

Zpráva o měnové politice

zima 2023



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — zima 2023

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 9. února 2023 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 20. lednu 2023. Prostřednictvím tohoto dokumentu ČNB plní svoji zákonnou povinnost pravidelně informovat ústavní činitele a veřejnost o měnovém vývoji. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

Obsah

SLOVO GUVERNÉRA	5
ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA	6
I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ	8
BOX 1 Zpřísňování měnové politiky ECB prostřednictvím bilančních operací	13
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	15
III. INFLACE	22
BOX 2 Dopad zvýšených cen energií na domácnosti a podniky	28
BOX 3 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech	31
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	34
SEZNAM ZKRATEK	43
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	44



2%

— Pečujeme o cenovou stabilitu

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

— Jsme transparentní

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

— Hledíme do budoucnosti

Rozhodnutí bankovní rady učiněné dnes ovlivní inflaci za 12–18 měsíců. 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,

dovolte mi představit zimní vydání Zprávy o měnové politice. Tato zpráva slouží jako jeden z hlavních podkladů pro rozhodování bankovní rady při nastavování měnové politiky ČNB.

Na únorovém jednání jsme společně s kolegyněmi a kolegy z bankovní rady ponechali úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 7 procentech, což je nejvyšší hodnota od roku 1999. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,5 procentního bodu. Česká národní banka bude i nadále bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny.

Úrokové sazby ČNB se nacházejí na úrovni, která tlumí domácí poptávkové tlaky. Brzdí růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což brzdí růst množství peněz v ekonomice. Reálné úrokové sazby při zohlednění výhledu inflace v ročním horizontu vzrostly po řadě let do kladných úrovní. Měnové podmínky se dále zpřísnily i vlivem zhodnocení koruny vůči euru. Bankovní rada vyčká na další data, která vyhodnotí. Na příštím zasedání rozhodne, zda sazby zůstanou stabilní, nebo se zvýší.

Přijaté rozhodnutí se opírá o novou makroekonomickou prognózu, kterou detailně představuje tato zpráva. Horizontem měnové politiky v jejím základním scénáři je první polovina roku 2024, stejně jako v předchozí prognóze. Vrátili jsme se tak k původnímu horizontu měnové politiky. Základní scénář implikuje ještě přechodné zvýšení tržní úrokové sazby, které je následováno jejím poklesem od druhého čtvrtletí letošního roku. Bankovní rada dále diskutovala scénář, v němž základní úrokové sazby ČNB setrvávají na stávající úrovni po delší dobu. V obou scénářích inflace shodně klesá do blízkosti cíle v první polovině příštího roku.

Bankovní rada současně potvrdila své odhodlání pokračovat v boji proti inflaci, dokud nebude plně pod kontrolou, tedy stabilizována na dvouprocentním cíli. To znamená, že úrokové sazby zůstanou po určitou dobu na relativně vysoké úrovni.

Bankovní rada ujišťuje veřejnost, že kroky ČNB budou dostatečné k obnovení cenové stability v souladu se zákonným mandátem. Bankovní rada je zároveň připravena adekvátně reagovat na případné naplnění rizik prognózy.

Jménem České národní banky

Aleš Michl

guvernéra

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada ponechala na svém únorovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 7 %. Toto rozhodnutí se opírá o základní scénář zimní makroekonomické prognózy ČNB. V ní centrální banka hledí na horizont měnové politiky vzdálený 12–18 měsíců od současnosti. Tímto obdobím je tedy aktuálně první pololetí roku 2024, stejně jako v předchozích dvou prognózách. Vzdálenost horizontu měnové politiky od okamžiku rozhodování se přitom oproti minulé prognóze zkrátila o jedno čtvrtletí, což odráží zejména polevující vnější nákladové tlaky. Se zimní prognózou je konzistentní nejprve nárůst tržních úrokových sazeb zajišťující robustní plnění inflačního cíle v příštím roce. S vidinou toho se budou moci úrokové sazby začít v průběhu letošního roku snižovat. Domácí ekonomická aktivita bude v první polovině letošního roku klesat, neboť výkon ekonomiky bude tlumen zhoršující se finanční situací domácností, zpomalením růstu zahraniční poptávky a doznívajícími problémy v globálních řetězcích. Inlace počátkem letošního roku opětovně vzroste zejména v důsledku zdražení elektrické energie. Cenový růst bude následně rychle zpomalovat vlivem opadajících zahraničních i domácích nákladových tlaků a ve druhé polovině letošního roku se sníží na jednociferné hodnoty. Na horizontu měnové politiky inflace klesne k 2% cíli ČNB. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika základního scénáře zimní makroekonomické prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry.

Mimořádně silné cenové tlaky v české ekonomice po kulminaci v uplynulém roce začaly polevovat. K tomu přispívá pokles globálních inflačních tlaků v prostředí utlumování domácí i zahraniční poptávky spolu s úsporami ve spotřebě energií a dosavadním mírným průběhem zimy. Dovození cen energií, které byly doposud významným nákladovým faktorem, začnou postupně cenový růst tlumit. K poklesu inflačních tlaků přispěje i zmírnění růstu domácích nákladů. Ten přesto zůstane na zvýšené úrovni, neboť ke zvolnění mzdové dynamiky bude docházet jen pozvolna.

Spotřebitelská inflace vykazuje na přelomu roku značné výkyvy v souvislosti s vývojem cen energií. Na podzim loňského roku inflace klesla vlivem promítnutí vládního opatření na pomoc s vysokými cenami energií (tzv. úsporného tarifu). To se projevilo v dočasném, ale výrazném snížení cen elektřiny ve čtvrtém čtvrtletí. Počátkem letošního roku růst regulovaných a s ním i celkových spotřebitelských cen opětovně zrychlí. Dojde k tomu zejména kvůli zdražení elektrické energie, které se zastaví na úrovni vládou stanoveného cenového stropu, který nahrazuje úsporný tarif. Zároveň dojde k tradičnímu lednovému přecenění zboží a služeb, jež bude z dlouhodobého pohledu nadprůměrné.

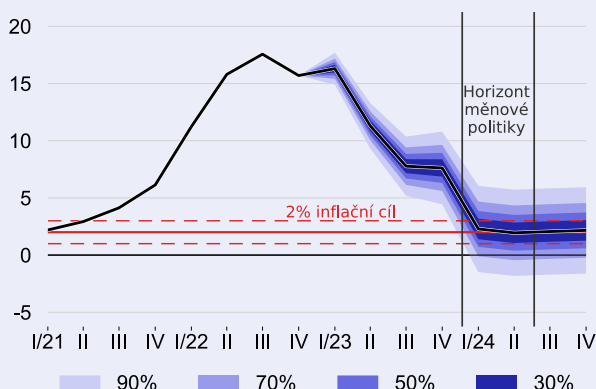
K opětovnému urychlení růstu spotřebitelských cen dojde v lednu, kdy inflace přesáhne 17 %. Cenová dynamika nicméně začne v dalších měsících klesat a ve druhé polovině roku se sníží na jednociferné hodnoty. V první polovině roku 2024 pak inflace klesne k 2% cíli ČNB. K výše popsanému vývoji přispějí všechny její složky. Jádřová inflace začala zvolňovat již v posledním čtvrtletí loňského roku, k jejímu pokračujícímu poklesu povede odeznění růstu zahraničních

výrobních cen a zchlazení domácí poptávky. Rychle se snižuje i příspěvek imputovaného nájemného, v němž se naplno projevuje vliv předchozího zvyšování úrokových sazeb, které zbrzdilo růst úvěrů na bydlení a cen nemovitostí. Snižující se ceny světových agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců povedou k dalšímu zpomalování dynamiky cen potravin, jejichž zdražování kulminovalo loni v listopadu. Ceny pohonných hmot přejdou počínaje letošním prvním čtvrtletím do meziročního poklesu. Dynamika regulovaných cen bude v letošním roce mimořádně vysoká a rozkolísaná, citelně se zmírní až v příštím roce.

Česká ekonomika letos v souhrnu mírně poklesne. Ekonomický útlum se bude koncentrovat zejména do prvního pololetí, a to vlivem poklesu spotřebních výdajů domácností a hrubých investic. České domácnosti čelí hlubokému propadu reálných příjmů, který je částečně tlumen vládní pomocí. To se spolu s negativním sentimentem odráží v poklesu jejich spotřeby. Fixní investice budou v první polovině roku klesat vlivem útlumu zahraniční poptávky a zhoršeného sentimentu podniků. Ochlazení zahraniční poptávky bude na počátku letošního roku brzdit exportní aktivitu. Tu však postupně v průběhu první poloviny roku podpoří odeznění potíží v globální logistice a v dodávkách materiálů a výrobních komponent. Ty dosud značně negativně dopadaly na průmysl a vedly též ke zvýšené tvorbě zásob. Růst dovozu bude v důsledku útlumu domácí poptávky v letošním roce znatelně zaostávat za vývozem a příspěvek čistého vývozu k ekonomickému růstu bude v letošním roce výrazně kladný. Mírně ve směru růstu HDP bude působit i v příštím roce.

Inflace v prvním čtvrtletí letošního roku opětovně vzroste, poté začne klesat a v první polovině roku 2024 se sníží k 2% cíli

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Po letošním mírném snížení výkonu ekonomiky se v roce 2024 její růst obnoví

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

	2022	2023	2024
Celková inflace (%)	15,1 (-0,7)	10,8 (1,7)	2,1 (-0,2)
HDP	2,5 (0,3)	-0,3 (0,4)	2,2 (-0,3)
Průměrná nominální mzda	6,5 (0,2)	8,5 (0,8)	6,9 (0,0)
Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)	6,3 (-0,3)	7,0 (0,0)	4,8 (-0,5)
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,6 (-0,1)	24,5 (-0,4)	24,6 (-0,1)

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

Fiskální politika bude letos přispívat k růstu HDP v souhrnu lehce kladně, a to i přes vyprchání části podpůrných výdajů z loňského roku. Převáží totiž vliv pokračujících vládních opatření souvisejících s bojem s drahými energiemi a zvýšení důchodů o výchovné. Naopak v roce 2024 bude fiskální politika hospodářský růst tlumit v důsledku ukončení podpůrných opatření a jen pomalého náběhu čerpání investic z fondů EU v rámci nového programového období.

Předchozí přehřívání české ekonomiky odeznělo s loňským zpomalením jejího růstu. Koncem roku tak již hospodářství operovalo pod svým potenciálem, jehož dynamika byla sama o sobě negativně ovlivněna problémy v mezinárodní logistice a v dodávkách materiálů a výrobních komponent. Záporná mezera výstupu přetrvává až do poloviny příštího roku. K ochlazení dochází i na trhu práce a napětí na něm se ještě dále mírně sníží. Ekonomický útlum vede k poklesu poptávky po práci, v letošním roce bude pokračovat pokles zaměstnanosti i pozvolný nárůst nezaměstnanosti. Převís poptávky po práci nad její nabídkou se bude dále snižovat. Nominální mzdový růst, který na konci minulého roku silně zrychlil, zůstane v následujících dvou letech výrazný. Vyjednávací pozice zaměstnanců zůstane ještě nějakou dobu silná a ve prospěch svižného mzdového růstu bude působit i přetrvávající dobrá finanční kondice firem a další zvýšení minimální mzdy od letošního ledna. Možnosti zvyšování mezd v podnicích však budou tlumeny vysokými cenami energií a doznívajícími problémy v globálních řetězcích. Mzdy tak budou ve výsledku dohánět růst cen jen postupně a v reálném vyjádření porostou od konce letošního roku.

Kurz koruny na přelomu roku posílil. K tomu přispěla jak korekce cen energií daná mj. mírnou zimou, tak zlepšený sentiment trhu související též s deklarovanou připraveností ČNB bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny. V letošním roce bude koruna mírně

oslabovat především vlivem zužujícího se úrokového diferenciálu oproti eurozóně. Během roku 2024 bude kurz pozvolna posilovat v důsledku odeznění zvyšujících cen energií a problémů v globálních řetězcích.

S prognózou je konzistentní nejprve nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem. Přechodný nárůst úrokových sazeb odráží vliv doznívajících mimořádných inflačních tlaků a úsilí centrální banky plnit 2% inflační cíl na horizontu měnové politiky. Úrokové sazby ČNB budou moci v dalším průběhu letošního roku začít klesat s vidinou stabilizace inflace na cíli v roce 2024.

S prognózou se pojí řada značných rizik a nejistot. Proinflačním rizikem je expanzivnější fiskální politika. Významným rizikem ve stejném směru zůstává i hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdové-inflační spirály. Naopak protiinflačním rizikem je výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Dalším rizikem ve směru nižší inflace je rychlejší než očekávaný pokles jádrové inflace. Obousměrným rizikem je míra lednového přecenění zboží a služeb, které ovlivní výši meziroční inflace v průběhu celého letošního roku. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Eurozóna a zejména Německo vykazuje značnou ekonomickou odolnost vůči energetické krizi. Hospodářské oživení je však bržděno zpomalující globální poptávkou a zpříšňujícími se měnovými podmínkami uvnitř i vně měnové unie. Domácnosti v eurozóně sice čelí napjatým rozpočtům v důsledku vysoké inflace a drahých energií, pokračující vládní pomoc spolu s robustním trhem práce však zatím brání výraznému propadu soukromé spotřeby. Obavy z možné recese na přelomu let 2022 a 2023 tak ustoupily. K tomu přispívá i dosavadní mírný průběh zimy, který omezil čerpání plynu z evropských zásobníků, což společně s úsporami ve spotřebě energií vedlo k výraznému poklesu aktuálních i očekávaných cen plynu i elektřiny. Zlevnění energií a ústup potíží v dodavatelských řetězcích přispějí k odeznívání inflačních tlaků v produkční sféře eurozóny.

Globální inflační tlaky budou letos postupně odeznívat, světová ekonomika přitom bude čelit pokračujícímu zpříšňování měnových politik hlavních centrálních bank a zpomalujícímu mezinárodnímu obchodu

Zpříšňování měnových podmínek velkých centrálních bank tento rok bude pokračovat. Finanční trhy přitom viděly vrchol růstu úrokových sazeb ECB a Fedu po jejich prosincových zasedáních na mírně odlišné úrovni než samotné zmíněné centrální banky (Graf I.1). Současně s tím se růst globální ekonomiky sníží. Výjimku tvoří Čína, kde ekonomika ožíví (Tab. I.1) v návaznosti na překotné rušení protipandemických opatření. První dopady zvyšování sazeb jsou zatím viditelné zejména v bankovním a realitním sektoru, ale i průmysl jeví znatelné známky ochlazení. Dle indikátoru S&P Global se situace v průmyslu loni dále zhoršovala, a to zejména vlivem poklesu nových objednávek. Zatímco v průběhu roku podniky čelily zejména nedostatku surovin a pracovní síly, v jeho závěru v očekávání slabší poptávky snižovaly počty zaměstnanců a omezovaly nákupy vstupních komponent a surovin s cílem snížit zásoby. To přispělo ke zmírňování cenových tlaků v sektoru výroby zboží a poklesu napětí v dodavatelských řetězcích.

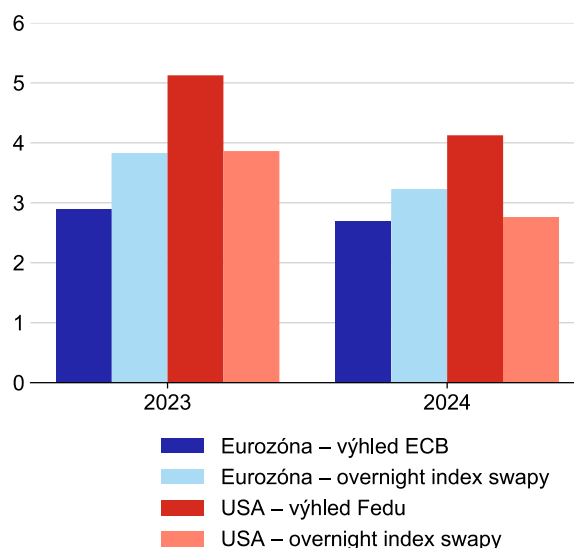
Americký Fed vyjadřuje odhodlání zvyšovat úrokové sazby až nad hodnotu 5 %, zejména z důvodu nedávného autonomního uvolnění finančních podmínek v podobě poklesu dlouhodobých výnosů na finančním trhu, stále robustního trhu práce a silné jádrové inflace. Ekonomický růst v USA mírně zpomalí a od druhé poloviny tohoto roku dojde k mělké recesi. Cenový růst bude pozvolna zpomalovat, zejména kvůli pouze pomalému ústupu inflace v sektoru služeb, a na cíl poklesne až v roce 2024.

Hospodářského oživení se naopak dočká čínská ekonomika, která opouští politiku nulové tolerance ke covidu a podle odhadů analytiků ji letos čeká růst HDP až o zhruba 5 %. Znovuotevření Číny znamená impulz pro turismus ve světě a zlepšení situace v globálních

Graf I.1

Finanční trh pro eurozónu odhaduje vrchol růstu úrokových sazeb na vyšší úrovni než centrální banka, pro USA je tomu naopak

v %, výhled na základě očekávání ECB (k 15. 12. 2022), Fedu (k 14. 12. 2022) a overnight index swapů (k 20. 12. 2022), pramen Bloomberg, výpočet ČNB



Tab. I.1

Ekonomický růst ve vyspělých zemích světa letos silně zpomalí, v Číně naopak ožíví

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

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

řetězcích, zároveň však představuje proinflační faktor kvůli zvýšené poptávce po komoditách.

Ekonomika efektivní eurozóny v době energetické krize překvapuje svou odolností, bude ji však sužovat zpomalení globální poptávky

Meziroční tempo růstu HDP v efektivní eurozóně ve třetím čtvrtletí 2022 zpomalilo na 1,8 % (Graf I.2). Její ekonomická aktivita přitom v mezičtvrtletním pohledu překvapivě vzrostla o 0,3 %. Pokračoval pozitivní vliv oživení poptávky po službách po otevření ekonomik, a u řady z nich bylo proto tahounem růstu odvětví obchodu, dopravy a pohostinství. Výraznějším zlepšení situace v průmyslu bránily přetrvávající potíže v dodavatelských řetězcích, jež jen pozvolna ustupují. Ze strany poptávky k celkovému ekonomickému růstu nejvíce přispěla spotřeba domácností, v menší míře také investice či spotřeba vlády. Příspěvek čistého vývozu byl naopak záporný.

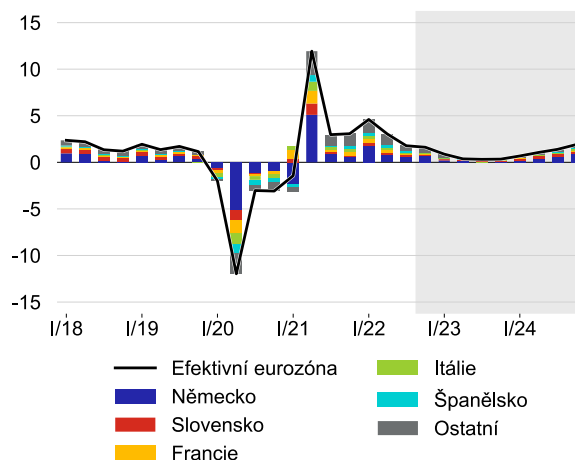
Předstihové indikátory naznačovaly během podzimu přechod ekonomiky eurozóny do poklesu. Indikátory aktivity PMI v průmyslu i ve službách se nacházely v pásmu kontrakce. Na historických minimech se ocitla ekonomická nálada spotřebitelů v eurozóně a do záporných hodnot se propadl rovněž sentiment podniků. V německém průmyslu byla situace příznivější, protože německé firmy těžily z nevyřízených objednávek dříve naakumulovaných v souvislosti s pandemií a nedostatkem materiálů (Graf I.3). Dostupnost chybějících materiálů a komponent se v průběhu podzimu také zlepšila, přičemž pokles napětí v dodavatelských řetězcích byl doprovázen dalším zlevněním námořní dopravy. Německé podniky se rovněž velmi dobře vyrovnaly s energetickou krizí. Podle šetření institutu ifo omezilo během léta a podzimu 75 % podniků využívajících plyn ve svém výrobním procesu jeho spotřebu, a to bez dopadu na produkci.¹

Odolnost německého průmyslu a pokračující pozitivní trendy ve službách se propisují do trhu práce, který se vyznačuje stabilní mírou nezaměstnanosti a rekordně vysokým počtem zaměstnaných. Německé firmy stále poptávají nové zaměstnance (Graf I.4). Na německé domácnosti sice doléhá vysoká inflace, zhoršení jejich situace je však do značné míry kompenzováno vládními opatřeními proti drahým energiím. Domácnosti a menší podniky byly například osvobozeny od prosincových záloh na plyn. Podle

Graf I.2

Ke stagnaci HDP efektivní eurozóny přispěje zpomalení růstu globální poptávky v prostředí zpříšňujících se měnových podmínek

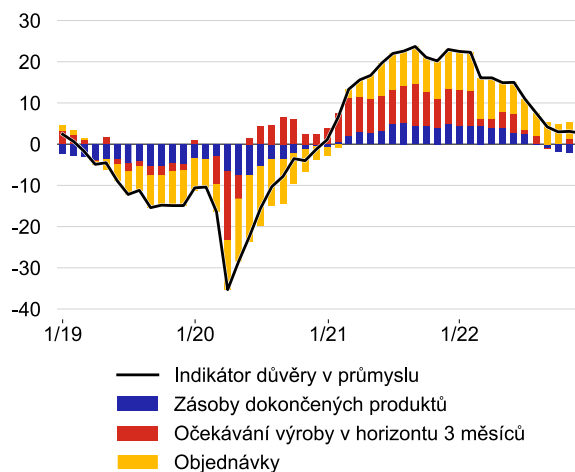
meziroční růst HDP v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno



Graf I.3

Ukazatel sentimentu v německém průmyslu zůstal v kladných hodnotách, zejména díky složce objednávek

indikátor důvěry v průmyslu v Německu, příspěvky v p.b., pramen Evropská komise



1 Viz [studie německého institutu ifo](#). Nejúspěšnější odvětví v tomto ohledu byly tiskařský průmysl, produkce a zpracování kovů a textilní průmysl. Naopak rekordní ceny plynu a ohrožení dodávek této komodity těžce doléhalo na chemický průmysl a další vysoce energeticky náročná odvětví. Těm však v průběhu listopadu pomohlo teplé počasí, které omezilo čerpání plynu ze zásobníků a vedlo ke zlevnění této komodity na komoditních burzách.

prognózy tak bude HDP efektivní eurozóny² ve čtvrtém čtvrtletí 2022 stagnovat, a to zejména kvůli ekonomickému vývoji v Německu.

