

Zpráva o měnové politice

zima 2024



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — zima 2024

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 15. února 2024 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 26. lednu 2024. 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
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	13
III. INFLACE	20
BOX 1 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech	26
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	28
PŘÍLOHA Inovovaný jádrový predikční model g3+ a stínová prognóza	41
SEZNAM ZKRATEK	46
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	47



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. Bankovní rada je o vznikající prognóze průběžně informována, diskutuje kontury rodícího se základního scénáře a zadává ke zpracování případné další prognostické scénáře. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoli 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 první Zprávu o měnové politice roku 2024. 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 snížili základní sazby o 0,5 procentního bodu. 2T repo sazba se tak bude nacházet na 6,25 %. Tímto rozhodnutím jsme navázali na první snížení sazeb v prosinci loňského roku, kdy jsme započali rozvážný proces uvolňování měnové politiky z vysoce přísného nastavení.

Jsmo přesvědčeni, že inflace na začátku roku klesla ke 3 % a na výhledu se bude přibližovat k inflačnímu cíli. V tom se shodujeme se základním scénářem nové prognózy sekce měnové, kterou podrobně představuje tato publikace. Nadále ale na výhledu pro příští roky spatřujeme proinflační rizika. Jejich naplnění by znamenalo, že by inflace oproti předchozím letům sice výrazně klesla, ale nesestoupila by až do blízkosti 2% cíle.

Proto bankovní rada považuje za nezbytné vytrvat v přísné měnové politice a k dalšímu snižování sazeb přistupovat opatrně. Z tohoto pohledu se sazby v tomto a nejspíše i příštím čtvrtletí budou nacházet nad hodnotami, které implikuje základní scénář nové makroekonomické prognózy. S ním je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku.

Přísná měnová politika ČNB zbrzdila růst množství peněz v ekonomice vytvářených úvěrováním soukromého sektoru. Poklesla zejména dynamika úvěrování trhu nemovitostí a následně i aktivita na nemovitostním trhu. Silný kurz koruny zároveň především v první polovině roku 2023 zlevňoval dovoz. Od podzimu 2022 do prosince loňského roku tak došlo k výraznému poklesu inflace: celková inflace klesla z 18 % na 6,9 %, jádrová inflace ve stejném období klesla z 14,7 % na 3,6 %.

Přestože ČNB začala v prosinci loňského roku postupně snižovat úrokové sazby, boj s inflací nekončí. Úrokové sazby zůstávají v reálném vyjádření zřetelně kladné a tlumí inflaci. Bankovní rada potvrzuje své odhodlání pokračovat v přísné měnové politice, dokud inflace nebude stabilizována poblíž 2% cíle.

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

guvernéř

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada na svém únorovém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,50 procentního bodu na 6,25 %, a pokračovala tak v již započatém cyklu postupné normalizace měnové politiky. Se zimní prognózou je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku. Ten po dokončení dezinflačního procesu povede ke stabilizaci tempa cenového růstu u 2% cíle a ukotvení inflačních očekávání. Již od poloviny loňského roku je meziměsíční inflace velmi utlumená. V prosinci došlo dokonce k poklesu cenové hladiny, což svědčí o robustnosti aktuální fáze obnovování cenové stability. Ochlazování domácích cenových tlaků je patrné zejména v poklesu jádrové inflace, v jejímž vývoji se nejvíce odráží tlumící efekt doposud přísného nastavení měnové politiky. Na pokles inflace působí také slabá domácí ekonomická aktivita, která je důsledkem nízké důvěry a spotřeby domácností i hospodářských problémů našeho největšího obchodního partnera, německé ekonomiky. Hlavním rizikem predikce jsou nadále zvýšená inflační očekávání, která se mohou projevit pomalejším poklesem inflace v průběhu letošního roku. Pomalejší tempo snižování sazeb oproti základnímu scénáři zimní prognózy odráží v souhrnu spíše proinflační vnímání jeho rizik a nejistot ze strany bankovní rady a je vyjádřením jejího obezřetného přístupu k uvolňování měnové politiky. Ten povede k dosažení cíle i v případě naplnění proinflačních rizik.

Inflační tlaky v české ekonomice dále slábnou. V prosinci loňského roku byla meziroční inflace – podobně jako v předchozích dvou měsících – ovlivněna statistickým efektem energetického úsporného tarifu, přičemž dosáhla hodnoty 6,9 %. Bez vlivu úsporného tarifu by se inflace v prosinci snížila na 4,2 %, což potvrzuje robustnost nastoupeného dezinflačního trendu. V poklesu inflace se projevuje zpomalení cenového růstu potravin, které je způsobeno zlevňováním zemědělských komodit i utlumenou spotřebou domácností. V důsledku zlevnění ropy na světových trzích klesají i ceny pohonných hmot. Významný je také postupný pokles jádrové inflace, který trvá již více než rok. Projevuje se v něm odeznívání růstu cen zahraničních vstupů i zchlazená domácí poptávka. Ta působí na pokles ziskových marží výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb. Pro hodnocení rychlosti odeznívání inflace je důležitý pohled na meziměsíční vývoj cen, který zůstává přibližně od poloviny loňského roku utlumený.

Podle prognózy se v lednu 2024 meziroční inflace skokově sníží ke 3 %. K opadnutí inflace přispěje odeznění prudkého cenového nárůstu z ledna minulého roku, ale také dosavadní přísné nastavení měnové politiky i stagnující ekonomická aktivita. Naopak proinflačně bude působit zdražení regulované složky cen energií dané zrušením státních dotací na jejich distribuci a znovuzavedením poplatků za obnovitelné zdroje. Vzhledem ke konsolidačnímu úsilí vlády bude fiskální politika v letošním roce působit restriktivně. Její výsledný protiinflační efekt bude tlumen mírně kladným souhrnným dopadem nárůstu nepřímých daní. V dalším průběhu letošního roku se inflace bude pohybovat pod 3 %. Na horizontu měnové politiky,

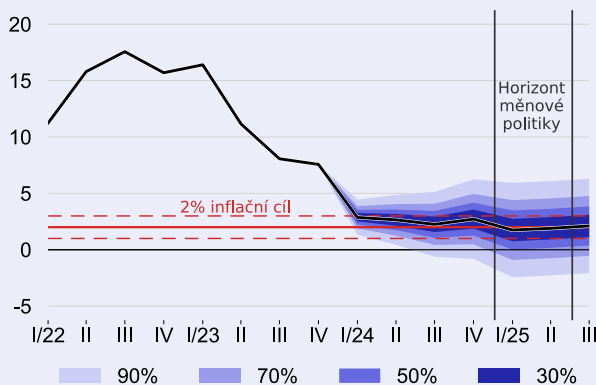
tedy v první polovině roku 2025, se pak bude tempo cenového růstu nacházet v blízkosti 2% cíle.

Česká ekonomika prošla v uplynulém roce útlumem. Ten dominantně souvisel s propadem soukromé spotřeby v důsledku snížení kupní síly domácností při zvýšené tvorbě jejich úspor. Negativně k růstu hrubého domácího produktu přispívala i změna stavu zásob. Jejich tvorba však vzhledem k obavám firem z možného opětovného narušení dodavatelských řetězců zůstávala i nadále z historického pohledu vysoká. V opačném směru působily nadále svižně rostoucí spotřební výdaje sektoru vládních institucí, kladný příspěvek zahraničního obchodu a růst fixních investic podpořený spolufinancováním z fondů EU z předchozího programového období.

Letos se pozvolna obnoví hospodářský růst, který však bude citelně tlumen domácí fiskální konsolidací a hospodářskými problémy Německa. S poklesem inflace se po dvou letech obnoví kladná dynamika reálných mezd, které budou hlavním tahounem oživení spotřeby domácností. Míra úspor však zůstane zvýšená vzhledem k přetrvávajícím pesimistickým očekáváním domácností i nadále atraktivnímu zhodnocování vkladů. Celková investiční aktivita zůstane slabá kvůli odeznívání tvorby zásob, pomalému oživení zahraniční poptávky a dosavadnímu restriktivnímu nastavení měnové politiky. Kladný příspěvek čistého vývozu zboží a služeb k růstu hrubého domácího produktu bude na horizontu predikce postupně vyprchávat, a to i přes postupné oživení zahraniční poptávky a návazně i českého vývozu. Zrychlení tempa ekonomiky v roce 2025 se totiž bude

Inflace se začátkem letošního roku vrátí na dohled 2% cíle, u kterého setrvá i na horizontu měnové politiky

celková inflace, meziročně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Po loňském mírném snížení letos výkon ekonomiky vzroste

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

	2023	2024	2025
Celková inflace (%)	10,7 (-0,1)	2,6 (0,0)	2,0 (-0,1)
HDP	-0,5 (-0,1)	0,6 (-0,6)	2,4 (-0,4)
Průměrná nominální mzda	7,4 (-0,1)	5,8 (-0,9)	5,8 (-0,1)
Úrok. sazba 3M PRIBOR (v %)	7,1 (0,1)	4,0 (-0,3)	2,6 (-0,8)
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,0 (0,0)	24,6 (0,0)	24,3 (0,2)

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

opírat o domácí poptávku v čele se spotřebními výdaji domácností a tvorbou hrubého kapitálu. Ta má vysokou dovozní náročnost, a bude tak snižovat čistý vývoz.

Tuzemský trh práce zůstává i nadále napjatý. Míra nezaměstnanosti se již sedm let nachází na jedné z nejnižších úrovní v rámci členských států Evropské unie. Počet volných pracovních míst ke konci loňského roku přibližně odpovídal počtu uchazečů o zaměstnání. Trh práce se bude letos dále postupně ochlazovat kvůli zpožděnému dopadu utlumené reálné ekonomiky. Vzhledem k jeho dosavadní odolnosti to však nebude implikovat rychlý nárůst míry nezaměstnanosti, ale spíše její pozvolné zvyšování. Na trhu práce existuje stále několik polštářů bránících citelnějšímu růstu počtu lidí bez práce. Mezi ně patří nadále vysoký počet volných pracovních pozic a tendence firem propouštět v první řadě nekmenové (agenturní) zaměstnance, kteří nemusejí být ve statistikách přesně zachyceni. Umírněná mzdová dynamika bude odrážet preferenci jistoty zaměstnání před výší mzdy. Tempo růstu nominálních mezd předstihne v tomto i v příštím roce inflaci.

Koruna počátkem roku 2024 lehce oslabila v důsledku zahájení cyklu snižování úrokových sazeb a očekávání trhu na pokračující zužování úrokového rozpětí vůči sazbám v eurozóně. Přibližně od poloviny letošního roku predikce předpokládá pozvolné zpevňování

české měny v důsledku narůstajícího přebytku výkonové bilance na pozadí obnovené reálné konvergence tuzemské ekonomiky.

S prognózou je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku. Přesto po většinu roku 2024 bude měnová politika působit nadále restriktivně, a to prostřednictvím úrokové složky.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako spíše proinflační. Rizikem v tomto směru je pomalejší odeznívání zvýšených inflačních očekávání, což by se při napjatém trhu práce mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích. Dalším proinflačním rizikem je vyšší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb a přerušení dezinflace u obchodovatelných statků, která doposud vyplývala zejména z odeznění problémů na straně nabídky. Na delším horizontu je proinflačním rizikem zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z nadměrné úvěrové aktivity na reálním trhu. Ta by mohla vést k obnovení výrazně kladných příspěvků imputovaného nájemného do jádrové inflace. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a výkon německé ekonomiky. Nejistotou výhledu zůstává budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

I při naplnění uvedených proinflačních rizik je očekávané snižování úrokových sazeb ze strany ČNB garancí návratu tuzemské ekonomiky k cenové stabilitě.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Po nevýrazném růstu v roce 2023 eurozóna letos mírně oživí v návaznosti na sílící dynamiku globálního obchodu i spotřebitelskou poptávku. V rozpočtech domácností se s klesající inflací postupně projeví vyšší reálné příjmy, navíc motivaci spořit omezí očekávané snižování úrokových sazeb v eurozóně. Dle finančních trhů by k prvnímu snížení sazeb mohla ECB přistoupit již během druhého čtvrtletí 2024 a pokračovat pak v rychlém tempu uvolňování měnové politiky i po zbytek roku. Komunikace ECB vyznívá zatím opatrněji, protože z jejího pohledu jsou cenové tlaky v eurozóně stále značné. K poklesu inflace bude přispívat očekávané další zlevňování energetických komodit i průmyslového spotřebního zboží, do něhož se bude promítat i nadále umírněná dynamika jadrových cen průmyslových výrobců. Jejimu většímu útlumu brání zvýšené napětí v dodavatelských řetězcích z důvodu konfliktu v Rudém moři.

Růst globální ekonomiky letos zůstane umírněný a oživení se dočká až příští rok

Situace v mezinárodním obchodě se dle předstihových indikátorů koncem roku 2023 zhoršila zejména v oblasti obchodu se zbožím. K tomu přispělo i rostoucí napětí na Blízkém východě, zejména útoky jemenských povstalců na obchodní lodě v Rudém moři. Ceny kontejnerové dopravy (Graf I.1) se tak po poklesu v první polovině roku 2023 opět vrátily k růstu (viz rámeček o situaci v Rudém moři na další straně). Dlouhodobější efekt tohoto konfliktu na mezinárodní obchod se však neočekává. Ekonomika eurozóny a Velké Británie pokračuje v jen nevýrazném růstu. Čínskou ekonomiku táhne dolů její realitní trh a strukturální problémy.

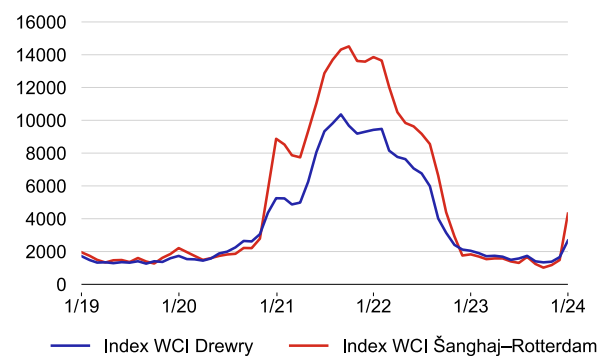
Americká ekonomika si udržuje svižný růst navzdory přísné měnové politice tamní centrální banky (Fed). Analytici odhadují pokles inflace ke 2 % na konci léta. Trh očekává první snížení úrokových sazeb Fedu na jaře letošního roku. Ohledně načasování počátku snižování sazeb a jeho rychlosti však zatím panuje nejistota. Výhled růstu americké ekonomiky se pro tento rok zvýšil v očekávání, že se Fedu podaří snížit inflaci na cíl a vyhnout se přitom ekonomické recesi.

Čínská ekonomika se nadále potýká s následky krize na realitním trhu, která utlumila investiční aktivitu a snížila spotřebitelskou i podnikatelskou důvěru. Setrvale nízká inflace naznačuje, že ekonomika – navzdory stimulačním vlády a centrální banky – se nachází pod svým potenciálem. Vliv fiskálních stimulů by se mohl projevit již v letošním prvním pololetí. Velkou nejistotou však zůstává, zda tento fiskální impuls obnoví důvěru domácností a firem. Očekává se, že letos i příští rok poroste čínská ekonomika tempem pod 5 % (Tab. I.1). Trh také očekává další snížení klíčové sazby centrální bankou a cílenou podporu likvidity vybraným sektorům.

Graf I.1

Ceny globální kontejnerové dopravy rostou zejména kvůli konfliktu v Rudém moři

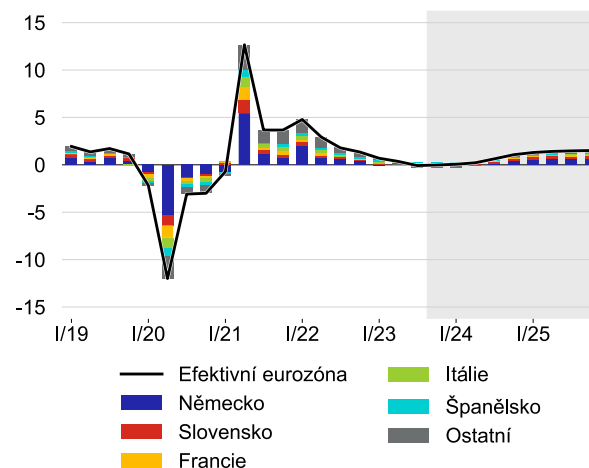
Index WCI zachycuje kontejnerovou námořní přepravu na 8 hlavních trasách mezi USA, Evropou a Asií (Drewry), resp. na trase Šanghaj–Rotterdam podle hodnocení společnosti Drewry Maritime Research, USD/kontejner, pramen: Bloomberg



Graf I.2

K růstu efektivní eurozóny bude Německo významněji přispívat až od konce roku 2024

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



Růst efektivní eurozóny výrazně zrychlí až ve druhé polovině letošního roku v návaznosti na zlepšení globální poptávky a kupní síly spotřebitelů, přičemž měnové podmínky se lehce uvolní

Ve třetím čtvrtletí 2023 ekonomický výkon efektivní eurozóny mírně poklesl jak v mezičtvrtletním, tak v meziročním srovnání, a to v obou případech o -0,1 % (Graf I.2). Eurozóna se pozvolna vymaňuje z dopadů energetické krize, ale podobně jako v předchozích krizích je tempo oživení jednotlivých ekonomik diferencované. V podmínkách přísnějších měnových podmínek se daří lépe zemím s významnějším podílem služeb¹, nicméně svou roli hrálo i předchozí zdražení energií v dané zemi a zisk či ztráta konkurenceschopnosti na jednotném evropském trhu. K rozdílům mezi ekonomikami přispívá i různorodost fiskální politiky, důvěra domácností a jejich ochota spořit² či různá míra působení měnové politiky v jednotlivých zemích.³ Ve třetím čtvrtletí 2023 například na Slovensku pozitivně překvapil vývoj investic a vládní spotřeby. Ve Španělsku zase pokračuje stabilní růst spotřeby domácností, který přispívá k robustnímu výkonu domácího sektoru služeb.

Příjmová situace německých domácností se ve druhé polovině roku začala mírně zlepšovat s tím, jak inflace poklesla a obnovil se růst reálných mezd (Graf I.3). Domácnosti však i nadále preferovaly tvorbu úspor a spotřeba domácností tak pokračovala v poklesu. Podle šetření agentury GfK mezi německými spotřebiteli se zlepšilo očekávání příjmů a ochota nakupovat, třebaže domácnosti stále trápí obavy z geopolitických konfliktů, rostoucích cen potravin a vývoje vládních výdajů. V závěru minulého roku totiž německý Ústavní soud potvrdil nutnost dodržovat dluhovou brzdu, na což vláda reagovala snížením svých rozpočtových plánů.

Také podle šetření Evropské komise mezi německými spotřebiteli stále převažuje preference odkládat větší nákupy (Graf I.4), takže ani v závěru roku 2023 nelze očekávat obrat ve spotřebě domácností.⁴ Nedařilo se ani německému průmyslu, zejména v energeticky náročných odvětvích, a tamní ekonomika se tak nevyhne technické recesi. Pokles produkce v některých zpracovatelských odvětvích v posledních měsících brzdilo vyřizování předešlých objednávek, ale tento efekt již

1 Podle odhadu ECB mají měnověpolitické šoky větší dopad na zpracovatelský průmysl než na služby, viz [ECB Economic Bulletin 8/2023](#).

2 Například na Slovensku se dle údajů z Národní banky Slovenska tamní míra úspor před pandemií pohybovala okolo 9 %. Po pandemii však klesla a v loňském roce se pohybovala kolem úrovně 4 %, což je výrazně níže než v ČR.

3 Blíže viz příspěvek [The transmission of monetary policy](#), Philip R. Lane, konference EU and US Perspectives: New Directions for Economic Policy, New York, říjen 2022.

4 Blíže viz čnBlog [Špatná nálada německých spotřebitelů a jejich výdaje – příběh dvou krizí](#) z února 2024.

Tab. I.1

Světová ekonomika výrazněji poroste až v příštím roce

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

	2022	2023	2023	2023	2024	2025
		2Q	3Q			
Eurozóna	3,4	0,6	0,0	0,5	0,5	1,3
USA	1,9	2,4	2,9	2,4	1,4	1,7
Spojené království	4,3	0,0	-0,1	0,4	0,2	1,0
Čína	3,0	6,3	4,9	5,2	4,6	4,3

Útoky v Rudém moři představují citelný zásah zejména pro námořní kontejnerovou dopravu mezi Asií a Evropou. Podle odhadů agentury Bloomberg poklesla nákladní námořní doprava v této oblasti na polovinu oproti stavu před 6 měsíci, přičemž kontejnerová doprava téměř vymizela. Přes Rudé moře směřuje 10 až 15 % globálního námořního obchodu a cesta přes něj je klíčová pro trasu Šanghaj–Rotterdam (tedy z Asie do Evropy a opačně). Prodloužení cesty okolo Afriky může způsobit přeplnění přístavů a hromadění kontejnerů v různých destinacích s krátkodobými negativními dopady na globální obchod.

Narušení dopravy v Rudém moři nicméně pravděpodobně zasáhne evropské výrobce a prodejce jen v omezeném rozsahu, neboť firmy již mají s podobnou situací zkušenosti z doby koronavirové pandemie. Postupy v logistice jsou tak operativnější.

Zdražení námořní dopravy však zřejmě přispěje k nárůstu tlaků v dodavatelských řetězcích s dopady na ceny výrobců. Vyšší náklady na dopravu se projeví jak u společností, které pokračují v plavbě ohroženým územím (vyšší cena pojištění), tak u společností, které nově využívají výrazně delší cestu kolem jižní Afriky (vyšší náklady na pohonné hmoty a pronájem lodí, částečně kompenzované úsporou za tranzitní poplatky Suezským průplavem).

Vliv na cenu ropy byl zatím jen omezený, neboť většina produkce z Perského zálivu je dodávána východním směrem k zákazníkům z Asie. Navíc tankery s ropou přes Rudé moře dále plují, i když v menším počtu. V případě zkapalněného zemního plynu (LNG) je dominantní stejný směr z Perského zálivu dále do Asie. Přes Rudé moře ale míří do Evropy dodávky LNG z Kataru, který je druhým největším dodavatelem této suroviny po USA. Do poloviny ledna probíhala doprava LNG bez potíží, ale po leteckých útocích USA a jejich spojenců došlo k přerušení dopravy touto cestou. Nicméně díky vysokým zásobám v Evropě cena plynu nijak výrazně nereagovala.

vyprchal a firmy nyní naplno čelí nízké poptávce a stále poměrně vysokým nákladům na energie. Předstihové indikátory naznačují jistou stabilizaci německé ekonomiky v závěru roku, i když na utlumené úrovni. V souhrnu by efektivní eurozóna měla ve čtvrtém čtvrtletí 2023 jen nepatrně mezičtvrtletně poklesnout.⁵

Také v letošním roce poroste ekonomika eurozóny slabším tempem (0,5 %) a výraznějšího oživení se dočká až v roce 2025 (1,4 %). Ještě první polovina letošního roku se ponese v duchu nevýrazného růstu HDP. Vedle faktorů, které dominovaly závěru roku 2023, se budou muset evropské firmy vyrovnat s potížemi v souvislosti s útoky v Rudém moři. Rolí tahouna růstu ve druhé polovině roku převezme sílící poptávka domácností, doprovázená pozvolným oživením globálního obchodu. V soukromé spotřebě se projeví zvýšení reálného disponibilního důchodu, které bude podporováno klesající inflací, pokračujícím růstem mezd a stabilní situací na trhu práce. Očekávané zahájení cyklu snižování úrokových sazeb v eurozóně podpoří úvěrovou aktivitu firem i domácností a sníží motivaci domácností spořit. Oživení ekonomiky povede k pozvolnému uzavírání záporné mezery výstupu efektivní eurozóny, která však do konce horizontu prognózy zůstane v negativním teritoriu. Z pohledu jednotlivých zemí bude brzdou růstu efektivní eurozóny i nadále vývoj v Německu, kde navíc přetrvávají otazníky ohledně financování přechodu na zelenou ekonomiku a stávajícího modelu růstu založeného na průmyslu.

