

# Zpráva o inflaci ——— III/2020



Česká národní banka — Zpráva o inflaci — III/2020

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 13. srpna 2020 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 24. červenci 2020. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na našich [webových stránkách](#). Zde jsou uveřejněna také podkladová data k tabulkám a grafům použitým v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje dostupné v databázi ARAD.

# Obsah

<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>4</b>
<b>I. SHRUTÍ</b>	<b>6</b>
<b>II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>8</b>
II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY	8
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	8
BOX 1 Vysokofrekvenční indikátory ekonomické aktivity v období pandemie covid-19	9
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	11
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	12
II.2 PROGNOZA	14
II.2.1 Inflace a měnová politika	14
II.2.2 Náklady a trh práce	16
II.2.3 Ekonomická aktivita	18
II.2.4 Platební bilance	21
II.2.5 Fiskální vývoj	23
II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU	25
II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY	28
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB	28
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	30
<b>III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>32</b>
III.1 CENOVÝ VÝVOJ A PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE	32
III.1.1 Plnění inflačního cíle	32
III.1.2 Spotřebitelské ceny	33
III.1.3 Dovozní a produkční ceny	34
III.2 VÝVOJ EKONOMIKY	36
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu	36
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky	36
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	38
III.3 TRH PRÁCE	40
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	40
III.3.2 Mzdy a produktivita	41
III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ	43
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	43
BOX 2 Opatření ČNB v reakci na nákazu covid-19	43
III.4.2 Měnový kurz	46
III.4.3 Úvěry	47
III.4.4 Peníze	48
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>49</b>
<b>GLOSÁŘ POJMŮ</b>	<b>50</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>54</b>

# Předmluva



Vážení čtenáři,

**Zpráva o inflaci je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky.**

Publikujeme ji již od roku 1998. V kapitole I této Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. Kapitola III obsahuje naše hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

**Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu.**

Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu je naše nezávislost. Z tohoto důvodu

ze zákona nesmíme přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.

**O cenovou stabilitu pečujeme v rámci režimu cílování inflace, a to již od roku 1998.** Jeho základními rysy jsou veřejně vyhlášený inflační cíl, zaměření na prognózy budoucího vývoje inflace a otevřená komunikace s veřejností. Inflační cíl jsme počínaje rokem 2010 stanovili jako meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2 %. Usilujeme přitom o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Podobně nastavený inflační cíl má většina vyspělých ekonomik. Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očištění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebních koších, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by často využívat jiné, méně standardní nástroje.

**Změny v nastavení měnové politiky se v ekonomice projevují s časovým odstupem.** Proto je pro rozhodování bankovní rady České národní banky důležitý především budoucí vývoj české ekonomiky, nikoliv pouze její aktuální stav. Pro naše rozhodování je přitom nejvíce relevantní prognóza inflace na tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném 12–18 měsíců v budoucnosti). Jak se bude ekonomika s největší pravděpodobností vyvíjet, nám říká naše prognóza. Ta je sestavována odborníky ze sekce měnové pomocí strukturálního makroekonomického modelu. Jádrový model g3+ přináší ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. Zachycuje základní charakteristiky české ekonomiky popsané vývojem klíčových veličin, jako jsou ceny, mzdy, složky HDP v nominálním i reálném vyjádření, kurz koruny a nominální úrokové sazby. S ohledem na otevřenost české ekonomiky hrají v novém modelu důležitou roli strukturální vazby v zahraničním vývoji, které ovlivňují zahraniční obchod a kurz koruny vůči euru. Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání postupně zohledňující výhledy exogenních veličin a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2% cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovených cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce měnové sestavena prognóza budoucího nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jádrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře.

**Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky.**

Bankovní rada se k měnověpolitickým otázkám schází osmkrát ročně, pokud si ekonomický vývoj nevyžádá její

mimořádné měnové zasedání. Na čtyřech jednáních (v únoru, květnu, srpnu a listopadu) přitom diskutujeme novou prognózu, na čtyřech zbývajících zasedáních (v březnu, červnu, září a prosinci) pak rizika a nejistoty poslední prognózy, a to ve světle nově dostupných informací o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji. Příchod nových informací od sestavení prognózy a možnost odlišného vyhodnocení jejích rizik členy bankovní rady přitom způsobují, že námi přijaté rozhodnutí nemusí zcela odpovídat vyznění prognózy připravené našimi odborníky.

**Hlavním nástrojem měnové politiky České národní banky je dvoutýdenní repo sazba.** Spolu s ní nastavujeme též diskontní a lombardní sazbu. Změnou těchto měnověpolitických úrokových sazeb ovlivňujeme úrokové sazby na finančním trhu, ze kterých komerční banky odvozují úrokové sazby z úvěrů a vkladů pro své klienty. Zvýšení sazeb vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu ke zvolnění růstu poptávky v ekonomice, které má za následek zpomalení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci opačný dopad. Pokud prognóza ukazuje silící inflační tlaky, které by mohly vést k nárůstu inflace nad 2% cíl, je to signál, že naše měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že úrokové sazby by měly být zvýšeny. Při útlumu inflačních tendencí je tomu samozřejmě naopak, protože měnová politika je v režimu cílování (budoucí) inflace symetrická na obě strany. Výjimkou jsou situace, kdy je cenový vývoj pod vlivem mimořádných nabídkových šoků, které nemůžeme ovlivnit a které vychýlí inflaci od cíle jen dočasně. Typickým příkladem těchto šoků jsou změny nepřímých daní nebo prudké změny ceny ropy. Snaha o udržení inflace v cíli navzdory těmto šokům by vedla ke zbytečnému rozkolísání ekonomického růstu a zaměstnanosti. Proto ve svém rozhodování od primárních dopadů těchto vlivů odhlížíme a tolerujeme dočasnou odchylku inflace od cíle způsobenou uvedenými cenovými šoky. Po jejich odeznění se pak inflace vrací zpět k cíli.

**Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů.** Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co byly měnověpolitické úrokové sazby sníženy na tzv. „technickou nulu“ již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Kurzový závazek byl používán do dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o jeho ukončení. V rámci standardně fungujícího režimu řízení plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme především za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makrobezpečnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makrobezpečnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makrobezpečnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz.

**Jsme hrdí na to, že dle renomovaných mezinárodních analýz je Česká národní banka jednou z nejvíce transparentních centrálních bank na světě.** Smyslem zveřejňování naší prognózy, jejích rizik a vysvětlení důvodů pro přijímané rozhodnutí bankovní rady je učinit naši měnovou politiku co nejvíce otevřenou, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Vycházíme přitom z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika účinně ukotvuje inflační očekávání, a tím významně napomáhá k udržování cenové a celkové makroekonomické stability v České republice.

Jménem České národní banky



Jiří Rusnok  
guvernér



## I. SHRUTÍ

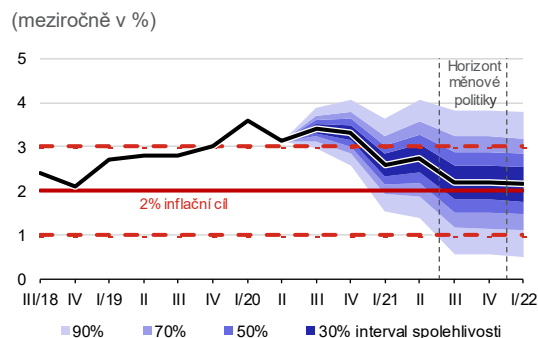
**Inflace letos setrvá nad horní hranicí tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se vrátí do blízkosti 2% cíle ČNB (Graf I.1).** Ve druhém čtvrtletí 2020 spotřebitelské ceny vzrostly o 3,1 %, k čemuž přispěla především svižná jádrová inflace a růst cen potravin. Ten byl dán silnou spotřebitelskou poptávkou, omezením mezinárodní dopravy kvůli koronavirové nákaze a nedostatkem pracovníků v zemědělství v Evropě. Vysoká byla také dynamika regulovaných cen. Do konce letošního roku inflace setrvá nad 3 %. Výpadek příjmů firem v období koronavirové pandemie a růst jejich nákladů bude totiž působit ve směru pokračujícího zvyšování cen, a to i přes hluboký pokles poptávky a celkové ekonomické aktivity. K výraznějšímu snížení inflace dojde až začátkem příštího roku v návaznosti na zmírnění růstu domácích nákladů, lehce posilující kurz a zchlazení trhu práce. Z hlediska struktury k tomu přispěje jádrová inflace a především ceny potravin. Sníží se také dynamika regulovaných cen díky zvolnění růstu cen elektrické energie. Naopak propad cen pohonných hmot plynoucích z předchozího kolapsu světových cen ropy odezní. Na horizontu měnové politiky se inflace sníží k cíli a v jeho v blízkosti setrvá i v roce 2022. Měnověpolitická inflace se bude oproti celkové inflaci nacházet lehce níže vlivem v souhrnu mírně kladných primárních dopadů změn nepřímých daní (Graf I.2).

**Hrubý domácí produkt se letos strmě propadne vlivem koronavirové nákazy, v příštím roce jeho růst oživí (Graf I.3).** Během jarních měsíců byla část české ekonomiky odstavena kvůli opatřením proti šíření nákazy koronavirem. Přestože karanténní omezení byla již téměř zcela uvolněna, budou v následujících měsících nepříznivě působit snížená zahraniční poptávka, výrazný nárůst nezaměstnanosti a celkově zhoršené vnímání ekonomické situace ze strany českých firem i domácností. V letošním roce HDP klesne v úhrnu zhruba o 8 %, v příštím roce se vrátí k růstu. Výkon ekonomiky však dosáhne předpandemické úrovně až na konci roku 2022. Za poklesem HDP v letošním roce bude stát zejména propad soukromých investic. Jejich zotavování bude totiž tlumeno hlubokým útlumem zahraniční poptávky spojeným s výrazně zhoršeným globálním ekonomickým sentimentem. Silný pokles ze stejných důvodů zasáhne také exportní výkonnost českých podniků, což se promítne do záporného příspěvku čistého vývozu k dynamice HDP. Negativní dopady koronavirové pandemie naopak zmírňuje zrychlený růst spotřeby vlády doplněný o stabilizační rozpočtová opatření, která podporují zejména spotřebu domácností. Dynamika mezd se letos výrazně sníží, a to především v tržních odvětvích. V roce 2021 se s odezníváním dopadů pandemie mzdová dynamika oživí.

**Kurz bude na celém horizontu prognózy pozvolna posilovat (Graf I.4).** Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2020 je nastavena na hodnotě 26,7 CZK/EUR. Odráží tak jeho zpevnění na konci května vlivem obratu ve vývoji globálního sentimentu v souvislosti s uvolňováním karanténních opatření v Evropě i v ČR. Relativně umírněný vývoj pandemie v domácí ekonomice i v Evropě pak umožní další pozvolné posilování kurzu na prognóze (k 26 CZK/EUR na konci roku 2022). Bude k tomu docházet vlivem obnovení růstu zahraniční poptávky a návazně

### Graf I.1 Prognóza celkové inflace

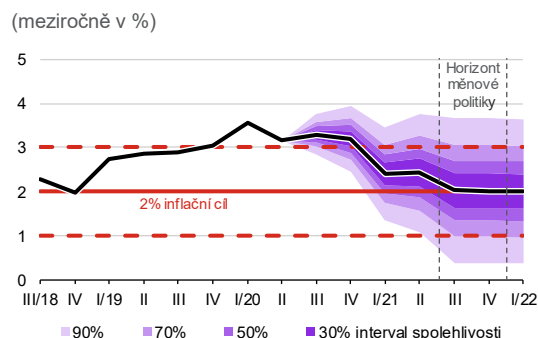
Celková inflace poklesne do tolerančního pásma na počátku příštího roku, na horizontu měnové politiky se bude nacházet poblíž 2% cíle ČNB



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

### Graf I.2 Prognóza měnověpolitické inflace

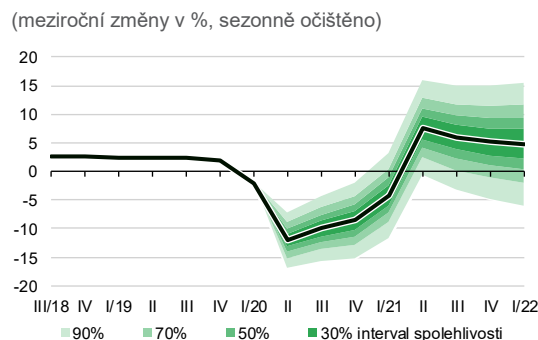
Měnověpolitická inflace bude oproti celkové inflaci lehce nižší, na horizontu měnové politiky se bude nacházet na 2% cíli ČNB



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy měnověpolitické inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

### Graf I.3 Prognóza růstu HDP

Česká ekonomika se letos strmě propadne vlivem koronavirové nákazy, její růst se obnoví v příštím roce, ovšem z podstatně snížené úrovně



Poznámka: Současná nejistota ohledně budoucího vývoje HDP je řádově vyšší, než implikují historické predikční chyby. Intervaly spolehlivosti prognózy růstu HDP byly proto výrazně rozšířeny tak, aby reflektovaly tuto zvýšenou nejistotu.

i domácí ekonomické aktivity, a to na pozadí pokračující reálné konvergence české ekonomiky.

**S prognózou je konzistentní stabilita domácích tržních úrokových sazeb do poloviny příštího roku a poté jejich postupný nárůst (Graf I.5).** Po výrazném poklesu tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR v první polovině letošního roku, který odrážel reakci ČNB na negativní dopady koronavirové pandemie, zůstanou sazby po několik čtvrtletí stabilní. Od druhé poloviny roku 2021 prognóza naznačuje postupný nárůst tržních úrokových sazeb v návaznosti na zotavování domácí ekonomické aktivity, a to v podmínkách stabilizace inflace u cíle.

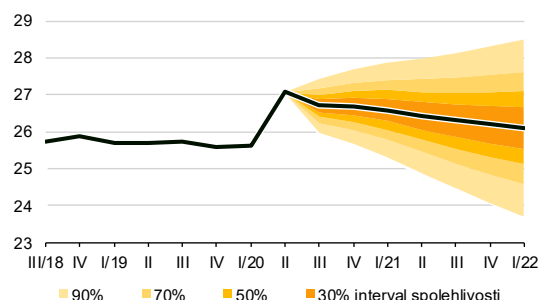
**Bankovní rada ČNB na srpnovém měnovém jednání jednomyslně ponechala úrokové sazby na stávající úrovni.** Dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %.

**Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná, avšak celkově nevychýlená ani jedním směrem.** Rizikem zůstává vývoj pandemie a případné opětovné zavádění karanténních opatření. K nejistotám prognózy však patří i rychlost zotavování evropské a tuzemské ekonomiky po uvolnění karanténních opatření z první vlny pandemie. Protiinflačním rizikem může být aktuální vývoj měnového kurzu. Naopak podpora domácí ekonomiky ze strany fiskální politiky může být v příštích letech výraznější, než předpokládá prognóza. Specifickou domácí nejistotou je skladba nabídkových a poptávkových faktorů, které stály za překvapivě rychlým růstem spotřebitelských cen v posledních měsících.

#### Graf I.4 Prognóza měnového kurzu

Kurz bude na celém horizontu prognózy pozvolna posilovat

(CZK/EUR)

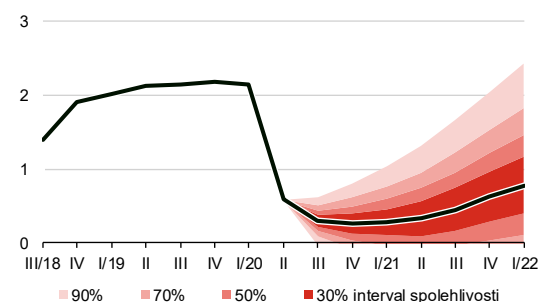


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

#### Graf I.5 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je konzistentní stabilita domácích tržních úrokových sazeb do poloviny příštího roku a poté jejich postupný nárůst

(3M PRIBOR v %)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou hranicí.

## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

### II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

*Světová ekonomika letos zaznamená bezprecedentní propad vlivem pandemie koronaviru. Většina zemí včetně eurozóny dosáhla dna ekonomického propadu ve druhém čtvrtletí a jejich ekonomiky se postupně zotavují z karanténních omezení, byť epidemiologická situace není všude zcela pod kontrolou. Opatření fiskálních i měnových politik by měla podpořit očekávané oživení hospodářského růstu od poloviny letošního roku. Výrobní ceny v eurozóně letos poklesnou vlivem nízké ceny ropy i slabých poptávkových tlaků v produkční sféře. Tyto protiinflační vlivy však v příštím roce odezní. Pokles lze letos čekat i v případě inflace spotřebitelských cen v eurozóně, která však zůstane kladná. I přes zlepšení sentimentu na finančních trzích centrální banky udržují měnové politiky extrémně uvolněné a jak ECB, tak Fed stupňují podpůrná opatření. Krátkodobé eurové sazby zůstávají záporné včetně jejich výhledu. Kurz eura vůči dolaru bude lehce posilovat.*

#### II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

**Koronavirová pandemie zasáhla citelně světovou ekonomiku, zejména pak vyspělé země.<sup>1</sup>** Pro letošní rok jako celek lze očekávat pokles všech významných ekonomik s výjimkou Číny. Ta by i přes značné negativní dopady pandemie měla dosáhnout kladného růstu o necelá 2 %. Nejvýraznější propad zaznamenají Spojené království a eurozóna. Celkově vážený pokles sledovaných ekonomik letos dosáhne přibližně 4 %, v roce 2021 světová ekonomika vzroste téměř o 6 % (Graf II.1.1)<sup>2</sup>.

**Meziroční pokles ekonomiky eurozóny dosáhl v prvním čtvrtletí letošního roku 3,1 % (Graf II.1.2).** Vládní opatření k omezení šíření pandemie zasáhla v eurozóně v prvním čtvrtletí letošního roku spotřebu domácností a zahraniční obchod, zatímco příspěvek spotřeby vlády a investic k meziroční změně HDP byl kladný. Ze sektorového pohledu se snížila aktivita ve službách, zejména pak v odvětvích obchodu, dopravy, hotelů a restaurací či profesních a vědeckých služeb. Záporný byl i příspěvek průmyslu, zejména v důsledku odstávek výroby, které měly dopad na výrobní řetězce v celé EU. Budoucí plné obnovení hladkého fungování mezinárodního obchodu a výrobních řetězců je však zatím nejisté, což popisuje scénář nižší globální produktivity v kapitole II.4. Přijatá opatření omezila v prvním čtvrtletí ekonomickou aktivitu zejména v Itálii a Španělsku, zatímco dopad na aktivitu v Německu byl mírnější (viz Box 1 ze Zprávy o inflaci II/2020).

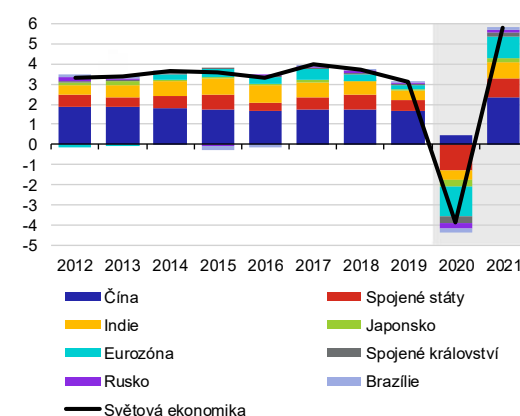
**Dostupné konjunkturální ukazatele signalizují, že ve druhém čtvrtletí se hospodářský výkon eurozóny propadl ještě hlouběji.** Průmyslová produkce se v dubnu meziročně snížila téměř o 30 %, v květnu se její pokles zmírnil na 21 %. Rozjezd průmyslových podniků v Itálii či Francii byl sice celkem svižný, ale celkově se aktivita v průmyslu v eurozóně oživuje pozvolna. To potvrzují jak vývoj indexu nákupních manažerů PMI (Graf II.1.3), tak alternativní indikátory ekonomické aktivity, viz

1 Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace [Globální ekonomický výhled](#).  
2 Výhled včetně očekávané skutečnosti je v grafu označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

#### Graf II.1.1 Výhled růstu světové ekonomiky

Vlivem pandemie covid-19 se světová ekonomika v roce 2020 propadne, příští rok se její růst obnoví

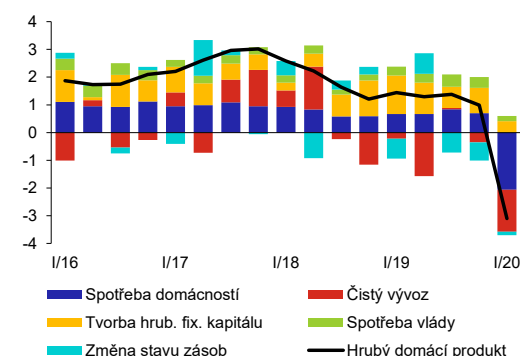
(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)



Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v paritě kupní síly. Zdrojem výhledů je CF a EIU.

#### Graf II.1.2 Struktura meziročního růstu HDP v eurozóně

K propadu HDP eurozóny v prvním čtvrtletí 2020 přispěla zejména spotřeba domácností a čistý vývoz (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)





Box 1. O něco příznivější je na druhou stranu vývoj spotřebitelské poptávky. Maloobchodní tržby v eurozóně byly v květnu meziročně nižší jen o 5 %, v Německu dokonce meziročně o 3,8 % vzrostly. Pokles poptávky byl do značné míry tlumen podpůrnými fiskálními opatřeními, která u našich hlavních obchodních partnerů dosahují minimálně 2 % HDP. Nejvyšší objem z avizovaných opatření dosahuje německý fiskální balíček v rozsahu 130 mld. EUR (téměř 4 % HDP). Vedle snížení sazby DPH obsahuje i zvýšení výdajů na zdravotnictví, podporu pro rodiny a malé a střední podniky nebo růst investic do zelené energie. Masivní fiskální stimuly v eurozóně podporují i trh práce a zachování zaměstnanosti. V květnu tak míra nezaměstnanosti vzrostla oproti březnu jen o 0,3 procentního bodu na 7,4 %.

### BOX 1 Vysokofrekvenční indikátory ekonomické aktivity v období pandemie covid-19

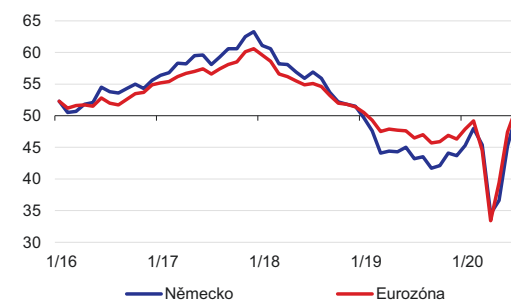
Centrální banky začaly využívat alternativní vysokofrekvenční indikátory pro sledování hospodářského vývoje. Zpoždění v publikacích tradičních ekonomických dat a komplikace spojené s jejich sběrem znesnadňují sledování a interpretaci aktuálního ekonomického vývoje v dramatických situacích, jako například v době pandemie covid-19. Naopak některé vysokofrekvenční indikátory dostupné na denní či týdenní frekvenci jsou schopny bez významného zpoždění poskytnout dodatečné informace ohledně vývoje ekonomické aktivity zejména v obdobích, kdy dochází k prudkým změnám v ekonomikách.<sup>3</sup> Pro potřeby sledování a hodnocení spotřebitelského chování lze například využít monitoring klíčových slov ve vyhledávání na internetu, informace o transakcích prostřednictvím údajů z platebních karet či trendy v pohybu osob. Objem průmyslové výroby pak může ilustrovat spotřeba energií, doprava na železnicích či v letadlech, popř. mýtné vybrané na silnicích.

Komplexnější pohled na více sektorů ekonomiky nabízejí indexy aktivity publikované například Bundesbankou či Fedem. Týdenní index aktivity německé ekonomiky<sup>4</sup> zahrnuje devět vysokofrekvenčních indikátorů. Data jsou transformována tak, aby výsledný index popsal mezičtvrtletní vývoj německé ekonomiky, tj. vývoj za posledních 13 týdnů ve srovnání s předešlými 13 týdny. Vedle spotřeby elektřiny a mýta vybraného na německých silnicích a dálnicích zahrnuje také počet celosvětově uskutečněných komerčních letů dopravními a nákladními letadly. Situace na německém trhu práce je aproximována počtem vyhledávání pojmů na internetu týkajících se nezaměstnanosti, zkrácených úvazků a vládní podpory. Chování německých spotřebitelů je signalizováno počtem chodců na obchodních třídách německých měst spolu

### Graf II.1.3 PMI ve zpracovatelském průmyslu

Průmyslová výroba v Německu i v celé eurozóně ožívuje jen pozvolna

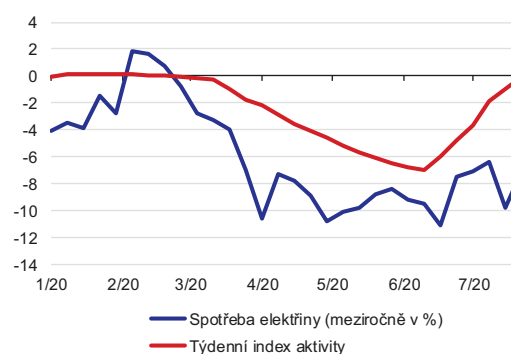
(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



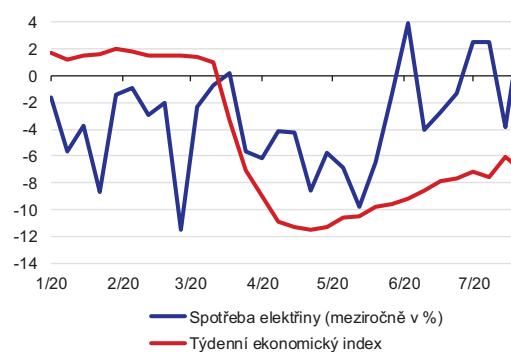
### Graf 1 (BOX) Vysokofrekvenční ukazatele hospodářského vývoje ve vybraných ekonomikách

Pohledem vysokofrekvenčních ukazatelů se ekonomiky Německa, USA i ČR nacházejí za bodem zvratu, oživení je ale pozvolné

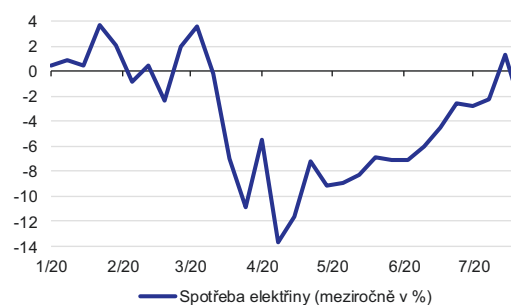
#### Německo



#### USA



#### Česká republika



<sup>3</sup> Viz např. studie "High-frequency" Data Are Especially Useful for Economic Forecasting in Periods of Devastating Crisis, <https://www.insee.fr/en/statistiques/4620518?sommaire=4473307>.

<sup>4</sup> Weekly Activity Index for the German Economy (WAI), <https://www.bundesbank.de/en/statistics/economic-activity-and-prices/weekly-activity-index>

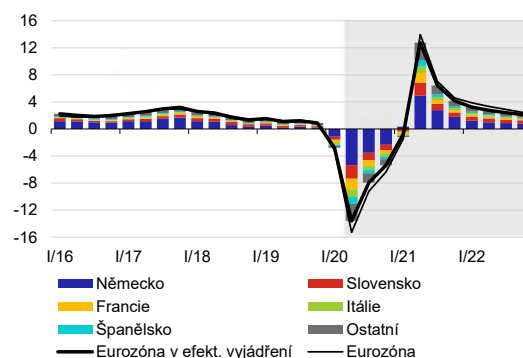
s indexem spotřebitelské důvěry. Údaje o znečištění ovzduší pak naznačují vývoj v dopravě. Newyorský Fed zveřejňuje Týdenní ekonomický index<sup>5</sup> shrnující vývoj deseti vysokofrekvenčních ukazatelů dostupných pro americkou ekonomiku. Mezi těmito ukazateli jsou data o spotřebě elektřiny, týdenní údaje z trhu práce, údaje o maloobchodních tržbách, prodeji pohonných hmot, výrobě oceli, nákladní dopravě či daňovém inkasu. Na rozdíl od indexu Bundesbanky je tento index konstruován tak, že jeho výsledná hodnota vypovídá o meziročním růstu americké ekonomiky.

**Zmíněné indexy naznačují, že obě velké ekonomiky se již odrazily ode dna (Graf 1).** V USA došlo k dosažení dna na konci dubna, kdy týdenní index meziročně klesl o více než 11 %, zatímco v Německu až počátkem června (mezičtvrtletní pokles téměř o 7 %). V Německu se spotřebitelská poptávka rychle vrací, údaje o spotřebě elektřiny však naznačují pozvolnější oživení v průmyslových odvětvích. Naproti tomu česká ekonomika pohledem přes spotřebu elektrické energie<sup>6</sup> dosáhla dna již v polovině dubna, kdy její meziroční pokles kulminoval na úrovni 13,7 %. Poté došlo ke stabilnímu zlepšování všech ukazatelů. Na konci července německý index signalizuje mezičtvrtletní pokles ekonomiky (tj. pokles v uplynulých 13 týdnech oproti předchozím 13 týdňům) o 0,1 %. U indexu v USA došlo vzhledem k nárůstu nezaměstnanosti k mírnému poklesu indexu, který tak signalizuje meziroční pokles o 7,1 %. V ČR týdenní spotřeba elektřiny meziročně poklesla o 3 %.

**Propad HDP eurozóny v efektivním vyjádření<sup>7</sup> dosáhne dna ve druhém čtvrtletí, poté se meziroční pokles začne zmírňovat (Graf II.1.4).** Celkově letos ekonomika eurozóny v efektivním vyjádření klesne o více než 7 %, v příštím roce pak zaznamená růst v tempu přes 5 %. Největší propad HDP (o více než 10 %) letos čeká Francie, Itálie či Španělsko. Naproti tomu německá ekonomika poklesne o zhruba 6 %. Ekonomické dopady koronavirové pandemie budou nerovnoměrné také z odvětvového pohledu. Trvalejší ztráty utrpí odvětví s vysokou mírou sociálního kontaktu, např. turismus. Fiskální opatření vlád (zejména v Německu) cílí především na stabilizaci zaměstnanosti a podporu domácí spotřeby. Dopady stimulu na investice a zahraniční obchod našeho západního souseda jsou však již méně zřetelné. Fiskální expanze podpoří ekonomickou aktivitu především ve druhé polovině letošního roku, u některých zemí pak i v roce 2021. Očekávané oživení však nebude stačit k tomu, aby se aktuálně výrazně záporná mezera

**Graf II.1.4 Výhled růstu HDP eurozóny**

Ve druhé polovině letošního roku se meziroční pokles HDP začne zmírňovat, v příštím roce se obnoví růst (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)



Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje dalších 12 zemí eurozóny. Její prognózovaný růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

<sup>5</sup> Weekly Economic Index (WEI), <https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index>

<sup>6</sup> Původní blog popisující metodiku, korelace v delší časové perspektivě a první odhady dopadů koronavirové pandemie je uveden zde: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnbblog/Prvni-odhad-dopadu-pandemie-COVID-19-na-ekonomiku-CR-zverejmeno-8.-4.-/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Prvni-odhad-dopadu-pandemie-COVID-19-na-ekonomiku-CR-zverejmeno-8.-4.-/). Zatím poslední aktualizace blogu zde: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnbblog/Prvni-odhad-dopadu-pandemie-COVID-19-na-ekonomiku-CR/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Prvni-odhad-dopadu-pandemie-COVID-19-na-ekonomiku-CR/).

