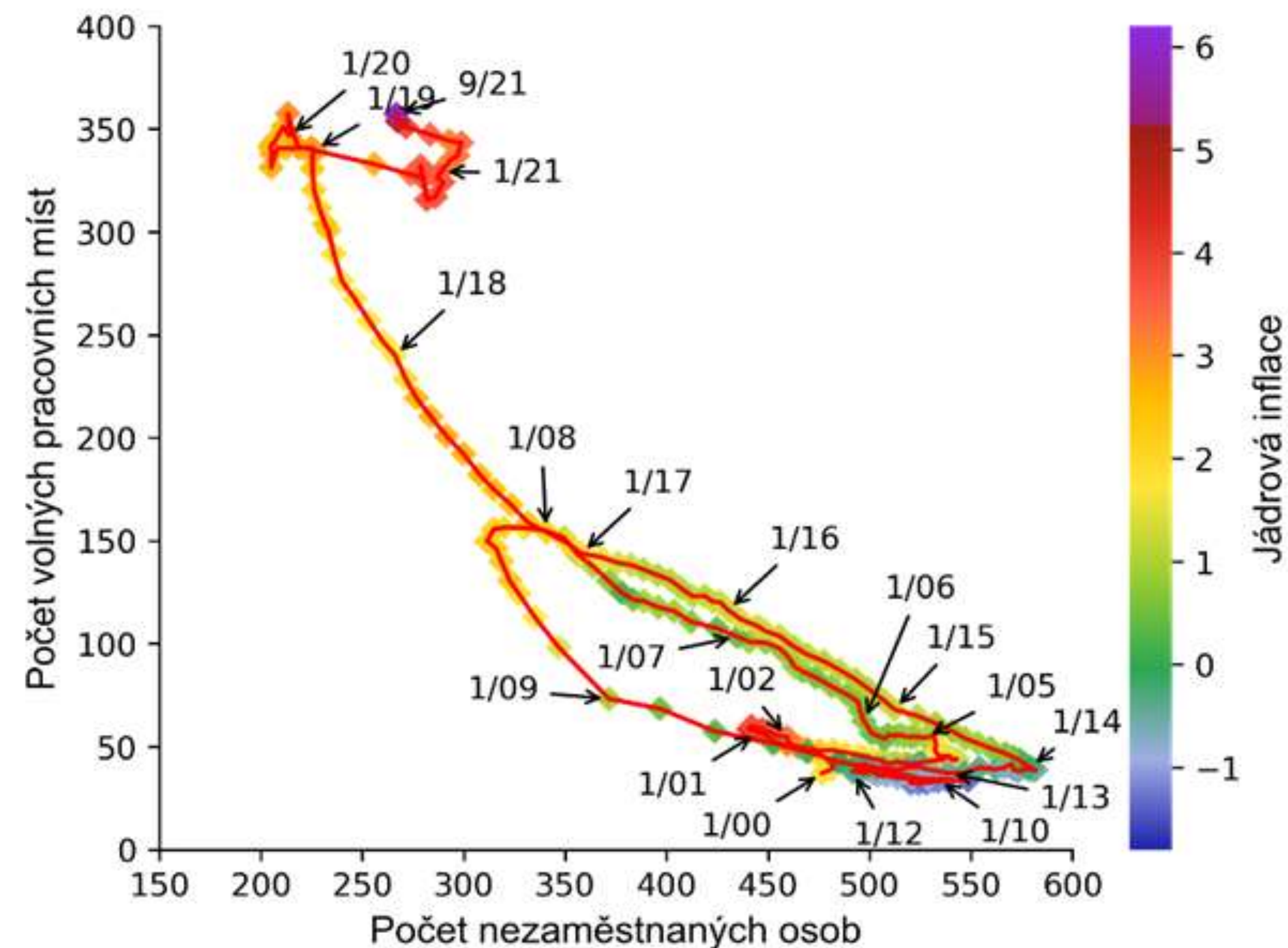
(index, kladné hodnoty = „napjatá“ situace)



## Trh práce

- **Poptávka po práci** zůstává solidní, což potvrzují:
  - indikátory sentimentu a dalších průzkumy
  - přetrvávající vysoký počet volných pracovních míst
  - silná tvorba nových míst.
- Napjatost trhu práce signalizuje i **Beveridgeova křivka**.

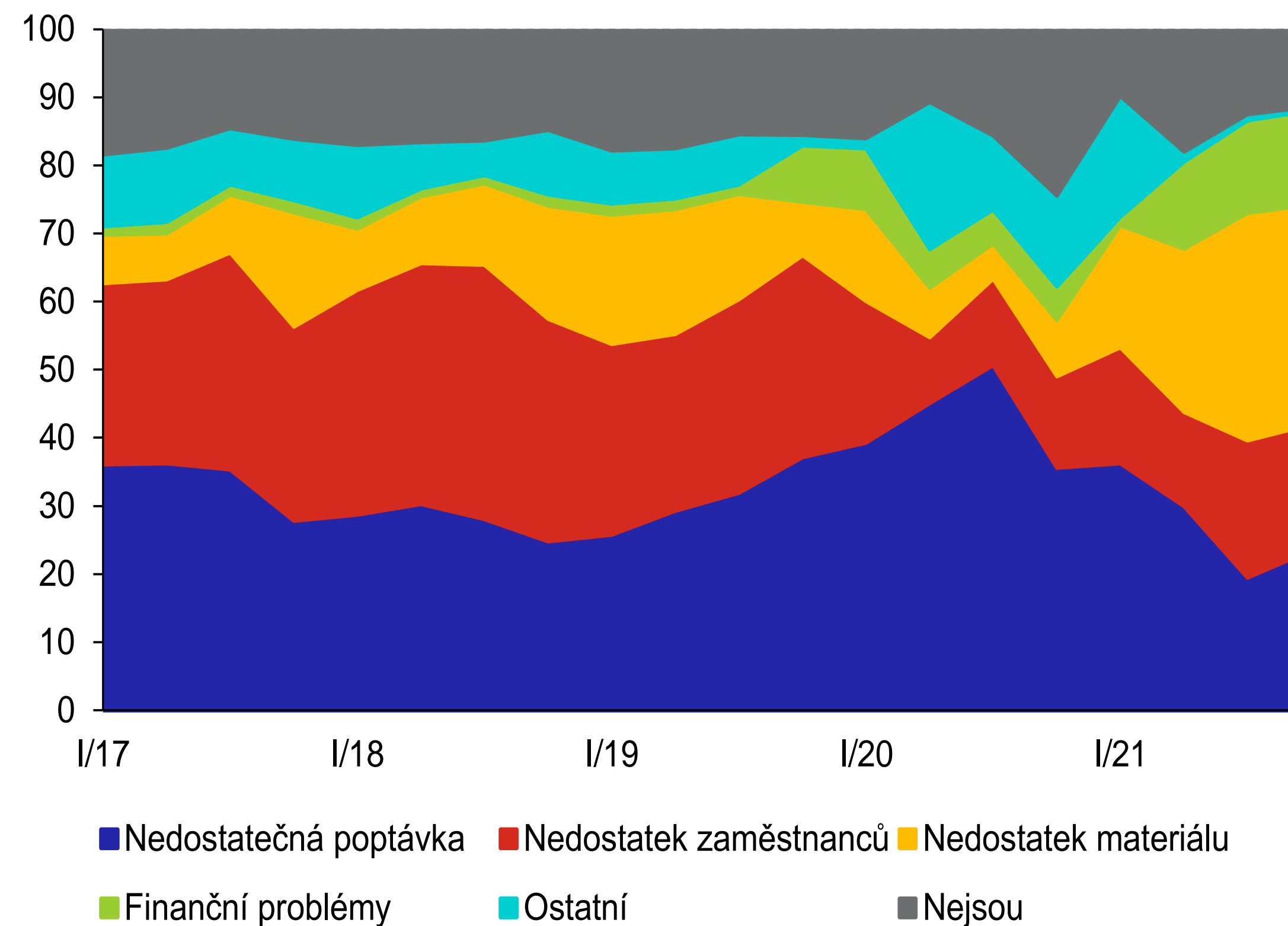
## Beveridgeova křivka



## Konjunkturální průzkumy

- Růst **průmyslové produkce** je nadále brzděn:
  - nedostatečnou poptávkou
  - nedostatkem zaměstnanců.
- V poslední době ale přebírá dominanci **nedostatek materiálu** (narostl význam i u finančních problémů).

## Bariéry růstu v průmyslu (v %)

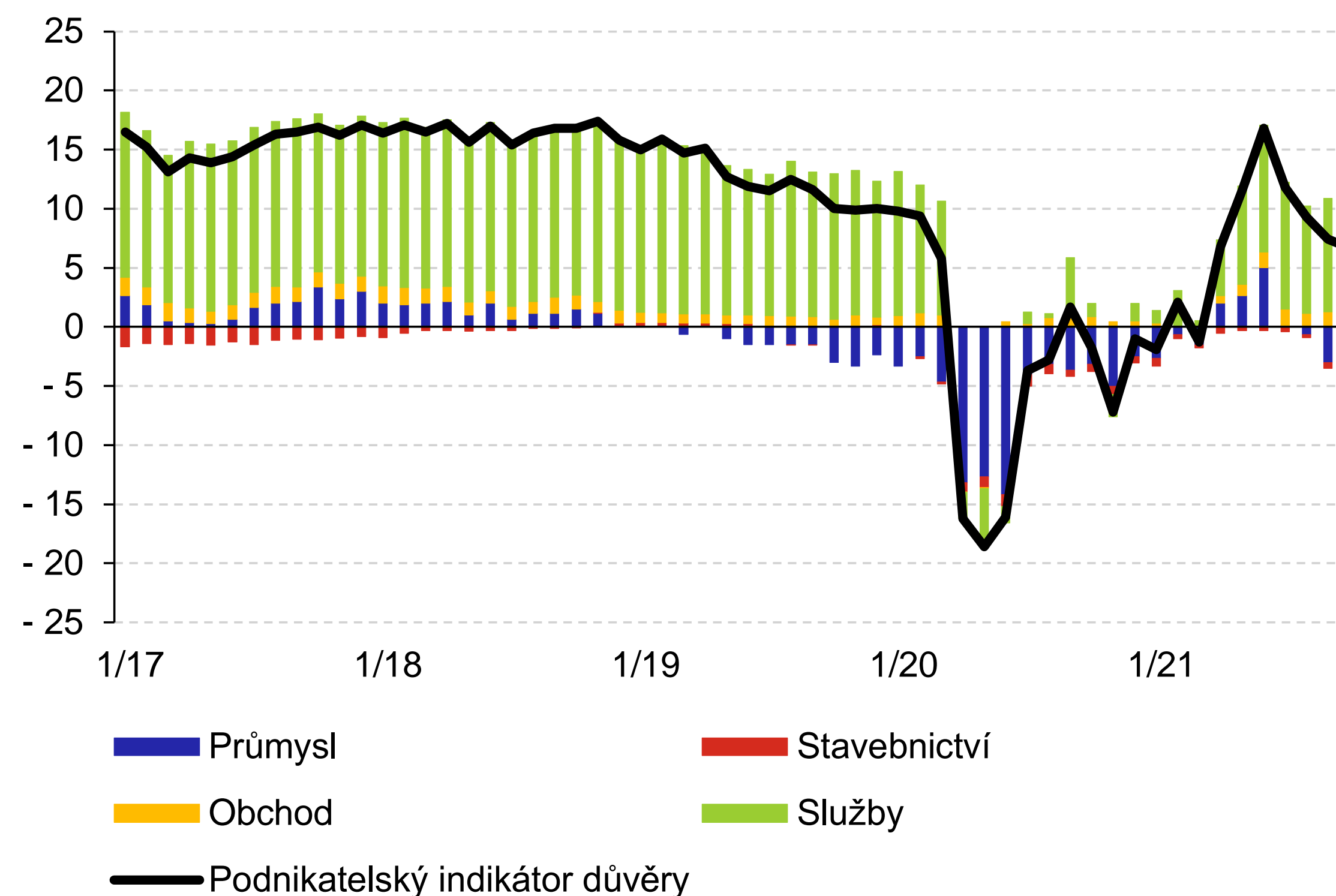


## Konjunkturální průzkumy

- **Podnikatelská důvěra v sektoru služeb** zůstává na vysoké úrovni (i když v průběhu druhého pololetí letošního roku poklesla).
- **Podnikatelská důvěra sektoru průmyslu** se již dostala do záporných hodnot.
- **Podnikatelská důvěra v sektoru obchodu** vykazuje nízkou, ale stabilní a kladnou hodnotu.