K odeznívání poklesu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně přispívá aktuálně zvýšené napětí v dodavatelských vztazích a posléze se přidá i opětovné oživení růstu poptávky

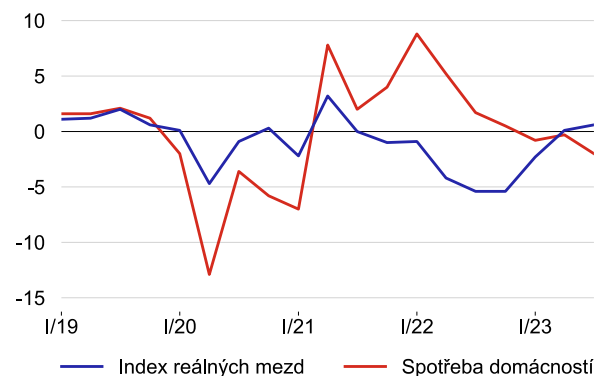
V závěru minulého roku cena ropy klesala vlivem negativního sentimentu investorů daného slábnoucím výhledem globální poptávky. I přes sníženou těžbu ropy ze strany aliance OPEC+ se napětí na fyzickém trhu zmírilo v důsledku nečekaně vysokého vývozu ropy ze zemí mimo OPEC+ (USA, Brazílie, Guyana) a z Íránu. Vedle dění v Rudém moři k růstu ceny ropy přispěl i slabší dolar po signálech, že Fed ukončil cyklus zvyšování úrokových sazeb. Tržní výhled ceny ropy Brent zůstává mírně klesající směrem k 72 USD/barel na konci roku 2025. Cena zemního plynu v Evropě setrvale klesá (z více než 50 EUR/MWh na konci října na 30 EUR/MWh v polovině ledna). Vliv konfliktu v Rudém moři na ceny plynu je zatím omezený a dodávky LNG jsou stabilní, přičemž evropské zásoby plynu zůstávají díky mírnému začátku zimy naplněny na dostatečné úrovni. Rovněž poptávka z průmyslu zůstává slabá.

⁵ Podle předběžného odhadu Eurostatu HDP v efektivní eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2023 mezičtvrtletně stagnoval, meziročně se zvýšil o 0,1 %. Tento údaj byl zveřejněn 30. ledna 2024, tedy po uzávěrce prognózy.

Graf I.3

Reálné mzdy v Německu již lehce vzrostly, ale spotřeba domácností (zatím) neožívuje

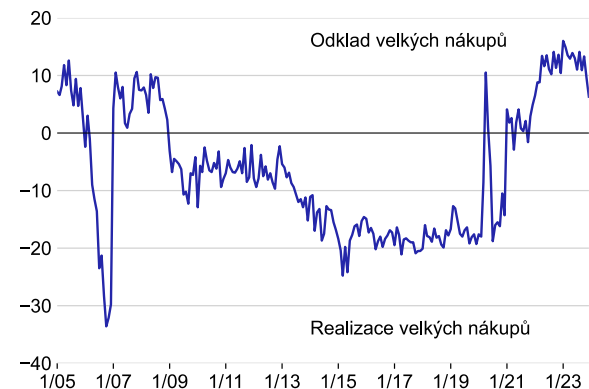
meziroční změny v %, pramen: Destatis a Eurostat



Graf I.4

Přetrvává nechuť německých spotřebitelů k velkým nákupům

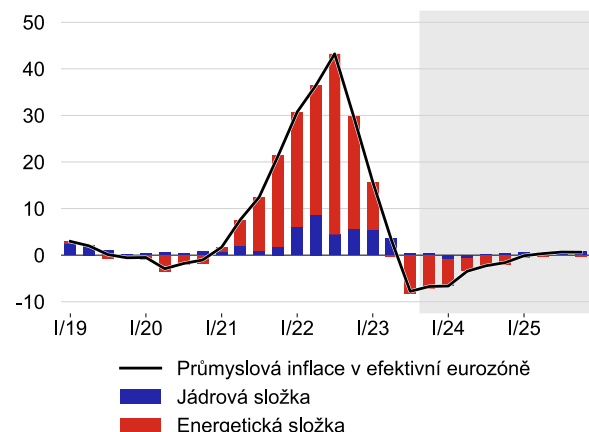
rozdíl v procentních bodech mezi nákupními plány za rok a dnes, subindexy ESI, pramen: Eurostat



Graf I.5

Meziroční pokles cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně bude letos vyplývat z vývoje energetické složky

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



Výraznější nárůst ceny plynu se během této zimy již neočekává.

Snížení cen energií, tedy ropy, zemního plynu a elektřiny, se promítá do pokračujícího meziročního poklesu produkčních cen v efektivní eurozóně v letošním roce (Graf I.5). Tento efekt bude v roce 2025 ustupovat s tím, jak se tempo poklesu cen komodit zmírní a poptávka ožíví. V nejbližším období se do poklesu jádrových cen propisuje zhoršení ekonomické situace v efektivní eurozóně, zejména pak v průmyslu. Opačným směrem bude působit zvýšené napětí v dodavatelských řetězcích. Během podzimu napětí, měřené indexem globálního tlaku v dodavatelských řetězcích, citelně vzrostlo v souvislosti s potížemi v dopravě v Panamském průplavu (Graf I.6). Další nárůst lze očekávat v souvislosti s konfliktem v Rudém moři. V souhrnu ceny průmyslové produkce klesnou v letošním roce o 3,5 %, v roce 2025 budou zhruba stagnovat. Nejhlubší pokles bude letos zaznamenán v Itálii a Německu, naopak nejmělkčí ve Francii.

Pozvolné odeznívání nákladových šoků, zejména v oblasti energií, oslabující poptávka a přísné měnové podmínky se během podzimu 2023 promítly v poklesu inflace spotřebitelských cen v eurozóně.⁶ To bylo patrné zejména u průmyslového zboží a ve druhé polovině roku také u služeb. Dezinflace bude pokračovat i letos, kdy se naplno projeví předchozí zvýšení úrokových sazeb, a inflace by měla během několika měsíců klesnout na úroveň 2% inflačního cíle ECB. Domácí cenové tlaky nicméně z pohledu ECB zůstávají zvýšené, především v důsledku silného růstu jednotkových mzdových nákladů. Klíčové bude pro ECB i mzdové vyjednávání pro tento rok.

Cyklus zvyšování sazeb v USA i eurozóně dosáhl vrcholu a blíží se první snížení sazeb

Na prosincovém i lednovém zasedání ECB ponechala základní sazby beze změn. Současně rozhodla urychlit tempo snižování své bilance prostřednictvím programu PEPP, a to od poloviny roku 2024 o 7,5 mld. EUR měsíčně, od roku 2025 se reinvestice zastaví úplně. To se promítne v odhadu stínové sazby (Graf I.7), která zachycuje současně konvenční i nekonvenční měnovou politiku v eurozóně. Komunikace ECB se po obou zasedáních zaměřila na riziko cenových tlaků a dalšího vývoje inflace. Finanční trhy stále věří v zahájení cyklu uvolňování měnové politiky v eurozóně od dubna, resp. na snižování úrokových sazeb na každém dalším zasedání, ačkoli se prezidentka Ch. Lagardeová snaží tato očekávání mírnit.⁷ Tržní sazba 3M EURIBOR by

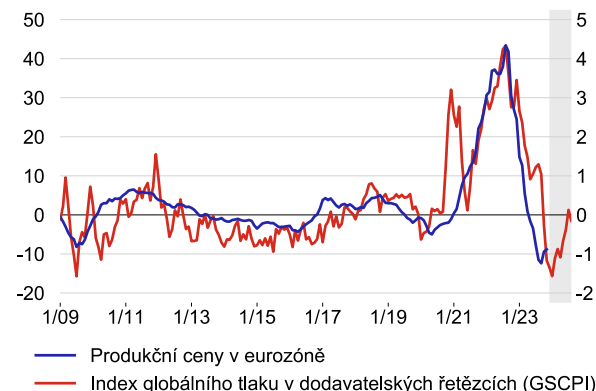
6 Podle předběžného odhadu Eurostatu růst spotřebitelských cen (měřený HICP) v efektivní eurozóně v lednu 2024 meziročně zpomalil na 3,1 %. Tento údaj byl zveřejněn 1. února 2024, tedy po uzávěrce prognózy.

7 Např. v polovině ledna v Davosu uvedla, že první snížení sazeb je pravděpodobné v létě, a dále po měnovém jednání ECB na konci ledna zdůraznila, že diskuse o snižování sazeb jsou předčasné.

Graf I.6

Pokles cen v produkční sféře v dalších měsících bude tlumen nárůstem napětí v dodavatelských řetězcích

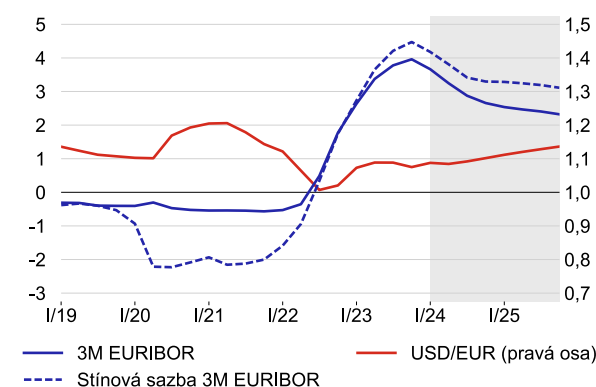
meziroční růst produkčních cen v %, standardní odchylky od historického průměru GSCPI (pravá osa), posun o 9 měsíců dopředu, pramen: Eurostat, NY Fed



Graf I.7

Úrokové sazby by podle finančních trhů měly letos zamířit dolů, ale pokles stínové sazby bude tlumen očekávaným snížením tempa reinvestic

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



Nekonvenční nástroje měnové politiky ECB vstupují do prognózy ČNB přes tzv. stínovou zahraniční úrokovou sazbu. Ta vychází z tržního výhledu 3M EURIBOR a zohledňuje navíc i očekávanou výši čistých nákupů aktiv na finančních trzích ze strany ECB. V posledních letech se jednalo zejména o nouzový pandemický program nákupu aktiv (PEPP) a program nákupu aktiv (APP). Vztah mezi objemem nákupu a stínovou sazbou se odvíjí od modelové simulace dopadu do ekonomiky eurozóny, která je popsána v tematickém článku [Globálního ekonomického výhledu z října 2015](#). Přístup je symetricky uplatňován i při aktuálně probíhající snižování bilance ECB. Od jara 2023 již nejsou splatná aktiva plně reinvestována a od poloviny roku 2024 dojde k omezení reinvestic i v programu PEPP. Proto se stínová sazba v současnosti i na výhledu nachází nad sazbou 3M EURIBOR.

se tak ze současných hodnot lehce pod 4 % mohla snížit o více než 1 procentní bod do konce letošního roku. V případě Fedu finanční trhy očekávají první snížení sazeb v březnu a poté předpokládají přibližně stejné tempo uvolňování měnové politiky jako u ECB. Vzhledem ke komunikaci ECB a Fedu však nelze vyloučit, že obě centrální banky začnou úrokové sazby snižovat později. Kurz eura vůči dolaru lehce posílil. Podle analytiků Consensus Forecasts by kurz měl zůstat letos stabilní, během roku 2025 by euro vůči americké měně mělo zvolna posilovat.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2023	2024	2025	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	0,2 (0,0)	0,5 (-0,4)	1,4 (-0,3)	Oproti minulé prognóze se zhoršily vyhlídky ekonomického růstu efektivní eurozóny, což odráží zejména pozvolnější oživení Německa.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	6,4 (-0,2)	1,8 (-1,2)	1,8 (-0,1)	Prognóza spotřebitelské inflace byla snížena zejména vlivem jejího výraznějšího než očekávaného poklesu na konci loňského roku.
Ceny prům. výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	0,5 (-0,1)	-3,5 (-2,8)	0,4 (-0,5)	Nižší predikce cen energetických komodit v kombinaci s horším ekonomickým výhledem efektivní eurozóny vede k přehodnocení prognózy cen průmyslových výrobců směrem dolů.
Cena ropy Brent	USD/barel	82,2 (-1,4)	76,1 (-6,5)	73,1 (-4,9)	Výhled ceny ropy Brent se posunul na celém horizontu výrazně směrem dolů kvůli horšímu výhledu globální poptávky po ropě v prostředí nečekaně silné těžby ropy mimo alianci OPEC+.
3M EURIBOR	% procentní body	3,4 (0,0)	3,1 (-0,6)	2,4 (-0,7)	V nižším výhledu tržních úrokových sazeb se odráží přesvědčení finančních trhů, že inflace poklesne a ECB začne snižovat své sazby dříve, než předpokládala minulé prognóza.
Měnový kurz	USD/EUR	1,08 (0,0)	1,09 (0,0)	1,12 (0,0)	Očekávání lehkého posilování kurzu eura vůči dolaru se oproti minulé prognóze nemění.

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

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Česká ekonomika se bude v prvním pololetí jen pomalu vymaňovat z útlumu v minulém roce. Spotřeba domácností se bude zvedat ode dna jen velmi pomalu. Růst reálných mezd se obnovuje jen pozvolna a míra úspor zůstává zvýšená z důvodu doposud vysokých úrokových sazeb i nadále pesimistického sentimentu českých domácností. Počátkem letošního roku navíc nabyla účinnosti většina opatření fiskálního konsolidačního balíčku, která mají na příjmy domácností i jejich spotřební apetit negativní vliv. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se letos sníží kvůli utlumené zahraniční poptávce, když zejména náš hlavní obchodní partner – Německo – prochází ekonomicky obtížným obdobím. Tvorba hrubého fixního kapitálu setrvale poroste především vlivem pokračující investiční aktivity soukromého podnikového sektoru. Naopak tvorba zásob se dále sníží. V celoročním úhrnu letos český HDP vzroste pouze mírně a nadále se tak bude nacházet pod svým potenciálem. Teprve v příštím roce se ekonomická aktivita vrátí k solidnějšímu růstu. K tomu přispěje zejména zrychlení růstu spotřeby domácností podpořené zvýšeným růstem reálných mezd a poklesem míry úspor. V menší míře bude ekonomický růst v příštím roce tažen také soukromou i vládní investiční aktivitou a oživením zahraniční poptávky. Napětí na trhu práce se bude dále postupně snižovat. Nominální mzdy v tržní sféře porostou z historického pohledu svižným, byť oproti loňsku nižším tempem.

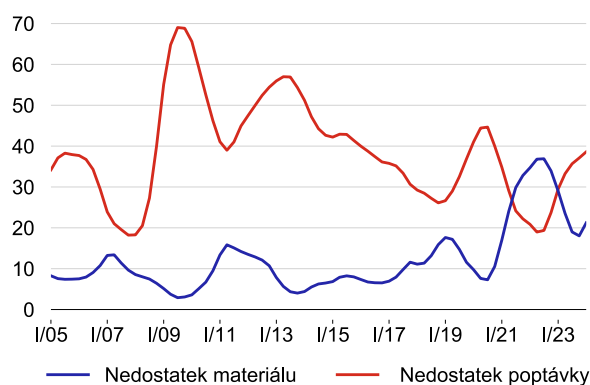
Domácí hospodářská aktivita loni v úhrnu mírně klesla, letos se sice ekonomický růst obnoví, bude však velmi umírněný

Déletrvajících obtíže v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích vyvolané pandemií a energetickou krizí již z velké části odezněly (Graf II.1). Firmám tak odpadá potřeba masivního předzásobení a postupně se v rámci možností vrací k modelu plánování „just in time“. S tím je konzistentní postupné snižování změny stavu zásob, které spolu se slabou spotřebou domácností nejvíce přispělo k poklesu HDP v loňském roce.⁸ Také letos bude vývoj zásob ekonomickou aktivitu výrazně tlumit. K tomu se zejména v první polovině roku přidá jen pomalé ožívování spotřeby domácností, které bude odrážet nadále nepřilíh optimistický spotřebitelský sentiment, doposud vysoké úrokové sazby a pokračující zvýšenou tvorbu úspor. To indikuje nárůst podílu firem, které hlásí nedostatečnou poptávku jako hlavní faktor limitující produkci. Výrazně negativní dopad na příjmy domácností a jejich chuť utrácet bude mít též fiskální konsolidační balíček. Zbrzdí i růst fixních investic. Ziskovost firem zůstane solidní, což spolu s poklesem úrokových sazeb udrží dynamiku fixních investic v kladných číslech. Utlumená ekonomická aktivita v zemích našich hlavních obchodních partnerů (zejména v Německu) bude mít za následek snížení příspěvku čistého vývozu k růstu tuzemského hospodářství. Domácí ekonomická aktivita tak bude meziročně ještě do poloviny letošního roku klesat

Graf II.1

Pokles podílu podniků hlásících nedostatek materiálu jako faktor limitující produkci se zastavil, podíl podniků hlásících pokles poptávky roste

podíl domácích průmyslových podniků v % vykazujících jako faktor limitující produkci nedostatek materiálů či zařízení, respektive nedostatečnou poptávku, řady vyhlazeny HP filtrem (lambda = 1), pramen: Konjunkturální průzkum ČSÚ



⁸ Podle předběžného odhadu ČSÚ ve čtvrtém čtvrtletí 2023 český HDP mezičtvrtletně vzrostl o 0,2 % a meziročně poklesl o 0,2 %, což je lehce nad prognózou ČNB. Tento údaj byl zveřejněn 30. ledna 2024, tedy po uzavěření prognózy.

(Graf II.2). V celoročním úhrnu pak HDP vzroste o 0,6 %. Až v roce 2025 jeho růst zrychlí na 2,4 %.

Růst spotřeby domácností se bude obnovovat jen pozvolna

Celková důvěra v ekonomiku⁹ setrvává na nízkých úrovních a ani v prvním čtvrtletí se nedá čekat její zásadní zlepšení, a to mimo jiné vzhledem k náběhu opatření z fiskálního konsolidačního balíčku. Tvorba úspor tak zůstane zvýšená a míra úspor bude pozvolna klesat, a to spolu s poklesem úrokových sazeb a zlepšeným sentimentem. To vše bude brzdít obrát k lepšímu ve vývoji reálné spotřeby domácností. Ta nicméně začne kvůli výraznému poklesu inflace po téměř dvou letech meziročně růst (Graf II.3). V mezičtvrtletním vyjádření bude spotřeba domácností v průběhu roku v prostředí stabilně rostoucích reálných mezd postupně zrychlovat. Úhrnem za celý letošní rok spotřeba domácností vzroste o více než 1 %.

V příštím roce bude obnovený růst reálných příjmů domácností pokračovat, přičemž jeho meziroční tempo ještě mírně zrychlí vlivem dalšího poklesu inflace. Spolu se zlepšujícím se sentimentem a již sníženými úrokovými sazbami to bude mít za následek svižnější růst spotřebitelské poptávky, který přetrvá i navzdory nadále negativně působícím efektům fiskálního konsolidačního balíčku. Spotřeba domácností se tak v příštím roce v úhrnu zvýší o zhruba 3 %.

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností dále zvolní ze zvýšených temp minulých let a během letošního a příštího roku bude umírněný. Nejvíce bude růst tažen příspěvkem mezd a platů (Graf II.4), který se nejprve mírně sníží a od druhé poloviny roku 2024 bude zhruba stabilní. Bude přitom odrážet stále odolný, byť ochlazující se trh práce. Spolu se zvolněním mzdové dynamiky povede ke zpomalení růstu nominálního disponibilního důchodu také pokles důchodů z vlastnictví, již jen podprůměrný růst příjmů podnikatelů i negativní působení daní z titulu vládního úsporného balíčku. Příspěvky sociálních dávek a ostatních běžných transferů budou postupně slábnout.

Míra úspor zůstane po následující dva roky zvýšená, přičemž její pokles bude postupný

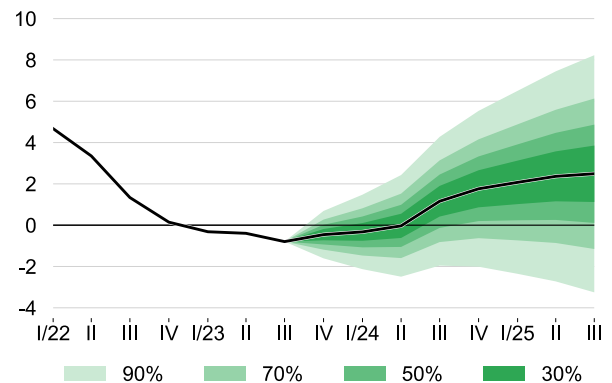
Míra úspor se ve třetím čtvrtletí 2023 stále nacházela na zvýšených hodnotách (Graf II.5). Zhoršená spotřebitelská nálada přetrvávala i ve čtvrtém čtvrtletí, obavy z dalšího růstu cen energií a neveselé vyhlídky ohledně vývoje ekonomiky podporovaly silnou tvorbu opatrnostních úspor. Doposud vysoké úrokové sazby též míru úspor podporovaly, a její postupný pokles tak začne až na začátku roku 2024. Mezi důvody – vedle snižování sazeb – lze uvést i mírné zlepšování

⁹ Dle lednových dat z konjunkturálního průzkumu zůstávají spotřebitelská i podnikatelská důvěra pod svými dlouhodobými průměry, u spotřebitelů ale došlo k mírnému zlepšení.

Graf II.2

Ekonomická aktivita bude meziročně klesat do poloviny letošního roku

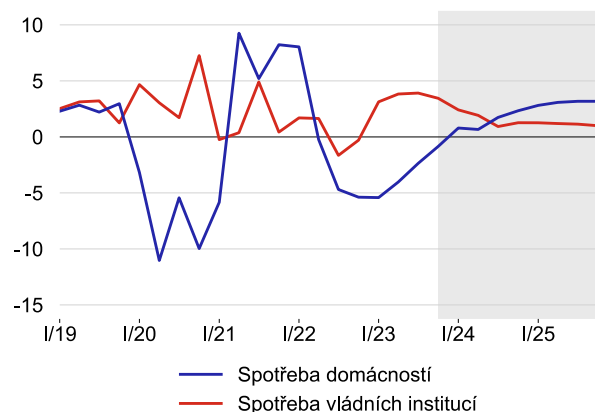
meziroční změny v %, sezonně očištěno, interval spolehlivosti



Graf II.3

Spotřeba domácností v letošním roce obnoví svůj meziroční růst, spotřeba vládních institucí poroste umírněným tempem

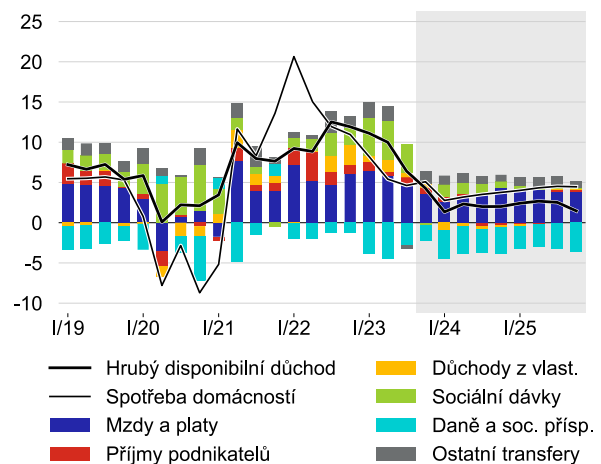
spotřeba domácností a vládních institucí, meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.4

Růst nominálního disponibilního důchodu bude letos postupně zpomalovat zejména vlivem snižujícího se příspěvku mezd a platů, důchodů z vlastnictví a sociálních dávek

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



sentimentu, a také snahu domácností vykompenzovat negativní dopady konsolidačního balíčku na svou příjmovou situaci, a vyhladit tak svoji spotřebu. V roce 2025 se míra úspor vrátí do blízkosti své dlouhodobě obvyklé úrovně.¹⁰

Růst vývozu bude v následujících dvou letech zrychlovat v návaznosti na ožívování zahraniční poptávky

Slabá zahraniční poptávka ve druhé polovině loňského roku stála za nevýrazným výkonem českého vývozu (Graf II.6). Ve čtvrtém čtvrtletí však po odeznění problémů v dodávkách výrobních vstupů vývozně orientovaná část domácí ekonomiky (zejména automobilový průmysl) již mírně oživila. Nahromaděný materiál a nedokončená a nuceně naskladněná výroba tak byla na konci roku 2023 zkompletována a vyvezena. V průběhu letošního roku růst zahraniční poptávky zrychlí a dynamika vývozu se začne navracet k dlouhodobému tempu.

Dovoz bude ovlivněn růstem vývozu, současně však bude tlumen jen pomalým zotavováním spotřeby tuzemských domácností a meziročně bude pokračovat v poklesu. Zrychlení růstu spotřeby domácností a solidní růst dovozně náročných fixních investic ve druhé polovině roku 2024 jeho dynamiku naopak podpoří. Dynamika dovozu však bude nižší než v případě vývozu, a čistý vývoz tak bude přispívat k růstu HDP kladně. Tento efekt se však bude v čase snižovat a v roce 2025 bude růstový příspěvek zahraničního obchodu přibližně neutrální (Graf II.6).