V letošním roce bude ekonomickou aktivitu tlumit zejména očekávané zpomalení růstu globální poptávky v prostředí zpříšňujících se měnových podmínek a reálného poklesu příjmů domácností. Zhoršení poptávkové situace již nebude tlumeno polštářem dříve naakumulovaných objednávek. Potíže v globálních dodavatelských řetězcích naproti tomu během prvního pololetí zcela odezní. Nepříznivou situaci budou do značné míry tlumit podpůrná opatření vlád. Znatelně nižší ceny energií umožní plné obnovení výroby v energeticky náročných odvětvích. V letošním roce vzroste HDP efektivní eurozóny v úhrnu o 0,5 %, v příštím roce růst zrychlí na 1,3 %. Ve výsledku se mezera výstupu ve druhém čtvrtletí letošního roku posune do záporných hodnot, kde setrvá až do konce horizontu prognózy.

Inflaci ve výrobní sféře táhne dolů zlevnění zemního plynu a elektřiny související s dosavadním mírným průběhem zimy

V průběhu podzimu se ceny ropy snížily z důvodu zhoršení výhledu globální poptávky až pod úroveň 80 USD/barel. Poklesu cen nezabránila ani nejistota ohledně dopadu sankcí EU na ruský vývoz či možnosti dalšího snížení těžby ropy v zemích OPEC+, zmírňování opatření proti šíření koronaviru v Číně či pomalejší tempo prodeje ropy z amerických vládních rezerv. I přes mírnou korekci v průběhu prosince se ve vývoji cen ropy neočekává zásadní obrát a v dvouletém horizontu by se její cena měla nacházet nad 70 USD/barel. Výhled pro ceny elektřiny a plynu se naopak značně snížil. Doposud neobvykle mírná zima vedla zatím jen k omezenému čerpání plynu ze zásobníků v zemích EU, takže i poptávka po této komoditě značně poklesla. Jeho spotové ceny na burzách v Evropě se tak dostaly pod úroveň cen zkapalněného zemního plynu v Asii (Graf I.5). Ceny potravinářských komodit stagnovaly, z důvodu oživení průmyslové aktivity v Číně však lehce vzrostla poptávka po kovech, které zdražily.

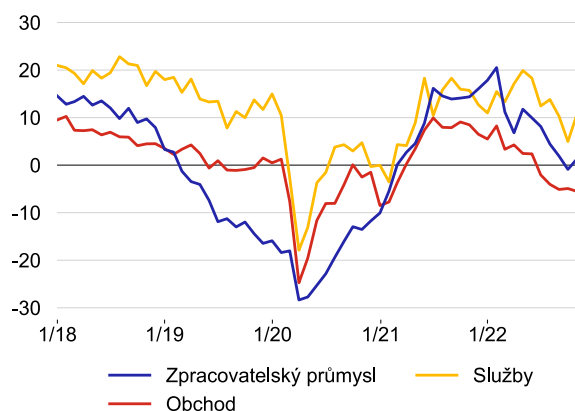
Dramatický vývoj cen energií v minulém roce se promítal do produkčních cen v efektivní eurozóně, zejména pak do energetické složky PPI (Graf I.6). Cenové tlaky v souvislosti s energetickou krizí již však kulminovaly a v závěru minulého roku začaly klesat. Ve čtvrtém čtvrtletí 2022 se v cenách odrazil zejména nečekaný říjnový pokles cen v odvětví výroby a distribuce elektřiny a zemního plynu v Německu o 12 % oproti předchozímu měsíci. Zmírňují se

2 Podle předběžného odhadu Eurostatu klesl HDP v efektivní eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2022 mezičtvrtletně o 0,1 % a meziročně vzrostl o 1,6 %. Tento údaj není do prognózy zpracován, neboť byl zveřejněn 31. ledna, tedy po její uzavěrce.

Graf I.4

Ochota podniků v Německu najímat nové zaměstnance je silná zejména ve službách

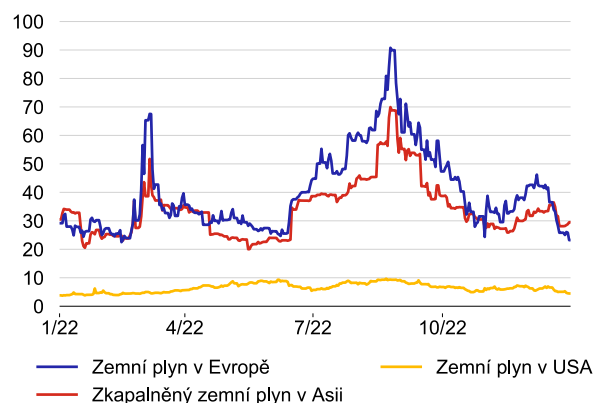
záměr nabírat a propouštět zaměstnance, saldo odpovědí, sezónně očištěno, pramen ifo Employment Barometer



Graf I.5

Spotové ceny plynu sestoupily z historických maxim zejména vlivem příznivého počasí a vysoké naplněnosti evropských zásobníků

v USD/MMBtu, pramen Bloomberg, výpočet ČNB

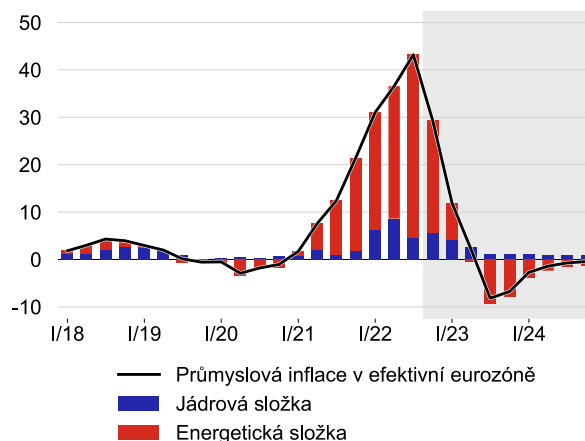


Poznámka: Btu je britská tepelná jednotka energie, kterou jsou vyjadřovány ceny plynu na komoditních burzách. MMBtu = milion Btu.

Graf I.6

Prudké zastavení růstu produkčních cen bude způsobeno zejména zlevněním plynu a elektřiny

meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezónně očištěno



i očekávání růstu cen podle předstihových indikátorů Evropské komise či PMI a postupně se snižuje i intenzita zdražování z titulu přetížených dodavatelských řetězců, což přispívá ke snížení tlaků v jádrové inflaci. Její významnou složkou jsou ceny průmyslového spotřebního zboží (Graf I.7), u nichž kulminace nastala na konci roku 2022, podobně jako u téže skupiny zboží v rámci spotřebitelských cen. Tempo zdražování průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v minulém roce dosáhlo 35 %. Do výhledu pro letošní rok přitom citelně promlouvá očekávaná výrazná korekce cen plynu a elektřiny a produkční ceny klesnou o 0,8 %. V roce 2024 se záporná dynamika průmyslových cen ještě mírně prohloubí. Naopak výhled spotřebitelské inflace v efektivní eurozóně byl přehodnocen výše, zejména v důsledku vyšších než dříve očekávaných jádrových cen a cen potravin. K 2% úrovni se inflace v eurozóně dostane v polovině roku 2024.

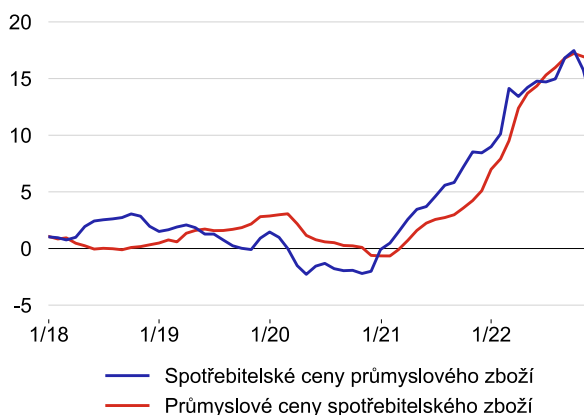
ECB v souladu s tržním očekáváním v prosinci zvýšila základní úrokové sazby a oznámila snižování své bilance

ECB i Fed na prosincových zasedáních zvýšily úrokové sazby o 0,5 procentního bodu.³ Kvůli dřívějšímu začátku zvyšování sazeb v USA tak tamější měnová politika zůstává přísnější oproti eurozóně. Budoucí trajektorie sazby 3M EURIBOR odráží předpokládané další zvýšení úrokových sazeb v eurozóně (Graf I.8). ECB navíc avizovala ochotu utáhnout měnové podmínky i prostřednictvím snižování své bilance. Tím bude vedle splátek likviditních půjček ze strany komerčních bank také oznámené snižování objemu v bilanci ECB držených dluhopisů, tj. zastavení reinvestic z programu nákupu aktiv v objemu 15 mld. EUR od jara 2023, podrobněji viz Box 1 na konci této kapitoly. Avizované opatření má vliv na stínovou sazbu, jejíž odhad se posunul nad tržní úrokovou sazbu 3M EURIBOR. Vývoj kurzu eura vůči americkému dolaru byl krátkodobě ovlivňován změnami v nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku a očekáváním ze strany finančních trhů. Výrazně jestřábí komunikace ECB však přispěla k návratu dolaru nad paritu s eurem. Tržní výhled předpokládá, že na této hladině zůstane kurz v horizontu následujících dvou let zhruba stabilní.

Graf I.7

Ceny průmyslového spotřebního zboží v efektivní eurozóně dosáhly v závěru roku 2022 svého vrcholu

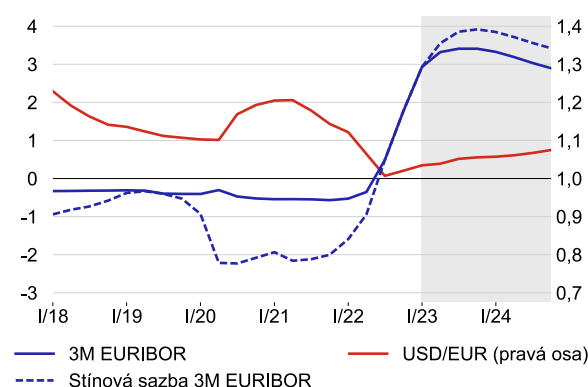
meziroční změny v %



Graf I.8

Do tržního výhledu rostoucích úrokových sazeb se promítá očekávané další zpřísňování měnové politiky ECB ve snaze vrátit inflaci k cíli

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



³ Na únorovém zasedání ECB zvýšila základní úrokové sazby o 0,5 procentního bodu. Potvrdila své v prosinci avizované záměry snižování své bilance během jara 2023. Budoucí plány v oblasti nakoupených aktiv nebyly blíže specifikovány. Fed na únorovém zasedání zvýšil základní úrokové sazby o 0,25 procentního bodu.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2022	2023	2024	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	2,7 (0,4)	0,5 (0,7)	1,3 (-0,6)	Zlepšení výhledu růstu efektivní eurozóny pro letošní rok je dáno zejména větší než očekávanou odolností evropské ekonomiky v době energetické krize.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	9,2 (0,2)	6,2 (0,7)	2,3 (0,4)	Ke zvýšení očekávané spotřebitelské inflace vede zejména pozorovaná skutečnost spolu s vyšším výhledem jadrové inflace a cen potravin.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	35,0 (-2,0)	-0,8 (-15,2)	-1,3 (-0,7)	Do snížení očekávané dynamiky cen výrobců se promítá zejména výrazný pokles tržních výhledů cen zemního plynu a elektřiny v Evropě, mimo jiné v souvislosti s letošní mírnou zimou.
Cena ropy Brent	USD/barel	98,9 (-0,2)	80,7 (-0,9)	76,4 (0,9)	Výhled ceny ropy se příliš nemění, klesající trend zůstává zachován v důsledku slabého růstu globální ekonomiky a tedy i poptávky po ropě.
3M EURIBOR	% procentní body	0,3 (-0,1)	3,3 (0,2)	3,1 (0,1)	Výhled tržních úrokových sazeb se posouvá na lehce vyšší hladinu, přičemž odráží ještě větší komunikaci ECB v reakci na vyšší výhled spotřebitelské inflace v eurozóně.
Měnový kurz	USD/EUR	1,05 (0,00)	1,05 (0,02)	1,07 (0,00)	Očekávaný kurz eura vůči dolaru zůstává zhruba stabilní.

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)

BOX 1 Zpřísnování měnové politiky ECB prostřednictvím bilančních operací

V průběhu minulých tří let vzrostla bilance ECB v poměru k HDP eurozóny z 39 % na 64 %. Důvodem bylo použití nekonvenční měnové politiky, v jejímž rámci ECB ve snaze zvýšit inflaci ke svému cíli nakupovala dluhopisy (tedy prováděla tzv. kvantitativní uvolňování). Tato politika přispěla k dodatečnému uvolnění měnových podmínek v eurozóně v období, kdy možnost standardního uvolnění prostřednictvím úrokových sazeb již byla vyčerpána. V současné době je však situace zcela opačná a ECB se naopak snaží tlumit inflační tlaky zvyšováním měnověpolitických úrokových sazeb. Vedle toho ECB na svém zasedání v prosinci 2022 oznámila, že ke zpřísnění měnových podmínek využije též nekonvenční politiku. Proto od jara letošního roku již nebudou plně reinvestována splatná aktiva z Programu nákupu aktiv (APP) (Graf 1). Jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci Nouzového pandemického programu nákupu aktiv (PEPP) by měly být i nadále plně reinvestovány, a to alespoň do konce roku 2024.

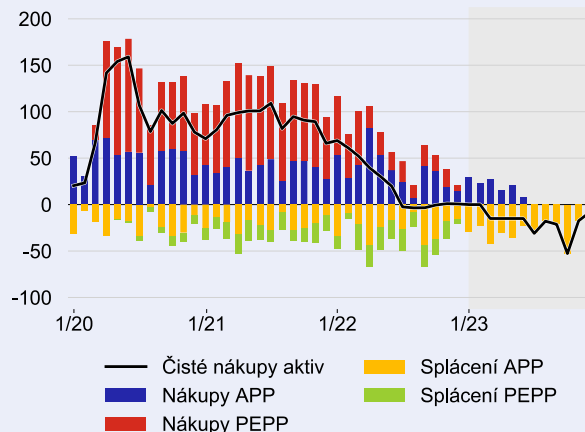
Modelový aparát ČNB explicitně zachycuje efekt měnové politiky ECB včetně její nekonvenční složky skrze tzv. stínovou sazbu. Ta vedle tržní sazby 3M EURIBOR zahrnuje i efekt programů nákupů aktiv.¹ Od jara 2020 do jara 2022 ECB nakupovala aktiva tempem v průměru přibližně 75 mld. EUR měsíčně (v rámci APP má nyní ECB ve svém portfoliu aktiva v hodnotě 3,26 bil. EUR). Aktuální výhled ČNB (Graf 2) odráží oznámené tempo snižování aktiv ve výši 15 mld. EUR měsíčně od jara 2023. Následně očekáváme zvýšení tohoto objemu, v němž nebudou splatná aktiva z programu APP reinvestována, na 30 mld. EUR. To se promítá ve stínové sazbě, která se bude nacházet cca 0,5 procentního bodu nad úrovní sazby 3M EURIBOR.

Celkový objem bilance ECB se bude vedle toho snižovat (nad rámec splátek v programu APP) také vlivem splácení úvěrů (likviditních programů), které centrální banka poskytla komerčním bankám. Skrze program dlouhodobějších refinančních operací (LTRO) nabídla ECB v minulosti komerčním bankám v eurozóně financování s cílem podpořit úvěrování reálné ekonomiky.² Od roku 2014 proběhly tři fáze těchto operací, přičemž ta poslední byla primárně zaměřena na podporu ekonomiky v době pandemie. V listopadu 2022 byl program upraven, aby se posílila transmise základních úrokových sazeb ECB do podmínek úvěrování bank. Zpřísnění podmínek programů i možnost předčasného splácení vedly banky k rychlejšímu splácení úvěrů od ECB (Graf 3). Mezi koncem října 2022 a polovinou ledna 2023 se snížil objem refinančních operací asi o třetinu. Spolu se zastavením reinvestic by to v horizontu dvou let mělo vést k poklesu tzv. přebytečné likvidity v bankovním systému eurozóny na předpandemickou úroveň.

Graf 1

Finanční objem nakoupených aktiv ECB se začne snižovat od jara 2023

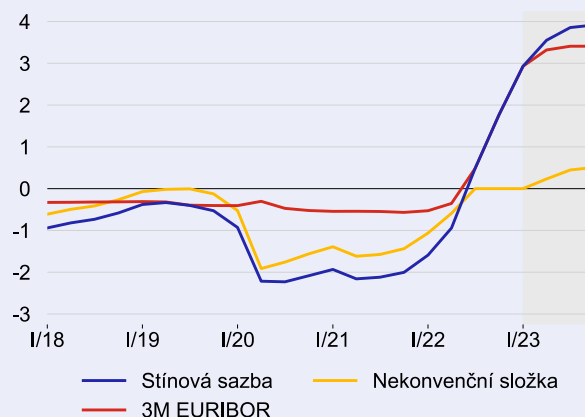
v mld. EUR, pramen ECB, výpočet a předpověď ČNB



Graf 2

Stínová sazba v eurozóně se vlivem nekonvenční složky posune nad tržní úrokovou sazbu 3M EURIBOR

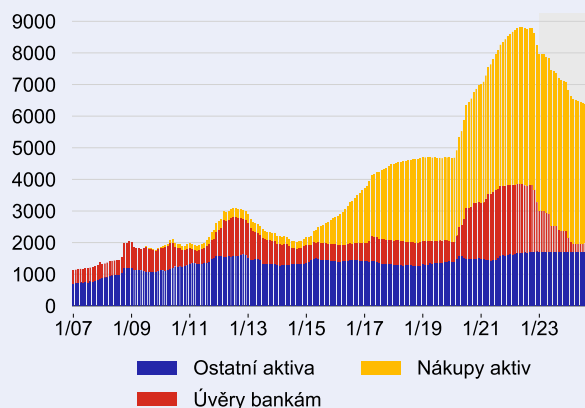
v %, výpočet ČNB



Graf 3

Objem rozvahy ECB se v nejbližších dvou letech sníží zejména v důsledku splácení refinančních operací

v mld. EUR, pramen ECB a Bloomberg, výpočet a předpověď ČNB



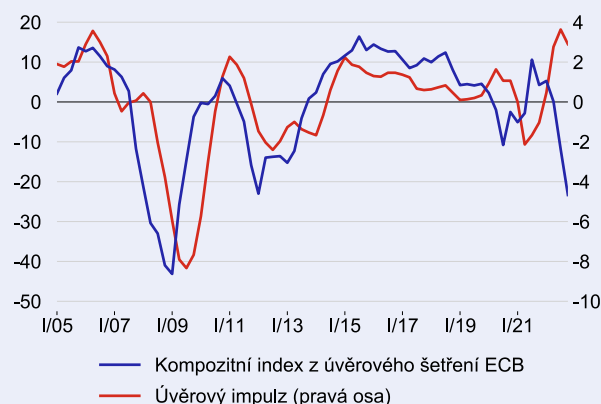
V souvislosti se splácením úvěrů LTRO lze očekávat další zpřísnění úvěrových podmínek a pokles úvěrové dynamiky v eurozóně. V rámci šetření úvěrových podmínek bank (Bank Lending Survey)³ týkající se úvěrování v eurozóně komerční banky v minulosti opakovaně potvrzovaly pozitivní dopad úvěrování od ECB na své hospodaření, úvěrové podmínky i nabídku úvěrů. Situace se však během loňského léta začala obracet. Úvěrové podmínky bank pro domácnosti i firmy se podle posledního šetření ECB ve třetím čtvrtletí 2022 zpřísnily. Poptávka po úvěrech firem sice ještě mírně rostla, propadla se však poptávka domácností, a to zejména po úvěrech na bydlení. Další snížení poptávky a zpřísnění úvěrových standardů pak podle bank nastalo i na konci roku 2022. Situaci ilustruje tzv. kompozitní index (Graf 4), který z dat šetření ECB sestavuje agentura Bloomberg. Index se propadl na úroveň srovnatelnou s dobou dluhové krize v eurozóně. Také úvěrový impulz, tj. změna v růstu úvěrů, dosáhl v průběhu léta svého vrcholu a během podzimu začal klesat. Až se naplno projeví vliv zpřísnění měnové politiky, úvěrový impulz také značně klesne a zřejmě se dostane do negativního teritoria.

Snížení likvidity se odráží i v žádoucím zpřísnění finančních a měnových podmínek. Zvyšování základních sazeb ECB se do velké míry promítlo do ostatních úrokových sazeb na finančním trhu, čímž se indikátor finančních podmínek vrátil na úroveň ze začátku minulé dekády (Graf 5). Přeliv do klientských úrokových sazeb pro domácnosti a firmy je pozvolnější⁴, takže index měnových podmínek za vývojem na finančních trzích lehce zaostává. V reálném vyjádření ovšem finanční podmínky v eurozóně zůstávají značně uvolněné. Svižné zvyšování sazeb totiž výrazně zaostává za rekordní inflací, která ovlivňuje i inflační očekávání. Podle průzkumu ECB mezi ekonomy se výhled pro inflaci v ročním horizontu pohybuje nad úrovní 5 %.

Graf 4

Indikátory úvěrové aktivity v eurozóně naznačují citelný obrat směrem ke zpřísnění podmínek

levá osa: kompozitní index, pravá osa: úvěrový impulz v p.b., pramen Bloomberg a ECB, výpočet ČNB

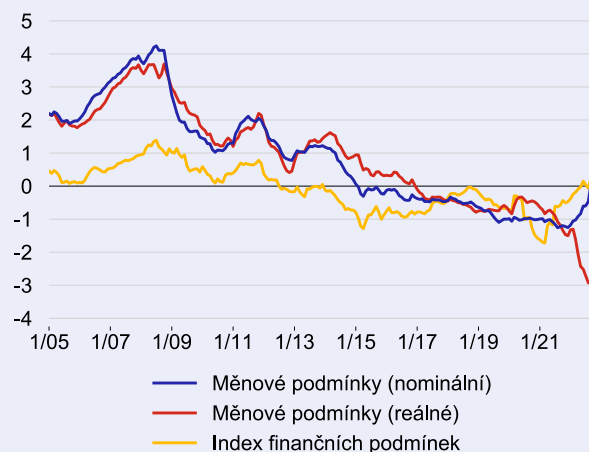


Poznámka: Kompozitní index agreguje informace z úvěrového šetření ECB ohledně poptávky a nabídky úvěrů a jejich očekávaných změn. Úvěrový impulz je změna v růstu úvěrů.

