

Zpráva o měnové politice

zima 2021



Česká národní banka — Zpráva o měnové politice — zima 2021

Tato Zpráva o měnové politice byla schválena bankovní radou ČNB 11. února 2021 a obsahuje (až na dílčí výjimky) informace dostupné k 22. lednu 2021. Není-li uvedeno jinak, zdrojem publikovaných dat je ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud vydané Zprávy včetně podkladových dat najdete na našich [webových stránkách](#). Souběžnou publikací Zprávy o měnové politice je Chartbook, ve kterém se můžete seznámit s velkou částí dat, která vyhodnocujeme při našem měnověpolitickém rozhodování.

Obsah

SLOVO GUVERNÉRA	5
ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA	6
I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ	8
BOX 1 Obchodní dohoda mezi EU a Spojeným královstvím	12
II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE	14
BOX 2 Fiskální impulz v prognózách ČNB	17
III. INFLACE	25
IV. MĚNOVÁ POLITIKA	30
Scénář delšího útlu vlivem pandemie	35
Scénář stability sazeb	38
BOX 3 Nový model pro prognózu úvěrů	39
SEZNAM ZKRATEK	41
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	42



2%

— Pečujeme o cenovou stabilitu

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

— Jsme transparentní

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

— Hledíme do budoucnosti

Rozhodnutí bankovní rady učiněné dnes ovlivní inflaci za 12 až 18 měsíců. Prognóza ČNB popisuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj, jak ho vidí ekonomové sekce měnové. Prognóza je vytvářena čtyřikrát ročně a spolu s diskusí rizik a nejistot prognózy představuje klíčový, avšak nikoliv jediný vstup pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky.

— Rozhodujeme o sazbách

Hlavním nástrojem měnové politiky ČNB je dvoutýdenní repo sazba. Rozhodnutí o jejím nastavení vysílá impuls prostřednictvím finančního trhu do celé ekonomiky a ve svém výsledku ovlivňuje inflaci tak, aby zůstala v blízkosti cíle. Bankovní rada se k měnovým otázkám schází zpravidla osmkrát ročně. Při rozhodování o sazbách členové bankovní rady diskutují aktuální prognózu a hodnotí nově dostupné informace, rizika a nejistoty prognózy.

Slovo guvernéra



Vážený čtenáři,

pandemie koronaviru obrátila naše životy vzhůru nohama a uvrhla světovou ekonomiku do krize, pro kterou se obtížně hledá historické srovnání. Mnohé firmy, nesčetné domácnosti a dokonce celá odvětví se ocitly přes noc tvář v tvář obrovským, doslova existenčním nejistotám a tvůrce hospodářských politik byli nuceni vymýšlet řešení a podnikat kroky, které ještě nedávno patřily do říše snů. Vlády a centrální banky po celém světě zareagovaly na pandemii velmi rychle a razantně, a to nejen kvůli mimořádným tlakům, kterým ekonomiky a trhy čelily, ale i díky poučením získaným během finanční a dluhové krize.

V důsledku pandemie a jí vyvolaných uzavírek poklesla naše ekonomika v roce 2020 nejvíce od vzniku České republiky. Recese však mohla být ještě hlubší a bolestivější, kdyby rozpočtová politika neposkytla nejvíce postiženým odvětvím, oborům či profesím cílenou podporu. Především díky ní došlo prozatím pouze k mírnému zvýšení nezaměstnanosti. ČNB na hrozící rizika zareagovala trojím rychlým snížením úrokových sazeb a dalšími kroky zaměřenými na zachování finanční stability.

Na začátku roku 2021 je zřejmé, že cesta k oživení nebude snadná ani rychlá. Přestože pozvolna se rozvíjející vakcinace představuje pověstné světlo na konci tunelu, rozšiřování nových agresivnějších mutací viru opakovaně odkládá rozvolňování přijatých protiepidemických opatření nejen u nás, ale i v okolních zemích, s nimiž jsme úzce ekonomicky propojeni. Děje se tak v době, kdy mnoha podnikatelům i domácnostem již vyschly finanční rezervy a jejich schopnost čelit dalšímu prodlužování uzavírek je nejnižší od vypuknutí pandemie. Naopak příslibem je prozatím dobrá kondice domácího průmyslu a zejména oborů, jimž tato krize přinesla nové růstové příležitosti.

Do koronavirové krize vstoupila česká ekonomika s přehřátým trhem práce, což se mimo jiné projevovalo poměrně vysokou inflací překračující horní mez našeho inflačního cíle. Během uplynulého roku se však inflace snížila až do jeho blízkosti a náš aktuální výhled naznačuje, že by se na této hladině měla udržet i v příštích dvou letech.

Nedojde-li k nepředvídatelným nepříznivým událostem, příštím pohybem úrokových sazeb bude pravděpodobně jejich zvýšení. Já i moji kolegové však budeme velmi opatrně zvažovat, kdy k opětovné normalizaci sazeb přistoupit a jak rychle ji provádět, aby zbytečně nepodkopala budoucí oživení a neoslabila naši schopnost plnit inflační cíl.

Vážený čtenáři, přeji Vám zajímavé a podnětné čtení prvního vydání naší zbrusu nové Zprávy o měnové politice, která dnes po 23 letech střídá Zprávu o inflaci. Věřím, že oceníte její nové pojetí a zejména posun k ještě větší transparentnosti našich úvah o měnové politice. Těším se, že Vám v každém vydání stručně nastíním téma, které budu považovat pro aktuální vývoj za klíčové.

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok

guvernér

Rozhodnutí, aktuální výhled a jeho rizika

Bankovní rada ponechala na svém únorovém zasedání dvoutýdenní repo sazbu na 0,25 %, což bylo v souladu se základním scénářem nové makroekonomické prognózy ČNB. Ten po počátečním období stability úrokových sazeb očekává jejich postupný nárůst zhruba od poloviny letošního roku. Růst sazeb bude reakcí na stabilizaci inflace u cíle při odeznívání negativních dopadů druhé vlny koronavirové epidemie v prostředí získávání kolektivní imunity. Hlavním rizikem uvedeného výhledu jsou delší uzavírky doma i v zahraničí a z toho plynoucí další zhoršení finanční situace a sentimentu firem i domácností. K tomu by mohlo dojít kvůli možnému souběhu vícero nepříznivých pandemických faktorů, mezi které patří mutace viru a vážnoucí vakcinace.

Během podzimu zasáhla Českou republiku plnou silou druhá vlna pandemie koronaviru. Ta přerušila slibné zotavování ekonomiky z první vlny, které započalo díky letnímu rozvolnění epidemiologických opatření. V reakci na druhou vlnu byla protiepidemická opatření zase zpřísněna, a to nejprve během podzimu a posléze – po krátkém rozvolnění před Vánoci – ještě více na konci roku. Česká vláda přistoupila k opětovným uzavírkám v maloobchodě a službách, což se podepsalo na vývoji domácí ekonomiky na přelomu roku. S ohledem na těžký průběh epidemie během zimních měsíců lze předpokládat, že česká vláda bude rozvolňovat aktuální protiepidemická opatření v průběhu prvního pololetí roku jen obezřetně. Světlem na konci tunelu je přitom rozbíhající se vakcinace. Po předpokládaném vybudování kolektivní imunity během letošního léta lze očekávat, že v roce 2022 pravděpodobně dojde k obnovení normálního fungování ekonomiky a k návratu mobility lidí a míry sociálních kontaktů v zásadě na úroveň z doby před pandemií.

Dobrou zprávou je, že růst páteřního odvětví naší ekonomiky, tedy průmyslu, který začal během léta, pokračuje i během druhé vlny pandemie. Průmysl, mezinárodní obchod (včetně nákladní dopravy) a fungování globálních výrobních řetězců totiž zatím prokazovaly odolnost vůči pandemii. Potvrzuje to solidní exportní výkonnost tuzemských průmyslových podniků, která brzdí propad HDP na přelomu roku. Ale maloobchod, služby, aktivity v oblasti zábavy, sportu, kultury a turismus zůstanou pandemií zasaženy i po většinu prvního pololetí.

Ochlazování domácího trhu práce související s loňským hlubokým propadem ekonomiky se projevuje postupným zpomalováním růstu fundamentálních (o statistické vlivy očištěných) mezd v tržních odvětvích. Koncem roku pokračoval také pokles zaměstnanosti a růst počtu lidí bez práce navzdory vládním programům na udržení pracovních míst

v postižených odvětvích. Celkově přitom opatření fiskální politiky v loňském roce významně tlumila propad české ekonomiky, a to hlavně skrze podporu příjmů a spotřeby domácností.

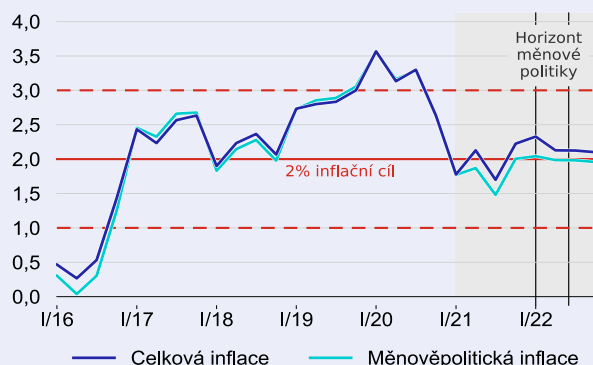
Na podzim loňského roku se inflace zhruba po roce vrátila do tolerančního pásma 2% cíle ČNB a v prosinci dále poklesla. Zapříčinilo to hlavně odeznění předchozího svižného růstu cen potravin a též zpomalení růstu regulovaných cen. K němu došlo díky zlevnění plynu a elektřiny pro domácnosti. Jádrem inflace, která byla po celý loňský rok tahounem celkového růstu cen, se naopak v závěru roku snížila jen nepatrně. Pokles cen u čerpacích stanic pokračoval i přes nedávný nárůst světových cen ropy, který je ale vyvažován oslabením dolaru na světových trzích.