Růst fixních investic bude letos solidní především v souvislosti s oživením výdajů na soukromé investice

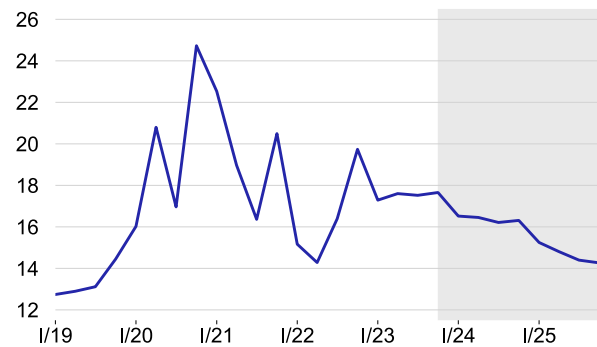
Finanční kondice podniků zůstává v souhrnu nadprůměrně dobrá. Firmy proto budou nadále investovat do rozšiřování výroby i do obnovitelných zdrojů energie, resp. do energetických úspor. Investiční aktivitu posléze podpoří pozvolna oživující zahraniční poptávka a také snižující se úrokové sazby. K růstu by se měly vrátit i investice do obydlí, jejichž záporný příspěvek dlouho tlumil celkové kapitálové výdaje. V souhrnu tak letos soukromé fixní investice porostou téměř o 5 %. Investice vládních institucí budou po silném růstu

¹⁰ Nová prognóza předpokládá, že rovnovážná míra úspor leží zhruba o 1,5 procentního bodu výše než u dříve uvažovaných 12 %. K tomuto posunu došlo v návaznosti na zveřejnění [experimentálních statistik](#) satelitního účtu domácností od ČSÚ za rok 2021. Z těchto dat je patrné, že míra úspor nejbohatšího příjmového kvintilu v roce 2021 meziročně vzrostla zhruba o 1 procentní bod, přičemž u většiny ostatních příjmových kvintilů především kvůli znovuotevření ekonomiky po zmírnění covidových opatření míra úspor mírně klesla. Lze předpokládat, že zmíněný nárůst míry úspor nejbohatší části české společnosti byl podpořen zrušením tzv. superhrubé mzdy. Z něj profitovaly zejména vysokopříjmové domácnosti, které dodatečně čisté příjmy přesunuly do úspor.

Graf II.5

Míra úspor se nadále nachází na zvýšených hodnotách a její pokles bude pozvolný

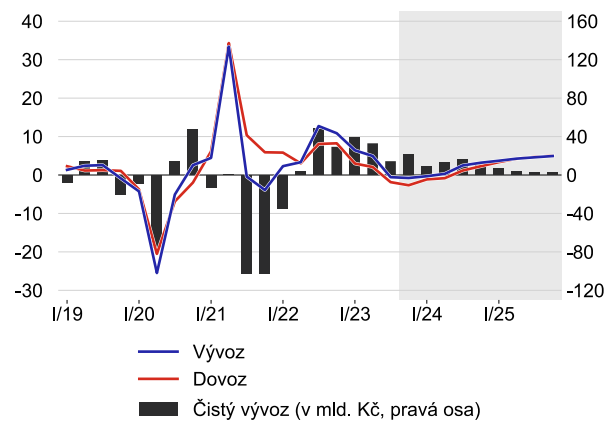
míra úspor domácností v %, sezonně očištěno



Graf II.6

Dynamiky vývozu a dovozu se budou nejprve kvůli slabé zahraniční i domácí poptávce nacházet v záporu, s oživením exportních trhů pak růst obratu zahraničního obchodu opět zrychlí

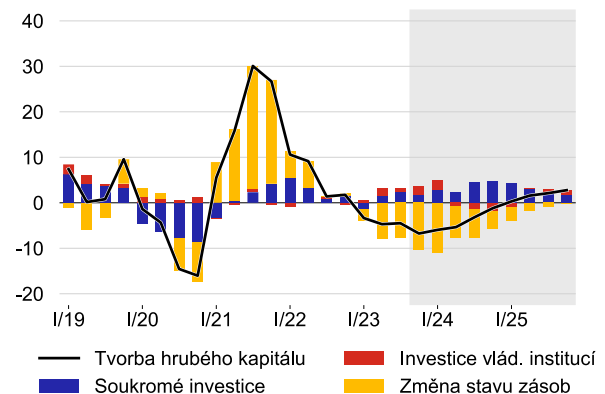
reálný vývoz a dovoz zboží a služeb, meziroční změny v % v případě vývozu a dovozu a v ml. Kč v případě čistého vývozu, sezonně očištěno



Graf II.7

Dynamika celkové hrubé tvorby kapitálu bude do konce roku 2024 negativně ovlivněna vývojem zásob, soukromé investice naopak porostou

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



v roce 2023 naopak letos klesat (Graf II.7). Vedle pomalého náběhu čerpání evropských fondů na začátku nového programového období to bude dáno i efektem srovnávací základny, která byla v loňském roce zvýšena jednorázovým nákupem vojenských vrtulníků.¹¹ Celkově tak fixní investice za rok 2024 vzrostou zhruba o 3,5 %.

Investice vládních institucí se nicméně v příštím roce navrátí k růstu, čemuž pomůže hlavně očekávané zrychlení čerpání evropských fondů. Růst soukromých investic však zpomalí k dlouhodobě rovnovážným hodnotám a celkově fixní investice porostou tempem kolem 3 %.

Přírůstek zásob se bude v dalším průběhu letošního roku dále snižovat (Graf II.8). Dříve rozpracovanou a nuceně naskladněnou výrobu bude možné zkompletovat a expedovat. Současně s tím se budou moci firmy do určité míry vrátit k modelu plánování „just in time“, což koresponduje s obnovením jen nízkých přírůstků zásob. Celková dynamika tvorby hrubého kapitálu letos setrvá vlivem negativního příspěvku změny stavu zásob v záporných hodnotách, v roce 2025 porostou celkové investice zhruba o 1,5 %.

Fiskální politika bude letos růst HDP tlumit, příští rok bude působit zhruba neutrálně

Růst reálné spotřeby vládních institucí letos i v příštím roce výrazně zpomalí (Graf II.3). Na tom se bude podílet zejména snížení provozních výdajů plynoucích z fiskálního konsolidačního balíčku a vyprchání loňského efektu zvýšených výdajů ve zdravotnictví a školství souvisejících s příchodem ukrajinských občanů. Dynamika nominální spotřeby vládních institucí zpomalí i vlivem úspor ve mzdové oblasti, které jsou součástí ozdravného balíčku.

Fiskální politika bude letos růst HDP ztlačovat (Graf II.9) v souvislosti s dopady konsolidačního balíčku¹², definitivním ukončením podpůrných opatření v oblasti energií, útlumem čerpání investic z fondů EU z důvodu pomalého náběhu nového programového období a snížením výdajů na penze plynoucím z dobíhání dopadu krácení mimořádné valorizace z loňského roku. V roce 2025 bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální, přičemž dodatečný (zbytkový)

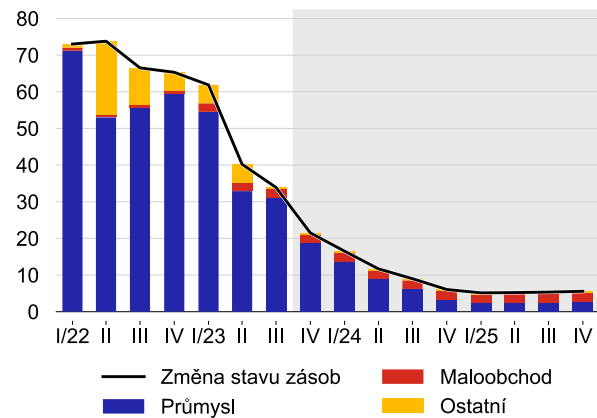
11 Objem vynaložených finančních prostředků dosáhne 14 mld. Kč rozložených dominantně v rámci druhé poloviny roku 2023 s malou částí spadající do prvního čtvrtletí 2024.

12 Celkový rozpočtový dopad konsolidačního balíčku v roce 2024 je roven -1,4 % HDP, včetně dalších opatření mimo balíček bude fiskální impulz do dynamiky HDP činit cca -1 procentní bod. V roce 2025 pak bude rozpočtový dopad balíčku činit dodatečných -0,2 % HDP. Na straně příjmů konsolidační balíček zahrnuje růst spotřebních daní, změnu sazeb DPH, zvýšení daně z nemovitých věcí, zvýšení odvodů OSVČ, úpravu daně z příjmů fyzických i právnických osob, zrušení daňových výjimek, zavedení nemocenského pojištění pro zaměstnance a odvody z dohod o provedení práce. Na straně výdajů zohledňuje krácení dotací pro podnikatele, snížení objemu platů ve veřejné sféře a úsporu provozních a ostatních výdajů.

Graf II.8

Změna stavu zásob se bude v průběhu letošního roku snižovat, příští rok se bude nacházet poblíž předkrizových hodnot

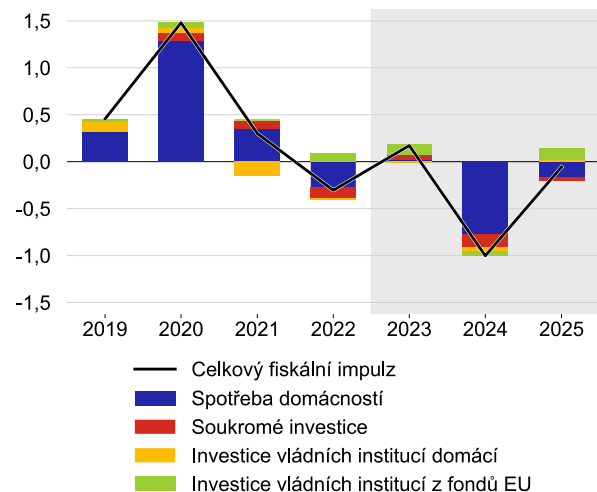
změna stavu zásob, mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.9

Fiskální politika bude letos růst HDP výrazně tlumit, a to především vlivem konsolidačního balíčku

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



mírně tlumící dopad konsolidačního balíčku se vykompenzuje s očekávaným zrychleným čerpáním fondů EU.

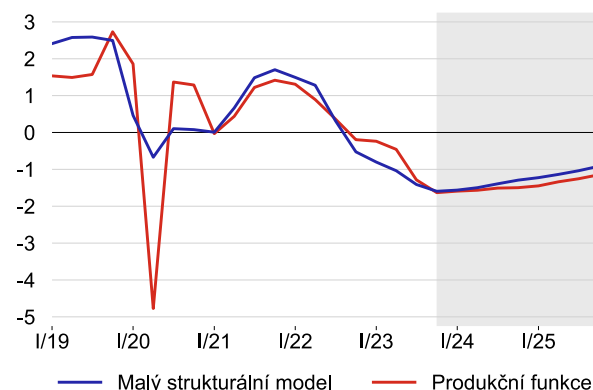
Česká ekonomika se bude i v příštích dvou letech nacházet pod svým potenciálem

Vlivem utlumené zahraniční i domácí poptávky v podmínkách restriktivního fiskálního konsolidačního balíčku se mezera výstupu během první poloviny letošního roku udrží v záporných hodnotách. S oživením domácí i zahraniční ekonomické aktivity se začne mezera výstupu postupně uzavírat, toto uzavírání však bude jen velmi pozvolné a ještě na konci roku 2025 se bude ekonomika nacházet viditelně pod svým potenciálem (Graf II.10). Dynamika samotného potenciálního produktu začne letos po odeznění dílčích nabídkových omezení mírně zrychlovat ke střednědobému tempu.

Graf II.10

Ekonomika se bude v příštích dvou letech nacházet pod potenciálem z důvodu utlumené domácí i zahraniční poptávky

mezera výstupu v % potenciálního produktu



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2023	2024	2025	
HDP	meziroční změny v % procentní body	-0,5 (-0,1)	0,6 (-0,6)	2,4 (-0,4)	Výhled HDP se posouvá na celém prognostickém horizontu níže vlivem slabší domácí i zahraniční poptávky.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	-3,2 (0,0)	1,4 (-1,3)	3,1 (-0,6)	Předikce spotřeby domácností je pro letošní a příští rok přehodnocena níže v důsledku pomalejšího růstu reálných mezd.
Spotřeba vládních institucí	meziroční změny v % procentní body	3,6 (1,1)	1,6 (0,5)	1,1 (0,1)	Prognóza spotřeby vládních institucí se na celém horizontu přehodnocuje směrem nahoru kvůli vyšším pozorovaným i očekávaným nemzdovým výdajům.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	2,8 (-0,1)	3,4 (-1,1)	3,2 (-0,1)	Růst fixních investic je přehodnocen níže v důsledku pomalejšího ožívání zahraniční poptávky zejména v letošním roce.
Čistý vývoz	příspěvek k růstu HDP procentní body	1,8 (-0,5)	0,8 (0,3)	0,3 (0,0)	Příspěvek čistého vývozu se letos mírně zvyšuje, přičemž efekt slabší domácí poptávky převládá nad utlumenější zahraniční poptávkou.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	1,5 (-0,6)	0,0 (-0,8)	0,2 (0,1)	V letošní pomalejší dynamice zaměstnanosti se odráží především nižší pozorované údaje z druhé poloviny loňského roku.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,6 (-0,1)	3,0 (0,0)	3,1 (0,1)	Výhled obecné míry nezaměstnanosti se ve srovnání s minulou prognózou téměř nemění.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	7,4 (-0,1)	5,8 (-0,9)	5,8 (-0,6)	Slabší očekávaná dynamika mezd odráží předpokládaný pomalejší mzdový růst na konci minulého roku a utlumenější ekonomickou aktivitu oproti minulé prognóze na celém horizontu.

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

Napětí na trhu práce bude dále polevovat a trh práce se tak bude pozvolna vracet k rovnováze

Trh práce je i přes pokračující zchlazování stále odolný (Graf II.11). Celková zaměstnanost v průběhu roku 2023 rostla vysokými meziročními tempy především kvůli zapojení ukrajinských občanů a lidí v předdůchodovém věku. Od poloviny letošního roku bude zaměstnanost stagnovat z důvodu postupně se vyčerpávajícího rezervoáru volné pracovní síly i opatrnější náborové aktivity zaměstnavatelů v době ekonomického útlumu. Míra nezaměstnanosti zůstala stabilní v blízkosti 2,6 % a na výhledu se zvýší jen mírně. Z historického pohledu tak zůstane velmi nízká. Mzdová dynamika v tržních odvětvích od druhého čtvrtletí 2023 sice výrazně zpomaluje, nadále se však udrží na mírně zvýšených hodnotách. Umírněná mzdová dynamika bude také odrážet skutečnost, že zaměstnanci budou i nadále preferovat jistotu zaměstnání před silným mzdovým růstem.

Meziroční růst reálných příjmů domácností se obnoví počátkem letošního roku, jejich předchozí propady však budou kompenzovány jen zčásti

Meziroční růst průměrné nominální mzdy zůstává z historické perspektivy na lehce zvýšených hodnotách (Graf II.12). Fundamentální faktory podporující svižný mzdový růst v tržních odvětvích postupně odeznívají s útlumem ekonomiky, slabým výkonem průmyslu a snižující se inflací. Proti vysokým mzdovým růstům také působí preference jistoty zaměstnání. Mzdový růst tak bude ve svém meziročním vyjádření nadále zpomalovat, a to navzdory dílčím vlivům, které budou na počátku letošního roku mzdovou dynamiku posilovat (zvýšení mezd a platů lékařům, navýšení minimální mzdy, což se promítne i v zaručených mzdách u některých skupin, a mírně nadprůměrné zvyšování mzdových tarifů). Zaměstnanci tak budou jen pozvolna obnovovat svůj podíl na příjmech a tím kompenzovat i část ztracené reálné kupní síly mezd a platů.

V netržních odvětvích platy také porostou, avšak mírnějším tempem než v tržní sféře. V roce 2024 prognóza zohledňuje zvýšení platů učitelů prostřednictvím dodatečných odměn. U ostatních státních zaměstnanců prognóza počítá se zmražením platových tabulek v roce 2024 a avizovaným poklesem objemu mezd a platů, který se ale dominantně projeví úbytkem počtu zaměstnanců (či systemizovaných pracovních pozic).

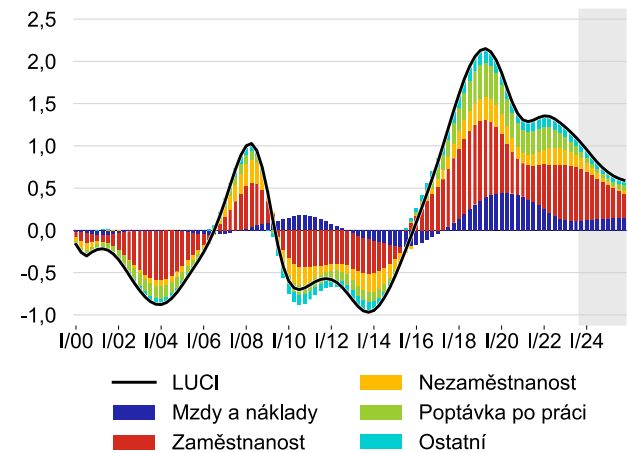
Reálná mzda počátkem roku 2024 po více než dvou letech poklesu meziročně vzroste. To bude způsobeno především výrazným zpomalením inflace do blízkosti horní hranice tolerančního pásma 2% cíle při stále ještě mírně zvýšené dynamice nominálních mezd.

Růst nominálního objemu mezd a platů je dominantně ovlivněn nižší dynamikou průměrných mezd v letošním a příštím roce. V reálném vyjádření se objem mezd

Graf II.11

Pohledem indikátoru LUCI se napětí na trhu práce bude dále snižovat

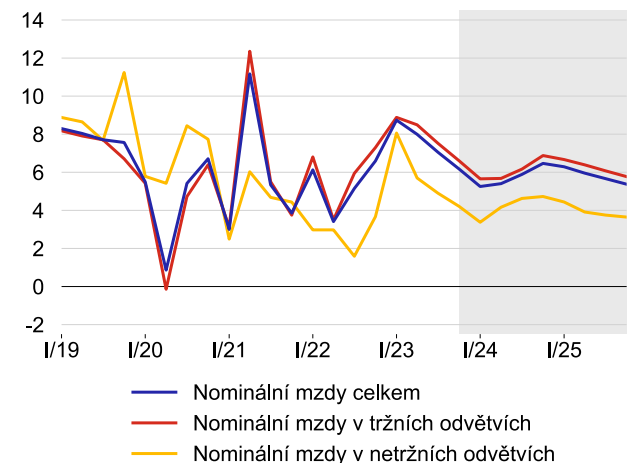
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf II.12

Dynamika nominálních mezd zůstane z dlouhodobého pohledu mírně zvýšená

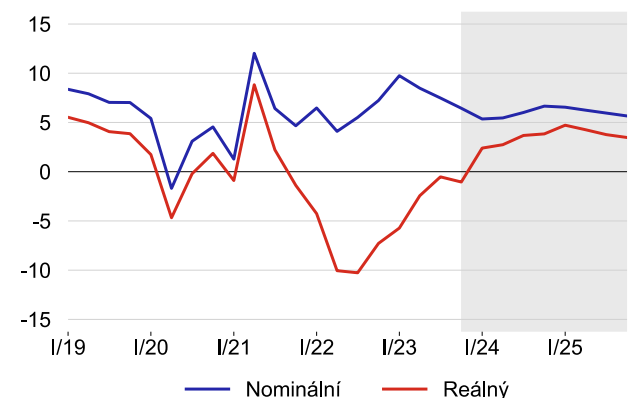
nominální mzdy, meziroční změny %, sezonně očištěno



Graf II.13

Dynamika reálného objemu mezd a platů se od letošního roku vrátí do kladných hodnot, a pomůže tak oživit růst spotřeby domácností

objem mezd a platů, meziroční změny %



a platů v první polovině letošního roku optikou meziroční dynamiky navrátí k růstu (Graf II.13). Ten na výhledu dále mírně zrychlí, což bude dáno nízkou mírou inflace a mírným růstem nominálního objemu mezd a platů. Růst reálného objemu mezd a platů tak bude přispívat k zotavení spotřeby domácností.

Na trhu práce v letošním roce převládne opatrnost a zaměstnanost tak bude stagnovat

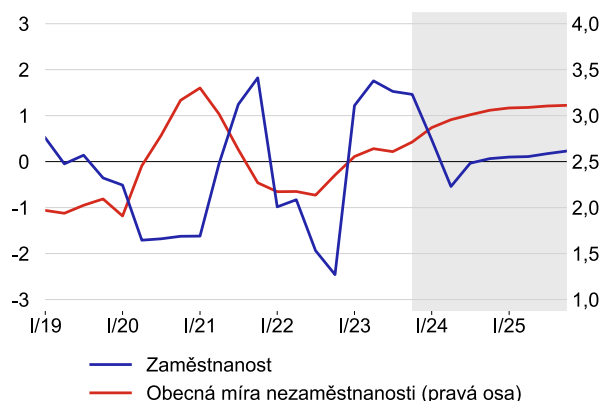
Vlivem předchozího ekonomického útlumu se růst zaměstnanosti počátkem letošního roku zastaví a stagnace počtu zaměstnaných osob bude pokračovat i ve zbytku roku (Graf II.14). Počet zaměstnanců na počátku letošního roku ještě meziročně mírně vzroste, následně však jeho dynamika zvolní a na konci letošního roku začne také stagnovat. Šetření Evropské komise očekává pro následující tři měsíce dokonce pokles počtu zaměstnanců. Naopak index očekávané zaměstnanosti a některé jiné vysokofrekvenční a předstihové indikátory¹³ naznačují pokračující relativně silnou náborovou aktivitu firem.

Obecná míra nezaměstnanosti v průběhu roku 2023 stagnovala, na výhledu se pak bude v návaznosti na utlumenou ekonomickou aktivitu zvyšovat jen velmi pozvolna. U podílu nezaměstnaných osob očekává prognóza v příštím roce obdobný vývoj.

Graf II.14

Zaměstnanost bude letos v průměru stagnovat, nezaměstnanost se bude zvyšovat jen pozvolna

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



¹³ Index očekávané zaměstnanosti společnosti [Manpower Group](#) pro první čtvrtletí 2024 signalizuje pokračující, avšak slabnoucí nárůst počtu zaměstnanců z předchozích čtvrtletí. Podle Google Trends skóre témat „nezaměstnanost“ a „podpora v nezaměstnanosti“ v posledních týdnech zůstává na nízkých hodnotách. Celkový počet volných pracovních míst se ve čtvrtém čtvrtletí 2023 oproti předchozímu čtvrtletí téměř nezměnil.

III. INFLACE

Inlace se v říjnu loňského roku vlivem statistického efektu snížené srovnávací základny skokově zvýšila. Ve zbývajících dvou měsících pak meziroční dynamika spotřebitelských cen zpomalovala. S odezněním uvedeného vlivu snížené srovnávací základny inflace začátkem letošního roku prudce zpomalí k horní hranici tolerančního pásma cíle ČNB, a to s přispěním většiny svých složek. Významně se sníží zejména příspěvek regulovaných cen, byť jejich dynamika zůstane nadále poněkud zvýšená. Klesnou i příspěvky tržních cen. To bude souviset s utlumenými nákladovými tlaky ze zahraničí a rychlým odezníváním domácích poptávkových inflačních tlaků. Přitom dojde k postupné korekci předchozího nárůstu ziskových marží domácích výrobců, obchodníků a poskytovatelů služeb. S přispěním měnové politiky se celková i měnověpolitická inflace budou na horizontu měnové politiky nacházet v blízkosti 2% cíle ČNB.

Inlace se na počátku letošního roku sníží k horní hranici tolerančního pásma

Na počátku loňského čtvrtého čtvrtletí došlo k dočasnému přerušení dezinflačního trendu u růstu spotřebitelských cen v meziročním vyjádření (Graf III.1). To bylo dáno statistickým vlivem snížené srovnávací základny související s poklesem cen elektřiny z důvodu zavedení vládního energetického úsporného tarifu ve čtvrtém čtvrtletí 2022. Graf III.2 ukazuje, jak by se celková meziroční inflace vyvíjela bez vlivu tohoto opatření a také bez odpuštění a znovuzavedení poplatku za obnovitelné zdroje energie.¹⁴ Příspěvek regulovaných cen z tohoto důvodu koncem loňského roku dočasně znatelně vzrostl, naproti tomu příspěvek jádrové inflace a zejména cen potravin se dále viditelně snižoval (Graf III.3). Počátkem letošního roku inflace citelně zpomalí. Významně se sníží příspěvek regulovaných cen, byť jejich dynamika zůstane z historického pohledu zvýšená. Obvyklé přecenění zboží a služeb začátkem roku proběhne dle prognózy přibližně ve standardní míře. Meziroční dynamika cen potravin a cen pohonných hmot se bude nacházet v záporném teritoriu.