Graf 5

Finanční i měnové podmínky se zpřísnují, v reálném vyjádření však zůstávají uvolněné

indexy, pramen Bloomberg a ECB, výpočet ČNB



Poznámka: Index finančních podmínek zachycuje společný pohyb sazeb na finančním trhu, zatímco indikátor měnových podmínek zahrnuje i klientské úrokové sazby z úvěrů domácnostem a firmám. V reálném vyjádření je očištěn o vliv inflačních očekávání.

1 Podrobněji se této problematice věnoval [Globální ekonomický výhled z října 2015](#).

2 Na rozdíl od nákupů aktiv nevstupují úvěrové operace do úvah ČNB o efektivním nastavení měnové politiky ECB. Úvěrové operace nicméně ovlivňují očekávání analytiků a trhů ohledně budoucího ekonomického vývoje v eurozóně. Tato očekávání jsou v prognóze ČNB zohledněna při formulaci jejího výhledu hospodářského vývoje v zemích hlavních obchodních partnerů ČR, kterými jsou země platící jednotnou evropskou měnou.

3 Viz [Bank Lending Survey](#).

4 Více se tématu věnuje tematický článek [Globálního ekonomického výhledu z ledna 2023](#).

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

První polovina letošního roku bude ve znamení meziročního poklesu české ekonomiky. Ten bude odrážet především propad spotřeby domácností spolu s útlumem investiční aktivity. Domácnosti budou i letos čelit poklesu reálných příjmů v důsledku rychlého růstu životních nákladů, zároveň budou pokračovat ve zvýšené tvorbě úspor a omezovat spotřebu. Firmy vstupují do recese v dobré kondici. Výrazně oslabená domácí poptávka však přispěje k přechodnému mírnému poklesu jejich investiční aktivity. V opačném směru bude na tvorbu hrubého kapitálu posléze působit oživení zahraniční poptávky a investice firem i státu související s rostoucím využíváním obnovitelných zdrojů energie. Tvorba zásob se během roku bude snižovat v návaznosti na odeznění problémů v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. V celoročním úhrnu letos česká ekonomika mírně poklesne a bude se nacházet pod svým potenciálem. Utlumená domácí ekonomická aktivita povede ke zmírňování napětí na trhu práce. Míra nezaměstnanosti se začne pozvolna zvyšovat. Růst mezd zrychlí, avšak bude i po několik dalších čtvrtletí stále zaostávat za inflací.

Domácí ekonomický vývoj je tlumen zhoršující se finanční situací domácností, zpomalením poptávky v zahraničí a ustupujícími problémy v globálních dodavatelských řetězcích

Obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích pomalu odeznívají, přesto na sklonku minulého roku došlo k dočasnému prohloubení dílčích problémů se zásobováním některými komponenty. I v letošním prvním pololetí bude nedostatek materiálů převážně v průmyslové výrobě brzdít růst české ekonomiky (Graf II.1). Prognóza přitom předpokládá, že problémy v dodávkách se budou zmírňovat a v polovině roku zcela odezní. Zhoršená finanční situace domácností a firem bude na začátku letošního roku výrazně tlumit spotřebitelskou poptávku i soukromou investiční aktivitu. Celková ekonomická aktivita tak v mezičtvrtletním vyjádření na přelomu let 2022 a 2023 poklesne, přičemž začátkem letošního roku přejde hospodářství do mírného poklesu i v meziročním vyjádření.⁴ Česká ekonomika pak v celoročním úhrnu letos klesne přibližně o 0,5 % (Graf II.2). V roce 2024 ekonomická aktivita obnoví svůj růst v tempu přes 2 %.

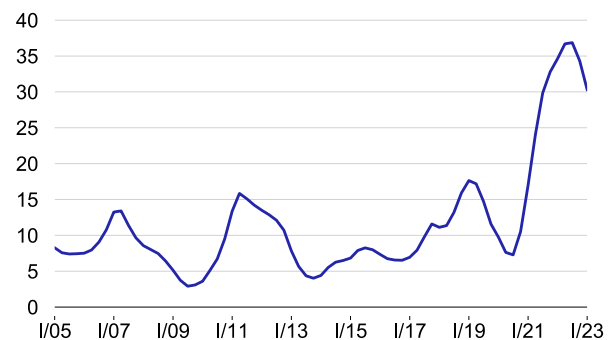
Spotřeba domácností bude negativně ovlivněna hlubokým propadem reálných příjmů a negativním sentimentem, její pokles bude částečně tlumen vládní pomocí

Spotřeba domácností bude pokračovat ve výrazném meziročním poklesu (Graf II.3). Dočerpání vynucených úspor naakumulovaných během pandemie společně s dočasným zlevněním elektřiny vlivem úsporného energetického tarifu koncem loňského roku tlumily propad spotřeby. Počátkem letošního roku však odeznění

Graf II.1

Nedostatek materiálů a komponent stále limituje domácí průmyslovou produkci, byť v menší míře

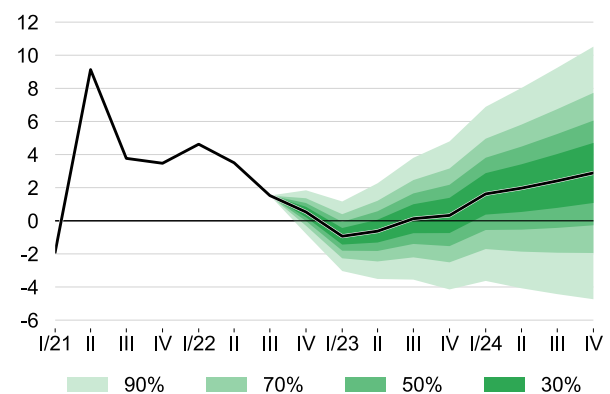
podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících nedostatky materiálů či zařízení jako faktor limitující produkci, vyhlazeno HP filtrem (lambda = 1), pramen Konjunkturální průzkum ČSÚ



Graf II.2

Ekonomická aktivita bude v nadcházejícím období mírně klesat, její meziroční růst se obnoví na konci roku 2023

meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



⁴ Podle předběžného odhadu ČSÚ se ve čtvrtém čtvrtletí 2022 český HDP snížil mezičtvrtletně o 0,3 % a meziročně vzrostl o 0,4 %, což je téměř v souladu s prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 31. ledna 2023.

tohoto vládního opatření spolu se stále nepříznivým nákupním apetitem⁵ a snižující se reálnou kupní silou domácností povede k dalšímu výraznému snížení spotřeby domácností. Fiskální politika bude začátkem roku tento propad částečně tlumit (Graf II.4). V celoročním úhrnu letos spotřeba domácností klesne o téměř 3 %.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností bude na celém prognostickém horizontu tažen zejména zhruba stabilním příspěvkem mezd a platů (Graf II.5), který odráží i nadále silný trh práce. V letošním prvním pololetí růst hrubého disponibilního důchodu zvolní, kromě jiného i kvůli zpomalení příjmů podnikatelů. V opačném směru budou působit zvýšené příspěvky důchodů z vlastnictví, růst ostatních běžných transferů a sociálních dávek včetně opakované valorizace důchodů a některá další podpůrná fiskální opatření.

Spotřeba domácností v nominálním vyjádření poroste v důsledku solidní dynamiky příjmů i nadále svižným tempem, stejně jako maloobchodní tržby a tržby ve službách. Vlivem postupného odeznívání vysoké inflace se výrazně zmírní propad kupní síly domácností. Následné obnovení reálného mzdového růstu pak nastartuje i oživení soukromé spotřeby, k čemuž dojde na přelomu let 2023 a 2024. V celoročním úhrnu se tak v příštím roce spotřeba po téměř dvou letech útlumu zvýší.

Z pohledu metodiky národních účtů byli ukrajinští váleční uprchlíci na českém území do třetího čtvrtletí 2022 považováni za nerezidenty (de facto za turisty). Jejich nákupy zboží a služeb v České republice byly tedy klasifikovány v národních účtech dle výkladu ČSÚ jako vývoz a nikoliv (na rozdíl od rezidentů) jako spotřeba domácností. Od čtvrtého čtvrtletí loňského roku by měly být tyto výdaje nově považovány za spotřebu domácností, což bude ve zmíněném čtvrtletí tlumit její propad a současně snižovat vývoz (v souhrnu tedy bez vlivu na celkový HDP).⁶ Prognóza předpokládá, že výdaje ukrajinských válečných uprchlíků se v roce 2022 pohybovaly okolo 40 mld. Kč⁷, letos a příští rok se budou pozvolna snižovat vlivem přepokládaného částečného návratu ukrajinských občanů do vlasti.

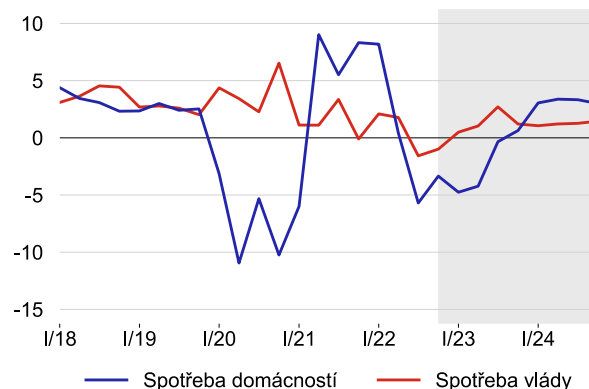
Míra úspor zůstane oproti dlouhodobému průměru vyšší a k předpandemické úrovni se bude vracet jen zvolna

Míra úspor se ve třetím čtvrtletí loňského roku zvýšila. K tomu vedlo zhoršení spotřebitelské nálady a tvorba opatrnostních úspor v návaznosti na rychlý růst

Graf II.3

Spotřeba domácností bude klesat po většinu letošního roku, růst spotřeby vládních institucí se obnoví

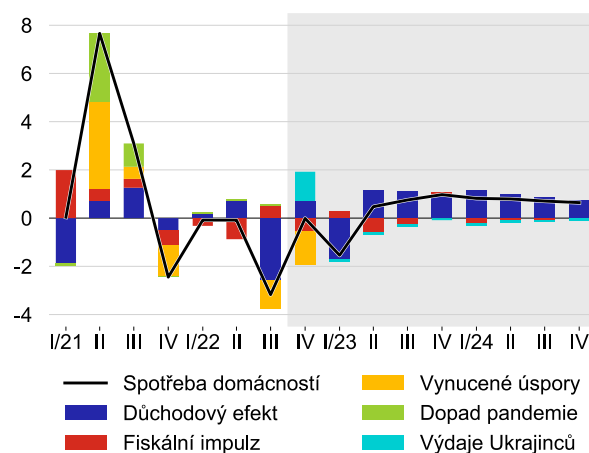
spotřeba domácností a vlády, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

Aktuální dynamiku spotřeby domácností nepříznivě ovlivňuje hluboký propad jejich reálných příjmů, což bude částečně tlumeno fiskální politikou

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 znovuoživení ekonomiky a návratu lidí k běžnému spotřebitelskému chování, například pokud jde o frekvenci návštěv kin, restaurací apod.

5 Dle lednových dat z konjunkturálního průzkumu se úroveň spotřebitelského i podnikatelského sentimentu zlepšily, u obou však zůstávají pod svým dlouhodobým průměrem.

6 Dopad započtení spotřebních výdajů ukrajinských uprchlíků do reálné mezičtvrtletní dynamiky spotřeby domácností ve čtvrtém čtvrtletí 2022 odhadujeme na 1,2 procentního bodu.

7 To by za celý rok 2022 představovalo cca 1,3 % nominální spotřeby domácností.

životních nákladů při současném nárůstu sociálních transferů, který měl převážně plošný charakter. Tyto vlivy přetrvávají i v následujících čtvrtletích. Ke svému dlouhodobému průměru se míra úspor dostane až ke konci roku 2024.

Zpomalení růstu zahraniční poptávky se při přetrvávajícím nedostatku součástek a materiálů projeví zvolněním růstu vývozu a stále vysokou tvorbou zásob

Vývozně orientovaná část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) nadále čelí problémům v dodávkách výrobních vstupů (Graf II.1). Tyto obtíže sice postupně odeznívají, stále však mají na průmyslovou produkci negativní vliv.

Počátkem letošního roku se v mezičtvrtletním vyjádření zastaví růst zahraniční poptávky, což se projeví i ve stagnaci českého vývozu. Následné odeznění problémů v globálních řetězcích růst exportu podpoří, avšak obnovení napětí na energetickém trhu související s příchodem příští zimy jeho rozmach ještě mírně omezí (Graf II.6).

Spolu s útlumem dovozně náročných fixních investic bude růst dovozu brzdit i propad spotřeby domácností. Meziroční dynamika dovozu se tak bude oproti vývozu nacházet na nižších úrovních a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude po celý letošní rok výrazně kladný. V příštím roce se sice rozdíl mezi dynamikou vývozu a dovozu zboží a služeb zmenší, příspěvek čistého vývozu však zůstane nadále kladný (Graf II.6).

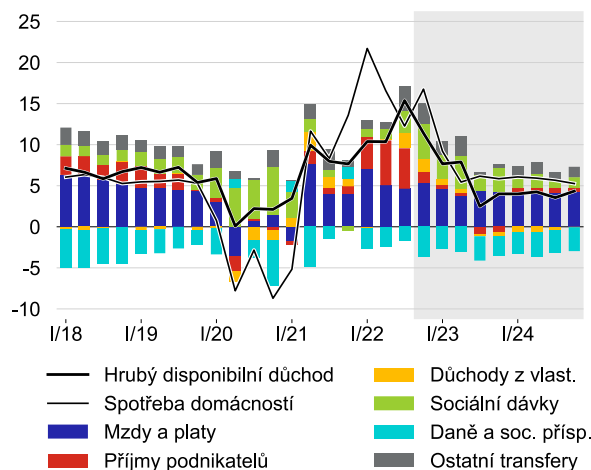
Fixní investice počátkem letošního roku v meziročním vyjádření poklesnou vlivem zpomalení růstu zahraniční poptávky a přechodného zhoršení finanční situace podniků

Finanční situace podniků zůstává i přes extrémní růst cen energií solidní, což dokládá zvyšující se míra zisku po většinu loňského roku. Na začátku letošního roku se však situace podnikové sféry přechodně zhorší. Důvodem bude dopad vysokých cen energií a pokles domácí a zpomalení zahraniční poptávky. Investice do obnovy a rozšiřování výroby budou v řadě případů odkládány. Hlavními brzdícími faktory tak budou obavy z recese globální ekonomiky, přetrvávající poruchy ve výrobních a dodavatelských řetězcích a nejistota spojená s válečným konfliktem na Ukrajině a jeho dopady na ceny energií. Tlumit investiční apetit firem budou rovněž již delší dobu zvýšené domácí a postupně rostoucí zahraniční úrokové sazby. V opačném směru působí fiskální podpora zaměřená na zmírnění dopadu vysokých cen energií a také investice spojené s energetickými úsporami. V souhrnu zůstane letos dynamika soukromých fixních investic značně utlučená (Graf II.7). Investice vládních institucí letos v reálném

Graf II.5

Růst nominálního disponibilního důchodu během roku 2023 zvolní zejména kvůli zmírnění příspěvku příjmů podnikatelů a důchodů z vlastnictví, zatímco mzdy a platy porostou zhruba stabilním tempem

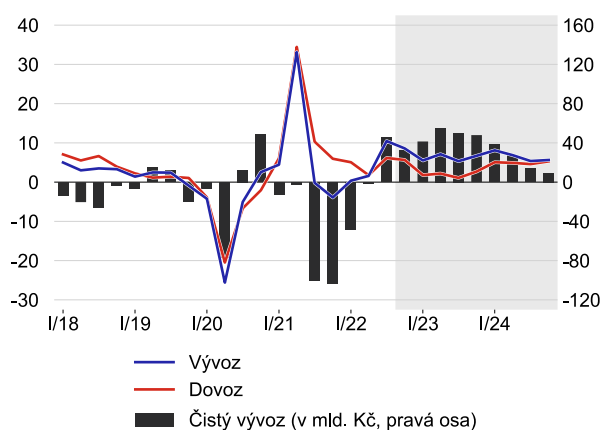
spotřeba domácností a hrubý disponibilní důchod, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně neočištěno



Graf II.6

Růst vývozu i dovozu v letošním roce mírně zvolní v návaznosti na útlum zahraniční i domácí poptávky

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



vyjádření v úhrnu vzrostou, neboť je vedle čerpání evropských peněz podpoří i jednorázový nákup vojenských vrtulníků.⁸

Ke konci letošního roku růst soukromých fixních investic ožíví v návaznosti na zesílení zahraničního hospodářského růstu. Podnětem pro investiční aktivitu bude též snaha přejít na alternativní energetické zdroje na pozadí dlouhodobého posunu k automatizaci, robotizaci a digitalizaci. V příštím roce bude růst soukromých investic stabilní, investice vládních institucí naopak poklesnou vlivem pomalého náběhu fondů EU z nového programového období a zvýšené srovnávací základny z letošního roku. Celkové fixní investice za rok 2023 vzrostou o zhruba 1 %. V roce 2024 jejich růst zrychlí a dosáhne téměř 5 %.

V podmínkách přetrvávajících úzkých hrdel na nabídkové straně ekonomiky zůstane tvorba zásob až do poloviny letošního roku nad svou dlouhodobou úroveň (Graf II.8). S předpokládaným odezněním výpadků v dodávkách ve druhé polovině roku bude následně možné zkompletovat rozpracovanou a nuceně naskladněnou výrobu. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu tak letos zůstane vlivem utlumených fixních investic a snižujícího se přírůstku zásob záporná. Klesat bude vlivem zásob tvorba hrubého kapitálu i v příštím roce, a to i přes solidní růst fixních investic.

Fiskální politika bude letos přispívat k růstu HDP lehce kladně, a to i přes vyprcháání části podpůrných výdajů z loňského roku

Růst reálné spotřeby vládních institucí letos v celoročním úhrnu zrychlí nad 1 % (Graf II.3). Na tom se bude podílet navýšení veřejných výdajů zejména ve zdravotnictví a školství související s příchodem ukrajinských občanů a zvýšení celkového objemu vypláceného příspěvku na bydlení. V růstu nominální spotřeby vládních institucí se navíc projeví očekávané navýšení mezd a platů v netržní sféře.

Fiskální politika bude letos růst HDP mírně stimulovat (Graf II.9). To je dáno pokračováním části podpůrných opatření na příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů souvisejících s nárůstem inflace a bojem s drahými energiemi. Mezi tato opatření patří zejména prodloužení snížené spotřební daně na motorovou naftu, navýšení limitu pro registraci plátců DPH a vyplácení výchovného nad rámec opakované valorizace důchodů.⁹ Protisměrně bude působit ukončení úsporného tarifu a odeznění opatření pro podporu Ukrajinců. Úplný konec dočasných podpůrných opatření a výpadek čerpání investic z fondů EU z důvodu pomalého

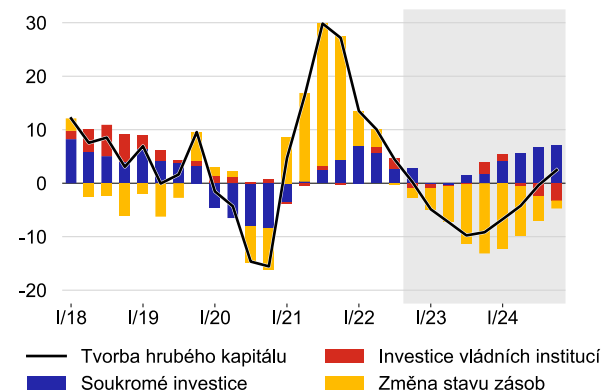
8 Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč s rovnoměrným rozložením do celého roku 2023.

9 Vedle pravidelné lednové valorizace dojde letos také opět k mimořádné inflační valorizaci, a to od června.

Graf II.7

Dynamika celkových hrubých investic bude dominantně ovlivněna tvorbou zásob

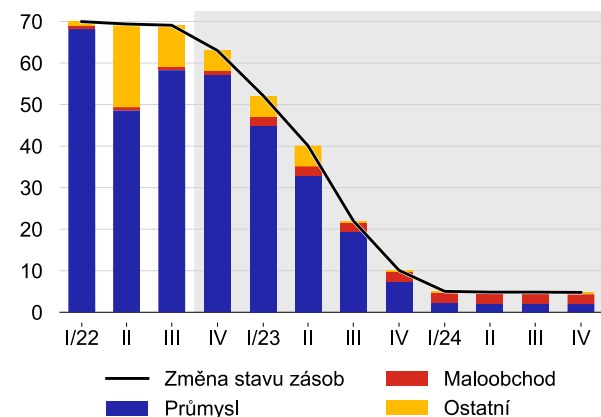
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.8

Změna stavu zásob začne v letošním roce výrazně klesat a příští rok se bude nacházet poblíž předpandemických hodnot

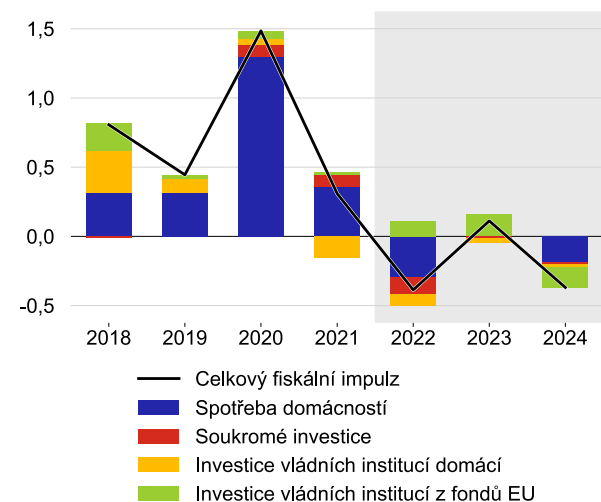
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Fiskální politika bude letos růst HDP lehce stimulovat, po odeznění opatření souvisejících s vysokými cenami energií bude v příštím roce růst tlumit

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



náběhu nového programového období bude dynamiku HDP v roce 2024 znatelně tlumit.