<sup>7</sup> Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz Glosář pojmů).

výstupu uzavřela dříve než na konci horizontu prognózy (tedy koncem roku 2022).

### II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

**Cena ropy Brent se v průběhu druhého čtvrtletí 2020 zvýšila, její výhled je lehce rostoucí.** K cenovému růstu přispělo zejména bezprecedentní omezení těžby ze strany aliance OPEC+ od května, ale i rychlý pokles produkce v dalších zemích vyvolaný nízkými cenami ropy a omezenými možnostmi skladování. Důležitou roli sehrála i rychle se obnovující poptávka Číny a dalších zemí. Nárůst dynamiky nových případů covid-19 ve světě však na trh vnáší obavy ze zbrzdění dalšího růstu fyzické poptávky. Opatrní zůstávají i finanční investoři. OPEC+ přitom hodlá již od srpna začít s pozvolným navyšováním těžby. Dle EIA budou globální zásoby ropy klesat ve druhé polovině letošního roku průměrným tempem 3,3 mil. barelů denně a v příštím roce se tempo poklesu zásob zmírní na 1,1 mil. barelů denně. Agentura nicméně očekává pro druhou polovinu letošního roku průměrnou cenu ropy Brent zhruba na stávající úrovni, neboť proti jejímu růstu budou zpočátku působit vysoké globální zásoby a rezervní těžební kapacity. Později by ceny ropy měly dále růst a dosáhnout 53 USD/barel na konci roku 2021. Tržní křivka cen ropy Brent z poloviny července signalizovala povlnnější cenový růst, a to na 44, resp. 46 USD/barel na konci letošního a příštího roku (Graf II.1.5).

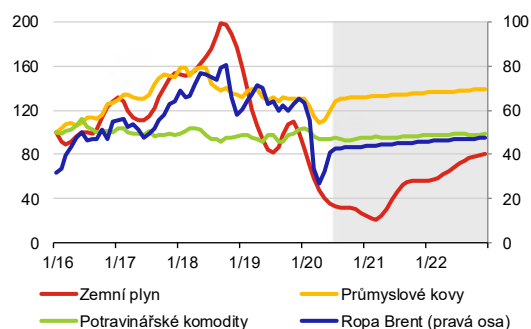
**Cenový vývoj na dalších komoditních trzích se ve druhém čtvrtletí také začal obracet k růstu (Graf II.1.5).** Více než půl roku trvající pokles průměrné ceny zemního plynu v Evropě se v červnu zastavil. Důvodem bylo snížení dovozu zkapalněného zemního plynu, který již nebyl při dosažených nízkých tržních cenách jiných druhů plynu v Evropě konkurenceschopný. V nejbližším období však lze u cen plynu očekávat ještě další snížení, neboť se do jejich dlouhodobých kontraktů se zpožděním promítnou extrémně nízké ceny ropy z nedávné minulosti. K růstu se ceny zemního plynu vrátí během příštího roku. Dílčí index cen průmyslových kovů byl podpořen oživením průmyslové aktivity v Číně. Silný růst zaznamenaly zejména ceny mědi a železné rudy. Její cena reagovala na vyšší produkci oceli v Číně a riziko výpadku dodávek z Brazílie kvůli šíření pandemie v tamních dolech. Zároveň rostla také cena uhlí. Vývoj v rámci dílčího indexu cen potravinářských komodit byl smíšený.

**Meziroční pokles cen průmyslových výrobců dosáhne dna ve druhé polovině letošního roku (Graf II.1.6).** Silný záporný příspěvek energetické složky odráží předchozí kolaps ceny ropy a její následnou jen částečnou korekci. Výrazný pokles odbytu se projeví také v útlumu meziročního růstu jádrové složky produkčních cen. Podle předstihového ukazatele PMI v průmyslu se v červnu produkce stále nacházela pod výrobními kapacitami, což bylo spojeno s poklesem zaměstnanosti v průmyslu zejména v Německu, Itálii a Nizozemsku. Slabá poptávka bude nadále tlačit produkční ceny směrem dolů. Ceny výrobců v efektivní eurozóně prohloubily v květnu svůj meziroční pokles na 3,3 %. Nejvíce se ceny snížily ve Španělsku a v Itálii. V Německu a na Slovensku byl naproti tomu pokles cen výrazně mělčí, což se promítá do ztlačenější vyššího ukazatele pro efektivní eurozónu oproti eurozóně jako

#### Graf II.1.5 Ceny ropy a ostatních komodit

Výhled ceny ropy Brent je lehce rostoucí z výchozí úrovně lehce nad 40 USD/barel

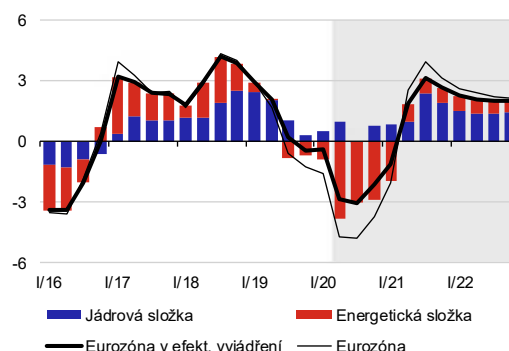
(ropa v USD/barel (pravá osa), ostatní komodity index [leden 2016 = 100], průměrná cena zemního plynu v Evropě, pramen: Bloomberg, Světová banka, výpočet ČNB)



#### Graf II.1.6 Ceny průmyslových výrobců v eurozóně

Silně záporné příspěvky energetické složky povedou letos při propadu ekonomické aktivity v souhrnu k výraznému poklesu cen průmyslových výrobců

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)



Poznámka: Energetická složka je dána vývojem v průmyslových odvětvích se silnou vazbou na cenu ropy, zbývající část z indexu PPI v efektivním vyjádření představuje jádrová složka.

takové (Graf II.1.6). K poklesu došlo jak u cen energií, tak u cen meziprodukce, zároveň zpomalil růst cen krátkodobého spotřebního zboží. Za celý letošní rok se výrobní ceny v efektivní eurozóně sníží o 2,1 %. V roce 2021 ceny postupně obnoví svůj růst vlivem očekávaného ekonomického oživení a zvyšující se ceny ropy, resp. jejich růst krátkodobě zrychlí až ke 3 %. V roce 2022 porostou ceny okolo 2 %.

**Inflace spotřebitelských cen v eurozóně v letošním roce výrazně zpomalí (Graf II.1.7).** V červnu dosáhla celková inflace v eurozóně 0,3 % (v efektivním vyjádření 0,8 %) – byla tak lehce vyšší oproti předchozímu měsíci, a to zejména vlivem zmírnění záporného příspěvku cen energií. Snížil se naopak kladný příspěvek ostatních složek a jádrová inflace mírně poklesla. Dlouhodobě přetrvávající utlumené inflační tlaky a nízká inflační očekávání v eurozóně budou krátkodobě ještě umocněny výpadkem spotřebitelské poptávky. Svého dna by měla inflace spotřebitelských cen dosáhnout na konci letošního roku. Spotřebitelské ceny poté porostou nejvíce na Slovensku, zatímco ve Španělsku a v Itálii je očekávána mělká deflace. Během příštího roku však s předpokládaným zotavováním ekonomické aktivity a odezněním propadu cen ropy dynamika spotřebitelských cen ožíví. I přesto dosáhne efektivní inflace v roce 2021 pouze 1,2 %. Ještě nižší hodnoty dosáhne inflace v eurozóně jako takové (0,4 %, resp. 1 % v letošním a příštím roce).<sup>8</sup>

### II.1.3 Zahraněční finanční vývoj

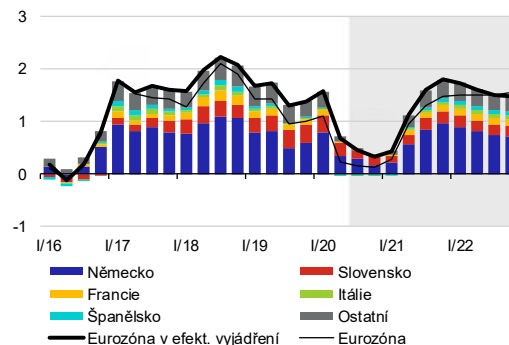
**Úroková sazba 3M EURIBOR zůstane dle tržního výhledu záporná na celém horizontu prognózy (Graf II.1.8).**<sup>9</sup> Sentiment na finančních trzích se po březnovém šoku vrátil k opatrnému optimismu v prostředí uvolněných měnových a fiskálních politik, averze k riziku se snížila. ECB sice ponechala hlavní měnověpolitické sazby beze změny, v červnu ale oznámila rozšíření podpůrných opatření z března. Program Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) byl navýšen na 1 350 mld. EUR. Tento objem byl potvrzen na červencovém zasedání společně s opakovaným ujištěním, že ECB v případě potřeby program upraví či prodlouží. Výnosy vládních dluhopisů s desetiletou splatností se v Německu drží téměř na celém výhledu v záporných hodnotách a rozdíl vůči postupně se zvyšujícím výnosům amerických vládních dluhopisů tak s prodlužujícím se horizontem opět narůstá (Graf II.1.9).

**Úroková sazba 3M USD LIBOR se vlivem uvolnění měnové politiky Fedu drží na výhledu poblíž nuly (Graf II.1.8).** Americká centrální banka předpokládá nulové sazby až do konce roku 2022 při jen pozvolném oživení trhu práce a celé ekonomiky. Od června byla rozšířena paleta nekonvenčních nástrojů o nákup

### Graf II.1.7 Výhled spotřebitelské inflace v eurozóně

Inflace letos výrazně zpomalí, během příštího roku růst spotřebitelských cen opětovně zrychlí

(měřeno HICP, meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)

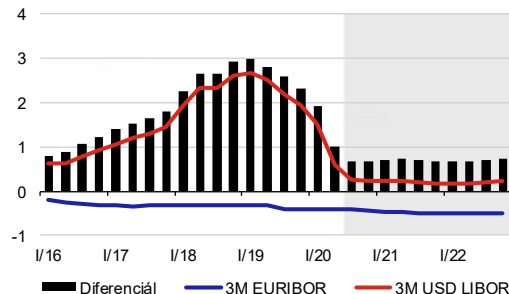


Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje dalších 12 zemí eurozóny. Její prognózovaný růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

### Graf II.1.8 3M EURIBOR a 3M USD LIBOR

Uvolnění měnové politiky Fedu se promítlo ve snížení rozpětí mezi 3M sazbami v USA a eurozóně

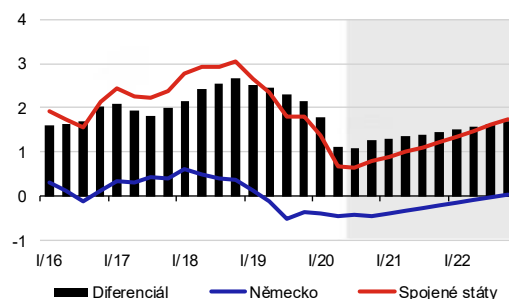
(v %, rozdíly v procentních bodech)



### Graf II.1.9 Výnosy desetiletých vládních dluhopisů

Rozpětí mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu se na výhledu opět rozšiřuje

(v %, rozdíly v procentních bodech)



<sup>8</sup> Prognóza ECB předpokládá pro eurozónu ještě nižší hodnoty inflace (0,3 %, resp. 0,8 % v letošním a příštím roce).

<sup>9</sup> Vzhledem k napětí na finančních trzích došlo na přelomu března a dubna k dočasnému výkyvu u krátkodobých nezajištěných sazeb EURIBOR, zatímco zajištěné segmenty zůstaly stabilní. Proto je v prognóze 3M EURIBOR dočasně aproximován pomocí sazby EONIA doplněné o příslušné rozpětí. Predikce navíc zohledňuje očekávání ohledně programu nákupu aktiv ze strany ECB prostřednictvím stínových úrokových sazeb, které leží výrazně níže oproti tržním sazbám.

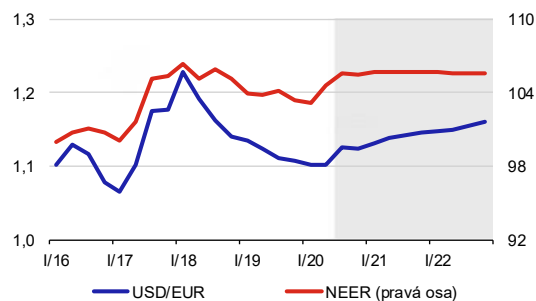
korporátních dluhopisů v rámci programu Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) s tím, že objem nákupů se bude řídit dle situace na trhu. Z červencového šetření mezi analytiky CF vyplývá, že při současném tempu podpory ekonomiky se bilance Fedu na konci letošního roku přiblíží 50 % amerického HDP. Dále se analytici shodují na tom, že k podpoře ekonomiky by měla být prováděna razantnější expanzivní fiskální politika.

**Dle aktuálního výhledu bude euro vůči americkému dolaru lehce posilovat (Graf II.1.10).** Euro by mělo v krátkém horizontu posílit i v efektivním vyjádření (zejména vlivem zpevnění vůči čínské či britské měně), poté se již očekává jeho přibližná stabilita. Společná evropská měna by měla těžit zejména z masivních objemů oznámených fiskálních opatření na podporu ekonomiky. Pro silnější euro vůči dolaru současně hovoří také aktuální epidemiologická situace, kterou se v USA zatím nedaří dostat plně pod kontrolu.

#### Graf II.1.10 Kurz eura

Analytici CF očekávají mírné posilování eura vůči americkému dolaru, oproti dalším měnám zůstane euro po počátečním posílení zhruba stabilní

(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2016 = 100, pravá osa)





## II.2 PROGNOZA

*Inflace do konce letošního roku setrvá nad horní hranicí tolerančního pásma 2% cíle. Výpadek příjmů firem a pokračující růst jejich nákladů bude působit ve směru zvyšování cen i přes zhoršení poptávky dané pokračující pandemií koronaviru. Náklady v domácí ekonomice dále porostou vlivem zotavování ekonomické aktivity po uvolnění karanténních opatření při jen postupném ožívání efektivity práce. K výraznějšímu zpomalení růstu cen tak dojde až v příštím roce v návaznosti na odeznění zvýšeného růstu domácích nákladů, mírně posilující kurz koruny, zchlazený trh práce a utlumenou domácí poptávku. Začátkem příštího roku se inflace vrátí do tolerančního pásma a na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti cíle, kde setrvá i v roce 2022. Ekonomická aktivita se bude po propadu v první polovině letošního roku postupně zotavovat. K tomu přispěje jak obnovování růstu spotřeby domácností po uvolnění plošných karanténních opatření, tak i oživení vývozu v návaznosti na zvýšení zahraniční poptávky. Zhoršení podnikatelské důvěry a riziko výskytu lokálních ohnisek nákazy však budou nadále dusit investiční aktivitu firem, jejíž růst se začne obnovovat až v příštím roce. Pokles ekonomiky v letošním roce o zhruba 8 % bude jen zčásti brzděn výrazně expanzivní fiskální politikou. Dopady krize se citelně projeví na trhu práce, který se v následujících čtvrtletích rychle zchladí. Růst mezd tak zůstane na prognóze utlumený. Kurz koruny částečně korigoval předchozí oslabení a na výhledu bude dále lehce posilovat. S prognózou je konzistentní stabilita domácích tržních úrokových sazeb do poloviny příštího roku a poté jejich postupný nárůst.*

### II.2.1 Inflace a měnová politika

**Celková inflace ve zbytku letošního roku setrvá nad horní hranicí tolerančního pásma, do blízkosti cíle se vrátí v příštím roce (Graf II.2.1).** Inflace po zpomalení ve druhém čtvrtletí 2020 krátkodobě opět mírně zrychlí. K tomu přispěje především zvyšující se jádrová inflace. Ta bude odrážet doznívání předchozí silné domácí poptávky a přechodně zvýšené tempo růstu nákladů firem v důsledku jarního „vypnutí“ části tuzemské ekonomiky. Související výpadek příjmů a pokračující růst nákladů firem bude působit ve směru zvyšování cen i přes zhoršení poptávky dané pokračující pandemií koronaviru. Ve vývoji inflace se tak snížení poptávkových tlaků projeví pouze v omezené míře. Jádrová inflace se výrazně sníží až začátkem příštího roku (Graf II.2.2). To spolu s poklesem dynamiky cen potravin a odezněním vysokého růstu regulovaných cen z posledních let povede k návratu inflace do tolerančního pásma cíle. Ve druhé polovině příštího roku, tedy na horizontu měnové politiky, se pak inflace dále sníží do blízkosti 2% cíle, kde setrvá i v roce 2022.

**Měnověpolitická inflace<sup>10</sup> se bude na celém horizontu prognózy nacházet lehce pod celkovou inflací.** Primární dopady změn nepřímých daní budou totiž v souhrnu mírně kladné a vyplynou zejména z opakovaného zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky. Vedle toho dochází od července 2020 ke snížení sazby DPH na vybrané služby. Záporné primární dopady tohoto snížení však budou kompenzovány sekundárními dopady stejného rozsahu v opačném směru. V cenách dotčených položek a celkové inflaci se tak změna DPH neprojeví.

**Jádrová inflace setrvá do konce letošního roku na zvýšených hodnotách.** To bude odrážet jak doznívání silných poptávkových

**Tab. II.2.1 Prognóza vybraných veličin**

HDP se letos skokově propadne, v příštím roce se vrátí k růstu

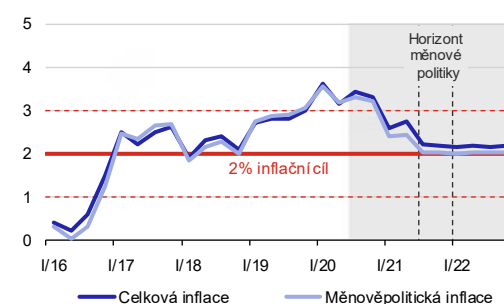
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.	2022 progn.
Celková inflace	2,8	3,4	2,4	2,2
HDP	2,3	-8,2	3,5	4,0
Průměrná nominální mzda	6,4	3,0	3,6	4,1
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,7	26,5	26,4	26,0
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	2,1	0,8	0,4	1,1

**Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace**

Inflace letos setrvá nad horní hranicí tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v blízkosti 2% cíle

(meziroční změny v %)



<sup>10</sup> Měnověpolitická inflace je inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. Rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací odpovídá velikosti primárního daňového dopadu.

tlaků souvisejících s donedávna napjatou situací na trhu práce, tak i dočasně zvýšené náklady vyvolané dopady pandemie koronaviru. Od července 2020 je jádrová inflace ovlivněna rovněž kladnými sekundárními dopady snížení DPH u ubytovacích služeb a vstupného na sport a kulturu, neboť se – jak již bylo uvedeno – nepředpokládá promítnutí této změny do konečných cen pro spotřebitele. V průběhu příštího roku jádrová inflace zvolní do blízkosti 2 % (Graf II.2.3), a to v návaznosti na citelné zchlazování trhu práce a s tím související polevování domácích poptávkových tlaků. Pozvolné zotavování ekonomické aktivity a s tím spojené obnovování cenových tlaků udrží jádrovou inflaci v roce 2022 poblíž 2 %.

**Stále solidní spotřebitelská poptávka a zvýšené náklady se v nejbližší době projeví v pokračujícím růstu cen potravin.** Na zvyšování cen se bude podílet vysoká poptávka po potravinách, nedostatek pracovníků v zemědělství napříč celou Evropou a omezení letecké dopravy vlivem koronavirové pandemie. Dalším faktorem, který povede k růstu cen především u ovoce, je chladné počasí (ranní mrazy) z počátku jara. Ke zdražování cen potravin současně přispěje i výrazná dynamika dovozních cen potravin a obnovený růst cen zemědělských výrobců (zejména u rostlinné produkce). V příštím roce uvedené faktory ve velké míře odezní a dynamika cen potravin ztlačí do 2 % (Graf II.2.3).

**Propad cen pohonných hmot v důsledku předchozího kolapsu světových cen ropy bude postupně odeznívat.** I tak ceny pohonných hmot setrvávají v meziročním poklesu až do prvního čtvrtletí 2021. Ceny u čerpacích stanic následně vlivem srovnávací základny přejdou do krátkodobého silného růstu (Graf II.2.3). Poté ceny pohonných hmot mírně porostou v návaznosti na pozvolné zvyšování světových cen ropy.

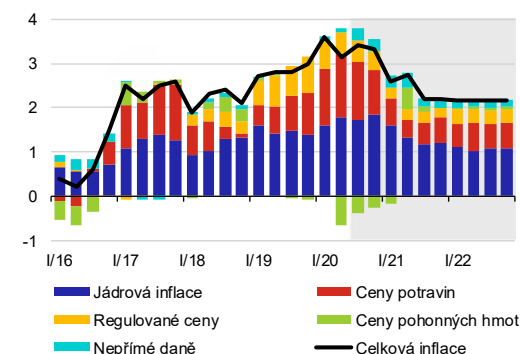
**Zvolňování růstu regulovaných cen bude pokračovat i ve zbytku letošního roku.** K tomu přispěje zejména postupné snižování dosud vysoké dynamiky cen elektřiny. Ceny plynu pro domácnosti setrvávají v nevýrazném růstu, zatímco teplo bude i nadále zlevňovat. V příštím roce se růst cen elektřiny zmírní a zlevňovat začne i plyn, což stlačí dynamiku regulovaných cen k 1,6 % (Tab. II.2.2). V roce 2022 pokles cen plynu odezní a růst regulovaných cen se bude nacházet poblíž 2 %.

**Kurz bude na celém horizontu prognózy pozvolna posilovat** (Graf II.2.4). Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2020 je nastavena na hodnotě 26,7 CZK/EUR. Odráží tak jeho zpevnění na konci května vlivem obratu ve vývoji globálního sentimentu v souvislosti s uvolňováním karanténních opatření v Evropě i v ČR. Relativně umírněný vývoj pandemie v domácí ekonomice i v Evropě pak umožní další pozvolné posilování kurzu na prognóze (k 26 CZK/EUR na konci roku 2022). Bude k tomu docházet vlivem obnovení růstu zahraniční poptávky a návazně i domácí ekonomické aktivity, a to na pozadí pokračující reálné konvergence české ekonomiky. Mírně posilující kurz koruny tak v průběhu příštího roku přispěje k návratu inflace na 2% cíl a její následné stabilizaci.

**S prognózou je konzistentní stabilita domácích tržních úrokových sazeb do poloviny příštího roku a poté jejich postupný nárůst** (Graf II.2.5). Po výrazném poklesu tržních úrokových sazeb

## Graf II.2.2 Struktura inflace a její prognóza

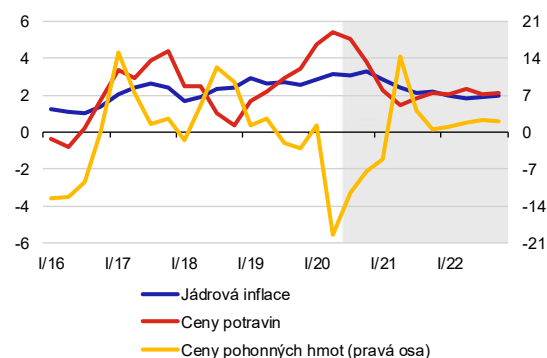
Cenový růst bude i nadále ovlivňován především jádrovou inflací a dynamikou cen potravin (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

## Graf II.2.3 Složky inflace

Jádrová inflace se sníží až v příštím roce, aktuální výrazný růst cen potravin zvolní, ceny pohonných hmot setrvávají ve zbytku letošního roku v hlubokém poklesu (meziroční změny v %)



## Tab. II.2.2 Prognóza administrativních vlivů

Růst regulovaných cen zvolní, nadále bude tažen především cenami elektřiny

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k celkové inflaci)

	2019		2020		2021		2022	
	skut.		progn.		progn.		progn.	
REGULOVANÉ CENY <sup>a)</sup>	4,4	0,69	3,4	0,50	1,6	0,23	2,1	0,30
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	10,6	0,45	7,8	0,30	2,3	0,09	2,0	0,08
ceny zemního plynu	3,3	0,08	0,6	0,01	-2,3	-0,05	1,1	0,02
ceny tepla	4,6	0,08	-1,2	-0,02	2,0	0,03	2,0	0,03
vodné a stočné	2,6	0,02	2,8	0,02	1,8	0,01	3,0	0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	2,3	0,03	2,9	0,04	3,6	0,05	3,1	0,04
ceny v dopravě	-5,0	-0,08	1,5	0,02	2,2	0,03	2,1	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

3M PRIBOR v první polovině letošního roku, který odrazil reakci ČNB na negativní dopady koronavirové pandemie, zůstanou sazby po několik čtvrtletí stabilní. Od druhé poloviny roku 2021 prognóza naznačuje postupný nárůst tržních úrokových sazeb v návaznosti na zotavování domácí ekonomické aktivity, a to v podmínkách stabilizace inflace u cíle.

## II.2.2 Náklady a trh práce

**Růst celkových nákladů dočasně zvolní vlivem posílení kurzu, poté opět zrychlí v důsledku oživení růstu zahraničních cen (Graf II.2.6).** Ve druhém čtvrtletí 2020 růst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru přechodně zrychlil zejména v návaznosti na březnové citelné oslabení kurzu koruny, které se odrazilo ve výrazném kladném příspěvku dovozních jadrových cen. Naopak dovozní ceny energií nadále dynamiku celkových nákladů tlumily, neboť propad světových cen ropy z počátku letošního roku převážil nad zmíněným oslabením kurzu koruny. Také příspěvek domácích nákladů k celkovým inflačním tlakům se v první polovině letošního roku snížil. Ve třetím čtvrtletí se růst celkových nákladů dočasně zmírní v důsledku poklesu jadrových dovozních cen. Ten bude dán snížením zahraničních cen výrobců při opětovném posílení kurzu koruny. Od konce letošního roku se pak kladné působení jadrových dovozních cen obnoví v návaznosti na oživení růstu zahraničních cen při jen lehce posilujícím kurzu koruny. Vlivem růstu cen ropy rovněž odezní záporný příspěvek dovozních cen energií k růstu celkových nákladů a od konce letošního roku bude lehce kladný. Příspěvek tuzemské ekonomiky k vývoji celkových nákladů se ve třetím čtvrtletí letošního roku dále sníží, v jeho následném zvyšování se projeví zotavování domácí ekonomické aktivity. Aktuálně rozkolísaná dynamika celkových nákladů se tak postupně ustálí a v roce 2022 bude odpovídat dlouhodobě rovnovážné hodnotě. Příspěvek cenové konvergence bude na celém horizontu prognózy stabilně kladný.

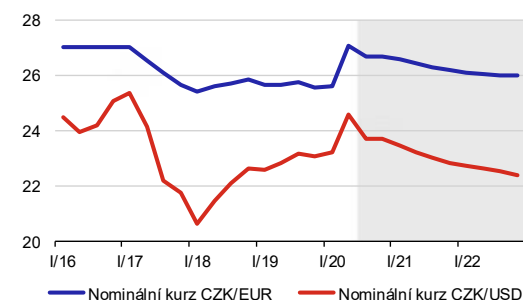
**Domácí náklady porostou do konce letošního roku zvýšeným tempem, které následně zvolní ke své rovnovážné hodnotě (Graf II.2.7).** Růst domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce v první polovině letošního roku pokračoval v podmínkách zavedených vládních karanténních opatření během jarních měsíců. Růst fundamentálních mzdových nákladů se téměř zastavil a uzavření části ekonomiky se promítlo ve znatelně záporném příspěvku ceny kapitálu. V opačném směru však působil hluboký propad efektivity práce související s výpadky produkce, resp. omezeného fungování podniků i celých odvětví. Ve druhé polovině tohoto roku bude dynamika domácích nákladů mírně zrychlovat v důsledku postupného zotavování domácí ekonomické aktivity. To se projeví ve zvyšování ceny kapitálu i postupném obnovování příspěvku mezd. Ten však i nadále zůstane umírněný v návaznosti na zhoršující se situaci na trhu práce. Současně se obnoví tlumící vliv příspěvku efektivity práce. Začátkem příštího roku dynamika domácích nákladů zvolní ke své rovnovážné úrovni, kde setrvá i v roce 2022.

**Zaměstnanost bude v návaznosti na propad ekonomické aktivity znatelně klesat až téměř do konce příštího roku (Graf II.2.8).** To bude v letošním roce výsledkem výrazného snížení ekonomické

### Graf II.2.4 Prognóza měnového kurzu

Kurz bude na celém horizontu prognózy pozvolna posilovat

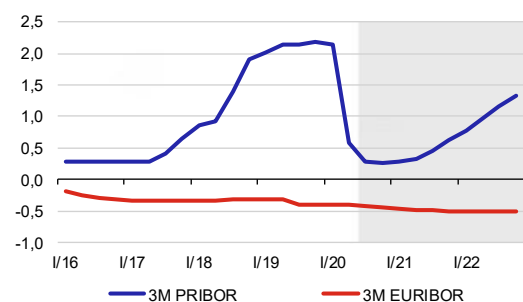
(CZK/EUR a CZK/USD)



### Graf II.2.5 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je konzistentní stabilita domácích tržních úrokových sazeb do poloviny příštího roku a poté jejich postupný nárůst

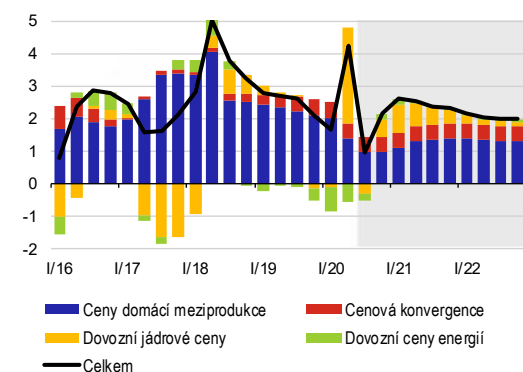
(v %)



### Graf II.2.6 Náklady spotřebitelského sektoru

Růst nákladů nejprve zvolní vlivem posílení kurzu a poklesu zahraničních výrobních cen, poté však opět zrychlí

(nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



aktivity v podmínkách výpadku domácí i zahraniční poptávky. V průběhu příštího roku se s obnovením ekonomického růstu přestane poptávka po práci dále snižovat. Dynamika zaměstnanosti se vrátí do lehce kladných hodnot koncem příštího roku. Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky bude v letošním roce klesat ještě výrazněji než fyzický počet zaměstnanců, a to v důsledku zkracování průměrného úvazku. Následný posun dynamiky tohoto ukazatele do kladných hodnot ve druhé polovině roku 2021 bude rovněž oproti dynamice fyzického počtu zaměstnanců výraznější vlivem opětovného nárůstu průměrného úvazku. Z odvětvového hlediska k poklesu přepočteného počtu zaměstnanců přispějí zhruba stejnou měrou průmysl i tržní služby.