Dynamika regulovaných cen se na začátku roku 2024 skokově sníží, i přesto zůstane zvýšená

Meziroční růst regulovaných cen ve čtvrtém čtvrtletí dočasně skokově vzrostl, na čemž se podílel téměř výhradně příspěvek cen elektřiny. V něm se projevil výše zmíněný statistický efekt mimořádně snížené srovnávací základny daný zavedením úsporného tarifu, který vedl k dočasnému prudkému zlevnění elektřiny od října do prosince 2022.

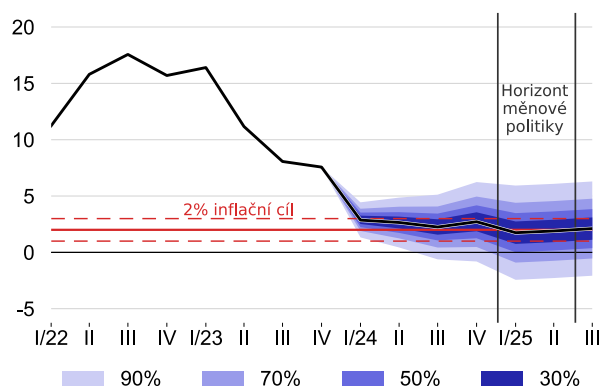
Na počátku roku 2024 se s odezněním vlivu snížené srovnávací základny dynamika regulovaných cen skokově sníží, zůstane však – viděno v delší časové perspektivě – na zvýšené úrovni kolem 9 % (Graf III.4).

¹⁴ Bez vlivu úsporného tarifu by dle ČSÚ celková inflace v prosinci 2023 činila 4,2 % (oproti neočištěné hodnotě 6,9 %).

Graf III.1

Inlace se začátkem letošního roku vrátí na dohled 2% cíle, u kterého setrvá i na horizontu měnové politiky

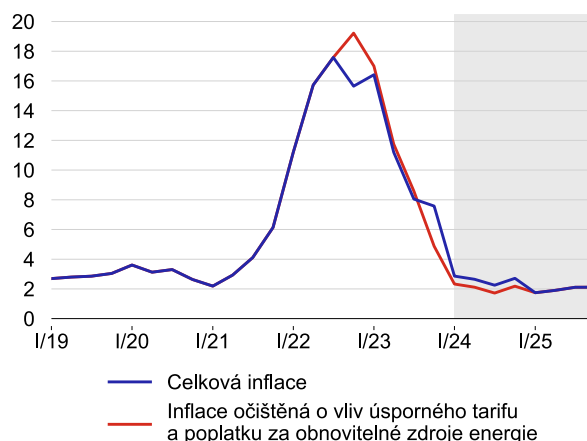
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

Bez vlivu snížené srovnávací základny by strmý pokles meziroční inflace pokračoval i v loňském čtvrtém čtvrtletí

celková inflace, meziročně v %



Na jedné straně zlevní silová složka cen energií pod úroveň vládních cenových stropů platných v loňském roce. Nad tímto faktorem ale na druhé straně převáží významné zdražení regulované složky cen energií související se zrušením vládních dotací na jejich distribuci, znovuzavedení poplatků za obnovitelné zdroje¹⁵ a vliv končících fixací z období před energetickou krizí. K udržení dynamiky regulovaných cen na zvýšené úrovni přispěje také výrazné zdražení vodného, stočného a tepla. Proinflačně pak budou působit také opatření vládního konsolidačního balíčku v podobě zdražení dálniční známky¹⁶ a zvýšení sazby DPH na vybrané položky regulovaných cen (zejména teplo, vodné, stočné a dopravu).

Meziroční dynamika cenového jádra dále zvolní

Jádrová inflace se v průběhu loňského čtvrtého čtvrtletí dále zřetelně snižovala, což bylo způsobeno zpomalujícím růstem cen neobchodovatelných a zejména pak obchodovatelných statků. V letošním prvním čtvrtletí jádrová inflace dále přibrzdí. To bude souviset se stále utlumenou dynamikou výrobních cen v zahraničí a jejím přelivem do domácích cenových okruhů. Ke zmírňující se jádrové inflaci přispěje také slabá domácí spotřebitelská poptávka. Naproti tomu příspěvek imputovaného nájemného se začne vlivem oživení na realitním trhu opětovně mírně zvyšovat (Graf III.5). S přispěním doposud přísných domácích měnových podmínek bude snižování jádrové inflace pokračovat i v průběhu letošního roku (pod 3 %).

Potraviny budou meziročně zlevňovat

V závěru loňského roku se meziroční dynamika cen potravin citelně snižovala. Tento trend bude pokračovat i na počátku letošního roku, přičemž potraviny začnou dokonce meziročně zlevňovat (Graf III.3). K tomu přispěje jak pokles světových cen agrárních komodit i domácích cen zemědělských výrobců, tak výrazné promítnutí snížení DPH na potraviny o 3 procentní body do cen v maloobchodní síti. V záporném teritoriu se dynamika cen potravin bude nacházet po celý letošní rok.

Pohonné hmoty zůstanou i na počátku letošního roku o něco levnější než o rok dříve

Meziroční pokles cen u čerpacích stanic v závěru loňského roku významně zvolnil, a to i přes meziměsíční poklesy pozorované v průběhu celého čtvrtého čtvrtletí. Na počátku letošního roku dynamika cen pohonných hmot zůstane záporná, a to zejména vlivem meziročně výrazně nižší ceny ropy.

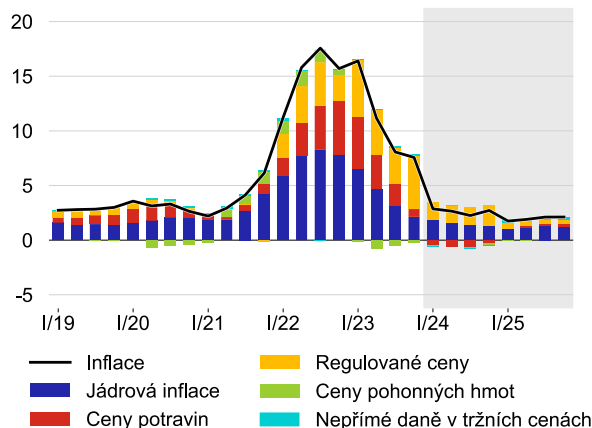
15 Opuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie schválené vládou ČR mělo platnost od října 2022 do prosince 2023.

16 Cena roční dálniční známky se od března 2024 zvýší o 800 Kč (z 1500 na 2300 Kč, tedy o více než 50 %). Dále bude u ceny této známky zavedeno pravidelné valorizační schéma, které bude reflektovat výši inflace.

Graf III.3

Růst spotřebitelských cen na počátku letošního roku s přispěním většiny složek prudce zpomalí

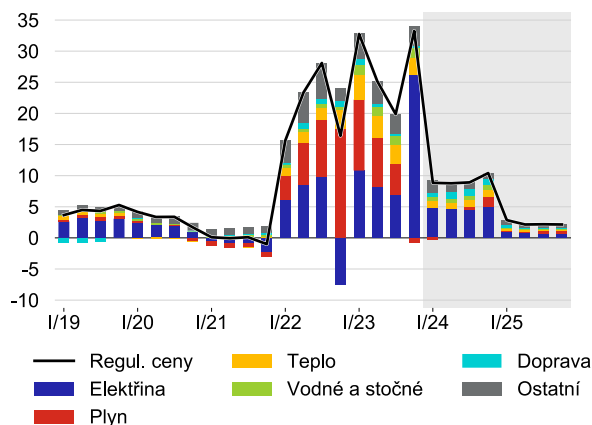
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.4

Dynamika regulovaných cen se na počátku letošního roku skokově sníží, i tak zůstane zvýšená

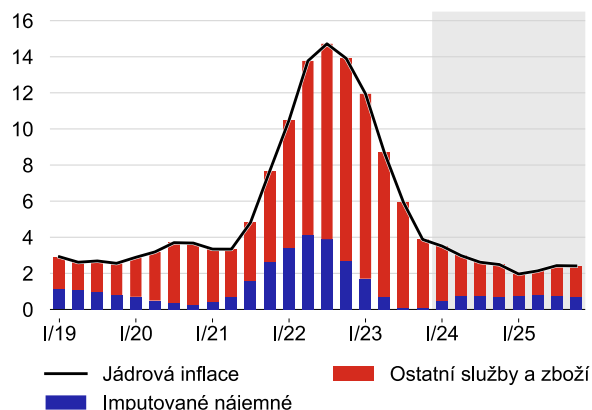
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.5

Jádrová inflace bude i v letošním roce dále brzdít vlivem poklesu celkových inflačních tlaků při stále nízkém příspěvku imputovaného nájemného

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Celková inflace se bude nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací

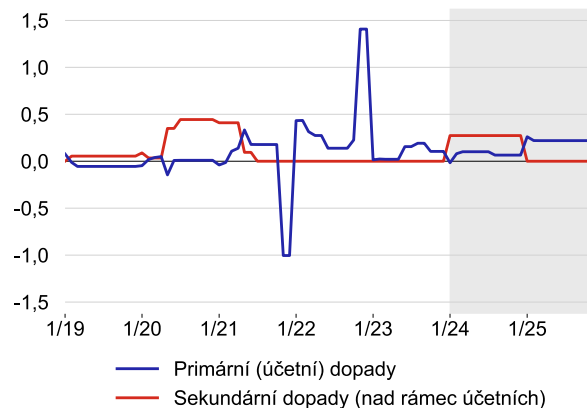
Na počátku letošního roku budou změny nepřímých daní plynoucí z vládního konsolidačního balíčku působit na vývoj spotřebitelských cen různorodě a v souhrnu mírně proinflačně. Součástí opatření s proinflačním dopadem je zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu o 10 %. Protiinflačně by naopak měla působit redukce počtu sazeb DPH a přesuny vybraných skupin zboží a služeb mezi nimi. V souhrnu povedou tyto změny k lehce kladným primárním (účetním) dopadům, a tedy by měly růst spotřebitelských cen mírně zvyšovat. Prognóza zároveň předpokládá, že snížení sazby DPH se do cen dotčených položek¹⁷ nepromítne zcela. Z toho důvodu jsou bezprostřední (sekundární) dopady těchto změn kladné, což ovlivní současně celkovou i měnověpolitickou inflaci v letošním roce. K dalšímu zvýšení spotřební daně z tabáku a lihu pak dojde na počátku příštího roku, a to o 5 %, resp. 10 %. Celková inflace se tedy bude na celém výhledu nacházet lehce nad měnověpolitickou inflací (Graf III.6).

Na horizontu měnové politiky, tedy v první polovině roku 2025, se měnověpolitická inflace udrží v blízkosti 2% cíle centrální banky (Graf III.7). To bude výsledkem obratu měnové politiky směrem ke zmírňování jejího přísného nastavení.

Graf III.6

Primární a sekundární dopady změn nepřímých daní budou odrážet četné změny DPH a spotřebních daní v rámci vládního konsolidačního balíčku

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

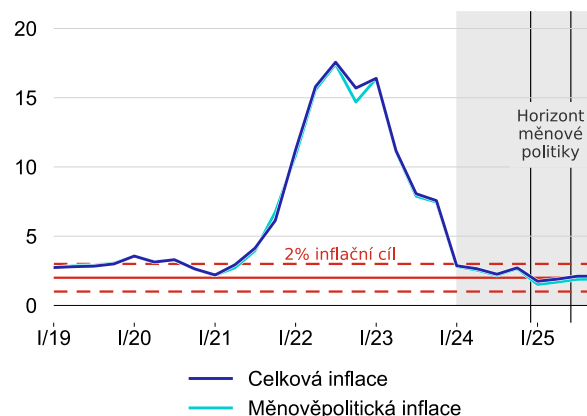


U změn nepřímých daní rozlišujeme dva druhy bezprostředních dopadů do cen – primární (neboli účetní v dotčených položkách) a sekundární (jdoucí v dotčených položkách nad rámec účetních dopadů). Primárními dopady jsou propočítané cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly plnému (účetnímu) promítnutí daňových změn do cen příslušných položek spotřebního koše. Sekundární dopady zachycují okamžité cenové změny nad rámec jejich primárních dopadů a mohou být kladné i záporné. Sekundární dopady ovlivňují jak měnověpolitickou inflaci, tak inflaci celkovou. ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní tzv. institut výjimek a nastavuje úrokové sazby s ohledem na výhled měnověpolitické inflace.

Graf III.7

Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky budou nalézat v blízkosti 2% cíle

celková a měnověpolitická inflace, v %



¹⁷ Nejvýznamnějšími položkami, u nichž byla snížena sazba DPH, jsou potraviny (bez tabáku, alkoholických a nealkoholických nápojů), stavební práce a knihy. Snížení sazby DPH na stavební práce se v inflaci projevuje skrze imputované nájemné. Knihy nově nebudou DPH zatíženy vůbec. V průběhu ledna bylo pozorováno, že u potravin byla ve většině případů snížena DPH do cen pro zákazníky promítnuta, naopak u knih nikoli.

Cenotvorba pohledem mechanismů jádrového predikčního modelu g3+

Následující část textu se věnuje popisu nákladových tlaků a mezery marží z pohledu jádrového predikčního modelu g3+. Na rozdíl od statistických dat a proměnných popisovaných v první části této kapitoly jde o nepozorované veličiny bez bezprostředního datového protějšku. Odhad jejich vývoje se tak opírá jednak o strukturální vztahy mezi přímo pozorovanými makroekonomickými proměnnými zachycenými přímo v rámci jádrového predikčního modelu g3+, a jednak o doplňující informace založené na datech získaných a zpracovaných během prognózy a vložených do modelu expertně:¹⁸

- příspěvek dovozních cen k celkovým nákladům odráží vývoj cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně a kurzu koruny;
- příspěvek cenové konvergence zachycuje tzv. Balassův–Samuelsonův efekt, který je identifikován jako rozdíl v inflaci neobchodovatelných a obchodovatelných statků;
- ceny domácí meziprodukce odrážejí vývoj domácích nákladů a marží v příslušném sektoru ekonomiky (více k maržím ve spotřebitelském sektoru viz inforámeček dále v textu);
- příspěvek mezd k domácím nákladům je svázán s dynamikou mezd v tržních odvětvích;
- příspěvek ceny kapitálu odráží poptávku po tomto výrobním faktoru, která reaguje na využití výrobních kapacit a celkový výkon ekonomiky v rámci hospodářského cyklu;
- příspěvek efektivity práce zohledňuje vývoj jednotky produkce (přidané hodnoty) na odpracovanou hodinu/na zaměstnanou osobu;
- odhad mezery marží v sektoru finálních spotřebních statků a sektoru meziprodukce bere v úvahu (nad rámec vývoje nákladů) i pozorovaný cenový vývoj, tzn. spotřebitelskou inflaci a změny deflátorů.

Počátkem roku 2024 celkové nákladové tlaky přechodně zesílí vlivem zdražení energií pro firmy, poté se zmírní a v roce 2025 poklesnou k rovnovážným hodnotám

Zvyšování celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru bylo koncem loňského roku nadále dominantně taženo růstem cen domácí meziprodukce, i když se jeho příspěvek dále snížil. Dynamika nákladů jako celku se přitom mírně zvýšila, a to především v důsledku zmírnění záporného příspěvku dovozních cen energií. Šlo tak o dozvuky korekce v cenách energetických komodit, ke které došlo zejména v první polovině loňského roku. Kladný příspěvek jádrových dovozních cen se vlivem oslabující koruny mírně zvýšil (Graf III.8).

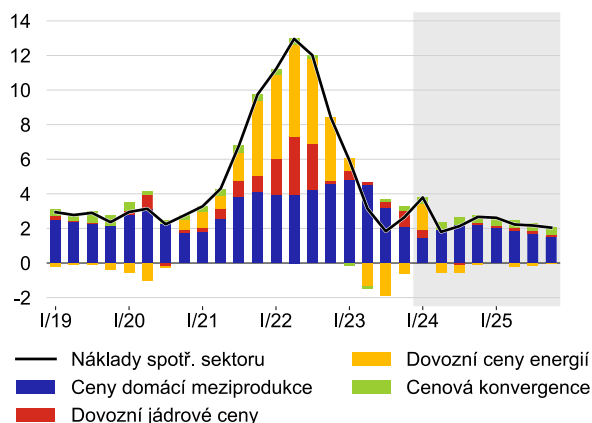
Na začátku letošního roku celkové nákladové tlaky dále přechodně zesílí. V energetických nákladech firem (jejichž komoditní část pochází primárně z dovozu) se totiž projeví zrušení vládních dotací na distribuci elektřiny. Příspěvek cen dovážených energií jako celku k mezičtvrtletnímu růstu celkových nákladů tak bude v prvním čtvrtletí 2024 jednorázově zřetelně kladný. V růstu dovozních cen se projeví také mírné oslabení koruny. Vedle toho bude růst celkových nákladů tažen pokračujícím zvyšováním cen domácí meziprodukce. Zároveň se na prognóze bude postupně obnovovat kladný příspěvek cenové konvergence.

Po odeznění vlivu zdražení regulované složky cen energií pro firmy ze začátku roku se dynamika celkových nákladů zmírní a v roce 2025 se bude postupně

Graf III.8

Nákladové tlaky na začátku roku ještě přechodně zesílí v návaznosti na výrazný nárůst regulované složky cen energií pro firmy a oslabující korunu

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



¹⁸ Podrobně cenovou vertikálu jádrového predikčního modelu g3+ popisoval box [Cenotvorba a její význam pro měnovou politiku pohledem modelu g3+](#) ze ZoMP léto 2021.

snížovat k rovnovážným hodnotám konzistentním s plněním inflačního cíle. Příspěvek domácích nákladů bude na výhledu nejprve mírně zvýšený, během roku 2025 se však také postupně sníží. Nad pozvolným posilováním kurzu v příštím roce přitom postupně převáží kladná dynamika jádrových cen zahraničních výrobců, což se ve výsledku projeví v lehce kladných příspěvcích jádrových dovozních cen.

Domácí nákladové tlaky se koncem loňského roku dále zmírnily, letos zůstanou zvýšené v návaznosti na svižný růst mezd, ale v příštím roce se postupně sníží

Ke zvolnění dynamiky domácích nákladů (Graf III.9) ve čtvrtém čtvrtletí 2023 dominantně přispělo pokračující rychlé zpomalování mzdového růstu v tržním sektoru. V návaznosti na přetrvávající utlumenou ekonomickou aktivitu v tuzemské ekonomice byl během podzimu příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů lehce záporný. Souběžně se nepatrně zhoršila i efektivita práce, což naopak výsledné domácí nákladové tlaky lehce zesilovalo.

Na začátku letošního roku se příspěvek tržních mezd k růstu domácích nákladů přechodně zvýší, především vlivem vládních opatření¹⁹, ale i v návaznosti na očekávané mírně nadstandardní zvyšování mzdových tarifů ve firmách. Nicméně od konce letošního roku se začne příspěvek mzdových nákladů k vývoji domácích inflačních tlaků snižovat. Spolu s postupným oživováním růstu ekonomické aktivity se bude na výhledu obnovovat kladný příspěvek ceny kapitálu k růstu domácích nákladů. Ten však bude zhruba vyvažován souběžným zvyšováním efektivitu práce, která tak bude působit v protiinflačním směru. Pokračující zmírňování mezičtvrtletního mzdového růstu povede v příštím roce k postupnému snižování domácích nákladových tlaků do blízkosti jejich rovnovážné hodnoty.

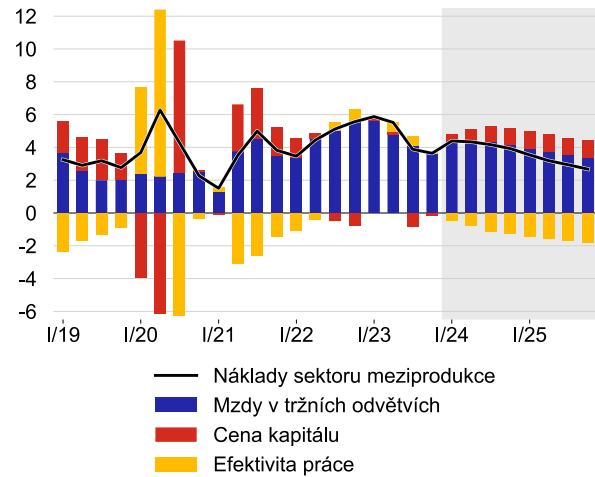
Donedávna výrazně rostoucí mezera marží se na přelomu roku začala viditelně snižovat v návaznosti na utlumenou domácí poptávku a přechodně zvýšený růst nákladů

Nedávný nárůst mezery marží ve spotřebitelském sektoru do výrazně kladných hodnot odrážel zvyšování cen domácími výrobci, prodejci a poskytovateli zboží a služeb pro domácnosti, které šlo značně nad rámec růstu nákladů. Na přelomu loňského a letošního roku se však mezera marží začala viditelně snižovat (Graf III.10). Celkové nákladové tlaky totiž krátkodobě zřetelně zesílily, zatímco cenový vývoj zůstal umírněný. Domácí poptávka je totiž utlumená dosavadní přísnou měnovou politikou a od začátku letošního roku

Graf III.9

Domácí nákladové tlaky se budou od konce letošního roku postupně zmírňovat s tím, jak se bude pozvolna snižovat mzdová dynamika

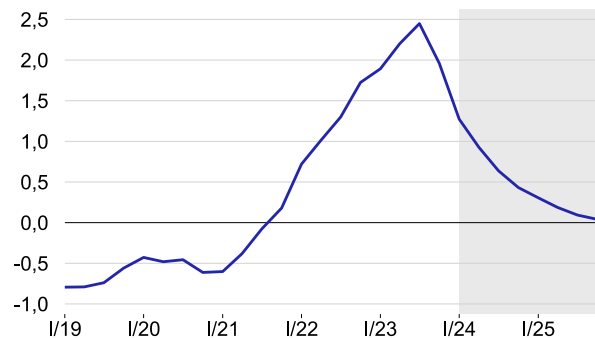
náklady sektoru mezispotřebních statků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.10

Kladná mezera marží se začala snižovat při jen pomalu se zotavující domácí poptávce

mezera marží u spotřebních statků v p. b.



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 přírážce“ firem, naopak záporná mezera představuje nižší než obvyklou přírážku. V případě, že se mezera v čase zvyšuje, vyvolává dodatečný proinflační vliv, tj. tlak na růst spotřebitelských cen nad rámec vývoje nákladů (a naopak).

¹⁹ Od začátku letošního roku vstupuje v platnost dohoda o vyšším odměňování pracovníků ve zdravotnictví. Rovněž byla zvýšena minimální mzda a upravena na ni navázaná kaskáda zaručených mezd. Obě legislativní změny tak budou mezičtvrtletní dynamiku průměrné mzdy zvyšovat.

nabíhajícími restriktivními opatřeními plynoucími z fiskální konsolidace. Spotřeba domácností se tak – spolu s úrovní reálných mezd – bude ze své současné nízké úrovně zotavovat jen postupně. Prodejci přitom nebudou schopni do koncových cen pro spotřebitele plně přenést růst nákladů spojený se skokovým zdražením regulované složky cen energií z počátku letošního roku a ziskové marže se tak budou dále rychle snižovat. To bude celkové inflační tlaky a výsledný cenový růst výrazně tlumit. Prognóza očekává obdobný vývoj mezery marží také v sektoru domácí meziprodukce.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU: Cenový vývoj

		2023	2024	2025	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	10,7 (-0,1)	2,6 (0,0)	2,0 (-0,1)	Prognóza inflace zůstává v letošním roce beze změny, přičemž vyšší očekávaný růst regulovaných cen je kompenzován nižší dynamikou cen tržních.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	27,8 (0,5)	9,2 (4,5)	2,3 (0,8)	Výhled regulovaných cen se pro letošní rok posouvá výše vlivem rychlejšího růstu cen energií a dalších položek spojených s bydlením.
Jádrová inflace	% procentní body	7,6 (0,0)	2,9 (-0,1)	2,2 (-0,2)	Za přehodnocením predikce jádrové inflace lehce směrem dolů stojí slabší domácí poptávka a o něco menší inflační tlaky z trhu práce ve srovnání s minulou prognózou.
Ceny potravin (vč. alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	10,0 (-0,1)	-1,9 (-2,1)	0,6 (-0,5)	Výhled cen potravin pro letošní rok leží viditelně níže z titulu jejich nečekaně silného poklesu v závěru loňského roku a vlivem výraznějšího promítnutí snížení DPH do cen potravin.
Ceny pohonných hmot	meziroční změny v % procentní body	-12,1 (-0,8)	-3,3 (-7,1)	-0,5 (-1,0)	Predikce cen pohonných hmot se posouvá výrazně směrem dolů zejména v návaznosti na nižší výhled cen ropy.