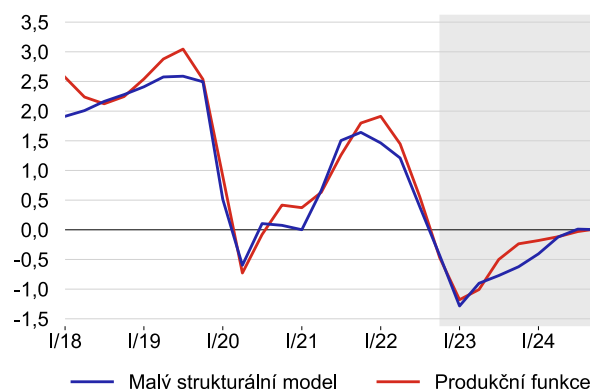
Česká ekonomika se koncem loňského roku dostala pod svůj potenciál, kde setrvá po většinu prognostického horizontu

Hospodářský útlum ve druhé polovině loňského roku vedl k rychlému uzavření kladné mezery výstupu a s nastupující recesí se tuzemská ekonomika dostává pod svůj potenciál, kde zůstane až do poloviny příštího roku (Graf II.10). To se odrazí i ve zchlazení trhu práce. Vše bude probíhat při pozvolna odeznívajících nabídkových omezeních, která i letos zbrzdí dynamiku potenciálního produktu. Ta se začne pomalu navracet k dlouhodobému tempu v souvislosti s oživením domácí ekonomiky a odezněním problémů v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích od poloviny roku. Plně se růst potenciálu zotaví až začátkem příštího roku, kdy pomine napětí na energetickém trhu související s příchodem další zimy. Záporná mezera výstupu se současně s tím postupně uzavře.

Graf II.10

Předchozí přehřívání ekonomiky rychle odeznělo a ekonomika se bude letos nacházet pod svým potenciálem

mezera výstupu v % potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2022	2023	2024	
HDP	meziroční změny v % procentní body	2,5 (0,3)	-0,3 (0,4)	2,2 (-0,3)	Výhled růstu HDP se pro letošek posouvá výše vlivem mírnějšího než dříve očekávaného ochlazení zahraniční poptávky, v příštím roce bude růst ekonomiky naopak mírně pomalejší.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	-0,3 (-0,3)	-2,2 (-0,9)	3,2 (-0,3)	Předikce spotřeby domácností se snižuje kvůli hlubšímu předpokládanému propadu reálných mezd, a to zejména v letošním roce.
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v % procentní body	0,3 (-0,5)	1,4 (-0,3)	1,3 (-0,1)	Prognóza spotřeby vládních institucí se letos přehodnocuje mírně níže kvůli rychlejšímu cenovému růstu, v příštím roce zůstává téměř stejná.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	5,1 (0,2)	0,9 (-0,5)	4,7 (0,3)	Slabší dynamika fixních investic v letošním roce je vystřídána mírně rychlejší dynamikou v roce příštím.
Čistý vývoz	příspěvek k růstu HDP procentní body	0,5 (0,8)	3,1 (0,7)	1,2 (-0,2)	Příspěvek čistého vývozu je letos ve srovnání s minulou prognózou znatelně vyšší kvůli silnější zahraniční poptávce při nižší domácí poptávce, v roce 2024 bude nepatrně nižší.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	1,6 (-0,3)	-0,4 (-0,4)	-0,1 (0,1)	V nižší letošní dynamice zaměstnanosti se projeví především slabší pozorovaná data ve druhé polovině loňského roku.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,4 (-0,1)	2,7 (-0,4)	3,3 (-0,4)	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se posouvá níže z důvodu vyšší očekávané ekonomické aktivity a nižších pozorovaných dat na konci minulého roku.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	6,5 (0,2)	8,5 (0,8)	6,9 (0,0)	Rychlejší mzdová dynamika v letošním roce odráží především silnější růst mezd koncem loňského roku.

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

Napětí na trhu práce se ještě dále mírně sníží

Na trhu práce došlo ve druhé polovině loňského roku k ochlazení (Graf II.11) a zaměstnanost mezičtvrtletně poklesla. Tento vývoj bude pokračovat i v letošním roce, stejně jako pozvolný nárůst míry nezaměstnanosti způsobený jak růstem počtu lidí bez práce, tak poklesem počtu ekonomicky aktivních osob. Bude se tak snižovat převis poptávky po práci nad její nabídkou, což se bude projevat i v pokračujícím významném úbytku volných pracovních míst. Ve druhé polovině loňského roku došlo k výraznému zrychlení růstu nominálních mezd, které bude pokračovat i na počátku roku 2023.

Reálné příjmy se v loňském roce výrazně propadly, což bude v menší míře platit i pro letošní rok

Nominální mzdový růst v tržní sféře na konci minulého roku výrazně zrychlil (Graf II.12). Výrazně se o to zasloužilo vyplácení mimořádných odměn v průmyslu, dvoucifernou mzdovou dynamiku bylo vidět na podzim ve stavebnictví. K vyššímu mzdovému růstu přispěla také vysoká inflace a lepší než očekávaná kondice firem, které jsou zatím schopny vyšší mzdové náklady alespoň částečně akceptovat. Přetrvávající relativně silná vyjednávací pozice zaměstnanců – kterých je na trhu stále relativní nedostatek – se projevila také v doporučení ČMKOS pro vyjednávání o výši mzdového růstu na rok 2023 (9 až 10 %). Prostor pro zvyšování mezd bude letos na straně firem omezen méně, než se zatím předpokládalo, neboť zeslabuje riziko hlubší recese v ČR i v zahraničí. Také finanční výsledky podnikové sféry zůstávají zatím poměrně solidní. V prvním čtvrtletí 2023 bude průměrná mzda ovlivněna také dalším zvýšením minimální mzdy o 1100 Kč na 17300 Kč. To se bude týkat přibližně 128 tisíc zaměstnanců.¹⁰ Omezení pro výraznější mzdový růst na straně firem pak budou představovat jednak dobíhající problémy v globálních řetězcích a jednak setrvale vysoké ceny energií.

Reálná mzda i v letošním roce ztlačí se, nicméně ve srovnání s loňským rokem bude ztráta kupní síly zaměstnanců výrazně menší. Dynamika reálné mzdy v rámci jednotlivých čtvrtletí letošního roku bude navíc rozkolísaná efektem základny v souvislosti s úsporným tarifem, který ovlivnil cenovou dynamiku loni na konci roku. V roce 2024, tedy s odezněním problémů spojených s globálními řetězci i energetickou krizí, se inflace dále významně sníží a obnoví se hospodářský růst. To vyústí v solidní růst reálných mezd.

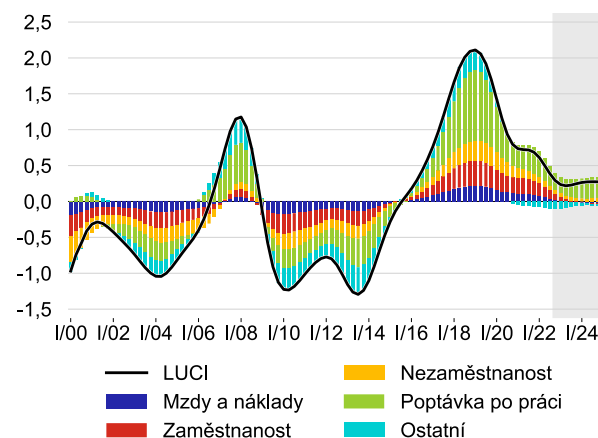
Platy v netržních odvětvích porostou v následujících letech mírnějším tempem než v soukromé sféře. Pro

¹⁰ V letošním roce nedochází k růstu celé kaskády zaručených mezd, jak tomu bývá většinou, když dojde ke zvýšení minimální mzdy, ale pouze v jejich 1. a 8. skupině. Více k růstu minimální mzdy lze nalézt v [informačním letáku MPSV](#) nebo v [tiskové zprávě MPSV](#).

Graf II.11

Trh práce se letos pohledem indikátoru LUCI ještě lehce zchladí

index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky

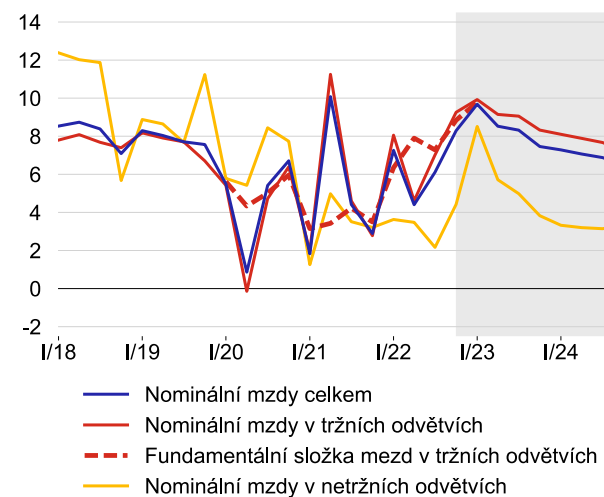


Poznámka: Pro třetí čtvrtletí 2022 je uveden odhad kvůli neúplným časovým řadám některých vstupních ukazatelů.

Graf II.12

Nominální mzdový růst začátkem letošního roku ztlačí se, zatímco v tržních i netržních odvětvích, čímž se zmírní pokles mezd v reálném vyjádření

nominální mzdy, meziroční změny, sezonně očištěno, v %



Poznámka: Do čtvrtého čtvrtletí 2019 a od druhého čtvrtletí 2023 fundamentální mzda splývá s oficiálně vykázanou mzdou v tržních odvětvích.

letošek státní rozpočet počítá s růstem platů většiny státních zaměstnanců. Současně bude dohíhat efekt mimořádného zvýšení mezd pro vybrané pracovníky s nejnižšími příjmy z loňského září.

Také růst objemu mezd a platů je dominantně ovlivněn zvýšenou pozorovanou i předpokládanou dynamikou průměrných mezd v loňském, respektive letošním roce. Zvyšování mzdového balíku bude naopak tlumeno zastavujícím se růstem přepočteného počtu zaměstnanců, ve kterém se příliš neprojevuje příchod občanů Ukrajiny. Na výhledu se pak dynamika počtu zaměstnanců přepočtených na celé úvazky propadne mírně do záporu, a to v reakci na útlum ekonomické aktivity a pokles poptávky po práci. Výsledkem bude zhruba stabilní růst objemu mezd a platů na mírně zvýšené úrovni. V reálném vyjádření objem mezd a platů v roce 2022 hluboce poklesl (Graf II.13), což bylo dáno výrazným zaostáváním růstu nominálních mezd za vysokou inflací. K opětovnému nárůstu reálné kupní síly v ekonomice dojde od konce letošního roku, především vlivem výrazně zpomalující inflace a strnulosti nominálního růstu mezd v prostředí zlepšení celkové makroekonomické situace.

Trh práce se bude zchlazovat prostřednictvím pokračujícího poklesu poptávky po práci

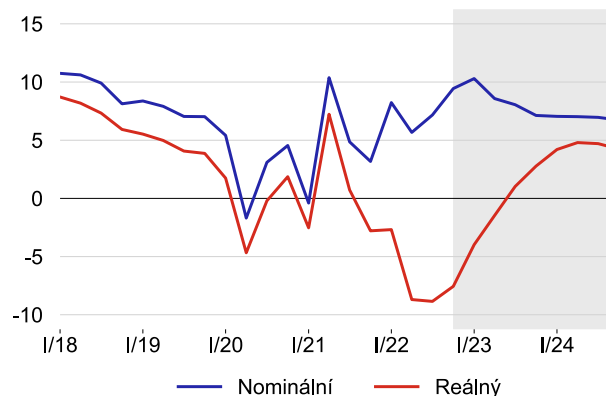
Zaměstnanost v loňském roce dosáhla svého vrcholu a v jeho druhé polovině přešla do mírného poklesu (Graf II.14). Ten bude pokračovat i v roce 2023 vlivem zchlazení domácí hospodářské aktivity. S tím koresponduje již pozorované snížení počtu nově hlášených volných pracovních míst i celkového počtu volných pracovních míst. Donedávna výrazná náborová aktivita firem tak spolu s rostoucí nejistotou ohledně budoucího ekonomického vývoje opadla. Z hlediska struktury bude vývoj celkové zaměstnanosti dán zejména snižujícím se počtem zaměstnanců, počet podnikatelů bude zhruba stabilní. Pokles ekonomické aktivity a zhoršená finanční situace firem se projeví mírným propouštěním, přičemž se firmy zbaví méně produktivních zaměstnanců, agenturních pracovníků a zaměstnanců s kratšími úvazky. Tím dojde – konzistentně s vývojem HDP – pouze k mírnému poklesu celkové produkční kapacity firem.

Stagnaci či mírné snížení zaměstnanosti pro nejbližší měsíce naznačují také některé vysokofrekvenční a předstihové indikátory nebo šetření Evropské komise.¹¹ Obecná míra nezaměstnanosti se na konci minulého roku obrátila k mírnému nárůstu, který bude pokračovat i letos. Podobný vývoj prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob.

Graf II.13

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

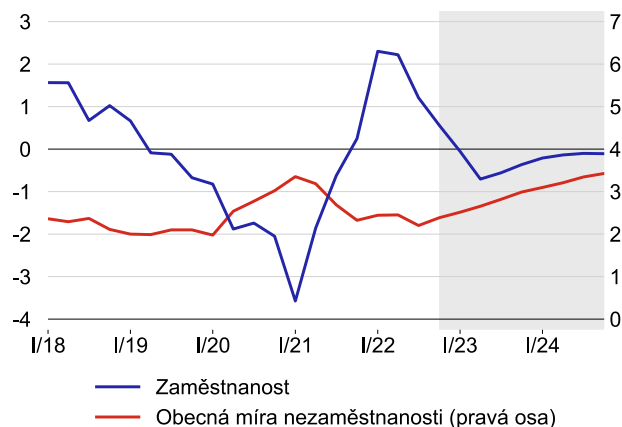
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.14

Vlivem zhoršené makroekonomické situace bude pokračovat pokles zaměstnanosti a pozvolna poroste nezaměstnanost

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



¹¹ Index očekávané zaměstnanosti společnosti Manpower Group pro první čtvrtletí 2023 očekává mírný pokles. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ i „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech mírně narostlo.

III. INFLACE

Inflaci na konci loňského roku významně ovlivnilo dočasné snížení cen elektřiny vlivem vládních opatření na pomoc s vysokými cenami energií. Počátkem letošního roku cenový růst přechodně zrychlí a v prvním čtvrtletí dosáhne v průměru více než 16 %. Důvodem bude zejména výrazné zrychlení růstu regulovaných cen, které bude taženo především zdražením elektrické energie na úroveň vládou stanoveného cenového stropu po ukončení úsporného tarifu. Následně bude inflace rychle klesat, přičemž se ve druhé polovině letošního roku sníží na jednociferné hodnoty. Její tržní složky totiž zvolní vlivem snižujících se nákladových tlaků ze zahraničí i z domácí ekonomiky. Současně dojde k postupné korekci aktuálně kulminujících ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. Začátkem roku 2024 se celková i měnověpolitická inflace sníží do blízkosti 2% cíle ČNB, kde setrvá do konce prognostického horizontu. K tomu přispěje i zpřísněná měnová politika.

Silné celkové nákladové tlaky se koncem minulého roku zmírnily a s poklesem dovozních cen energií budou i letos dále slábnout

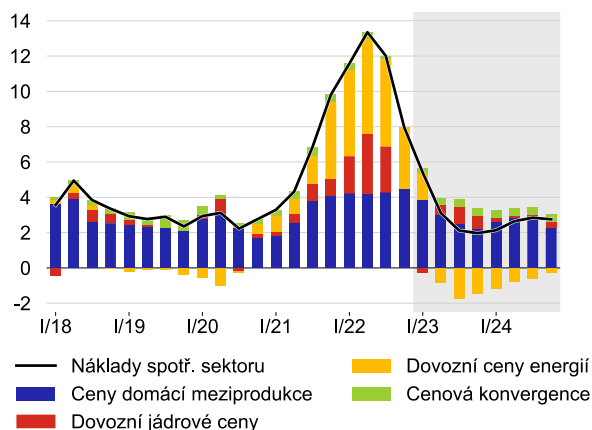
Dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru ve čtvrtém čtvrtletí 2022 zvolnila zejména vlivem zmírnění růstu dovozních cen (Graf III.1). Dovození jádrové ceny působily na růst celkových nákladů neutrálně díky posílení kurzu koruny a zejména kvůli odeznění vysokého růstu cenového jádra zahraničních průmyslových výrobců. V něm se mj. odrazil pokračující ústup obtíží v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. Skokový pokles energetické složky zahraničních výrobních cen v závěru roku se do dovozních cen energií promítl zatím pouze částečně. Jejich příspěvek se tak snížil, k jeho překmitnutí do záporu však dojde vlivem cenových strnulostí až s časovým odstupem. K růstu celkových nákladů v závěru loňského roku také významně přispíval růst cen domácí meziprodukce.

Celkové nákladové tlaky budou letos dále slábnout. Způsobí to zejména pokles dovozních cen energií. V tom se odrazí znatelný propad energetické složky cen zahraničních výrobců, který souvisí s aktuální korekcí cen plynu a elektřiny na komoditních burzách. Příspěvek cen domácí meziprodukce se v letošním roce také sníží. To bude souviset se snižováním aktuálně zvýšených ziskových marží v sektoru meziprodukce a posléze i s postupným zvolňováním mezičtvrtletního mzdového růstu. Dovození jádrové ceny budou letos přispívat k růstu nákladů v průměru mírně kladně. To bude odrážet pokračující, byť relativně mírný růst zahraničních jádrových produkčních cen při očekávaném převážně mírně oslabujícím kurzu koruny. Začátkem příštího roku dynamika celkových nákladů lehce zrychlí a až do konce roku 2024 setrvá mírně nad svou rovnovážnou hodnotou. Za tím bude stát zejména postupně odeznívající vliv poklesu cen energií při stále solidním růstu domácích nákladů.

Graf III.1

Donedávna mimořádně silné nákladové tlaky budou polevovat zejména vlivem poklesu dovozních cen energií

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



Domácí nákladové tlaky se po zesílení koncem loňského roku letos lehce zmírní, nadále však zůstanou na zvýšené úrovni

Ke zrychlení dynamiky domácích nákladů (Graf III.2) ve druhé polovině minulého roku přispěl z velké části zesílený mzdový růst. Z důvodu pokračujícího, avšak jen pozvolného ochlazování ekonomické aktivity během podzimu byl příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů záporný. Souběžně s tím došlo k dalšímu mírnému zhoršení efektivity práce, která tak přispívala k růstu domácích nákladů naopak v proinflačním směru.

Domácí nákladové tlaky se začátkem letošního roku lehce zmírní, stále se však budou pohybovat na zvýšených hodnotách. Jejich hlavním tahounem bude svižný mzdový růst, který bude odeznívat jen pozvolna. To bude odrážet snahu o alespoň částečnou kompenzaci poklesu reálných příjmů z loňského roku. Do mzdových nákladů se také promítá opětovné navýšení minimální mzdy. Ekonomická aktivita v prvním čtvrtletí letošního roku mezičtvrtletně poklesne v důsledku pokračujícího ochlazování domácí poptávky zasažené hlubokým propadem reálných příjmů domácností v důsledku vysoké inflace. Záporný příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů tak výrazně zesílí. Další citelné zhoršení efektivity práce bude i nadále působit v opačném směru, tedy proinflačně, neboť ani přes přechodné zpomalení domácí ekonomiky se situace na trhu práce výrazně nezhorší. V dalším průběhu roku se bude hospodářský výkon mimo jiné v návaznosti na odeznění problémů v globálních a výrobních řetězcích pozvolna zotavovat, přičemž i přes obnovení určitého napětí na trhu s energiemi s příští topnou sezónou ekonomika poroste. Obnoví se tak kladné působení příspěvků ceny kapitálu do domácích nákladů, které bude zhruba vyvažováno protiinflačním působením opětovně rostoucí efektivity práce.

V roce 2024 bude růst nákladů zvyšovat příspěvek ceny kapitálu, neboť dojde ke zřetelnému oživení ekonomického růstu, avšak souběžně s tím naopak zesílí i protiinflační působení efektivity práce. Postupné zchlazování přehřátého trhu práce bude pokračovat i nadále, což povede k určitému zmírnění růstu mzdových nákladů. K viditelnému zmírnění domácích nákladových tlaků tedy v souhrnu dojde až v průběhu příštího roku.

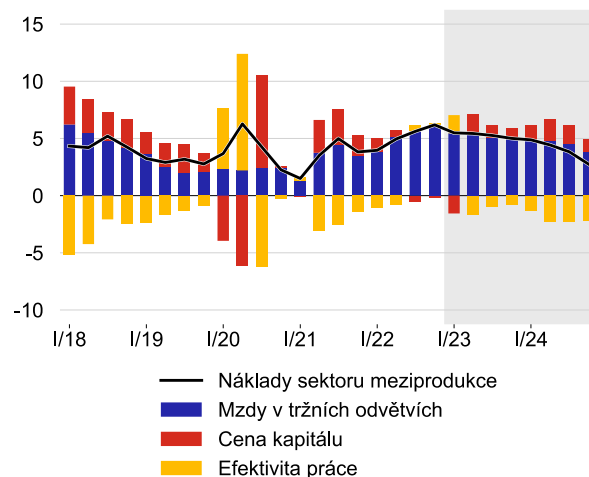
Kladná mezera marží bude začátkem letošního roku kulminovat, poté se bude postupně uzavírat v návaznosti na oslabenou poptávku v prostředí zmírňujícího se růstu nákladů

Dosud výrazně kladná a dále narůstající mezera marží – odrážející zvyšování cen domácími výrobci, prodejci a poskytovateli služeb značně nad rámec růstu nákladů – se v průběhu letošního roku začne uzavírat (Graf III.3). Bude to především důsledkem výrazného útlu soukromé spotřeby, v němž se odrazí snížená

Graf III.2

Domácí nákladové tlaky se v letošním prvním pololetí začnou postupně zmírňovat, do rovnovážného stavu se vrátí až koncem roku 2024

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

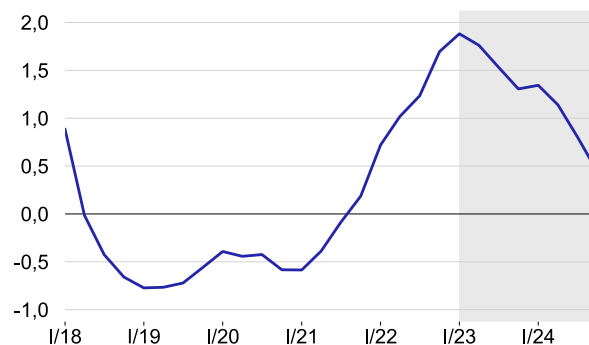


Marže ve spotřebitelském sektoru představují rozdíl mezi cenou a jednotkovými mezními náklady výrobců finálních spotřebních statků. Relativní vyjádření ve formě mezery marží pak ukazuje odchylku aktuálních marží od jejich dlouhodobě rovnovážné hodnoty. Kladná mezera marží tak odpovídá vyšší než obvyklé „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.3

Výrazně kladná mezera marží se bude jen postupně uzavírat v návaznosti na zchlazení domácí poptávky, k němuž přispěje i předchozí zpřísnění měnové politiky

mezera marží u spotřebních statků v %



koupěschopnost domácností i předchozí zpřísňování měnové politiky. Uvedené vlivy budou tlumit spotřebitelský apetit. Prodejci tak budou při nižší poptávce své ziskové marže postupně snižovat, nicméně pokles cen energií – a tedy snižující se dynamika nákladů – vytvoří určitý prostor pro jejich pozvolnější snižování. Opětovný krátkodobý nárůst marží lze navíc očekávat v prvním čtvrtletí příštího roku, kdy prognóza – podobně jako letos – předpokládá další nadprůměrné lednové přecenění. Nicméně v souhrnu převažující postupné uzavírání kladné mezery marží bude na výhledu přispívat ke zpomalování inflace spotřebitelských cen.