## Salda podnikatelské důvěry

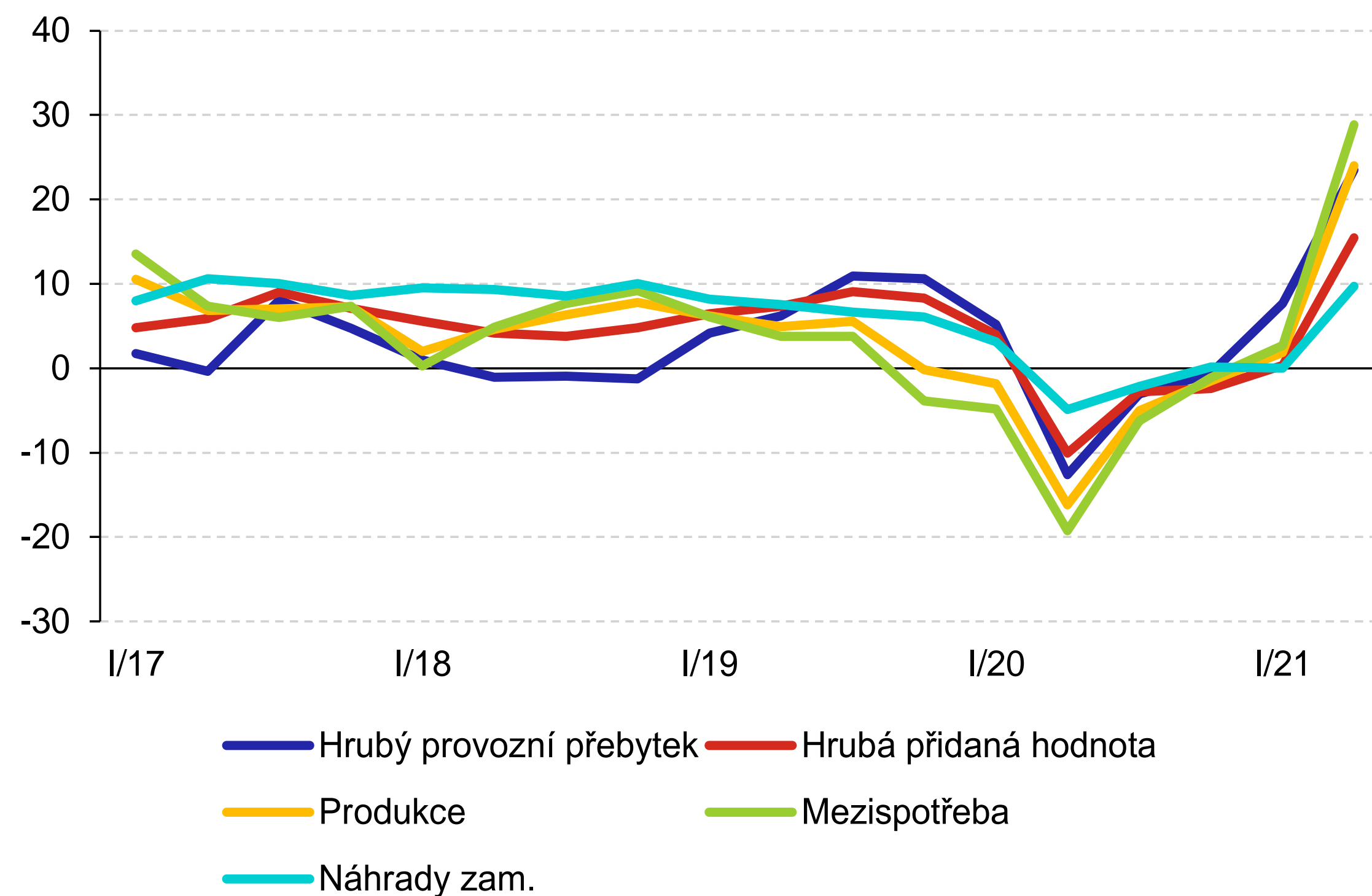
(rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



## Hospodaření nefinančních podniků

- Zlepšení **hospodaření nefinančních podniků** bylo podpořeno silným růstem všech složek:
  - zejména produkce a hrubé přidané hodnoty
  - náhrady zaměstnancům rostly pomalejším tempem.

## Základní ukazatele hospodaření nefinančních podniků (meziroční změny v %)

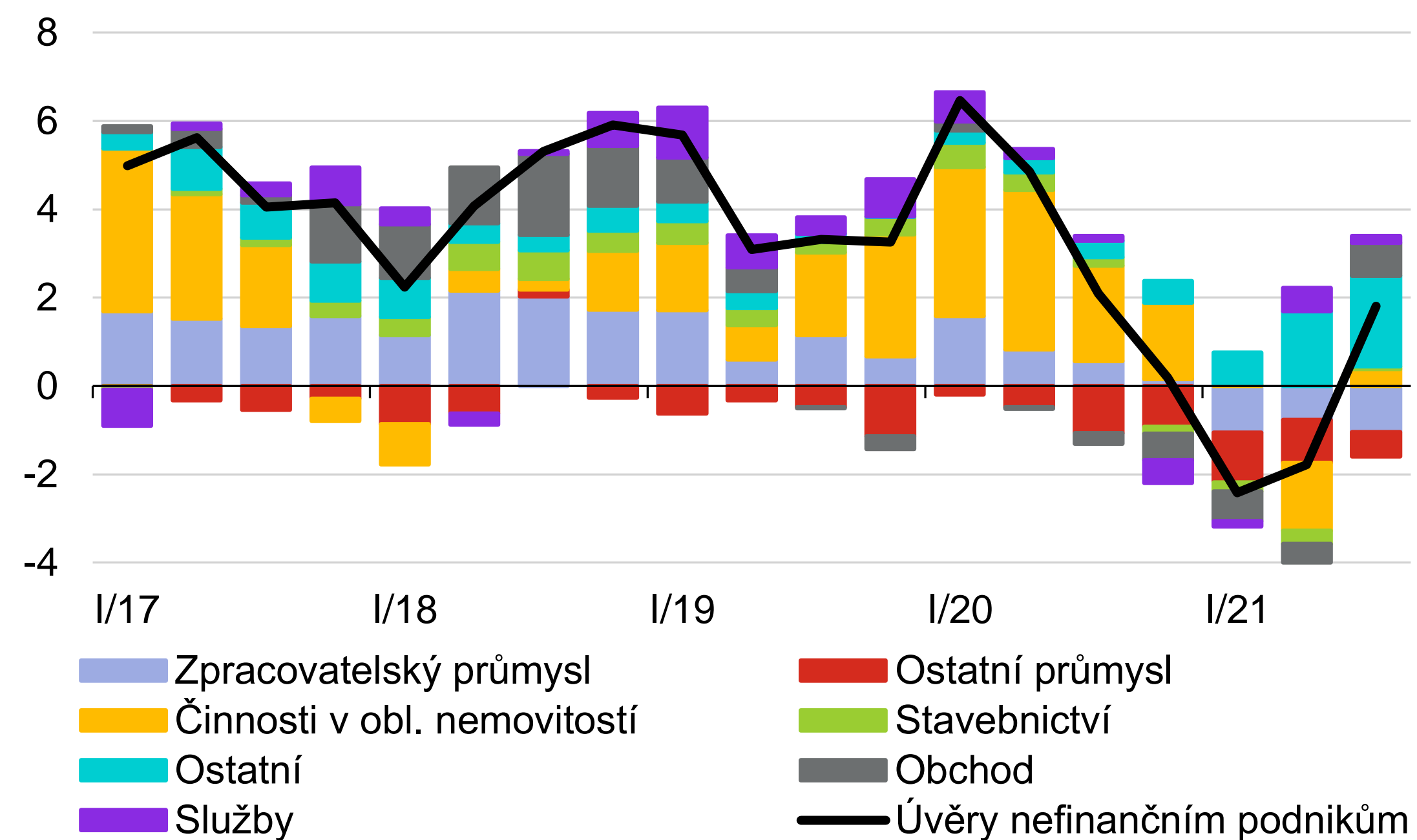




## Úvěry podnikům

- **Dynamika úvěrů nefinančním podnikům** se ve třetím čtvrtletí navrátila do kladných hodnot.
- Rostou hlavně úvěry v oblasti dopravy (Ostatní), obchodu a služeb.

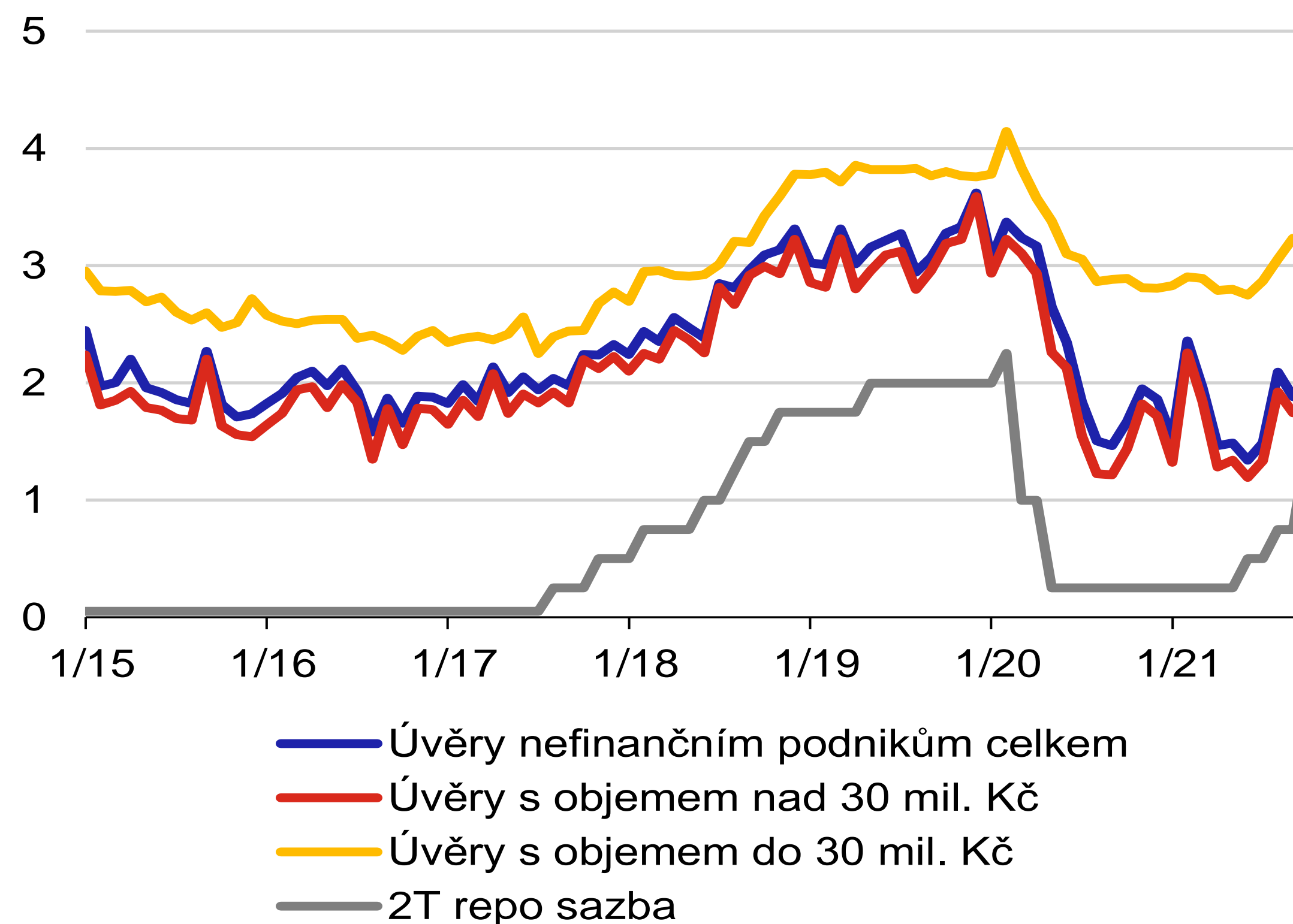
## Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví (meziroční změny v %, příspěvky v p. b., údaje ke konci čtvrtletí)



## Úvěry podnikům a úrokové sazby

- **Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům** v dosavadním průběhu roku kolísaly.
- Nárůst měnověpolitických úrokových sazeb od června letošního roku se postupně začíná promítat do růstu klientských úrokových sazeb.

### Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody v domácí měně, v %)



---

# Obsah

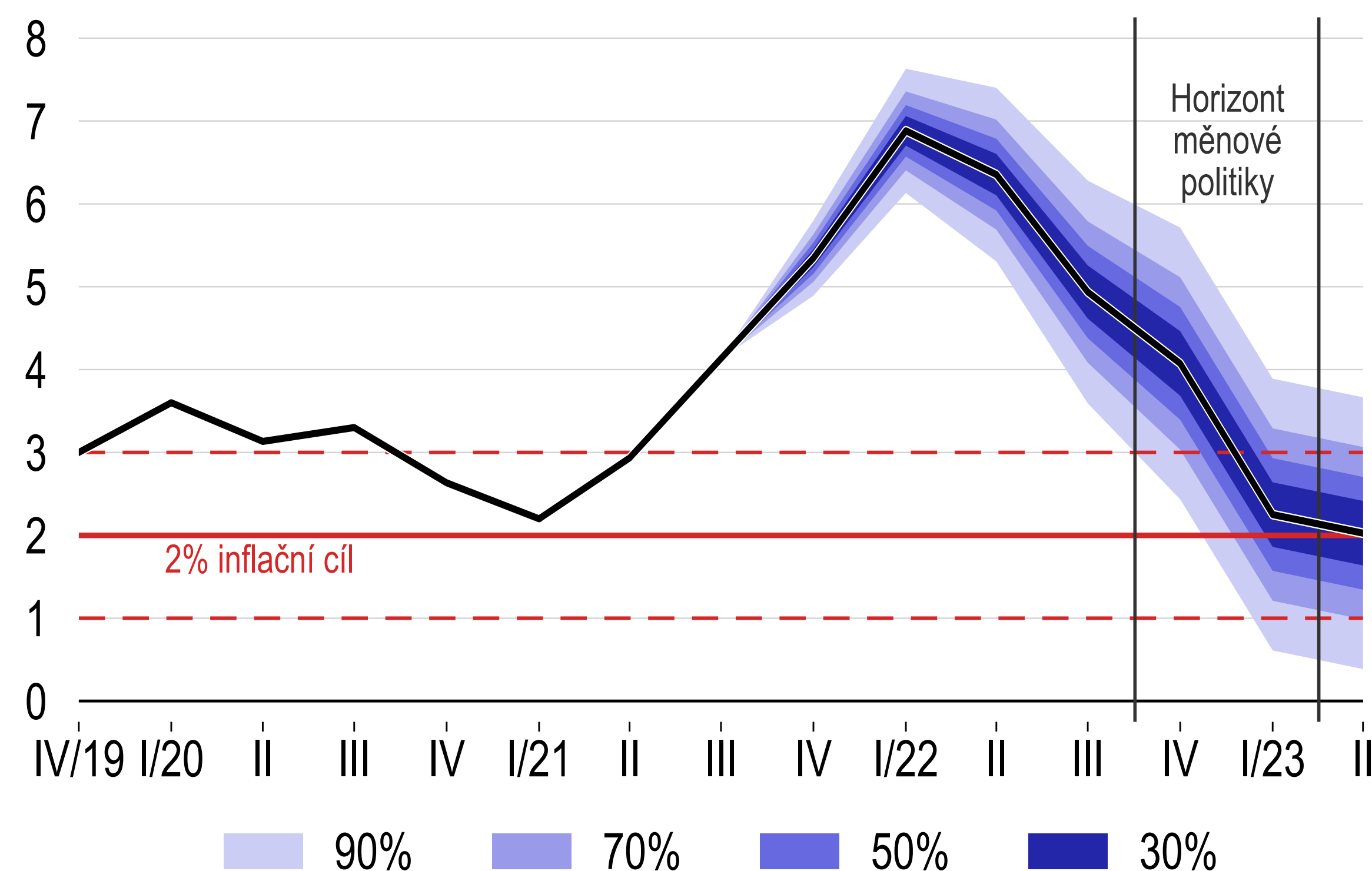
1. Současná ekonomická situace
- 2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – podzim 2021)**
3. Shrnutí a poslední rozhodnutí bankovní rady



## Prognóza celkové inflace

- Pokračující výrazný růst **inflace** v závěru letošního roku a během zimy se inflace s přispěním všech svých složek přiblíží 7 %.
- Kulminace aktuálně silných celkových inflačních tlaků koncem tohoto roku (s přispěním zesilujícího působení domácích nákladů).
- Následně jejich zmírňování (při rychlém odeznění růstu dovozních cen).
- V průběhu příštího roku tak **inflace** postupně zvolní (s přispěním předchozího výrazného zpřísnění obou složek měnových podmínek).

### Celková inflace (meziroční změny v %)

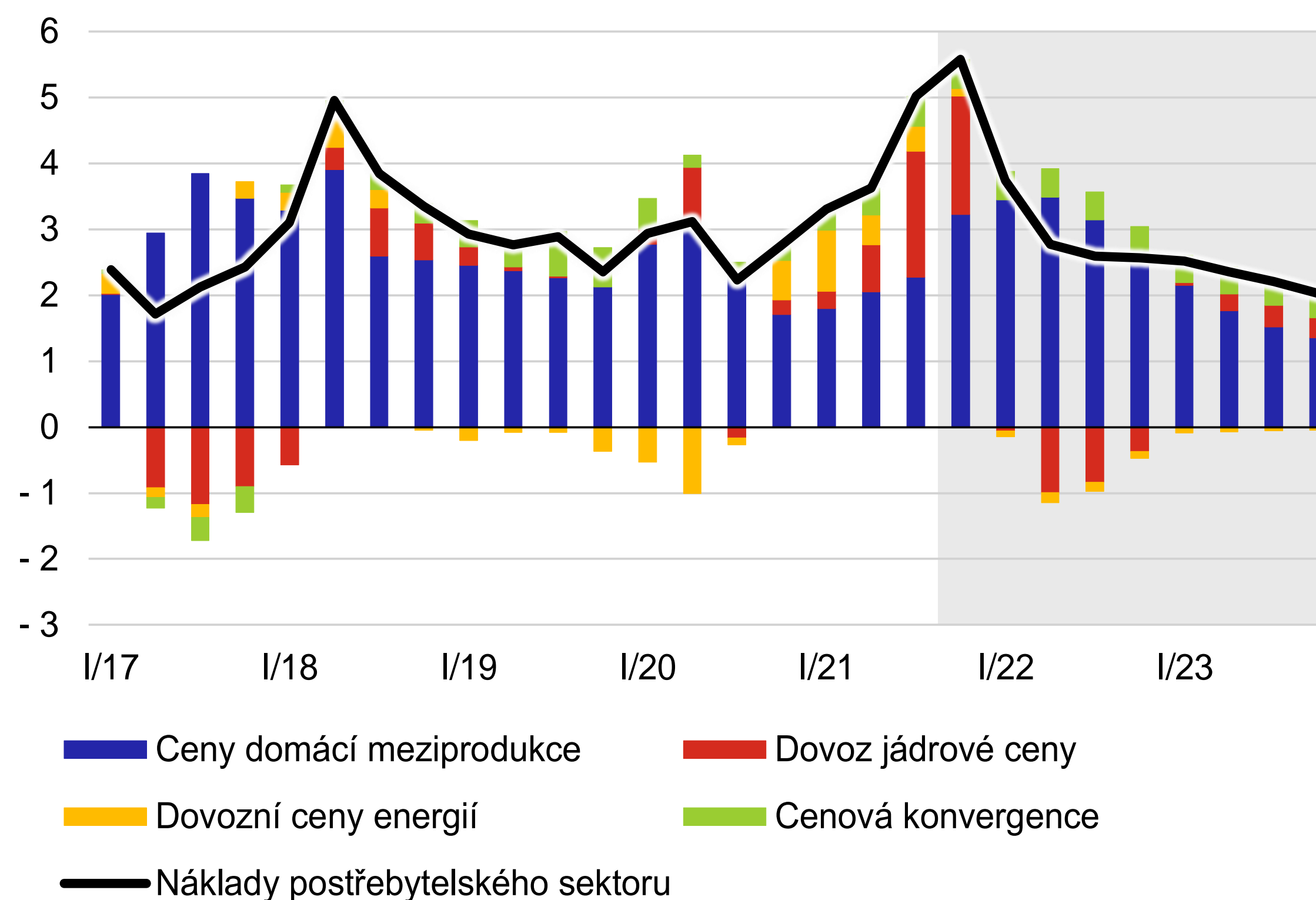


## Inflační tlaky

- Aktuálně silné **celkové inflační tlaky** budou koncem letošního roku kulminovat:
- Přispěje k tomu zesilující působení **domácích nákladů** (zrychlující fundamentální mzdový růst) a eskalující růst dovozních cen.
- Následně se **celkové inflační tlaky** začnou zmírňovat (rychlé odeznění růstu dovozních cen).

## Náklady spotřebitelského sektoru

(nominální mzč. změny v %, příspěvky v p. b., anualizováno)

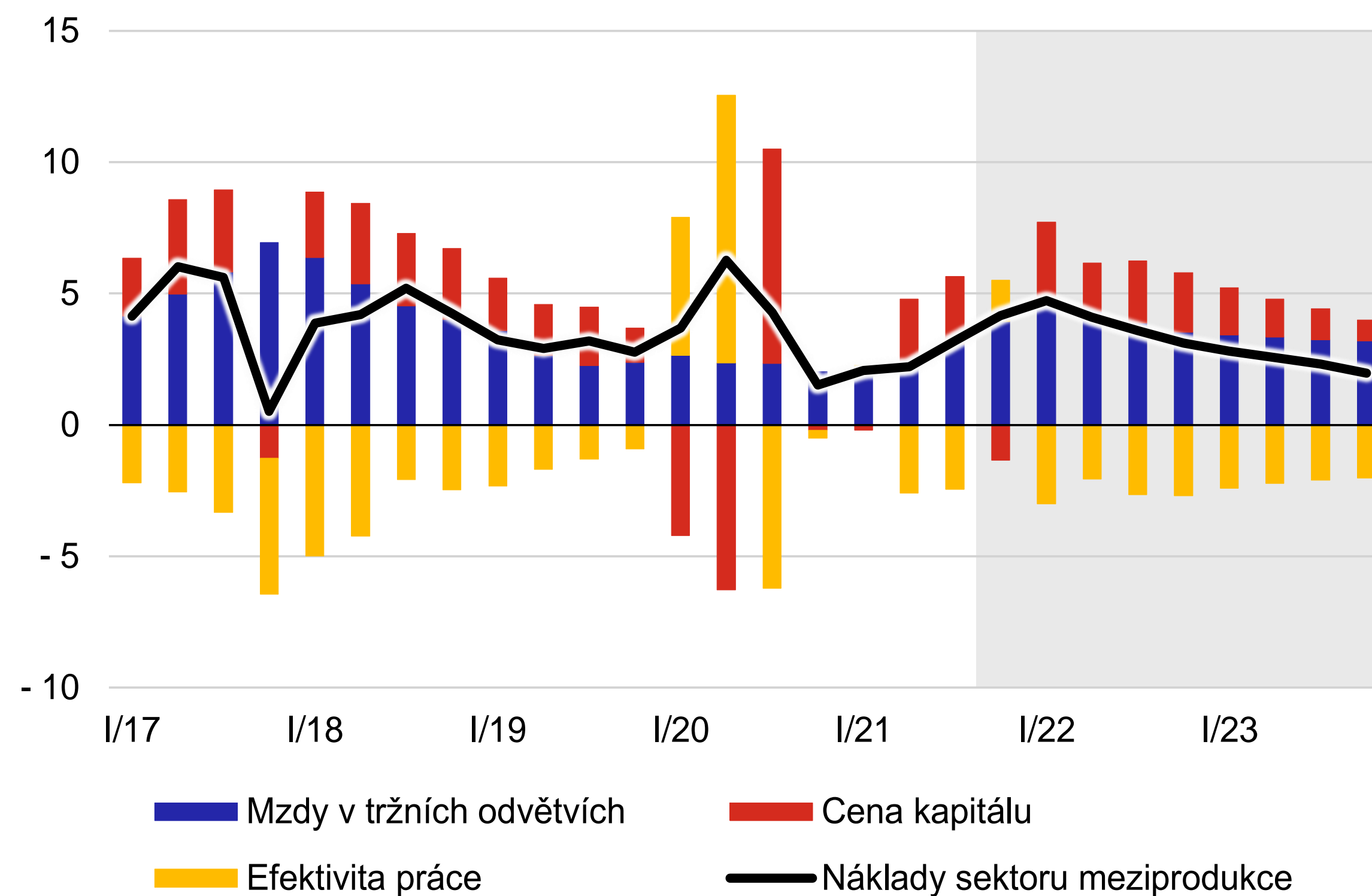


## Inflační tlaky

- Dosud výrazné **domácí nákladové tlaky** se postupně zmírňují. Vliv:
  - pozvolný pokles dynamiky mezd
  - v menší míře i ceny kapitálu
  - obnovení stabilního protiinflačního růstu produktivity práce.