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

BOX 1 Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech

Součástí výkonu mandátu ČNB v oblasti cenové stability je zpětné vyhodnocování plnění 2% inflačního cíle centrální banky a určení příčin, které vedly k případným odchylkám cenového růstu od jeho stanovené hodnoty. Obsahem tohoto pravidelně zařazovaného boxu je uvedené hodnocení za poslední dva kalendářní roky, tedy za roky 2022 a 2023.

V roce 2022 se inflace nacházela výrazně nad 2% cílem ČNB (Graf 1). V průběhu loňského roku sice tempo cenového růstu postupně kleslo z dvouciferných na jednociferné hodnoty, stále však setrvalo vysoko nad cílem. Faktory, které stály za odchylkou inflace od cíle, byly identifikovány pomocí jádrového predikčního modelu g3+¹. Tyto faktory poskytují náhled na původ inflačních tlaků, kterým česká ekonomika v posledních dvou letech čelila (Graf 2).

Rekordní růst cen zahraničních průmyslových výrobců v roce 2022 odrážel enormní zdražení energetických surovin na světových trzích eskalované ruskou agresí na Ukrajině. Ve stejném směru také přispívaly již z období pandemie narušené globální výrobní a dodavatelské řetězce. Loňská částečná korekce cen zahraničních průmyslových výrobců, ve které se projevil uvolnění úzkých hrdel dodavatelských řetězců a pokles burzovních cen energetických komodit, proinflační působení vývoje zahraničních cen zmírňovala. Ve výsledku enormní nárůst cen energií zvedl náklady tuzemských firem a jejich prostřednictvím následně koncové ceny výrobků a služeb. Postupně se tak tyto vnější nákladové tlaky dostaly do všech domácích cenových okruhů. Zatíženy byly i rodinné rozpočty, protože skokové zdražení burzovních cen energií vedlo k rekordnímu nárůstu regulovaných cen, zejména těch spojených s bydlením.² Postupně odeznívání šoku v cenách energií pak přispěvek regulovaných cen po většinu loňského roku snižovalo.

Také domácí ekonomika působila v předešlých dvou letech výrazně proinflačně. To pramenilo především ze zvyšování ziskových marží podniků v podmínkách pokračujícího solidního růstu nominálních příjmů domácností při stále nízké nezaměstnanosti a expanzivní fiskální politice. Firmy napříč odvětvími tak v průměru zvyšovaly ceny ještě více, než by odpovídalo růstu nákladů, a částečně si tak kompenzovaly předchozí ztráty z dob pandemie. Prudký nárůst cen však zároveň oslabil koupěschopnost domácností, jejichž reálné příjmy zaznamenaly rekordní propad. Utlumená spotřebitelská poptávka tak v loňském roce přispívala k postupnému snižování proinflačního působení domácí ekonomiky. Také vliv zpočátku nedostatečného zpřísnění domácí měnové politiky (viz též poslední odstavec) během roku 2023 vyprchával, a to v podmínkách odeznívání mimořádných cenových tlaků při ponechání úrokových sazeb na zvýšených úrovních.

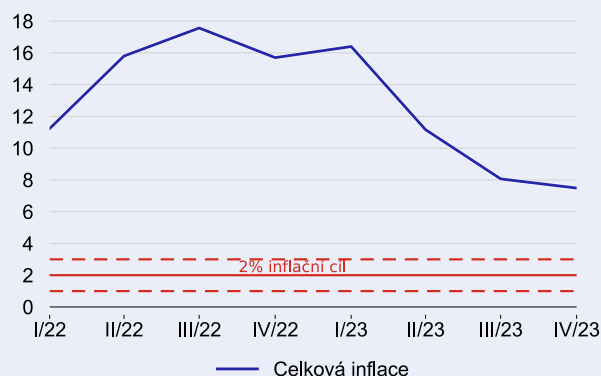
Na vzednutí cenových tlaků v eurozóně reagovala ECB ve srovnání s ČNB s větším zpožděním a nižší intenzitou. Rozšiřující se kladné úrokové rozpětí tak vytvářelo tlak ve směru posilování kurzu koruny a tedy brždění domácí inflace. Vedle působení zahraničních úrokových sazeb působilo protiinflačně rovněž cyklické ochlazení zahraniční ekonomické aktivity v loňském roce.

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 transmissi 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

Inflace se v loňském roce začala postupně snižovat v návaznosti na zmírňující se růst nákladů firem a zchlazenou poptávku domácností v podmínkách přísného nastavení měnové politiky ČNB

spotřebitelské ceny v %



Kurz koruny po celé hodnocené období působil v protiinflačním směru.³ Ačkoliv se sentiment v důsledku energetické krize a války na Ukrajině na začátku roku 2022 citelně zhoršil, koruna průběžně mírně posilovala pod vlivem kladného úrokového diferenciálu a za podpory faktických i verbálních devizových intervencí ČNB. Na přelomu let 2022 a 2023 kurz dále zpevnil především díky zlepšení sentimentu v regionu v návaznosti na vytvoření dostatečných zásob plynu před topnou sezónou. Následně sice koruna během loňského roku mírně oslabila, avšak méně, než by odpovídalo zužujícímu se úrokovému diferenciálu vůči zahraničním sazbám. Kurz tak nadále působil ve směru zpomalování růstu cen.

Bankovní rada začala zvyšovat úrokové sazby v červnu 2021, kdy komunikovala proinflační rizika prognóz, které – od konce roku 2020 – již samy o sobě předpovídaly růst úrokových sazeb pro rok 2021. Během podzimu pak zvyšování úrokových sazeb nabralo na razanci. V první polovině roku 2022 bankovní rada vnímala rizika a nejistoty tehdejších prognóz ČNB převážně jako výrazné a v souhrnu proinflační. Dlouhodobě identifikovaným rizikem bylo zeslabení ukotvenosti inflačních očekávání v podmínkách dlouhodobého přestřelování inflačního cíle, které se mohlo projevit vznikem mzdově-inflační spirály. Na počátku roku 2022 v důsledku vypuknutí války na Ukrajině zesílil již tak prudký růst cen energetických komodit. S tím souviselo i rostoucí riziko expanzivnější domácí fiskální politiky (opatření přijímaná ke zmírnění dopadů energetické a uprchlické krize). Značnou nejistotu představovalo budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. V reakci na mimořádně silné a plošné inflační tlaky ČNB pokračovala ve zvyšování úrokových sazeb až do června 2022, kdy 2T repo sazba dosáhla 7 %. 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.

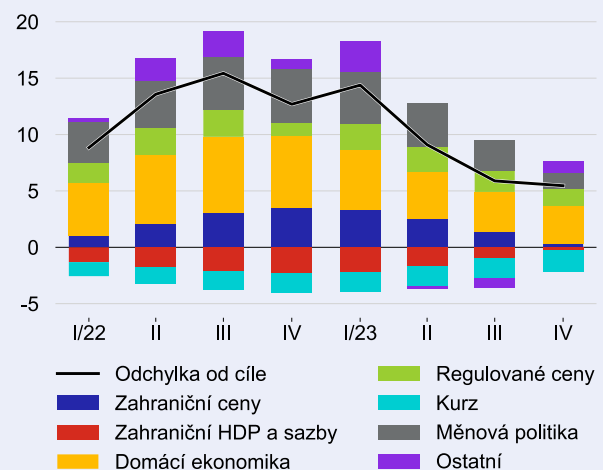
V roce 2023 bankovní rada hodnotila rizika a nejistoty zpočátku jako výrazné a jdoucí oběma směry, ve druhé polovině roku jako proinflační. Většina již dříve identifikovaných rizik přetrvávala. Bankovní rada komunikovala, že trajektorie úrokových sazeb se bude nacházet výše oproti základnímu scénáři prognózy. K nejistotám nadále patřily další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině, dostupnost a ceny energií a budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. V prosinci 2023 pak v návaznosti na klesající výhled inflace bankovní rada snížila úrokové sazby o 0,25 procentního bodu a uvedla, že považuje za nezbytné vytrvat v přísné měnové politice a přistupovat k případnému dalšímu snižování sazeb opatrně.

Inlace se v celém hodnoceném období pohybovala výrazně nad 2% inflačním cílem. Z tohoto hlediska lze s výhodou zpětného pohledu konstatovat, že měnová politika měla být v určitých obdobích přísnější. Podhoubí toho lze hledat již v předpandemickém období. V době pandemie pak měly sazby klesnout méně a poté se měly začít zvyšovat dříve a rychleji – již při prvních známkách obnovujících se inflačních tlaků. Tento pohled zohledňuje standardní nastavení horizontu měnové politiky (12–18 měsíců). Během roku 2022 však byl v prognózách centrální banky dočasně uvažován vzdálenější měnověpolitický horizont (18–24, resp. 15–21 měsíců). To odrazilo převážně nabídkový charakter proinflačních šoků a potřebu jejich dopady částečně výjimkovat.

Graf 2

Odchylka od cíle v letech 2022 a 2023 byla způsobena zejména skokovým zdražením energií a nedostatečným zpřísněním měnové politiky v letech 2021–2022

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 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](#).

2 Odchylka inflace od cíle se přechodně zmírnila koncem roku 2022 v návaznosti na přijetí vládního opatření proti vysokým cenám energií (tzv. úsporného tarifu). Tento efekt kvůli statisticky snížené srovnávací základně naopak ve čtvrtém čtvrtletí 2023 zapříčinil dočasné přerušování dezinflačního procesu, když se dočasně skokově zvýšil meziroční růst regulovaných cen a s tím i celková inflace.

3 Příspěvek kurzu zachycuje tu část kurzového vývoje, kterou nelze vysvětlit dalšími veličinami. Pokud tedy např. koruna oslabila, avšak méně, než odpovídá vývoji ostatních makroekonomických veličin, příspěvek kurzu je hodnocen jako protiinflační.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada na únorovém měnověpolitickém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,50 procentního bodu na 6,25 %, ve stejném rozsahu diskontní sazbu na 5,25 % a lombardní sazbu na 7,25 %. Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako spíše proinflační. Rizikem v tomto směru je pomalejší odeznívání zvýšených inflačních očekávání, což by se při napjatém trhu práce mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích. Dalším proinflačním rizikem je vyšší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb a přerušení dezinflace u obchodovatelných statků, která doposud vyplývala zejména z odeznění problémů na straně nabídky. Na delším horizontu je proinflačním rizikem zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z nadměrné úvěrové aktivity na realitním trhu. Ta by mohla vést k obnovení výrazně kladných příspěvků imputovaného nájemného do jádrové inflace. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a výkon německé ekonomiky. Nejistotou výhledu zůstává budoucí nastavení zahraniční měnové politiky. Se základním scénářem prognózy sekce měnové je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku. To je v souladu s očekávaným dosažením cíle na horizontu měnové politiky po odeznění mimořádných nákladových tlaků z vnějšího prostředí a v prostředí nadále utlumené domácí poptávky.

Se základním scénářem prognózy je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku

Zimní prognóza implikuje rychlý pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších čtvrtletích (Graf IV.1). Úrokové sazby se podle základního scénáře výrazně snižují již od prvního čtvrtletí letošního roku a na konci roku se pohybují poblíž měnověpoliticky neutrální úrovně. To je dáno odezněním mimořádných nákladových tlaků z vnějšího prostředí a utlumenou domácí poptávkou. Tyto faktory vedou k dosažení nízkoinflačního prostředí a jeho udržení i na horizontu měnové politiky. Přechodné zvýšení nákladových tlaků na přelomu loňského a letošního roku přitom nezabrání poklesu spotřebitelské inflace do blízkosti horní hranice tolerančního pásma cíle ČNB už počátkem tohoto roku. Ziskové marže podniků se tak sníží, k čemuž se od konce letošního roku připojí zpomalení mezičtvrtletní dynamiky mezd v tržní sféře. Inflace setrvá v blízkosti cíle i na horizontu měnové politiky, tj. v první polovině roku 2025. V příštím roce se pak sazby přechodně sníží až mírně pod 3 %, což zabrání nežádoucímu poklesu inflace výrazně pod cíl. Důležitým předpokladem základního scénáře prognózy zůstává ukotvenost inflačních očekávání 2% cílem, která přispívá k návratu inflace do jeho blízkosti a jejímu setrvání na těchto hodnotách.

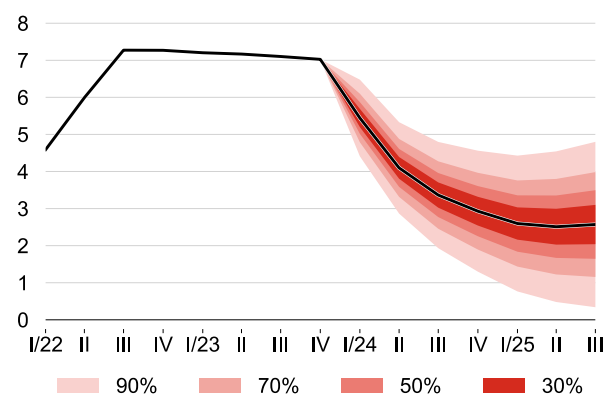
Koruna pokračuje v oslabování

V závěru minulého roku i v průběhu ledna pokračovalo postupné oslabování koruny, které započalo loni na jaře. Koruna ustoupila z tehdejších maxim vůči euru o více než 6 % a v závěru ledna se obchodovala poblíž

Graf IV.1

Se základním scénářem prognózy je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti



Intervaly spolehlivosti prognózy hlavních makroekonomických veličin odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jsou symetrické a lineárně se rozšiřující. V případě celkové inflace se rozšiřují pouze pro prvních pět čtvrtletí a poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

24,8 CZK/EUR. Její ztráty dočasně přerušilo pouze listopadové rozhodnutí ČNB ponechat měnověpolitické sazby beze změny, zatímco trhy spíše očekávaly první snížení. Už v prosinci se ovšem koruna vrátila k oslabování a na široce očekávané snížení sazeb v závěru měsíce pak již výrazněji nereagovala.

Zveřejnění nových domácích i zahraničních makroekonomických ukazatelů, které naznačovaly další ústup inflačních tlaků, vedlo v průběhu ledna k novému poklesu tržních očekávání domácích měnověpolitických sazeb a k oslabování koruny. Klíčovou roli klesajícího úrokového diferenciálu koruny vůči světovým měnám potvrzuje i čistý odliv zahraničního dluhového kapitálu z ČR, který ve druhé polovině loňského roku zesílil.

Po počátečním dalším lehkém oslabení bude koruna na výhledu mírně posilovat

Zimní prognóza očekává průměrnou hodnotu kurzu koruny v prvním čtvrtletí 2024 ve výši 24,7 CZK/EUR. Následně bude koruna mírně posilovat (Graf IV.2), což bude odrazem zejména příznivého vývoje čistého vývozu zboží a služeb. Ke zlepšování výkonové bilance přitom přispěje zpočátku ještě výrazně utlumená domácí poptávka při postupném rozjezdu vývozní aktivity v návaznosti na ožívování zahraničních ekonomik. Posilování kurzu však bude tlumeno zužujícím se úrokovým rozpětím oproti eurozóně²⁰ (Graf IV.3), které se koncem roku uzavře.

Tržní výhled úrokových sazeb se nachází oproti prognóze ČNB výše, současně analytici očekávají lehce slabší korunu než centrální banka

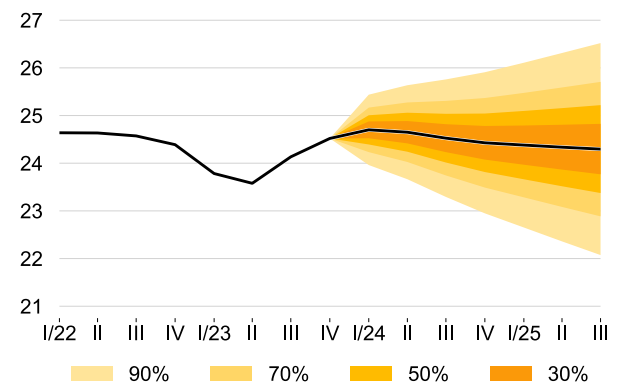
Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle FRA se v posledních týdnech posunul níže. Trh očekává postupné snižování sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku (Graf IV.4). Tento výhled se přitom nachází výše než trajektorie sazeb ze základního scénáře prognózy ČNB. Pro únorové měnověpolitické jednání všichni respondenti šetření IOFT očekávali snížení 2T repo sazby, a to o 0,25 až 0,75 procentního bodu (mediánově o 0,25 procentního bodu). V ročním horizontu analytici očekávají nastavení základní sazby ČNB v rozmezí 3 % až 4,75 % (v mediánu na 4 %).

Analytici v šetřeních IOFT a FECF v ročním horizontu v průměru očekávají kurz koruny v blízkosti 24,7 CZK/EUR (Tab. IV.1 dále v textu). Jími předpokládaný kurzový vývoj je na lehce slabší úrovni než výhled centrální banky. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu jednoho roku však dosahuje v uvedených šetřeních 2,5, resp. 3 koruny za euro. V delším výhledu by se dle analytiků kurz koruny spolu s ekonomickým oživením a zlepšeným obecným sentimentem na finančním trhu

Graf IV.2

Po počátečním lehkém oslabení se v průběhu roku obnoví mírné posilování koruny

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti

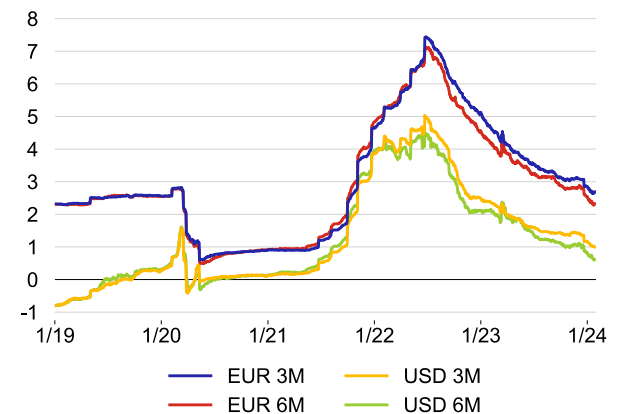


Horizont měnové politiky je časový úsek v budoucnosti (standardně vzdálený 12–18 měsíců), na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika ČNB a který zohledňuje časovou délku transmise měnové politiky. Cílením inflace na daném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních 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



²⁰ Tento vliv je částečně expertně tlumen.

měl postupně vrátit k trajektorii dlouhodobého pozvolného posilování.

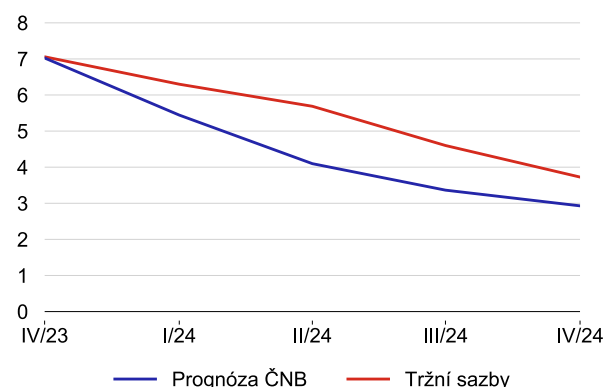
Bankovní rada se ve své komunikaci přiklání k dalšímu snižování sazeb

Mediální vyjádření členů bankovní rady se shodovala, že v průběhu roku bude pokračovat snižování úrokových sazeb. Zaznělo, že na únorovém zasedání bude probíhat diskuse o tempu snižování, které bude záviset zejména na vývoji inflace, ale také na dalších ekonomických ukazatelích. Několik členů se vyjádřilo, že snižování sazeb také může být kdykoli zastaveno, například pokud inflační tlaky budou setrvalejší, jako třeba v odvětví služeb. Zaznělo také, že v případě pomalejšího poklesu inflace k 2% cíli bude snižování sazeb pomalejší, například o 25 bazických bodů, nicméně v případě rychlejšího poklesu lze uvažovat o výraznějším snižování, například tempem 50 bazických bodů. Jeden člen vyslovil podporu razantnějšímu snížení úrokových sazeb minimálně o 50 bazických bodů. Od několika členů zaznělo, že měnová politika ČNB bude i nadále přísná.

Graf IV.4

Trh očekával na únorovém zasedání snížení úrokových sazeb, oproti prognóze ČNB leží výhled trhu na vyšší hladině

3M PRIBOR, FRA v %



Poznámka: Tržní sazby představují pro IV/23 3M PRIBOR, pro I/24 až IV/24 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. lednu 2024.

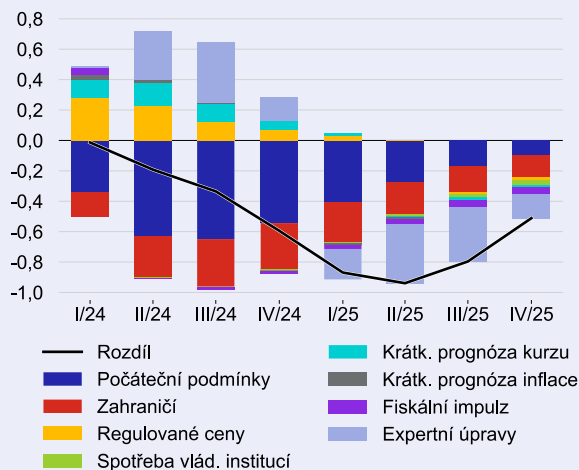
Tržní úroková sazba 3M PRIBOR je referenční sazba peněžního trhu se splatností tři měsíce, která má úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je **dvoutýdenní (2T) repo sazba**, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a odráží mimo jiné očekávání ohledně budoucího vývoje měnověpolitických úrokových sazeb. Aktuálně (před únorovým měnovým zasedáním bankovní rady ČNB) tento rozdíl dosahoval -0,2 procentního bodu.

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Graf IV.5

Oproti podzimní prognóze se trajektorie sazeb nachází viditelně níže

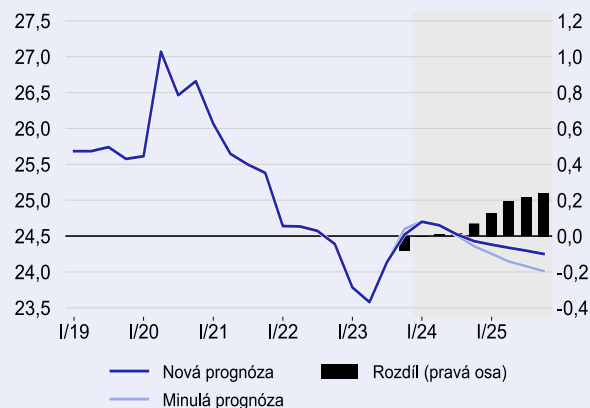
rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



Graf IV.6

Měnový kurz bude oproti podzimní prognóze v příštím roce mírně slabší

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

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

- V záporném příspěvku **zahraničí** se projevuje především snížený výhled úrokových sazeb ECB.
- **Počáteční podmínky** v domácí ekonomice působí ve směru nižších sazeb, což je důsledkem nižší pozorované mzdové dynamiky a utlumenějšího růstu HDP v druhé polovině loňského roku. Stejným směrem se projevuje nižší pozorovaná dynamika dovozních cen energií. V opačném směru pak v menší míře působí vyhlazování v úrokovém pravidle.
- **Krátkodobá prognóza kurzu** pro první čtvrtletí letošního roku má mírný vliv ve směru vyšších sazeb.
- **Krátkodobá prognóza inflace** je optikou modelu zhruba v souladu s vývojem ekonomiky, a působí tak neutrálně.
- Kladné příspěvky **regulovaných cen** v nejbližších čtvrtletích jsou odrazem mírnějšího poklesu cen energií pro domácnosti a vyššího očekávaného nárůstu jejich regulované složky od počátku letošního roku.
- Dopady zpřesněného výhledu **spotřeby vládních institucí** a **fiskálního impulzu** jsou zhruba neutrální.
- **Expertní úpravy** působí nejprve směrem k mírně vyšším sazbám, v příštím roce pak v opačném směru. K vyšším sazbám přispívá zejména zmenšená expertní úprava tlumící vliv úrokového diferenciálu na kurz koruny, která plyne z přehodnocení výhledu zahraničních sazeb. Ve stejném směru působí také zhoršení efektivity práce na začátku prognostického horizontu. V příštím roce již naopak

převažuje efekt utlumení dynamiky tržních mezd na celém výhledu, neboť se snižuje tempo dohánění předchozího poklesu reálných mezd. Současně je tlumena rychlost ekonomického oživení v situaci pomalejšího zlepšování sentimentu.