Aktuální průběh pandemie se podepisuje mimo jiné na sentimentu tuzemských firem, a to navzdory pokračující vládní podpoře. Proto budou podnikové fixní investice v letošním roce nižší než loni. Do mírného kladného růstu se tak celková hrubá tvorba kapitálu dostane hlavně díky pokračujícímu růstu vládních investic.

Po zmírnění meziročního propadu v prvním čtvrtletí vystřelí na jaře růst HDP krátkodobě nad 7 %, a to kvůli útlumu ekonomické aktivity během loňské první vlny. K opravdu robustnímu a trvalému růstu se ale tuzemská ekonomika nadechne až během léta. Domácnosti si mimo jiné začnou při návratu do normálního života částečně vynahrazovat předchozí nuceně odloženou spotřebu. Napjatost rodinných rozpočtů ale neumožní rychlý návrat soukromé spotřeby na předpandemickou úroveň. Pokračující zvyšování počtu lidí bez práce v kombinaci s utlumeným vývojem mezd bude totiž brzdit růst příjmů domácností a krotit jejich optimismus.

Inflace se začátkem letošního roku vrátí do blízkosti 2% cíle, na horizontu měnové politiky se bude nacházet mírně nad ním

celková a měnověpolitická inflace, v %



Horizont měnové politiky je vzdálený 12 až 18 měsíců v budoucnosti, jedná se o období, ve kterém má současné rozhodnutí bankovní rady největší vliv na vývoj inflace.

Stejně bude působit ukončení většiny dosavadních fiskálních stabilizačních opatření, a to i přes prodloužení stávajících a nově zaváděné vládní kompenzace. Ani obří daňový balíček přinášející znatelné snížení zdanění mezd výsledný mírně restriktivní vliv fiskální politiky nezvrátí. Domácnosti totiž značnou část dodatečného příjmu uspoří, a část této zamýšlené krátkodobé stimulace soukromé spotřeby se tak mine účinkem. Vývoz českých firem bude naproti tomu letos pokračovat v růstu díky zvyšující se zahraniční poptávce a již zmíněnému omezenému dopadu epidemie na domácí i zahraniční průmysl a mezinárodní obchod. S odbouráním protiepidemických opatření lze od poloviny roku současně očekávat zvýšení produktivity práce díky znovuootevření provozů a návratu lidí na pracoviště. V souhrnu tak letos tuzemská ekonomika – i přes počáteční negativní dopady druhé vlny pandemie – vzroste o více než 2 %. Napřesrok růst HDP dále zrychlí v důsledku návratu spotřeby domácností a investic k plynulému růstu. Společně s kladným příspěvkem vládní spotřeby to vyústí v roce 2022 v růst HDP o téměř 4 %. Koncem příštího roku se tak domácí ekonomika vrátí k předkrizové úrovni a záporná produkční mezera se uzavře. Zotavování ekonomiky napomůže také již delší dobu uvolněná měnová politika ČNB.

Inflace počátkem letošního roku dále klesne a v jeho průběhu bude kolísat kolem 2% cíle ČNB. Jádřová inflace postupně zpomalí. V tom se projeví pokles dovozních cen vlivem posilujícího kurzu a nízké zahraniční inflace. Ve stejném směru budou působit utlumené domácí fundamentální mzdy a také odeznění kladných sekundárních dopadů loňského (do cen nepromítnutého) snížení DPH. Ceny pohonných hmot vlivem odeznění loňského propadu cen ropy na jaře letošního roku výrazně meziročně vzrostou

Po loňském propadu letos domácí ekonomická aktivita ožije, v roce 2022 růst HDP dále zrychlí

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

	2021	2022
Celková inflace (%)	2,0	2,2
	(-0,3)	(0,1)
HDP	2,2	3,8
	(0,5)	(-0,4)
Průměrná nominální mzda	5,2	3,3
	(2,4)	(-0,6)
Úroková sazba 3M PRIBOR (%)	0,7	1,5
	(0,0)	(0,1)
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,8	24,9
	(-0,8)	(-1,0)

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

a budou inflaci zvyšovat. K tomu se později přidá opětovné zdražování potravin dané oživením růstu cen zemědělců. Od února bude na inflaci tlačit také zvýšení spotřební daně na tabák. V prvním pololetí příštího roku, tedy na horizontu měnové politiky, se tak bude inflace nacházet lehce nad 2% cílem. Měnověpolitická inflace, na kterou se soustředí centrální banka při svém rozhodování, bude na celém výhledu mírně pod celkovou inflací vlivem uvedeného zvýšení spotřebních daní. Stabilizace inflace u cíle bude podpořena postupným zmírňováním uvolněnosti měnové politiky.

K pokračujícímu zpevňování měnového kurzu povede zlepšování sentimentu na finančních trzích. Korunu podpoří též znovuootevření české ekonomiky v kombinaci s oživující zahraniční poptávkou. V posilujícím kurzu se rovněž promítne rostoucí rozdíl tuzemských úrokových sazeb vůči eurozóně. Od domácích tržních úrokových sazeb lze totiž po období jejich počáteční stability očekávat postupný nárůst zhruba od poloviny letošního roku. To bude odrážet reakci měnové politiky na stále patrné inflační tlaky při odeznívající pandemii, jejíž definitivní konec je díky očekávanému pozvolnému vybudování kolektivní imunity již na obzoru. Postupný nárůst sazeb bude pokračovat i během příštího roku, a to v podmínkách ukotvení inflace u cíle a s vidinou návratu ekonomiky na předkrizovou úroveň.

I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ

Druhá vlna pandemie je u našich obchodních partnerů doprovázena mírnějšími dopady vládních opatření než na jaře loňského roku. Současná opatření však budou uvolňována jen pozvolna, což si žádá pokračování fiskálních a měnových stimulů. Propad zahraniční ekonomické aktivity je na druhou stranu tlumen dosavadní odolností průmyslu. Ovšem teprve s příchodem jara a zejména pak léta lze očekávat návrat k normálu a tedy k trvalému a robustnímu hospodářskému oživení, k čemuž by mělo napomoci postupné proočkování populace. Solidní vývoj v průmyslu spolu s vyšší cenou ropy bude v nejbližším období tlačit průmyslové ceny nahoru. Utlumená zahraniční poptávka po českém vývozu však nad cenovými vlivy převáží. V souhrnu bude proto na horizontu prognózy působit zahraniční vývoj na českou ekonomiku protiinflačně.

Oproti první vlně odolává globální ekonomika negativním dopadům lépe, světlem na konci tunelu je očkování a jeho prostřednictvím získaná kolektivní imunita

Z významných světových center byl v minulém roce ekonomickými dopady pandemie nejvíce zasažen vývoj v Evropě. Značný pokles zaznamenaly také Spojené státy, zatímco Čína v průměru za celý rok zůstala v kladných číslech (Tab. I.1). Čínská ekonomika, kterou v těžkých časech podržela zejména silná podpora státu, přitom byla tahounem globálního oživení v druhé polovině roku 2020. Naději na rychlejší obnovu americké ekonomiky přinesl avizovaný fiskální stimul ve výši 900 mld. USD i další podpora slíbená prezidentem J. Bidenem. Americká ekonomika se i přes vysoký počet nově nakažených nachází v relativně dobré kondici. Očekává se také uklidnění na poli mezinárodního obchodu, které by měla přinést nová americká administrativa, ale i brexitová obchodní dohoda mezi Spojeným královstvím a EU (BOX 1). Brexit s dohodou je dobrou zprávou pro pandemii těžce zkoušenou ostrovní ekonomiku, které hrozí prodloužení přísných uzavírek ve snaze vlády omezit šíření infekčnější (tzv. britské) mutace viru.

Podzimní vlna pandemie se přelévá i do letošního roku. Řadu ekonomik postihne ještě v prvním čtvrtletí zpomalení mezičtvrtletního růstu HDP či dokonce jeho absolutní propad. Jelikož však nedochází k zásadnímu omezování přeshraničního volného pohybu zboží, bude hrát mezinárodní obchod důležitou pozitivní roli ve snižování dopadů pandemie na globální růst. Průmysl ve světě, na rozdíl od služeb, i v závěru roku pokračoval v expanzi, zejména díky příspěvku asijských ekonomik (Graf I.1). Propad ekonomik bude zmírňován uvolněnou fiskální i měnovou politikou. S normalizací měnové politiky centrální banky podle svých vyjádření zatím spěchat nebudou (Graf I.2). K dalšímu uvolnění měnové politiky v prosinci vedle ECB přistoupila Bank of Japan, která rozšířila své programy nákupu aktiv a podpory úvěrování.