Inlace začátkem roku 2023 dočasně zrychlí, ve druhé polovině roku se sníží na jednociferné hodnoty

Ke zvýšení celkové inflace (Graf III.4) v lednu nad 17 % přispěje významné zrychlení růstu regulovaných cen. Příspěvek cen potravin se naopak oproti předchozím měsícům zmírní. Vedle toho se dále sníží jádrová inflace a zpomalí růst cen pohonných hmot. Zdražení zboží a služeb v rámci tradičního lednového přecenění bude větší než dlouhodobý průměr, ale menší, než tomu bylo v loňském roce. V únoru a březnu se meziroční dynamika všech složek inflace bude snižovat. V souhrnu spotřebitelské ceny v letošním prvním čtvrtletí vzrostou meziročně o zhruba 16 %. Poté se bude tempo jejich růstu snižovat a zhruba v polovině letošního roku se vrátí na jednociferné hodnoty. K tomu přispějí všechny složky inflace (Graf III.5). K dalšímu poklesu inflace dojde na počátku příštího roku.

Dynamika regulovaných cen na počátku roku výrazně zrychlí

Lednový růst regulovaných cen bude mimořádně vysoký. Největší měrou se na tom bude podílet bezprecedentní zvýšení cen elektřiny. To bude vyvoláno zdražením silové elektřiny na úroveň vládou stanoveného cenového stropu 6,05 Kč/kWh včetně DPH při současném ukončení platnosti tzv. úsporného tarifu¹². Ten vedl k dočasnému zlevnění elektřiny od října do prosince a značně tak ztlumil dynamiku regulovaných cen ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku. Ve stejném směru bude působit i lednové zdražení tepla, vodného a stočného a regulovaných cen v dopravě. Naopak ceny plynu pro domácnosti se ve většině případů již na konci loňského roku nacházely nad vládou stanoveným cenovým stropem (3,025 Kč/kWh včetně DPH) a v lednu tedy plyn fakticky zlevní. Podrobněji se cenám energií věnuje Box 2 na konci této kapitoly.

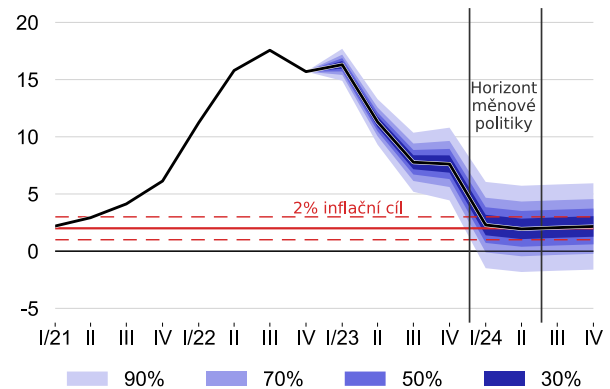
V dalším průběhu letošního roku bude dynamika regulovaných cen postupně zvolňovat, avšak na jeho konci

¹² Minulá prognóza inflace s bezprostředním dopadem úsporného tarifu do jednotkových cen elektřiny nepočítala. Pracovalo se s ním jako s fiskálním kompenzačním opatřením.

Graf III.4

Inlace se v prvním čtvrtletí letošního roku zvýší nad 16 %, poté začne klesat a v první polovině roku 2024 se vrátí do blízkosti 2% cíle

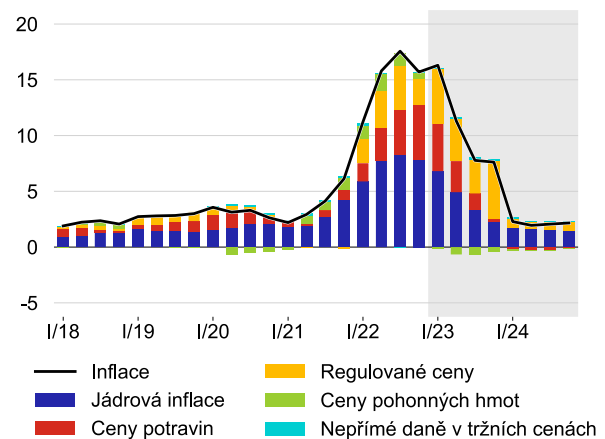
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.5

Růst spotřebitelských cen zůstane i začátkem roku 2023 plošný, vedle jádrové inflace k němu přispěje i výrazné zvýšení příspěvku regulovaných cen a nadále vysoká dynamika cen potravin

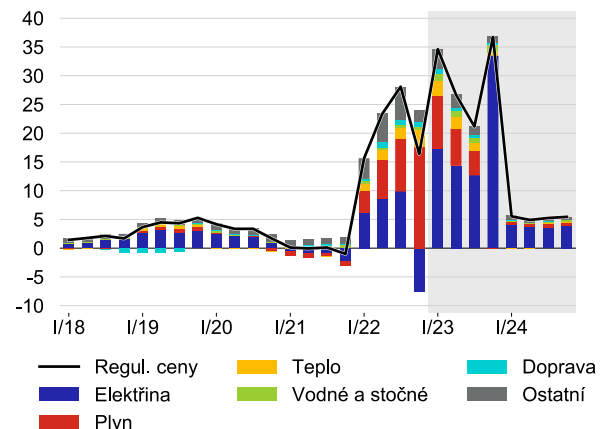
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.6

Dynamika regulovaných cen bude v letošním roce mimořádně vysoká a zároveň i hodně rozkolísaná, citelně se zmírní až v příštím roce

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



se skokově zvýší vlivem snížené srovnávací základny ze závěru minulého roku (Graf III.6). Zklidnění růstu regulovaných cen lze očekávat až v roce 2024. Zároveň však bude opět zaveden poplatek za obnovitelné zdroje energie¹³, takže ani v příštím roce se dynamika regulovaných cen nesníží ke 2 %.

V rámci cenového jádra začala zvolňovat dynamika cen obchodovatelných i neobchodovatelných statků

Jádrová inflace se v průběhu čtvrtého čtvrtletí postupně snižovala, což bylo způsobeno zpomalujícím růstem cen zboží i služeb. V prvním čtvrtletí bude dynamika jádrové inflace dále slábnout (Graf III.5). To bude dáno zejména poměrně rychle zvolňujícím růstem cen průmyslových výrobců v zahraničí, který se přelévá do domácích průmyslových a spotřebitelských cen. Zchlazení domácí poptávky bude působit ve stejném směru. Zmírňující se dynamika jádrové inflace bude také souviset s pokračujícím poklesem příspěvku imputovaného nájemného (Graf III.7), který je její významnou položkou.

Ve zpomalování růstu imputovaného nájemného se projevuje souběh zvolňování meziroční dynamiky cen nových nemovitostí (z 25 % na přibližně 15 % ve třetím čtvrtletí 2022), razantního snižování poptávky po nových hypotékách a snižující se dynamiky cen stavebních materiálů. Růst jejich cen se v posledním čtvrtletí loňského roku dále postupně snižoval až na prosincových 15,8 %. Dynamika cen stavebních prací se v závěru loňského roku držela na hodnotách kolem 12 %. Podle posledních dostupných dat se začal snižovat rovněž meziroční růst cen obydlí jako celku (tedy nových i existujících bytů a domů včetně půdy), a to na přibližně 17 % ve třetím čtvrtletí 2022.¹⁴ Zvolňování bude pokračovat i v následujícím období, mimo jiné vlivem zvýšených úrokových sazeb z hypotečních úvěrů. Snižování jádrové inflace bude s přispěním zpřísněných domácích měnových podmínek a částečného zchlazení trhu práce pokračovat i v průběhu celého letošního roku.

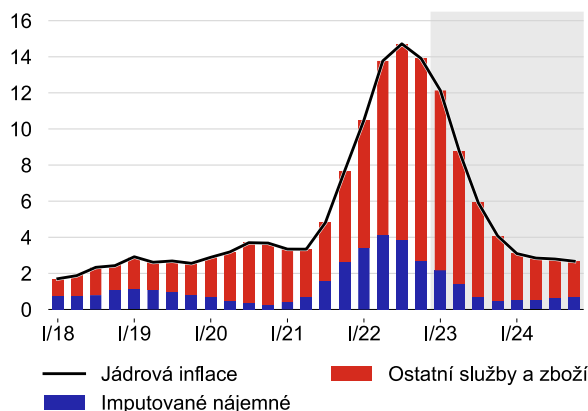
Zdražování potravin kulminovalo ve čtvrtém čtvrtletí 2022

Meziroční dynamika cen potravin dosáhla svého vrcholu v listopadu loňského roku a v prosinci se již začala snižovat. Zvolňování růstu bude pokračovat i v prvním čtvrtletí letošního roku (Graf III.5), k čemuž přispějí snižující se ceny světových agrárních komodit i domácích zemědělských výrobců. V dalším průběhu letošního roku pak dynamika cen potravin zřejmě

Graf III.7

Snižující se příspěvek imputovaného nájemného podpoří pokles jádrové inflace v příštích čtvrtletích

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy dopadů do cen – primární a sekundární. Primárními dopady jsou propočítané cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly plnému (účetnímu) promítnutí daňových změn do cen příslušných položek spotřebního koše. Sekundární dopady změn nepřímých daní zachycují cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní nad rámec jejich primárních dopadů. Sekundární dopady mohou být kladné i záporné. Kladné jsou v případě zvyšování (snižování) nepřímých daní tehdy, když je růst (pokles) cen dotčených položek vyšší (méně výrazný), než by odpovídalo mechanickému promítnutí změn daní. Záporné nastávají naopak v případě, kdy je růst (pokles) cen menší (výraznější), než by odpovídalo zvýšení (snížení) nepřímých daní. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek.

¹³ Opuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR má platnost od října 2022 do prosince 2023. S cenovým dopadem tohoto opatření již přitom pracovala i minulá prognóza.

¹⁴ Měřeno indexem cen bytových nemovitostí (House Price Index) ČSÚ. Tento index přímo nevstupuje do nákladů vlastnického bydlení v rámci CPI (imputovaného nájemného).

zvolní a na konci roku 2023 ceny potravin začnou meziročně klesat.

Ceny pohonných hmot v prvním čtvrtletí 2023 přejdou do poklesu

Pohonné hmoty (po očištění o vliv přechodného snížení spotřební daně na naftu, viz níže) během loňského čtvrtého čtvrtletí v návaznosti na pokles cen ropy a marží v celém výrobním a distribučním řetězci znatelně zlevnily. V prvním čtvrtletí letošního roku ceny u čerpacích stanic zejména vlivem vysoké srovnávací základny meziročně poklesnou a v záporu se jejich dynamika udrží celý letošní rok.

Celková inflace se bude na celém výhledu nacházet nad měnověpolitickou inflací

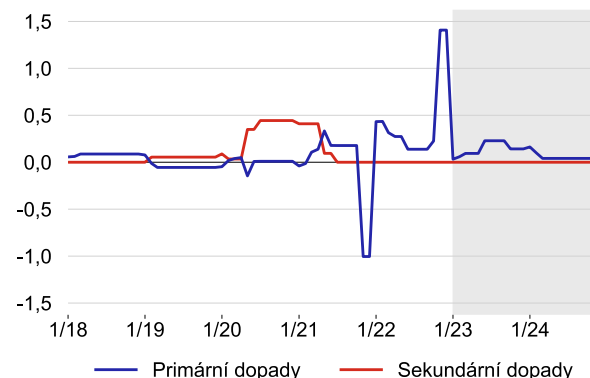
Změny nepřímých daní budou na růst spotřebitelských cen působit vzájemně protisměrně. Snížení spotřební daně na pohonné hmoty o 1,50 Kč/l od loňského června vedlo k mírně zápornému příspěvku změn nepřímých daní do inflace (Graf III.8). U nafty bylo toto snížení spotřební daně prodlouženo až do konce roku 2023, kdy se sazba daně vrátí na původní úroveň.¹⁵ To představuje jediné prognózu uvažované zvýšení nepřímých daní v roce 2024. Od letošního ledna došlo naproti tomu k dalšímu zvýšení spotřební daně na cigarety o 5 %. Ve svém souhrnu budou uvedené změny nepřímých daní zvyšovat růst spotřebitelských cen na celém výhledu. 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 12–18 měsíců, tedy v první polovině roku 2024, se měnověpolitická inflace i díky zpřísněné měnové politice sníží do blízkosti inflačního cíle (Graf III.9).

Graf III.8

Primární dopady změn nepřímých daní budou odrážet změny ve spotřebních daních na tabák a pohonné hmoty

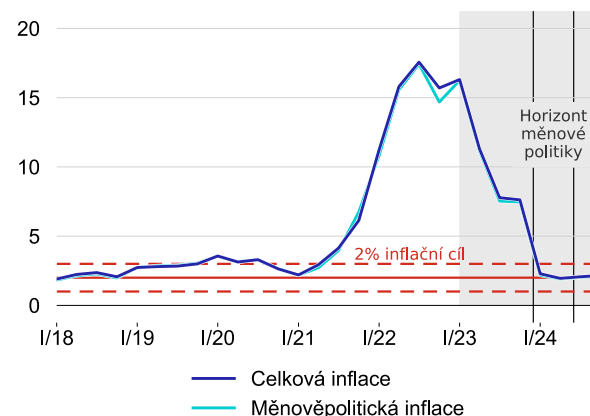
primární a sekundární dopady změn daní, příspěvky v p. b. k meziročnímu růstu cen



Graf III.9

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

celková a měnověpolitická inflace, v %



¹⁵ Spotřební daň na benzín se vrátila na původní úroveň od října 2022.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2022	2023	2024	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	15,1 (-0,7)	10,8 (1,7)	2,1 (-0,2)	Za přehodnocením prognózy inflace v letošním roce směrem nahoru stojí vyšší dynamika regulovaných cen a cen potravin.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	20,9 (-5,3)	29,9 (13,0)	5,3 (-0,5)	Výhled regulovaných cen se pro rok 2023 zvyšuje kvůli zdražení elektřiny (včetně vlivu úsporného tarifu na konci 2022) a vyššímu výhledu cen tepla, vodného a stočného.
Jádrová inflace	% procentní body	13,2 (0,0)	7,7 (-0,7)	2,9 (-0,3)	Za přehodnocením prognózy jádrové inflace směrem dolů stojí rychleji se snižující příspěvek imputovaného nájemného i nižší domácí poptávka.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	12,9 (0,6)	8,3 (2,0)	-0,8 (0,0)	Prognóza cen potravin se pro letošní rok posouvá nahoru vlivem vyššího pozorování v závěru loňského roku.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	33,6 (-1,5)	-15,0 (-14,0)	-1,6 (1,8)	Dynamika cen pohonných hmot se letos znatelně snižuje vlivem rychlejšího zpomalení jejich růstu během čtvrtého čtvrtletí 2022 a nižšího výhledu korunových cen ropy.

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

BOX 2 Dopad zvýšených cen energií na domácnosti a podniky

Silný nárůst cen energií je aktuálně jedním z důležitých inflačních faktorů, neboť platby za energie představují významnou část výdajů domácností. Doba nízkých cen elektřiny a plynu skončila přibližně v polovině roku 2021 a koncem téhož roku začaly energie citelně zdražovat. V loňském roce byla energetická krize ještě umocněna ruskou válečnou agresí na Ukrajině a s ní souvisejícím razantním zdražováním energií na komoditních burzách, které se postupně projevuje v růstu cen pro spotřebitele. Výrazné zvýšení účtů za energie pocítí velká část zákazníků i letos.

Tento box se zabývá vlivem zvýšených cen energií na český cenový vývoj z pohledu jak přímých (tedy dobře měřitelných) dopadů, tak i těch nepřímých, u nichž si musíme vystačit s kvalitativním úsudkem.

Přímé dopady souvisejí se zastoupením elektrické energie (s vahou téměř 4 %) a plynu (takřka 2 %) ve spotřebním koši. Na počátku letošního roku zastavili největší tuzemští dodavatelé zdražování silové elektřiny pro domácnosti na úrovni vládou stanoveného cenového stropu, tedy 6050 Kč/MWh včetně DPH. Pro nejčastější kontrakt, tedy smlouvu na dobu neurčitou pro stávající zákazníky¹, to i tak znamená zdražení v řádu vyšších desítek procent. V průměru se cena silové elektřiny u hlavních dodavatelů zvýšila téměř o polovinu, nejvíce pak u ČEZu (Graf 1). Dodavatelé zároveň zveřejnili hypotetické ceníky obsahující ceny silové elektřiny, které by domácnosti platily, pokud by nedošlo k vládnímu zastropování. Zdražení v těchto hypotetických cenících by bylo ještě výraznější. Například pro zákazníky ČEZu by podle nich byla cena silové elektřiny oproti roku 2022 téměř trojnásobná.

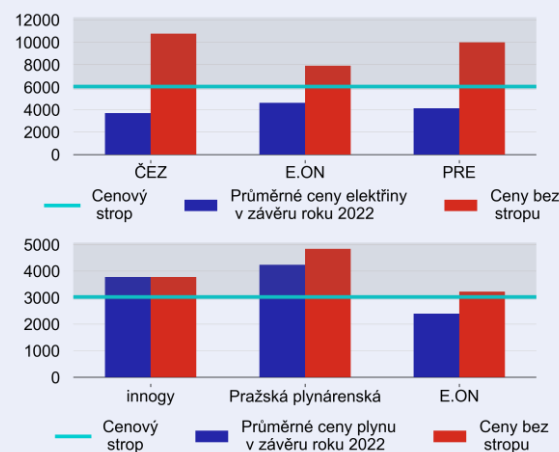
U plynu se ceny pro domácnosti u většiny významných dodavatelů počínaje lednem 2023 snížily na úroveň vládního cenového stropu (tj. 3025 Kč/MWh včetně DPH). Na rozdíl od elektřiny se totiž ve většině případů ceny v závěru roku 2022 již nacházely nad úrovní stropu, a plyn tedy od ledna domácnostem meziměsíčně zlevnil, byť pouze v řádu jednotek procent. Bez cenového stropu by ceny plynu na začátku letošního roku dále rostly, zdražení by však nebylo tak markantní jako u elektřiny (Graf 1).

Nepřímé – tedy zprostředkované – dopady vysokých cen energií se v rámci širokého okruhu spotřebitelských cen projevují přes energetickou náročnost jednotlivých stupňů výrobní a distribuční vertikály ústící spolu s dalšími náklady a maržemi ve finální cenu spotřebovávaných statků. V tomto boxu pracujeme s odvětvími výroby průmyslového spotřebního zboží a potravin. Pro ně je možné spočítat energetickou náročnost² a současně ji lze pomocí tzv. korespondenčních tabulek přiřadit k jednotlivým položkám spotřebního koše v rámci potravin a jadrové inflace (zboží).³

Graf 1

Ceny elektřiny a plynu pro domácnosti by bez cenového stropu byly výrazně vyšší

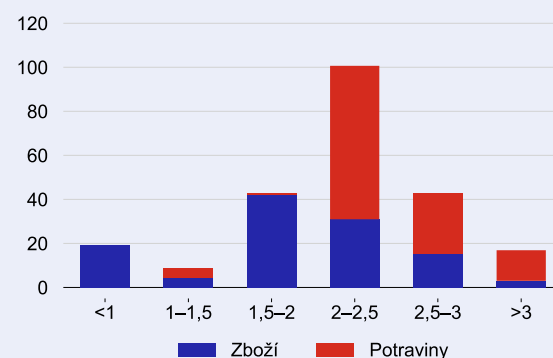
průměrné ceny silové elektřiny a plynu pro domácnosti včetně DPH, největší tuzemští dodavatelé, v Kč/MWh



Graf 2

Energetická náročnost výroby potravin je ve srovnání se spotřebními statky vyšší

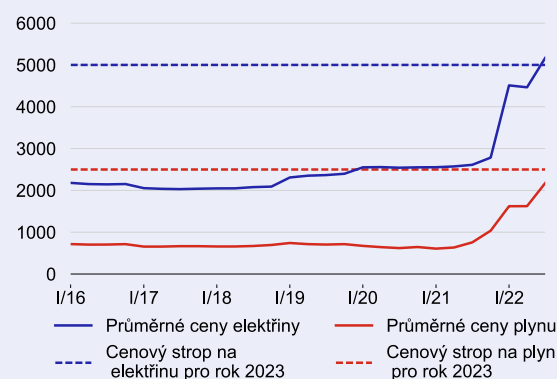
osa x: energetická náročnost v %, osa y: váha položek ve spotřebním koši v ‰



Graf 3

Ceny elektřiny a plynu pro průmysl byly ve třetím čtvrtletí 2022 oproti předchozím letům násobně vyšší

ceny elektřiny a plynu za dodávky pro průmysl, v Kč/MWh bez DPH a ostatních daní



Energetická náročnost průmyslového spotřebního zboží je relativně homogenní a poměrně nízká. Převážně dosahuje 2 % až 2,5 %, přičemž u potravin je ve srovnání s průmyslovým spotřebním zbožím vyšší (Graf 2). Nízký podíl nákladů na energie na celkových výrobních nákladech je však dán dostupností vstupních dat. Poslední dostupná data jsou z roku 2020 – tedy z období, kdy se ceny energií ještě nacházely na zřetelně nižší úrovni (Graf 3). Ve třetím čtvrtletí roku 2022 již byla průměrná cena elektřiny pro průmysl ve srovnání s rokem 2020 více než dvojnásobná, v případě plynu více než trojnásobná.⁴ Cena se v obou případech nacházela poblíž úrovně cenových stropů, které od ledna 2023 začaly platit pro podniky na stejné úrovni jako pro domácnosti⁵. Minimálně pro letošní rok by tak průmysl měl být od dalšího výrazného zdražení energií ochráněn vládním cenovým stropem.⁶

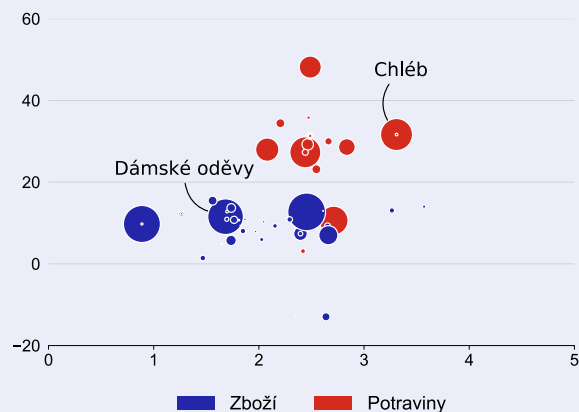
I přes poměrně nízkou energetickou náročnost se ukazuje, že vzhledem k bezprecedentní velikosti tohoto šoku existuje kladný vztah mezi energetickou náročností a nárůstem cen. To platí pro ceny průmyslových výrobců (Graf 4) i pro spotřebitelské ceny (Graf 5). Nárůst cen energií se během posledního roku propisoval nejdříve do výrobních a následně spotřebitelských cen. Vzhledem ke stávajícím cenám elektřiny a plynu pro průmyslové podniky, resp. k jejich zastropování by pak ceny energií v letošním roce nemusely znamenat výrazný impulz pro další zdražování. Růst cenové hladiny energií pro letošní rok oproti letům předešlým by také v průměru neměl znamenat výrazné zhoršení ekonomické kondice podniků.