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

- Nastavení krátkodobé prognózy kurzu odráží zejména jeho **pozorované hodnoty**.
- Na výhledu proti sobě působí zlepšení **balance zboží a služeb** v návaznosti na utlumenější domácí poptávku a zmenšená expertní úprava tlumící vliv **úrokového diferenciálu** oproti eurozóně. Ve výsledku se prognóza kurzu v letošním roce téměř nemění.
- Mírnější posilování kurzu koruny v příštím roce je pak odrazem pozdějšího oživení **zahraniční poptávky po tuzemském vývozu** a mírně sníženého výhledu **jádrových výrobních cen v efektivní eurozóně**, které působí ve směru nižší konkurenceschopnosti tuzemských vývozců.

Podmínky dlouhodobého financování se během minulého roku uvolnily

Úrokové sazby PRIBOR se přibližně od loňského června postupně snižovaly. Na přelomu roku pokles zesílil (především ve splatnostech nad 3M) vlivem očekávání, že ČNB sníží základní úrokové sazby. Výnosová křivka na peněžním trhu tak získala zřetelně záporný sklon. Také tuzemské sazby s delší splatností (nad 1R) se snižovaly (Graf IV.7). K tomu přispěl i vývoj na zahraničních trzích, kde převažovaly příznivé zprávy o cenovém vývoji a přesvědčení trhů, že základní úrokové sazby hlavních centrálních bank již dosáhly vrcholu. Celkově se za celý rok 2023 domácí sazby IRS v jednotlivých splatnostech snížily až o dva procentní body, což zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů.²¹ Podmínky dlouhodobého financování na tuzemském trhu se tak výrazně uvolnily. Záporný sklon domácích výnosových křivek IRS i státních dluhopisů zůstal přibližně zachován (Graf IV.8).

Pokles domácích tržních sazeb se začíná promítat do klientských úrokových sazeb

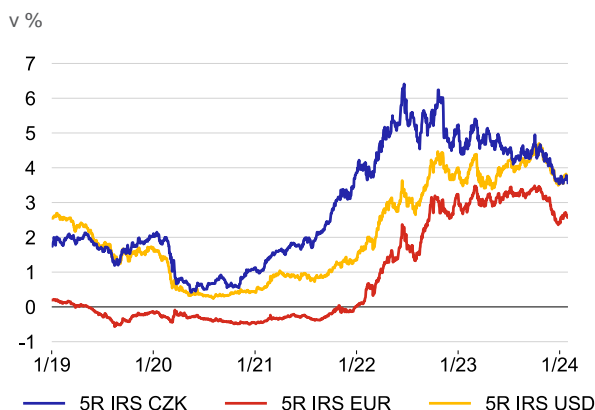
Úrokové sazby z úvěrů se v některých segmentech v posledním období lehce snížily v souvislosti s prosincovým snížením měnověpolitických sazeb ČNB, jakož i s očekáváním jejich dalšího poklesu v budoucnosti. Sazba z nových čistých úvěrů nefinančním podnikům poklesla a v prosinci dosáhla 8,2 %, oproti sazbě z eurových úvěrů je tak vyšší o dva procentní body. Úroková sazba z nových čistých korunových hypoték se pohybuje na úrovni 5,7 %. Sazba z nových úvěrů na bydlení se v posledním období ustálila na 5,4 % (Graf IV.9). Rychle reagují úrokové sazby z vkladů soukromého sektoru, když se úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností v prosinci snížila k úrovni 6 %. Reálné úrokové sazby vlivem nižší inflace očekávané analytiky finančního trhu v ročním horizontu zůstávají pro celý soukromý sektor v kladných hodnotách.

Dynamika úvěrů podnikům zrychlila, u domácností zůstává utlumená

Tempo růstu úvěrů podnikům ve čtvrtém čtvrtletí zrychlilo a v prosinci dosáhlo 7,4 %, k čemuž přispěl i efekt nízké základny. Nové čisté eurové úvěry v prosinci vzrostly, zatímco u korunových úvěrů nadále pozorujeme meziroční pokles. Podíl úvěrů v cizí měně se tak zvýšil na historické maximum 51 %. Intenzita jeho zvyšování však v loňském roce celkově zvolnila v podmínkách snižujícího se úrokového diferenciálu vůči zahraničí a zpřísněných úvěrových standardů bank v tomto segmentu. Dle vnímání bank celková

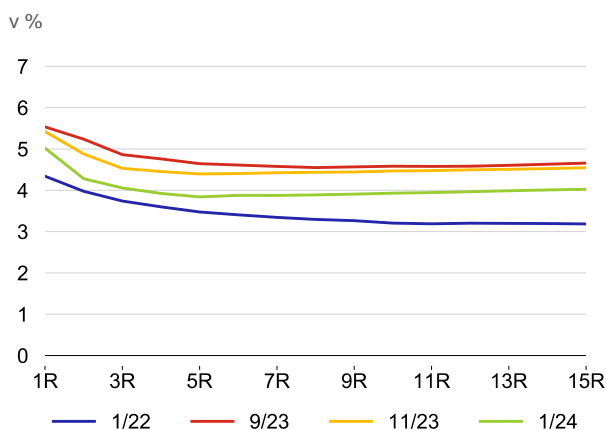
Graf IV.7

Domácí úrokové sazby s delší splatností měly v loňském roce klesající tendenci



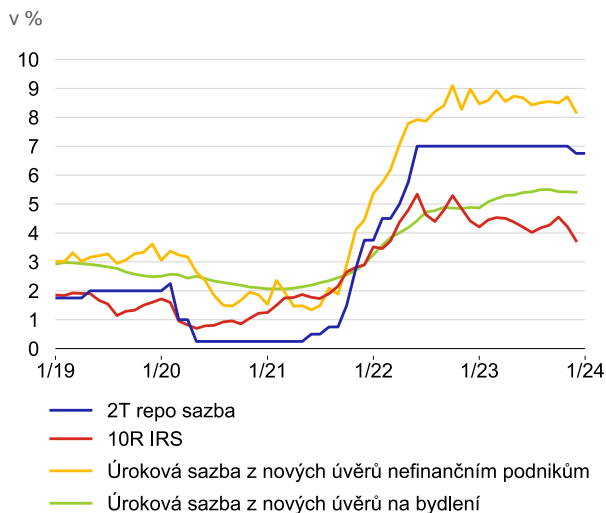
Graf IV.8

Výnosová křivka českých státních dluhopisů se oproti podzimu posunula na nižší hladinu, její sklon na kratším konci zůstal záporný



Graf IV.9

Úrokové sazby z úvěrů podnikům a úvěrů na bydlení zůstaly koncem loňského roku na zvýšených úrovních



²¹ V roce 2023 Ministerstvo financí ČR emitovalo státní dluhopisy na primárním trhu za 409 mld. Kč. Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2024 předpokládá emise v objemu 300 až 400 mld. Kč.

poptávka podniků po úvěrech ve čtvrtém čtvrtletí mírně poklesla, lehce rostl jenom zájem o krátkodobé úvěry a úvěry velkým podnikům. Za hlavní faktor oslabené poptávky přitom polovina bankovního trhu považuje stále vysoké domácí úrokové sazby. Dle prognózy se růst úvěrů podnikům v následujícím období stabilizuje (Graf IV.10) v reakci na postupné snižování úrokových sazeb a obnovení ekonomického růstu.

Růst úvěrů domácnostem na bydlení naopak dále zvolnil na 4,2 %. Banky však koncem loňského roku vnímaly zvýšení poptávky po úvěrech na bydlení, což odráželo příznivější vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí, mírný pokles úrokových sazeb a uvolnění úvěrových limitů. V souladu s tím nové čisté hypotéky v prosinci meziročně vzrostly o 80,5 %, i když z velké části vlivem efektu loňské nízké základny. Dle prognózy začne růst úvěrů na bydlení od konce roku 2024 pozvolna zrychlovat, bude se však pohybovat na nižší úrovni než v předchozích letech (Graf IV.10).

Rizika prognózy jsou spíše proinflační

Proinflačním rizikem je pomalejší odeznívání nadále zvýšených inflačních očekávání. To by se mohlo projevit v pozdějším poklesu inflace k 2% cíli oproti základnímu scénáři prognózy. Nelze také vyloučit pozdější začátek snižování úrokových sazeb ze strany ECB a Fedu. Proinflační riziko plyne i z hluboce deficitního hospodaření sektoru vládních institucí v posledních letech s možným přesahem do budoucího cenového vývoje.

Nejistotou prognózy je míra přecenění začátkem letošního roku, do kterého se promítají i četné změny nepřímých daní, a dopad pravidelné revize vah spotřebitelského koše ze strany ČSÚ. Další nejistotou je rychlost poklesu míry úspor domácností.

Inflační očekávání poklesla, zůstávají však zatím nad 2% cílem

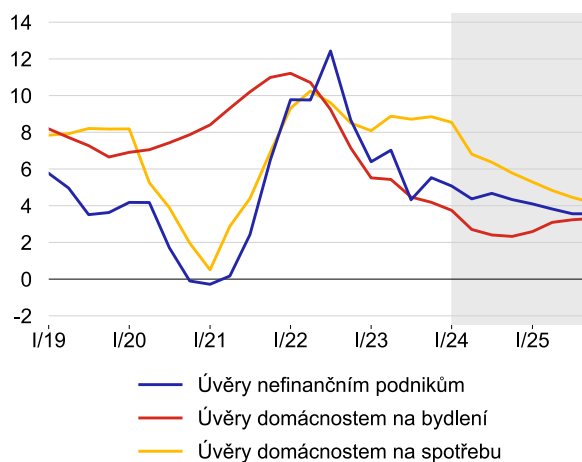
Dostupné ukazatele signalizují, že riziko odkotvení inflačních očekávání postupně odeznívá. Podle společného šetření Svazu průmyslu a dopravy ČR a ČNB inflační očekávání nefinančních podniků v ročním horizontu dosáhla v prosinci 5,8 % (Tab. IV.1). V tříletém horizontu poklesla na 4,9 %, i tak se však pohybují nad 2% inflačním cílem ČNB (Graf IV.11). Podniky jsou dotazovány i na vývoj cen hlavních vstupů (surovinových, materiálových, energetických atd.) v ročním horizontu. U tohoto výhledového ukazatele došlo v prosinci k poklesu na 6,4 %. Také konjunkturální šetření Evropské komise ukazuje, že podíl podniků očekávajících v nejbližším období růst cen svých výrobků a služeb se snížil.

Rovněž u českých domácností oslabují obavy z růstu cenové hladiny. Ukazatel inflace vnímané tuzemskými domácnostmi v šetření Evropské komise se ve druhé polovině minulého roku snižoval z historicky nejvyšších hodnot. Indikátor inflace očekávané v ročním horizontu

Graf IV.10

Růst úvěrů domácnostem na bydlení dosáhne letos svého dna a příští rok zrychlí

roční míry růstu v %



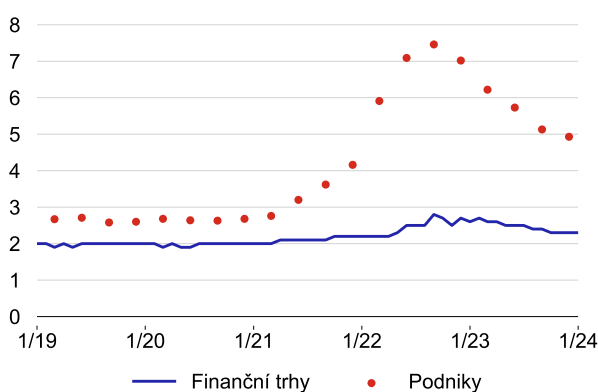
Poznámka: Roční míry růstu úvěrů byly ve druhém čtvrtletí 2023 ovlivněny dubnovým odkupem úvěrů Sberbank CZ ze strany České spořitelny.

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 sebenaplnující. Proto je pro centrální banky důležité inflační očekávání monitorovat a snažit se je udržet v blízkosti svého inflačního cíle.

Graf IV.11

Inflační očekávání v tříletém horizontu u nefinančních podniků dále klesla, stále však zůstávají nad 2% cílem

vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, v %



se na konci roku 2023 nejprve mírně zvýšil, ale v letošním lednu se opět snížil (Graf IV.12). Dle konjunkturálního šetření ČSÚ spotřebitelé zůstávají pesimističtí v otázce budoucího vývoje hospodářské situace, i když méně než před rokem. Přetrvává také zhoršený výhled jejich finanční situace, což souvisí především s nedávným rychlým zdražováním energií.

Analyticky očekávaná inflace v ročním horizontu v lednu poklesla, což pravděpodobně souvisí s nižším očekávaným lednovým přeceněním. Inflace očekávaná v tříletém horizontu zůstává stabilní mírně nad 2% cílem ČNB.

Ve scénáři zvýšených inflačních očekávání se domácí úrokové sazby pohybují výrazně nad trajektorií základního scénáře

Se základním scénářem zimní prognózy je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb. Centrální banka však může s razantním snižováním vyčkat až do chvíle, kdy bude zřejmé, že pokles inflace k 2% cíli je robustní a udržení inflace na cíli dlouhodobé. Důvodem pro tento vyčkávací postoj může být reakce na riziko zvýšených inflačních očekávání, která vytvářejí v ekonomice dodatečné inflační tlaky, pozorované například v podobě pomalejšího odezdnívání inflace v odvětví služeb. K ilustraci tohoto rizika byl vypracován scénář zvýšených inflačních očekávání. Scénář ukazuje, že pozdější pokles úrokových sazeb tlumí dopady zvýšených inflačních očekávání do rychlejšího růstu spotřebitelských cen jen částečně. Inflace tak dosáhne 2% cíle až za horizontem měnové politiky, a to na konci roku 2025.

Tab. IV.1

Inflační očekávání v tříletém horizontu se u analytiků nacházejí mírně nad inflačním cílem, u podniků klesla pod 5 %

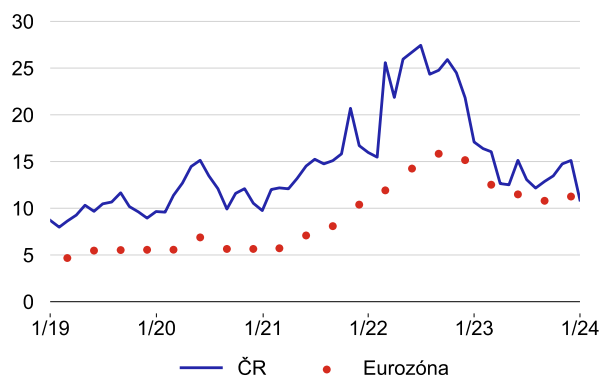
vzorek cca 18 analytiků a 150 podniků, horizont 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak

	9/23	10/23	11/23	12/23	1/24
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,7	2,8	2,8	2,9	2,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
Reálný HDP v roce 2023	0,1	0,0	-0,3	-0,4	
Reálný HDP v roce 2024	2,2	2,1	1,8	1,4	1,4
Nominální mzdy v roce 2023	8,4	8,2	8,1	7,8	
Nominální mzdy v roce 2024	6,7	6,6	6,5	6,5	6,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,3	24,4	24,6	24,5	24,6
2T repo (v %)	4,9	4,8	4,4	4,3	4,0
1R PRIBOR (v %)	4,7	4,6	4,3	4,1	4,0
Podniky:					
Index spotřebitelských cen				5,8	
Index spotř. cen v horizontu 3R				4,9	
CF:					
Reálný HDP v roce 2023	0,1	0,0	-0,2	-0,3	
Reálný HDP v roce 2024	2,2	2,2	1,8	1,6	1,6
Nominální mzdy v roce 2023	8,5	8,1	8,1	7,9	
Nominální mzdy v roce 2024	6,6	6,7	6,6	6,5	6,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,4	24,5	24,6	24,7	24,7
3M PRIBOR (v %)	4,7	4,7	4,4	4,3	3,9

Graf IV.12

Inflační očekávání domácností v ČR i v eurozóně se během posledního roku výrazně snížila

očekávání domácností o vývoji inflace v příštích 12 měsících podle European Commission Business and Consumer Survey, pro ČR vzorek cca 1000 domácností, v %



Scénář zvýšených inflačních očekávání

Přístup k modelování zvýšených inflačních očekávání je v tomto scénáři obdobný jako v letní prognóze roku 2023. Scénář využívá index kompozitních inflačních očekávání (Common Inflation Expectations – index CIE), který poskytuje ucelený náhled na vývoj inflačních očekávání v české ekonomice. Index CIE se v loňském roce nejprve poměrně výrazně snižoval z předchozích bezprecedentně vysokých hodnot, následně se však jeho pokles koncem roku 2023 zastavil. To indikuje setrvání inflačních očekávání na zvýšených hodnotách (Graf IV.13).

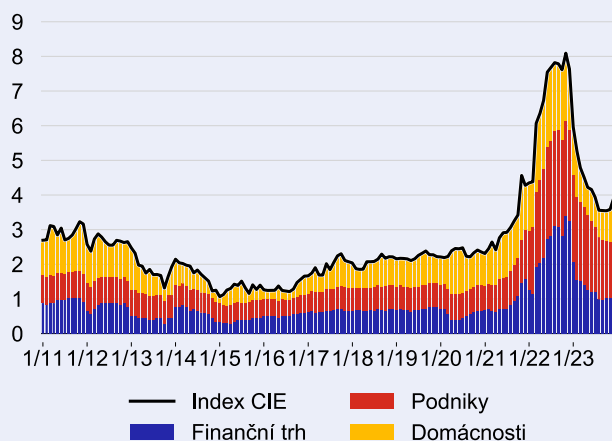
Hodnoty tohoto indexu jsou použity jako zdroj informace pro úpravu inflačních očekávání v modelu g3+, který v této simulaci navíc obsahuje proces endogenního odchýlení inflačních očekávání od cíle včetně dodatečného tlaku na oslabení kurzu koruny²². Kalibrace scénáře byla zvolena tak, aby se modelová inflační očekávání přiblížila průběhu indexu CIE zejména v nedávné minulosti.

Graf IV.13

Modelování zvýšených inflačních očekávání s využitím indexu CIE

Index Common Inflation Expectations (CIE)

očekávané meziroční změny CPI v horizontu 1 roku v %



Zvýšená inflační očekávání mají zásadní vliv na rozhodování ekonomických subjektů, což v ekonomice vytváří dodatečné inflační tlaky. Centrální banka na ně částečně reaguje ponecháním úrokových sazeb na vyšší úrovni oproti základnímu scénáři.²³ Tato reakce však není dostatečná k vyvážení vlivu zvýšených inflačních očekávání, a to se ve výsledku projevuje zejména vyšší inflací a vyšším nominálním mzdovým růstem oproti základnímu scénáři. Dodatečný tlak na oslabení kurzu v souvislosti s nárůstem rizikové premie v tomto scénáři vede k mírně slabším hodnotám kurzu na prognóze, což také přispívá k vyšší inflaci ve srovnání se základním scénářem (Graf IV.14).

²² Simulace předpokládá, že odchýlení inflačních očekávání od 2% cíle se promítá do zhoršeného sentimentu, což zvyšuje rizikovou premii a vytváří dodatečný tlak na oslabení kurzu koruny.

²³ Simulace vedle zvýšených inflačních očekávání uvažuje úrokové sazby 3M PRIBOR na hodnotě 6,75 % pro první čtvrtletí letošního roku. Nastavení krátkodobé prognózy kurzu a inflace pro první čtvrtletí letošního roku je stejné jako v základním scénáři, neboť o vývoji těchto proměnných na začátku roku již jsou k dispozici dílčí informace.

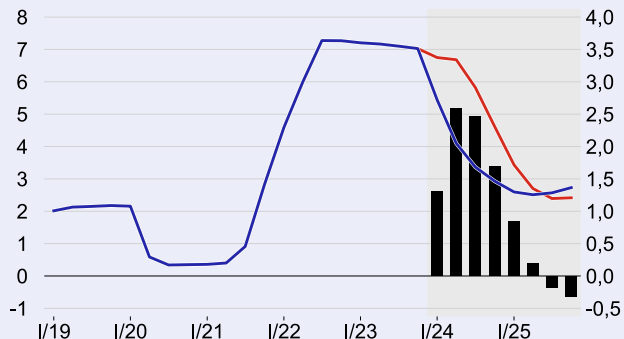
Graf IV.14

Zvýšená inflační očekávání vedou i přes vyšší úrokové sazby během letošního roku k vyšší inflaci

srovnání základního scénáře se scénářem zvýšených inflačních očekávání

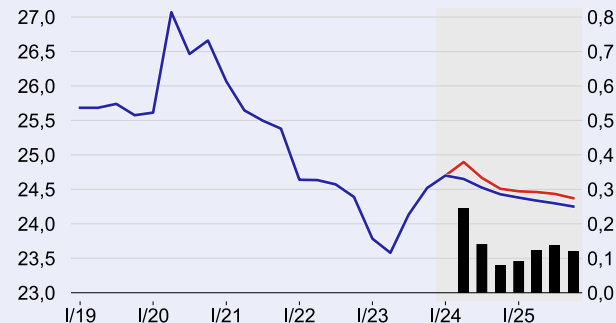
3M PRIBOR

v %



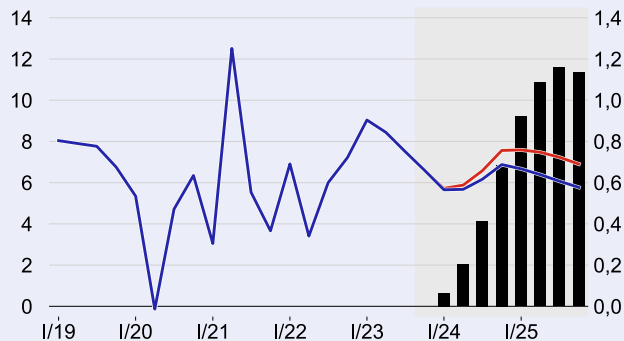
Nominální kurz

CZK/EUR



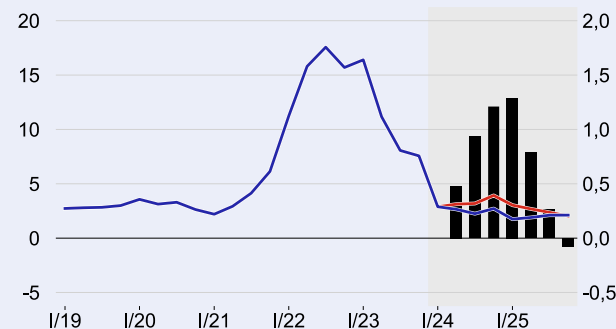
Nominální mzdy v tržních odvětvích

meziroční změny v %



Inflace

meziroční změna CPI v %



- Základní scénář
- Scénář zvýšených inflačních očekávání
- Rozdíl (pravá osa)

Proinflačním rizikem prognózy je hluboce deficitní hospodaření sektoru vládních institucí v posledních letech s možným přesahem do budoucího cenového vývoje z titulu zvýšeného růstu množství peněz v ekonomice

Příspěvek zadlužení vládních institucí k růstu M3 dosáhl v loňském roce 3,4 procentního bodu (v prosinci 3,8 procentního bodu), zatímco v letech 2010–2019 dosáhla průměrná výše tohoto příspěvku 0,2 procentního bodu (Graf IV.15). Uskutečněné navýšení množství peněz v ekonomice mimo jiné z titulu fiskálních deficitů se může projevit v rozhodování ekonomických subjektů i v jejich inflačních očekáváním a zpomalovat návrat inflace k cíli. S ohledem na probíhající konsolidaci veřejných financí se však bude toto riziko v čase snižovat, jak vyplývá z očekávané redukce deficitů sektoru vládních institucí v tomto a příštím roce (Graf IV.16).

Dynamika peněžního agregátu M3 zůstala na vysoké úrovni a v prosinci dosáhla jeho roční míra růstu 9,5 %. Udržení vysoké dynamiky růstu peněz v ekonomice bylo zapříčiněno mimo jiné financováním fiskálních deficitů, zatímco tempo úvěrů soukromému sektoru postupně sláblo kvůli restriktivnímu nastavení měnové politiky a útlumu ekonomické aktivity.