**Míra nezaměstnanosti se bude rychle zvyšovat, vrcholu dosáhne na začátku roku 2021 (Graf II.2.8).** Navzdory vládním opatřením na udržení zaměstnanosti vzroste obecná míra nezaměstnanosti rychle k 5 % vlivem letošního výrazného ekonomického propadu. Nárůst míry nezaměstnanosti bude odrážet především znatelné zvýšení počtu lidí bez práce, které bude doprovázeno mírným snížením pracovní síly. Proti výraznějšímu nárůstu míry nezaměstnanosti bude působit zejména výchozí vysoký počet volných pracovních míst a propouštění cizinců. Od druhé poloviny příštího roku se bude naopak projevovat opětovné oživení poptávky po práci, které povede k postupnému snižování počtu lidí bez práce. Podobně jako obecná míra nezaměstnanosti se bude vyvíjet i podíl nezaměstnaných osob, který se do začátku roku 2021 zvýší na 5,8 %. Pokles ekonomiky se na prognóze odrazí ve znatelném nárůstu počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce, a to při pokračujícím mírném snížení populace ve věku 15–64 let.

**Růst mezd v letošním roce výrazně zbrzdí v návaznosti na rychlé zchlazení trhu práce a vládní karanténní opatření během jara (Graf II.2.9).** Průměrná mzda v tržních odvětvích ve druhém čtvrtletí znatelně klesla. To bylo z větší části dáno statistickým vlivem krátkodobého výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetrovné či náhradu mzdy v případě karantény. Výpadek mezd pak nastal i u zaměstnanců, kteří nepracují z titulu překážek v práci v souvislosti s pandemií. Někteří z nich čerpají pouze částečné náhrady mzdy.<sup>11</sup> Uvedený statistický vliv je patrný z Grafu II.2.10, který ukazuje výši průměrné mzdy v absolutních hodnotách. V opačném směru naopak působí další navýšení minimální mzdy<sup>12</sup> od začátku letošního roku, kompoziční efekt<sup>13</sup> v souvislosti s výrazným nárůstem nezaměstnanosti a výplata mimořádných odměn pracovníkům ve zdravotnictví a sociálních službách<sup>14</sup> v souvislosti s pandemií. Růst průměrné mzdy v tržních odvětvích tak vlivem souběhu výše zmíněných faktorů

11 Ošetrovné a kompenzace za nařízenou karanténu metodicky nejsou součástí mzdy a jejich čerpání tedy průměrnou mzdu snižuje, a to podobně jako vyplácení jen částečných náhrad mezd zaměstnancům ze strany podniků postižených dopady koronaviru. Nejvíce se tento efekt projevil ve druhém čtvrtletí 2020, přičemž to rozkolísá mzdovou dynamiku i v příštím roce. Náhrady mezd jsou podnikům částečně kompenzovány v rámci programu Antivirus.

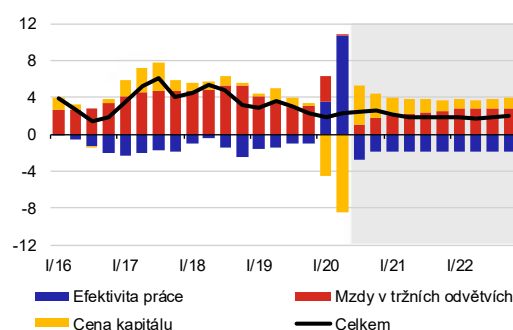
12 Minimální mzda byla od ledna 2020 navýšena o 1 250 Kč na 14 600 Kč.

13 Statistické ovlivnění průměrné mzdy při propouštění zaměstnanců s nižšími příjmy.

14 ČNB řadí oddíl „NACE Q – Zdravotnictví“ jako celek mezi tržní odvětví vzhledem k převažujícímu počtu soukromých subjektů v tomto odvětví.

### Graf II.2.7 Náklady sektoru meziprodukce

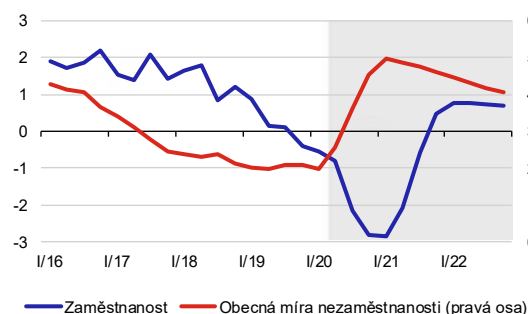
Struktura růstu domácích nákladů bude odrážet postupné zotavování domácí ekonomické aktivity (nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, analýzováno)



### Graf II.2.8 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost se bude v letošním a příštím roce snižovat, míra nezaměstnanosti v nejbližší době znatelně vzroste

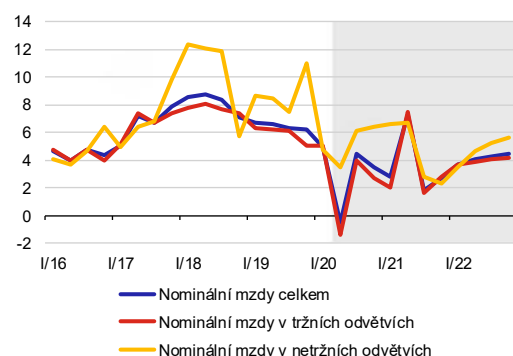
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



### Graf II.2.9 Průměrné nominální mzdy

Růst mezd v tržních i netržních odvětvích letos znatelně zpomalí, přičemž bude na celém horizontu prognózy značně rozkolísaný

(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)





a v podmínkách zchlazeného trhu práce za celý letošní rok zpomalí na 2,5 %. V příštím roce se pak s odezníváním dopadů pandemie mzdová dynamika postupně zvýší. K tomu z části přispěje i efekt nízké srovnávací základny z první poloviny letošního roku (v důsledku výše zmíněných výpadků příjmů zachycených v mzdových statistikách). V netržních odvětvích bude letos pokračovat výrazný mzdový růst odrážející jak znatelné navýšení platů u pedagogických i nepedagogických pracovníků v regionálním školství, tak i zvýšení platů o fixní částku u ostatních zaměstnanců institucí přímo financovaných ze státního rozpočtu.<sup>15</sup> Stejně jako v případě tržních mezd bude i dynamika platů v netržních odvětvích rozkolísaná vlivem výše zmíněného statistického efektu.

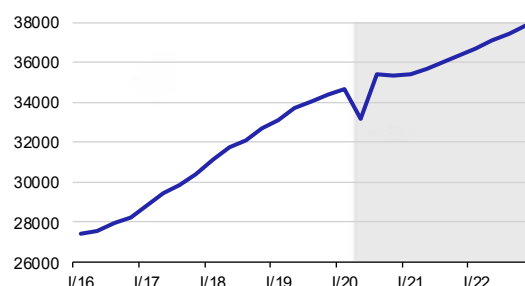
### II.2.3 Ekonomická aktivita

**Domácí ekonomická aktivita se letos v důsledku koronavirové pandemie výrazně propadne (Graf II.2.11).** Během jarních měsíců byla část ekonomiky „vypnuta“ kvůli vládním karanténním opatřením. Přestože byla omezení následně téměř zcela uvolněna, budou v následujících měsících negativně působit snížená zahraniční poptávka, zvýšená nezaměstnanost a zhoršený sentiment českých domácností i firem. K poklesu domácí ekonomické aktivity v letošním roce přispějí zejména soukromé investice, ale také čistý vývoz a spotřeba domácností. Ke zmírnění negativních dopadů koronavirové pandemie naopak letos působí zrychlující růst spotřeby vlády. Ve stejném směru mají vliv i protikrizová rozpočtová opatření vlády vedoucí k podpoře zejména spotřeby domácností. Ve výsledku se HDP letos sníží o cca 8 %. Obnovený růst ekonomiky v příštím roce (o 3,5 %) bude tažen především spotřebou domácností a čistým vývozem, v menší míře se připojí i investice. V roce 2022 budou k růstu kladně přispívat prakticky všechny složky HDP.

**K předkrizovým úrovním se domácí ekonomická aktivita vrátí koncem roku 2022.** Jak ukazují úrovně grafy v Bloku 1, od poloviny letošního roku se začne ekonomická aktivita opětovně zvyšovat, což bude zpočátku odrážet zejména uvolnění předchozích vládních a podnikových karanténních opatření. Úrovně ze závěru roku 2019 však výkon hospodářství dosáhne až na konci roku 2022. Zotavování ekonomiky bude brzděno především výpadkem fixních soukromých investic, neboť obnovování jejich růstu bude tlumeno dramaticky zhoršeným sentimentem firem. Spotřeba domácností se – i přes řadu vládních podpůrných opatření – na předpandemickou úroveň vrátí až v první polovině roku 2022. To bude dáno zejména zchlazením trhu práce a poklesem dynamiky mezd v podmínkách zhoršené ekonomické nálady domácností. Vývoz zboží a služeb bude silně postižen letošním propadem zahraniční poptávky spolu s omezením mezinárodního pohybu osob.

#### Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích

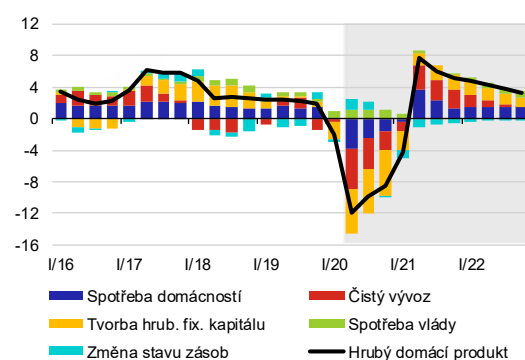
Výše průměrné mzdy bude letos ovlivněna výpadkem mezd v souvislosti s nákazou a statistickými efekty (v Kč, sezonně očištěno)



#### Graf II.2.11 Struktura meziročního růstu HDP

Positivní příspěvek k růstu HDP bude letos mít vládní spotřeba (a v menší míře i změna stavu zásob), ostatní složky obnoví své kladné příspěvky v příštím roce

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



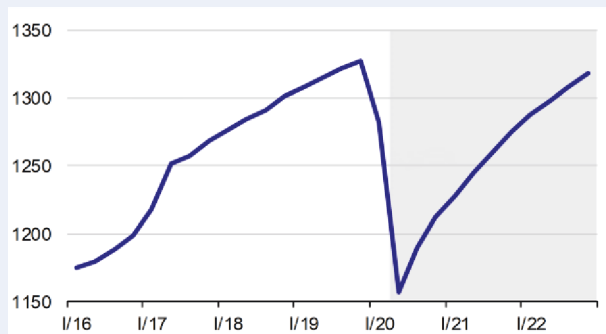
<sup>15</sup> V souvislosti s pandemií prognóza také počítá s dočasným navýšením náhrad zaměstnancům bezpečnostních sborů.



## Blok 1: Vývoj vybraných veličin v úrovňovém vyjádření

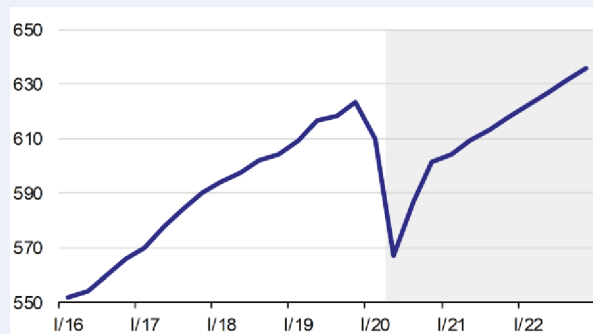
## HDP

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



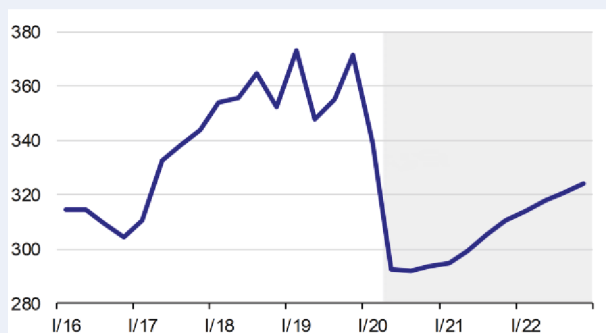
## Spotřeba domácností

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



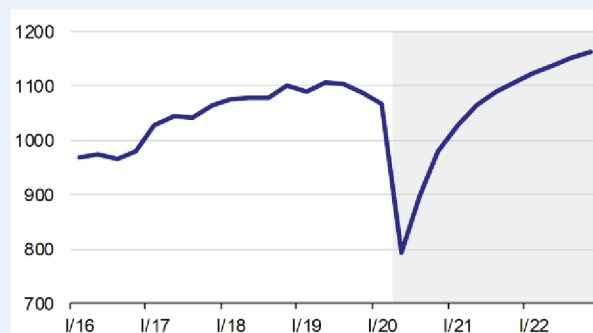
## Tvorba hrubého kapitálu

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



## Vývoz zboží a služeb

(v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)

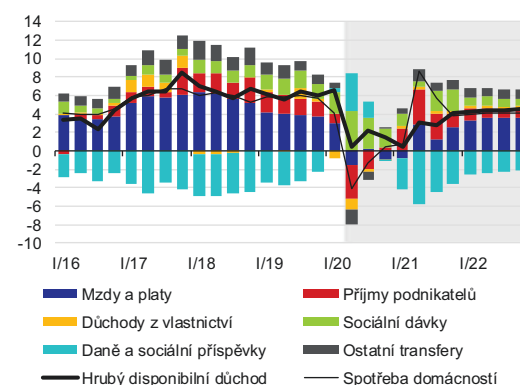


**Spotřeba domácností se letos propadne vlivem vypuknutí pandemie koronaviru a prudkého zchlazení trhu práce.** Zhorší se donedávna příznivá příjmová situace českých domácností, což bude patrné ve výrazném zvolnění dynamiky nominálního hrubého disponibilního důchodu (Graf II.2.12). V něm se projeví hlavně výpadek příjmů podnikatelů a mezd a platů. Zhoršení příjmové situace a likvidity mnoha domácností i firem bude naopak zčásti tlumeno zvýšenými sociálními dávkami a dalšími podpůrnými vládními opatřeními. Po odeznění vlivu karanténních opatření a s rozjezdem služeb se od poloviny letošního roku začne pokles spotřeby domácností zmírňovat. V příštím roce spotřeba – z části vlivem nízké srovnávací základny – vzroste o 3,5 % a v roce 2022 její dynamika mírně zvolní (Graf II.2.13). Míra úspor se po letošním dočasném nárůstu odrážejícím opatrnost a prudce zhoršený sentiment domácností vrátí na úroveň z konce minulého roku a poté zůstane zhruba stabilní na celém horizontu prognózy.

**Spotřeba vlády bude jedinou složkou konečné domácí poptávky, která si letos zachová kladný příspěvek k dynamice HDP.** Její reálný růst v tomto roce zrychlí na 5,5 % (Graf II.2.13). V nominálním vyjádření bude vládní spotřeba ovlivněna hlavně zvýšenými výdaji na zdravotnictví a bezpečnostní sbory. Růst deflátoru vládní spotřeby nicméně i přesto zvolní. To bude způsobeno výpadkem mezd některých zaměstnanců vládního sektoru pobírajících ošetřovné kvůli zavřeným školám během jarních měsíců. V roce 2021 reálná vládní spotřeba zpomalí až do blízkosti 1 %, v čemž se projeví vliv letošní vysoké

## Graf II.2.12 Nominální disponibilní důchod

Disponibilní důchod letos výrazně zvolní svou dynamiku, výpadek mezd a platů a dalších příjmů příští rok odezní (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

srovnávací základny. V roce 2022 poroste spotřeba vlády o téměř 3 %.

**Dopady koronavirové pandemie a prudké zhoršení sentimentu firem se nepříznivě projeví v soukromé investiční aktivitě.** Propad investic v soukromém sektoru bude letos způsoben vládními karanténními opatřeními a odstávkou výroby v některých průmyslových podnicích během jarních měsíců. Ve stejném směru bude působit také hluboký pokles zahraniční poptávky spojený s celosvětovým rozšířením koronavirové pandemie a výrazným zhoršením globálního ekonomického sentimentu. Ten na rozdíl od předchozích dvou faktorů přetrvá delší dobu.<sup>16</sup> Vládní investice naopak setrvávají v mírném růstu, který bude nadále podporován čerpáním prostředků z fondů EU. Pokles tvorby hrubého fixního kapitálu bude letos jen symbolicky vyvažován kladným příspěvkem změny stavu zásob. V něm se z důvodu vládních uzavírek promítne zejména zhoršený odbyt a zpomalené vyskladnění výrobků. Ve stejném směru budou působit i donedávna ztížené podmínky pro pohyb zboží od dodavatelů spolu s nárůstem snahy firem předzásobit se vlivem obav z narušení dodavatelských řetězců. Celková tvorba hrubého kapitálu se tak letos propadne o téměř 16 % (Graf II.2.14). V příštím roce se růst soukromých investic obnoví a zvýší se také dynamika investiční aktivity vlády. Soukromé investice budou těžit z oživení ekonomického růstu v zahraničí, přičemž je podpoří také uvolnění domácích měnových podmínek z první poloviny letošního roku. V průběhu roku 2021 se tak obnoví růst celkových investic, a to i přes meziročně nižší tvorbu zásob. V roce 2022 tvorba hrubého kapitálu poroste o více než 5 %.

**Vývoz zboží a služeb v letošním roce v návaznosti na výpadek zahraniční poptávky silně poklesne.** Propad vývozu až na úroveň roku 2013 nebude podstatně ovlivněn ani zlepšením cenové konkurenceschopnosti domácích vývozců v důsledku březnového oslabení kurzu koruny. Po opětovném nastartování domácí i zahraniční ekonomiky se začne od poloviny letošního roku dynamika vývozu zotavovat, a to i přes mírně posilující kurz koruny (Graf II.2.15). V příštím roce pak bude růst vývozu pokračovat v návaznosti na zotavující se zahraniční poptávku. Výpadek příjmů z turismu (v rámci vývozu služeb) však bude dlouhodobější. V roce 2022 tempo růstu vývozu dosáhne 6,5 %.

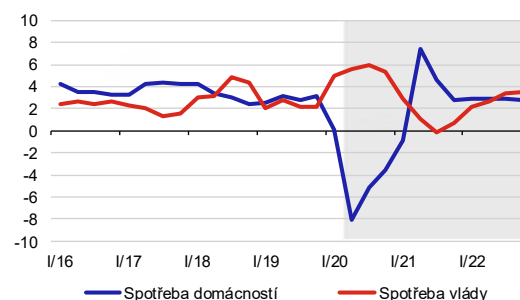
**Dynamika dovozu se letos výrazně sníží z důvodu propadu domácí poptávky a vývozu.** Očekávaný propad vývozu i dovozně náročných soukromých investic povede v letošním roce k výpadku dovozu o téměř 12 % (Graf II.2.15). V poklesu dovozu se částečně promítne i snížení spotřeby domácností. Zahraniční i domácí poptávka v příštím roce obnoví svůj růst, což povede k znovuoživení kladné dynamiky dovozu. V roce 2022 se růst dovozu zmírní.

**Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude letos záporný, v příštím roce naopak kladný.** Prudce se letos propadnou obě

### Graf II.2.13 Reálná spotřeba domácností a vlády

Spotřeba domácností se letos prudce sníží, naopak růst vládní spotřeby dále zrychlí

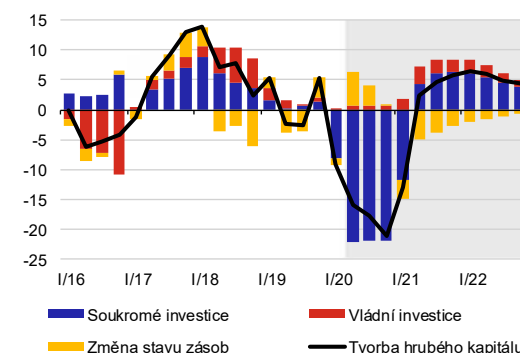
(meziroční změny v %, seznámeně očištěno)



### Graf II.2.14 Rozklad investic

Hluboký propad tvorby hrubého kapitálu odezní v průběhu roku 2021 s obnovením kladného příspěvku soukromých investic

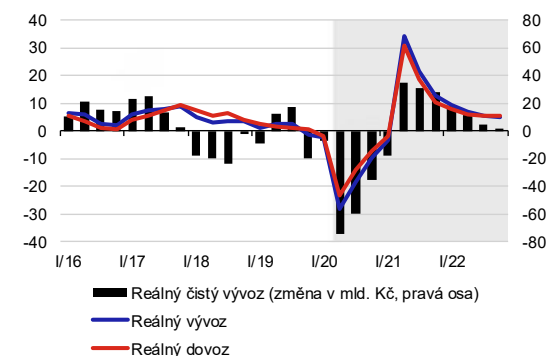
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, seznámeně očištěno)



### Graf II.2.15 Reálný vývoz a dovoz

Aktuálně hluboce záporná tempa růstu vývozu i dovozu se do kladných hodnot posunou až v příštím roce

(meziroční změny v % a mld. Kč, seznámeně očištěno)



<sup>16</sup> Naopak příznivě, avšak pouze v omezeném rozsahu, bude na investiční apetit firem působit možnost zpětného uplatnění daňové ztráty a program COVID-Ubytování.

strany zahraničního obchodu, přičemž pokles dynamiky vývozu bude ve srovnání s dynamikou dovozu hlubší. V roce 2021 vývoz na druhou stranu oživí o něco rychleji než dovoz, což povede ke kladnému příspěvku čistého vývozu. To bude platit i v roce 2022.

## II.2.4 Platební bilance

**Běžný účet platební bilance se letos vrátí k přebytku, který v poměru k HDP dosáhne 0,4 % (Graf II.2.16).** Propad zahraniční poptávky související s pandemií koronaviru silně zasáhne českou exportně orientovanou ekonomiku. Vývoz zboží a služeb se sníží cca o 15 %. Obdobně jako zahraniční poptávka klesne i domácí poptávka, což spolu s uvedeným propadem vývozu povede k prudkému poklesu dovozu zboží a služeb. Obnovení kladného salda běžného účtu bude vedle toho ovlivněno výrazným poklesem cen surovin na světových trzích (zejména ropy a plynu), mírná zima navíc snížila spotřebu a dovoz plynu. Přesto se přebytek bilance zboží výrazně sníží zejména vlivem poklesu kladného salda automobilů a jejich dílů. Přebytek bilance služeb je prognózován na úrovni loňského roku, přičemž zvyšovat ho bude růst přebytku IT služeb, opačným směrem bude působit oblast cestovního ruchu. Nad podstatným snížením kladného salda výkonové bilance však převáží vývoj důchodových bilancí (Tab. II.2.3). K obratu ve vývoji salda běžného účtu přispěje především výrazný pokles deficitu prvotních důchodů. Zejména vlivem poklesu vyplacených dividend se totiž znatelně sníží záporné saldo zisků z přímých investic. Deficit se zmírní i u druhotných důchodů, neboť Evropská komise umožnila urychlené dočerpávání dosud nevyužitých prostředků z fondů EU ve stávajícím programovém období.

**V roce 2021 bude běžný účet v rovnováze, a to i přes výrazné zlepšení výkonové bilance.** Za zvýšením kladného salda výkonové bilance bude stát především očekávané oživení růstu zahraniční poptávky a tím i českého vývozu. Opačným směrem, avšak ve větším rozsahu, bude působit odeznění letošních mimořádných vlivů u důchodových bilancí.

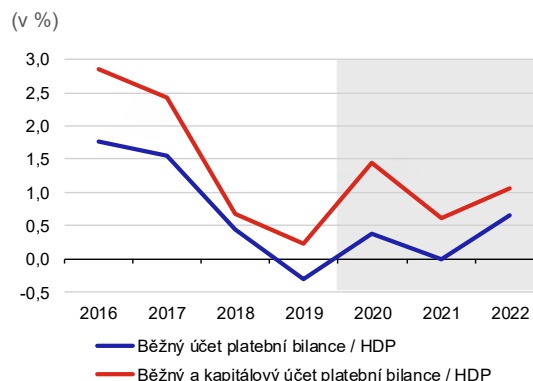
**V roce 2022 prognóza předpokládá, že přebytek běžného účtu dosáhne 0,7 % HDP.** Vývoz a dovoz zboží a služeb i jejich saldo by podle prognózy měly lehce překonat úroveň roku 2019. Záporné saldo bilance prvotních důchodů se dále prohloubí.

**Přebytek kapitálového účtu se letos prudce zvýší a v následujících letech bude klesat.** Tento vývoj bude odrážet výše uvedené urychlené dočerpávání prostředků z evropských fondů. Přebytek v letošním roce bude ovlivněn také snížením čistých plateb za emisní povolenky, a to i přes jejich zvýšené ceny.

**Na finančním účtu se letos očekává mírný čistý odliv kapitálu do zahraničí (bez operací bank v rámci ostatních investic).** Čistý odliv kapitálu v rámci ostatních investic a rezervních aktiv totiž dle prognózy mírně převáží nad čistým přílivem přímých a portfoliových investic. Celkové saldo přímých investic (Graf II.2.17) oproti roku 2019 poklesne jen mírně, sníží se však jejich příliv i odliv, a to jak u toků nového kapitálu, tak u reinvestic. V rámci portfoliových investic (Graf II.2.18) prognóza

## Graf II.2.16 Poměry účtů platební bilance k HDP

Běžný účet se bude na horizontu prognózy pohybovat v rovnováze nebo v mírném přebytku



## Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

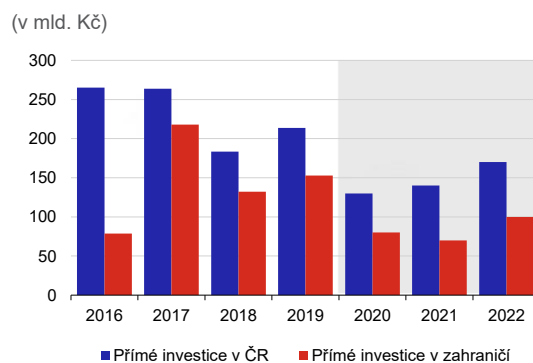
Prognóza předpokládá pro letošní rok přechod běžného účtu z mírného deficitu v roce 2019 do mírného přebytku (v mld. Kč)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.	2022 progn.
<b>A. BĚŽNÝ ÚČET</b>	-17,0	20,0	0,0	40,0
Zboží	236,1	135,0	170,0	230,0
Služby	104,4	105,0	120,0	120,0
Prvotní důchody	-324,4	-205,0	-260,0	-280,0
Druhotné důchody	-33,0	-15,0	-30,0	-30,0
<b>B. KAPITÁLOVÝ ÚČET</b>	30,2	60,0	35,0	25,0
<b>C. FINANČNÍ ÚČET<sup>a)</sup></b>	44,6	25,0	0,0	20,0
Přímé investice	-61,0	-50,0	-70,0	-70,0
Portfoliové investice	-117,6	-90,0	-50,0	-50,0
Finanční deriváty	1,0	-	-	-
Ostatní investice	112,0	70,0	40,0	60,0
Rezervní aktiva	110,2	95,0	80,0	80,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

## Graf II.2.17 Struktura přímých investic

Oproti roku 2019 se čistý příliv přímých investic do ČR sníží jen mírně, obraty klesnou mnohem výrazněji



pracuje s mírným meziročním snížením čistého přílivu. Prudký pokles úrokového diferenciálu, výrazný pokles cen akcií zejména v Evropě a omezené možnosti zhodnocení kapitálu povedou k obratu toků na straně aktiv směrem ven ze země. Obnoví se zájem rezidentů o zahraniční akcie a zastaví se pokles držby zahraničních dluhopisů. Výrazné zvýšení přílivu kapitálu na straně pasiv však tyto vlivy částečně eliminuje. Na rozdíl od minulého roku nebude dominantním faktorem zajišťujícím celkový příliv vysoce kladný úrokový diferenciál, ale rychle rostoucí zadlužování české vlády<sup>17</sup>. Čistý příliv kapitálu na straně pasiv bude částečně zmírňován poklesem zahraničního zadlužení v rámci bankovního sektoru. Čistý odliv kapitálu v rámci ostatních investic bez operací bankovního sektoru bude spojen zejména s obratem toku investic v rámci podnikatelského sektoru (především prudkým nárůstem pohledávek vůči zahraničí v rámci obchodních úvěrů vlivem zhoršené platební morálky zákazníků tuzemských vývozců). Bude však poněkud zmírňován čerpáním zahraničních úvěrů českým vládním sektorem. Přírůstek rezervních aktiv bude mírně nižší než v roce 2019 (přes výrazný růst salda vůči EU), a to vlivem poklesu výnosů z devizových rezerv ČNB.