V průběhu letošního či v příštím roce by se vysoké ceny energií dokonce mohly snížit pod vládní cenový strop (odpovídající přibližně 200 EUR/MWh pro elektřinu a 100 EUR/MWh pro plyn, obojí bez DPH). Ceny burzovních kontraktů na elektřinu a plyn pro ČR s dodávkou v roce 2024 se totiž v návaznosti na energetické úspory, dodávky plynu zajištěné z alternativních zdrojů, zvýšené zapojení obnovitelných zdrojů energie a doposud teplou zimu postupně snižují a aktuálně se nacházejí pod 170 EUR/MWh pro elektřinu a pod 70 EUR/MWh pro plyn (Graf 6). Pokud by tyto ceny zůstávaly i nadále poblíž stávajících úrovní, mohlo by to pro podniky i domácnosti znamenat částečnou úlevu od vysokých výdajů na energie.

Graf 4

Na úrovni produkčních cen je patrný kladný vztah mezi dynamikou cen a energetickou náročností, a to i přes její nízkou úroveň

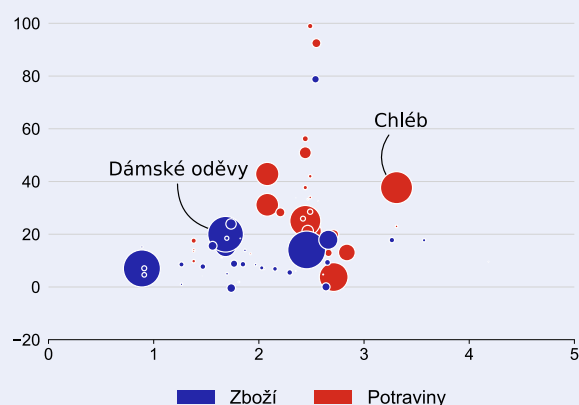
údaje za prosinec 2022, osa x: energetická náročnost v %, osa y: meziroční růst průmyslových cen v %, velikost bubliny odpovídá váze odpovídající položky ve spotřebním koši



Graf 5

Výrazný šok z cen energií se přenáší výrobkovou vertikálou až do spotřebitelských cen

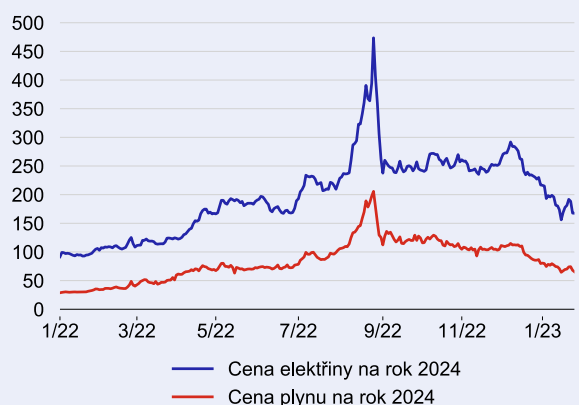
údaje za prosinec 2022, osa x: energetická náročnost v %, osa y: meziroční růst spotřebitelských cen v %, velikost bubliny odpovídá váze položky ve spotřebním koši



Graf 6

Ve vývoji burzovních cen elektřiny a plynu na rok 2024 je patrný sestupný trend

burzovní ceny elektřiny a plynu pro ČR na rok 2024, v EUR/MWh



-
- 1 Po krachu společnosti Bohemia Energy v říjnu 2021 začali dodavatelé elektřiny rozlišovat mezi tzv. stálými zákazníky, pro něž měli elektrickou energii již nakoupenou, a novými zákazníky, pro které kupovali elektrickou energii za aktuální burzovní, tedy zvýšené ceny. Ceníky pro nové zákazníky se tak ve srovnání s těmi pro stávající zákazníky nacházely na výrazně vyšších úrovních. V letošním roce se tak noví zákazníci na vládní cenový strop posunou shora, zatímco stávající zákazníci zezdola.
 - 2 Energetická náročnost pro jednotlivá odvětví se definuje jako podíl energetických výdajů na celkových nákladech, viz např. [Study on energy prices, costs and subsidies and their impact on industry and households](#).
 - 3 Vybrané položky v rámci této analýzy pokrývají zhruba čtvrtinu spotřebního koše. Rovným dílem se na tom podílejí položky potravin a zboží.
 - 4 V posledních letech se elektrická energie a plyn na spotřebě energií průmyslových podniků podílejí přibližně z 60 %.
 - 5 Na rozdíl od domácností jsou cenové stropy pro podniky omezeny na 80 % nejvyšší měsíční spotřeby plynu či elektřiny za posledních pět let.
 - 6 To se však může lišit mezi jednotlivými průmyslovými odvětvími či na úrovni podniků. Podle podzimního průzkumu Svazu průmyslu a dopravy měly v roce 2022 fixovanou cenu elektřiny a plynu přibližně dvě třetiny firem (z toho zhruba polovina na úrovni cen roku 2021), pro rok 2023 je to již jen pětina firem.

BOX 3 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech

Součástí výkonu mandátu ČNB v oblasti cenové stability je pravidelné zpětné vyhodnocování jeho plnění a určení příčin, které vedly k případným odchylkám skutečného cenového růstu od inflačního cíle centrální banky. V rámci transparence měnové politiky ČNB vůči odborné i široké veřejnosti je tato analýza zpracovávána v roční frekvenci jako součást Zprávy o měnové politice.¹ Aktuálně vyhodnocujeme odchylky inflace od 2% cíle v uplynulých dvou letech, tedy za období 2021–2022.

Inlace se během roku 2021 začala rostoucí měrou odchylkovat od 2% cíle ČNB. Začátkem roku 2022 se dokonce vyšplhala na dvouciferné hodnoty (Graf 1). Faktory, které stály za odchylkou inflace od cíle, byly identifikovány pomocí jádrového predikčního modelu². Tato identifikace poskytuje náhled na původ inflačních tlaků, kterým česká ekonomika v posledních dvou letech čelila (Graf 2).

Zahraniční ekonomický vývoj působil v roce 2021 protiinflačně, avšak s postupně se snižující intenzitou. Dominantně se v něm zrcadlil dozvuk klesajících cen zahraničních výrobců z roku 2020, který do domácích cenových tlaků prosakoval se zpožděním. Od jara 2022 začal zahraniční ekonomický vývoj pozvolna nabývat na síle v proinflačním směru. To bylo způsobeno historicky rekordním nárůstem cen zahraničních výrobců v efektivní eurozóně. V něm se projevil sekundární dopady pandemie v podobě narušených globálních výrobních a dodavatelských řetězců a také výrazný nárůst cen energetických komodit na světových burzách. Ten byl navíc umocněn ruskou agresí na Ukrajině, která přizpůsobila již tak enormní růst cen energetických surovin (energetickou krizi). Proinflační působení zahraničních cen na českou ekonomiku bylo identifikováno po většinu hodnoceného období. Jeho vliv však byl částečně zmírňován posilováním kurzu koruny, které zčásti souviselo s pomalejším zpřísňováním měnové politiky ECB. Nárůst úrokových sazeb ECB totiž započal později (v červenci 2022) a s menší intenzitou oproti domácímu utahování měnových podmínek. Zvětšující se úrokový rozdíl (diferenciál) tak vytvářel latentní tlak na silnější kurz koruny a tedy i nižší domácí inflaci.

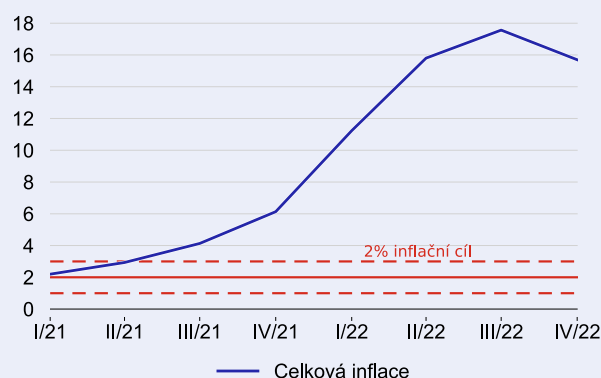
Domácí ekonomika působila na začátku roku 2021 mírně protiinflačně, od jara stejného roku však začala k odchylce inflace od cíle přispívat kladně. Počátkem roku 2021 během třetí (zimní) covidové vlny totiž byla opětovně zavedena vládní protipandemická opatření, která brzdila spotřebu domácností, což působilo protiinflačně. V polovině roku 2021 však došlo k obratu příspěvku domácí ekonomiky do proinflačního směru, protože po uvolnění většiny protipandemických opatření rychle oživovala domácí poptávka. Ta byla vedle odložené spotřeby a vynucených úspor podpořena i zrušením superhrubé mzdy a dalšími štedrými fiskálními opatřeními, a to v podmínkách stále výrazně přehřátého trhu práce a nízké míry nezaměstnanosti. Domácnosti tak i díky silnému spotřebitelskému apetitu akceptovaly rostoucí ceny, což umožnilo podnikům dále zdražovat a růstem ziskových marží si kompenzovat předchozí ztráty z doby pandemie. K již tak silným domácím inflačním tlakům se na přelomu let 2021 a 2022 navíc přidal citelný nárůst regulovaných cen způsobený výrazným zdražením energií na světových burzách. Ten pokračoval i ve zbytku roku 2022. K výrazně kladné a po většinu roku

Měnověpolitické pravidlo v modelu g3+ nastavuje úrokové sazby tak, aby zajistilo návrat inflace k 2% cíli na horizontu měnové politiky. Výhled inflace v sobě odráží prognózu všech relevantních makroekonomických veličin. Důraz na horizont měnové politiky zohledňuje postupnou transmisí úrokových sazeb do budoucího vývoje ekonomiky a následně do inflace. Soustředěním se na inflaci na uvedeném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků. Jejich dopad je přitom měnovou politikou ovlivnitelný v minimální míře. Navíc by případná snaha o jejich rychlé potlačení vyvolávala nadměrné výkyvy v úrokových sazbách, což by destabilizovalo ekonomiku. Součástí měnověpolitického pravidla je vyhlazování úrokových sazeb ze strany centrální banky. Aktivní měnová politika nicméně ve střednědobém horizontu stabilizuje inflaci na cíli, což zpravidla doprovází postupné směřování úrokových sazeb k jejich dlouhodobě neutrální úrovni (3 %).

Graf 1

Inlace se během pozorovaného období postupně vzdalovala od 2% cíle, v roce 2022 dosahovala dvouciferných hodnot

spotřebitelské ceny v %



2022 dále narůstající odchylce inflace od cíle přispíval i plošný charakter inflace, který vedle rychlého růstu nákladů odrážel i zvyšování marží v sektorech, které nebyly růstem cen energií v takové míře zasaženy nebo z něj dokonce profitovaly. Ke snížení odchylky inflace od cíle došlo až koncem roku 2022 v důsledku přijetí vládního opatření proti vysokým cenám energií, tzv. úsporného tarifu (včetně odpouštění poplatku na obnovitelné zdroje energie), který dočasně zmírnil růst regulovaných cen.

Na jaře 2020 kurz koruny skokově oslabil až k 27 CZK/EUR. To bylo způsobeno náhlým zhoršením sentimentu a velkou nejistotou spojenou s covidem. S následným ustoupením pandemie v průběhu roku 2021 kurz koruny znatelně posiloval z předchozích přechodně slabších hodnot. Od druhé poloviny roku 2021 tak působil ve směru záporné odchylky inflace od cíle. V roce 2022 zůstal kurz koruny navzdory opětovně zhoršenému sentimentu v důsledku energetické krize a války na Ukrajině poměrně stabilní, k čemuž přispěly i devizové intervence ČNB. V závěru roku pak kurz dále posiloval především vlivem zlepšení sentimentu finančních trhů vůči našemu regionu, což pramenilo mimo jiné ze zajištění dostatečných zásob plynu na tuto topnou sezónu při příznivém vývoji teplot. Posilování kurzu koruny tak částečně tlumilo výrazný nárůst dovozních cen a působilo v protiinflačním směru.

Bankovní rada vnímala v roce 2021 nejistoty a rizika tehdejších prognóz ČNB převážně jako výrazné a spojené zejména s otevíráním domácí i zahraničních ekonomik v návaznosti na neustále se měnící epidemickou situaci. S tím úzce souvisela nejistota ohledně délky trvání narušeného fungování globálních výrobních a dodavatelských řetězců a jeho promítání do cen. Centrální banka proto na počátku roku 2021 udržovala úrokové sazby blízko nuly. Předpokládané zchlazení poptávkových inflačních tlaků však i kvůli fiskálním opatřením nenastalo, což vedlo k setrvání inflace nad cílem. Zhruba od poloviny roku 2021 bankovní rada komunikovala proinflační rizika prognóz. Zároveň identifikovala riziko zeslabení ukotvenosti inflačních očekávání v podmínkách dlouhodobého přestřelování inflačního cíle. K proinflačním rizikům se později připojily i bezprecedentně vysoký nárůst cen energií a imputovaného nájemného a oslabená reakce kurzu koruny na růst domácích úrokových sazeb.

Na počátku roku 2022 v důsledku vypuknutí války na Ukrajině zesílil již tak prudký růst cen energetických komodit. S tím souviselo i riziko expanzivnější domácí fiskální politiky (přijímaná opatření zaměřená na zmírnění dopadů energetické a uprchlické krize). Značnou nejistotu představovalo budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. Ve druhé polovině roku bankovní rada hodnotila rizika a nejistoty jako výrazné a jdoucí oběma směry. Nově identifikovaným rizikem se staly vzrůstající pravděpodobnost recese v zahraničí a výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky.

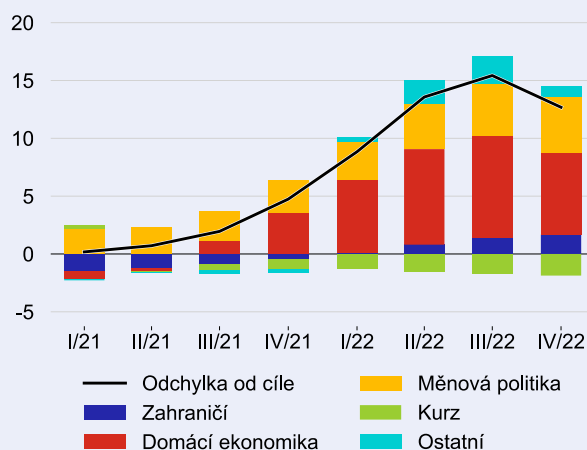
Na mimořádně silné a plošné inflační tlaky ČNB reagovala zvyšováním úrokových sazeb od června 2021, které následně nabralo na razanci během podzimu a pokračovalo až do června 2022. Cílem bylo omezit průsak těchto tlaků do cenového vývoje v delším období, zabezpečit návrat inflace na horizontu měnové politiky do blízkosti 2% inflačního cíle a podpořit ukotvenost inflačních očekávání u cíle tak, aby ČNB naplňovala svůj mandát cenové stability. Celkově ČNB v tomto období v devíti krocích zvýšila 2T repo sazbu o 675 bazických bodů na 7 %.

Inlace se v celém hodnoceném období pohybovala nad 2% inflačním cílem. K proinflačnímu působení měnové politiky se od poloviny roku 2021 přidal vliv přehřáté domácí ekonomiky, resp. trhu práce, a vysoký růst cen energií, který se postupně plošně odrazil ve všech cenových okruzích. To bylo jen v omezené míře vyvažováno protiinflačním působením měnového kurzu a do začátku roku 2022 také zahraničními faktory (zejména průsakem dříve klesajících cen zahraničních výrobců do domácí inflace). Z tohoto hlediska lze ze zpětného pohledu konstatovat, že měnová politika měla být v minulosti výrazně méně uvolněná.³

Graf 2

Výrazné a narůstající přestřelování cíle v letech 2021 a 2022 bylo způsobeno zejména přehříváním domácí ekonomiky, vysokými cenami energií a předchozí uvolněnou měnovou politikou

odchylka měnověpolitické inflace od 2% cíle ČNB, příspěvky v p. b.



Měnověpolitická inflace je inflace, na kterou v prognóze reaguje měnová politika. Je definována jako celková inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní.

-
- 1 Předchozí vyhodnocení plnění inflačního cíle bylo náplní Boxu 3 ve Zprávě o měnové politice – jaro 2022. Počínaje touto Zprávou bude analýza součástí zimního vydání Zprávy.
 - 2 Jádrový predikční model g3+ je používán pro přípravu makroekonomických prognóz ČNB. Současně model g3+ slouží k vyhodnocení naplnění předchozích prognóz včetně určení zdrojů odchylek skutečnosti od hodnocených predikcí i inflačního cíle. Blíže viz Working Paper [The g3+ Model: An Upgrade of the Czech National Bank's Core Forecasting Framework, CNB WP 7/2020](#).
 - 3 Česká ekonomika byla silně přehřátá už delší dobu před tím, než začala čelit covidové pandemii, která byla ze zpětného pohledu identifikována jako negativní nabídkový šok. Reakce ČNB v podobě protikrizových stabilizačních opatření (mj. razantní snížení úrokových sazeb a uvolnění limitů v oblasti finanční stability) byla normou napříč centrálními bankami vyspělých států. Tato podpůrná politika nicméně vedla v kontextu dalších faktorů (včetně uvolnění fiskální politiky) k nadměrné stimulaci poptávky a záhy se ukázala být příliš proinflační. Podrobně se přehřátí české ekonomiky v období covidu věnuje studie [Assessment of the Nature of the Pandemic Shock: Implications for Monetary Policy, CNB Research Policy Notes 1/2022](#).

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na únorovém 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 nové prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry. Se zimní prognózou je konzistentní nejprve nárůst úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem. Nárůst úrokových sazeb na počátku prognózy odráží potřebu snížit na horizontu měnové politiky inflaci do blízkosti 2 %. Počáteční zpřísnění domácí měnové politiky podpořené posíleným kurzem koruny vytvoří spolu s odezníváním nákladových cenových tlaků následně prostor pro postupné snižování úrokových sazeb. Centrální banka v prognóze hledí na horizont měnové politiky vzdálený 12–18 měsíců od současnosti. Tím je tedy aktuálně první pololetí 2024, stejně jako v předchozích dvou prognózách. Vzdálenost horizontu měnové politiky od okamžiku rozhodování se přitom oproti minulé prognóze zkrátila o jedno čtvrtletí, což odráží polevující vnější nákladové tlaky. S prognózou se pojí řada značných rizik a nejistot. Proinflačním rizikem je expanzivnější fiskální politika. Významným rizikem ve stejném směru zůstává i hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání a související riziko mzdově-inflační spirály. Naopak protiinflačním rizikem je výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky. Dalším rizikem ve směru nižší inflace je rychlejší než očekávaný pokles jádrové inflace. Obousměrným rizikem je míra lednového přecenění zboží a služeb, které ovlivní výši meziroční inflace v průběhu celého letošního roku. Obecnými nejistotami výhledu jsou další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

Se zimní prognózou je konzistentní nejprve nárůst tržních úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem

Zimní prognóza implikuje přechodný nárůst krátkodobých tržních úrokových sazeb těsně nad 8 % (Graf IV.1). To v prognóze odpovídá reakci na očekávaný průsak dosavadních mimořádných inflačních tlaků. Úroková reakce je odrazem snahy centrální banky o robustní plnění 2% cíle na horizontu měnové politiky vzdáleném 12–18 měsíců, tj. v první polovině roku 2024. Počáteční zpřísnění měnové politiky podpoří žádoucí přesun aktuální spotřební a investiční poptávky do budoucna a sníží cenové dopady donedávna panujícího převisu poptávky nad nabídkou. To přispěje k ukotvení inflačních očekávání a společně s postupným odezníváním nákladových cenových tlaků povede k poklesu inflace na cíl v první polovině příštího roku. S tím se začne otevírat prostor pro postupné uvolňování měnové politiky, a úrokové sazby se tak budou moci začít v průběhu letošního roku snižovat.