Nejistý je začátek snižování úrokových sazeb ze strany ECB a Fedu

Podle komunikace představitelů ECB a Fedu v závěru ledna může začátek poklesu úrokových sazeb přijít později, než naznačovaly dostupné tržní výhledy zahrnuté do základního scénáře prognózy. To by tlačilo kurz koruny ke slabším hodnotám a snižovalo potřebu rychlého poklesu domácích úrokových sazeb oproti prognóze.

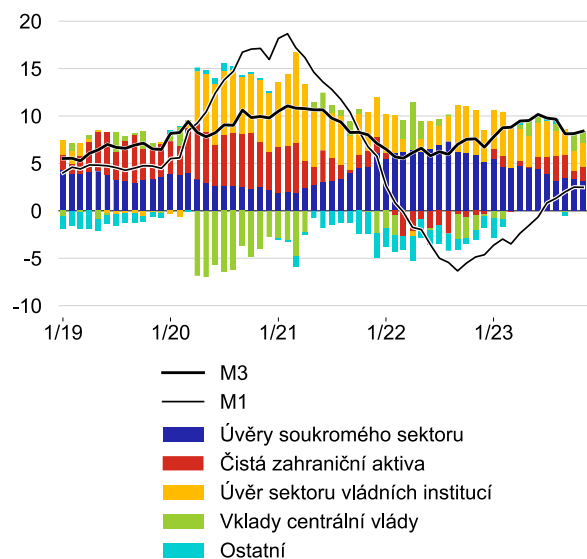
Nejistotou prognózy je míra přecenění začátkem roku, do kterého se letos promítají i četné změny nepřímých daní a úprava vah spotřebního koše

Zimní prognóza předpokládá na základě již v průběhu ledna dostupných dat, že tradiční přecenění zboží a služeb začátkem roku proběhlo v podobné míře jako před energetickou krizí, tj. jako v letech 2019–2021. Meziroční inflace by se tak v lednu měla snížit ke 3 %. Vedle toho v lednu souběžně se standardním přečtením dochází k přepočtu vah spotřebního koše ze strany ČSÚ a také k četným úpravám nepřímých daní. Přitom v průběhu ledna bylo pozorováno, že u potravin byla prodejci ve většině případů snižena DPH do cen pro zákazníky promítnuta, naopak u knih, které nově nejsou DPH zatíženy vůbec, ke snižování cen zatím nedochází.

Graf IV.15

Dynamika peněžního agregátu M3 je vysoká i vlivem výrazného příspěvku financování vládních institucí

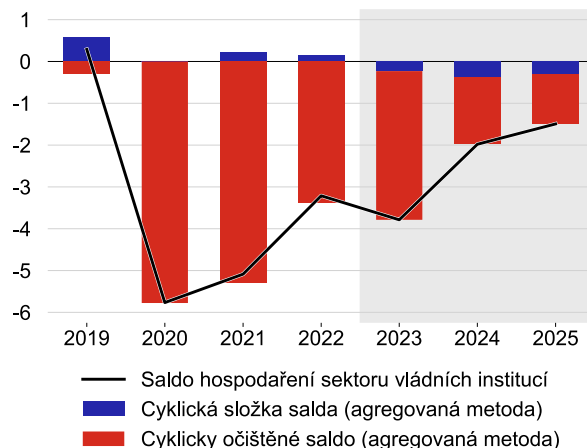
roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech



Graf IV.16

Hospodaření vládních institucí zůstává deficitní, na prognóze se však schodek ztelně snižuje

v % nominálního HDP



Další nejistotou je rychlost poklesu míry úspor domácností

Míra úspor domácností se v posledních letech pohybuje vysoko nad dlouhodobým předkrizovým průměrem, který činil zhruba 12 %. Vzhledem ke zrušení superhrubé mzdy a dalším změnám daňové zátěže se však aktuální rovnovážná hodnota míry úspor domácností může nacházet mezi 13 a 14 %. Aktuální míra úspor je stále výrazně zvýšená, což lze vysvětlit přísným (úspory stimuluji) nastavením úrokových sazeb a zhoršeným sentimentem kvůli energetické krizi, kdy domácnosti tvořily dodatečné rezervy i z opatrnostních důvodů. Tento trend se nicméně časem obrátí a očekávané zlepšení spotřebitelské důvěry povede – v základním scénáři prognózy – k poklesu míry úspor z aktuálně nadprůměrných hodnot. Rychlost návratu míry úspor k dlouhodobě rovnovážným hodnotám zůstává nejistá.

Snižování sazeb může být v kontextu proinflačních rizik pomalejší oproti prognóze

Se základním scénářem zimní prognózy je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR z průměrné hodnoty 7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2023 na 5,4 % v prvním čtvrtletí 2024. Rizika prognózy jsou ovšem hodnocena v souhrnu jako spíše proinflační, tedy ve směru pozvolnějšího poklesu úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Zejména s ohledem na riziko zvýšených inflačních očekávání, než předpokládá základní scénář prognózy, je adekvátní reakcí centrální banky zaujmout obezřetný přístup a snižovat sazby pomaleji, než indikuje prognóza.

Celková inflace v lednu poklesne k horní hranici tolerančního pásma 2% cíle s podstatným přispěním kolísavých položek spotřebního koše

Obezřetný postoj spočívající v pomalejším poklesu úrokových sazeb je adekvátní reakcí i z toho důvodu, že se celková inflace sníží do blízkosti horní hranice tolerančního pásma 2% cíle centrální banky s podstatným přispěním těch položek spotřebního koše, jejichž ceny obecně vykazují zvýšenou kolísavost (zejména ceny potravin). Jádřová inflace, která nejvíce odráží inflační podhoubí, se ke 2 % dostane až na začátku roku 2025.

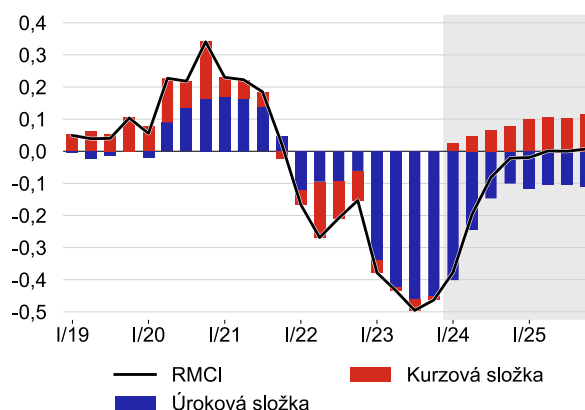
Reálné měnové podmínky indikují výrazně restriktivní působení měnové politiky

Do indexu reálných měnových podmínek vstupují odchylky reálných úrokových sazeb v ex ante vyjádření a reálného měnového kurzu od rovnovážných hodnot. Reálné úrokové sazby se po celý loňský rok nacházely na silně restriktivních úrovních (Graf IV.17), což odráželo pokles očekávané (resp. prognózované) inflace při stabilních nominálních úrokových sazbách. V letošním roce se očekává postupné zmírňování restriktivnosti této složky měnových podmínek vlivem

Graf IV.17

Index reálných měnových podmínek (RMCI)

index, kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak



prognózovaného rychlého poklesu úrokových sazeb v základním scénáři.

Kurzová složka reálných měnových podmínek v letošním roce působí – po delší době restriktivního vlivu – již expanzivně. To je dáno prognózovaným pouze lehkým posilováním koruny, které zaostává za rovnovážným tempem reálné aprece. Uvolněná kurzová složka měnových podmínek pomáhá obnovení růstu tuzemské ekonomiky zasažené nízkou zahraniční a domácí poptávkou (od letoška včetně vlivu fiskální restrikce) a působí proti podstřelování inflačního cíle v budoucnu spolu s klesajícími domácími úrokovými sazbami.

Centrální banka může snižovat úrokové sazby rovnoměrněji, než naznačuje základní scénář

Se základním scénářem zimní prognózy je konzistentní rychlý pokles sazeb. S ohledem na mírně proinflační rizika prognózy a ve snaze vyhnout se nadměrné kurzové volatilitě může centrální banka snižovat sazby zpočátku pozvolněji, resp. z hlediska celého letošního roku rovnoměrněji ve srovnání se základním scénářem.

K ilustraci pozvolnějšího uvolňování měnových podmínek byla zpracována měnověpolitická simulace rovnoměrnějšího snižování úrokových sazeb. Centrální banka v této simulaci snižuje úrokové sazby o 50 bazických bodů na každém letošním měnověpolitickém zasedání.

Simulace ukazuje, že zpočátku pomalejší než prognózovaný pokles úrokových sazeb povede k lehce pomalejšímu zotavení tuzemské ekonomiky a na horizontu měnové politiky k podstřelení inflačního cíle (Graf IV.18).

Scénář rovnoměrnějšího snižování úrokových sazeb

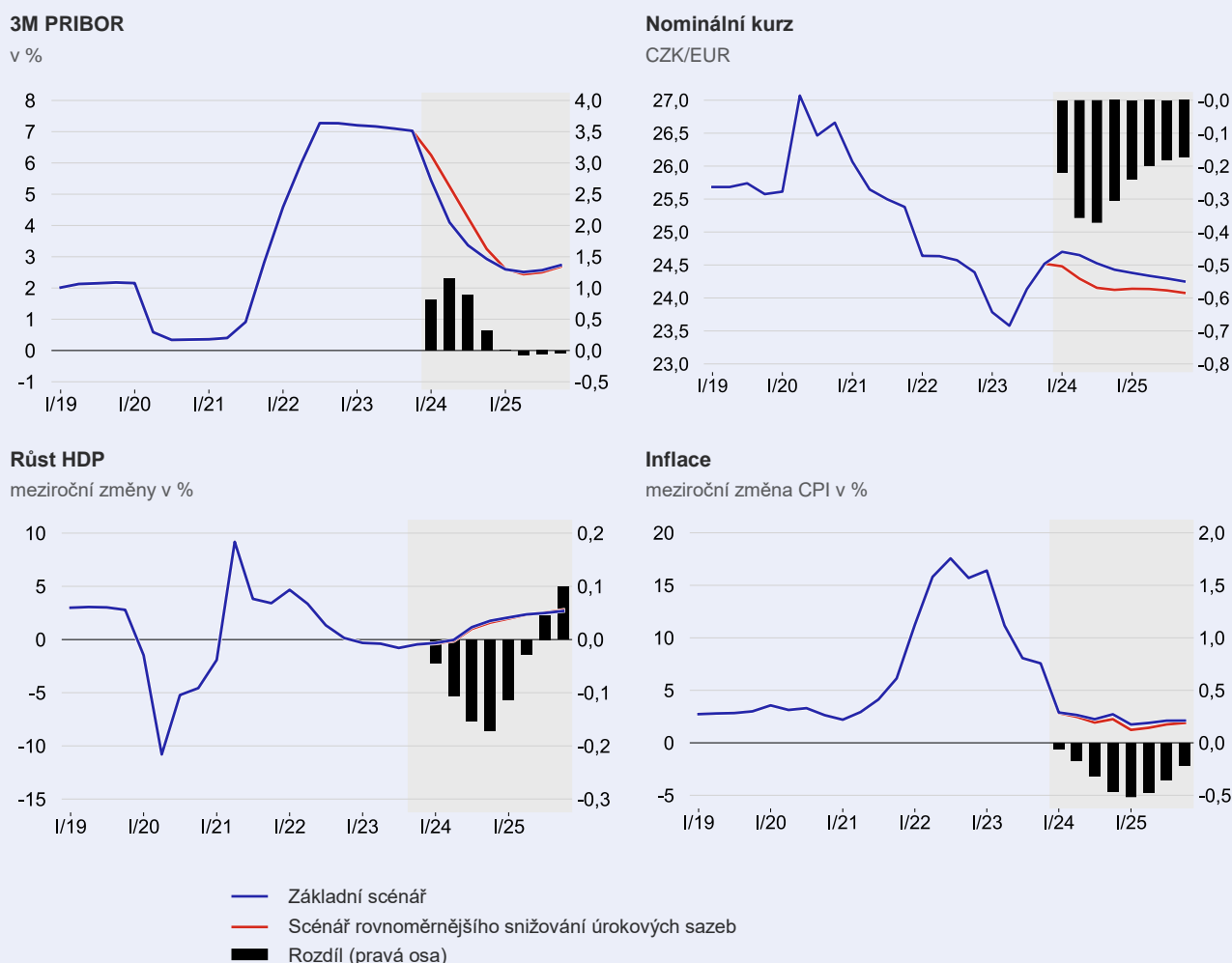
V následujícím scénáři je uvažován rovnoměrnější pokles tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR v průběhu letošního roku oproti tomu, co implikuje základní scénář. Simulace předpokládá snižování 2T repo sazby ČNB o 0,5 procentního bodu na každém letošním měnověpolitickém zasedání bankovní rady, tzn. pokles tempem zhruba 1 procentní bod za čtvrtletí. Na konci roku 2024 se úrokové sazby podobně jako v základním scénáři přiblíží k měnověpoliticky neutrální úrovni 3 %.

Scénář ukazuje dopady zpočátku pomalejšího poklesu domácích úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem prognózy. Na výraznější úrokový diferenciál vůči eurozóně reaguje kurz koruny, který je oproti základnímu scénáři o něco silnější. Ve výsledku jsou tak měnové podmínky v obou složkách přísnější než v prognóze. Při mírně nižším ekonomickém růstu během letošního roku je celková meziroční inflace téměř o 0,5 procentního bodu nižší ve srovnání se základním scénářem. Na horizontu měnové politiky se tak inflace snižuje až k dolní hranici tolerančního pásma cíle.

Graf IV.18

Rovnoměrnější pokles sazeb vede k silnějšímu kurzu a k nižší inflaci na horizontu měnové politiky

srovnání základního scénáře se scénářem rovnoměrnějšího snižování úrokových sazeb



PŘÍLOHA Inovovaný jádrový predikční model g3+ a stínová prognóza

Prognóza České národní banky je připravována s využitím celé škály analytických a prognostických nástrojů. V jejich středu stojí jádrový predikční model, který tvoří ústřední bod celého prognostického systému. Od poloviny roku 2019 (počínaje [Zprávou o inflaci III/2019](#)) zaujímá tuto roli model g3+, který nahradil předchozí verzi g3.¹ Analytické nástroje je však třeba neustále zdokonalovat a reflektovat v nich proběhlý ekonomický vývoj a zkušenosti získané při jeho prognózování. Proto v modelu g3+ dochází k inovacím a vylepšením, které popisuje tato příloha.² V příloze je zároveň prezentována i stínová prognóza, jejímž účelem je stručně představit prognózu zpracovanou inovovanou verzí modelu, nikoli zachytit konkrétní riziko základního scénáře. Plánujeme, že počínaje jarní Zprávou o měnové politice se inovovaný model g3+ stane novým hlavním predikčním nástrojem ČNB.

Inovovaný jádrový predikční model g3+

Vylepšení jádrového modelu jsou reflexí zejména mimořádných ekonomických jevů posledních let, jako byly dočasné a prudké výkyvy nabídkové strany ekonomik či dramatický vývoj cen energií a jejich role ve výrobním procesu firem. Přistoupili jsme k revizi některých modelových vazeb, jejichž úpravou jsme dosáhli věrnějšího popisu ekonomického prostředí. Některé dříve uplatňované expertní zásahy jsou nyní zajištěny vazbami vestavěnými přímo v modelu. Dalšími inovacemi jsou změny hodnot rovnovážných růstů některých makroekonomických veličin. Upravujeme také způsob tvorby vnějších předpokladů prognózy, mj. začínáme podrobně sledovat makroekonomický vývoj v Rakousku, které představuje dalšího významného evropského obchodního partnera České republiky.

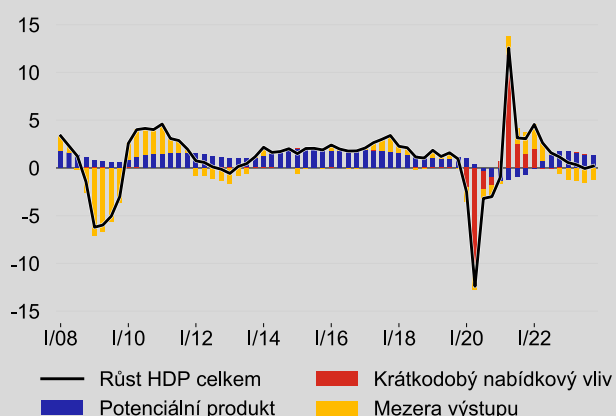
Česká ekonomika během uplynulých tří let prošla několika turbulentními epizodami. V letech 2020 a 2021 nejprve čelila hospodářským následkům pandemie covidu. Ty souvisely mj. s vládními nařízeními, která výrazně zasáhla do ekonomického života domácností a firem. Produkční kapacity domácí i zahraniční ekonomiky byly dočasně omezovány, což bylo obtížné zachytit ve strukturálním modelovém rámci g3+. Na základě této zkušenosti jsme rozšířili rozklad zahraniční ekonomické aktivity na mezeru výstupu a potenciál o krátkodobé (prudké) nabídkové výkyvy. Toto rozšíření struktury potenciálního produktu tak umožňuje i s přispěním expertního náhledu flexibilněji nastavovat dlouhodobý vývoj nabídky zahraniční ekonomiky ([Graf 1A](#)). Navíc nově odhadujeme pozici zahraniční ekonomiky v hospodářském cyklu přímo uvnitř jádrového modelu, zatímco dosavadní přístup využívá metody mimo modelový rámec. Tím je zajištěna konzistence odhadu a úplnější strukturální příběh za vývojem mezery výstupu zahraniční ekonomiky, protože do odhadu nyní vstupuje např. tamější inflace nebo nastavení měnové politiky.

Graf 1

Nové charakteristiky inovovaného modelu g3+ – zahraniční veličiny

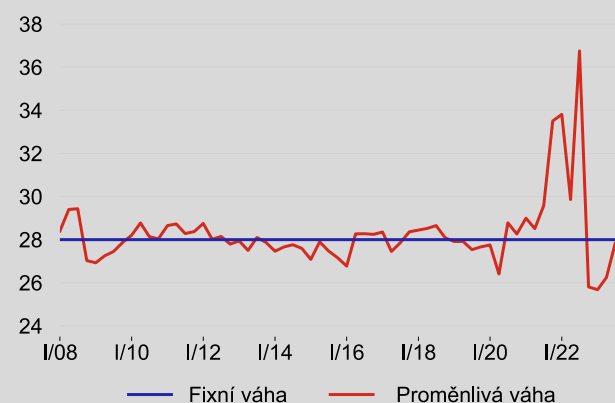
1A Rozklad růstu HDP efektivní EA6

meziročně v %, příspěvky v p. b.



1B Váha růstu energetické složky zahraničních cen PPI

v %



Rok 2022 poté přinesl skokový nárůst cen energetických surovin. Inflace výrobních i spotřebitelských cen začala strmě stoupat. Ačkoli jsme v modelu g3+ již dříve pracovali s členěním zahraničních výrobních cen v průmyslu (potažmo dovozních cen do ČR) na energetickou a jádrovou složku, do propuknutí energetické krize jsme se v rámci energetických surovin zaměřovali vzhledem k předchozím zkušenostem primárně na vývoj ceny ropy. V minulosti totiž česká, resp. světová ekonomika čelila několika prudkým výkyvům cen ropy, které výrazně ovlivňovaly výrobní cenu spotřebního zboží, a přesné zachycení jejich dopadů tak bylo více než žádoucí. Se skokovým nárůstem cen energetických surovin v roce 2022 (elektřiny a zemního plynu) jsme energetickou složku v datové rovině upravili. V inovovaném modelu nicméně přistupujeme ke změně systematicky, a to i úpravami v samotné modelové struktuře.

Nově rozšiřujeme původní definici energetické složky zahraničních výrobních cen v průmyslu o další suroviny, jako je zejména elektřina a plyn.³ Podchytíme tak cenové pohyby na trhu s energiemi, které významně ovlivňují náklady firem. Navíc v rámci modelové struktury zavádíme proměnlivou váhu složek růstu zahraničních cen PPI, což umožňuje zohlednit dočasnou rozdílnost váhy růstu cen energií při jeho výrazných výkyvech oproti složce jádrové (Graf 1B).

V domácí ekonomice nově uvažujeme možnost omezené vzájemné substituce mezi výrobními faktory (tj. domácím meziproduktem, energetickým dovozem a ostatním dovozem) pro produkci statků pro spotřebu domácností a vývoz.⁴ To je důležité zejména v extrémních situacích, jako byl nedávný mimořádný nárůst cen energií, kdy docházelo k náhradě drahých energií jinými vstupy do výroby, byť v malé míře. Zároveň s tím navyšujeme míru náročnosti domácí výroby na dovážené energie.⁵

V rámci úprav jádrového modelu jsme také revidovali platnost některých vztahů. Již od roku 2008 pracujeme v jádrovém modelu⁶ s konceptem zahraniční poptávky, která je významným faktorem pro prognózu domácího vývozu. Doposud jsme uvažovali, že růst zahraniční poptávky po tuzemském vývozu lze dlouhodobě vyjádřit přibližně jako čtyřnásobek růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně. Odhady vztahu mezi poptávkou po českém vývozu a zahraniční ekonomickou aktivitou během posledních let však ukazují na postupné snižování této elasticity. V rámci inovovaného modelu se proto snižuje rovnovážná hodnota výše uvedeného násobku zahraniční poptávky na hodnotu tři. Navíc zavádíme proměnlivost tohoto koeficientu v čase, což umožňuje odchylky od rovnovážné úrovně (Graf 2A) a přesnější zachycení historického vývoje. Rovněž revidujeme vliv zahraniční poptávky na domácí investiční aktivitu v krátkém horizontu. Vedle vývoje potenciálu zahraniční ekonomiky, která dlouhodobě ovlivňuje investiční poptávku v české ekonomice, nově zohledňujeme i krátkodobý vliv hospodářského cyklu efektivní eurozóny.

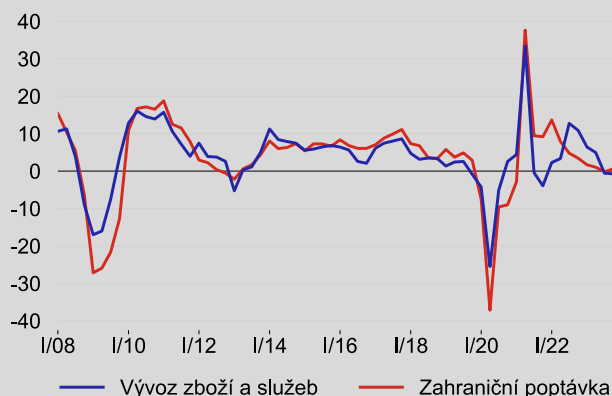
Se strukturálním vylepšením modelu také upravujeme hodnoty rovnovážných růstů některých makroekonomických veličin.⁷ V zahraniční části došlo k nastavení dlouhodobé rovnovážné hodnoty inflace energetických výrobních cen v průmyslu na 2 %. V souladu s úpravou trendového vývoje zahraniční poptávky po českém vývozu jako násobku růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně dochází k úpravě rovnovážného meziročního růstu domácího dovozu a vývozu zboží a služeb na 4,8 % oproti dosavadním 6,5 %. To odpovídá dostupným pozorováním již v období před rokem 2020, tedy před vypuknutím pandemie.

Graf 2

Nové charakteristiky a prognostické vlastnosti inovovaného modelu g3+ – domácí veličiny

2A Český vývoz zboží a služeb a zahraniční poptávka

meziročně v %



2B Prognostické vlastnosti modelu u vybraných domácích veličin

zlepšení predikčních vlastností v % oproti stávajícímu modelu

	Období 2001–2019	Období 2001–1H2023
Inflace CPI	3,2	4,2
Kurz CZK/EUR	0,4	5,0
3M PRIBOR	14,7	20,8
Dovoz	17,3	8,7
Vývoz	24,0	25,9

Pozn.: Zobrazené hodnoty jsou procentuálním rozdílem směrodatné odchylky středních kvadratických chyb (angl. RMSE) historických simulací stávajícího a inovovaného modelu při plné znalosti předpokladů a bez expertních zásahů. Blíže je způsob provádění těchto tzv. in-sample modelových simulací popsán např. v [Brázdík a kol. \(2022\)](#).