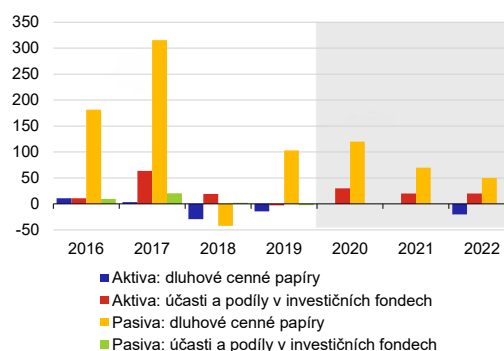
**Pro příští rok prognóza předpokládá vyrovnané saldo finančního účtu a v roce 2022 mírný čistý odliv kapitálu.** U přímých investic se zvýší celkový čistý příliv. Na straně přílivu i odlivu vzroste objem akvizic zejména v odvětvích postižených koronavirovou pandemií. Ke zvýšení čistého přílivu kapitálu v roce 2021 přispějí především prodej zahraničních aktiv ČEZu, které měly být původně realizovány dříve, ale vlivem pandemie budou odloženy až na příští rok. V roce 2022 již bude patrné postupné obnovování soukromých přímých investic. V rámci portfoliových investic v příštím roce naopak čistý příliv kapitálu výrazně oslabí, především v důsledku nižší nabídky tuzemských vládních dluhopisů. V roce 2022 však již toky dluhového kapitálu bude ovlivňovat i měnová politika ČNB, tedy od poloviny příštího roku postupně rostoucí domácí úrokové sazby. To při stále záporných sazbách v eurozóně povede k růstu kladného úrokového diferenciálu. U ostatních investic (bez operací bankovního sektoru) se v roce 2021 výrazně zmírní odliv kapitálu. Hlavní příčinou bude snížení rozsahu obchodních úvěrů poskytovaných českými vývozci zahraničním partnerům vlivem zlepšení hospodářského vývoje a platební morálky v Evropě. Očekávané zastavení zahraničního úvěrového financování vlády v roce 2022 povede k opětovnému mírnému nárůstu čistého odlivu kapitálu do zahraničí. Ve vývoji rezervních aktiv se nadále bude promítat klesající kladné saldo operací vůči EU a opětovný růst výnosů ČNB z devizových rezerv.

**Česká ekonomika nebude ani přes hluboký propad vývozu potřebovat zahraniční financování.** Hlavním důvodem je vysoký čistý objem plateb z EU.<sup>18</sup> Rostoucí zahraniční zadlužování

### Graf II.2.18 Struktura portfoliových investic

Čistý příliv portfoliových investic v roce 2020 bude tažen zahraničními investicemi do rychle rostoucího dluhu tuzemského vládního sektoru

(v mld. Kč)



<sup>17</sup> Podle prognózy bude přibližně polovina nového zadlužení vlády v letošním roce financována ze zahraničí, částečně i s využitím úvěrů.

<sup>18</sup> Zatímco čistý objem prostředků z EU v tříletém prognózovaném horizontu činí 200 mld. Kč, přebytek běžného a kapitálového účtu ve stejném období dosahuje 180 mld. Kč. Prognóza přitom nezahrnuje prostředky z nově vytvořeného Fondu na podporu oživení Evropy (EU

vlády bude dle prognózy zcela eliminováno zvyšováním věřitelské pozice ČNB a ostatních sektorů. Příznivé makroekonomické charakteristiky ČR a její vnější rovnováha by po uklidnění situace na finančních trzích měly činit korunová aktiva atraktivní investicí v rámci Evropy. Prognóza očekává, že se do ČR vrátí část kapitálu, který v březnu otekl do zahraničí. Na trhu by tak měla mírně převažovat nabídka deviz nad poptávkou, v delším časovém horizontu podporovaná narůstajícím úrokovým diferencíálem koruny vůči euru. To by mělo vést k postupnému snižování zadluženosti bankovního sektoru a mírným tlakům na posilování koruny.

## II.2.5 Fiskální vývoj

**Vládní sektor se v letošním roce vlivem pandemie a fiskálních stabilizačních opatření propadne do výrazného deficitu.** V letošním roce prognóza očekává schodek ve výši 5,8 % HDP. Ten bude důsledkem značného výpadku daňových příjmů odrážejícího dočasné pozastavení ekonomické aktivity v některých odvětvích a přijatých fiskálních opatření na podporu ekonomiky. Po odeznění většiny aktuálně uplatněných podpůrných programů se deficit v příštím roce sníží na 4,3 % HDP a v roce 2022 dále poklesne na 3,9 % HDP (Tab. II.2.4).

**Objem fiskálních stabilizačních opatření dosáhne v letošním roce 3,1 % HDP, v příštím roce 0,2 % HDP.** Největší fiskální dopad mají program na udržení zaměstnanosti (Antivirus), podpora osob samostatně výdělečně činných<sup>19</sup>, výplata zvýšeného ošetřovného po dobu uzavření škol, zpětné uplatnění daňové ztráty, zrušení daně z nabytí nemovitosti, úhrada poloviny nájmu státem a podpora ubytovacích zařízení. Ve spotřebě vlády se projeví nárůst výdajů ve zdravotnictví a na bezpečnostní sbory jdoucí na materiálové zabezpečení i mimořádné odměny zaměstnancům. Nad rámec zmíněných podpůrných opatření se v letošním roce projevuje již dříve schválené nadstandardní zvyšování penzí<sup>20</sup>, navýšení rodičovského příspěvku<sup>21</sup> a zvyšování platů učitelů v regionálním školství. Příjmy vládního sektoru jsou od letošního roku ovlivněny zvýšením sazby spotřební daně na cigarety a líh, omezením osvobození výher z hazardních her od daně z příjmu, zvýšením sazeb daně z loterií a hazardu<sup>22</sup>, změnou metody tvorby a daňové uznatelnosti technických rezerv pojišťoven a přefazováním vybraného zboží a některých služeb do snížené

**Tab. II.2.4 Fiskální prognóza**

Na horizontu prognózy bude hospodaření sektoru vládních institucí hluboce deficitní

(v % nominálního HDP, pokud není uvedeno jinak)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.	2022 progn.
Příjmy vládního sektoru	41,4	41,6	42,5	42,6
Výdaje vládního sektoru	41,2	47,4	46,8	46,5
z toho: úrokové platby	0,7	0,7	0,7	0,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU (mld. Kč)	15,4	-320,7	-249,0	-239,5
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,3	-5,8	-4,3	-3,9
z toho:				
primární saldo <sup>a)</sup>	1,0	-5,1	-3,6	-3,3
mimořádné jednorázové operace <sup>b)</sup>	0,2	0,2	0,2	0,1
UPRAVENÉ SALDO <sup>c)</sup>	0,0	-6,0	-4,5	-4,0
Cyklická složka (dezagreg. metoda) <sup>d)</sup>	1,6	-1,1	-1,1	-0,6
Strukturální saldo (dezagreg. metoda) <sup>d)</sup>	-1,6	-4,9	-3,4	-3,4
Fiskální pozice v p. b. (dezagreg. metoda) <sup>e)</sup>	-0,9	-3,3	1,5	0,0
Cyklická složka (agreg. metoda) <sup>d)</sup>	0,3	-1,4	-0,6	0,1
Strukturální saldo (agreg. metoda) <sup>d)</sup>	-0,3	-4,6	-3,9	-4,1
Fiskální pozice v p. b. (agreg. metoda) <sup>e)</sup>	-0,8	-4,3	0,7	-0,2
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU (mld. Kč)	1738,7	2072,6	2327,0	2567,9
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	30,2	37,5	40,1	42,1

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z primárního prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, realizované záruky a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) Odhad ČNB; dezagregovaná metoda je postavena na vývoji jednotlivých daňovýchází v rámci ekonomického cyklu, agregovaná metoda definuje pozici cyklu pouze na základě mezery výstupu.

e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

Recovery Fund), jehož čerpání ze strany českých úřadů proběhne z větší části pravděpodobně až za horizontem roku 2022.

19 Jedná se o půlroční odpuštění sociálních a zdravotních odvodů u OSVČ do výše jejich minimální úrovně a vyplacení mimořádných kompenzačních bonusů (program „pětadvacítky“).

20 Od ledna 2020 došlo ke zvýšení důchodů, u průměrného starobního důchodu celkové zvýšení činí 900 Kč (zvýšení výdajů na penze přibližně o 0,1 % HDP).

21 Celková částka rodičovského příspěvku byla s účinností od 1. 1. 2020 navýšena z 220 000 Kč na 300 000 Kč, což znamená navýšení výdajů na sociální dávky zhruba o 0,1 % HDP.

22 Tyto daňové změny jsou součástí tzv. sazbového balíčku. Z hlediska rozpočtového dopadu je nejvýznamnější změnou zvýšení spotřební daně na cigarety (0,13 % HDP).



sazby DPH. Od ledna 2021 se pak očekává další zvýšení spotřební daně na cigarety a spuštění třetí a čtvrté vlny EET<sup>23</sup>.

**Stabilizační fiskální politika je letos realizována především prostřednictvím výrazné podpory spotřeby domácností (Tab. II.2.5).** V letošním roce je kladný fiskální impulz do velké míry důsledkem mimořádných opatření na podporu ekonomiky v souvislosti s bojem proti nákaze koronavirem. V roce 2021 prognóza očekává naopak znatelně záporný fiskální impulz, a to s ohledem na dočasnou platnost většiny podpůrných programů<sup>24</sup>. V roce 2022 bude fiskální impulz mírně záporný, což souvisí zejména s koncem pozitivního dopadu zpětného uplatňování daňové ztráty.

**Vládní sektor bude hluboce deficitní i ve strukturálním vyjádření a výrazně vzroste vládní dluh.** Strukturální schodek vládního sektoru v letošním roce znatelně přesáhne střednědobý rozpočtový cíl, kterým je od roku 2020 strukturální schodek ve výši 0,75 % HDP. S ohledem na probíhající pandemii koronaviru bude však tento rozdíl posuzován jako opodstatněný. Pro příští rok pak novelizovaný zákon o rozpočtové odpovědnosti připouští strukturální deficit až ve výši 4 % HDP, který by podle prognózy ČNB neměl být překročen. Následně by měla být zahájena konsolidace veřejných financí v souladu s ustanovením nařízení Rady Evropského společenství.<sup>25</sup> Vládní dluh vzroste do konce roku 2022 na 42,1 % HDP, a to zejména vlivem výrazných primárních schodků a v letošním roce také kvůli propadu úrovně nominálního HDP.

**Tab. II.2.5 Fiskální impulz**

Fiskální impulz bude v letošním roce výrazně kladný a v příštím roce – v důsledku odeznění většiny letošních stabilizačních opatření – pak v podobné míře záporný (příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.	2022 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	0,4	1,7	-1,2	-0,3
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,4	1,6	-1,2	-0,2
soukromé investice	0,0	0,2	-0,1	-0,1
vládní investice domácí	0,1	-0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,0	0,0	0,1	0,1

23 Třetí a čtvrtá vlna EET by měly přispět k navýšení daňových příjmů v rozsahu přibližně 0,1 % HDP.

24 V příštím roce se ve stimulačním směru projeví pouze postupně nabíhající vliv opatření trvalého charakteru zavedených v průběhu letošního roku. Jedná se o zpětné uplatnění daňové ztráty, zrušení daně z nabytí nemovitosti a snížení DPH na vybrané služby. Tato opatření budou záporný příspěvek fiskální politiky k ekonomickému růstu tlumit.

25 Podle nařízení Rady Evropského společenství č. 1466 z roku 1997 budou veřejné finance konsolidovány alespoň o půl procentního bodu HDP ročně, než bude opětovně naplněn střednědobý rozpočtový cíl.

## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Změny oproti minulé prognóze plynou především z přehodnocení fundamentálních inflačních tlaků směrem nahoru. Ty souvisejí s výraznějším propadem efektivní práce při uzavírkách domácí ekonomiky v první polovině letošního roku, rychlejším oživením růstu cen zahraničních výrobců a vyššími cenami ropy. Ve stejném směru působí též přehodnocení poptávkových tlaků mírně směrem vzhůru ve druhé polovině letošního roku. Tyto faktory jsou jen částečně vyvažovány silnějším kurzem koruny vůči euru a pomalejším růstem mezd. Prognóza inflace se tak zvyšuje až do poloviny příštího roku. Pozvolnější obnovování růstu soukromých investic se odráží v mírném snížení výhledu domácí ekonomické aktivity. Letos bude tento vliv tlumen vyšší vládní spotřebou a výrazněji kladným fiskálním impulzem. Trajektorie tržních úrokových sazeb se posouvá mírně níže oproti minulé prognóze zejména v důsledku silnějšího kurzu.

V rámci vnějších předpokladů prognózy se posunul výhled cen výrobců v efektivní eurozóně směrem nahoru (Graf II.3.1). Za touto změnou stojí jak očekávaná o něco vyšší cena ropy a potažmo celá energetická složka cen průmyslových výrobců, tak zejména jejich jádrová složka. Pozorovaná data a aktualizované výhledy totiž signalizují menší pokles cen průmyslových výrobců, než předpokládala minulé prognóza. K tomu se od konce letošního roku přidává o něco rychlejší zotavení ekonomické aktivity v efektivní eurozóně. Kurz eura vůči dolaru bude posilovat nepatrně rychleji, což plyne z pozitivně přijímaných fiskálních opatření v eurozóně a umírněnějšího průběhu koronavirové pandemie oproti Spojeným státům. Výhled sazeb 3M EURIBOR se téměř nemění, stínové úrokové sazby se v důsledku rozšíření programů nákupu aktiv ze strany ECB<sup>26</sup> snižují hlouběji do záporných hodnot.

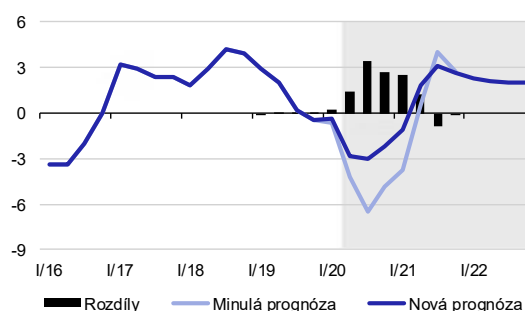
Prognóza domácí ekonomické aktivity se přehodnocuje mírně směrem dolů (Graf II.3.2). Pokles HDP ve druhém čtvrtletí 2020 byl zřejmě oproti minulé prognóze o něco hlubší zejména vlivem výraznějšího propadu investic. To spolu s předpokládanou horší podnikatelskou důvěrou v nejbližších čtvrtletích vede k přehodnocení výhledu soukromých investic oproti minulé prognóze směrem dolů. Naopak růst spotřeby domácností bude oživovat o něco rychleji. K tomu přispěje i výraznější kladný fiskální impuls v letošním roce. Ten ale po ukončení účinnosti vládních stabilizačních opatření odezní. V příštím roce tak bude růst HDP ze strany fiskální politiky tlumen výrazněji, než předpokládala minulé prognóza. Spotřeba vlády letos také přispěje k růstu HDP ve větší míře, než předpokládala minulé prognóza, a to vlivem vyšších než dosud očekávaných vládních výdajů v souvislosti s pandemií koronaviru. V roce 2021 tomu bude naopak. Propad vývozu a dovozu byl v prvním pololetí 2020 o něco mírnější ve srovnání s minulou prognózou. Zatímco vývoz se v důsledku výraznějšího oživení zahraniční poptávky bude zotavovat rychleji, dovoz bude tlumen podstatně pozvolnějším obnovováním dovozní náročných soukromých investic.

Mzdová dynamika se snižuje vlivem nižšího fundamentálního mzdového růstu (Graf II.3.3). Růst průměrné mzdy očištěný o statistické vlivy výpadku mzdových příjmů zaměstnanců

**Graf II.3.1 Změna prognózy PPI efektivní eurozóny**

Vyšší výhled výrobních cen odráží mírnější deflační tlaky v eurozóně a vyšší cenu ropy Brent

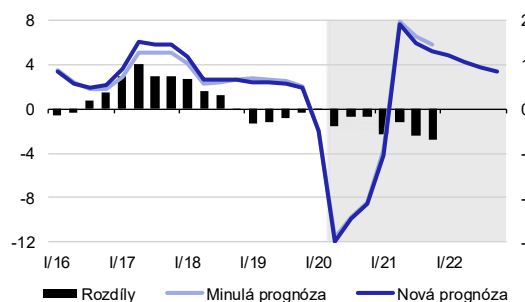
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech, sezonně očištěno)



**Graf II.3.2 Změna prognózy HDP**

Výhled domácí ekonomické aktivity se mírně snižuje zejména v důsledku pomalejšího obnovení růstu soukromých investic

(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



<sup>26</sup> Pandemic Emergency Purchase Programme byl navýšen o 600 mld. EUR na 1 350 mld. EUR.

pobírajících ošetřovné nebo částečnou náhradu mzdy se ve druhém čtvrtletí 2020 zastavil, zatímco minulá prognóza předpokládala pokračování mírného růstu. Tento vývoj se pak odráží i v predikci, která očekává pozvolnější obnovování fundamentálního mzdového růstu v tržních odvětvích a tedy mírně slabší domácí nákladové tlaky ve srovnání s minulou prognózou. Náhrady mezd a ošetřovné byly ve druhém čtvrtletí čerpány v menším rozsahu ve srovnání s minulou prognózou, což vedlo k mírnějšímu propadu mzdové dynamiky. Ve třetím čtvrtletí se ve mzdovém vývoji navíc projeví vyplacení mimořádných odměn ve zdravotnictví a sociálních službách<sup>27</sup>, které bude dynamiku oproti minulé prognóze dočasně zvyšovat.

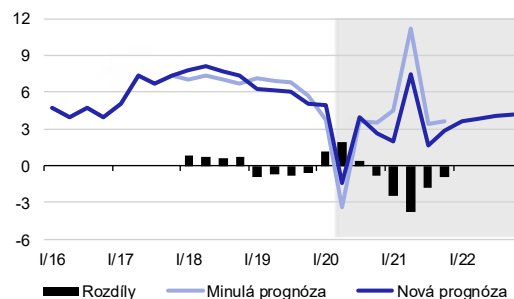
**Výhled inflace je vyšší vlivem pozvolnějšího odeznívání předchozí vysoké poptávky a silnějších nákladových tlaků (Graf II.3.4).** Celková inflace ve druhém čtvrtletí 2020 zpomalila oproti minulé prognóze méně výrazně, a to vlivem vyšší než očekávané jádrové inflace. Pozorovaná data o vývoji spotřebitelských cen a silnější nákladové tlaky vedou k vyšší prognóze inflace (především její jádrové složky). Ve stejném směru působí pomalejší odeznívání předchozí silné poptávky v podmínkách koronavirové pandemie.<sup>28</sup> Firmy tak využívají příležitosti kompenzovat si v cenách minulé výpadky tržeb, než se naplno projeví negativní dopady krize na trhu práce. Vliv budou mít také vyšší dovozní ceny v návaznosti na vývoj jádrových cen zahraničních výrobců, a to i přes silnější kurz koruny. Prognóza cen potravin se zvyšuje především v příštím roce, a to v důsledku vyšších produkčních a dopravních nákladů (a potažmo dovozních cen) spojených do značné míry s koronavirovou pandemií. Rovněž zvýšení výhledu cen pohonných hmot odrážející očekávané vyšší světové ceny ropy působí směrem k přehodnocení prognózy inflace směrem vzhůru. Měnověpolitická inflace se posouvá ve srovnání s minulou prognózou směrem vzhůru ještě o něco výrazněji než celková inflace, a to z důvodu kladných sekundárních dopadů nově zapracovaného snížení sazby DPH na vybrané služby od července letošního roku. To se přitom do cen dotčených položek spotřebního koše nepromítne, prognóza celkové inflace tak z tohoto titulu zůstává nezměněna.

**Prognóza kurzu se přehodnocuje směrem k silnější koruně na celém horizontu prognózy (Graf II.3.5).** Minulá prognóza očekávala, že vlivem zhoršeného zahraničního i domácího ekonomického výhledu zůstane kurz koruny na oslabených hodnotách na celém horizontu prognózy. O něco rychlejší než původně předpokládané uvolňování karanténních opatření v domácí ekonomice i v Evropě však přispělo k obratu ve vývoji sentimentu na finančních trzích a kurz koncem května posílil k hladině 26,7 CZK/EUR. V návaznosti na relativně umírněný vývoj pandemie v Evropě i v ČR nová prognóza předpokládá jeho pozvolné posilování. K tomu přispěje i o něco rychlejší zotavování zahraniční poptávky.

### Graf II.3.3 Změna prognózy nominálních mezd v tržních odvětvích

Nižší predikce růstu mezd odráží mírnější fundamentální mzdové tlaky a přehodnocení statistických efektů

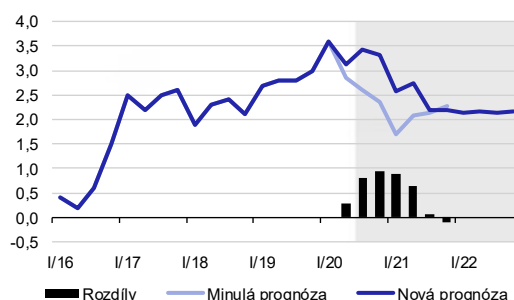
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech, sezonně očištěno)



### Graf II.3.4 Změna prognózy celkové inflace

Prognóza celkové inflace se v horizontu jednoho roku posouvá výše

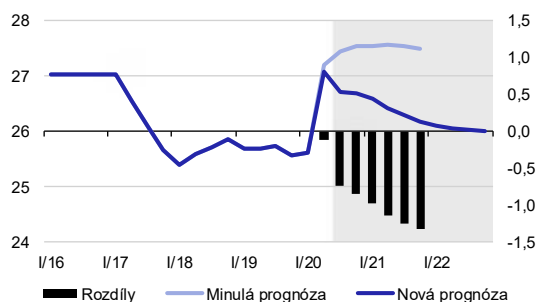
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech)



### Graf II.3.5 Změna prognózy kurzu

Za pevnějším kurzem koruny vůči euru stojí především změna sentimentu na finančních trzích

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



<sup>27</sup> Vliv mimořádných odměn je považován za nefundamentální a je proto zahrnut mezi statistické efekty. Vývoj fundamentální mzdové dynamiky tedy nebude výší odměn ovlivněn.

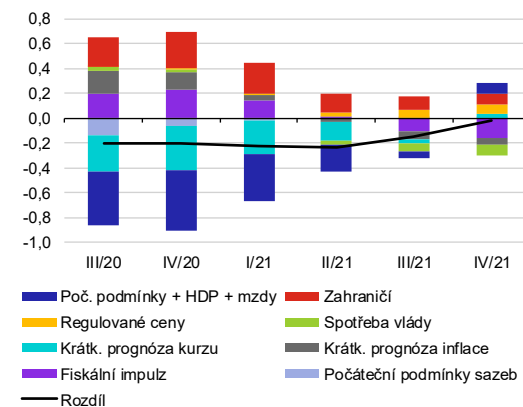
<sup>28</sup> Oproti minulé prognóze se zmírňují protiinflační dopady cen zahraničních dovozních.

**Nová prognóza přináší mírně nižší trajektorii domácích úrokových sazeb oproti minulé prognóze (Graf II.3.6).** Ve směru nižších úrokových sazeb dominantně působí souhrnný příspěvek počátečních podmínek a expertního výhledu HDP a mezd na celém horizontu prognózy. V záporném příspěvku počátečních podmínek je zapracována i změna náhledu na vývoj kurzu koruny<sup>29</sup> směrem k jeho silnějším hodnotám. Směrem k nižším sazbám přispívá i samotné nastavení krátkodobého výhledu kurzu pro třetí čtvrtletí 2020 na znatelně silnější hodnotě oproti minulé prognóze. Ve stejném směru v letošním roce působí i efekt prudkého snížení úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí 2020, který je za účelem hladkého přechodu od minulosti k prognóze zachycen jako krátkodobý měnověpolitický šok v úrokovém pravidle.<sup>30</sup> Naopak ve směru vyšších sazeb působí změny ve vnějším výhledu, a to především v návaznosti na méně výrazný pokles cen zahraničních výrobců a vyšší krátkodobý výhled domácí inflace. Ve stejném směru pak má v nejbližších čtvrtletích vliv výraznější kladný fiskální impulz.<sup>31</sup>

### Graf II.3.6 Rozklad změn prognózy úrokových sazeb

Výhled úrokových sazeb se posouvá na mírně nižší hladinu, přičemž vliv jednotlivých faktorů se do značné míry kompenzuje

(3M PRIBOR, v procentních bodech)



<sup>29</sup> V návaznosti na prudký propad zahraniční poptávky a zahraničního obchodu ve druhém čtvrtletí letošního roku byla v modelu expertně snížena otevřenost domácí ekonomiky. Její následný postupný návrat k původním hodnotám bude působit ve směru posilování kurzu na prognóze.

<sup>30</sup> Výrazný (a hlubší než minulou prognózou předpovídaný) pokles tržních úrokových sazeb během května se v jejich průměrné hodnotě za druhé čtvrtletí „stihl projevit“ jen částečně. Hodnota sazeb 3M PRIBOR v první polovině července tak ležela o cca 0,3 procentního bodu pod uvedeným průměrem za druhé čtvrtletí.

<sup>31</sup> Jeho odeznívání působí naopak směrem k mírně nižším úrokovým sazbám od poloviny příštího roku.

## II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná, avšak celkově nevychýlená ani jedním směrem. Rizikem zůstává vývoj pandemie a případné opětovné zavádění karanténních opatření v EU i v ČR, ať už v reakci na lokální ohniska nákazy, nebo plošnou druhou vlnu pandemie.<sup>32</sup> K nejistotám prognózy však patří i rychlost zotavování evropské a tuzemské ekonomiky po uvolnění karanténních opatření z první vlny pandemie. Protiinflačním rizikem může být aktuální vývoj měnového kurzu, což popisuje scénář silnějšího kurzu koruny. Naopak podpora domácí ekonomiky ze strany fiskální politiky může být v příštích letech výraznější, než předpokládá prognóza. Specifickou domácí nejistotou je skladba nabídkových a poptávkových faktorů, které stály za překvapivě rychlým růstem spotřebitelských cen v posledních měsících. Scénář nižší globální produktivity popisuje riziko možného poklesu intenzity mezinárodního obchodu, který by vedl ke snížení efektivity využívání výrobních faktorů a k poklesu budoucího tempa růstu produktivity ve světové ekonomice.

### II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

**Riziko pro prognózu představuje posílení koruny v závěru července, jehož dopady zachycuje scénář silnějšího kurzu.**

Scénář předpokládá, že měnový kurz ve třetím čtvrtletí 2020 dočasně posílí na úroveň 26 CZK/EUR a následně se bude postupně vracet do blízkosti trajektorie ze základního scénáře. Scénář tak očekává krátkodobou odchylku kurzu od trajektorie základního scénáře danou aktuálním tržním sentimentem. Ten je pozitivně ovlivněn přijímanými stabilizačními opatřeními na úrovni EU, což se projevuje i v aktuálním posilování eura vůči dolaru.

**Se scénářem silnějšího kurzu je konzistentní mírně nižší trajektorie úrokových sazeb oproti základnímu scénáři.** Měnová politika reaguje na skutečnost, že pevnější kurz umocňuje pokles dovozních cen předpokládaný v prognóze, a vede tak k slabším inflačním tlakům. Inflace je proto v ročním horizontu oproti základnímu scénáři o přibližně 0,3 procentního bodu nižší a k cíli tak klesá dříve. Stabilizační působení měnové politiky tedy v tomto scénáři brání poklesu inflace pod 2% cíl, resp. přispívá k udržení inflace v jeho blízkosti. Dalším efektem silnějšího měnového kurzu je horší cenová konkurenceschopnost domácích vývozců, která bude působit ve směru nižšího čistého vývozu a tím i HDP. Pevnější kurz však zároveň umožní levnější dovoz, což spolu s nižšími úrokovými sazbami a inflací podpoří spotřebu domácností a soukromé investice. Výsledný vývoj HDP je tak v souhrnu obdobný jako v základním scénáři prognózy. Výsledky simulace, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1.

**Scénář nižší globální produktivity popisuje dopady výraznějších bariér v mezinárodním obchodě a dělbě práce.** Ty se v určité míře projevovaly již před vypuknutím pandemie a následkem současné krize mohou dále zesílit.<sup>33</sup> Základní scénář prognózy je do určité míry obsahuje. Scénář nižší globální produktivity

**Tab. II.4.1 Scénář silnějšího kurzu**

Silnější kurz vede k mírně nižším úrokovým sazbám a lehce nižší inflaci

(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	HDP (mzr. v p. b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
III/20	-0,1	0,0	-0,1	-0,7
IV/20	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3
I/21	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
II/21	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
III/21	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
IV/21	-0,2	0,0	0,1	-0,1
I/22	0,0	0,1	0,0	-0,1
II/22	0,0	0,1	0,1	-0,1
III/22	0,0	0,0	0,0	-0,1
IV/22	0,0	0,0	0,0	-0,1

<sup>32</sup> Dopady případného opětovného zavedení plošných restriktivních karanténních opatření v reakci na druhou vlnu pandemie byly zpracovány v rámci Zol II/2020 jako scénář druhé vlny pandemie.

<sup>33</sup> Jedná se o celní a obchodní překážky, náklady na elektromobilitu a zelenou energii, menší dostupnost zahraničních pracovníků, přesun výroby ze vzdálenějších zemí blíže k evropským centrálám apod.



pak popisuje situaci, kdy změny v globálním ekonomickém prostředí povedou k viditelnému snižování efektivity využití výrobních faktorů ve světové ekonomice. Negativní nabídkové šoky tedy budou působit silněji, než předpokládá prognóza. Podle scénáře bude nižší intenzita mezinárodního obchodu, resp. mezinárodní dělby práce mimo jiné výsledkem strategického zkracování dodavatelských řetězců. Jejich donedávna hladké fungování totiž s příchodem pandemie narušil výskyt nových, dříve neexistujících frikcí. Také bude docházet k přirozenému či administrativně vynucenému upřednostňování domácí produkce v jednotlivých zemích na úkor dovozu. Výsledkem bude nižší tempo růstu světové ekonomiky v kombinaci s rychlejší globální cenovou dynamikou. Vlivem nahrazování levnějších dovozů dražšími substituty se tento vývoj totiž promítne v rychlejším růstu cen produkčních vstupů i spotřebitelského zboží ve světě. Snížení produktivity v jednotlivých ekonomikách povede k pomalejšímu růstu potenciálního produktu a technologického pokroku.

#### **Scénář předpokládá postupné snižování souhrnné produktivity globálních výrobních faktorů v horizontu následujících pěti let.**

Globální ekonomické dopady jsou simulovány modelem NiGEM<sup>34</sup>, a to prostřednictvím šoků do souhrnné produktivity výrobních faktorů v rámci produkční funkce jednotlivých ekonomik.<sup>35</sup> Scénář dále předpokládá, že hlavní světové centrální banky budou před striktním cílováním inflace v tomto období preferovat uvolněné měnové podmínky s cílem podpořit ekonomické oživení, úrokové sazby tak zůstávají na úrovni základního scénáře.