## Náklady sektoru meziprodukce

(nominální mzč. změny v %, příspěvky v p. b., anualizováno)

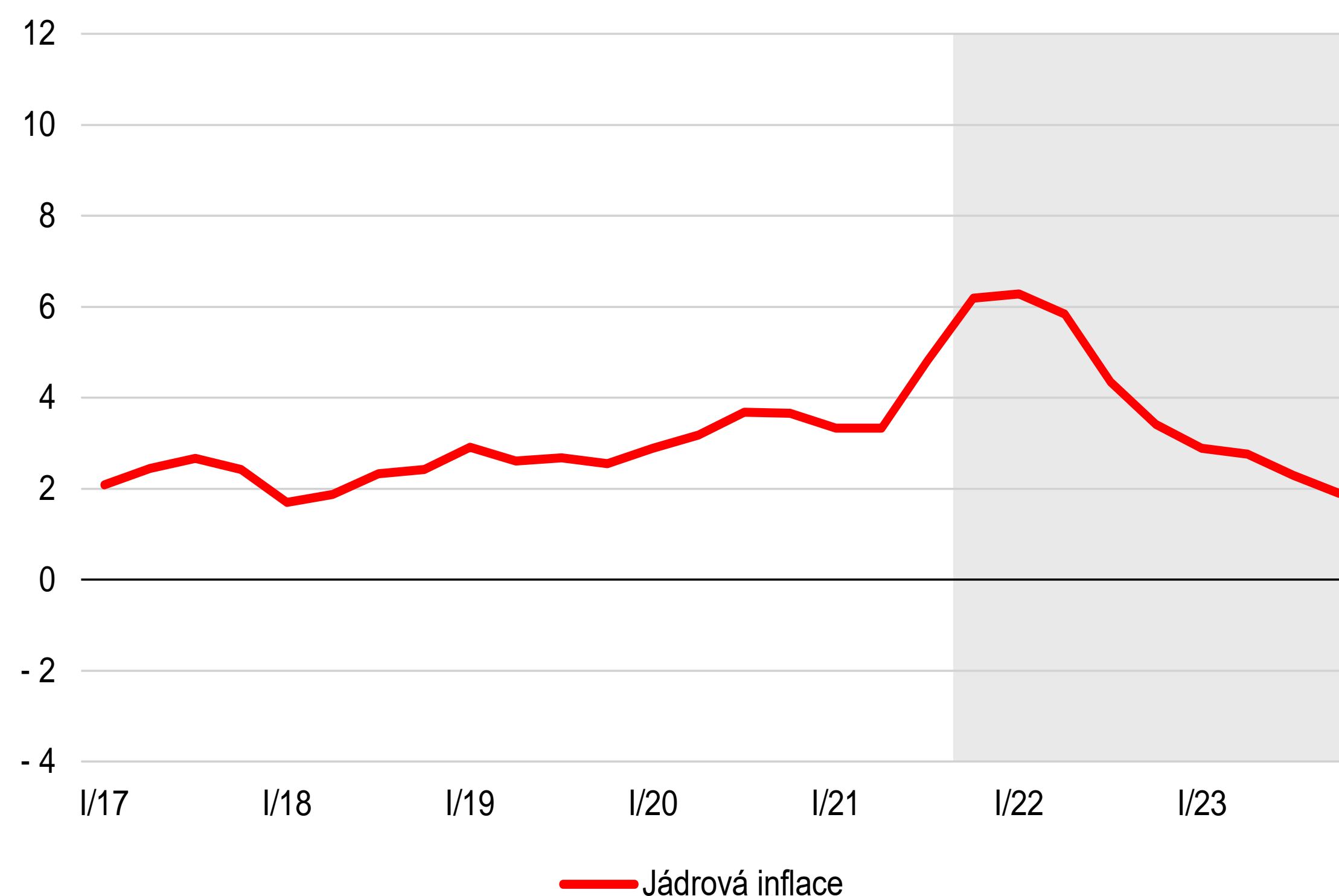


## Jádrová inflace

- **Jádrová inflace** zůstane v příštích měsících vysoká a zvolní až v průběhu roku 2022 a 2023.
- K **nárůstu jádrové inflace** v prostředí robustního domácího poptávkového klimatu významně přispívá zrychlující dynamika imputovaného nájemného.

## Jádrová inflace

(v %, mzr., bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



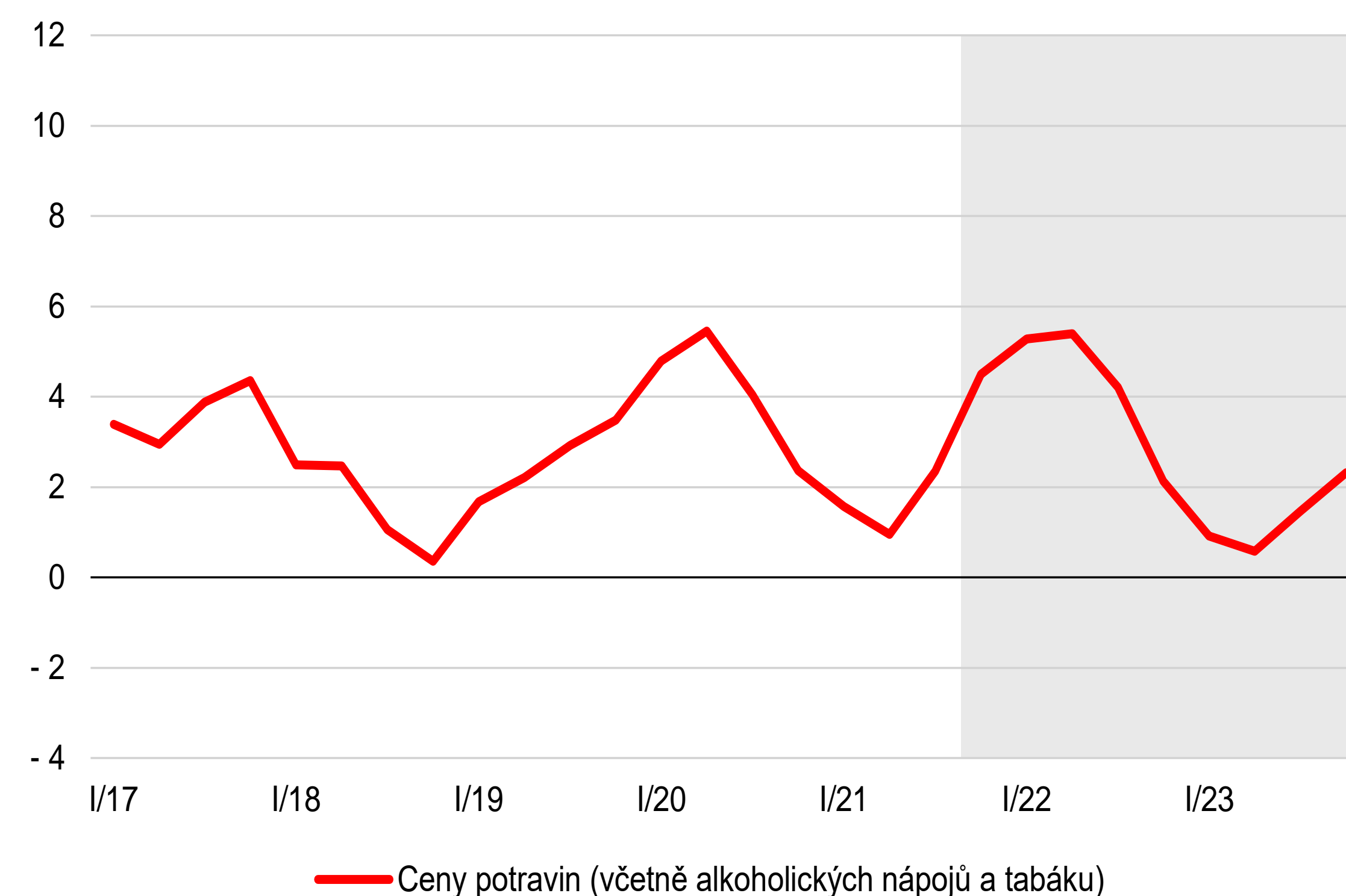
## Ceny potravin

Dynamika **cen potravin** ve druhé polovině roku opět vzrostla a zvyšovat se bude i nadále.

- K růstu cen potravin přispívají:
  - citelné domácí poptávkové tlaky
  - zdražování agrárních komodit ve světě.

## Růst cen potravin

(v %, mizr., bez primárních dopadů změn nepřímých daní)

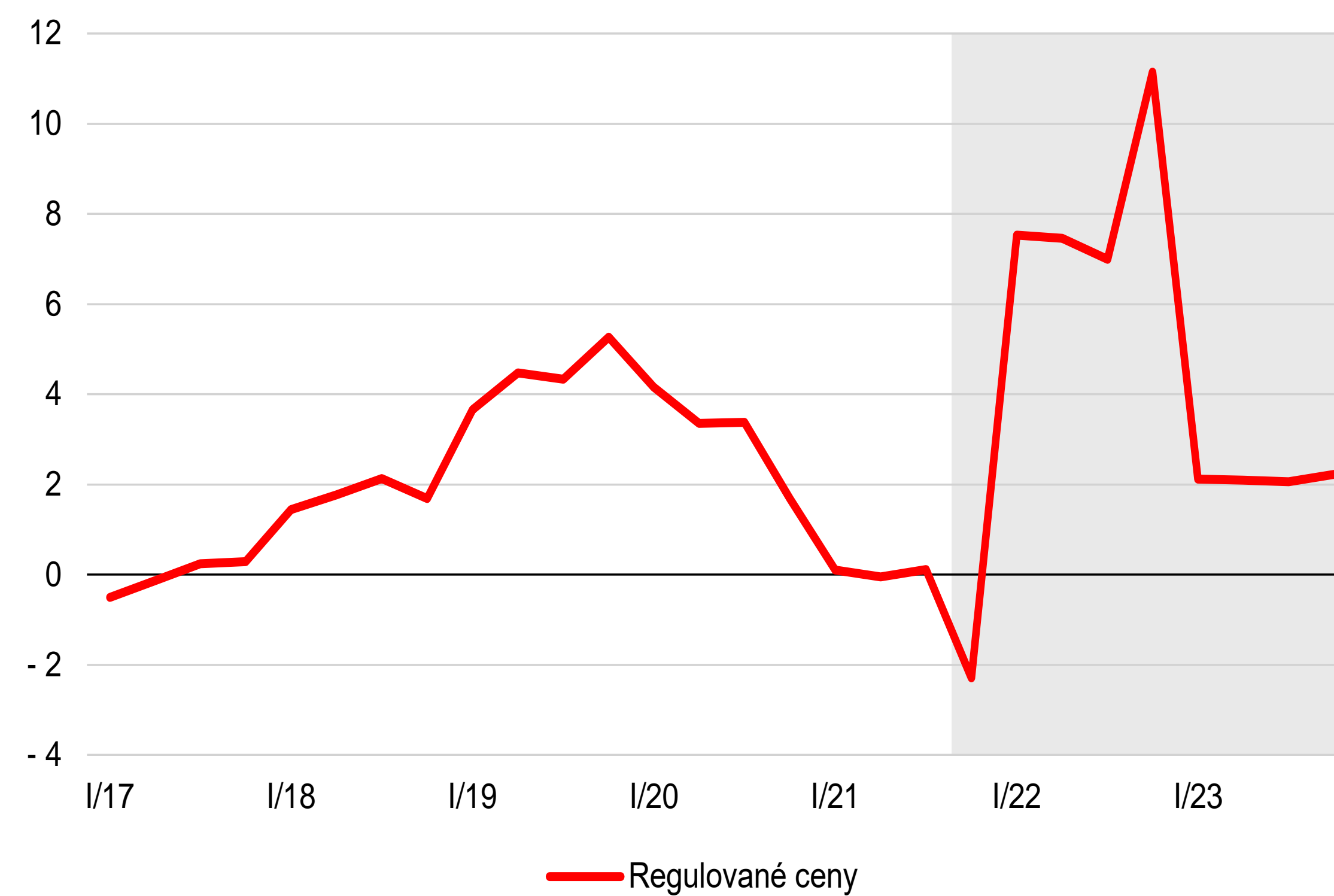




## Regulované ceny

- Dynamika regulovaných cen je aktuálně ovlivněna důsledky problémů některých dodavatelů elektřiny a zemního plynu.
- Prognóza předpokládala, že **regulované ceny** ve čtvrtém čtvrtletí dočasně klesnou (vliv odpuštění DPH na elektřinu a plyn).
- V říjnu však došlo ke značnému zrychlení regulovaných cen (2,9 %) v důsledku zachycení skokového nárůstu cen těchto energií pro některé domácnosti (DPI) do cenového indexu.
- Po novém roce lze očekávat další zesílení růstu, poté co odezní vliv dočasného odpuštění DPH na elektřinu a plyn, které vláda schválila pro listopad a prosinec.
- Burzovní ceny indikují v dalších letech odeznění aktuálně zvýšených cenových tlaků u energií (regulované ceny zvolní ke 2 %).