Tab. I.1

Silný propad, který světové ekonomiky zasáhl po vypuknutí pandemie, bude letos evropskými ekonomikami umazán jen částečně

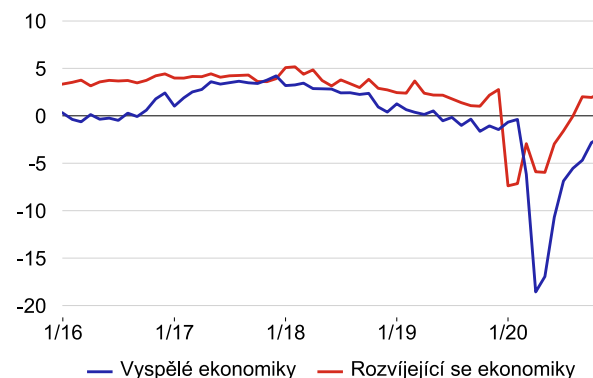
reálný HDP, meziroční změny v %, pramen Refinitiv, CF

	2018	2019	2020	2020	2021	2022
			2Q	3Q		
Eurozóna	1,9	1,3	-14,7	-4,3	-7,3	4,4
USA	3,0	2,2	-9,0	-2,8	-3,5	4,4
Čína	6,6	6,1	3,2	4,9	2,1	8,3
Spojené království	1,3	1,3	-20,8	-8,6	-10,7	4,3

Graf I.1

Tahounem globálního oživení v průmyslu jsou rozvíjející se asijské ekonomiky

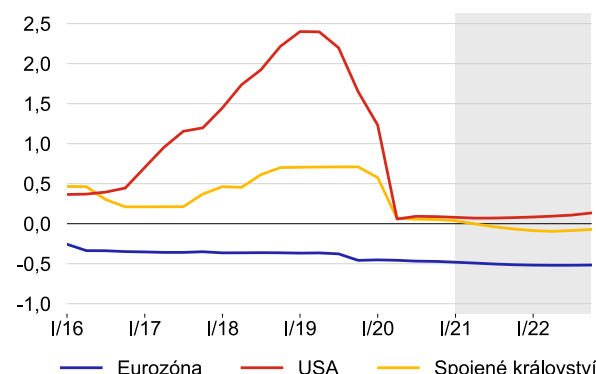
meziroční změna průmyslové produkce v %, pramen Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



Graf I.2

Finanční trhy očekávají, že měnová politika hlavních centrálních bank bude i nadále uvolněná

základní úrokové sazby v %, pramen Bloomberg, výpočet ČNB



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Zahraniční ekonomický vývoj

		2020	2021	2022	
HDP (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	-6,0 (1,2)	3,8 (-0,7)	3,9 (1,1)	Horší vývoj pandemie na přelomu roku se promítá do letošní nižší dynamiky růstu zahraniční poptávky, v roce 2022 bude naopak vyšší.
Spotřebitelské ceny (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	0,6 (0,0)	1,4 (0,4)	1,5 (0,0)	Výhled růstu spotřebitelských cen u našich hlavních obchodních partnerů se zvyšuje jen v letošním roce vlivem očekávané vyšší inflace v Německu.
Ceny výrobců (v efektivní eurozóně)	meziroční změny v % procentní body	-1,6 (0,2)	1,6 (1,2)	1,4 (-0,6)	Příznivý vývoj v průmyslu společně s růstem nákladových tlaků bude v letošním roce přispívat k vyšším cenám výrobců. V roce 2022 dojde naopak ke zvolnění cenového růstu.
Cena ropy Brent	USD/barel	43,2 (0,7)	52,2 (7,8)	50,5 (4,1)	Dle tržních výhledů by cena ropy Brent měla pozvolna klesat; oproti podzimní prognóze je celá křivka termínovaných kontraktů výrazně výše, zejména v letošním roce.
3M EURIBOR	% procentní body	-0,4 (0,0)	-0,6 (0,0)	-0,5 (0,0)	Výhled sazeb 3M EURIBOR zůstal beze změn.
Měnový kurz	USD/EUR	1,14 (0,00)	1,22 (0,03)	1,23 (0,03)	I nadále lze očekávat posílení eura vůči dolaru, a to nepatrně rychlejší.

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

Příznivou zprávou pro letošní rok je započatý proces očkování proti koronaviru, který by měl umožnit vybudovat kolektivní imunitu a postupně otevírat ekonomiky. Postup očkování je ale v současnosti pomalý, neboť vakcíny zatím nejsou dostupné v dostatečném množství.

Odolnost evropského průmyslu během druhé vlny pandemie bude tlumit propad poptávky po českém vývozu, zatímco očekávané oživení bude ve znamení postupného otevírání služeb

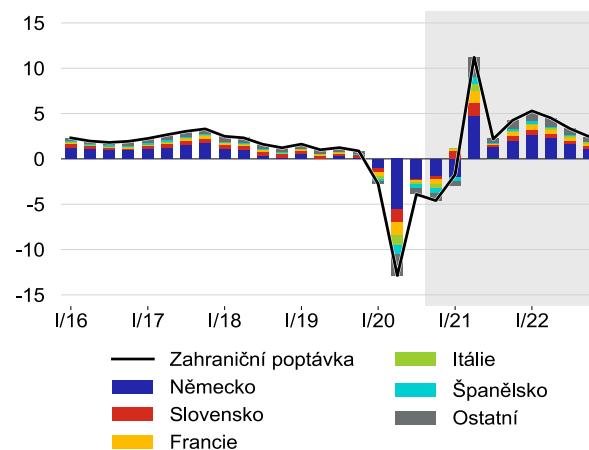
Slibný globální vývoj ve druhé polovině minulého roku se pozitivně promítl do ekonomické situace našich obchodních partnerů, zejména Německa (Graf I.3). Zotavování ekonomik díky letnímu uvolnění výrazně překonalo očekávání především zásluhou rychlého oživení mezinárodního obchodu. Některé sektory jako například turismus se však z krize ani v průběhu léta nevzpamatovaly. Země s vysokým podílem těchto služeb v domácí ekonomice (např. Španělsko) tak vyšly z první vlny s výraznými ztrátami. V souhrnu se meziroční propad HDP v efektivní eurozóně ve třetím čtvrtletí zmírnil na -4 %.

V listopadu pak druhá vlna pandemie přinesla opětovné zavedení vládních omezení, která však byla v porovnání s jarními uzavírkami podstatně mírnější. Zasáhla jen některá odvětví služeb s vysokou mírou sociálního kontaktu a v některých zemích (Itálie, Španělsko) byla zacílena pouze regionálně. Indikátor důvěry ESI ve službách se tak pod tíhou uzavírek opět snížil, zatímco situace v průmyslu zůstala

Graf I.3

Do poptávky po českém vývozu se letos zčásti pozitivně promítne otevírání ekonomik našich hlavních obchodních partnerů

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



Zahraniční poptávku po českém vývozu odvozujeme od růstu HDP našich obchodních partnerů v eurozóně, přičemž zohledňujeme jejich váhu na českém vývozu. V rámci zemí platících eurem jsou našimi váhově nejvýznamnějšími obchodními partnery Německo (směřuje do něj přes 50 % českého vývozu do eurozóny) a Slovensko (přes 10 %), větší pozornost ale věnujeme i ekonomikám Francie, Itálie či Španělska. Pro potřeby jadrového predikčního modelu g3+ odpovídá dynamice zahraniční poptávky po českém exportu čtyřnásobek růstu efektivního HDP eurozóny.

příznivá (Graf I.4). Německý PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci dokonce přiblížil rekordním hodnotám z roku 2018. Vedle pozitivního vývoje průmyslu na globální úrovni a silné poptávky z Asie nepochybně k tomuto vývoji přispělo předzásobení firem kvůli obavám z brexitu bez dohody (BOX 1 na konci této kapitoly).

Dosavadní vývoj naznačuje, že pokles zahraniční poptávky byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2020 ve srovnání s první vlnou mírnější. Mezi nejvíce postižené patří zřejmě Francie, zatímco HDP Německa mezičtvrtletně dále nepatrně roste. Odhadujeme, že celkově se HDP efektivní eurozóny za rok 2020 propadl meziročně zhruba o 6 %, tedy méně, než jsme čekali na podzim.

Jen málo zemím se však podařilo dostat podzimní vlnu pod kontrolu, takže uzavírky se musely prodloužit ještě do prvních měsíců roku 2021. Původně očekávané oživení poptávky v prvním čtvrtletí se tak odložilo. Opatření v Německu či na Slovensku mohou být dokonce přísnější, než tomu bylo v průměru za čtvrté čtvrtletí 2020. Nadějí pro další měsíce je však postupný náběh očkovaní, který je zatím jen pozvolný, neboť dochází k problémům s nedostatkem vakcín. Uvolnění restrikcí tak bude jen pozvolné.

S očekávaným otevíráním sektoru služeb přitom souvisí zvýšení dynamiky růstu od druhého čtvrtletí 2021.¹ Celkově letos dosáhne růst HDP v efektivní eurozóně 3,8 %, v roce 2022 si svou dynamiku udrží. Oproti podzimní prognóze tak snižujeme výhled pro letošek, zatímco výhled pro příští rok vidíme více optimisticky. Pozdější, resp. pozvolnější letošní oživení udrží odhadovanou mezeru výstupu ve srovnání s minulým výhledem déle v záporných hodnotách, i když se mezera koncem loňského roku díky předchozímu silnému letnímu zotavení posunula nečekaně o dost výše.