#### **V efektivní eurozóně vede scénář ke zpomalení tempa ekonomického růstu a rychlejšímu růstu cen (Tab. II.4.2).**

Vzhledem k dlouhodobému charakteru šoku dochází k postupnému zesilování protisměrných tendencí cenového a reálného vývoje v čase. ECB i další hlavní centrální banky ve světě ponechávají navzdory vyšším cenovým tlakům úrokové sazby beze změny. Kurz eura vůči americkému dolaru je na celém horizontu prognózy mírně silnější ve srovnání se základním scénářem.<sup>36</sup>

#### **Nižší produktivita ve světové ekonomice se projeví zejména utlumenější domácí aktivitou při slabším kurzu koruny.**

Ve scénáři nejsou uvažovány přímé dopady globálního poklesu efektivity v domácí ekonomice. Snižování produktivity globálních výrobních kapacit se tak do domácí ekonomiky promítá výhradně prostřednictvím výhledu vnějšího prostředí. Hlavní roli přitom hrají dva kanály – vyšší zahraniční inflace a slabší zahraniční poptávka. Vyšší růst jadrových cen zahraničních výrobců představuje pro domácí vývozce zlepšení cenové konkurenceschopnosti, což působí směrem k pevnějšímu kurzu koruny ve srovnání se základním scénářem. Zhoršený výhled

**Tab. II.4.2 Scénář nižší globální produktivity – zahraniční veličiny**

Ve scénáři je nižší výhled HDP v eurozóně doprovázen vyšší inflací oproti základnímu scénáři

(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	<b>Efektivní HDP (mzr. v p. b.)</b>	<b>Efektivní PPI (mzr. v p. b.)</b>	<b>Stínová sazba 3M EURIBOR (v p. b.)</b>	<b>Křížový kurz USD/EUR (v %)</b>
III/20	-0,1	0,3	0,0	0,1
IV/20	-0,2	0,3	0,0	0,2
I/21	-0,4	0,3	0,0	0,3
II/21	-0,7	0,6	0,0	0,4
III/21	-0,9	0,6	0,0	0,5
IV/21	-1,0	1,0	0,0	0,5
I/22	-1,1	1,2	0,0	0,6
II/22	-1,2	1,2	0,0	0,6
III/22	-1,3	1,3	0,0	0,7
IV/22	-1,3	1,4	0,0	0,7

<sup>34</sup> Jedná se o globální ekonometrický model, který detailně zachycuje provázanost všech oblastí světové ekonomiky.

<sup>35</sup> Scénář předpokládá zachování volného obchodu v rámci společného trhu Evropské unie.

<sup>36</sup> Ekonomika USA je oproti eurozóně více orientovaná na výrobu pro domácí spotřebu. Proto je v případě eurozóny při výraznějším poklesu investic a spotřeby generováno zlepšení čistého vývozu, a to i přes vyšší závislost eurozóny na exportu.

zahraniční poptávky naopak tlačí na slabší kurz. Druhý faktor převažuje, což ve výsledku vede ke slabšímu měnovému kurzu oproti základnímu scénáři. To spolu s vyšší zahraniční inflací vede k vyšším dovozním cenám a souvisejícímu tlaku na rychlejší růst spotřebitelských cen. Slabší kurz a vyšší zahraniční ceny výrobců, resp. zhoršující se zahraniční poptávka současně výrazně dusí domácí hospodářský výkon, a to zejména prostřednictvím pomalejší dynamiky investic, resp. zhoršování čistého vývozu. Domácí inflační tlaky jsou tak utlumenější ve srovnání se základním scénářem prognózy. K udržení inflace na cíli proto – i přes podstatně vyšší dovoženou inflaci – postačují v delším horizontu jen mírně vyšší tržní úrokové sazby oproti základnímu scénáři. Výsledky simulace, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.3.

**Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná, avšak celkově nevychýlená ani jedním směrem.** Rizikem zůstává vývoj pandemie a případné opětovné zavádění karanténních opatření. K nejistotám prognózy však patří i rychlost zotavování evropské a tuzemské ekonomiky po uvolnění karanténních opatření z první vlny pandemie. Protiinflačním rizikem může být aktuální vývoj měnového kurzu. Naopak podpora domácí ekonomiky ze strany fiskální politiky může být v příštích letech výraznější, než předpokládá prognóza. Specifickou domácí nejistotou je skladba nabídkových a poptávkových faktorů, které stály za překvapivě rychlým růstem spotřebitelských cen v posledních měsících.

## II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

**Inflační očekávání v ekonomice jsou nadále ukotvena 2% cílem ČNB.** Inflace prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu leží inflační očekávání přesně na cíli (Tab. II.4.4). Stále nízká míra nezaměstnanosti podle analytiků zatím nebrání spotřebitelům v utrácení a solidní spotřeba domácností značně napomáhá k udržení zvýšené jádrové inflace. Slabá poptávka ve výrobním sektoru by se však měla postupně promítnout do nárůstu nezaměstnanosti, následně do pomalejšího růstu mezd a v konečné fázi do zvolnění růstu spotřebitelských cen.

**Indikátory domácnostmi vnímané i očekávané inflace se lehce zvýšily.** Hodnota indikátoru vnímané inflace naznačuje, že roste převaha domácností, které během předchozích 12 měsíců pociťovaly znatelný nárůst cen (Graf II.4.1). Také indikátor očekávané inflace ve druhém čtvrtletí vzrostl. Jeho úroveň signalizuje, že převažují respondenti, kteří očekávají v příštích 12 měsících stejný nebo rychlejší cenový růst než v posledních 12 měsících.

**Analytici odhadují, že česká ekonomika letos klesne o 7 až 8 %** (Tab. II.4.4). Do letošního propadu ekonomiky se nepromítají jen vládní karanténní opatření během jarních měsíců, významným faktorem je i zvýšená nejistota, která dusí investiční aktivitu firem i spotřebu domácností (v důsledku obav ze ztráty zaměstnání). Předpokládané oživení v příštím roce bude záviset nejen na průběhu pandemie v ČR i v zahraničí a případných dalších vlnách nákazy, ale i na efektivitě měnových a fiskálních

**Tab. II.4.3 Scénář nižší globální produktivity – domácí veličiny**

Nižší produktivita ve světě se promítá zejména v nižším výhledu domácí ekonomické aktivity, kurz koruny je ve scénáři mírně slabší, úrokové sazby jsou viditelně vyšší až na delším konci horizontu

(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	HDP (mzr. v p. b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
III/20	0,0	0,0	-0,4	0,0
IV/20	0,0	0,0	-0,8	0,1
I/21	0,1	0,1	-1,2	0,1
II/21	0,1	0,1	-1,8	0,1
III/21	0,1	0,1	-1,8	0,2
IV/21	0,1	0,1	-1,9	0,3
I/22	0,0	0,1	-2,2	0,4
II/22	0,0	0,2	-2,4	0,6
III/22	0,0	0,3	-2,7	0,7
IV/22	0,1	0,5	-2,9	0,8

**Tab. II.4.4 Očekávané ukazatele dle IOFT, CF a podniků**

Inflační očekávání analytiků jsou v ročním horizontu mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu se nacházejí na cíli; ekonomika se podle analytiků letos skokově propadne, kurz posílí

(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/20	4/20	5/20	6/20	7/20
<b>IOFT:</b>					
Index spotřebitelských cen	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Index spotř. cen v horizontu 3R	1,9	2,0	1,9	1,9	2,0
Reálný HDP v roce 2020	0,7	-7,2	-7,9	-7,9	-8,0
Reálný HDP v roce 2021	2,2	5,8	5,5	5,6	5,6
Nominální mzdy v roce 2020	5,2	3,8	3,5	3,2	3,1
Nominální mzdy v roce 2021	4,1	3,2	2,8	2,8	2,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,5	26,0	26,2	26,0	25,9
2T repo (v %)	1,4	0,4	0,2	0,1	0,2
1R PRIBOR (v %)	1,7	0,8	0,4	0,4	0,5
<b>Podniky:</b>					
Index spotřebitelských cen	2,2			2,4	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,7			2,6	
<b>CF:</b>					
Reálný HDP v roce 2020	1,2	-6,1	-7,0	-7,2	-7,4
Reálný HDP v roce 2021	2,5	5,3	5,6	5,1	5,2
Nominální mzdy v roce 2020	5,6	4,1	3,4	3,1	3,1
Nominální mzdy v roce 2021	4,5	3,5	3,4	2,9	3,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,2	25,7	26,0	26,3	26,1
3M PRIBOR (v %)	1,9	0,7	0,4	0,3	0,4

stabilizačních opatření a na míře zachování pracovních míst. Propad ekonomické aktivity se projeví i na trhu práce a povede ke zpomalení mzdové dynamiky. Podle analytiků mzdy letos porostou především ve veřejném sektoru, v soukromé sféře jen v odvětvích s nedostatkem pracovní síly.

**V ročním horizontu analytici v průměru prognózují mírné posílení kurzu koruny a přibližnou stabilitu úrokových sazeb.** Zlepšení sentimentu ve světové ekonomice by podle nich mohlo přilákat část odplynuvšího kapitálu zpět do ČR a přispět k mírnému posilování kurzu koruny. Nejistota je však vysoká, což se odráží v širokém rozpětí mezi minimální a maximální hodnotou kurzu očekávanou v ročním horizontu.<sup>37</sup> Téměř všichni analytici oslovení v červencovém šetření IOFT očekávali, že bankovní rada ČNB na srpnovém zasedání ponechá základní úrokové sazby beze změny. Pouze jeden předpokládal snížení 2T repo sazby na hodnotu 0,05 %. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činil 0,2 %.

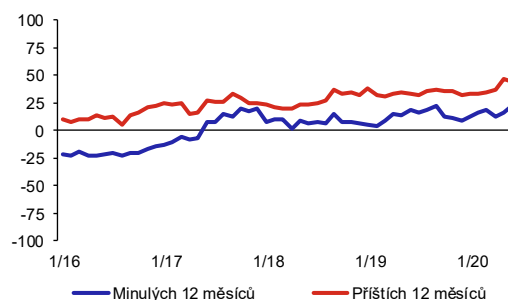
**Ve srovnání s prognózou ČNB tak analytici předpovídají nižší inflaci při lehce silnějším kurzu.** Výhled úrokových sazeb se u analytiků s prognózou centrální banky v horizontu jednoho roku velmi shoduje (Tab. II.4.4). Také očekávání analytiků ohledně letošního propadu HDP a vývoje mezd se od predikce ČNB příliš neliší.

**Aktuální tržní výhled sazby 3M PRIBOR implikuje její stabilitu v ročním horizontu.** S prognózou ČNB je také konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb na současné úrovni do poloviny příštího roku. Obě trajektorie jsou tak shodné (Graf II.4.2).

#### Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace

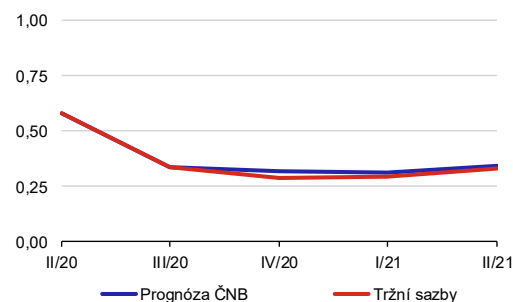
Vnímaná i očekávaná inflace z pohledu domácností se lehce zvýšila

(saldo odpovědí, pramen: European Commission Business and Consumer Survey)



#### Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je stabilní, do poloviny příštího roku je v souladu se sazbami z prognózy ČNB (v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro II/20 a III/20 3M PRIBOR, pro IV/20 až II/21 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za posledních 10 obchodních dní k 31. červenci 2020.

<sup>37</sup> V červencovém šetření IOFT dosáhlo rozpětí kurzu v ročním horizontu 25,0–26,6 CZK/EUR, v průzkumu CF 25,0–28,5 CZK/EUR.

### III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

#### III.1 CENOVÝ VÝVOJ A PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

Ve druhém čtvrtletí 2020 vzrostly spotřebitelské ceny v průměru o 3,1 %. V porovnání s prognózou ze zimy 2019, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace nacházela výše, přičemž odchylka od predikce se v první polovině letošního roku zvýraznila. Při zpětném pohledu lze měnovou politiku ČNB v minulém období označit z hlediska plnění inflačního cíle jako málo přísnou. K nadále zvýšené dynamice spotřebitelských cen přispívala především vysoká jádrová inflace, ale také svižný růst cen potravin. Naopak zvyšování regulovaných cen zvolnilo a ceny pohonných hmot se snížily, což celkový růst spotřebitelských cen výrazně tlumilo. Dynamika dovozních cen byla ve druhém čtvrtletí v průměru nevýrazná, zatímco ceny domácích výrobců poklesly v návaznosti na propad světových cen ropy.

##### III.1.1 Plnění inflačního cíle

Pozorovaná inflace se ve druhém čtvrtletí 2020 nacházela výrazně nad prognózou ze Zol I/2019 (Graf III.1.1)<sup>38</sup>. Rozdíl mezi skutečností a predikcí postupně narůstal a ve druhém čtvrtletí letošního roku dosáhl 1,2 procentního bodu (Tab. III.1.1). K tomu přispěl zejména nečekaně výrazný růst cen potravin a jádrová inflace. Rychleji, než bylo očekáváno, však rostly také regulované ceny. Naopak v cenách pohonných hmot se projevil propad světových cen ropy z počátku letošního roku.

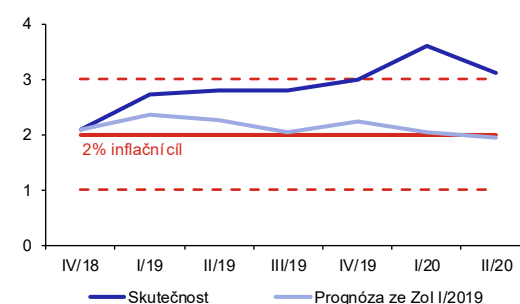
Od předpokladů prognózy se značně odchyloval vývoj všech zahraničních faktorů (Tab. III.1.2). Zpomalování tempa růstu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně bylo výraznější vlivem jak slabších poptávkových tlaků v souvislosti s výrazně nižším tempem růstu HDP v efektivní eurozóně, tak i nabídkových tlaků plynoucích z nižší ceny ropy Brent. V první polovině roku 2020 ceny průmyslových výrobců setrvaly v poklesu vlivem propadu ekonomické aktivity v důsledku vypuknutí koronavirové pandemie. Trajektorie zahraničních úrokových sazeb se ve skutečnosti nacházela hlouběji v záporu v důsledku dalšího uvolnění měnové politiky ECB v podobě obnoveného programu nákupu aktiv.<sup>39</sup> V souhrnu pozorovaný vývoj v zahraničí – dle simulace modelem ČNB – působil oproti hodnocené prognóze ve směru pozvolnějšího posilování kurzu koruny a nižších domácích úrokových sazeb, a to při tlumícím dopadu do cenového vývoje.

Domácí reálný HDP rostl ve srovnání s prognózou po celé období pomaleji a v první polovině roku 2020 se bezprecedentně propadl. Oproti prognóze dramaticky poklesly spotřeba domácností a investice v souvislosti s uzavřením části ekonomiky. Růst

##### Graf III.1.1 Srovnání prognózy celkové inflace se skutečností

Počátkem letošního roku se zvýraznila kladná odchylka pozorované inflace od prognózy

(meziročně v %)



##### Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Očekávání předčila většina složek inflace, nejvíce však ceny potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol I/2019	Skutečnost 2. čtvrtletí 2020	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,9	3,1	1,2
z toho:			
regulované ceny	2,0	3,4	0,2
primární dopady změn nepřímých daní <sup>a)</sup>	0,0	0,1	0,1
jádrová inflace <sup>b)</sup>	2,1	3,2	0,6
ceny potravin <sup>b)</sup>	2,1	5,4	0,9
ceny pohonných hmot <sup>b)</sup>	-1,8	-19,4	-0,6

a) Jde o dopad do celkové inflace vyjma regulovaných cen.  
b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

##### Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí

Vývoj vnějších faktorů zaostával za předpoklady prognózy

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak;  
p – prognóza, s – skutečnost)

		I/19	II/19	III/19	IV/19	I/20	II/20
HDP v eurozóně <sup>a), b), c)</sup>	p	1,4	1,3	1,6	1,7	1,7	1,7
	s	1,5	1,1	1,2	0,9	-2,8	-
PPI v eurozóně <sup>b), c)</sup>	p	2,8	2,2	1,2	1,2	1,5	1,7
	s	2,9	2,0	0,2	-0,4	-0,4	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
	s	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,15	1,15	1,17	1,18	1,19	1,19
	s	1,14	1,12	1,11	1,11	1,10	1,10
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	59,2	59,7	59,8	59,8	59,8	59,8
	s	63,8	68,5	62,0	62,4	50,8	33,4

a) ve stálých cenách  
b) sezonně očištěno  
c) výhled efektivního ukazatele ze Zol I/2019

38 Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je vhodné zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro posouzení plnění cíle ve druhém čtvrtletí 2020 je přitom – s ohledem na zpoždění v transmissi měnové politiky – nutné zkoumat období od října 2018 do června 2019 (tzv. rozhodné období). Analýza naplnění prognóz se v této kapitole zaměřuje z důvodu srovnatelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci I/2019 s následným vývojem.

39 Pozorované tržní hodnoty sazby 3M EURIBOR plně neodrážejí zavedení nekonvenčních opatření ECB. Tato opatření jsou zpravidla v prognózách ČNB zachycena prostřednictvím stínových sazeb, které se pohybovaly hlouběji v záporných hodnotách.

vládní spotřeby naopak na celém hodnoceném horizontu překonával očekávání. Odrážel přitom výraznější nárůst objemu mzdových i nemzdových výdajů a v dosavadním průběhu letošního roku také dodatečné výdaje související s pandemií koronaviru. Výraznější než očekávané zpomalení růstu zahraniční poptávky se odrazilo v nižší dynamice vývozu na celém horizontu prognózy. Vývoz i dovoz se přitom v souvislosti s pandemií koronaviru navíc v první polovině roku 2020 výrazně propadl. Také pozorovaná mzdová dynamika byla oproti prognóze nižší.

**Skladba domácích měnových podmínek se odchýlila od prognózy.** Ve srovnání s ní přetrvával měnový kurz na významně slabší hladině v důsledku negativního globálního sentimentu a snižujícího se výhledu zahraničního ekonomického a cenového růstu. To zohlednila domácí měnová politika o něco výraznějším, i když ve srovnání s predikcí pozdějším zvyšováním úrokových sazeb (Tab. III.1.3). V reakci na propuknutí koronavirové pandemie a následná opatření v tuzemské i zahraniční ekonomice ČNB od března 2020 výrazně snížila úrokové sazby, což bylo doprovázeno citelným oslabením kurzu koruny. Tím došlo k výraznému uvolnění celkových měnových podmínek.

**Měnovou politiku ČNB v době od října 2018 do června 2019 lze z pohledu plnění inflačního cíle hodnotit jako málo přísnou.** Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V uvedeném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz ve čtyřech případech jako vyrovnaná a dvakrát jako vychýlená v proinflačním směru. Během uvedeného období byly dvakrát zvýšeny úrokové sazby. Pozorovaná inflace se ve druhém čtvrtletí 2020 nacházela v průměru těsně nad horní hranicí tolerančního pásma 2% cíle ČNB. Z tohoto hlediska lze konstatovat, že měnová politika v uvedeném období měla být přísnější, a to i přesto, že později dosažený vrchol úrokových sazeb byl ve skutečnosti výše, než předpovídala prognóza ze zimy 2019. ČNB nicméně svůj mandát cenové stability plní, neboť inflační očekávání jsou 2% cílem ukotvena. S vidinou očekávaných výrazných protiinflačních vlivů a rizik spojených s dopady pandemie koronaviru lze říci, že měnová politika si v minulosti vytvořila prostor pro snižování úrokových sazeb na jaře letošního roku.

### III.1.2 Spotřebitelské ceny

**Inflace se ve druhém čtvrtletí pohybovala v průměru lehce nad 3 % (Graf III.1.2).** K pokračování vysoké cenové dynamiky stále nejvýznamněji přispívala jádrová inflace, vysokých hodnot dosahoval rovněž růst cen potravin. Růst spotřebitelských cen byl naopak tlumen výrazným zlevněním pohonných hmot. Měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí nacházela v průměru nepatrně nad celkovou inflací.<sup>40</sup>

<sup>40</sup> Primární dopad změn nepřímých daní byl v dubnu lehce kladný, v květnu vlivem snížení sazby DPH na vybrané služby záporný a v červnu vlivem postupného promítání zvýšení spotřební daně na tabák opět nepatrně kladný. V průměru za druhé čtvrtletí byl pak lehce záporný.

**Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin**

Ve srovnání s predikcí byly měnové podmínky ve druhém čtvrtletí 2020 – vlivem propuknutí koronavirové pandemie – více uvolněné v úrokové i kurzové složce (p – prognóza, s – skutečnost)

		I/19	II/19	III/19	IV/19	I/20	II/20
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	2,4	2,3	2,0	2,2	2,0	1,9
	s	2,7	2,8	2,8	3,0	3,6	3,1
3M PRIBOR (v %)	p	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
	s	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	0,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,6	25,2	24,8	24,5	24,3	24,2
	s	25,7	25,7	25,7	25,6	25,6	27,1
Reálný HDP <sup>a)</sup> (mzr. změny v %)	p	2,5	2,7	2,9	3,2	3,2	3,1
	s	2,4	2,4	2,3	2,0	-2,0	-
Nominální mzdy <sup>b)</sup> (mzr. změny v %)	p	7,4	6,8	6,9	6,5	6,0	5,7
	s	6,3	6,2	6,1	5,1	5,0	-

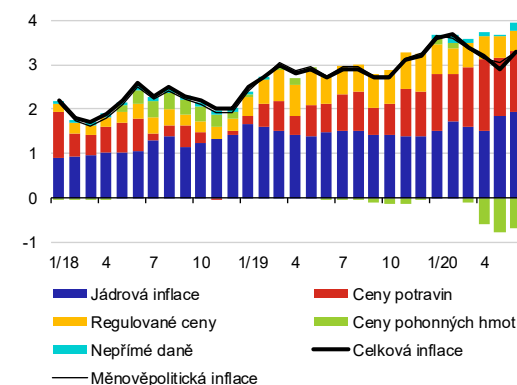
a) sezonně očištěno

b) v tržních odvětvích

### Graf III.1.2 Struktura inflace

Inflace se pohybovala ve druhém čtvrtletí kolem 3 %, nejvíce k růstu přispěla jádrová inflace a ceny potravin, inflaci naopak tlumil propad cen pohonných hmot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

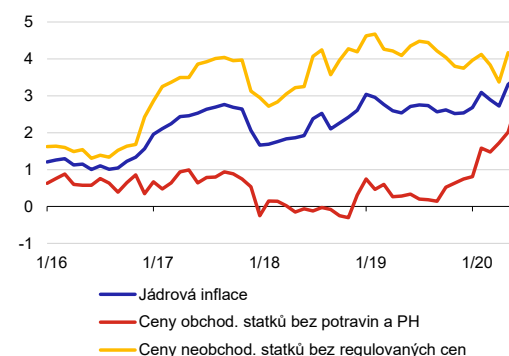


Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

### Graf III.1.3 Jádrová inflace

Jádrová inflace se držela na zvýšených hodnotách, a to s přispěním růstu cen v obou složkách

(meziroční změny v %)





**Jádrová inflace dále vzrostla vlivem doznívající vysoké poptávky při zvýšených nákladech včetně vlivu oslabení kurzu.** Za zvýšením jádrové inflace stálo zesilující tempo růstu cen obchodovatelných statků při setrvalé vysoké dynamice cen neobchodovatelných statků (Graf III.1.3). Ke zrychlení růstu cen obchodovatelných statků ve druhém čtvrtletí přispělo v největší míře zvýšení cen ojetých automobilů a další nárůst cen bytového vybavení. Zrychlení růstu cen v tomto segmentu ovlivnilo prudké oslabení kurzu koruny koncem prvního čtvrtletí. K setrvalé silnému růstu cen neobchodovatelných statků přispěl především pokračující svižný růst cen v restauracích a kavárnách a – i přes postupné zmírňování – stále solidní dynamika cen spojených s bydlením. U vybraných služeb navíc nedošlo k promítnutí snížení sazby DPH do spotřebitelských cen.

**Doposud vysoká dynamika regulovaných cen během druhého čtvrtletí postupně zvolňovala** (Graf III.1.4). To bylo dáno především dalším odezníváním dominantního příspěvku rostoucích cen elektřiny. V menší míře k tomu přispělo i zvolnění růstu cen vodného a stočného v návaznosti na květnové snížení DPH. Růst cen plynu byl nadále nevýrazný a ceny tepla pro domácnosti meziročně klesly.

**Propad světových cen ropy se odrazil ve výrazném poklesu cen pohonných hmot** (Graf III.1.4). Tento vývoj souvisel s obchodními válkami producentů a s poklesem globální poptávky po ropě vlivem koronavirové pandemie.

**Ve druhém čtvrtletí pokračoval silný růst cen potravin** (Graf III.1.4). K tomu nejvýznamněji přispěl přetrvávající, byť postupně zvolňující růst cen masa a v menší míře také zdražování ovoce. Během druhého čtvrtletí se v průměru zvýšila dynamika cen pekárenských výrobků i cen zeleniny. V cenách potravin se vedle poptávkových faktorů projevují rovněž zvýšené náklady související s omezením dopravy a pohybu pracovní síly v rámci Evropy kvůli koronavirové pandemii.

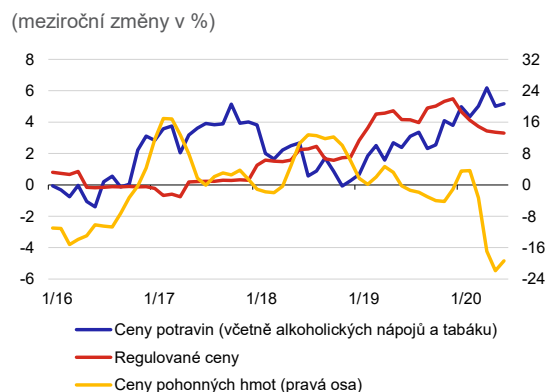
**Dynamika CPIH byla v prvním čtvrtletí letošního roku ve srovnání se spotřebitelskou inflací o 0,9 procentního bodu výše** (Graf III.1.5). To bylo dáno pokračujícím svižným růstem cen nemovitostí (kolem 9 %). Růst experimentálního indexu CPIH, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků, dosáhl v prvním čtvrtletí letošního roku 4,5 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím tak stejně jako spotřebitelská inflace zrychlil.

### III.1.3 Dovozy a produkční ceny

**Dynamika dovozních cen byla během druhého čtvrtletí ve struktuře značně diferencovaná, avšak v souhrnu nevýrazná** (Graf III.1.6). Vzájemně se totiž zhruba vykompenzoval pokles cen výrobců v efektivní eurozóně reagující mimo jiné na propad cen ropy a vliv oslabeného kurzu koruny. Propad cen ropy se nejvýrazněji projevil v cenách minerálních paliv. Naopak ceny výrobků, zahrnující stroje a dopravní prostředky, celkovou dynamiku zvyšovaly. Příspěvky cen neenergetických surovin a polotovarů zůstaly zanedbatelné. Dovozy cen potravin pokračovaly v rychlém růstu, a to zejména u ovoce a zeleniny.

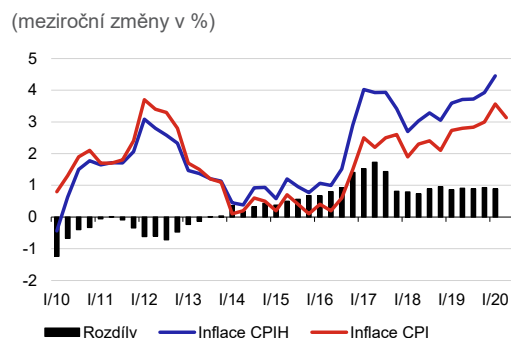
#### Graf III.1.4 Ceny potravin, regulované ceny a ceny pohonných hmot

Dynamika regulovaných cen v průběhu první poloviny roku zvolnila, rychle se zvyšovaly ceny potravin, zatímco ceny pohonných hmot propadly



#### Graf III.1.5 Experimentální cenový index CPIH

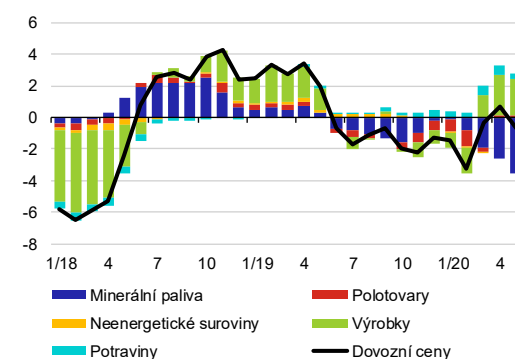
Index CPIH v prvním čtvrtletí – stejně jako spotřebitelské ceny – dále zvýšil svou dynamiku a tempo jeho růstu zůstávalo o necelý jeden procentní bod nad inflací



#### Graf III.1.6 Dovozy cen

V rámci dovozních cen proti sobě působil růst cen výrobků a propad cen ropy

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

**Ceny průmyslových výrobců začaly ve druhém čtvrtletí mírně meziročně klesat (Graf III.1.7).** Stejně jako v případě dovozních cen tlačil ceny domácích průmyslových výrobců k poklesu zejména propad světových cen ropy. Ten se projevil především u surovin a energií. K záporné dynamice cen průmyslových výrobců přispěly rovněž klesající ceny v odvětví zpracování kovů. V potravinářském průmyslu růst cen v průběhu druhého čtvrtletí postupně odezníval. Také příspěvek cen v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu byl kladný, a to především vlivem růstu cen výrobců dopravních prostředků a nábytku.

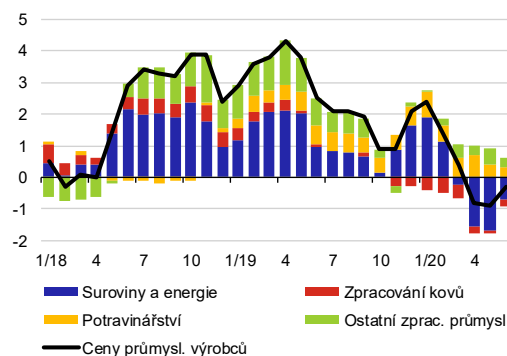
**Nadále přetrvával mírný pokles cen zemědělských výrobců, a to při sblížení dynamik cen rostlinné i živočišné produkce (Graf III.1.8).** V rostlinné produkci ve druhém čtvrtletí z části odezněl předchozí skokový pokles cen, který byl od konce loňského roku spojen zejména se snížením cen obilovin v důsledku příznivé sklizně v ČR i ve světě. Do meziročního poklesu přitom přešly donedávna rychle rostoucí ceny brambor. Ceny v živočišné výrobě začaly v průběhu druhého čtvrtletí klesat. Odezněl totiž výrazný růst cen jatečných prasat, který byl ovlivňován od poloviny loňského roku epidemií prasečího moru v řadě zemí jihovýchodní Asie. Po celé první pololetí přitom zároveň klesaly ceny většiny dalších položek živočišné výroby, zejména mléka a skotu.