Mimo provedené změny ve struktuře jádrového modelu g3+ upravujeme také způsob práce s datovým vstupem pro hospodářský výhled efektivní eurozóny.⁸ Dosud je výhled spotřebitelských a výrobních cen a ekonomické aktivity připravován pro pět zemí: Německo, Slovensko, Francii, Itálii a Španělsko (tzv. EA5). Tyto země (se specifikovanými vahami)⁹ pak vstupují do souhrnného ukazatele efektivní eurozóny, přičemž se předpokládá, že zbývající země eurozóny porostou v průměru stejným tempem jako uvedená pětice států. Zároveň jsou pro popis historického vývoje využívána data za všechny země eurozóny v efektivním vyjádření EA17.¹⁰ Existuje tak určitá metodologická rozdílnost mezi výhledy (EA5) a historickým vývojem (EA17). Naše zkušenost potvrzená vývojem během pandemie však ukazuje na nutnost tuto praxi změnit. V některých obdobích může totiž docházet k znatelnému rozpojení mezi růstem HDP efektivní eurozóny při zahrnutí pěti či sedmnácti zemí. Nově rozšiřujeme portfolio námi podrobně sledovaných zemí o Rakousko, zavádíme tedy agregát na úrovni EA6, a navíc uvádíme do souladu práci s daty na prognóze a na historii, neboť efektivní ukazatele EA6 využíváme i pro popis historického ekonomického vývoje

našich hlavních obchodních partnerů. Ukazuje se totiž, že ceny zahraničních průmyslových výrobců¹¹ a HDP v efektivním vyjádření ukazatelů zemí EA6 se vyvíjejí velmi obdobně jako v EA17 (viz [Graf 3](#)). Soustředěním se na užší okruh zemí také můžeme provádět detailnější analýzu ekonomického vývoje námi sledovaného a pro ČR hospodářsky nejvíce relevantního prostoru.

V souhrnu lze konstatovat, že provedené úpravy a implementovaná vylepšení jádrového predikčního modelu g3+ jsou dalším posunem v prognostické praxi ČNB. Nové či upravené modelové vazby v zahraniční i domácí části modelu pomáhají věrněji popisovat ekonomické prostředí, přičemž umožňují zachycovat výjimečné hospodářské jevy posledních let strukturálním způsobem – tedy vnitřně konzistentně, ekonomicky fundovaně, objektivně a replikovatelně. Bohatší struktura modelu poskytuje detailnější analýzu ekonomického vývoje. Nabízí přitom konzistentní odhad pozice zahraniční ekonomiky v rámci hospodářského cyklu či věrnější zachycení role cen energií ve výrobním procesu. Úprava nastavení rovnovážných hodnot modelu odpovídá pozorovanému ekonomickému vývoji v delším období na minulosti a také předpokládanému vývoji české ekonomiky dále do budoucna. Inovovaný model v souhrnu vykazuje lepší prognostické vlastnosti. [Tabulka 2B](#) ukazuje, že prognostické vlastnosti modelu jsou výrazně lepší nejen v období před pandemií a energetickou krizí, ale také při zahrnutí turbulentních let 2020–2023.

Stínová prognóza

Pro účely zachycení vlivu modelových a datových změn byla vytvořena stínová prognóza. Ta je založena na předpokladech zahraničního ekonomického vývoje pro šest našich nejvýznamnějších obchodních partnerů v rámci eurozóny, tj. EA6 ([Graf 3](#)). Změny výhledů oproti jejich podobě v základním scénáři se týkají růstu HDP, identifikace pozice ekonomiky v hospodářském cyklu, průmyslových výrobních cen a jejich členění a také inflace HICP. Ostatní zahraniční předpoklady zůstávají beze změny.

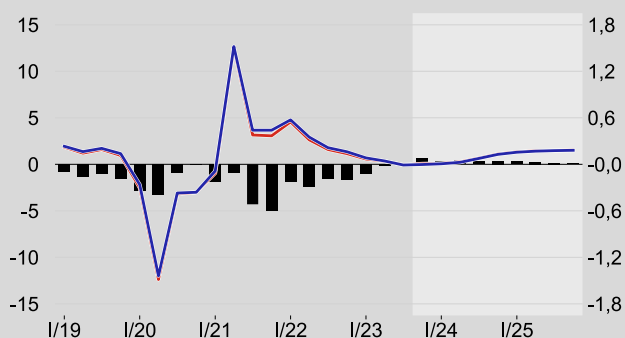
Graf 3

Zahraníční předpoklady stínové prognózy

srovnání předpokladů základního scénáře se stínovou prognózou připravenou inovovaným modelem g3+

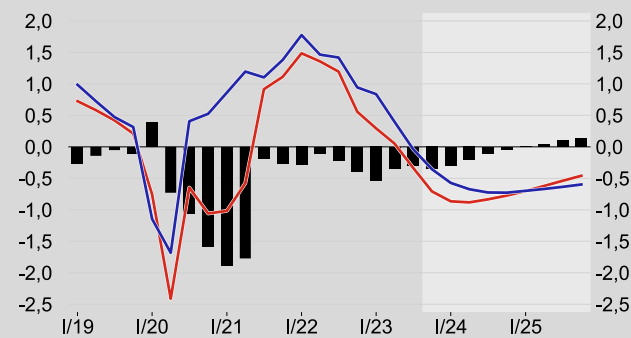
HDP efektivní eurozóny

meziroční změny v %



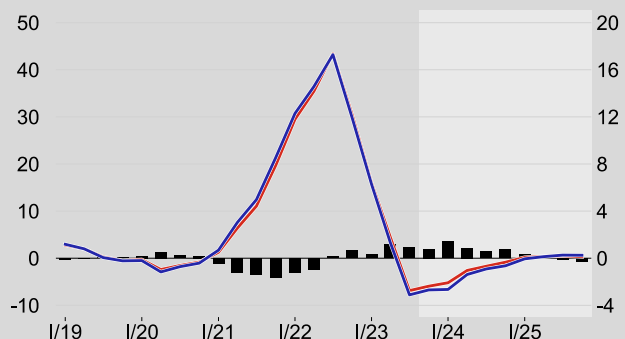
Mezera výstupu efektivní eurozóny

v % potenciálního produktu



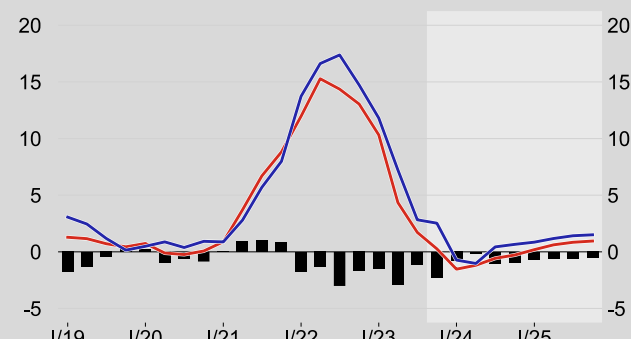
Ceny průmyslových výrobců efektivní eurozóny – celkem

meziroční změny v %



Ceny prům. výrobců efektivní eurozóny – jádrová složka

meziroční změny v %



— Základní scénář
— Stínová prognóza připravená pomocí inovovaného modelu g3+
■ Rozdíl (pravá osa)

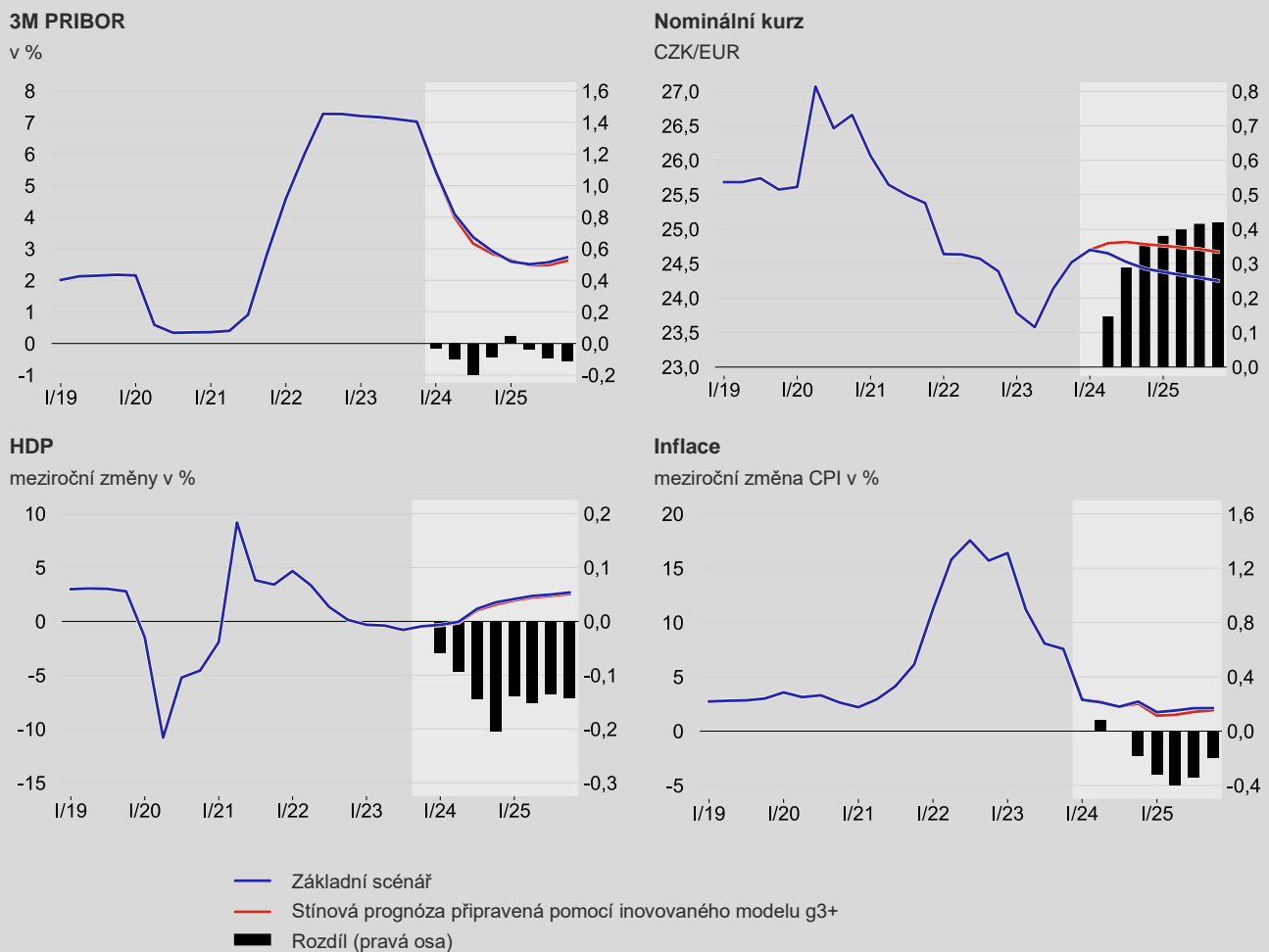
Největší rozdíly jsou patrné u složek zahraničních výrobních cen, nicméně jejich vývoj jako celku zůstává obdobný jako v základním scénáři prognózy. Dynamika jádrových produkčních cen v průmyslu je utlumenější, přičemž růst energetických produkčních cen nedosahuje tak hluboce záporných temp jako v základním scénáři. To odráží odlišné složení jádrové, resp. energetické části PPI. U růstu zahraničního HDP dochází k jen nepatrným rozdílům ve srovnání se základním scénářem především na minulosti. To souvisí s přechodem na užší agregát efektivní eurozóny, kdy vzrostla váha ekonomik, které rostly pomalejšími tempy (zejména Německo a Itálie). Nižší růst HDP se při obdobném odhadu růstu potenciálu obou agregátů přitom projevuje v zápornější mezeře výstupu.

Stínová prognóza inovovaným modelem g3+ hodnotí současný stav tuzemské ekonomiky i její budoucí vývoj obdobně jako základní scénář zimní prognózy, nicméně přináší několik drobných odchylek (Graf 4). Predikovaný růst českého HDP je ve stínové prognóze o něco pomalejší. To je způsobeno slabší tuzemskou investiční a vývozní aktivitou, která odráží hlubší zápornou mezeru výstupu v efektivní eurozóně v letošním roce a také upravené strukturální vztahy v inovovaném modelu. Např. domácí investiční aktivita nově zohledňuje i cyklickou pozici zahraničí, což vede k nižšímu růstu investic ve srovnání se základním scénářem. Slabší domácí poptávka tlačí na menší nárůst spotřebitelských cen a tuzemská inflace je tak ve stínové prognóze o něco nižší než v základním scénáři. I přes o něco slabší inflační tlaky je pokles úrokových sazeb obdobný jako v základním scénáři. Tím centrální banka zajistí návrat inflace k 2% cíli na horizontu měnové politiky. Nižší vývozní aktivita způsobená zápornější zahraniční mezerou výstupu vede k lehkému oslabení kurzu koruny v letošním roce oproti jeho mírnému posilování dle základního scénáře. V příštím roce kurz posiluje obdobným tempem a ze stejného důvodu jako v základním scénáři, tedy zejména kvůli zlepšující se obchodní bilanci ČR.

Graf 4

Stínová prognóza hlavních domácích veličin

srovnání základního scénáře se stínovou prognózou vytvořenou inovovaným modelem g3+



-
- 1 Jádrový predikční model g3+ podrobně popisují výzkumné publikace [Andrle a kol. \(2009\)](#) a [Brázdík a kol. \(2020\)](#), dále Příloha ze Zprávy o inflaci III/2019 [Představení rozšířeného predikčního modelu g3+](#), [čnBlogy Predikční model ČNB dostává nové plus](#) a [Model g3+ boduje](#).
 - 2 V příloze se soustředíme na motivaci a vybrané momenty úprav modelu. Vedle uvedených změn došlo ještě k dalším dílčím úpravám převážně technického rázu. Detailnější popis provedených změn bude publikován v připravovaném výzkumném článku.
 - 3 Postupujeme přitom dle [klasifikace MIG](#) (Main Industrial Grouping) Eurostatu.
 - 4 Dosud model předpokládá, že výrobní faktory nelze nahrazovat (vzájemně substituovat) a jejich využití je dáno fixními poměry.
 - 5 Postupujeme zde dle [input-output tabulek OECD](#).
 - 6 Viz [Zpráva o inflaci II/2008](#).
 - 7 Vedle změny nastavení vybraných rovnovážných růstů modelu (tzv. parametrů steady-statu) jsme provedli úpravu parametrů zejména v jeho zahraniční části, přičemž jsme ji podpořili odhadem modelu na datech z předpandemického období (v letech 2000–2019).
 - 8 S efektivními ukazateli eurozóny pracujeme již od roku 2006 (viz [Zpráva o inflaci III/2006](#)). Jejich definice se však průběžně měnila.
 - 9 Váhy, se kterými jednotlivé země vstupují do výpočtu, odpovídají jejich podílu na českém vývozu.
 - 10 V agregátu EA17 chybějí Lucembursko a Malta (z důvodu omezené dostupnosti dat) a Chorvatsko, které vstoupilo do eurozóny až v roce 2023 a z hlediska geografické struktury českého vývozu je jeho význam zanedbatelný.
 - 11 K viditelnějším rozdílům dochází na úrovni složek zahraničních výrobních cen v průmyslu, nicméně z agregovaného pohledu se jedná o rozdíly zanedbatelné.

Seznam zkratek

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	ISPV	informační systém o průměrném výdělku
CZK, Kč	česká koruna	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 oblastí 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
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)	ZoMP	Zpráva o měnové politice

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4387,8	4627,4	4740,8	4994,2	5154,3	5307,2	5014,3	5189,6	5311,6	5285,6	5319,4	5447,2
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4344,6	4627,4	4794,9	5116,9	5416,4	5793,9	5710,8	6107,0	6785,2	7344,4	7588,7	7919,0
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	2,3	5,5	2,5	5,3	3,2	3,0	-5,5	3,5	2,4	-0,5	0,6	2,4
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,6	-7,4	4,1	-0,8	-3,2	1,4	3,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlád, institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,0	1,8	2,5	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,3	3,6	1,6	1,1
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,7	4,4	-9,2	19,0	5,6	-4,8	-4,0	1,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	5,8	-6,0	0,7	3,1	2,8	3,4	3,2
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,4	-8,1	6,8	7,2	2,4	1,4	4,4
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	10,0	7,0	2,7	6,5	5,8	1,4	-8,2	13,2	6,3	0,1	0,4	4,3
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	283,4	276,2	337,7	400,0	336,5	337,6	315,3	97,2	144,2	252,0	302,5	318,2
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,7	2,6	2,0
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,1	-0,2	20,9	27,8	9,2	2,3
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	2,1	12,9	10,0	-1,9	0,6
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	4,8	13,2	7,6	2,9	2,2
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-11,4	16,7	33,6	-12,1	-3,3	-0,5
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,2	3,9	14,6	10,6	2,5	1,7
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	7,1	24,3	5,0	1,0	1,1
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,7	-5,9	-5,8	7,4	-0,1	5,4	-3,8	7,4	31,8	-5,5	-10,8	-2,2
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	7,9	4,6	5,8	5,3	7,4	5,8	5,8
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	7,6	4,1	6,1	5,9	7,8	6,1	6,2
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	2,6	2,8	3,7	4,1	5,9	4,9	1,4	2,0	-8,4	-2,9	3,0	3,8
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,7	5,9	2,2	6,8	8,5	4,7	3,6
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	1,7	3,9	0,9	3,6	1,9	2,8	-3,8	3,1	0,9	-1,4	0,8	2,2
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	6,2	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,2	2,6	3,0	3,1
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	3,8	3,4	3,6	4,0	4,4
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,7	1,3	1,8	1,5	-1,4	0,1	-1,4	0,3	-1,6	1,5	0,0	0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	-0,3	-1,7	0,2	0,5	0,5	0,1	0,3
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-90,2	-29,8	34,1	76,7	48,3	16,7	-329,2	-310,6	-217,9	-277,6	-150,0	-118,1
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,2	-3,8	-2,0	-1,5
Dluh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1740,3	2149,8	2566,7	2997,6	3243,4	3409,5	3539,0
Dluh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,0	37,7	42,0	44,2	44,2	45,0	44,7
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	239,8	280,3	69,0	-99,3	265,5	352,2	391,3
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	1,1	-1,5	3,6	4,6	4,9
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	106,0	103,5	105,0	89,9	92,4	96,9	90,1
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	19,2	113,7	-168,0	-415,3	68,1	42,2	82,5
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	0,3	2,0	-2,8	-6,1	0,9	0,6	1,0
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-137,1	-149,1	-28,5	-172,4	-25,0	-80,0	-90,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,7	23,4	22,2	22,5	21,6
Kč/EUR (průměr)	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,6	24,6	24,0	24,6	24,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,0	9,6	6,4	9,0	8,7	9,2
2T repo sazba (% , průměr)	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,9	0,8	0,9	5,9	7,0	4,1	2,6
3M PRIBOR (% , průměr)	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	1,1	6,3	7,1	4,0	2,6
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	1,9	2,0	2,0	2,8	1,8	1,5	-5,1	4,6	2,7	0,2	0,5	1,4
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	2,9	9,2	6,4	1,8	1,8
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	10,8	35,0	0,5	-3,5	0,4
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	99,5	53,6	45,0	54,8	71,5	64,2	43,2	70,8	98,9	82,2	76,1	73,1
3M EURIBOR (% , průměr)	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	3,4	3,1	2,4
USD/EUR (průměr)	1,33	1,11	1,11	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,09	1,12

* 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 2023				čtvrtletí roku 2024				čtvrtletí roku 2025			
	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)	1324,9	1325,9	1317,5	1317,3	1320,5	1325,5	1332,8	1340,5	1348,0	1356,8	1366,0	1376,4
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1816,5	1837,4	1841,9	1848,6	1862,4	1886,1	1910,4	1929,8	1948,1	1968,1	1988,2	2014,6
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,3	-0,4	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	1,2	1,8	2,1	2,4	2,5	2,7
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	0,1	0,1	-0,6	0,0	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-5,4	-4,0	-2,4	-0,8	0,8	0,7	1,7	2,3	2,8	3,1	3,2	3,2
Výdaje na konečnou spotřebu vlád. institucí (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,1	3,8	3,9	3,4	2,4	1,9	0,9	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,4	-4,7	-4,5	-6,8	-5,9	-5,4	-3,2	-1,2	0,3	1,6	2,1	2,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,9	3,8	3,9	4,3	5,9	1,8	3,3	2,9	3,4	3,3	3,1	2,9
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,4	5,0	-0,6	-0,8	-0,3	0,3	2,5	3,2	3,7	4,3	4,6	4,9
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	3,0	2,1	-1,8	-2,7	-1,1	-0,8	1,2	2,3	3,4	4,2	4,7	5,0
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	62,5	62,3	60,5	66,8	71,6	75,1	76,8	79,0	78,2	78,6	79,3	82,1
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	16,4	11,2	8,1	7,6	2,9	2,6	2,3	2,7	1,7	1,9	2,1	2,1
Regulované ceny (14,21 %)* (% , meziročně, průměr)	32,8	25,2	19,9	33,2	8,8	8,8	8,9	10,4	2,9	2,2	2,2	2,2
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,50 %)* (% , meziročně, průměr)	18,2	11,8	7,3	2,6	-1,7	-2,2	-2,3	-1,2	-0,1	0,8	0,7	0,8
Jádrová inflace (56,14%)* (% , meziročně, průměr)	11,9	8,7	5,9	3,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,0	2,1	2,4	2,4
Ceny pohonných hmot (3,15 %)* (% , meziročně, průměr)	-3,7	-21,5	-15,5	-7,6	-3,1	1,4	-5,4	-6,0	-0,9	-1,8	0,2	0,4
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	16,4	11,1	7,9	7,5	2,8	2,5	2,2	2,7	1,5	1,7	1,9	1,9
Díčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	15,0	3,9	1,3	0,8	-0,7	1,5	1,5	1,7	0,5	1,0	1,4	1,6
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	19,6	-8,2	-14,7	-15,0	-19,4	-12,1	-4,7	-5,1	-2,8	-2,2	-2,1	-1,8
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	8,7	8,0	7,1	6,2	5,3	5,4	5,9	6,5	6,3	6,0	5,7	5,4
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	8,9	8,5	7,5	6,6	5,7	5,7	6,2	6,9	6,7	6,4	6,1	5,8
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	-6,6	-2,9	-0,9	-1,3	2,3	2,7	3,6	3,7	4,5	4,0	3,5	3,2
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	10,2	9,4	8,5	6,2	4,6	4,8	4,7	4,8	4,4	3,8	3,4	2,9
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,3	-1,8	-1,5	-0,9	-0,6	0,7	1,2	1,7	2,0	2,3	2,3	2,4
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,6	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	1,2	1,8	1,5	1,5	0,5	-0,5	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	0,9	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh sektoru vládních institucí (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh sektoru vládních institucí / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	80,1	79,4	38,3	67,8	113,4	100,2	65,3	73,3	125,9	110,4	74,8	80,2
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	4,7	4,3	2,1	3,6	6,4	5,3	3,4	3,7	6,8	5,6	3,7	3,9
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	19,7	22,2	23,7	26,8	28,0	30,4	23,9	14,6	25,8	28,4	22,4	13,6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	34,1	-25,4	4,6	54,8	83,9	6,7	-47,1	-1,2	97,6	14,6	-36,7	7,1
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	2,0	-1,4	0,2	2,9	4,8	0,4	-2,4	-0,1	5,3	0,7	-1,8	0,3
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-32,8	-14,9	31,9	-9,2	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	22,2	21,6	22,2	22,8	22,7	22,7	22,5	22,2	21,9	21,7	21,5	21,3
Kč/EUR (průměr)	23,8	23,6	24,1	24,5	24,7	24,7	24,5	24,4	24,4	24,3	24,3	24,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	8,5	9,6	9,2	8,7	8,4	7,4	9,0	10,0	10,6	10,4	8,6	7,0
2T repo sazba (% , průměr)	7,0	7,0	7,0	7,0	5,5	4,2	3,5	3,0	2,6	2,5	2,5	2,6
3M PRIBOR (% , průměr)	7,2	7,2	7,1	7,0	5,4	4,1	3,4	2,9	2,6	2,5	2,6	2,7
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,7	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,6	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	9,4	7,4	5,8	3,3	2,2	1,8	1,4	1,7	1,9	1,9	1,8	1,7
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní eurozóna)	15,7	3,3	-7,8	-6,7	-6,6	-3,5	-2,3	-1,6	-0,1	0,3	0,7	0,6
Cena ropy Brent (v USD/barel) (průměr)	82,2	77,7	85,9	82,9	77,2	76,6	75,8	74,9	74,1	73,3	72,7	72,1
3M EURIBOR (% , průměr)	2,6	3,4	3,8	4,0	3,7	3,2	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4	2,3
USD/EUR (průměr)	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,09	1,10	1,11	1,12	1,13	1,14

* 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)