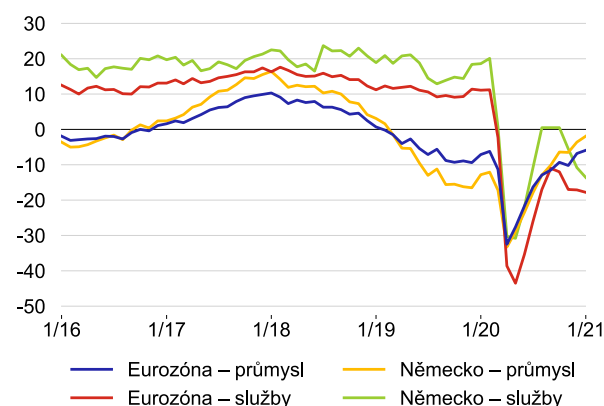
Robustní poptávka v průmyslu a ceny ropy budou v krátkém horizontu tlačit průmyslové ceny výše

Odlišný vývoj mezi sektorem průmyslu a služeb se odráží i v předpokladech o cenovém vývoji v zahraničí. Již v závěru roku 2020 v eurozóně znatelně poklesla spotřebitelská inflace bez vlivu cen energií. Naopak průmyslové ceny očištěné o energie (jádrové ceny) svůj pád zastavily. Solidní poptávka v průmyslu pak stojí za očekávaným zrychlením růstu jadrových produkčních cen, zejména na kratším horizontu. Vedle toho se v průmyslových cenách projeví i aktuální nárůst ceny ropy (Graf I.5). Naproti tomu růst spotřebitelských cen bude letos vedle vlivu zdrazujících energií spíše ve vleku jednorázových

Graf I.4

Uzavírky omezují některá odvětví služeb, průmysl odolává

indikátor důvěry v průmyslu a ve službách, subindex indikátoru důvěry (ESI), pramen Eurostat

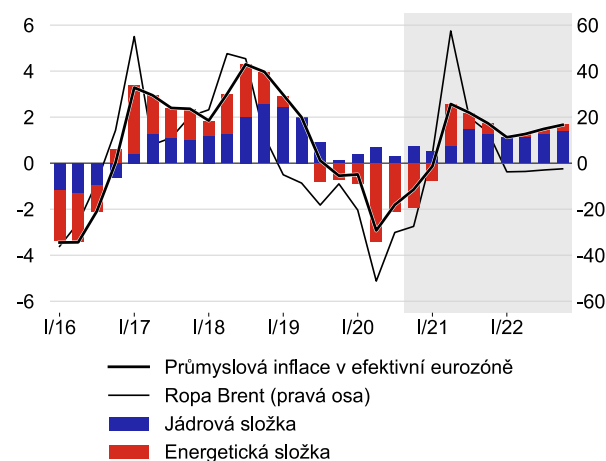


Předpoklady prognózy v oblasti vnějšího prostředí se opírají zejména o prognostické modely ČNB, ale například výhledy úrokové sazby 3M EURIBOR či ceny ropy Brent jsou odvozeny z tržních kontraktů. Cenným zdrojem informací o očekávaném vývoji globální ekonomiky či devizových kurzů jsou i výhledy zahraničních analytiků.

Graf I.5

Ceny výrobců v zahraničí se přehoupnou do meziročního růstu

meziroční růst cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v %, příspěvky v p. b., meziroční změny ceny ropy Brent v %



¹ Případné komplikovanější odeznívání pandemie, doprovázené některými prvky cyklického poklesu, by bylo hrozbou pro ekonomické oživení. Tomuto riziku se věnuje scénář delšího útlumu vlivem pandemie (viz kapitola IV).

vlivů, např. zvýšení DPH či zdanění emisí CO₂ v Německu. Vlivem posilujícího kurzu eura vůči dolaru a jen pozvolného uzavírání záporné mezery výstupu bude dynamika zahraničních průmyslových cen v příštím roce utlumená.

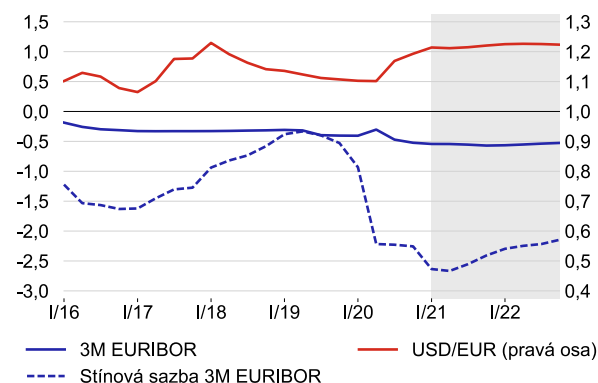
Na ekonomický propad v souvislosti s druhou vlnou pandemie reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky

Výhled sazby 3M EURIBOR zůstal v záporných hodnotách (Graf I.6). Na svém prosincovém jednání ECB navýšila programy nákupu cenných papírů o 500 mld. EUR a prodloužila je do března 2022. Prodloužen byl také program dlouhodobých cílených refinančních operací. V lednu 2021 ECB potvrdila nastavení velmi uvolněné měnové politiky. Dopad prosincového navýšení objemu nákupu aktiv je v prognóze zachycen skrze mírné prohloubení poklesu stínové úrokové sazby více do záporu. Výhled kurzu eura vůči dolaru se posouvá směrem k lehce silnějšímu euru.

Graf I.6

Očekávání nadále uvolněné měnové politiky ECB se promítá do výhledu sazeb v zahraničí

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



Stínová úroková sazba ECB je námi odhadnutá hypotetická sazba, do níž je promítnut vliv konvenčních i nekonvenčních nástrojů měnové politiky ECB do jednoho souhrnného ukazatele.

BOX 1 Obchodní dohoda mezi EU a Spojeným královstvím

Donedávna bylo jedním z významných rizik dalšího ekonomického vývoje na evropském kontinentu hrozcí vystoupení Spojeného království z Evropské unie bez dohody. Ačkoliv bylo referendum obecně o vystoupení z EU, tak se politická reprezentace ostrovní země rozhodla opustit nejen evropskou osmadvacítku jako takovou, ale ukončit také téměř čtyři dekády dlouhé partnerství a členství v celní unii a na jednotném trhu. Po vystoupení UK z EU již tak dále neplatí dohoda o volném pohybu zboží, služeb a kapitálu. V případě brexitu bez návazné nové dohody by pro obchodní vztahy mezi oběma jurisdikcemi začala – po uplynutí přechodného období – od 1. 1. 2021 platit obecná pravidla Světové obchodní organizace. Vzhledem ke značné vzájemné provázanosti obou ekonomik (Graf 1) by však taková situace přinesla ztráty na obou stranách.

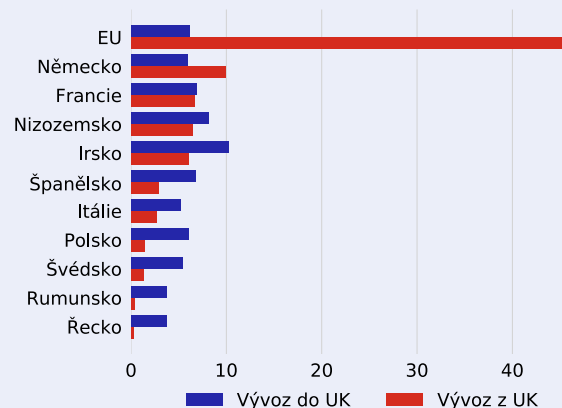
Hrozba náhlého přerušení plynulosti obchodu mezi oběma ekonomickými celky již v minulosti nejednou citelně zasáhla finanční trhy. V prosinci 2020 již byla znatelná únava obou stran z velmi malého dosaženého pokroku a na finančních trzích rostla nejistota a převážily i sázky na odchod bez dohody (Graf 2). Panika tak zachvátila britské a evropské firmy, které se v obavách z narušení dodávek před koncem roku snažily narychlo dostatečně zásobit. Od brexitového referenda v červnu 2016 byl termín opuštění unie ze strany UK několikrát na poslední chvíli posunut, což vždy vedlo obchodní partnery k ostražitosti a předzásobení. To potvrzují jak data o počtu kamiónů přepravených Eurotunelem (Graf 3), tak údaje z přístavů o intenzitě námořní nákladní dopravy.

Na Štědrý den 2020 se po devítiměsíčním vyjednávání nakonec podařilo najít kompromis a obchodní dohodu mezi UK a EU uzavřít. Vzájemný obchod nebude podléhat clům ani kvótám. V případě pohybu osob budou nadále možné krátkodobé výjezdy do 90 dnů, zatímco při delších cestách budou nutná víza. Ve sporných oblastech, které blokovaly jednání, uspělo Spojené království jen v některých bodech. Dosáhlo svého v oblasti pravidel hospodářské soutěže, tj. může si od nynějška nastavit vlastní standardy včetně poskytování státní podpory. Země se nakonec shodly i na dohledu nad řešením sporů neutrální komisí. Spojené království naopak ustoupilo v otázce rybolovu, takže rybáři ze zemí EU se budou muset v následujících více než pěti letech vzdát jen čtvrtiny svých dosavadních úlovků v britských vodách. Další ústupky se týkají například oblasti bezpečnosti. Velká změna nastane i u vzdělávání, kde dochází k ukončení spolupráce v programu Erasmus.