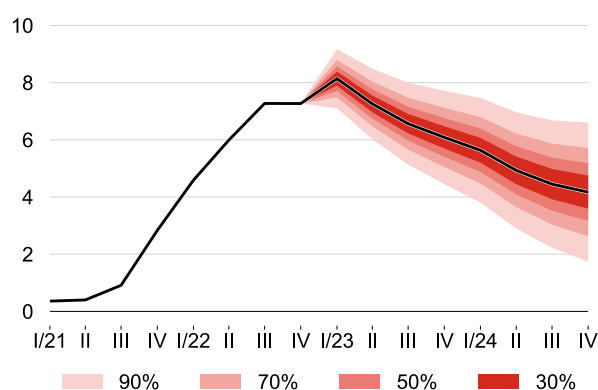
Prognóza pracuje s předpokladem, že centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na horizontu měnové politiky vzdáleném 12–18 měsíců

Donedávna silné vnější nákladové tlaky v poslední době značně polevují a do konce letošního roku

Graf IV.1

S prognózou je konzistentní nejprve nárůst úrokových sazeb následovaný jejich postupným poklesem

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 minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

do velké míry odezní. Ceny energií budou v následujících čtvrtletích tlumit růst nákladů. V delším výhledu se růst cen zahraničních výrobců ustálí na obvyklých umírněných hodnotách. ČNB v předchozích dvou prognózách výjimkovala výrazné cenové pohyby způsobené vnějšími nákladovými šoky, což vedlo k umístění horizontu měnové politiky do vzdálenější budoucnosti oproti jeho původnímu nastavení. Relevance tohoto přístupu v souvislosti s očekávaným vývojem nákladových tlaků odezněla a měnová politika se vrací do svého standardního rámce. V něm je měnověpolitický horizont vzdálen 12–18 měsíců, čemuž v této prognóze odpovídá první polovina roku 2024. Důležitým předpokladem prognózy také zůstává ukotvení střednědobých inflačních očekávání na dvouprocentním cíli, což přispívá k rychlému návratu inflace do blízkosti 2% cíle.

Kurz koruny na přelomu roku zpevnil

Koruna posilovala z úrovně 24,7 CZK/EUR na konci září až na hodnoty kolem 24 CZK/EUR na konci roku. V blízkosti této hodnoty se pohybovala i v průběhu ledna. Klíčovým faktorem posilování koruny na začátku podzimu byl pokles vnější zadluženosti domácího bankovního sektoru v důsledku intervencí ČNB. Ve čtvrtém čtvrtletí pak ČNB na trhu působila již jen okrajově (v říjnu), nadále však deklarovala svou připravenost bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny. Tato komunikace ČNB vedla k posílení zájmu investorů o investice do korunových aktiv, a to na pozadí slabnouceho dolaru vůči euru. K posílení kurzu koruny přispěla vedle toho i dosavadní velmi mírná zima, výrazně snižující burzovní ceny energií a tím i náklady na dovoz energetických surovin do ČR. Průměrný kurz koruny činil ve čtvrtém čtvrtletí 24,4 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení o 4 %.

Kurz koruny během letošního roku oslabí k hodnotám okolo 24,5 CZK/EUR

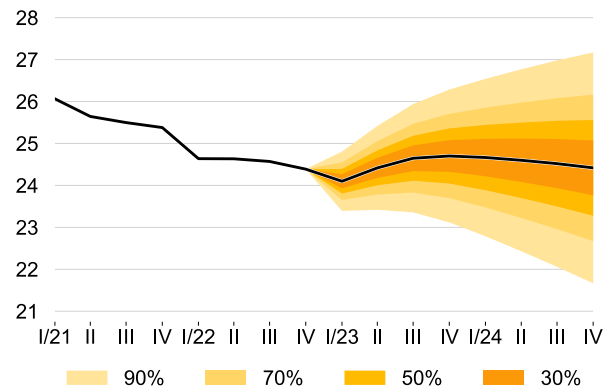
Prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny v prvním čtvrtletí 2023 ve výši 24,1 CZK/EUR. V následujících čtvrtletích kurz postupně oslabí k hodnotám okolo 24,5 CZK/EUR, během příštího roku se pak postupně obnoví jeho posilování (Graf IV.2). Vývoj měnového kurzu bude v letošním roce ovlivněn zužujícím se úrokovým diferencíalem oproti eurozóně (Graf IV.3), což bude působit směrem k jeho oslabování. Tento vliv je však v prognóze tlumen expertními zásahy. Po odeznění negativních dopadů narušených globálních řetězců i bezprostředních ekonomických dopadů válečného konfliktu na Ukrajině dojde k obnovení kladného salda obchodní bilance i ke zlepšení globálního sentimentu. To se následně projeví v pozvolném posilování kurzu koruny během roku 2024.

Tržní výhled úrokových sazeb se v nejbližším horizontu nachází níže oproti prognóze ČNB,

Graf IV.2

Po počátečním posílení bude koruna v letošním roce mírně oslabovat, ke zpevnění se vrátí v průběhu příštího roku

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

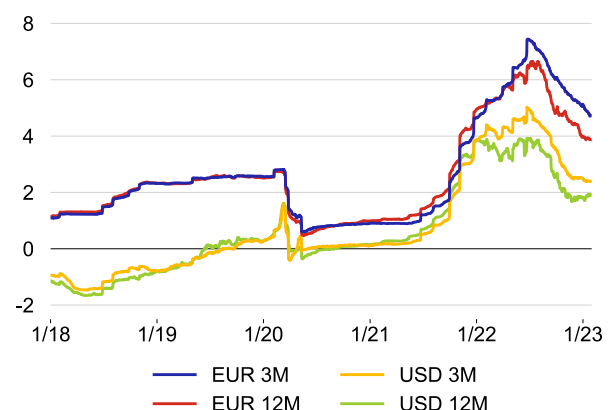


Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Soustředěním se na inflaci na daném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků, jejichž dopad je měnovou politikou ovlivnitelný pouze v minimální míře.

Graf IV.3

Úrokový diferenciál vůči eurovým i dolarovým sazbám se postupně zužuje

procentní body, diferenciál sazeb na českém peněžním trhu vůči sazbám v EUR a USD



trajektorie kurzu očekávaná analytiky je podobná predikci centrální banky

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA v posledních týdnech a měsících mírně kolísá s převládající tendencí k poklesu. Aktuálně trh očekává pozvolné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled se přitom do jara letošního roku nachází oproti prognóze ČNB na nižší hladině. Pro únorové měnověpolitické jednání všichni respondenti šetření IOFT očekávali ponechání 2T repo sazby na stávající úrovni. V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v rozmezí 5 % až 6,75 % (v průměru 5,9 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v průměru očekávají v ročním horizontu mírné oslabení kurzu koruny ze současných hodnot (Tab. IV.1) a jimi předpokládaná kurzová hladina je tak zhruba stejná jako výhled centrální banky. Oslabení kurzu koruny analytici připisují očekávanému poklesu ekonomiky, která je vysoce závislá na dovozu drahých energetických surovin. S tím souvisí zhoršování zahraničního obchodu a běžného účtu platební bilance, což vyvíjí tlak na oslabení české měny. Stejným směrem by měl působit i zužující se úrokový diferenciál. Výraznějšímu oslabení koruny by podle analytiků zabránily případné devizové intervence ČNB. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku dosahuje v uvedených šetřeních dvou, resp. tří korun.

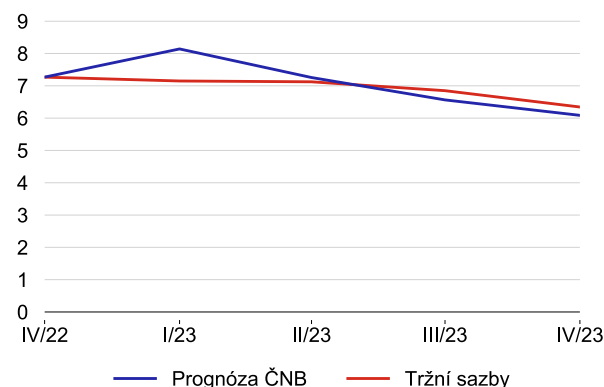
Komunikace členů bankovní rady ohledně budoucího nastavení sazeb vyvíjela různorodě

Pět členů bankovní rady ve své komunikaci preferuje stabilitu sazeb, neboť stávající úroveň úrokových sazeb dle nich působí dostatečně restriktivně na domácí ekonomiku. Dva z nich připustili, že by mohlo dojít ke zvýšení sazby, pokud by v ekonomice narůstaly poplávkové tlaky a v lednu by došlo k výraznějšímu než očekávanému přecenění. Vymezují se přitom proti zvýšení sazeb z preventivních důvodů. Zbývající členové bankovní rady se v období od prosincového měnového jednání vyjádřili pro zvýšení měnověpolitické sazby s cílem urychlit tempo snižování inflace. Někteří členové bankovní rady se vyjádřili k délce období vyšších sazeb v tom smyslu, že by nechtěli slibovat, že sazba začne v příštím čtvrtletí klesat. Komunikovali, že ke snížení sazby přistoupí, až dojde k odeznění inflačních tlaků.

Graf IV.4

Trh očekává na únorovém zasedání stabilitu sazeb a oproti prognóze ČNB leží výhled trhu krátkodobě na nižší hladině

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro IV/22 3M PRIBOR, pro I/23 až IV/23 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. lednu 2023.

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. Od konce června 2022 tento rozdíl dosahuje 0,2 až 0,3 procentního bodu.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků pohybují již několik měsíců nad inflačním cílem, u podniků dosahují 7 %

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

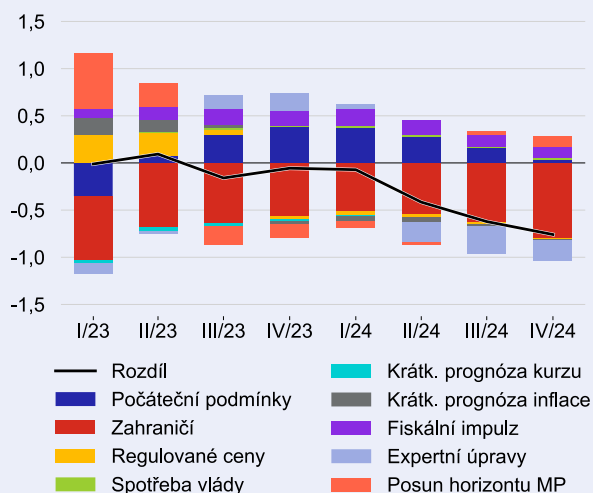
	9/22	10/22	11/22	12/22	1/23
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	6,7	6,2	7,3	7,0	4,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,8	2,7	2,5	2,7	2,6
Reálný HDP v roce 2022	2,4	2,4	2,4	2,4	
Reálný HDP v roce 2023	1,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Nominální mzdy v roce 2022	6,8	7,0	6,6	6,6	
Nominální mzdy v roce 2023	7,7	8,0	7,6	7,4	8,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,0	25,1	24,9	24,7	24,4
2T repo (v %)	6,0	5,9	6,0	6,0	5,9
1R PRIBOR (v %)	6,0	6,0	6,0	5,7	5,7
Podniky:					
Index spotřebitelských cen				10,2	
Index spotř. cen v horizontu 3R				7,0	
CF:					
Reálný HDP v roce 2022	2,4	2,4	2,4	2,4	
Reálný HDP v roce 2023	0,8	0,4	0,1	0,1	0,0
Nominální mzdy v roce 2022	7,2	6,7	6,8	6,3	
Nominální mzdy v roce 2023	7,6	8,1	7,8	7,6	7,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,9	24,8	24,8	24,7
3M PRIBOR (v %)	5,5	6,1	5,9	5,8	5,4

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.5

Trajektorie úrokových sazeb se v příštím roce posouvá níže

rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



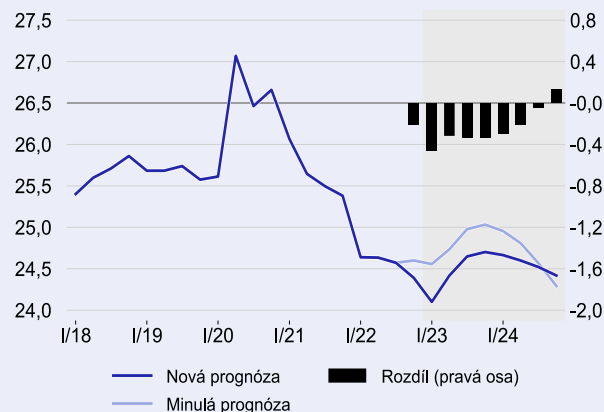
Srovnání trajektorie sazeb s minulou prognózou (Graf IV.5)

- Výhled **zahraničí** působí na celém horizontu prognózy ve směru nižších sazeb. To je zejména důsledkem podstatně nižší dynamiky energetické složky cen zahraničních výrobců ve srovnání s minulým výhledem. V opačném směru působí výraznější očekávané zpřísňování měnové politiky ECB včetně nedávno ohlášeného snižování její bilance.
- **Počáteční podmínky** působí nejprve ve směru nižších sazeb, což je důsledkem jejich nižší výchozí hodnoty a efektu vyhlazování v reakční funkci. Dále na výhledu počáteční podmínky působí ve směru mírně vyšších úrokových sazeb, což odráží především rychlejší mzdovou dynamiku a menší propad domácí ekonomické aktivity na konci loňského roku.
- K mírně vyšším sazbám v letošním roce pak vede nastavení **krátkodobé prognózy inflace** a výhled rychlejšího růstu **regulovaných cen**.
- Kladný příspěvek **fiskálního impulzu** odráží překvapivě nízkou intenzitu čerpání energetických podpor v závěru loňského roku, což bude znamenat mírnější meziroční snížení vládní finanční podpory v letošním roce oproti minulé prognóze.
- **Expertní úpravy** působí nejprve zhruba neutrálně. Expertní zohlednění výraznějšího poklesu domácí poptávky na začátku letošního roku oproti minulé prognóze je totiž téměř vyváжено protisměrným působením sníženého růstu efektivity práce. Na celém výhledu jsou přítomny expertní úpravy snižující vliv zužujícího se úrokového diferenciálu na měnový kurz, které působí směrem k nižším

Graf IV.6

Kurz koruny bude zejména v letošním roce oproti minulé prognóze silnější

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



sazbám. Tyto úpravy jsou ve druhé polovině letošního roku převáženy efektem expertního tlumení průsaku zpomalujících nákladů do spotřebitelských cen v prostředí vysoké inflace.

- **Přiblížení měnověpolitického horizontu** o jedno čtvrtletí působí v první polovině letošního roku ve směru vyšších úrokových sazeb.
- **Kurz koruny** se bude v letošním roce nacházet na silnějších úrovních než v minulé prognóze, což působí na přehodnocení trajektorie úrokových sazeb nepatrně směrem dolů.

Srovnání kurzu koruny s minulou prognózou (Graf IV.6)

- Posun kurzu k silnějším hodnotám je na bližším konci prognostického horizontu dán jeho **pozorovanými hodnotami**. Stejným směrem působí i předpoklad o omezeném průsaku rychle se zvyšujících úrokových sazeb v zahraničí skrz **úrokový diferenciál** do kurzu koruny.

Podmínky dlouhodobého financování se autonomně uvolnily

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly zhruba stabilní od konce června, kdy došlo k poslednímu zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB. Ve čtvrtém čtvrtletí se tuzemské sazby s delší splatností převážně snižovaly, a to zejména vlivem poklesu rizikové premie. Naopak úrokové sazby na zahraničních trzích se v souhrnu výrazně nezměnily. Jejich volatilita souvisela s nejistotou, jak hluboká bude hrozící recese v jednotlivých ekonomikách a nakolik centrální banky zpřísní měnové podmínky ve snaze zkrotit inflaci (Graf IV.7).

Během ledna pokles dlouhodobých sazeb v ČR pokračoval v prostředí optimistické nálady na trhu, posilujícího kurzu koruny a nižší než očekávané inflace. V porovnání s koncem září se sazby IRS snížily až o 0,9 procentního bodu, výnosy státních dluhopisů¹⁶ až o 0,8 procentního bodu. Autonomně se tak uvolnily podmínky dlouhodobého financování. Záporný sklon domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal zhruba zachován (Graf IV.8).

Vývoj domácích tržních sazeb se promítá do klientských úrokových sazeb

Sazba z úvěrů podnikům se po výrazném nárůstu v předchozím období pohybovala v průběhu čtvrtého čtvrtletí v blízkosti 9 % (Graf IV.9). Sazba z nových čistých hypoték vlivem postupného přenosu předchozího růstu dlouhodobých tržních úrokových sazeb setrvala v prosinci na 6,1 %. Sazba z nových úvěrů na bydlení ale zůstává pod pěti procenty, jelikož zahrnuje mimo jiné i refixace hypoték, které se u některých bank sjednávají s výrazným časovým předstihem. Úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností se ve čtvrtém čtvrtletí pohybovala kolem úrovně 6,1 %, což se projevilo v dalších přesunech částí vkladů do těchto více úročených produktů, i když v menší míře než v předešlých čtvrtletích. Sazba z jednodenních vkladů zůstává nízká v důsledku vývoje sazby na běžných účtech, které nadále tvoří významnou část vkladů domácností.

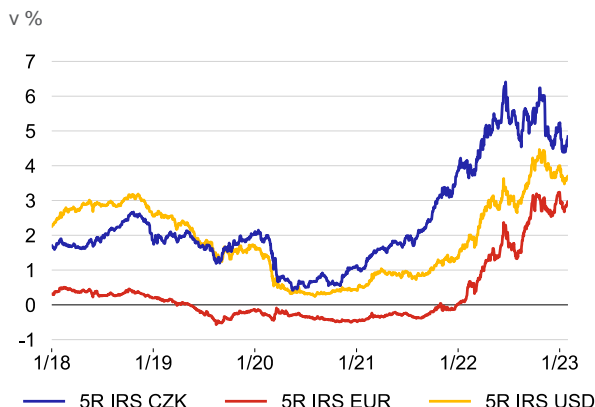
Dynamika úvěrů soukromému sektoru v návaznosti na zvýšené úrokové sazby zpomalila

Nárůst úrokových sazeb doprovázený zvýšenými životními náklady domácností přispěl k plošnému snížení poptávky po úvěrech na bydlení. Projevilo se to v dalším prohloubení meziročního poklesu nových čistých hypoték na -81,2 % v prosinci. Mírnější ochlazení poptávky pozorujeme u úvěrů na spotřebu, kde nové čisté úvěry meziročně poklesly o zhruba 6 %. To vede ke

¹⁶ V roce 2022 Ministerstvo financí emitovalo státní dluhopisy na primárním trhu za 378 mld. Kč a eurové dluhopisy za 1 mld. EUR. Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2023 předpokládá emise v objemu 400 až 500 mld. Kč.

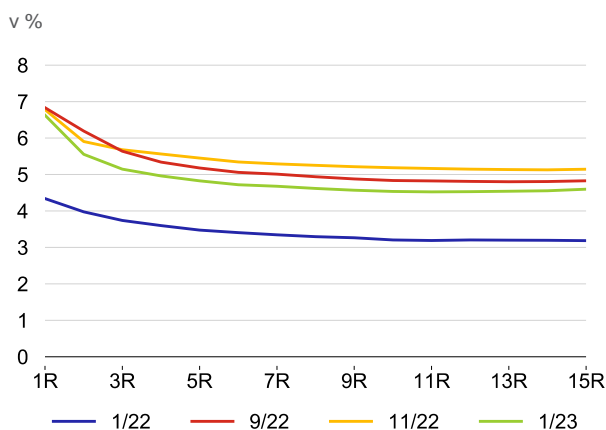
Graf IV.7

V posledních měsících úrokové sazby s delší splatností v ČR výrazně klesly, zatímco v zahraničí zhruba stagnovaly



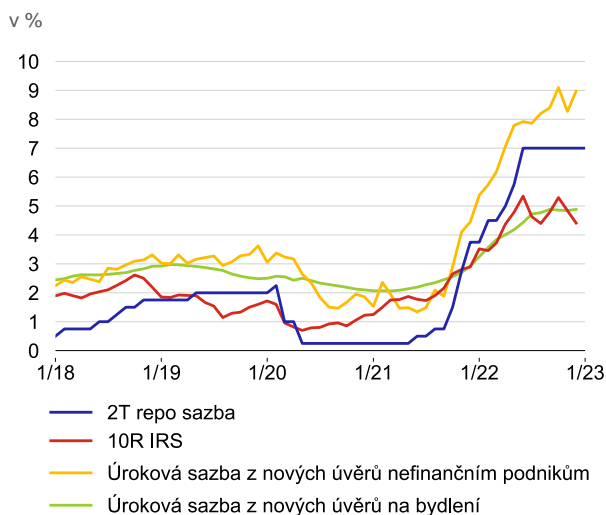
Graf IV.8

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se posunula níže, stále je přitom negativně skloněná



Graf IV.9

Úroková sazba z nových úvěrů podnikům se pohybuje v blízkosti 9 %, u nových úvěrů na bydlení leží o zhruba 4 procentní body níže



zpomalení růstu obou kategorií úvěrů a obdobný vývoj prognóza očekává i v dalších dvou letech (Graf IV.10).

Dynamika stavu úvěrů podnikům také zpomalila, k čemuž přispíval pokračující pokles objemu korunových úvěrů i zvolnění růstu úvěrů v cizí měně. Podíl cizoměnových úvěrů setrval v prosinci na 45,2 %, růst tohoto podílu tak v posledním čtvrtletí zvolnil, částečně v důsledku snížení úrokového diferenciálu vůči zahraničí. V návaznosti na růst cen vstupů a zvýšenou potřebu financování provozního kapitálu podniků silně rostou krátkodobé úvěry, na druhé straně poptávka po dlouhodobých investičních úvěrech klesá. Dle prognózy bude růst úvěrů podniků dále zpomalovat v reakci na vysoké úrokové sazby a očekávané ochlazení ekonomického růstu (Graf IV.10).

Růst množství peněz v ekonomice se mírně zvýšil

Ve čtvrtém čtvrtletí dynamika peněžního agregátu M3 mírně zrychlila v průměru na 7,3 % (Graf IV.11). Z hlediska zdrojů tvorby peněz k růstu M3 přispíval přírůstek úvěrů soukromému sektoru, jakož i příspěvek emise dluhu vládních institucí. Naproti tomu čistá zahraniční aktiva klesala, a to v podmínkách vysokých cen energií přispívajících k deficitu obchodní bilance. Nárůst úrokových sazeb se projevuje v poklesu vysoce likvidního agregátu M1 a přesunu části vkladů do více úročených produktů.