**Růst cen stavebních prací pokračoval v rychlém tempu, dynamika cen tržních služeb zůstávala také svižná (Graf III.1.9).** Stále relativně vysoká dynamika cen stavebních prací odrážela přetrvávající zvýšenou poptávku po stavební produkci. Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví ve druhém čtvrtletí v průměru zhruba stagnovaly. Svižná dynamika cen tržních služeb v podnikatelské sféře ve druhém čtvrtletí pramenila především z vývoje cen služeb v oblasti zaměstnání a podpůrných služeb v dopravě a skladování.

### Graf III.1.7 Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců poklesly vlivem propadu cen surovin a energií

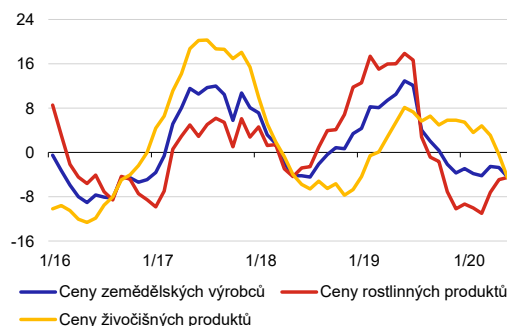
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



### Graf III.1.8 Ceny zemědělských výrobců

Ceny zemědělských výrobců se snižovaly jak v rostlinné, tak nově i v živočišné výrobě

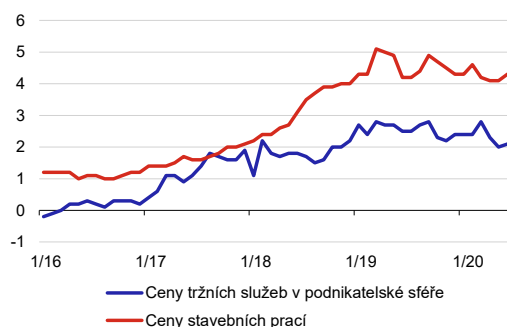
(meziroční změny v %)



### Graf III.1.9 Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru a ceny stavebních prací

Růst cen stavebních prací pokračoval v rychlém tempu, dynamika cen tržních služeb zůstávala rovněž solidní

(meziroční změny v %)



## III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

V důsledku propuknutí celosvětové pandemie koronaviru došlo v prvním čtvrtletí k poklesu české ekonomiky o 2 %. Vzhledem k uzavření části podniků i celých odvětví byl zasažen také potenciální výkon ekonomiky. V pozorovaném poklesu HDP se projevilo vedle prudkého propadu soukromých investic také zastavení předchozího dlouhodobého růstu spotřeby domácností. Příspěvek čistého vývozu byl nadále záporný, oproti předchozímu čtvrtletí se nicméně zmínil. Výpadek celkové domácí poptávky byl částečně tlumen nárůstem příspěvku spotřeby vlády. Na nabídkové straně ekonomiky se domácí i zahraniční opatření související s koronavirem projevila v poklesu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí o 1,5 %. Nejvíce byla zasažena odvětví obchodu, dopravy, pohostinství a průmyslu. Květnová data o vývoji výroby a zakázek přitom naznačují, že průmysl se probouzí pozvolna. Také stavební produkce zaznamenala pokles, který sice nebyl tolik razantní, ale na rozdíl od průmyslu se prohloubil. Pesimisticky vyhlížel na konci prvního pololetí také předstihový indikátor podnikatelské nálady, nicméně v červenci došlo k jeho znatelnému zlepšení. U spotřebitelů se s uvolněním karanténních restrikcí nálada poněkud zlepšila, což se projevilo již v květnovém mírném meziročním růstu maloobchodních tržeb.

### III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Česká ekonomika se aktuálně nachází hluboko pod svým potenciálem. Bezprecedentně rychlé rozevření záporné mezery výstupu v první polovině letošního roku (Graf III.2.1) bylo podle malého strukturálního modelu dáno prudkým meziročním poklesem HDP v důsledku působení karanténních opatření. Současně se projevilo také zchlazení situace na trhu práce. Hluboce záporná mezera výstupu se začne postupně zmírňovat v průběhu druhé poloviny letošního roku, a to v návaznosti na očekávané zlepšení celosvětové pandemické situace a zotavování domácí ekonomické aktivity. K uzavření záporné mezery výstupu pak dojde v roce 2022. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj inflace ani vliv měnové politiky, naznačuje o něco mírnější rozevření mezery výstupu i její o něco dřívější uzavírání.

Bezprecedentní propad zaznamenal i potenciální produkt, jehož růst se obnoví v příštím roce (Graf III.2.2). Předchozí mnohaletý a po většinu času dokonce zrychlující růst potenciálního produktu se důsledkem koronavirové pandemie a s ní spojených opatření změnil v prudký meziroční pokles. Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce za tím stojí především hluboký propad produktivity práce. Na prognóze se negativní dopady pandemie nejprve ještě krátkodobě zvýrazní, s otevřením ekonomik a tedy oživením růstu zahraniční poptávky a návazně domácí ekonomické aktivity se však v příštím roce růst potenciálního produktu opětovně obnoví. Zatímco odhad malého strukturálního modelu předpokládá v příštím roce rychlejší náběh růstu potenciálu, podle produkční funkce bude dynamika nižší, na delším konci prognózy se však bude nacházet o něco výše.

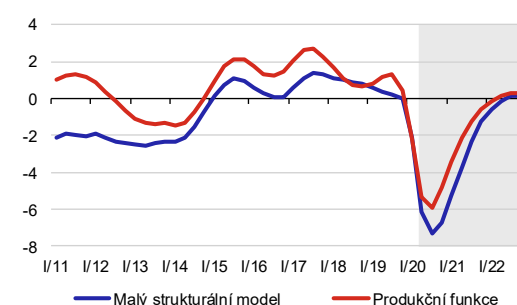
### III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Uzavření části ekonomiky v důsledku koronavirových opatření způsobilo meziroční propad českého HDP v prvním čtvrtletí o 2 % (Graf III.2.3). Nejvýrazněji se na propadu HDP podílel strmý pokles fixních investic. Do záporu však přešel i příspěvek změny stavu zásob. Výrazný propad domácí poptávky byl umocněn zastavením do té doby solidního růstu spotřeby

**Graf III.2.1 Mezera výstupu**

K uzavření záporné mezery výstupu, která se nyní dramaticky otevřela, dojde v roce 2022

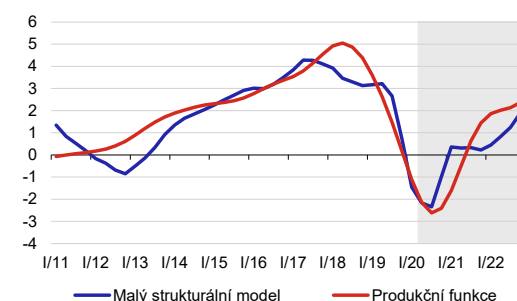
(v % potenciálního produktu)



**Graf III.2.2 Potenciální produkt**

Potenciální produkt výrazně poklesl – na delším konci prognózy se sice jeho růst vrátí do kladných hodnot, avšak v nižším tempu, než se pohyboval v posledních letech

(meziroční změny v %)



domácností. V opačném směru působilo zmírnění záporného příspěvku čistého vývozu a zrychlení růstu spotřeby vlády.

**Donedávna solidní růst spotřeby domácností se náhle zastavil (Graf III.2.3).** Březnové vládní uzavírky odvětví s vysokým podílem soukromé spotřeby, jako jsou tržní služby či obchod, doprava a pohostinství vedly v souhrnu za první čtvrtletí k náhlému zastavení předchozího robustního růstu spotřeby domácností. Dopad karanténních opatření byl totiž jen zčásti vyvažován přechodným zvýšením krátkodobé spotřeby domácností vlivem jejich předzásobení se potravinami a dalším rychloobrátkovým zbožím denní potřeby. Postupně přijímaná podpůrná a stabilizační vládní opatření<sup>41</sup> zrychlila růst nominálního disponibilního důchodu domácností, jehož dynamika se tím dostala výrazně nad tempo růstu nominální spotřeby (Graf III.2.4). Míra úspor tak pokračovala v růstu. Saldo spotřebitelské důvěry se v dubnu bezprecedentně propadlo, a to zejména vlivem zvýšených obav domácností o budoucí ekonomický vývoj a z růstu nezaměstnanosti. Zhoršila se také vnímaná finanční situace domácností. V květnu se nicméně začal propad salda spotřebitelské důvěry zmírňovat. Domácnosti zároveň opětovně indikovaly nárůst úmyslu spořit (Graf III.2.5). Pozitivní signál přinesly také květnové tržby v maloobchodě, které meziročně vzrostly.

**Spotřeba vlády byla v prvním čtvrtletí jedinou složkou HDP, která vykázala kladný příspěvek (Graf III.2.3).** Ten se přitom oproti předchozímu čtvrtletí více než zdvojnásobil, a to zejména v souvislosti s nárůstem nemzdových výdajů vlády na zdravotnictví. Přes mírné zpomalení se růst deflátoru spotřeby vlády nacházel stále vysoko, což bylo dáno pokračující robustní dynamikou náhrad zaměstnanců pracujících ve vládním sektoru. Celkově se tak dynamika reálné spotřeby vlády zvýšila.

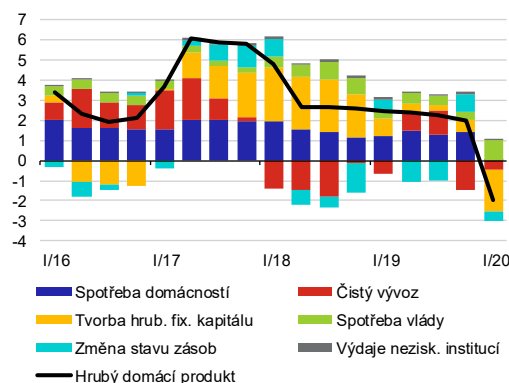
**Investiční aktivita prudce poklesla, a to zejména v důsledku propadu soukromých investic<sup>42</sup> (Graf III.2.6).** Dramatický propad do záporných hodnot zaznamenal zejména příspěvek investic nefinančních podniků, silně negativní byl také u finančních institucí. Vedle zhoršeného globálního ekonomického sentimentu se na tomto vývoji podepsal prudký pokles zahraniční poptávky. Investice domácností se rovněž meziročně snížily, v porovnání s podnikovým sektorem však nikterak výrazně. Celkově nepříznivý vývoj na straně soukromých investic byl jen z části kompenzován vládními investicemi, které nadále rostly s významnou podporou ze strany evropských fondů.

**Příspěvek změny stavu zásob k růstu HDP byl v prvním čtvrtletí mírně záporný.** Z hlediska úrovně byla tvorba zásob vysoká a pravděpodobně se v ní projevil efekt vládních uzavírek znesnadňujících prodej a vyskladnění produktů.

### Graf III.2.3 Hrubý domácí produkt

Propad české ekonomiky byl v prvním čtvrtletí tlumen zvýšenou spotřebou vlády a zmírněním záporného příspěvku čistého vývozu

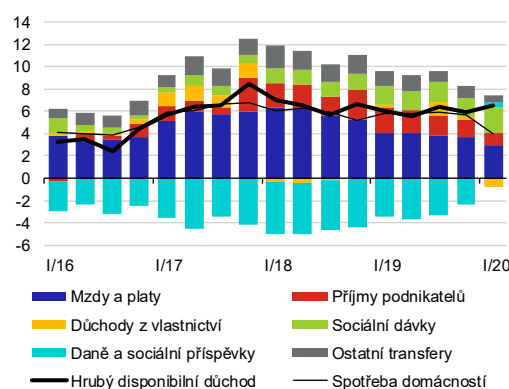
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



### Graf III.2.4 Disponibilní důchod

Dynamika nominálního disponibilního důchodu se na rozdíl od spotřeby domácností zvýšila, a to zejména vlivem vládních opatření

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neочиštěno)

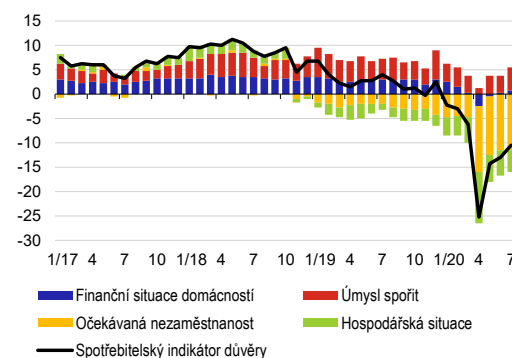


Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

### Graf III.2.5 Saldo spotřebitelské důvěry

Spotřebitelská důvěra se po prudkém dubnovém propadu následně odrazila ode dna

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



41 Například moratorium na odklad splátek, odpuštění odvodů pro OSVČ na sociální a zdravotní pojištění, zpětné uplatnění daňové ztráty a další.

42 Součástí komentovaných dat je i historická revize časové řady tvorby hrubého fixního kapitálu, která převážně navýšila úroveň investic, a to až o 20 miliard v roce 2018. Toto přehodnocení se týká hlavně investic do informačních a komunikačních technologií, produktů duševního vlastnictví a obydlí.

**Záporný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se zmínil, a to při poklesu vývozu i dovozu (Graf III.2.7).** Výrazné oslabení zahraniční poptávky se projevilo ve snížení celkového vývozu, a to zejména z titulu vývozu zboží. Nejvíce zasaženým segmentem byl automobilový průmysl, jehož produkce se citelně dotkla odstávky výroby na úrovni jednotlivých podniků. Naopak ve vývozu služeb se koronavirová pandemie projevila během prvního čtvrtletí zatím jen omezeně, jeho dynamika zůstala nadále kladná. Za poklesem celkového dovozu stál jak útlum dovozně náročného vývozu, tak hluboký propad rovněž dovozně velmi náročných soukromých investic a zčásti také spotřeby domácností.

### III.2.3 Produkční strana ekonomiky

**Hrubá přidaná hodnota v prvním čtvrtletí poklesla o 1,5 %, na čemž se nejvíce podílel obchod a zpracovatelský průmysl (Graf III.2.8).** Zavedení vládních uzavírek a omezení přeshraničního pohybu se nejvíce projevilo v obchodě a tržních službách. Plošně bylo zasaženo odvětví pohostinství a turismu. Výrazně záporný příspěvek zpracovatelského průmyslu souvisel nejen s propadem zahraniční poptávky, ale i s rozhodnutím mnoha podniků o omezení či úplném pozastavení výroby z preventivně-hygienických důvodů, a to zejména v automobilovém průmyslu. Celkový pokles HPH byl mírně tlumen kladným příspěvkem netržních služeb a zemědělství.

**Česká průmyslová produkce se na jaře rekordně propadla, a to zejména vlivem uzavírek v automobilovém průmyslu (Graf III.2.9).** Zatímco v lednu a únoru byla dynamika průmyslové produkce jen mírně záporná, v březnu zaznamenala výrazný propad, který se v dubnu ještě dále umocnil. Nejvíce k tomu přispěl automobilový průmysl, který se propadl o zhruba 80 %. Příznivě nepůsobí ani květnová data, která naznačují, že průmyslová produkce se ode dna odráží jen pozvolna.

**Průmyslové podniky v nárůstu produkce v červenci nejvíce brzdila nedostatečná poptávka.** Jako omezující faktor ji uvedla polovina podniků, což představuje další skokový nárůst. V menší míře bránil produkci i nedostatek zaměstnanců. Tato bariéra omezovala podnikatele oproti začátku roku výrazně méně, což souvisí převážně s poklesem poptávky podniků po nových zaměstnancích v důsledku omezení produkce a rozsahu služeb. Snížil se také počet podniků odkazujících se na blíže nespecifikované faktory, které lze spojit s odstávkami výroby v několika průmyslových podnicích v první polovině roku.

**Ve stavebnictví byl výpadek produkce relativně mírný (Graf III.2.9).**

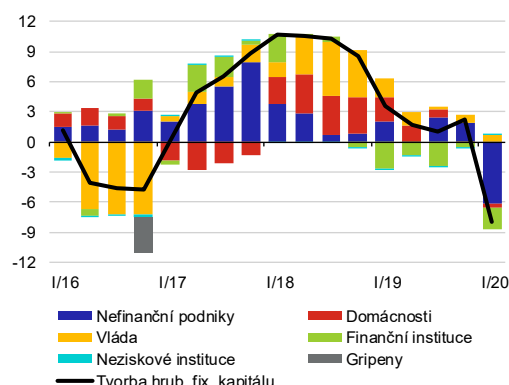
Ve vývoji se odráželo jak prohloubení poklesu produkce v pozemním stavitelství, tak oslabení předchozího svižného růstu v inženýrském stavitelství, které je však nadále podporováno vládními investicemi spolufinancovanými z fondů EU.

**Podnikatelský sentiment se vzpamatovává z rekordního dubnového propadu.** Nárůst pesimistické nálady se projevil napříč všemi odvětvími, přičemž se koncentroval zejména v průmyslu a službách, což bylo dáno hlavně restriktivními nařízeními vlády. Červencová data přinesla zejména v průmyslu

### Graf III.2.6 Investice podle sektorů

Hluboký propad investiční aktivity táhly především nefinanční podniky a finanční instituce

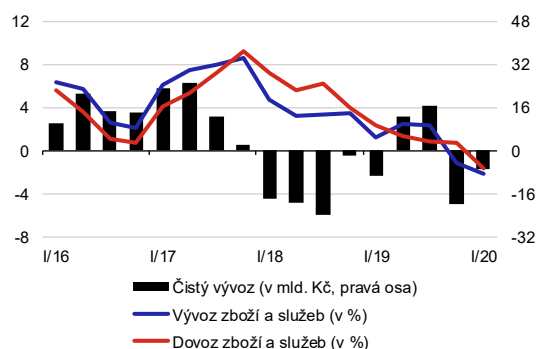
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno)



### Graf III.2.7 Vývoz a dovoz

Pokles vývozu byl o něco výraznější než v případě dovozu

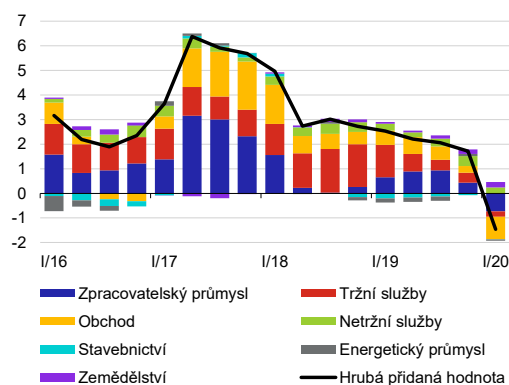
(meziroční změny v % a mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



### Graf III.2.8 Podíly odvětví na růstu HPH

Za poklesem hrubé přidané hodnoty stál zejména obchod a průmysl

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

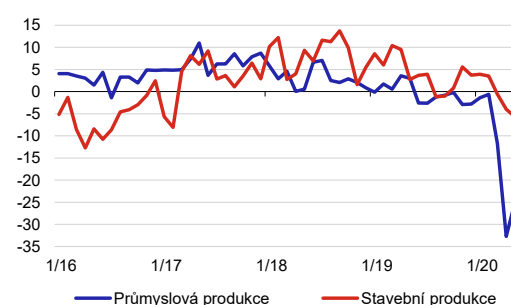


výrazné zlepšení, které odráželo nárůst optimismu ve výhledu domácí i zahraniční poptávky.

**Růst hrubého provozního přebytku nefinančních podniků zvolnil (Graf III.2.10).** K postupnému zpomalování růstu došlo jak u hrubé přidané hodnoty, tak u náhrad zaměstnancům. Naopak prudší pokles dynamiky byl zaznamenán u ukazatele produkce a u mezispotřeby, která přešla koncem loňského roku do poklesu, což bylo v prvním čtvrtletí dále umocněno začínající pandemií.

### Graf III.2.9 Průmyslová a stavební produkce

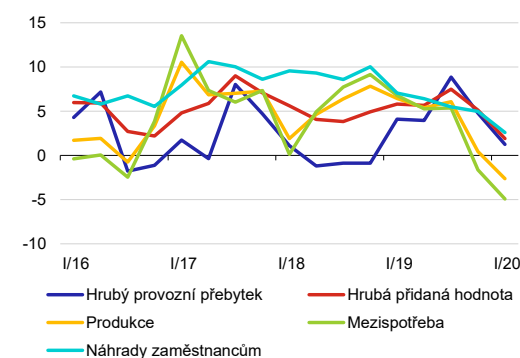
Produkce v průmyslu se v březnu a zejména pak v dubnu propadla, v květnu se pokles poněkud zmírnil; výpadek ve stavebnictví byl zatím relativně umírněný (meziroční změny v %)



### Graf III.2.10 Základní ukazatele hospodaření

Růst hrubého provozního přebytku zpomalil vlivem poklesu produkce

(meziroční změny v %)



### III.3 TRH PRÁCE

V prvním čtvrtletí se ve většině ukazatelů trhu práce důsledky březnového propuknutí koronavirové pandemie projevily jen mírně. Pokles zaměstnanosti se lehce prohloubil, míra nezaměstnanosti setrvala poblíž svého historického minima. Přes pokles ekonomické aktivity vlivem koronaviru a přijatých karanténních opatření zůstal počet volných pracovních míst nadále vysoký. Solidní byla v prvním čtvrtletí i mzdová dynamika, a to mimo jiné s přispěním dalšího zvýšení minimální mzdy. Růst mezd se tak v prvním čtvrtletí udržel poblíž 5 % v tržních i netržních odvětvích. Národohospodářská produktivita práce se v důsledku uzavírek podniků i celých odvětví propadla, a zaostala tak výrazně za růstem průměrné reálné mzdy. Tempo zvyšování nominálních jednotkových mzdových nákladů se citelně zvýšilo. Data dostupná pro druhé čtvrtletí ilustrují probíhající znatelné zchlazování trhu práce.

#### III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

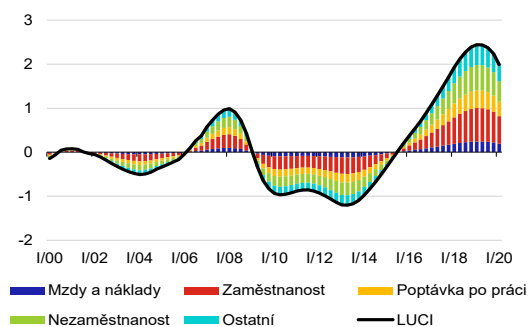
Trh práce byl v prvním čtvrtletí negativně ovlivněn propuknutím koronavirovou pandemií relativně málo. To ilustruje souhrnný indikátor LUCI, který z historického pohledu stále dosahuje velmi vysokých hodnot (Graf III.3.1). Zaměstnanost v prvním čtvrtletí letošního roku poklesla o 0,5 %. Z hlediska odvětví k tomu přispěly zhruba stejnou měrou průmysl i tržní služby, zatímco v netržních službách se zaměstnanost naopak dále zvyšovala (Graf III.3.2). Nadále byl pozorován značný počet osob, které práci aktivně nehledají<sup>43</sup>, ale jsou ochotny pracovat.

Ke snížení přepočteného počtu zaměstnanců přispěl jak nižší počet zaměstnanců, tak kratší průměrný úvazek. Z odvětvového hlediska se v prvním čtvrtletí na snížení počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky podílel především průmysl. Zde bylo snížení počtu zaměstnanců dále umocněno zkrácením průměrného úvazku. S útlumem v průmyslu souvisel i úbytek zaměstnanců v tržních službách. Ten se koncentroval zejména do administrativních a podpůrných činností, kde převažují agenturní zaměstnanci pracující převážně také pro průmyslové podniky. V důsledku koronavirové pandemie zároveň poklesla zaměstnanost v odvětví ubytování, stravování a pohostinství a v dopravě. Naopak k nárůstu zaměstnanosti došlo v netržních službách, což bylo taženo zejména vzděláváním.

Zhoršená ekonomická situace vedla ve druhém čtvrtletí k nárůstu ukazatelů nezaměstnanosti (Graf III.3.3). Zatímco v prvním čtvrtletí setrvaly jak obecná míra nezaměstnanosti, tak podíl nezaměstnaných osob poblíž svých historických minim, jejich zvýšení ve druhém čtvrtletí již ilustruje, že dochází k poměrně rychlému zchlazování donedávna přehřátého trhu práce. Podíl nezaměstnaných osob po sezonním očistění se v červnu zvýšil na 3,9 %, což od propuknutí pandemie v březnu představuje nárůst o 1 procentní bod. Zhruba poloviční zvýšení pak bylo zaznamenáno u obecné míry nezaměstnanosti, která v květnu dosáhla 2,5 %. Zároveň již také došlo k mírnému poklesu míry ekonomické aktivity obyvatel v produktivním věku<sup>44</sup> z rekordně vysokých hodnot (v květnu dosáhla 76,4 %).

#### Graf III.3.1 LUCI – souhrnný indikátor trhu práce

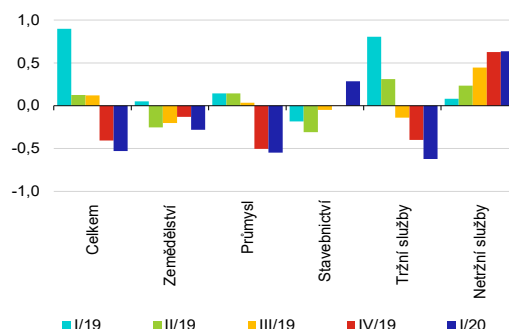
Aktuální hodnoty LUCI jsou z historického pohledu stále vysoké, dochází však již k mírnému zchlazení trhu práce (index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky)



#### Graf III.3.2 Zaměstnanost podle odvětví

V prvním čtvrtletí se pokles celkové zaměstnanosti prohloubil

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, pramen: VŠPS)



<sup>43</sup> Tyto osoby nejsou z pohledu metodiky ILO označeny jako nezaměstnané, ale jako ekonomicky neaktivní. Tato potenciální rezerva pracovních sil (nad rámec počtu nezaměstnaných) v prvním čtvrtletí dosáhla 93,4 tisíc osob a meziročně se snížila o více než 11 tisíc osob.

<sup>44</sup> Jedná se o věkovou skupinu 15–64 let.

**Přes výrazný pokles HDP a související zchlazování trhu práce zůstává počet volných pracovních míst stále vysoký.** V průběhu druhého čtvrtletí přitom došlo k jeho jen lehkému snížení. To bylo výsledkem sníženého počtu nově hlášených pracovních míst v dubnu a květnu, proti čemuž zároveň působil nižší počet zrušených pracovních míst. Důsledky koronavirové krize se tak zřejmě v této statistice objeví až s určitým zpožděním. Nejvíce volných míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce bylo stejně jako v předchozím období evidováno ve zpracovatelském průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance měla také odvětví stavebnictví a obchodu. Téměř 70 % volných míst bylo v červnu určeno pro zaměstnance se základním vzděláním, dalších více než 10 % pro středoškolačky s výučním listem. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.4) vykazuje aktuální situace na trhu práce ve srovnání s vrcholem předchozího ekonomického cyklu v roce 2008 stále znatelně nižší počet uchazečů na jedno volné pracovní místo. Podle posledních dat se trh práce znatelně ochlazuje, což se však projevuje v poklesu počtu volných pracovních míst jen velmi mírně. Donedávna značně napjatá situace na trhu práce se přitom stále odráží ve zvýšené jádrové inflaci.

### III.3.2 Mzdy a produktivita

**Růst průměrné mzdy v prvním čtvrtletí dosáhl 5 %, což představovalo jeho další zvolnění (Graf III.3.5).** To bylo výsledkem zpomalení mzdové dynamiky v netržních odvětvích (na 4,7 %) při zhruba stabilní dynamice mzdového růstu v tržních odvětvích (5 %). Udržení solidního růstu průměrné nominální mzdy bylo na začátku roku podpořeno i navýšením minimální mzdy ze 13 350 Kč na 14 600 Kč od ledna 2020. Napříč tržními odvětvími byl mzdový růst různorodý, ale ve většině odvětví se držel nad 4 %. V netržních odvětvích došlo ke zpomalení dynamiky průměrné mzdy napříč hlavními odvětvími. Nejrychleji se přitom zvyšovaly mzdy ve vzdělávání (7 %) a veřejné správě (5,2 %). Naopak v kulturních, zábavních a rekreačních činnostech průměrná mzda poklesla (o 3,8 %) vlivem vysoké srovnávací základny minulého roku dané výplatou mimořádných odměn. Mediánová mzda v ekonomice se v prvním čtvrtletí 2020 zvýšila o 5,8 % a její tempo tak překonalo dynamiku průměrné mzdy (5 %). Měsíční data z průmyslu za duben i květen indikují znatelný pokles průměrné mzdy, což však do značné míry souvisí s výpadkem příjmů zaměstnanců čerpajících ošetřovné a částečné náhrady mzdy v důsledku koronavirové pandemie. V menší míře došlo v průběhu druhého čtvrtletí i ke snížení dynamiky průměrné mzdy ve stavebnictví.

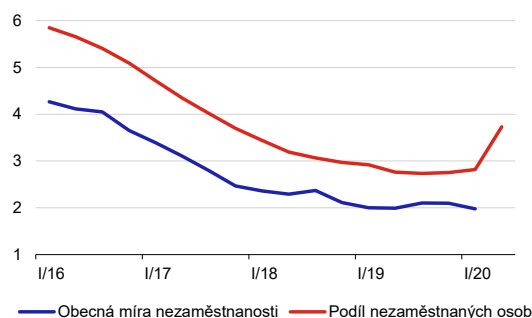
**Produktivita práce výrazně poklesla v návaznosti na odstávky výroby a výpadek poptávky v mnoha odvětvích.** Její meziroční snížení o 1,5 % (Graf III.3.6) bylo v prvním čtvrtletí 2020 taženo především odvětvím tržních služeb a v menší míře průmyslem. Oproti konci roku 2019 se tak prohloubilo zaostávání růstu produktivity za dynamikou průměrné reálné mzdy (1,4 %).