Graf 1

Oba ekonomické celky se vzájemně potřebují

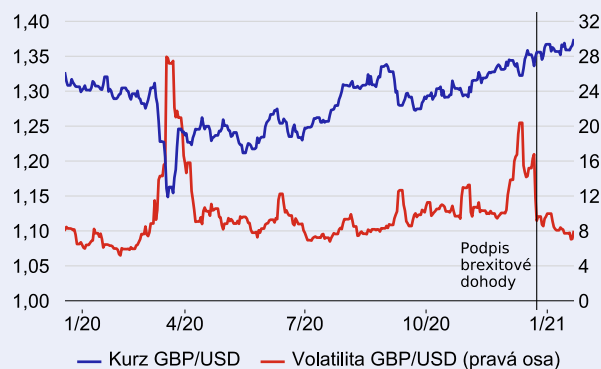
vývoz zboží z EU do Velké Británie a naopak v roce 2019, podíly na celkovém vývozu v %, pramen MMF



Graf 2

Protahující se jednání zvyšovala napětí na finančních trzích

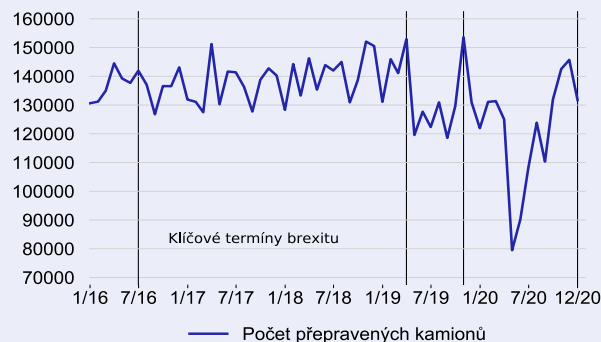
pramen Bloomberg



Graf 3

Před klíčovými termíny brexitu se firmy vždy předzásobovaly a doprava v Eurotunelu rostla

počet přepravených kamiónů v daném měsíci, pramen <https://press.getlinkgroup.com/news/>



Poznámka: 6/2016 referendum o členství UK v EU; 3/2019 původní termín vystoupení UK z EU stanovený na základě maximální lhůty dvou let od aktivace článku 50 Lisabonské smlouvy; 10/2019 UK mělo opustit EU, avšak termín odchodu byl znovu odložen na leden 2020; 12/2020 uzavření obchodní dohody mezi EU a UK.

Dohoda však nepřinesla úlevu finančním společnostem, které by potřebovaly zachovat automaticky zaručený přístup na evropské finanční trhy a prodej finančních služeb z Londýna na jednotném trhu (přišly o jednotnou pasportizaci). Služby v oblasti peněžnictví a pojišťovnictví ve Velké Británii z jedné šestiny závisí přímo na poptávce z jednotného trhu unie. Vyjednávat dále se ještě bude muset také ohledně obchodování s elektřinou, jelikož Velká Británie již není součástí vnitřního energetického trhu.

Úleva po podepsání smlouvy přitom rychle mizí s prvními těžkostmi s přepravou zboží. Zdržení přináší zejména zvýšená administrativa a kontroly na hranicích. Ani britské celní systémy nefungují tak hladce, jak se očekávalo. Složitě je to zejména u potravin, které je třeba transportovat rychle, na což některé společnosti reagovaly pozastavením dodávek na kontinent (např. britský Marks & Spencer). Dále firmy bojují s daňovými změnami a „pravidly původu“, tj. s nejistotou, zda zboží lze dovézt bez cla. Obtíže se pak promítají i do vyšších cen dopravy. Přitom data za lodní dopravu z počátku ledna ukazují na podstatně nižší zájem o cargo služby, než je v tomto období obvyklé. Náběh plného fungování obchodu EU se Spojeným královstvím bude ještě chvíli trvat, což zbrzdí oživení ostrovní ekonomiky. Ale i partneři britských firem na kontinentu čelí nižším objednávkám, což v pandemické době zhoršilo vyhlídky doposud odolávajícího evropského průmyslu. Stále jsou však příznivější než v případě odchodu Spojeného království bez dohody.

II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE

Zhoršení epidemického vývoje v průběhu druhé vlny pandemie vedlo na podzim a v zimě k opětovným uzavírkám domácí ekonomiky, které přetrvávají až do jara. Ty postihují především odvětví obchodu a služeb. Naopak vývozně orientovaný průmysl a část na něj navázaných služeb budou na rozdíl od první vlny zasaženy pouze v malé míře. Nepříznivé ekonomické dopady pandemie budou v průběhu roku postupně vyprchat vlivem zlepšující se epidemické situace. Dopady pandemie bude ještě nějakou dobu zmírňovat vládní finanční pomoc, přičemž většina z podpůrných programů bude během letošního roku ukončena. Zamýšlený stimul v podobě poklesu zdanění mezd bude mít jen omezený dopad do ekonomického růstu. S příchodem jara a zejména pak léta a s postupným zlepšováním sentimentu domácností i firem se obnoví hospodářský růst. Za letošní rok ekonomika v souhrnu vzroste o více než 2 %. Příští rok její růst dále zrychlí, což pomůže k návratu celkové ekonomické aktivity na úroveň před pandemií. Trh práce se bude v nejbližších čtvrtletích dále zchlazovat. Znamky zlepšení se začnou objevovat na konci letošního roku, kdy zřetelně ožije dynamika mezd a následně i růst zaměstnanosti.

Dopad druhé vlny pandemie, který přerušil slibně se rozvíjející zotavování ekonomiky, bude díky odolnosti průmyslu méně devastující²

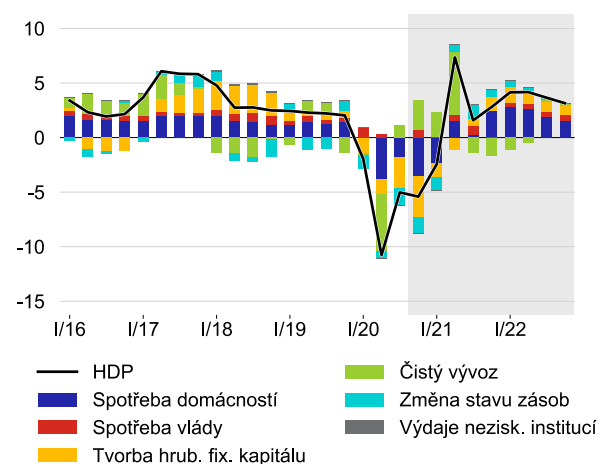
Domácí ekonomika se v létě loňského roku dočasně probudila z jarních uzavírek, a to hlavně díky oživení spotřeby domácností a čistého vývozu. V souvislosti s uvolněním vládních omezení se současně rychle zotavil vývozně orientovaný průmysl. Investiční aktivita se však nečekaně propadla do výrazně záporných čísel. Tomuto propadu však zatím nepřikládáme fundamentální význam, a proto očekáváme, že jeho další prohloubení v závěru loňského roku bude méně výrazné, než jsme předpovídali minule. Pozorované snížení podnikových investic bylo totiž z velké části způsobeno zakolísáním investiční aktivity v automobilovém průmyslu a opakování tohoto jevu neočekáváme.

Slibně se rozvíjející restart ekonomiky byl na podzim přerušován nástupem doposud trvající druhé vlny pandemie a s ní spojeným znovuzaváděním uzavírek obchodu a velké části služeb. Ty se opětovně projeví v hlubokém propadu soukromé spotřeby. Průmysl a část na něj navázaných služeb však na rozdíl od jara odolává zhoršení epidemické situace. Jedná se především o vývozně orientovaná odvětví, která profitují z doposud solidně fungujících globálních výrobních řetězců a plně prostupných hranic pro nákladní dopravu. Výrazně kladný příspěvek čistého

Graf II.1

Růst HDP bude v nejbližší době tažen čistým vývozem

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



² Potvrzuje to i předběžný odhad ekonomické aktivity od ČSÚ, podle kterého HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2020 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3 %. Tyto údaje byly zveřejněny 29. ledna 2021, vzhledem k dřívějšímu uzavření prognózy nejsou součástí jejího základního scénáře.

vývozu tak odmazal část ztráty ekonomického výkonu.

Nemalou měrou do ekonomického vývoje na přelomu roku promlouvá nadále expanzivní fiskální politika. Její stimulační vliv na vývoj HDP však v průběhu letošního roku vyprchá (viz BOX 2). Postupné uvolňování protiepidemických restrikcí s nástupem teplejšího počasí bude doprovázeno zlepšením sentimentu domácností a firem, což bude podporovat soukromou spotřebu i investiční aktivitu. Oživení ekonomiky napomůže také vakcína, která by měla být od léta dostupná široké veřejnosti. Během letošního roku tak domácí poptávka přebere roli tahouna ekonomického růstu, což bude vlivem její vysoké dovozní náročnosti současně snižovat příspěvek čistého vývozu k růstu HDP (Graf II.1).

Ekonomika se v průběhu první poloviny loňského roku propadla pod svůj potenciál v souvislosti s uzavřením průmyslu, obchodů a služeb. Silně negativně ale byl zasažen během jarních měsíců také samotný potenciální výkon ekonomiky, a to v souvislosti s omezením řady průmyslových činností i přeshraničního pohybu zboží a osob. Potenciál se po zbytek loňského roku postupně zotavoval.

Současné restriktce svazující ekonomiku budou v průběhu letošního roku postupně odeznívat, což nastartuje ekonomický růst

Stringency Index sice dosahuje podobné úrovně jako na jaře loňského roku (Graf II. 2), avšak s příchodem druhé vlny epidemie již nedochází k významnějšímu poklesu potenciálu vlivem opětovných uzavírek. Ty se totiž dotýkají především terciárního sektoru, zejména odvětví obchodu, pohostinství i dalších služeb. Zmíněná odvětví mají v našich podmínkách relativně omezenou váhu a navíc se mnozí podnikatelé v těchto odvětvích naučili částečně fungovat i navzdory protiepidemickým omezením (Graf II.3).