Rizika a nejistoty prognózy jsou výrazné a jdoucí oběma směry

V kontextu déletrvajících vysoké inflace, která setrvává na dvojciferných hodnotách až do poloviny letošního roku, přetrvává riziko odkotvení inflačních očekávání od 2% inflačního cíle ČNB, kterému se podrobněji věnujeme níže. Toto riziko se může projevit již v lednovém (případně únorovém) přecenění zboží a služeb.

Významným proinflačním rizikem prognózy je odpoutání inflačních očekávání od 2% inflačního cíle ČNB

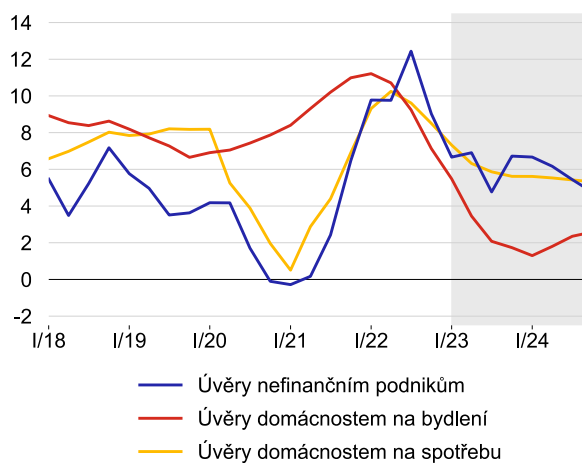
Ukotvenost inflačních očekávání zajišťuje, že šoky do inflace (např. z titulu růstu cen energií nebo oslabení kurzu) mají tendenci relativně rychle vymizet. Pokud však inflační očekávání nejsou dostatečně ukotvena, větší cenové šoky mohou způsobit perzistentní dopady do inflace. Odpoutaná inflační očekávání by měla za následek další tlak na růst cen, např. v podobě delšího přetrvání vysoké mzdové dynamiky či zvýšené tvorby ziskových přírážek, případně uspořádání budoucí spotřeby. To by vedlo k pozvolnějšímu a delšímu návratu inflace k 2% cíli ČNB. Simulace v ZoMP podzim 2022 ukázala, že zvýšená inflační očekávání by si vyžádala přísnější měnovou politiku.

Dostupné ukazatele signalizují, že riziko odkotvení inflačních očekávání nadále přetrvává. Inflační

Graf IV.10

Dle prognózy růst úvěrů domácnostem i podnikům dále zpomalí

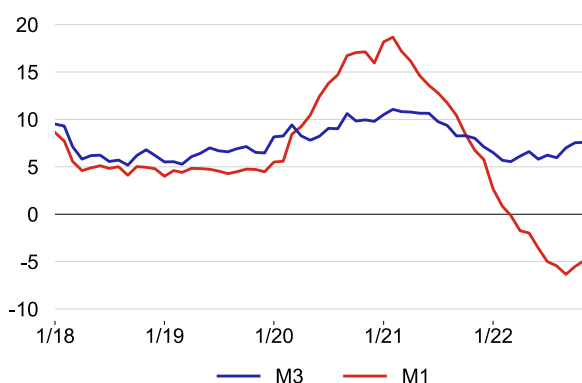
roční míry růstu v %



Graf IV.11

Dynamika peněžního agregátu M3 se mírně zvýšila

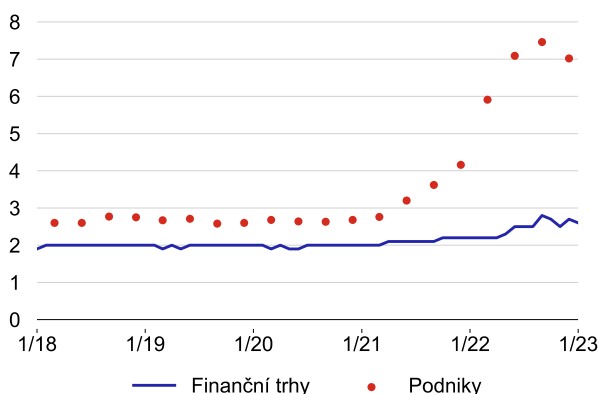
roční míry růstu v %



Graf IV.12

Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků mírně poklesla, nadále jsou však vysoko nad 2% cílem

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu zůstala v prosinci nad 10 %. Ve tříletém horizontu mírně poklesla na 7 %, i tak se však pohybují výrazně nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.12). V průzkumu Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB jsou podniky dotazovány i na vývoj svých výrobních cen v ročním horizontu. U tohoto výhledového ukazatele došlo v prosinci k výraznému nárůstu na 10 %. Konjunkturální šetření Evropské komise ukazují, že podíl podniků očekávajících růst cen svých výrobků a služeb se v nejbližším období sice snížil, zůstává však vysoký.

U domácností také přetrvávají obavy z růstu cen. Ukazatel inflace vnímané domácnostmi v šetření Evropské komise se pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot. Indikátor inflace očekávané v ročním horizontu v posledních měsících klesal, většina respondentů však stále očekává pokračující růst cen (Graf IV.13). Dle konjunkturálního šetření ČSÚ spotřebitelé zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace. Přetrvává také zhoršený výhled jejich finanční situace, což souvisí především s rychlým zdražováním energií spojených s bydlením.

Analytici v tříletém horizontu nadále prognózuji inflaci znatelně nad 2% cílem ČNB (v lednovém šetření IOFT v průměru očekávali 2,6 %). Tato část veřejnosti je přitom s měnověpolitickým režimem centrální banky velmi dobře obeznámena, a má proto obvykle vysokou důvěru v její schopnost inflační cíl ve střednědobém horizontu plnit.

Domácí nejistoty souvisejí se spotřebou, trhem práce a fiskální politikou

V domácí ekonomice panuje nejistota ohledně toho, jak hluboký je pokles spotřeby domácností na konci loňského roku a začátkem roku letošního. Spotřeba je ovlivněna souběhem mnoha faktorů spojených s vysokými cenami energií a souvisejícím propadem reálných příjmů a špatného spotřebitelského sentimentu.

Související nejistotou je vývoj na trhu práce, který i přes zchlazení v loňském roce zůstává velmi robustní, a to i v evropském srovnání. Otázkou je, jakou měrou se bude vysoká inflace promítat do mzdových kontraktů v letošním roce.

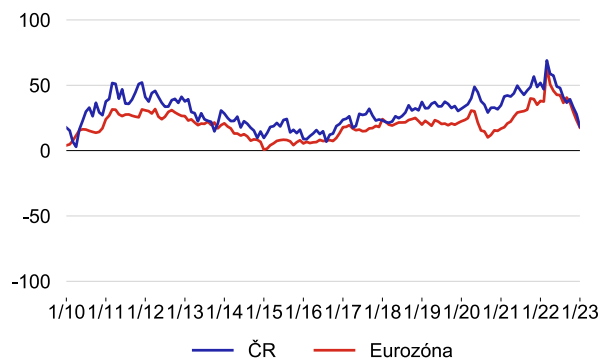
Další nejistotou je působení fiskální politiky v letošním a příštím roce. Fiskální vývoj bude významně ovlivněn zejména dopadem diskrečních opatření na podporu domácností a firem. Ta byla přijata v souvislosti s rostoucí inflací a cenami energií. Jejich fiskální dopady¹⁷ budou záviset na podmínkách na energetickém trhu,

¹⁷ Aktuálně se předpokládá, že zavedení cenových stropů na energie bude mít v kombinaci s příjmy ze zdanění nadměrných zisků energetických odvětví a bank a s odvodem z výroby elektrické energie v nadcházejících dvou letech příbližně neutrální dopad na hospodaření veřejných financí. Vyprchání podpůrných energetických kompenzací by mělo v příštím roce přispět k významnému snížení salda hospodaření vládního sektoru a k restriktivnímu působení fiskální politiky.

Graf IV.13

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně zůstávají zvýšená

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, vzorek cca 1000 domácností, saldo odpovědí, očekávání mohou nabývat hodnot -100 až 100



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.

přičemž zde je další vývoj stále velmi nejistý (viz též níže). Ve směru k více restriktivnímu působení fiskální politiky v příštím roce může působit avizovaný konsolidační balíček vlády. Konsolidační balíček by měl obsahovat zvýšení některých daní a zavádět úspory na výdajové straně rozpočtu. Jeho konkrétní podoba však vzejde až z nadcházejících diskusí na vládě. Vláda plánuje předložit tento balíček ke schválení v parlamentu koncem jara.¹⁸

Zdrojem nejistoty zůstává i zahraniční ekonomický vývoj

V posledních týdnech došlo ve výhledech k poměrně výraznému obratu směrem k nižšímu cenovému růstu v zahraničí. Tyto nové výhledy jsou však spojeny s velkou mírou nejistoty. Obdobná nejistota panuje ohledně rychlosti a intenzity zpřísnování zahraniční měnové politiky. Americký Fed a ECB budou pravděpodobně pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb včetně snižování svých bilancí (v případě ECB od jara 2023). V kontextu slábnoucí globální poptávky a negativního sentimentu domácností není ovšem jisté, kde se bude nacházet vrchol jejich úrokových sazeb.

Dodatečné vyhlazování úrokových sazeb vede k lehce vyšší inflaci

S tím, jak se přibližujeme okamžiku, kdy bude potřeba zpřísnování měnové politiky vystřídána potřebou jejího postupného uvolňování, nabývají na důležitosti úvahy o optimální míře vyhlazování pohybů úrokových sazeb. V modelovém pravidle již k vyhlazení úrokových sazeb dochází. Zvýšení úrokových sazeb na začátku prognózy je důležité pro robustní návrat inflace k 2% cíli na horizontu měnové politiky.

Lze však uvažovat o takové měnověpolitické reakci, která by na začátku nedoručila toto zpřísnění měnové politiky, avšak následně by tuto odchylku kompenzovala pozdějším zahájením cyklu snižování úrokových sazeb. Za tímto účelem byla sestavena simulace stability úrokových sazeb na současné úrovni po dobu tří čtvrtletí (viz níže).

Větší vyhlazení sazeb vede k lehce vyšší inflaci v letošním roce. Stejně jako v případě základního scénáře se tento scénář opírá o předpoklad ukotvených inflačních očekávání.

¹⁸ V opačném směru naopak bude mít vliv zvýšení platů učitelů na úroveň 130 % celostátního mzdového průměru od příštího roku, které prošlo prvním čtením v Poslanecké sněmovně, ale prozatím není součástí prognózy.

Simulace stability sazeb

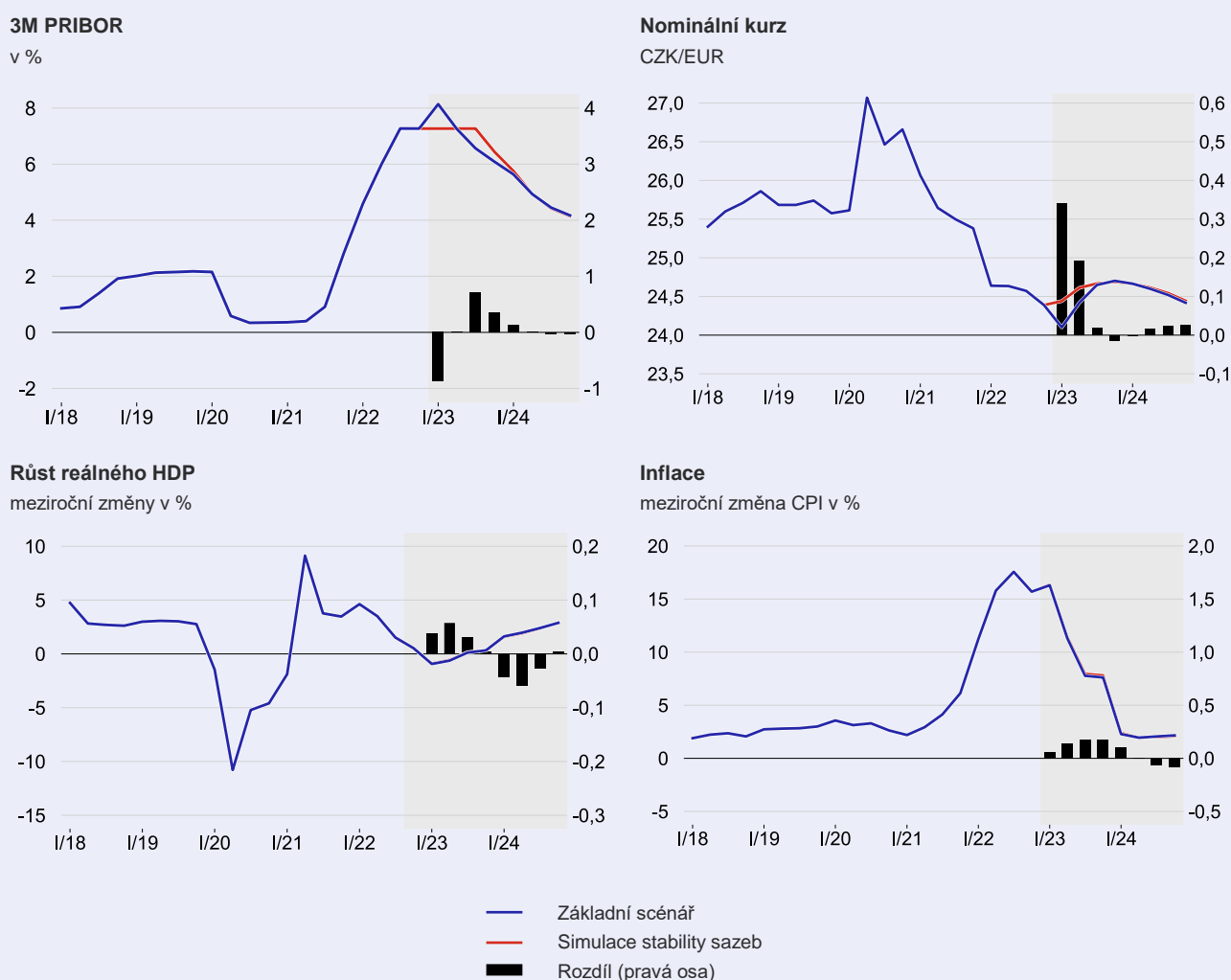
V této simulaci jsou úrokové sazby drženy na stávající úrovni po dobu tří čtvrtletí. Simulace nadále předpokládá, že měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a inflační očekávání zůstávají ukotvena na 2% cíli.

Trajektorie tržních úrokových sazeb je oproti základnímu scénáři v prvním čtvrtletí letošního roku nižší. To vede ke slabšímu kurzu koruny na počátku výhledu ve srovnání se základním scénářem. Následně se úroková trajektorie nachází výše oproti základnímu scénáři, což vytváří prostor pro návrat kurzu na trajektorii ze základního scénáře. V letošním roce inflace setrvává na vyšších hodnotách oproti základnímu scénáři, a to právě zejména z důvodu slabšího kurzu koruny. Na horizontu měnové politiky, tj. v první polovině příštího roku, se inflace navrátí do blízkosti 2% cíle. To je způsobeno restriktivnějším působením úrokových sazeb ve druhé polovině letošního roku oproti základnímu scénáři.

Graf IV.14

Větší vyhlazení sazeb vede k lehce vyšší inflaci v letošním roce

srovnání základního scénáře se simulací stability sazeb



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
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
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	5189,6	5320,5	5305,8	5423,9
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4141,9	4344,6	4627,4	4794,9	5116,8	5416,4	5793,9	5710,7	6107,0	6805,4	7446,1	7857,6
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,0	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,5	-0,3	2,2
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	4,1	-0,3	-2,2	3,2
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,3	1,4	1,3
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-4,2	7,1	13,1	-3,9	6,5	7,7	4,5	-9,2	19,1	6,8	-7,8	-2,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,9	-6,0	0,8	5,1	0,9	4,7
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	5,2	6,2	6,5
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	4,7	1,9	5,0
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	124,5	318,9	407,2
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,8	2,1
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	29,9	5,3
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	12,9	8,3	-0,8
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,2	7,7	2,9
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-15,0	-1,6
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	14,6	10,6	2,1
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	3,6	0,4
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	5,9	32,4	-4,7	-7,8
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	4,7	6,5	8,5	6,9
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	7,2	9,1	7,7
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	5,0	1,5	0,9	-9,2	-0,4	4,6
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,3	7,5	4,6
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,8	-0,1	2,4
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	2,4	2,7	3,3
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	3,4	4,4	5,3
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,9	0,7	1,3	1,8	1,5	1,2	-0,1	-1,6	-1,5	1,6	-0,4	-0,1
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	1,0	0,0	0,0
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-311,5	-268,2	-335,0	-220,0
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,9	-4,5	-2,8
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,8	2929,5	3283,2	3519,7
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	43,0	44,1	44,8
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	73,3	-130,2	97,1	206,9
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,2	-1,9	1,3	2,6
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	110,1	103,0	129,1	127,8
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	-389,6	-34,5	38,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-0,8	-5,7	-0,5	0,5
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-4,8	-120,0	-90,0	-90,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	23,4	23,0
Kč/EUR (průměr)	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,5	24,6
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	6,5	9,2
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	6,7	4,5
3M PRIBOR (% , průměr)	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,0	4,8
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	0,3	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,0	3,9	2,7	0,5	1,3
Zahraniční HICP (% , 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	9,2	6,2	2,3
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	10,8	35,0	-0,8	-1,3
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	98,9	80,7	76,4
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,3	3,1
USD/EUR (průměr)	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,0	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.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1329,2	1333,3	1329,9	1328,1	1316,8	1324,9	1331,6	1332,4	1338,2	1351,1	1363,7	1370,9
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1637,6	1677,3	1739,3	1751,3	1794,8	1854,0	1885,9	1911,5	1931,7	1953,8	1975,3	1996,9
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,6	3,5	1,5	0,5	-0,9	-0,6	0,1	0,3	1,6	2,0	2,4	2,9
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,6	0,3	-0,2	-0,1	-0,9	0,6	0,5	0,1	0,4	1,0	0,9	0,5
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	8,2	0,4	-5,7	-3,3	-4,8	-4,2	-0,3	0,6	3,1	3,4	3,3	3,0
Výdaje na konečnou spotřebu vládn. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,1	1,8	-1,6	-1,0	0,5	1,0	2,7	1,2	1,1	1,2	1,3	1,5
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	13,5	10,0	4,5	0,2	-4,9	-7,3	-9,8	-9,2	-6,7	-4,2	-0,4	2,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,0	6,8	4,7	1,9	-0,9	-0,6	1,3	4,0	5,5	5,0	4,3	3,9
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,4	1,6	10,5	8,6	5,5	7,1	5,3	6,7	8,1	6,9	5,4	5,6
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	5,1	1,8	6,2	5,7	1,8	2,2	1,1	2,7	5,1	4,9	4,6	5,3
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	17,1	18,5	41,6	47,2	58,6	73,6	91,7	95,1	96,8	100,6	105,4	104,4
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	11,2	15,8	17,6	15,7	16,3	11,3	7,8	7,6	2,3	2,0	2,1	2,2
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	15,7	23,4	28,1	16,4	34,6	26,7	21,2	36,7	5,5	4,9	5,3	5,5
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	6,2	11,4	15,2	18,8	16,1	10,5	5,6	0,8	-0,7	-1,2	-1,0	-0,5
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	10,5	13,8	14,7	13,9	12,1	8,8	5,9	4,1	3,1	2,9	2,8	2,7
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	36,9	46,3	36,1	15,1	-5,1	-20,9	-20,3	-13,6	-4,0	-1,6	-0,6	-0,1
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	10,8	15,6	17,4	14,7	16,2	11,2	7,5	7,5	2,2	1,9	2,0	2,1
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	21,8	27,7	25,9	21,8	11,5	3,1	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	23,9	39,1	37,2	28,1	12,5	-8,8	-10,1	-10,3	-10,0	-7,7	-6,9	-6,2
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	7,3	4,4	6,1	8,3	9,7	8,5	8,3	7,5	7,3	7,1	6,9	6,5
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,1	4,6	7,0	9,3	9,9	9,1	9,1	8,3	8,1	7,9	7,7	7,2
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-3,6	-9,8	-9,8	-8,5	-4,5	-1,5	1,3	3,1	4,4	4,8	4,6	4,0
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	6,6	4,9	6,0	7,7	8,7	7,0	7,7	6,8	5,3	4,9	4,4	3,8
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	3,3	1,0	-0,1	-1,0	-1,9	0,0	0,7	0,7	1,8	2,1	2,5	3,0
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,4	2,5	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,3	3,3	3,4	3,7	3,9	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	5,4	5,5
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	2,3	2,2	1,2	0,6	-0,1	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	0,9	1,2	1,0	1,1	0,6	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	7,1	-36,6	-54,2	-46,4	46,9	38,5	4,8	6,8	73,1	66,4	30,4	37,1
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	0,5	-2,2	-3,1	-2,6	2,8	2,1	0,3	0,3	4,0	3,4	1,5	1,8
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	24,8	31,8	28,3	18,0	31,6	36,6	33,4	27,5	36,2	33,6	29,7	28,3
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-13,5	-74,1	-210,7	-91,3	62,0	-8,7	-56,6	-31,2	91,6	5,6	-52,2	-6,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-0,9	-4,4	-12,0	-5,0	3,7	-0,5	-3,0	-1,6	5,0	0,3	-2,6	-0,3
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-16,0	-38,7	-27,4	-37,9	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	22,0	23,1	24,4	23,9	23,3	23,5	23,4	23,4	23,3	23,2	23,0	22,7
Kč/EUR (průměr)	24,6	24,6	24,6	24,4	24,1	24,4	24,6	24,7	24,7	24,6	24,5	24,4
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	6,0	6,2	6,4	7,1	6,6	5,9	6,4	6,9	8,8	9,2	9,4	9,4
2T repo sazba (% , průměr)	4,2	5,6	7,0	7,0	7,8	7,0	6,3	5,8	5,3	4,6	4,2	3,9
3M PRIBOR (% , průměr)	4,6	6,0	7,3	7,3	8,1	7,3	6,6	6,1	5,6	4,9	4,5	4,2
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	4,6	3,0	1,8	1,6	0,9	0,4	0,3	0,3	0,7	1,1	1,4	1,9
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	0,7	0,6	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	0,6	0,6
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	6,6	8,8	10,2	11,2	9,0	7,1	5,6	3,5	2,8	2,4	2,1	1,9
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	31,0	36,6	43,2	29,5	11,9	2,2	-8,2	-6,8	-2,7	-1,4	-0,7	-0,4
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	97,9	112,0	97,7	88,6	82,2	81,4	80,2	78,9	77,8	76,8	76,0	75,0
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,5	-0,4	0,5	1,8	2,9	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	3,0	2,9
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	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

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

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

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