## Regulované ceny (v %, mzr.,)

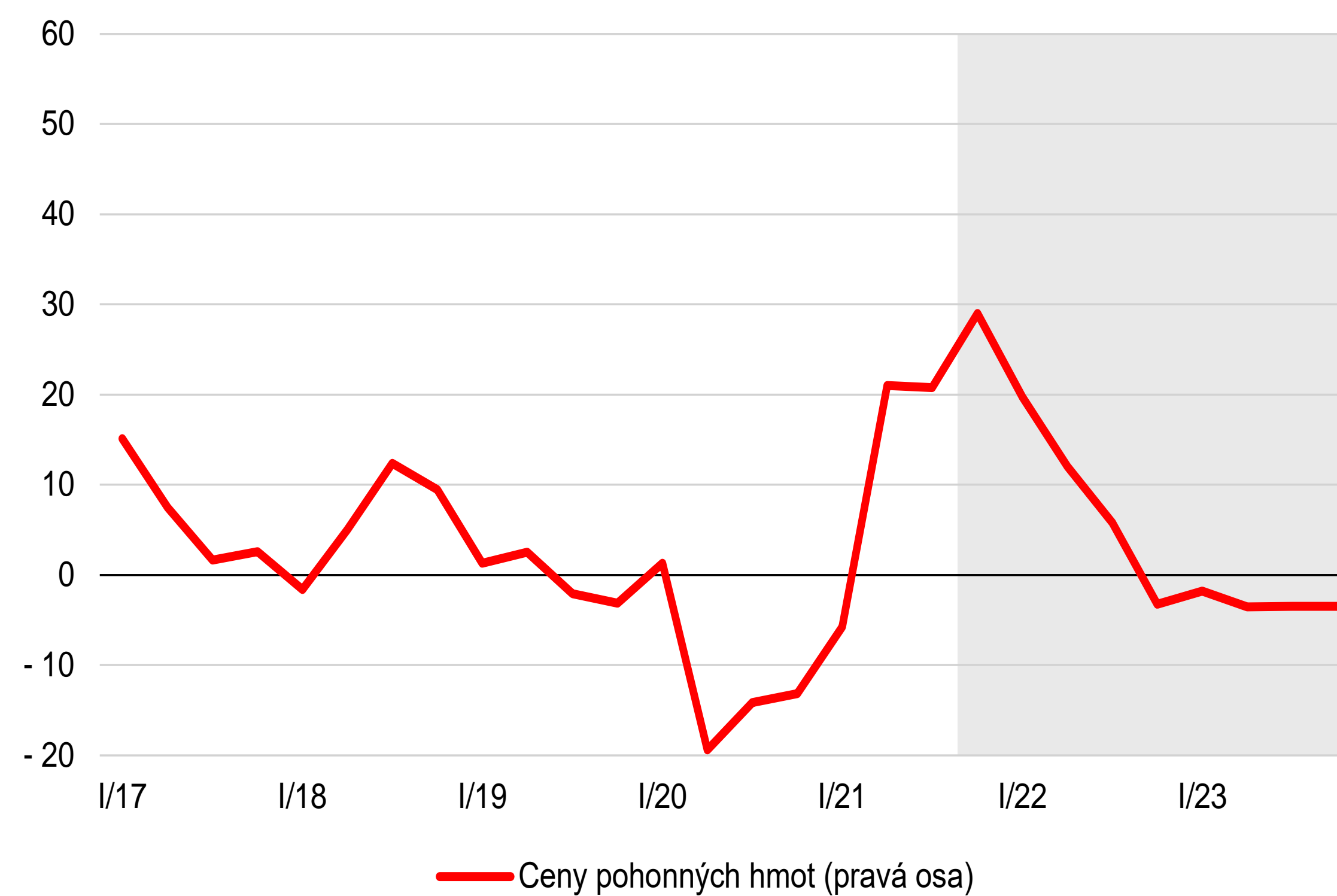


## Inflace – ostatní ceny

- **Zdražení ropy** se odrazilo v kladném příspěvku dovozních cen energií k nákladům firem.
- **Ceny pohonných hmot** na konci letošního roku začnou klesat.
- Společně s odezníváním poruch dodavatelských řetězců a posilujícím kurzem koruny povedou v průběhu příštího roku k obratu v působení dovozních cen do protiinflačního směru.

## Ceny pohonných hmot

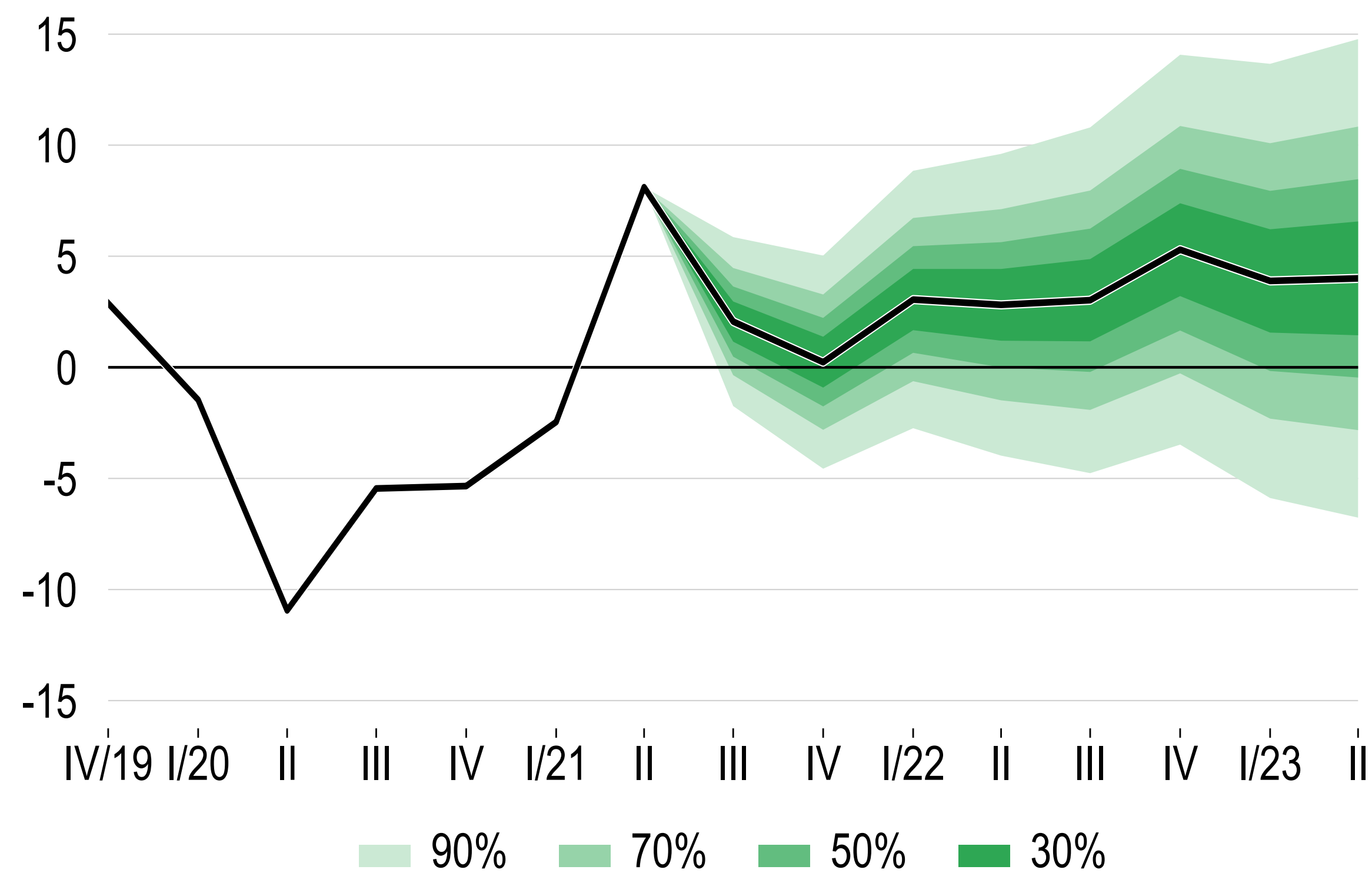
(v %, mizr., bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



## Prognóza růstu HDP

- **Zpřísnování protiepidemických opatření** nebude mít v delším horizontu hmatatelné ekonomické dopady.
- Obnovenému hospodářskému růstu bude nadále pomáhat:
  - zvyšující se spotřeba domácností (mj. i vlivem utrácení části vynucených úspor a svižného mzdového růstu)
  - setrvalý růst soukromých i vládních investic.
  - příspěvek čistého vývozu až do poloviny roku záporný
- Letos se HDP v souhrnu zvýší zhruba o necelá 2 %, v příštích dvou letech pak výrazně zrychlí.
- **Na předpandemickou úroveň se ekonomická aktivita vrátí na konci roku 2022.**

Růst HDP  
(v %, mizr.)

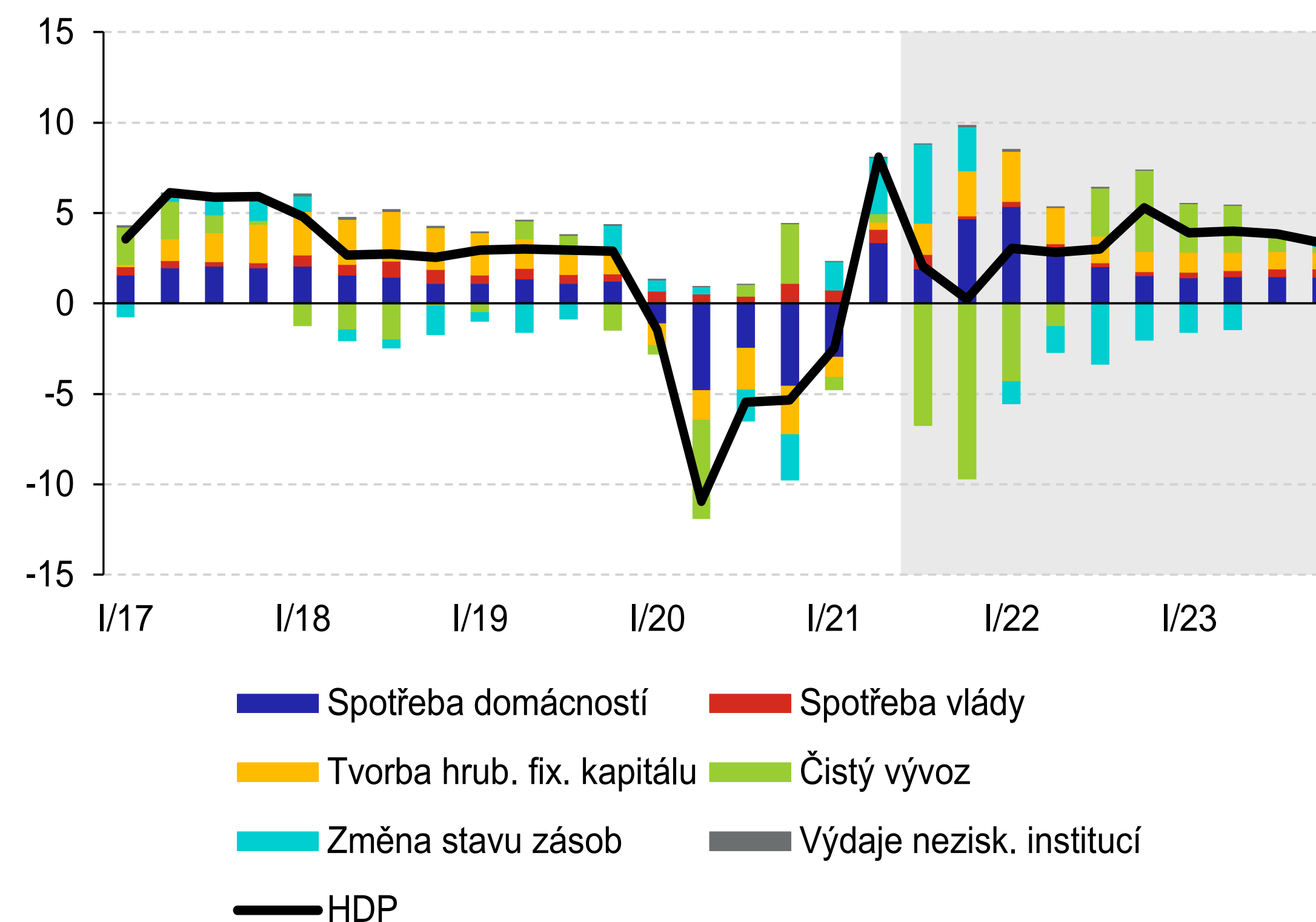


## Struktura růstu HDP

- Pozitivní růstový příspěvek **všech složek** s výjimkou **čistého vývozu** ve zbytku letošního roku
- Růst **HDP** v příštím roce (okolo 3,5 %) bude
  - nadále tažen spotřebou domácností a investicemi.
  - v menší míře budou přispívat i spotřeba vlády a čistý vývoz.
  - naopak růstový příspěvek změny stavu zásob bude výrazně záporný.