**Růst NJMN výrazně zrychlil vlivem propadu produktivity práce spojeného s pandemií (Graf III.3.6).** Růst mzdové náročnosti produktu v prvním čtvrtletí zesílil na 6,5 %. To odráželo zrychlení dynamiky NJMN v průmyslu (na 4,6 %) i tržních službách (na 7,4 %). Jen částečnou kompenzací bylo zvolnění

### Graf III.3.3 Ukazatele nezaměstnanosti

V souvislosti s ekonomickým propadem se ve druhém čtvrtletí zvýšil podíl nezaměstnaných osob

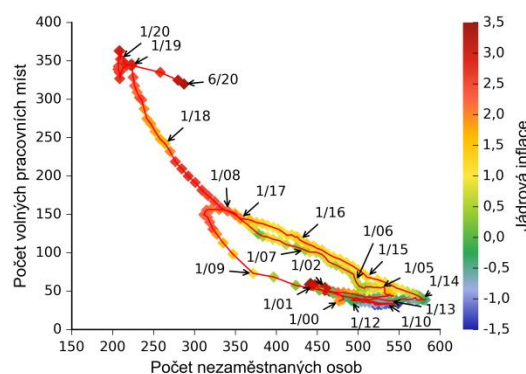
(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



### Graf III.3.4 Beveridgeova křivka

Volných pracovních míst je stále více než registrovaných nezaměstnaných, a to při nadále zvýšené jádrové inflaci

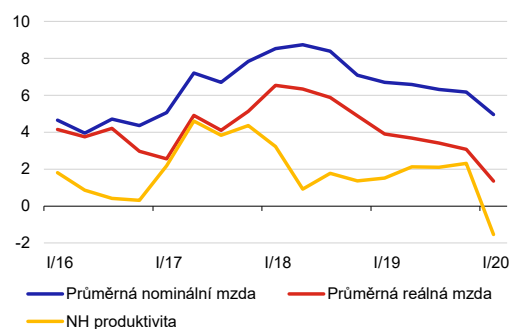
(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



### Graf III.3.5 Průměrná mzda a NH produktivita

Produktivita práce se výrazně propadla, i nadále tak její vývoj znatelně zaostával za dynamikou mezd

(meziroční změny v %; NH produktivita – sezonně očištěno)

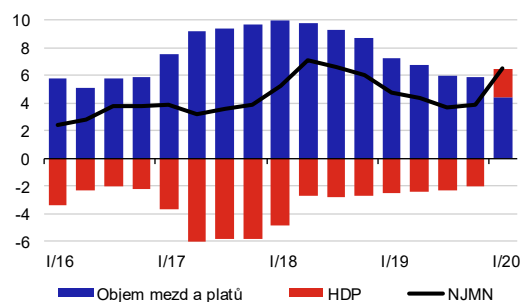


růstu NJMN ve stavebnictví a netržních službách, které byly prozatím zasaženy důsledky koronavirové pandemie relativně méně.

### Graf III.3.6 Mzdová náročnost produktu

Zrychlení růstu NJMN odráželo propad produktivity práce při přetrvávající solidní mzdové dynamice

(meziroční změny v %, sezonně očištěno, příspěvky v procentních bodech)



### III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

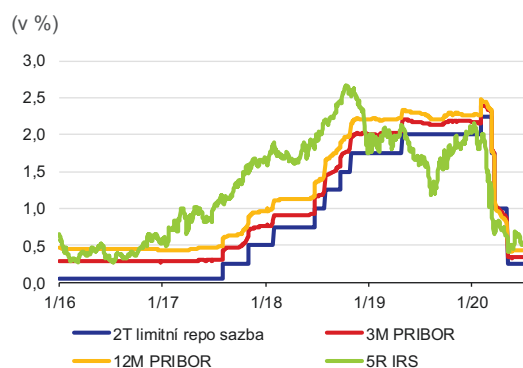
V reakci na zásadní změnu ekonomického výhledu v důsledku koronavirové pandemie přistoupila ČNB na květnovém zasedání k dalšímu výraznému snížení 2T repo sazby na 0,25 %. V červnu a srpnu byly poté měnověpolitické úrokové sazby ponechány beze změny. Předchozí turbulentní vývoj na finančním trhu se postupně zklidňoval. Úrokové sazby se ustálily na nízkých úrovních a kurz koruny posílil. Pokles měnověpolitických a tržních úrokových sazeb se zatím promítá především do vývoje úrokových sazeb z nových úvěrů podnikům a z nových vkladů s dohodnutou splatností. Úroková sazba z hypoték se ve druhém čtvrtletí snížila jen nepatrně. Meziroční růst úvěrů soukromému sektoru mírně zpomalil, nejvíce v segmentu úvěrů domácnostem na spotřebu. Došlo také ke zpřísnění úvěrových standardů a poklesu poptávky po úvěrech. Tempo růstu peněžního agregátu M3 mírně zpomalilo, i přes výrazný nárůst jednodenních vkladů domácností.

#### III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Na květnovém zasedání ČNB snížila měnověpolitické úrokové sazby, v červnu a srpnu je ponechala beze změny. S účinností od 11. května 2020 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,25 %, lombardní sazba na 1 % a diskontní sazba na 0,05 %. Bankovní rada přijala i další stabilizační opatření měnové, makrobezpečnostní a mikrobezpečnostní politiky, která byla zacílena na zmírnění dopadů koronavirové pandemie na cenovou a finanční stabilitu i českou ekonomiku, blíže viz Box 2. Sazba 3M PRIBOR klesla ve druhém čtvrtletí v průměru na 0,6 %, od poloviny května se nachází poblíž 0,3 %<sup>45</sup> (Graf III.4.1). Na podobných hodnotách se po květnovém snížení repo sazby stabilizovaly také sazby FRA. Jejich výhled z konce července naznačoval přibližnou stabilitu sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu. Do poloviny příštího roku se tržní výhled nachází v souladu s trajektorií sazeb z nové prognózy ČNB.

**Graf III.4.1 Úrokové sazby**

Po prudkém poklesu úrokových sazeb v březnu a květnu se následně jejich úroveň stabilizovala



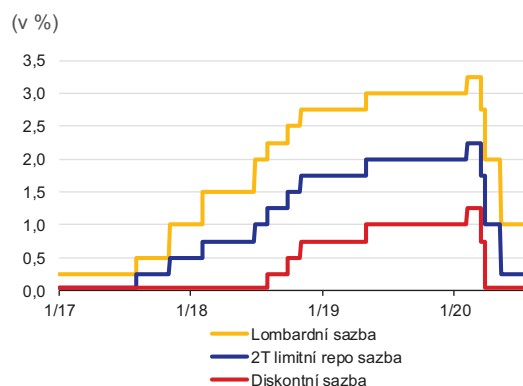
#### BOX 2 Opatření ČNB v reakci na náklad covid-19

Na očekávané dopady nákazy ČNB reagovala kombinací měnověpolitických a makrobezpečnostních opatření. Ta byla zacílena na zmírnění dopadů pandemie na cenovou a finanční stabilitu a podporu české ekonomiky. Přijatá opatření přispívají k vytvoření takového prostředí na finančním trhu, jež umožní tuzemským finančním institucím a s nimi celému českému hospodářství lépe zvládnout nastalou ekonomickou situaci.

V prvním kroku bylo žádoucí snížit úrokové sazby. Proto na mimořádném měnovém jednání 16. března bankovní rada ČNB snížila základní úrokové sazby o 50 bazických bodů. K další úpravě (v případě 2T repo sazby o 75 bazických bodů) došlo na řádném měnovém zasedání 26. března. Na květnovém měnovém zasedání byla 2T repo sazba snížena o dalších 75 bazických bodů na 0,25 %. Lombardní sazba byla nastavena na 1 % a diskontní sazba na 0,05 % (Graf 1). Uvedené úpravy se bezprostředně promítly do tržních úrokových sazeb na finančním trhu a s určitým odstupem i do klientských úrokových sazeb z vkladů a úvěrů. Celkové

**Graf 1 (BOX) Základní úrokové sazby ČNB**

2T repo sazba byla během krátké doby ve třech krocích snížena o dva procentní body



<sup>45</sup> Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou tak byla jen lehce kladná.



měnové podmínky byly navíc uvolněny oslabením kurzu, který reagoval na zhoršení sentimentu na finančních trzích a zafungoval tak jako přirozený stabilizátor.

**Další opatření byla zaměřena na podporu likvidity tuzemského bankovního sektoru.** Přestože v českém bankovním sektoru není pozorován nedostatek likvidity, z preventivních důvodů byla upravena pravidla měnových operací. Dodávací repo operace se od 18. března 2020 vyhlášují třikrát týdně namísto dosavadní týdenní frekvence. Objednávky bank v rámci těchto dodávacích repo operací jsou uspokojovány v plné výši za fixní sazbu ve výši 2T repo sazby, tedy s nulovou přírážkou. Od května byly zavedeny rovněž dodávací operace s tříměsíční splatností. Schválená novela zákona o ČNB umožnila připravit nástroj na dodávání likvidity i některým nebankovním finančním institucím (pojišťovnám, penzijním a investičním společnostem). Ty mají od 18. května možnost získat likvidní prostředky formou krátkodobého úvěru od ČNB. Ten bude ze strany uvedených finančních institucí zajištěn stejnými cennými papíry, kterými v dodávacích repo operacích s ČNB standardně ručí úvěrové instituce, tedy zejména českými státními dluhopisy. Vedle toho bylo pro úvěrové instituce (banky, pobočky zahraničních bank a družstevní záložny) rozšířeno spektrum přijímaného zajištění (kolaterálu) ve stávajících dodávacích operacích, a to o hypoteční zástavní listy. ČNB také vyzvala banky, pojišťovny a penzijní společnosti, aby se zdržely výplaty dividend či jiných kroků, které by mohly ohrozit odolnost jednotlivých institucí, a to do doby, než odezní akutní i dlouhodobější důsledky pandemie.

**Výchozí kapitálová vybavenost tuzemských bank je díky rezervám a dobrovolně drženému přebytku kapitálu robustní.** Český bankovní sektor je jako celek schopen vyrovnat se s důsledky i významně nepříznivého ekonomického vývoje. V reakci na omezení související s koronavirovou nákazou nicméně dochází k výraznému útlumu ekonomické aktivity, která ohrožuje kvalitu úvěrového portfolia bank. Proto ČNB postupně snížila sazbu proticyklické kapitálové rezervy (CCyB), aby podpořila schopnost bank bez výrazného narušení financovat reálnou ekonomiku a pokrýt potenciální úvěrová rizika (ta se mohou objevit zejména po ukončení moratoria na splátky úvěrů na podzim tohoto roku, viz níže). Bankovní rada ČNB nejdříve v březnu zrušila své rozhodnutí z minulého roku zvýšit proticyklickou kapitálovou rezervu na 2 % a ponechala ji na úrovni 1,75 %. S platností od 1. dubna 2020 byl tento ukazatel snížen na 1 % a od 1. července 2020 na 0,5 %.

**V oblasti hypoték byla uvolněna pravidla pro jejich poskytování.** ČNB již necítí potřebu brzdit potenciální poptávku jako v období vrcholícího přehřátého trhu nemovitostí. Proto v několika krocích uvolnila limity tří úvěrových ukazatelů pro posuzování žádostí o nové hypotéky (Tab. 1). Od 18. června zůstává v platnosti pouze ukazatel LTV (poměr výše hypotečního úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti) ve výši 90 % reflektující přetrvávající nadhodnocení cen bydlení.

**ČNB ve spolupráci s ministerstvem financí iniciovala tzv. úvěrové moratorium.** To umožňuje, aby kvůli výpadkům příjmů firem, živnostníků a domácností v souvislosti s koronavirovou pandemií nedocházelo ke zbytečným či předčasným

**Tab. 1 (BOX) Doporučená výše ukazatelů při poskytování hypoték**

Dva limity při posuzování hypoték byly zrušeny, v platnosti zůstává pouze limit u ukazatele LTV

	do 1. 4. 2020	od 1. 4. 2020	od 18. 6. 2020
LTV (loan-to-value) poměr mezi výší hypotečního úvěru a hodnotou zastavené nemovitosti	80 %	90 %	90 %
DTI (debt-to-income) poměr výše celkového zadlužení žadatele o úvěr a výše jeho čistého ročního příjmu	osminásobek	bez limitu	bez limitu
DSTI (debt-service-to-income) výše měsíční splátky dluhu vůči čistému měsíčnímu příjmu žadatele	45 %	50 %	bez limitu

insolvencím. Ty by české ekonomice způsobily nevratné škody, což by se následně negativně projevilo i na zdraví bank a dalších finančních institucí. V případě, že byl dlužník negativně ekonomicky zasažen pandemií covid-19, může podle zákona přijatého v dubnu 2020 pozastavit splácení svých závazků po dobu 3 nebo 6 měsíců. Moratorium umožňuje nejen rychlý a jednoduchý odklad splátek, ale i to, aby banky a družstevní záložny nemusely k pohledávkám s takto odloženým splácením navyšovat opravné položky. Představuje tak určitou rovnováhu mezi potřebami spotřebitelů a firem na jedné straně a bank a nebankovních poskytovatelů úvěrů na straně druhé, neboť obě strany jsou důležité pro udržení finanční stability.

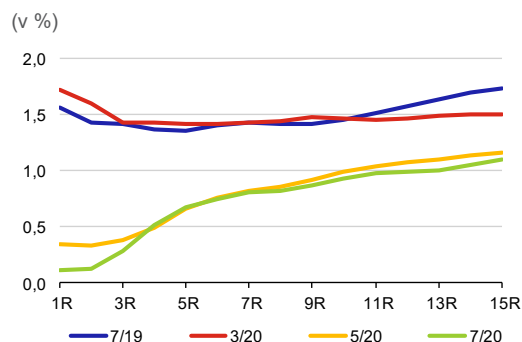
**Domácí úrokové sazby s delší splatností se po předchozím výrazném poklesu pohybovaly na dosažených nízkých úrovních.** Sklon domácí výnosové křivky IRS je zřetelně kladný, což platí i pro křivku tuzemských státních dluhopisů (Graf III.4.2). Panika na světových finančních trzích odezněla, úrokové sazby se stabilizovaly na nízkých úrovních a akciové trhy umazávaly předchozí ztráty. Na trzích převažuje opatrný optimismus s nadějí na ekonomické oživení, které by mělo následovat po uvolnění restriktivních (vládních karanténních) opatření. Trhy pozitivně reagovaly na rozsáhlé fiskální a měnové stimuly a averze k riziku na globálních trzích klesla. Na druhé straně nepříznivě působilo vyostřené napětí mezi USA a Čínou včetně obchodních sporů a obavy z druhé vlny pandemie. Střednědobé a dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně a USA se celkově ve druhém čtvrtletí jen lehce snížily. Také domácí úrokové sazby IRS ve většině splatností mírně klesly.

**Na primárním trhu byl emitován mimořádný objem státních dluhopisů k financování fiskálních stabilizačních opatření.** Ministerstvo financí ČR od začátku roku 2020 vydalo státní pokladniční poukázky a dluhopisy v hodnotě 569 mld. Kč<sup>46</sup> s různou splatností, přičemž poptávka investorů (včetně zahraničních) v některých aukcích i několikanásobně převyšovala nabízené objemy. MF využilo situace, kdy se financování státu s propadem tržních sazeb výrazně zlevnilo<sup>47</sup>, a vytvářelo si rezervy na zvýšené fiskální výdaje. Vedle toho byly emitovány tzv. Dluhopis Republiky pro občany a dluhopisy denominované v EUR. Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů dle statistiky MF se v červnu zvýšila<sup>48</sup> na 692 mld. Kč; podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů činil 35 %.

**Pokles měnověpolitických úrokových sazeb a tržních sazeb se postupně promítá do úrokových sazeb z úvěrů podnikům (Tab. III.4.1).** Sazba z celkových nových podnikových úvěrů se od února snížila o 0,7 procentního bodu na 2,6 %, u čistých nových

**Graf III.4.2 Výnosová křivka státních dluhopisů**

Výnosová křivka během druhého čtvrtletí 2020 podstatně změnila tvar i sklon



**Tab. III.4.1 Klientské úrokové sazby z úvěrů a vkladů**

Na snížení měnověpolitických a tržních úrokových sazeb reagovaly zejména sazby podnikových úvěrů a z vkladů s dohodnutou splatností

(úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

	Úroková sazba 5/20	Změna sazby od 2/20	11/16
<b>DOMÁCNOSTI</b>			
Hypoteční úvěry	2,4	0,0	0,5
Hypoteční úvěry s fixací sazby 1–5 let	2,4	-0,1	0,5
Hypoteční úvěry s fixací sazby 5–10 let	2,3	-0,1	0,5
Čisté nové hypoteční úvěry	2,3	-0,1	0,5
Refinancované hypoteční úvěry	2,2	-0,2	0,4
Spotřebitelské úvěry	7,4	-0,6	-2,7
<b>Vklady</b>			
Jednodenní vklady	0,2	-0,1	0,1
Nové vklady s dohodnutou splatností	0,5	-1,2	-0,6
<b>NEFINANČNÍ PODNIKY</b>			
Nové úvěry celkem	2,6	-0,7	0,8
Malé úvěry (do 30 mil. Kč)	3,4	-0,8	1,0
Velké úvěry (nad 30 mil. Kč)	2,3	-1,0	0,5
Čisté nové úvěry podnikům	1,9	-1,8	0,0
Stavy úvěrů celkem	2,8	-1,0	0,3
<b>Vklady</b>			
Jednodenní vklady	0,1	-0,2	0,0
Nové vklady s dohodnutou splatností	0,3	-1,5	0,2

Poznámka: Změna úrokových sazeb je uvedena od listopadu 2016, kdy se sazby pohybovaly v blízkosti historického minima, a od února 2020 jako posledního měsíce před nástupem koronavirové krize.

46 Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2020 aktualizovaná koncem června předpokládá emise na domácím trhu v objemu minimálně 480 mld. Kč.

47 Téměř žádné výnosy v primárních aukcích nepřesáhly 1 %, pouze nejdelší emitovaný dluhopis (se splatností 20R) byl prodán s průměrným výnosem 1,5 %.

48 Objem krátkodobých vkladů nerezidentů u bank se také zvýšil.

podnikových úvěrů dokonce o 1,8 procentního bodu na 1,9 %. K mírnějšímu poklesu sazby z celkových nových úvěrů podnikům oproti sazbě z čistých nových úvěrů přispělo zejména zvýšení podílu ostatních nových ujednání ke stávajícím úvěrům v souvislosti s odklady splátek. Rozdíl v celkových nákladech financování podniků vyjádřený ukazatelem *cost of borrowing* ve srovnání s eurozónou se snížil na 1 procentní bod (Graf III.4.3).

**Úroková sazba z úvěrů na bydlení se v průběhu druhého čtvrtletí slabě snížila (Tab. III.4.1).** Sazba z nových hypoték dosáhla v květnu 2,4 %, u čistých nových hypoték 2,3 %. Sazba z hypoték je obvykle navázána na výnos desetiletého státního dluhopisu, případně desetiletého úrokového swapu (IRS), a přenos se vyznačuje několikaměsíčním zpožděním. Dle Fincentrum Hypoindexu se úrokové sazby z nových hypoték v průběhu června dále mírně snižovaly. Úroková sazba z nových úvěrů na spotřebu v květnu výrazně klesla. Ex ante reálné úrokové sazby zůstávají u obou segmentů kladné.

**Klientské depozitní sazby z nových vkladů s dohodnutou splatností výrazně poklesly.** Sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností poklesla od února o více než 1 procentní bod – u domácností méně výrazně než u podniků. Průměrná sazba z celkového stavu vkladů se však snížila jen slabě vlivem dominantního podílu jednodenních vkladů s téměř nulovou úrokovou sazbou. Úroková marže bank vyjádřená rozpětím sazeb z nových úvěrů a vkladů se u podnikových úvěrů snížila, u úvěrů domácnostem se výrazně neměnila.

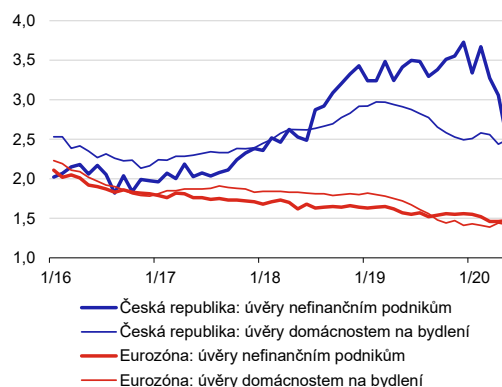
### III.4.2 Měnový kurz

**V průběhu druhého čtvrtletí 2020 koruna částečně korigovala své březnové výrazné oslabení vůči euru (Graf III.4.4).** Koruna rychle posílila ve druhé polovině května z hodnot mezi 27 a 27,6 CZK/EUR (kde se pohybovala s poměrně velkými výkyvy od konce března do poloviny května), do pásma 26,6 až 26,8 CZK/EUR. Reagovala tak na postupné otevírání evropské i české ekonomiky po relativně úspěšném zvládnutí první vlny koronavirové pandemie. Ve druhé polovině července koruna dále posílila v reakci na schválení Evropského fondu obnovy, a to až na 26,3 CZK/EUR. Průměrná hodnota kurzu koruny vůči euru dosáhla ve druhém čtvrtletí hodnoty 27,05 CZK/EUR. To byla mírně silnější hodnota oproti předpovědi minulé prognózy (27,2 CZK/EUR). Meziročně tak koruna oslabila o 5,3 %.

**Vůči dolaru se koruna ve druhém čtvrtletí chovala podobně jako vůči euru, tj. ve druhé polovině května posílila (Graf III.4.4).** Zatímco od počátku čtvrtletí se kurz koruny vůči dolaru pohyboval v rozmezí 24,5 až 25,5 CZK/USD, po rychlém posílení ve druhé půlce května kurz oscilloval ve výrazně užším pásmu 23,5 až 23,9 CZK/USD. Meziroční oslabení koruny vůči dolaru však zůstalo ve druhém čtvrtletí v průměru stále mnohem výraznější než vůči euru; koruna byla meziročně slabší cca o 7,5 %. Rozdíl v rozsahu oslabení vůči euru a dolaru byl spojen s meziročním posílením dolaru vůči euru. To odráželo zřejmě nadále kladný, byť výrazně zúžený úrokový diferenciál dolaru vůči euru a viditelně zesilující divergenci ekonomického vývoje napříč zeměmi eurozóny. V průběhu července však dolar na světových trzích poměrně výrazně oslabil. To bylo dáno mnohem horším zvládnutím epidemiologické situace v USA než

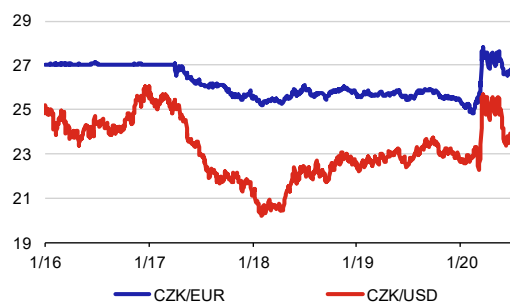
### Graf III.4.3 Klientské úrokové sazby z úvěrů v ČR a eurozóně

Klientské úrokové sazby z úvěrů jsou v ČR oproti eurozóně navzdory poklesu stále výrazně vyšší (celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, v %)



### Graf III.4.4 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Kurz koruny vůči euru i dolaru ve druhém čtvrtletí částečně korigoval své předcházející výrazné oslabení



v Evropě, a především pak schválením Evropského fondu obnovy, které ukázalo schopnost vzájemné fiskální pomoci v EU. Koruna tak vůči dolaru dále poměrně výrazně posílila a na počátku třetí červencové dekády se nacházela kolem hodnoty 22,8 CZK/USD.

**Posilování koruny souviselo s postupným otevíráním evropských ekonomik po zvládnutí první vlny koronavirové pandemie.** To vedlo k částečnému uklidnění situace na finančních trzích. Odrazem tohoto vývoje bylo obnovení poptávky po koruně spojené především s krátkodobými operacemi bankovního sektoru a v menší míře též s mírným zvýšením držby tuzemských státních (převážně korunových) dluhopisů nerezidenty. Korunu přitom neoslabilo ani květnové výrazné snížení úrokových sazeb ze strany ČNB o 0,75 procentního bodu. Česká koruna si totiž i přes květnový a předchozí březnový pokles sazeb nadále zachovává kladný úrokový diferenciál vůči srovnatelně rizikovým měnám. Schválení Evropského fondu obnovy v druhé polovině července pak přispělo k dalšímu částečnému uklidnění finančních trhů, které znepokojovala divergence ekonomik eurozóny se značnými riziky budoucího vývoje především v jejím jižním křídle.

**Kladný úrokový diferenciál korunových a eurových sazeb výrazně klesl, vůči dolaru přešel do mírně kladných hodnot (Graf III.4.5).** Kladný úrokový diferenciál tříměsíčních korunových a eurových sazeb ve druhém čtvrtletí letošního roku klesl z hodnoty cca 1,4 na 0,8 procentního bodu. Úrokové rozpětí tříměsíčních korunových a dolarových sazeb se posunulo ve stejném období z hodnoty cca -0,4 procentního bodu na hladinu cca 0,1 procentního bodu.

**Meziroční oslabení nominálního efektivního kurzu koruny činilo v červnu 3,1 % a proti předchozímu období se zmírnilo (Graf III.4.6).** Koruna v červnu meziročně oslabila vůči 10 měnám v koši, posílila vůči dvěma měnám a vůči jedné měně (polskému zlotému) zůstala stabilní. K oslabení koruny došlo zejména vůči švýcarskému franku (o 8,6 %). Meziroční oslabení koruny však bylo dále patrné i vůči měnám většiny dalších vyspělých zemí. Ke zřetelnému posílení koruny došlo jen vůči maďarskému forintu a ruskému rublu (o 3,4 %, resp. 3,3 %).

### III.4.3 Úvěry

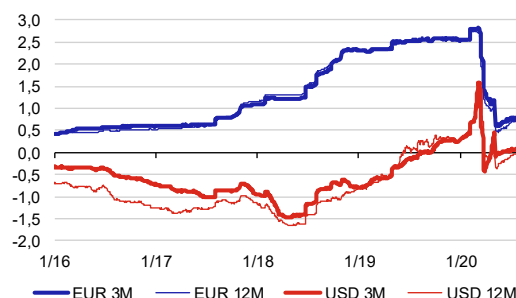
**Růst úvěrů soukromému sektoru ve druhém čtvrtletí dále zpomaloval (Graf III.4.7).** V tom se projevovalo především pokračující zvolňování růstu úvěrů finančním korporacím a výrazné zbrzdění růstu úvěrů domácnostem na spotřebu. Na straně nabídky ke zvolnění úvěrové dynamiky přispělo dle červnového Šetření úvěrových podmínek bank plošné zpřísnění úvěrových standardů i podmínek na zajištění napříč všemi segmenty úvěrového trhu, a to v reakci na výrazné zvýšení rizika v souvislosti s dopady pandemie koronaviru. V souhrnu byly kvůli koronavirové krizi odloženy splátky u úvěrů v objemu 448,2 mld. Kč, což představuje přibližně 14 % celkového objemu úvěrů. Tento podíl je přitom zhruba stejný u úvěrů domácnostem i nefinančním podnikům.

**Dynamika úvěrů na bydlení je od začátku roku stabilní, vlivem koronaviru však výrazně zpomalil růst úvěrů na spotřebu.** Roční míra růstu úvěrů na bydlení se v květnu udržela na 7 %, měsíční

### Graf III.4.5 Úrokové diferenciály

Výrazně kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru se podstatně snížil, mírně záporný diferenciál koruny vůči dolaru se přetočil do nepatrně kladných hodnot

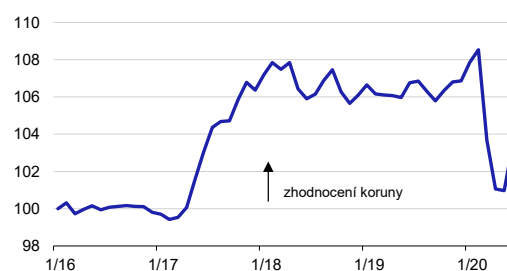
(v procentních bodech)



### Graf III.4.6 Nominální efektivní kurz koruny

V efektivním vyjádření koruna ve druhém čtvrtletí částečně korigovala předchozí výrazné oslabení

(bazický index, leden 2016 = 100)

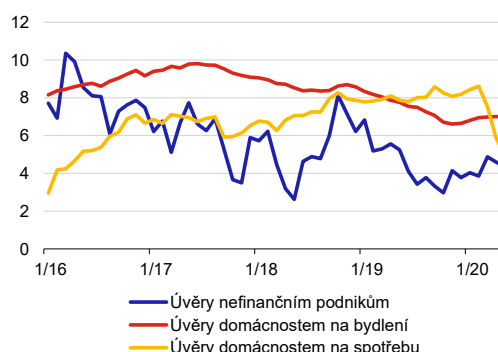


Poznámka: Při výpočtu nominálního efektivního kurzu (NEER) koruny má největší podíl v koši měn euro (64,3 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,8 až 2,6 %) mají dále čínský žen-min-pi, polský zlotý, britská libra, maďarský forint, americký dolar a ruský rubl. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují mezi 1,4 a 0,9 %. Použitá varianta výpočtu vah (uplatňovaná MMF) zahrnuje všechny skupiny SITC.

### Graf III.4.7 Úvěry soukromému nefinančnímu sektoru

Dynamika stavu úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru se snížila, přičemž k výraznému zpomalení růstu došlo zejména u úvěrů na spotřebu

(roční míry růstu v %)





objemy nových úvěrů se přitom stále pohybují na vysokých hladinách (Graf III.4.8).<sup>49</sup> V rámci Šetření úvěrových podmínek banky upozorňují na pokles poptávky domácností po úvěrech, a to z důvodu zhoršené spotřebitelské důvěry a negativních očekávání ohledně ekonomických dopadů pandemie. Tento pesimistický výhled částečně vyvažuje příznivá hladina úrokových sazeb u úvěrů na bydlení a zlepšené vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí. Tempo růstu úvěrů na spotřebu spadlo z únorového pětiletého maxima na květnových 5 %.

**Růst úvěrů nefinančním podnikům po předchozím výrazném zrychlení ve druhém čtvrtletí zvolnil.** Dynamika podnikových úvěrů v květnu dosáhla 4,3 %. Pozorované zpomalení bylo poměrně plošné, nejvýrazněji se však projevilo v činnostech v oblasti nemovitostí a ve stavebnictví (Graf III.4.9). Čerpání úvěrů v rámci programů COVID je zatím stále umírněné.<sup>50</sup> Dle Šetření úvěrových podmínek bank se poptávka podniků po úvěrech ve druhém čtvrtletí 2020 snížila, a to zejména v důsledku utlumených fixních investic a také fúzí, akvizic a restrukturalizací podniků. Banky však vnímaly zvýšenou poptávku po provozním financování ze strany podniků. Ve třetím čtvrtletí letošního roku banky očekávají další pokles celkové poptávky podniků po úvěrech. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech nefinančním podnikům se v květnu mírně snížil (na 36,2 %).