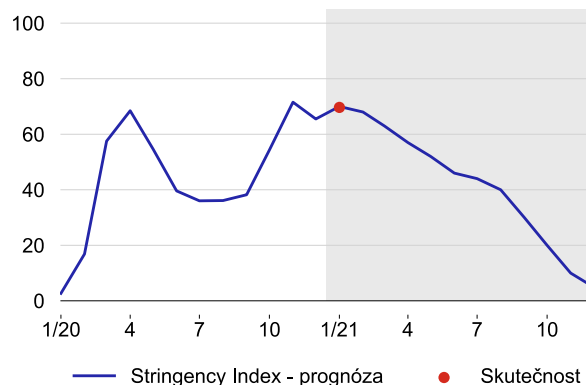
Domácí průmysl a na něj bezprostředně navázaná odvětví služeb jako nákladní doprava nebudou uzavírkami a dalšími opatřeními přímo postiženy (Graf II.3). To napomůže pozvolnému zotavování potenciálu. K jeho výraznému vzepětí ale dojde až ve druhé polovině letošního roku díky postupnému odeznívání pandemie, na které bude navázáno také odstraňování restrikcí. Příznivě se totiž projeví získávání kolektivní imunity v populaci. V souhrnu ale česká ekonomika letos setrvá pod hranicí svých výrobních kapacit vzhledem k fundamentálně oslabené domácí poptávce a zhoršenému sentimentu lidí i firem. K uzavření záporné mezery výstupu tak dojde až na konci horizontu prognózy (Graf II.4).

Graf II.2

Stringency Index v ČR kulminoval na přelomu loňského a letošního roku

průměrné měsíční hodnoty denního indexu

<https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>

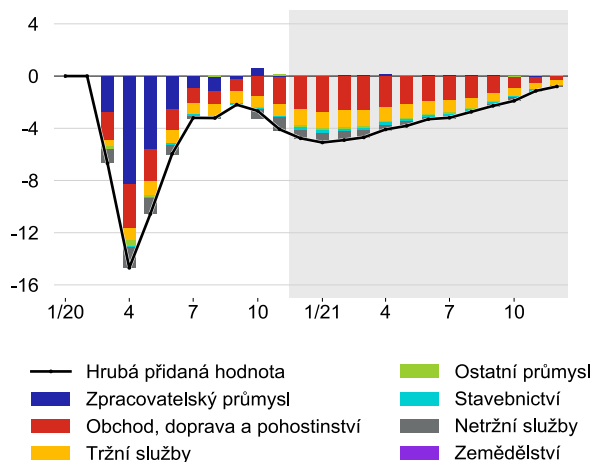


Stringency Index měří přísnost epidemiologických opatření. Jedná se o soubor devatenácti ukazatelů, které reflektují omezení běžného i ekonomického života v důsledku doporučení či nařízení vlády.

Graf II.3

Průmysl se s druhou vlnou pandemie obstojně vyrovnal, naopak služby zůstávají výrazně zasaženy

dopad pandemie do indexu hrubé přidané hodnoty, příspěvky v p. b., únor 2020 = 100



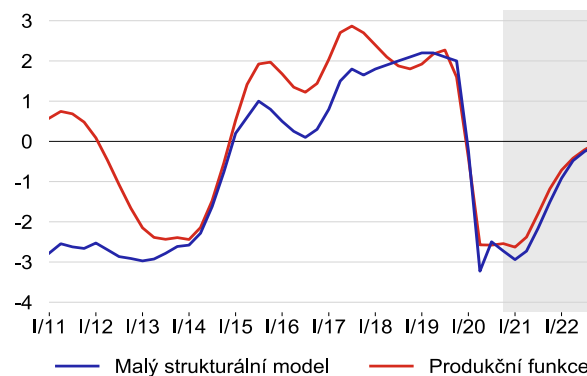
Důležitou roli v dosavadním průběhu pandemie sehrává rozpočtová politika státu, která je realizována prostřednictvím spotřeby vlády i skrze fiskální impulz

Reálná spotřeba vlády během loňského roku solidně vzrostla vlivem nárůstu mimořádných výdajů na zdravotnictví a bezpečnostní sbory. Letos však její dynamika přirozeně zpomalí, což je dáno její mimořádně vysokou úrovní v roce 2020.

Graf II.4

Ekonomika se bude celý letošní rok pohybovat hluboko pod svým potenciálem

mezera výstupu v % z potenciálního produktu



BOX 2 Fiskální impulz v prognózách ČNB

Práce s fiskálním impulzem je nedílnou součástí analytické a prognostické práce sekce měnové při tvorbě makroekonomické predikce ČNB. Jak je vidět v kapitole II (Reálná ekonomika a trh práce), fiskální politika může hrát podstatnou roli ve formování ekonomického vývoje a inflace. Objem finančních prostředků z titulu přijímaných vládních fiskálních opatření bývá v některých obdobích obrovský, což je mimo jiné případ loňského i letošního roku. Pro kvantifikaci vlivu fiskální politiky v daném roce na ekonomickou aktivitu v rámci hospodářského cyklu využíváme odhadovaný tzv. fiskální impulz.

Fiskální impulz lze odhadnout dvěma metodami, které si blíže představíme. V prognóze ČNB pracujeme především s tzv. metodou „bottom-up“ (tj. zdola nahoru). K ověření celkové konzistence fiskální prognózy následně slouží metoda „top-down“ (tj. shora dolů).

Primární metodou pro výpočet fiskálního impulzu je přístup „bottom-up“, který se odvíjí od tzv. fiskální diskrece (viz definice v rámečku). Fiskální diskrece se vyjadřuje v % HDP a představuje souhrn rozpočtových dopadů diskrečních fiskálních opatření na příjmové a výdajové straně veřejných rozpočtů (Tab. 1). Příkladem diskrečních fiskálních opatření je změna daní, zavedení nové sociální dávky či protikrizové programy na podporu zaměstnavatelů (tzv. „Antivirus“) nebo živnostníků (kompenzační bonusy).

Abychom správně vyhodnotili, jak diskreční fiskální opatření ovlivňují vývoj HDP a jeho výhled, je třeba si nejprve uvědomit, zda se jedná o opatření trvalá nebo dočasná. Trvalá opatření mají permanentní dopad do veřejných rozpočtů, meziroční růst ekonomické aktivity však ovlivňují pouze v prvním roce své platnosti. V dalších letech již působí z hlediska růstu ekonomické aktivity neutrálně. Pokud jsou trvalá opatření přijata v průběhu roku, a nikoli na jeho začátku, mají částečný dopad na ekonomickou aktivitu i v dalším roce, resp. jeho části. Po úvodním posunu agregátní poptávky, na který reaguje v počáteční fázi také cenová hladina, nemají trvalá opatření vliv ani na následný vývoj inflace. Dopady do inflace jsou tedy pouze přechodné.

Naproti tomu dočasná fiskální opatření, která ovlivňují stranu příjmů či výdajů veřejných rozpočtů jen po nějakou dobu, působí na ekonomický růst jak při svém zavedení, tak následně i při skončení své platnosti, a to v opačném směru. Dopad dočasných opatření do inflace je tedy při jejich zavedení obdobný jako v předchozím případě, při jejich ukončení je ale nutné si uvědomit, že působí v opačném směru oproti úvodnímu vlivu.

Fiskální impulz je veličina zohledňující vliv fiskální politiky v daném roce na ekonomickou aktivitu v rámci hospodářského cyklu. Do výpočtu fiskálního impulzu vstupuje objem fiskální diskrece a fiskální multiplikátor.

Fiskální diskrece jsou vládou a/nebo změnou legislativy vyvolané meziroční změny vládních příjmů či výdajů, které se odvíjí od konkrétních fiskálních opatření a ovlivňují hospodaření vlády nad rámec dopadů ekonomického cyklu (tj. nad rámec vestavěných fiskálních stabilizátorů).

Fiskální multiplikátor představuje míru vlivu fiskální diskrece na změnu reálného HDP.

Tab. 1

Diskreční fiskální opatření vstupující do propočtu fiskálního impulzu metodou „bottom-up“

v % HDP, z pohledu dopadu do změny salda vládního sektoru

	2018	2019	2020	2021	2022
PŘÍJMOVÁ OPATŘENÍ CELKEM	0,1	-0,1	-0,6	-1,5	-0,3
Zvýšení spotřebních daní	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Změny DPH	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Kontrolní hlášení DPH	0,1				
Elektronická evidence tržeb	0,1				
Zrušení daně z nabytí nemovitosti			-0,2		
Odpuštění soc. a zdrav. odvodů OSVČ			-0,3	0,2	
Prominutí SZP zaměstnavatelům (Antivirus C)			-0,2	0,2	
Zrušení superhrubé mzdy				-1,4	
Zvýšení slevy na poplatníka				-0,2	-0,2
Změny v odpisech				-0,2	-0,1
Ostatní změny daní a SZP	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,1
VÝDAJOVÁ OPATŘENÍ CELKEM	-1,4	-0,8	-2,6	1,2	0,8
Nadstandardní zvýšení důchodů	0,0	-0,3	-0,3	0,1	0,1
Změny v sociálních dávkách	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0
Náhrady vládním zaměstnancům	-0,4	-0,3	-0,3	0,3	0,2
Vládní investice domáci	-0,4	-0,2	0,1	0,0	0,0
Vládní investice z fondů EU	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Vyšší výdaje na ošetrovné			-0,2	0,2	0,0
Antivirus A+B			-0,5	0,4	0,1
Kompenzační bonusy			-0,5	0,4	0,0
Zpětné uplatnění daňové ztráty			-0,3	0,0	0,3
COVID dotace zasažených odvětví			-0,3	0,0	0,3
Ostatní změny výdajů	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OPATŘENÍ CELKEM	-1,3	-0,9	-3,2	-0,3	0,5

Poznámka: znaménko (-) označuje nižší příjmy nebo vyšší výdaje; znaménko (+) vyšší příjmy nebo nižší výdaje. Na výdajové straně nevystupují nemzdové spotřební výdaje, protože jsou zohledněny v modelové prognóze přímým kanálem spotřeby vlády.

Fiskální impulz metodou „bottom-up“ vychází ze souhrnu rozpočtových dopadů jednotlivých diskrečních fiskálních opatření vlády.