## HDP

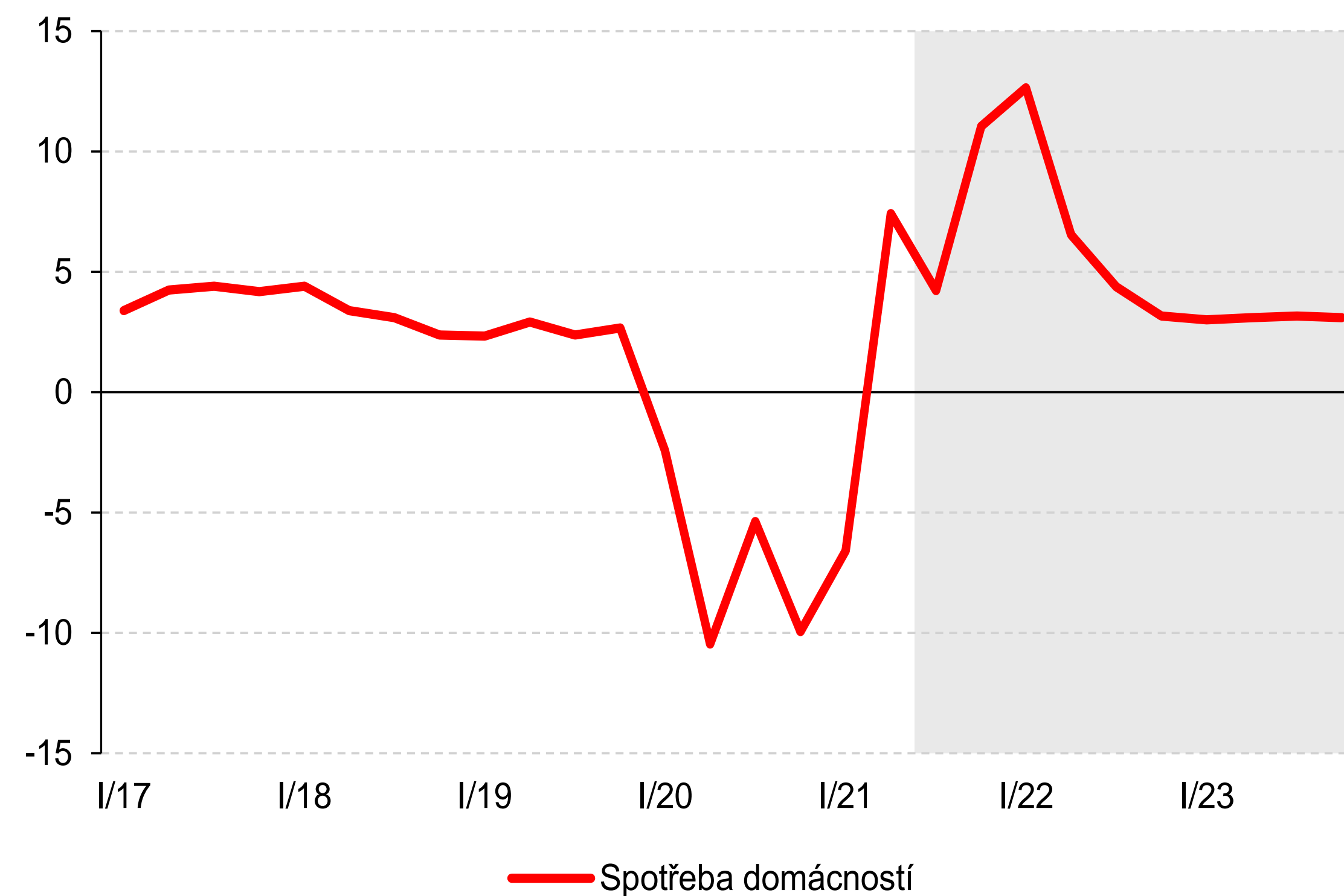
(mzr. v %, příspěvky v p. b.)



## Spotřeba domácností

**Spotřeba domácností** zůstane v nejbližších čtvrtletích tahounem ekonomického růstu (i přes mírné zhoršení spotřebitelského sentimentu).

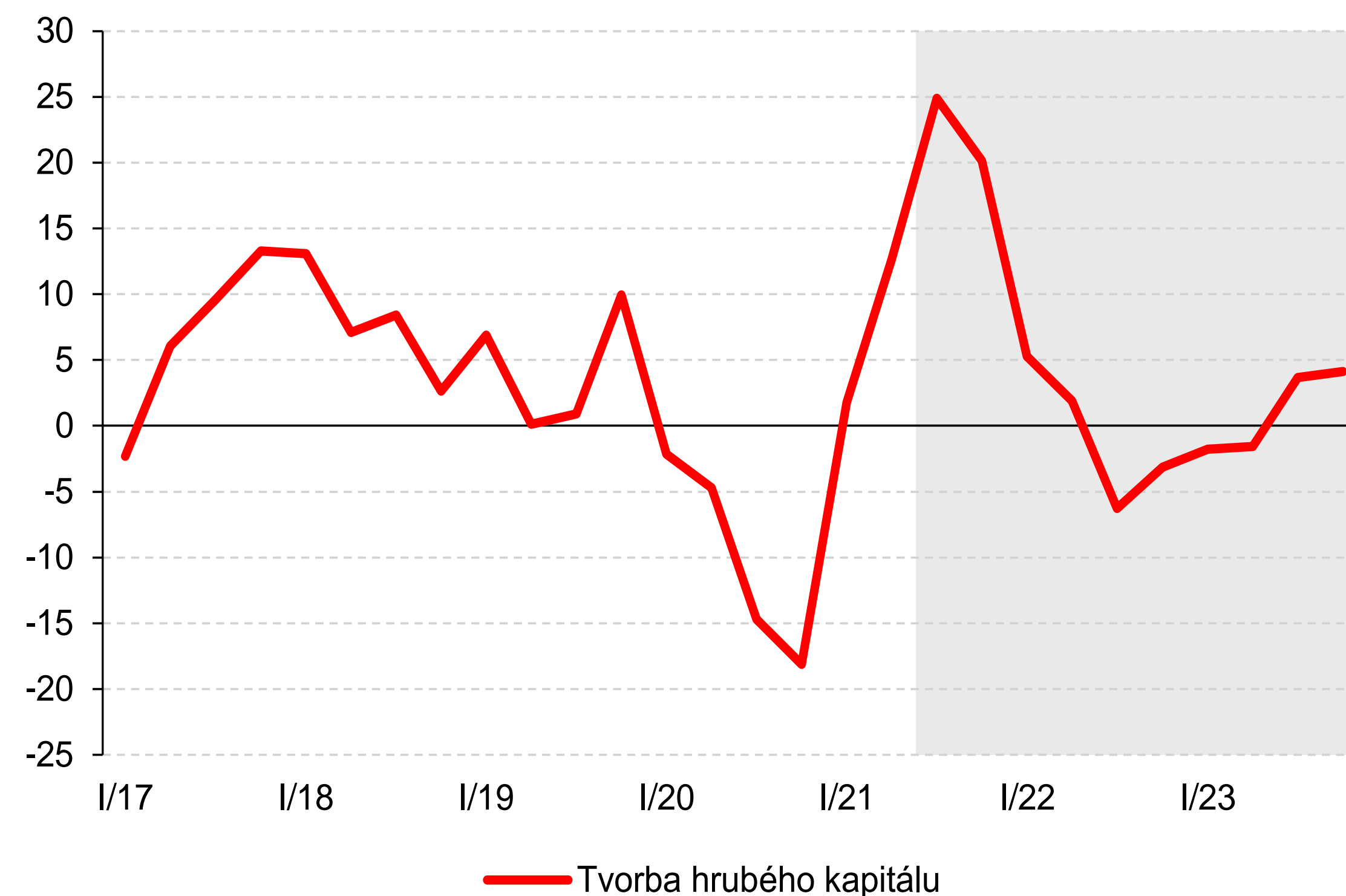
## Spotřeba domácností (%, mzd.)



## Investice

- Navzdory přetrvávajícím problémům ve výrobních a dodavatelských řetězcích bude **investiční aktivita** nadále solidní (oživující zahraniční poptávka i sílící napětí na trhu práce = tlak na automatizaci, digitalizaci apod.).
- V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob vysoká až do poloviny příštího roku.
- Následné odeznívání výpadků v dodávkách umožní kompletaci nedokončených zásob a jejich rozpouštění.
- Výsledkem celkově bude zpomalování meziroční dynamiky **tvorby hrubého kapitálu**.

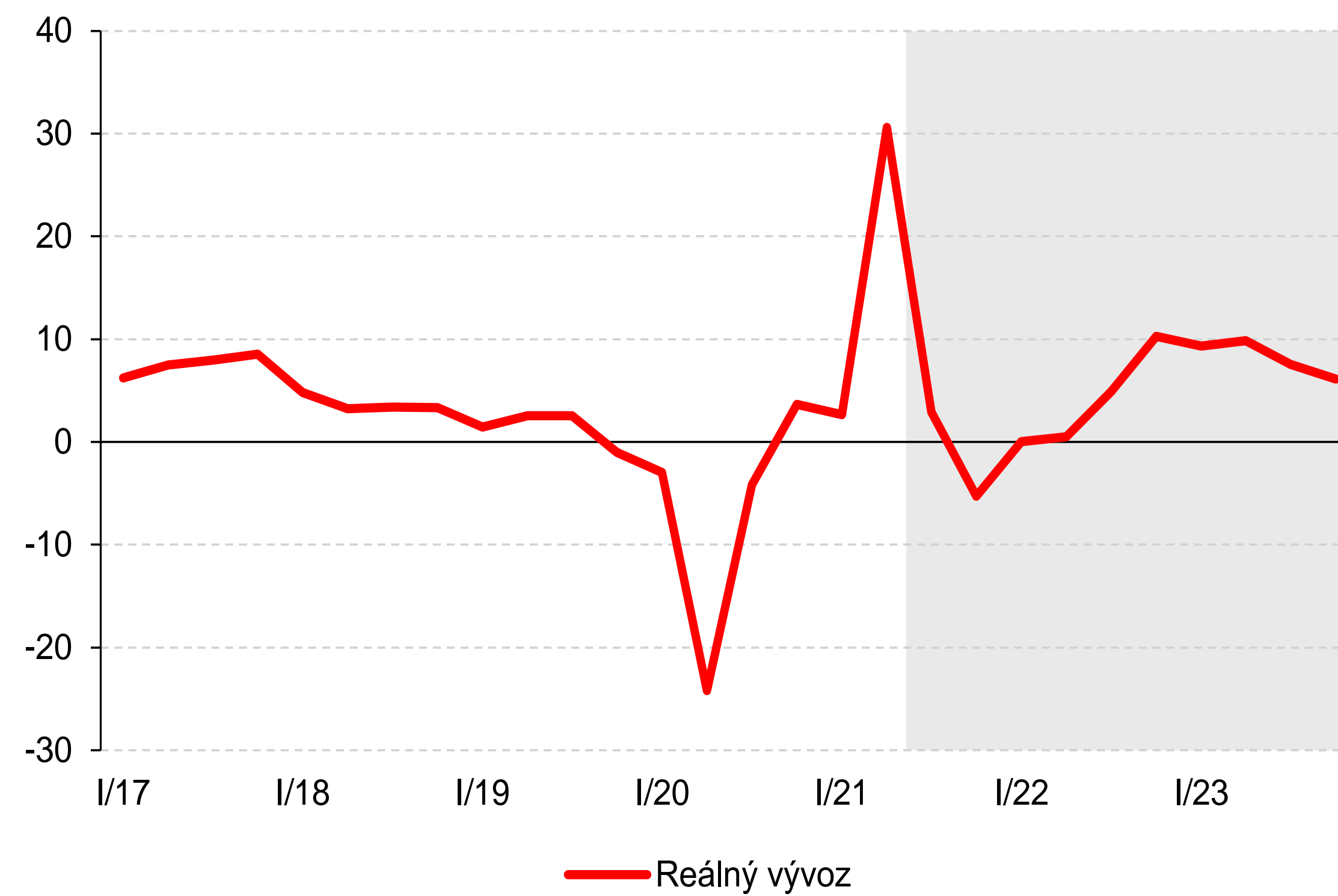
## Tvorba hrubého kapitálu (%, mzr.)