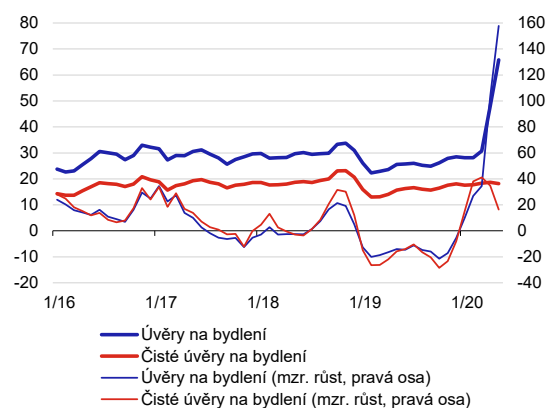
### III.4.4 Peníze

**Tempo růstu peněžního agregátu M3 po předchozím výrazném zrychlení následně ve druhém čtvrtletí zpomalilo (Graf III.4.10).** Roční míra růstu M3 dosáhla v květnu 7,8 %. Tvorba peněz je podporována růstem vládního dluhu – zejména vysokými emisemi státních dluhopisů (v dubnu), na jejichž koupi se dominantně podílely banky, dále nerezidenti a finanční korporace (zejména penzijní fondy). To bylo však z významné části kompenzováno růstem vkladů centrální vlády u bank. Výrazně až k úrovni 10 % zrychlila dynamika jednodenních vkladů zahrnutých v peněžním agregátu M1, což souvisí s uzavřením prodejen maloobchodu a dalších provozoven během vrcholící první fáze pandemie, nižšími spotřebními výdaji domácností i s poskytnutou vládní finanční pomocí. Obdobně zrychlil i růst oběživ. Naopak tempo růstu vkladů nefinančních podniků zvolnilo na 5,1 %.

#### Graf III.4.8 Nově poskytnuté úvěry na bydlení domácnostem

Měsíční objemy čistých nových úvěrů na bydlení se po loňském výrazném poklesu vracejí k hodnotám roku 2018

(měsíční objemy v mld. Kč, meziroční změny v %)

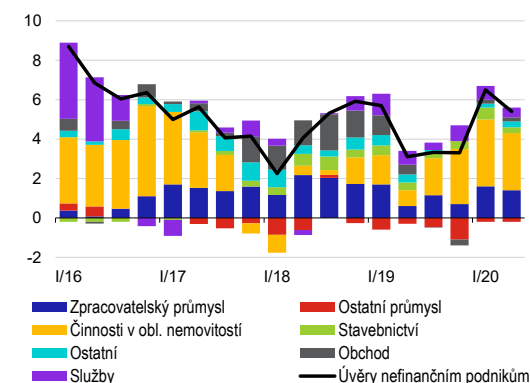


Poznámka: Údaje jsou vyhlazeny pomocí tříměsíčních klouzavých průměrů. Nové úvěry na bydlení zahrnují čisté úvěry (tj. nově poskytnuté úvěry do ekonomiky), refinancované úvěry a ostatní nová ujednání.

#### Graf III.4.9 Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví

Ve druhém čtvrtletí došlo k poměrně plošnému zpomalení úvěrové dynamiky, nejvýrazněji v činnostech v oblasti nemovitostí a ve stavebnictví

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj za květen 2020)

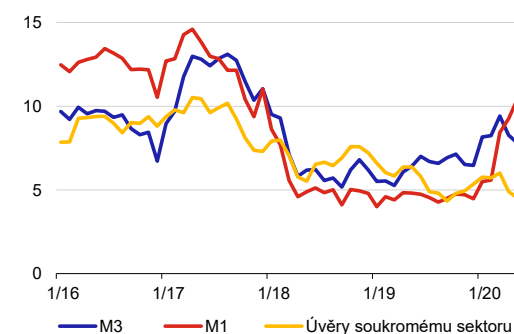


Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto zemědělství a doprava.

#### Graf III.4.10 Peněžní agregáty a úvěry

Růst peněžního agregátu M3 byl tažen zvyšující se dynamikou oběživ a jednodenních vkladů domácností, v čemž se vedle jejich utlumené spotřeby projevila též vládní finanční pomoc domácnostem a OSVČ

(roční míry růstu v %)



<sup>49</sup> Skokový nárůst objemu celkových nových úvěrů na bydlení domácnostem byl způsoben růstem objemu v segmentu ostatních nových ujednání. Tyto nepředstavují čisté nově vytvořené úvěry, ale reflektují nové podmínky dojednané z velké míry v důsledku platnosti moratoria na splátky.

<sup>50</sup> Dle mimořádného reportingu ČNB bylo k 17. 7. 2020 prostřednictvím těchto programů načerpáno do ekonomiky 13,1 mld. Kč, z toho 9,7 mld. v rámci programu COVID II a 0,9 mld. v rámci programu COVID Praha. Významná část těchto finančních zdrojů plyne do odvětví obchodu a zpracovatelského průmyslu. Aktuální statistiky jsou s týdenní frekvencí umístované na adrese <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financi-trh/souhrnne-informace-fin-trhy/statistika-odkladu-splatek-a-uveru-v-programech-covid/>



# Seznam zkratk

BoE	centrální banka UK	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
BoJ	centrální banka Japonska	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
CF	Consensus Forecasts	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
covid-19	onemocnění koronavirem SARS-CoV-2	IRI	Institut regionálních informací
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	ISPV	informační systém o průměrném výděлку
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	JPY	japonský jen
CZK, Kč	česká koruna	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČNB	Česká národní banka	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
ČR	Česká republika	M1, M3	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MF	Ministerstvo financí
DPH	daň z přidané hodnoty	MFI	měnové finanční instituce
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MMF	Mezinárodní měnový fond
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
EET	elektronická evidence tržeb	NBS	Národní banka Slovenska (slovenská centrální banka)
EHP	Evropský hospodářský prostor	NH	národní hospodářství
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NHPP	národohospodářská produktivita
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIU	Economist Intelligence Unit	NÚ	národní účty
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESA	Evropský systém národních účtů	OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OSVČ	osoba samostatně výdělečně činná
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
Fed	centrální banka USA	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
FOMC	Federální výbor pro volný trh	PZI	přímé zahraniční investice
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
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)	Zol	Zpráva o inflaci
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)		
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu		

# Glosář pojmů

Tento glosář vysvětluje některé pojmy, které jsou často používány ve Zprávě o inflaci. Obsáhlejší slovník pojmů lze nalézt na webových stránkách ČNB (<http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/index.html>).

**Běžný účet platební bilance:** zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a jednostranné převody.

**Bid-to-Cover Ratio:** vyjadřuje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

**Ceny neobchodovatelných statků:** zahrnují ceny položek ze spotřebitelského koše ČSÚ, které mají charakter služeb. Tyto položky lze rozdělit na regulované (např. vodné, stočné, odvoz odpadků, MHD, elektřinu a plyn, zdravotní péči, vzdělávání) a ostatní (např. imputované nájemné aproximující ceny bydlení, nájemní bydlení, opravárenské služby, rekreaci a ubytování, restaurace a jídelny, služby péče o tělo, finanční a pojistné služby). Tyto ostatní ceny jsou součástí jádrové inflace.

**Ceny obchodovatelných statků:** zahrnují ceny položek ze spotřebitelského koše ČSÚ, které jsou součástí jádrové inflace a mají charakter zboží. Jedná se např. o odívání, obuv, vybavení a potřeby pro bydlení a zahradničení, dopravní prostředky a IT vybavení. Do této skupiny však nepatří ceny potravin, alkoholu a tabáku a pohonných hmot, jejichž ceny se vyznačují specifickým chováním.

**Ceny potravin:** ve svých materiálech ČNB za ceny potravin označuje sloučenou skupinu cen potravin a nealkoholických nápojů s cenami alkoholických nápojů a tabáku.

**Ceny průmyslových výrobců:** jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na základě údajů z vybraných organizací. Jde o ceny sjednané mezi dodavatelem a odběratelem v tuzemsku bez daně z přidané hodnoty a spotřební daně (bez nákladů na dopravu k zákazníkovi a nákladů s ní spojených) fakturované za významnější obchodní případy.

**Ceny průmyslových výrobců v eurozóně:** jsou pro účely predikčního modelu g3+ rozděleny na jádrovou a energetickou složku. Jádrová složka aproximuje cenový vývoj v odvětvích zahraničního průmyslu, který má vliv na cenovou konkurenceschopnost českého vývozu. Energetická složka naproti tomu zachycuje cenový vývoj v odvětvích zahraničního průmyslu nejvíce citlivých na cenu ropy.

**Ceny tržních služeb:** jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ a zahrnují ceny vnitrostátní nákladní dopravy, služeb pošt a telekomunikací, peněžnictví, pojišťovnictví, ostatních podnikatelských služeb a stočného.

**Ceny zemědělských výrobců:** jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na bázi realizačních smluvních cen (bez vlastní spotřeby), které jsou určeny výhradně pro tuzemský trh a jsou uváděny bez daně z přidané hodnoty.

**Consensus Forecasts:** pravidelná měsíční publikace společnosti Consensus Economics shrnující předpovědi stovek prominentních ekonomů a analytických týmů ohledně budoucího vývoje ve světě. ČNB využívá tyto předpovědi při tvorbě předpokladů o budoucím vývoji vnějšího prostředí ve své makroekonomické prognóze.

**Cyklická složka salda vládního sektoru:** vyjadřuje vliv ekonomického cyklu na hospodaření vládního sektoru.

**Dezinflace:** snižování inflace.

**Diskontní sazba:** měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení přebytečné likvidity, kterou banky u ČNB uloží přes noc v rámci tzv. depozitní facility.

**Druhotné důchody:** představují na běžném účtu platební bilance kompenzující položky k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (dotace a odvody ve vztahu k rozpočtu a dalším fondům EU, penze, zahraniční pomoc, příspěvky aj.).

**Efektivita práce:** ovlivňuje množství produktu na jednotku práce. Z modelového hlediska se jedná o produktivitu výrobního faktoru práce v Cobb-Douglasově produkční funkci. Růst efektivity práce umožňuje dosažení vyššího reálného objemu produkce při použití stejného množství výrobních faktorů; zvyšuje tedy nabídku a vyvolává tak pokles relativní ceny výstupu vůči cenám vstupů.

**Efektivní kurz:** uvádí zhodnocení (index nad 100) či znehodnocení (index pod 100) národní měny vůči koši vybraných měn za určité období oproti základnímu období. Vahami v koši jsou podíly největších obchodních partnerů na obratu zahraničního obchodu.

**Efektivní ukazatele eurozóny:** aproximují vliv ekonomické aktivity (efektivní HDP) a cenového vývoje (efektivní ceny výrobců a spotřebitelské ceny) v eurozóně na českou ekonomiku. Při výpočtu použité váhy odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny.

**Eurozóna:** území těch členských států Evropské unie, které přijaly euro jako společnou měnu v souladu se „Smlouvou o založení Evropského společenství“.

**Experimentální cenový index CPIH:** na rozdíl od indexu spotřebitelských cen (CPI) zahrnuje i ceny starších nemovitostí, tj. transakce, které domácnosti provádějí mezi sebou. Váha bydlení je tak výrazně vyšší. Takto sestavený index lze chápat jako experimentální analytický nástroj pro makrofinanční úvahy. Blíže viz BOX 1 v Zol III/2017.

**Finanční účet platební bilance:** zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva.

**Fiskální impuls:** veličina zohledňující vliv fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v krátkém období.

**Fiskální pozice:** meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v procentních bodech). Kladná hodnota indikuje fiskální restrikcí, záporná hodnota fiskální expanzi.

**Horizont měnové politiky:** časový horizont, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Tento časový horizont je vzdálený zhruba 12 až 18 měsíců v budoucnosti.

**Hrubý domácí produkt (HDP):** klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorbu hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

**Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod sektoru domácností:** hrubý provozní přebytek, jako součást hrubého disponibilního důchodu domácností, je rozdílem mezi hrubou přidanou hodnotou sektoru domácností a součtem náhrad zaměstnanců a ostatních daní z výroby zmenšených o ostatní dotace na výrobu v tomto sektoru. Hrubý smíšený důchod vzniká pouze v sektoru domácností, kde u drobných podnikatelů nelze odlišit odměnu za práci vykonanou vlastníkem firmy nebo členy jeho rodiny od jeho zisku jakožto podnikatele.

**Inlace:** obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje. Je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země. V praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen.

**Inflační cíl:** veřejně a s dostatečným předstihem stanovená hodnota pro inflaci spotřebitelských cen, o jejíž dosažení ČNB usiluje.

**Inflační tlaky:** jsou v modelovém aparátu ČNB dány vývojem reálných mezních nákladů v sektoru spotřeby a dělí se na domácí (v sektoru meziprodukce) a dovezené (v sektoru dovozních cen).

**Jádrová inflace** (dříve nazývaná jako korigovaná inflace bez pohonných hmot): označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

**Krytý dluhopis (covered bond):** dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. *dual recourse*), z něhož vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

**Lombardní sazba:** měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. záůjční facility.

**LTV (loan-to-value ratio):** poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti.

**Měnové podmínky:** představují souhrnné působení úrokových sazeb a měnového kurzu na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. Úrokové sazby a měnový kurz nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

**Měnověpolitická inflace:** inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

**Měnověpolitické úrokové sazby:** krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Patří mezi ně dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

**Míra inflace:** přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

**Míra nezaměstnanosti:** vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a podíl nezaměstnaných osob dle MPSV.

**Nabídkové ceny bytů:** odhady nabídkových cen bytů podle ČSÚ.

**Národohospodářská produktivita práce:** je vypočtena jako podíl sezonně očištěného HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

**Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN):** mzdové náklady potřebné k vyrobení jednotky produkce. NJMN jsou vypočteny jako podíl nominálního objemu mezd a platů na HDP ve stálých cenách (obojí sezonně očištěno).

**Nominální náklady v sektoru meziprodukce:** jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady v tržním sektoru a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady také efektivita práce. V ceně kapitálu se vedle vývoje domácí a zahraniční poptávky odráží také cenový deflátor fixních investic, jenž je ovlivňován pohybem cen dovážených kapitálových statků.

**Nominální náklady v sektoru spotřeby:** jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru meziprodukce a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Dovozní sektor je navíc rozdělen na část dovážející energie a část dovážející ostatní statky a služby. Analogicky tomu jsou rozděleny i dovozní ceny (podrobnější popis rozkladu zahraničních cen na jadrovou a energetickou složku viz „Ceny průmyslových výrobců v eurozóně“). Další složkou nákladů je cenová konvergence, která aproximuje diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

**Obecná míra nezaměstnanosti:** pokrývá věkovou skupinu 15–64 let (měřeno metodikou ILO dle VŠPS). Jedná se o podíl počtu nezaměstnaných a pracovní síly (tedy součtu zaměstnaných a nezaměstnaných) v dané věkové skupině.

**Peněžní agregáty:** představují množství peněz v ekonomice a jsou propočteny z likvidních pasiv měnového charakteru rezidentských měnových finančních institucí (tzv. sektoru tvorby peněz) vůči jiným rezidentským sektorům (tzv. sektoru držby peněz). Kromě domácností sem patří nefinanční podniky a finanční instituce, které nejsou měnovými finančními institucemi, spolu s místními vládními institucemi a fondy sociálního zabezpečení (mimo ústřední vládní instituce). Eurosystém definuje agregát úzký (M1), střední (M2) a široký (M3). Tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů ČR. Peněžní agregáty zahrnují i likvidní aktiva v cizí měně rezidentů ČR uložená u měnových finančních institucí nacházejících se v ČR. Úzké peníze (M1) tvoří oběživo a jednodenní vklady. Střední peníze (M2) zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Široké peníze (M3) obsahují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace, které jsou blízkými substituty vkladů.

**Peněžní trh:** část finančních trhů, která slouží k získávání krátkodobých úvěrů a na které se obchoduje s finančními instrumenty se splatností do jednoho roku. Typickými cennými papíry obchodovanými na tomto trhu jsou státní pokladniční poukázky. V rámci tohoto trhu provádí ČNB repo operace.

**Platební bilance:** zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Základní struktura platební bilance zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet.

**Podíl nezaměstnaných osob:** je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

**Primární saldo vládního sektoru:** je saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby (tj. o tzv. dluhovou službu).

**Prvotní důchody:** jsou položkou běžného účtu platební bilance zahrnující výnosy z práce, kapitálu, poskytnutých finančních zdrojů a nevyrobených nefinančních aktiv (pracovní příjmy, dividendy, reinvestované zisky, úroky, renty a rovněž daně a dotace na produkci a dovoz, představující část finančních toků ve vztahu k rozpočtu EU). V podrobnějším členění je tvoří tři dílčí bilance: náhrady zaměstnancům, důchody z investic a ostatní prvotní důchody.

**Realizované ceny bydlení:** mezinárodně porovnatelný cenový index bydlení (*House Price Index, HPI*), který měří vývoj cenové hladiny bytů a rodinných domů včetně souvisejících pozemků, a to dle jednotné harmonizované normy EU. Zahrnuje jak nové, tak starší (již dříve obývané) bytové nemovitosti. Zdrojem dat je ČSÚ.

**Realizované ceny bytů podle daňových přiznání:** ceny vycházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám bytů, jsou však publikovány s časovým zpožděním.

**Realizované ceny bytů podle výběrového šetření:** alternativní zdroj realizovaných cen starších bytů, který vychází z výběrového šetření ČSÚ v realitních kancelářích a je dostupný s menším časovým zpožděním.

**Regulované ceny:** podskupina spotřebního koše, která obsahuje položky se stanovenými maximálními cenami (mohou být stanoveny na centrální či místní úrovni), věcně usměrňovanými cenami (jedná se o položky, do jejichž cen lze promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady a přiměřený zisk) a administrativně stanovené poplatky. Výběr těchto položek vychází z Cenového věstníku MF.

**Repo sazba:** základní měnověpolitická úroková sazba ČNB, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.

**Saldo vládního sektoru:** odpovídá rozdílu mezi příjmy a výdaji vládního sektoru. V případě záporného salda vládního sektoru hovoříme o deficitu/schodku vládního sektoru. V případě kladného salda vládního sektoru se jedná o přebytek hospodaření vládního sektoru.

**Strukturální saldo vládního sektoru:** je cyklicky očištěné saldo vládního sektoru upravené o mimořádné jednorázové operace, které zachycuje strukturální nastavení fiskální politiky.

**Výjimka z plnění inflačního cíle:** vyvazuje centrální banku ze závazku plnit inflační cíl. Je využívána v režimu flexibilního cílování inflace v situaci, kdy dochází k velkým nárazovým změnám exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky, např. změny nepřímých daní), jejichž vliv na inflaci je zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky.



# Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno)	4323,3	4292,6	4290,7	4387,7	4627,5	4740,7	4994,7	5152,7	5269,6	4840,0	5008,5	5210,8
HDP (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	1,8	-0,7	0,0	2,3	5,5	2,4	5,4	3,2	2,3	-8,2	3,5	4,0
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	0,4	-1,1	0,9	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,9	-4,2	3,4	2,9
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	-3,5	-1,9	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,8	2,3	5,5	1,1	2,9
Tvorba hrubého kapitálu (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	1,8	-4,1	-4,3	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,6	1,4	-15,9	-0,6	5,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	1,1	-3,2	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	2,1	-18,0	3,1	6,7
Vývoz zboží a služeb (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	9,2	4,4	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,2	-14,7	14,7	6,6
Dovoz zboží a služeb (%; meziročně, reálně, sez. očištěno)	6,7	2,7	0,1	10,0	6,9	2,7	6,5	5,8	1,3	-11,6	13,3	6,1
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno)	230,1	289,0	295,6	283,1	276,4	337,4	400,7	337,3	337,1	160,9	236,7	271,7
<b>Koincidenční ukazatele</b>												
Průmyslová produkce (%; meziročně, reálně)	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	3,0	-0,2	-	-	-
Stavební produkce (%; meziročně, reálně)	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	9,2	2,7	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (%; meziročně, reálně)	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	2,7	3,7	-	-	-
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Míra inflace (%; konec období)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	-	-	-
Spotřebitelské ceny (%; meziročně, průměr)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,4	2,4	2,2
Regulované ceny (14,58 %)* (%; meziročně, průměr)	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,4	1,6	2,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (%; meziročně, průměr)	4,3	2,9	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,8	1,9	2,1
Jádrová inflace (55,61%)* (%; meziročně, průměr)	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,1	2,4	1,9
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (%; meziročně, průměr)	7,2	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	-9,3	3,4	1,8
Ménovopolitická inflace (bez vlivu změn daní) (%; meziročně, průměr)	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	3,3	2,2	2,0
Deflátor HDP (%; meziročně, sez. očištěno)	0,0	1,4	1,4	2,6	1,0	1,1	1,3	2,6	3,9	4,8	1,2	1,1
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (%; meziročně, průměr)	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	0,1	0,6	1,7
Ceny zemědělských výrobců (%; meziročně, průměr)	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,8	-0,8	2,2	3,0
Ceny stavebních prací (%; meziročně, průměr)	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7	3,2	4,6	-	-	-
Cena ropy Brent (%; USD/barel; meziročně, průměr)	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	30,5	-10,3	-33,7	5,0	4,3
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (%; meziročně, nominálně)	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	6,4	3,0	3,6	4,1
Průměrná měsíční mzda (%; meziročně, reálně)	0,6	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	3,6	-0,3	1,2	1,9
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev (%; meziročně)	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,6	0,4	-1,6	-1,4	0,7
Nominální jednotkové mzdové náklady (%; meziročně)	0,5	3,5	0,8	1,6	-0,5	3,2	3,7	6,3	4,2	9,5	-1,3	1,2
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu (%; meziročně)	0,3	6,6	3,4	1,7	0,9	3,0	1,8	6,2	2,2	-	-	-
Souhrnná produktivita práce (%; meziročně)	2,0	-1,1	-0,4	1,7	4,0	0,8	3,7	1,8	2,0	-6,7	4,8	3,3
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (%; průměr, věk 15-64)	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,1	3,2	4,7	4,3
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (%; průměr)	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	4,1	5,6	4,9
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-28,3	34,1	76,7	49,3	15,4	-320,7	-249,0	-239,5
Saldo vládního sektoru / HDP** (%; nominálně)	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-5,8	-4,3	-3,9
Dluh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1755,1	1749,7	1734,6	1738,7	2072,6	2327,0	2567,9
Dluh vládního sektoru / HDP** (%; nominálně)	39,5	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,2	37,5	40,1	42,1
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	75,5	123,8	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	236,1	135,0	170,0	230,0
Obchodní bilance / HDP (%; nominálně)	1,9	3,0	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	2,4	2,9	3,8
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	81,3	77,6	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	104,4	105,0	120,0	120,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	20,7	85,2	79,1	24,1	-17,0	20,0	0,0	40,0
Běžný účet platební bilance / HDP (%; nominálně)	-2,1	-1,5	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	-0,3	0,4	0,0	0,7
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-61,0	-50,0	-70,0	-70,0
<b>Ménové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,8	23,1	22,6
Kč/EUR (průměr)	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	26,4	26,0
Kč/EUR (%; meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr)	-1,9	1,5	3,5	6,3	-0,9	-1,3	-3,4	-2,8	-1,2	0,7	-1,6	-1,7
Kč/EUR (%; meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr)	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,8	-1,4	-1,2	1,0	0,4	-0,9
<b>Ceny zahraničního obchodu</b>												
Vývozní ceny (%; meziročně, průměr)	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-0,3	0,9	1,8	1,7	1,0
Dovozní ceny (%; meziročně, průměr)	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-0,7	0,3	-0,4	1,3	1,5
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (%; meziročně, průměr)	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,7	6,3	8,4	6,2	5,2
2T repo sazba (%; konec období, prognóza ČNB = průměr)	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	0,74	0,33	0,97
3M PRIBOR (%; průměr)	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,8	0,4	1,1

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

# Klíčové makroekonomické indikátory

	čtvrtletí roku 2020				čtvrtletí roku 2021				čtvrtletí roku 2022			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno)	1281,6	1156,7	1189,1	1212,6	1227,8	1244,9	1260,5	1275,3	1287,4	1298,0	1307,6	1317,8
HDP (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,0	-12,0	-10,0	-8,6	-4,2	7,6	6,0	5,2	4,9	4,3	3,7	3,3
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,1	-8,0	-5,2	-3,5	-0,8	7,4	4,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,8
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	5,0	5,6	5,9	5,3	2,9	1,1	-0,1	0,7	2,1	2,7	3,4	3,5
Tvorba hrubého kapitálu (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-9,1	-15,8	-17,7	-21,0	-13,0	2,3	4,6	5,8	6,5	6,0	5,0	4,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-8,1	-21,4	-21,2	-21,1	-10,0	7,3	8,5	8,5	8,5	7,5	6,1	5,1
Vývoz zboží a služeb (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-2,2	-28,1	-18,5	-9,9	-3,6	34,0	21,3	12,9	9,2	6,8	5,5	5,1
Dovoz zboží a služeb (%; meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,7	-23,5	-14,3	-7,1	-2,0	30,6	18,5	10,4	7,9	6,1	5,4	5,3
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno)	67,9	22,9	32,0	38,1	49,8	57,4	63,1	66,4	67,6	68,4	68,0	67,6
<b>Koincidenční ukazatele</b>												
Průmyslová produkce (%; meziročně, reálné)	-4,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stavební produkce (%; meziročně, reálné)	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (%; meziročně, reálné)	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Míra inflace (%; konec období)	3,1	3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spotřebitelské ceny (%; meziročně, průměr)	3,6	3,1	3,4	3,3	2,6	2,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Regulované ceny (14,58 %)* (%; meziročně, průměr)	4,2	3,4	3,2	2,9	1,8	1,6	1,5	1,5	2,1	2,1	2,1	2,1
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (%; meziročně, průměr)	4,8	5,5	5,0	3,8	2,3	1,5	1,9	2,1	2,1	2,3	2,0	2,1
Jádrová inflace (55,61%)* (%; meziročně, průměr)	2,9	3,2	3,1	3,3	2,9	2,4	2,1	2,2	2,0	1,9	1,9	2,0
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (%; meziročně, průměr)	1,3	-19,4	-11,5	-7,4	-5,2	14,3	4,0	0,5	1,1	1,9	2,4	2,0
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (%; meziročně, průměr)	3,6	3,2	3,3	3,2	2,4	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Deflátor HDP (%; meziročně, sez. očištěno)	3,7	4,6	5,0	6,0	3,8	1,6	0,5	-1,0	-0,4	0,9	1,8	2,2
<b>Díčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců (%; meziročně, průměr)	1,4	-0,6	-0,5	0,3	-0,5	0,7	1,3	1,0	1,7	1,7	1,7	1,8
Ceny zemědělských výrobců (%; meziročně, průměr)	-3,6	-3,4	1,1	3,8	2,2	2,2	1,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Ceny stavebních prací (%; meziročně, průměr)	4,4	4,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cena ropy Brent (%; USD/barel, meziročně, průměr)	-19,3	-50,7	-30,9	-30,7	-7,2	37,7	5,2	5,0	4,7	4,4	4,1	4,1
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda (%; meziročně, nominální)	5,0	-0,6	4,4	3,4	2,8	7,3	1,8	2,7	3,6	4,0	4,3	4,5
Průměrná měsíční mzda (%; meziročně, reálné)	1,4	-3,7	1,0	0,1	0,2	4,6	-0,3	0,5	1,5	1,8	2,1	2,3
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev (%; meziročně)	-0,5	-0,8	-1,9	-3,1	-2,9	-2,3	-0,9	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7
Nominální jednotkové mzdové náklady (%; meziročně)	6,5	11,0	12,3	8,1	3,1	-2,6	-4,2	-1,2	0,1	1,0	1,7	2,1
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu (%; meziročně)	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Souhrnná produktivita práce (%; meziročně)	-1,5	-11,1	-8,1	-6,1	-1,5	9,9	6,6	4,6	4,0	3,4	3,0	2,6
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (%; průměr, věk 15-64)	2,0	2,4	3,8	4,5	5,0	4,7	4,8	4,5	4,5	4,2	4,4	4,1
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (%; průměr)	3,0	3,6	4,3	5,4	6,0	5,5	5,5	5,2	5,4	4,9	4,9	4,7
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo vládního sektoru / HDP** (%; nominální)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru / HDP** (%; nominální)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	68,7	18,0	18,0	30,3	63,0	50,0	28,0	29,0	74,0	68,0	43,0	45,0
Obchodní bilance / HDP (%; nominální)	5,1	1,4	1,3	2,1	4,7	3,4	1,9	1,9	5,3	4,5	2,8	2,8
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	38,1	35,0	20,0	11,9	30,0	36,0	28,0	26,0	34,0	35,0	27,0	24,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	74,6	-14,0	-45,0	4,4	48,0	-9,0	-49,0	10,0	58,0	-2,0	-40,0	24,0
Běžný účet platební bilance / HDP (%; nominální)	5,5	-1,1	-3,2	0,3	3,6	-0,6	-3,3	0,7	4,1	-0,1	-2,6	1,5
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-0,6	-21,0	-23,0	-5,4	-3,0	-29,0	-30,0	-8,0	-3,0	-29,0	-30,0	-8,0
<b>Ménové kurzy</b>												
Kč/USD (průměr)	23,2	24,6	23,7	23,7	23,5	23,2	23,0	22,9	22,7	22,6	22,5	22,4
Kč/EUR (průměr)	25,6	27,1	26,7	26,7	26,6	26,4	26,3	26,2	26,1	26,1	26,0	26,0
Kč/EUR (%; meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr)	-2,2	2,9	0,8	1,3	1,6	-4,0	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,6	-1,3
Kč/EUR (%; meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr)	-2,0	3,1	1,1	1,8	3,1	-1,3	0,3	-0,3	-1,3	-1,1	-0,7	-0,4
<b>Ceny zahraničního obchodu</b>												
Vývozní ceny (%; meziročně, průměr)	-1,4	2,9	2,1	3,5	4,3	0,1	1,4	1,0	0,8	0,9	1,1	1,3
Dovozní ceny (%; meziročně, průměr)	-1,7	0,0	-0,3	0,5	1,7	0,1	1,9	1,5	1,5	1,5	1,4	1,6
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3 (%; meziročně, průměr)	8,6	8,1	8,6	8,4	7,4	6,5	5,5	5,2	5,1	5,2	5,2	5,3
2T repo sazba (%; konec období, prognóza ČNB = průměr)	1,00	0,25	0,20	0,17	0,19	0,24	0,36	0,54	0,69	0,87	1,07	1,24
3M PRIBOR (%; průměr)	2,1	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / 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  
Fax: 224 412 179  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

ISSN 1803-2400 (Print)  
ISSN 1804-2457 (Online)