Vliv diskrečních fiskálních opatření je do prognózy ČNB zapracováván dvěma kanály. Prvním je trajektorie samotné vládní spotřeby, která je – jako přímá složka domácí poptávky a HDP – součástí fiskálního bloku predikčního modelu g3+. Vedle toho je příspěvek ostatních diskrečních fiskálních opatření zohledněn expertně právě prostřednictvím odhadu velikosti a struktury fiskálního impulsu metodou „bottom-up“. Příspěvek jednotlivých diskrečních fiskálních opatření k růstu reálného HDP, tedy fiskální impuls, je následně vypočten jako součin identifikované fiskální diskrece (kvůli konvenci vstupuje s opačným znaménkem) a fiskálního multiplikátoru. V minulosti jsme pracovali se souhrnným jednotným fiskálním multiplikátorem ve výši 0,6. V aktuální prognóze je tlumena hodnota fiskálního multiplikátoru pro změny upravující zdanění práce.

Pro lepší ilustraci zmíníme propočet dopadů vybraných diskrečních fiskálních opatření k růstu reálného HDP. Zrušení daně z nabytí nemovitosti v minulém roce ubralo z příjmů vlády natrvalo zhruba 0,2 % HDP (Tab. 1), což po vynásobení fiskálním multiplikátorem (0,6) implikuje kladný příspěvek do dynamiky reálného HDP v roce 2020 ve výši přibližně 0,1 procentního bodu. V minulém roce přispělo mimořádné vyplácení kompenzačních bonusů ve výši 0,5 % HDP do dynamiky reálného HDP zhruba třemi desetinami procentního bodu. Jelikož se jedná o dočasnou podporu, bude jejich příspěvek k letošnímu růstu HDP opačný (záporný).

Celkový fiskální impuls spočtený pomocí metody „bottom-up“ je pro účely prognózy rozložen do jednotlivých složek domácí poptávky: spotřeby domácností, soukromých investic a vládních investic, které se dále člení na domácí složku a složku plynoucí z čerpání fondů EU (Tab. 2).

K rámcovému ověření konzistence prognózy a expost ověření metody bottom-up, která je pro tvorbu prognózy primární, je možno použít přístup „top-down“ k výpočtu fiskálního impulsu. Tento přístup zachycuje působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu skrze tzv. fiskální pozici¹, tj. meziroční změnu poměru strukturálního salda vládního sektoru k HDP v procentních bodech (Tab. 3). Kladná hodnota fiskální pozice znamená fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi. Přenásobením fiskální pozice (kvůli konvenci vstupující do tohoto výpočtu s opačným znaménkem) souhrnným fiskálním multiplikátorem (0,6) dostaneme alternativní odhad vlivu fiskální diskrece na změnu reálného HDP.

Vzájemné srovnání výše uvedených metod lze ukázat na příkladu vývoje v roce 2020. Odhad fiskálního impulsu metodou „top-down“ pro tento rok je 2,3 až 3,1 procentního bodu do dynamiky reálného HDP (v závislosti na použité metodě cyklického očištění vládního salda). To je při hodnocení celkového vlivu fiskální politiky na ekonomickou aktivitu kvalitativně v souladu s odhadem metodou „bottom-up“. Mírně vyšší kvantifikace metodou „top-down“ ukazuje na pravděpodobné dodatečné flexibilní výdaje vlády nad rámec konkrétních změn legislativy.

Tab. 2

Příspěvek diskrečních fiskálních opatření k růstu HDP je rozdělen do jednotlivých složek domácí poptávky

příspěvky k růstu HDP v p. b.

	2018	2019	2020	2021	2022
FISKÁLNÍ IMPULZ	0,8	0,5	1,9	-0,3	-0,3
z toho dopad skrze:					
spotřebu domácností	0,3	0,4	1,7	-0,3	-0,3
soukromé investice	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1
vládní investice domácí	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1

Tab. 3

Fiskální prognóza s odhadem strukturálního salda a fiskální pozice vstupuje do propočtu fiskálního impulsu metodou „top-down“

v % nominálního HDP, není-li uvedeno jinak

	2018	2019	2020	2021	2022
Příjmy vládního sektoru	41,5	41,6	41,4	40,3	40,0
Výdaje vládního sektoru	40,6	41,3	47,5	46,8	45,6
z toho: úrokové platby	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,9	0,3	-6,1	-6,5	-5,6
z toho:					
primární saldo ^{a)}	1,7	1,0	-5,4	-5,8	-4,9
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	0,9	0,0	-6,3	-6,7	-5,7
Cyklická složka (dezagreg. metoda) ^{d)}	1,5	1,5	-0,9	-0,9	-0,5
Strukturální saldo (dezagreg. metoda) ^{d)}	-0,6	-1,5	-5,4	-5,8	-5,2
Fiskální pozice v p. b. (dezagreg. metoda) ^{e)}	-1,1	-0,9	-3,9	-0,4	0,6
Cyklická složka (agreg. metoda) ^{d)}	0,7	0,6	-0,6	-0,6	-0,1
Strukturální saldo (agreg. metoda) ^{d)}	0,2	-0,6	-5,7	-6,0	-5,6
Fiskální pozice v p. b. (agreg. metoda) ^{e)}	-0,4	-0,8	-5,1	-0,3	0,5
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	32,1	30,2	38,4	43,3	46,7

Poznámka:

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.

Fiskální impuls metodou „top-down“ využívá agregovaná data – strukturální saldo hospodaření vlády, tj. rozpočtové saldo očištěné o vliv ekonomického cyklu a mimořádná jednorázová opatření.

Při hodnocení fiskální politiky se často hledí na saldo hospodaření vlády a vládní dluh. Proto je vhodné zmínit jejich vztah k fiskálnímu impulzu. Fiskální impulz se odráží v deficitu a dluhu veřejných rozpočtů skrze jednotlivá diskreční fiskální opatření. Expanzivní diskreční fiskální opatření navyšují po celou dobu své účinnosti vládní deficit a dluh. Přitom ale – jak bylo vysvětleno výše – přispívají kladně k růstu HDP jen dočasně, tedy jen při svém zavedení (fiskální impulz z nich plynoucí je pozitivní jen v prvním roce jejich platnosti). Naopak restriktivní diskreční opatření zmenšují během celé doby své účinnosti vládní deficit a dluh, ale přitom mají negativní příspěvek k dynamice HDP jen při svém zavedení (fiskální impulz z nich plynoucí je negativní jen v prvním roce jejich platnosti).

Porovnání celkového fiskálního impulzu (příspěvku fiskální politiky k růstu HDP) v jednotlivých letech s trajektorií vládního deficitu či dluhu vyjádřených vůči nominálnímu HDP proto není samo o sobě příliš vypovídající. Nad rámec výše uvedených rozdílů plynoucích z odlišných definic existují mezi těmito veličinami i další metodické rozdíly², přičemž na hospodaření vládního sektoru a vládního dluhu má – vedle fiskální diskrece – vliv také celá řada dalších faktorů³.

1 Fiskální pozici je možno spočítat na základě dvou metod, agregované (využívající odhad mezery výstupu) a dezagregované (postavené na vývoji jednotlivých daňovýchází v rámci ekonomického cyklu).

2 Změna v čerpání fondů EU se plně promítá do fiskálního impulzu, avšak v hospodaření veřejných rozpočtů a vládním dluhu se projeví jen do výše spolufinancování vlády na evropských projektech.

3 Fáze ekonomického cyklu, cenový vývoj, vývoj nominálního HDP, tvorba finančních rezerv vlády, placené úrokové náklady na vládní dluh.

Po loňském výrazném stabilizačním příspěvku fiskální diskrece k vývoji HDP, který zbrzdil propad české ekonomiky o dva procentní body, bude podle prognózy letošní fiskální impulz mírně záporný (Graf II.5). Většina podpůrných opatření má totiž dočasný charakter, což je v souhrnu jen částečně kompenzováno snížením daně z příjmů. I v roce 2022 zůstane fiskální impulz mírně záporný, což souvisí zejména s koncem pozitivního dopadu zpětného uplatňování daňové ztráty (*loss carryback*) a vyprcháním podpory cílené na oblasti postižené uzavírkami během pandemie (více k metodice fiskálního impulzu viz BOX 2).

Stabilizační fiskální opatření se dominantně projevila ve zmírnění negativních dopadů pandemie na sektor domácností a jejich spotřebu

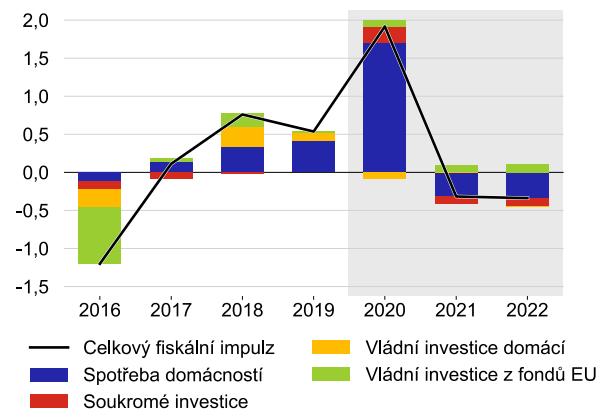
Pokles spotřeby domácností v závěru loňského roku vlivem opětovných uzavírek byl částečně vyvažován mimořádným bonusem pro důchodce (Graf II.6).³ Předpokládáme, že větší část získaných prostředků utratí důchodci obratem vzhledem k jejich vysokému sklonu ke spotřebě. S ohledem na to, že výplata bonusu probíhala průběžně během celého prosince, dopad tohoto opatření odezní v plné míře až ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Zřetelná zůstává rovněž vládní podpora podnikatelů. Ta pokračuje ve velké míře prostřednictvím dotací a kompenzací pro uzavírkami přímo postižené oblasti, jako je sport, kultura, ubytování, nebo stravování. S postupným zlepšováním epidemické situace

Graf II.5

Příspěvek diskrečních fiskálních opatření k růstu HDP bude letos záporný, zejména prostřednictvím spotřeby domácností

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



Odhadovaný fiskální impulz, značící příspěvek rozpočtové politiky k vývoji HDP, je pro účely prognózy rozložen do jednotlivých složek domácí poptávky: spotřeby domácností, soukromých investic a vládních investic, které dále členíme na domácí složku a složku plynoucí z čerpání fondů EU.