## Vývoz

- Vývozně orientovaná domácí ekonomika a zejména její automobilový průmysl se bude v nejbližších čtvrtletích i nadále potýkat s přechodnými odstávkami ve výrobě.
- Utlumený **vývoz** vlivem problémů automobilek nepodpoří ani vývoz služeb (nadále utlumený cestovní ruch).
- I po opětovném nastartování produkce automobilů (začátkem roku 2022) zůstane tento sektor a celý průmysl omezen nedostatkem některých komponent po větší část prvního pololetí.
- **Vývoz** proto bude pouze stagnovat a jeho růst naplno oživí až s vyřešením problémů na straně nabídky ve druhé polovině příštího roku (podpoří jej i v té době se rozbíhající mezinárodní cestovní ruch).

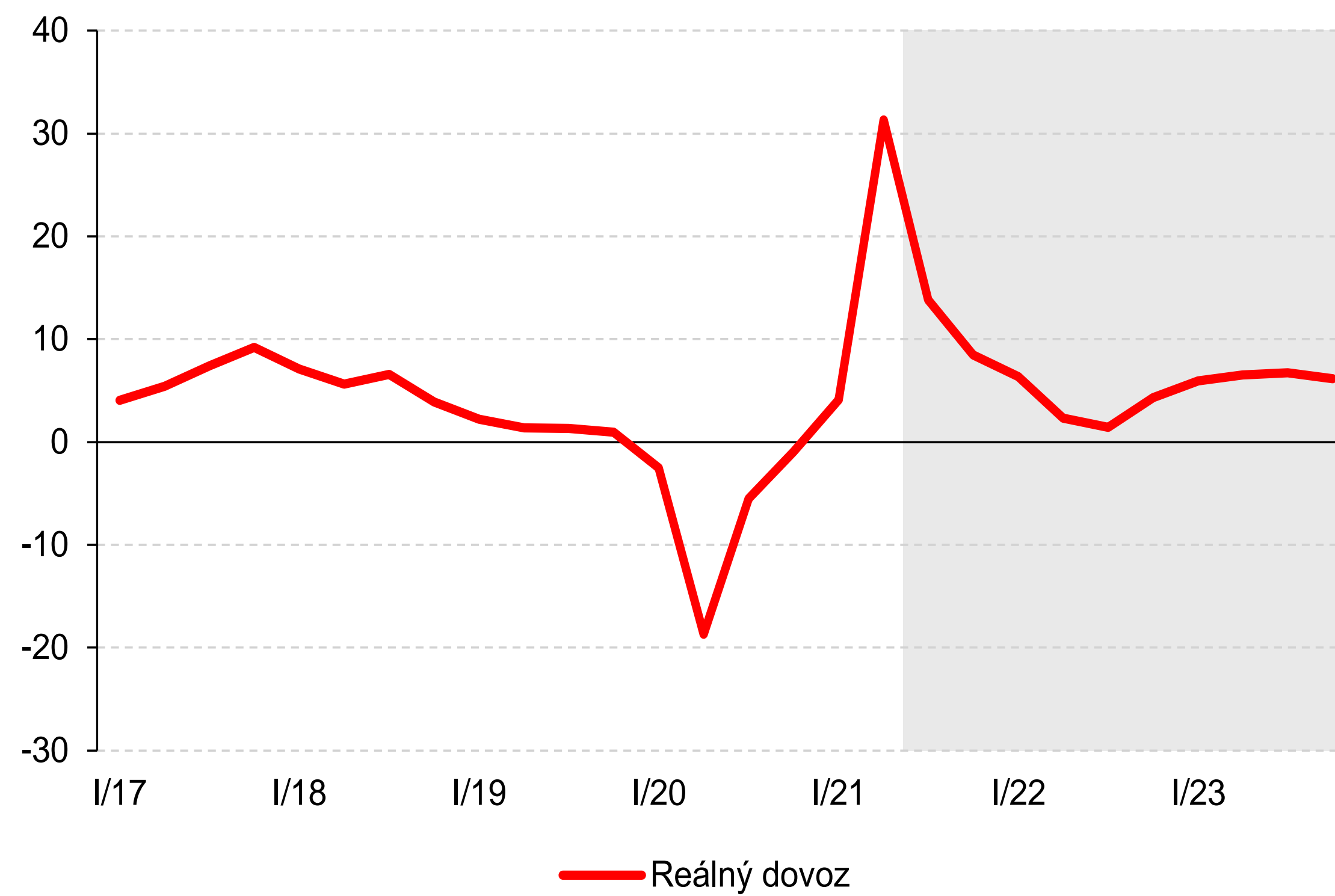
## Vývozy (%, mZR.)



## Dovoz

- Růst **dovozu** bude letos oproti vývozu svižnější, i když také viditelně zpomalí.
- Jeho dynamiku podpoří zejména oživení růstu dovozně náročné spotřeby domácností a soukromých investic.

## Dovozy (%, mzr.)

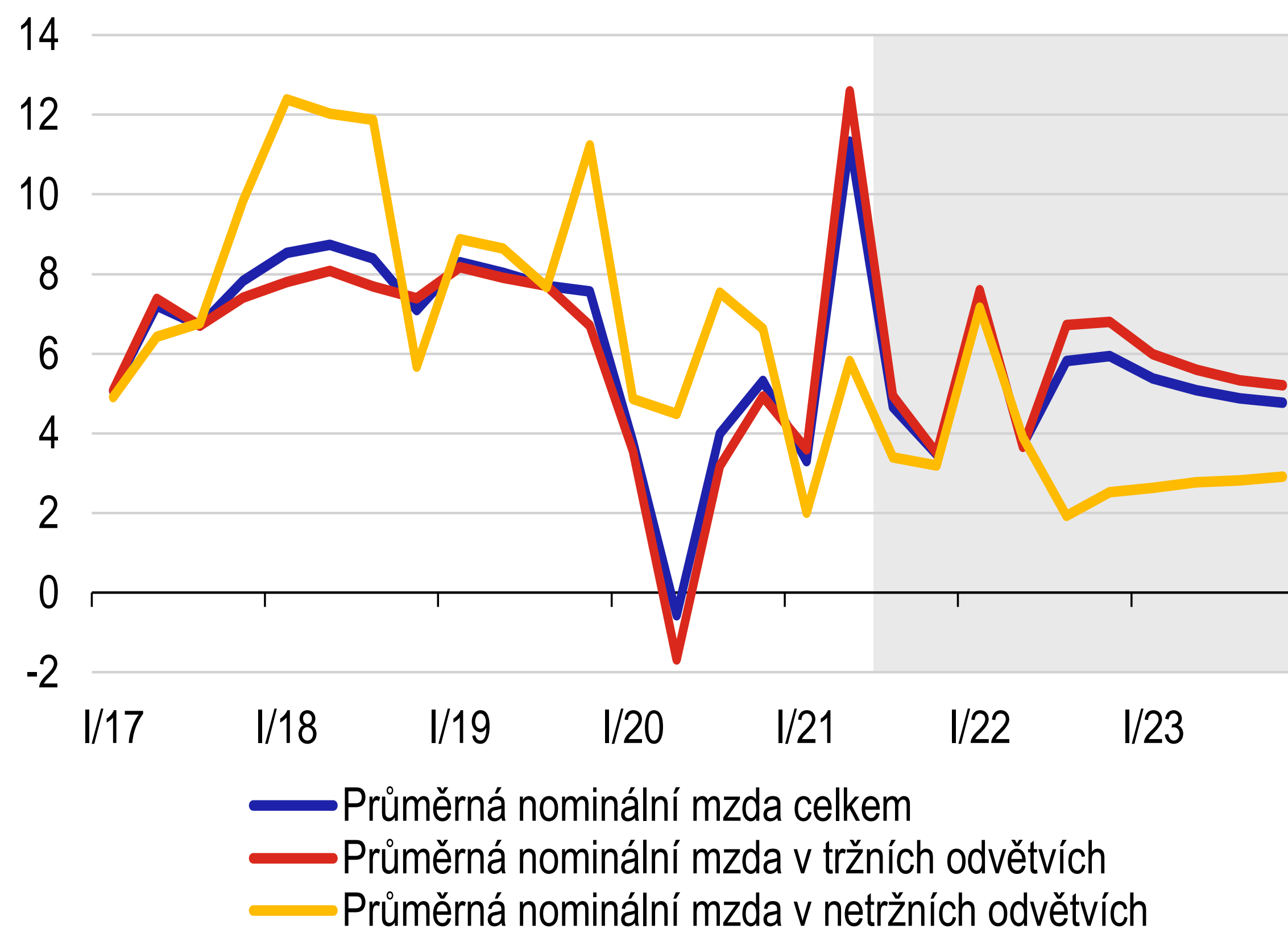




## Trh práce

- Fundamentální **mzdový růst v tržních odvětvích** v příštím roce ztelně zrychlí v důsledku:
  - opětovně sílícího napětí na trhu práce
  - rychlého cenového růstu
  - při dalším ztelném zvýšení minimální mzdy a zaručených mezd.
- V **netržních odvětvích** porostou v následujících letech platy ve srovnání s předpandemickou dobou mírnějším tempem.

## Průměrné nominální mzdy (meziroční změny v %)

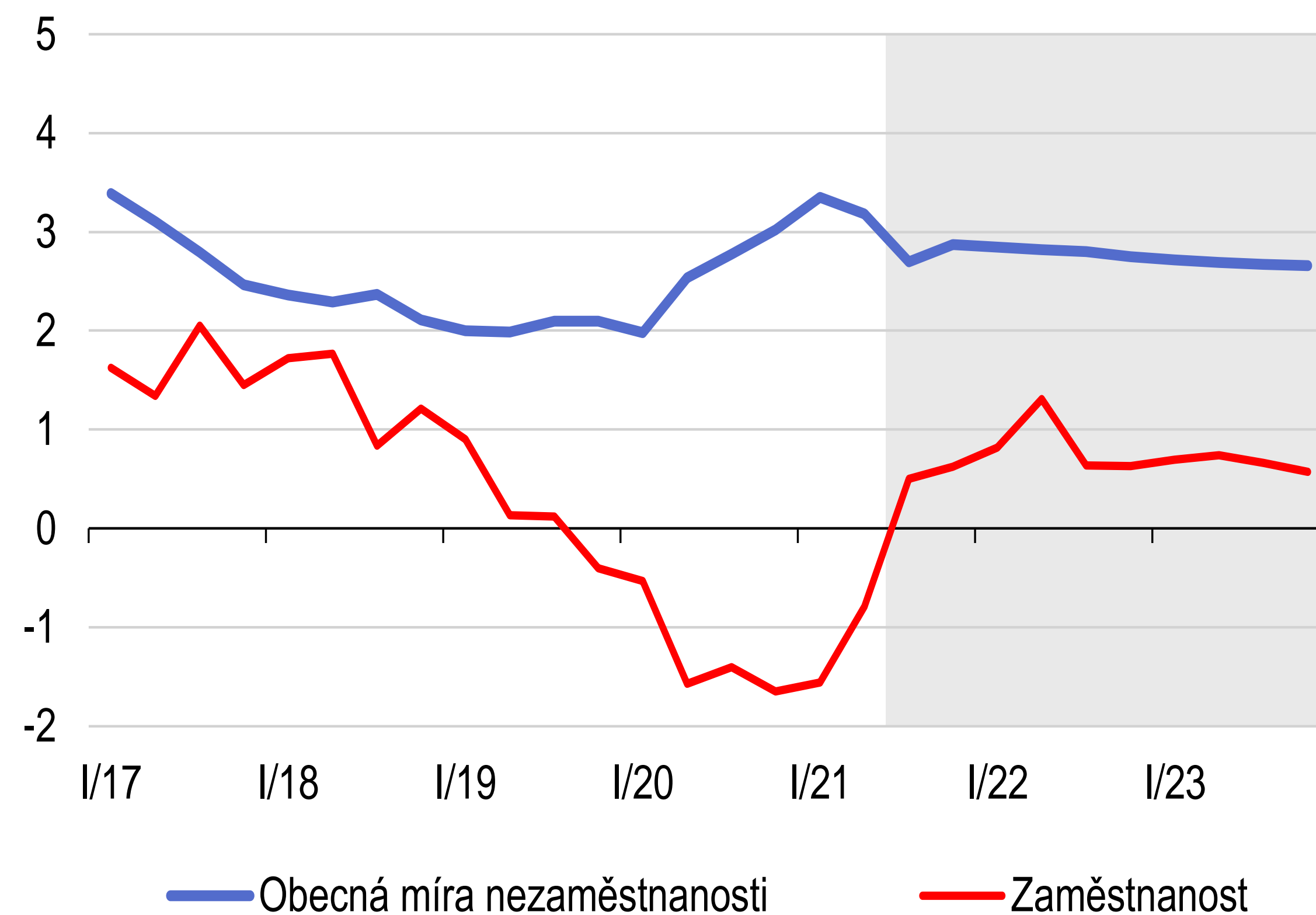


## Trh práce

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

## Zaměstnanost a nezaměstnanost

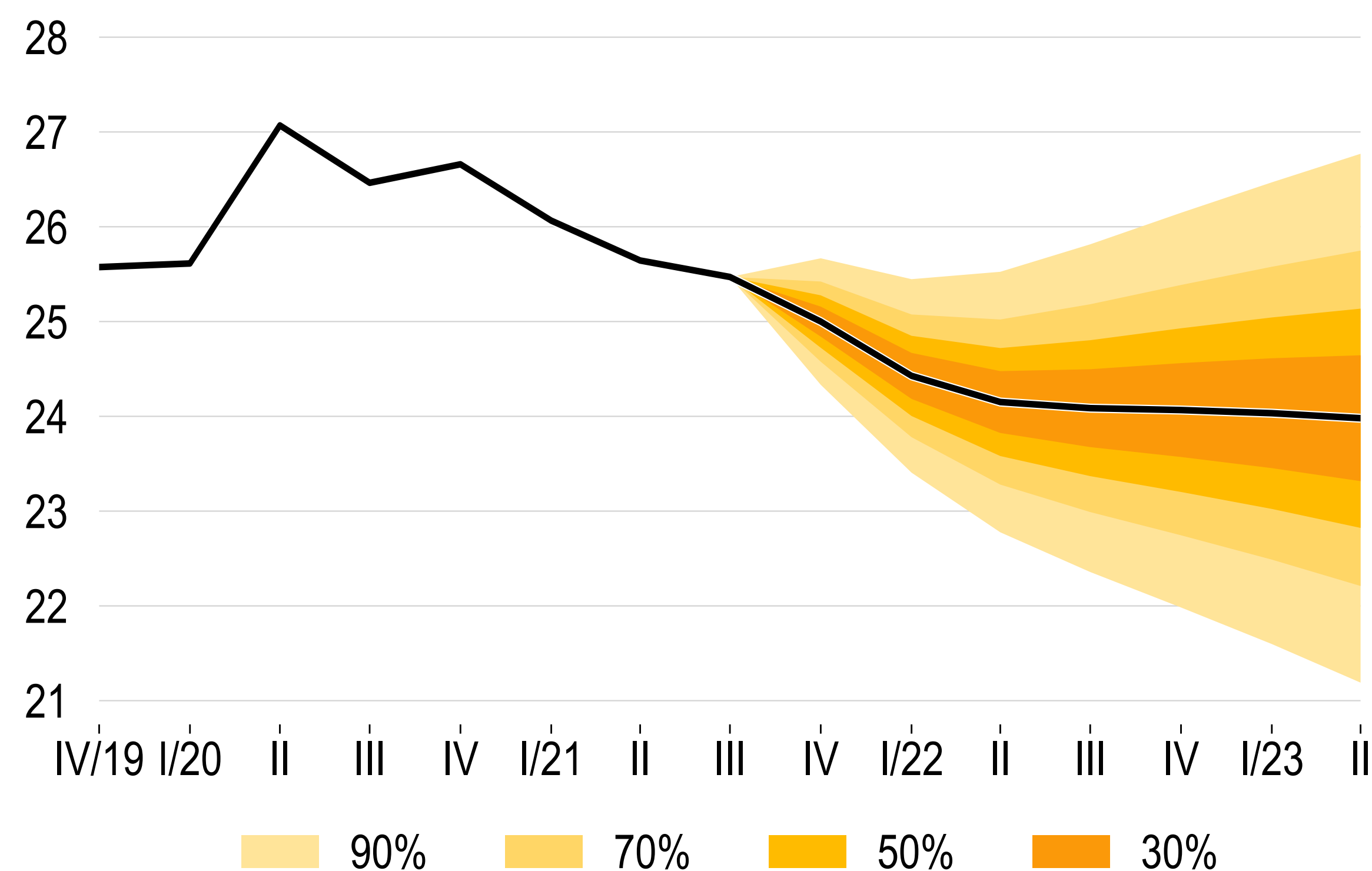
(zaměst. – mizr. v %, obec. míra nezam. v %, s. o.)



## Prognóza měnového kurzu

- **Kurz koruny** nejprve znatelně posílí v reakci na strmý nárůst úrokových sazeb.
- **Zpevňování koruny** bude v příštím roce pokračovat (promítne se do něj i obnovení růstu vývozu).
- Tempo posilování kurzu během příštího roku poněkud zvolní (vlivem pozvolného zpřísnění **měnové politiky ECB**).

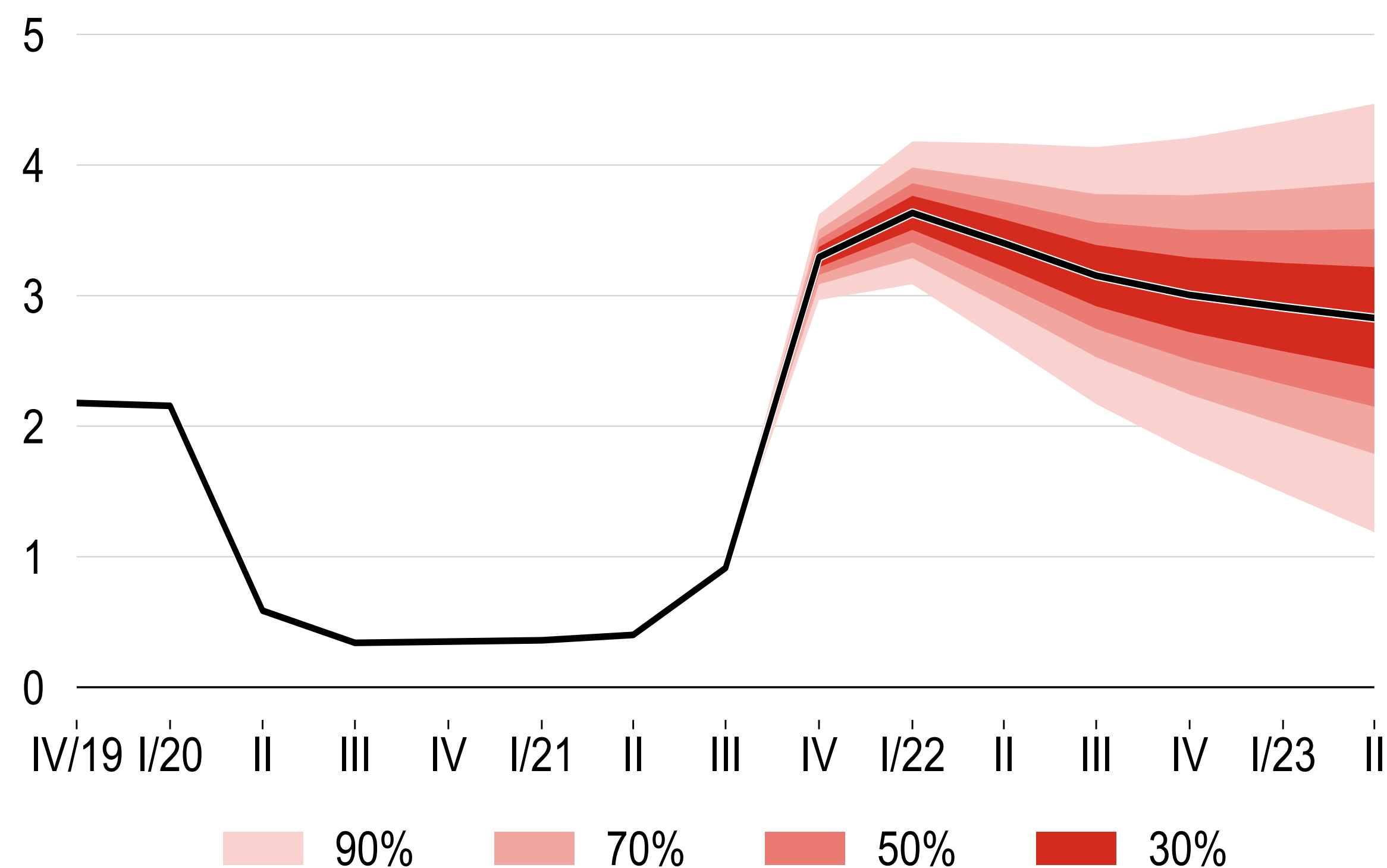
## Kurz CZK/EUR



## Prognóza úrokových sazeb

- S prognózou je konzistentní **strmý nárůst tržních úrokových sazeb** v závěru letošního a začátkem příštího roku.
- Prudký nárůst sazeb odráží potřebu reagovat na souběh silných **cenových tlaků** z domácí i zahraniční ekonomiky.
- V průběhu roku 2022 se **úrokové sazby** začnou pozvolna snižovat k 3% měnověpoliticky neutrální úrovni:
  - pokles inflace k cíli díky předchozímu zpřísnění měnové politiky
  - nadále velmi uvolněná měnová politika ECB

Úroková sazba  
(3M PRIBOR, %, p. a.)



---

# Obsah

1. Současná ekonomická situace
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – podzim 2021)
- 3. Shrnutí a poslední rozhodnutí bankovní rady**



## Poslední rozhodnutí bankovní rady

- Bankovní rada ČNB na svém listopadovém zasedání rozhodla **zvýšit dvoutýdenní repo sazbu na 2,75 %**.
- Bankovní rada vyhodnotila **rizika a nejistoty prognózy jako výrazné, ale v souhrnu nezpochybující její vyznění**.
- Proinflační rizika:
  - delší poruchy globálních výrobních a dodavatelských řetězců
  - slabší kurz koruny
  - zvýšení inflačních očekávání
  - výraznější nárůst cen energií a imputovaného nájemného
- Protiinflační riziko: konsolidace veřejných rozpočtů novou vládou
- Razantní zvýšení úrokových sazeb má za cíl navrátit inflaci na horizontu měnové politiky (za 12 až 18 měsíců), do blízkosti 2% cíle a **podpořit ukotvenost inflačních očekávání firem a domácností**.
- Bankovní rada je připravena **pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb** v souladu s podzimní prognózou.

## Shrnutí

- Dochází k obnovujícímu se **přehřívání české ekonomiky, které nebude v delší perspektivě významně ovlivněno protiepidemickými opatřeními.**
- **Napjatý trh práce** se odráží v aktuálně výrazně **zvýšené jádrové inflaci, která bude brzdit jen velmi pomalu.**
- Celková inflace bude kulminovat na začátku příštího roku (kolem 7 %), poté **postupně zvolní směrem k 2% cíli na přelomu let 2022 a 2023** s přispěním působení zvýšených úrokových sazeb a posíleného kurzu koruny.
- Letos se HDP v souhrnu zvýší o necelá 2 %, v příštích dvou letech pak výrazně zrychlí. **Na předpandemickou úroveň se ekonomická aktivita vrátí na konci roku 2022.**

---

Děkuji za pozornost



ředitel sekce měnové

**Petr Král**

[petr.kral@cnb.cz](mailto:petr.kral@cnb.cz)