3 Šlo o tzv. „rouškovné“ ve výši 5000 Kč na osobu.

a pozvolným rozvolňováním uzavírek by měla být tato dočasná pomoc v prvním pololetí postupně ukončována. To se projeví v záporném příspěvku fiskální politiky k růstu spotřeby ve druhém i třetím čtvrtletí.

Částečnou podporou pro soukromou spotřebu v letošním roce je také zrušení superhrubé mzdy a zvýšení slevy na poplatníka, které jsou součástí daňového balíčku účinného od ledna. Vzhledem k rozsahu těchto opatření jsme se počínaje touto prognózou rozhodli opustit práci s jednotným fiskálním multiplikátorem a zavést dva specifické. Fiskální multiplikátor ve výši 0,6, který jsme používali doposud plošně, nyní uplatňujeme pro všechna rozpočtová diskreční opatření s výjimkou změn upravujících zdanění práce, které se týká zrušení superhrubé mzdy a zvýšení slevy na poplatníka. V jejich případě pracujeme s nižším multiplikátorem ve výši 0,3, což odpovídá dosavadní empirii v případě snížení daní z příjmu.

Daňová úprava se navíc v tomto případě dotýká ve vyšší míře osob s nadprůměrnými příjmy, které mají nižší sklon ke spotřebě. Ve výsledku jsme tedy jen mírný prorůstový impuls daňové reformy zhruba rovnoměrně rozložili do první poloviny roku. To odráží faktickou účinnost opatření od ledna, přičemž část efektu naběhne až po otevření obchodů a služeb během jarních měsíců. Daňový balíček je, legislativně vzato, platný natrvalo, proto nebude mezičtvrtletní dynamika spotřeby domácností ovlivněna tímto opatřením v dalších obdobích. Součástí fiskálního impulsu je i celá řada dalších opatření, ta však v souhrnu ovlivňují spotřebu domácností pouze v malé míře.

Propad spotřeby domácností odezní s koncem pandemie a spotřeba domácností se stane jedním z tahounů ekonomického růstu

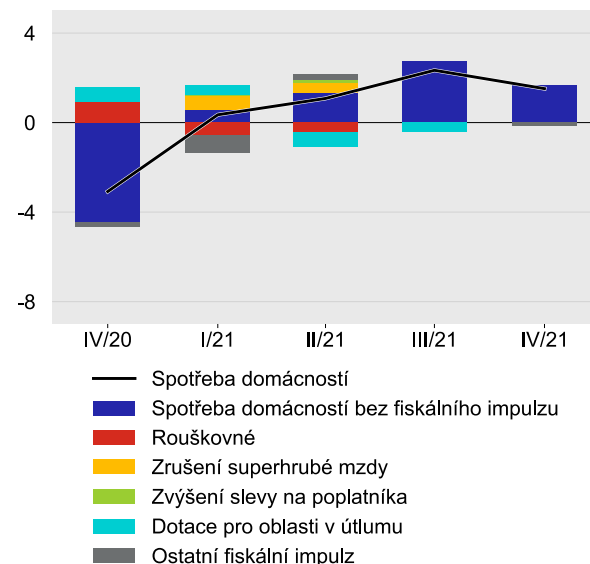
Propad spotřeby domácností se v závěru loňského roku prohloubil (Graf II.7). Na tom se podílelo především znovuzavedení uzavírek, které takřka zcela paralyzovaly odvětví obchodu, pohostinství a služeb. Ve stejném směru působilo i zhoršení spotřebitelského sentimentu, který reagoval na obavy z nárůstu nezaměstnanosti a pesimističtější hodnocení celkové situace.

Pokračující zchlazování trhu práce se odrazilo v přechodném zastavení růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu (Graf II.8). Ten byl brzděn především poklesem příspěvku mezd a platů i příjmů podnikatelů. V prvním čtvrtletí 2021 se však růst nominálního hrubého disponibilního důchodu ožíví díky pokračující vládní podpoře a obnovenému kladnému působení mezd a platů a jeho tempo zůstane zřetelně nad dynamikou spotřeby domácností. Míra úspor se dočasně zvýší, přičemž snižovat se začne v dalším průběhu roku, jakmile odezní uzavírky a lidé budou opět moci nakupovat zboží a služby také

Graf II.6

Výrazný útlum spotřeby domácností na přelomu roku zmírňovala podpora ze strany jednorázových i trvalých fiskálních opatření

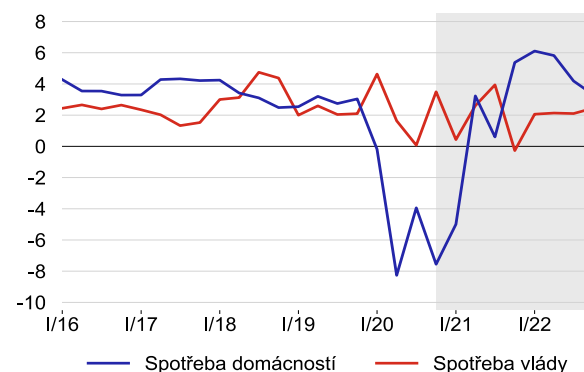
spotřeba domácností, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.7

Růst spotřeby domácností se letos obnoví, zatímco dynamika vládní spotřeby bude zhruba stabilní

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



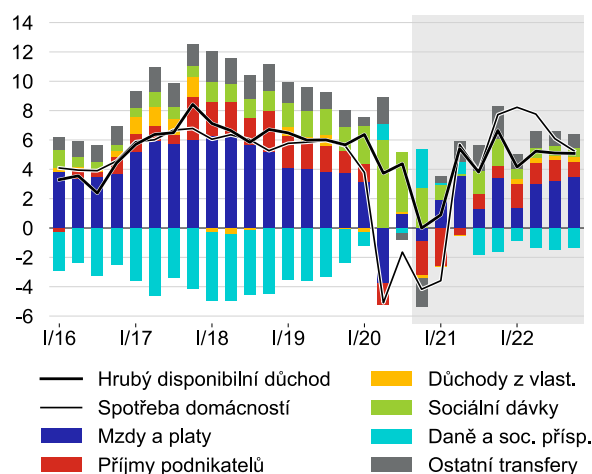
v kamenných obchodech a provozovnách. Budou si přitom v podmínkách všeobecně odeznívajícího pesimismu vynahrazovat část nuceně odložené spotřeby z první a druhé vlny pandemie. To se projeví v obratu míry úspor směrem k jejímu poklesu.

V letošním roce spotřeba domácností úhrnem vzroste lehce méně, než jsme očekávali minule. Její dynamika dosáhne pouze 1 %, a to zejména vlivem uzavírek během zimních měsíců. S jejich pozvolným rozvolňováním a rostoucí mírou proočkování populace dojde od druhé poloviny roku k odeznívání nepříznivých ekonomických dopadů pandemie. S tím se soukromá spotřeba nadechne k trvalejšímu a robustnímu růstu. V příštím roce se tak domácnosti mohou těšit na více než 4% růst své spotřeby, a to i přes nárůst tržních úrokových sazeb. Na předpandemickou úroveň se nicméně spotřebitelská poptávka nevrátí ani do konce roku 2022, neboť domácnosti budou po zkušenostech z loňského a letošního roku při svých vydáních postupovat přeci jenom obezřetněji než v minulosti. Odrazí se v tom i stále zvýšená nezaměstnanost.

Graf II.8

Na obnovu růstu disponibilního důchodu začátkem roku naváže se zpožděním růst spotřeby

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



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Reálná ekonomika a trh práce

		2020	2021	2022	
HDP	meziroční změny v % procentní body	-5,8 (1,4)	2,2 (0,5)	3,8 (-0,4)	Prognóza HDP se v letošním roce přehodnocuje směrem nahoru, a to kvůli lepšímu vývoji v průmyslu a méně restriktivnímu fiskálnímu impulzu.
Spotřeba domácností	meziroční změny v % procentní body	-5,0 (-0,4)	1,0 (-0,6)	4,8 (1,3)	Spotřeba domácností oproti minulé prognóze loni poklesla výrazněji v návaznosti na větší míru uzavírek. Jejich přetrvání se projeví v pomalejším růstu i v letošním roce.
Spotřeba vlády	meziroční změny v % procentní body	2,5 (-1,7)	1,7 (0,4)	2,2 (-0,3)	V porovnání s podzimní predikcí spotřeba vlády loni tlumila pokles HDP méně, v roce 2021 a 2022 se přehodnocuje jen mírně.
Tvorba hrubého fixního kapitálu	meziroční změny v % procentní body	-8,8 (-2,4)	-0,5 (0,9)	4,3 (0,8)	Propad investic bude letos o něco mírnější než v minulé prognóze, a to kvůli odolnosti investičně náročného průmyslu.
Čistý vývoz	přísp. k růstu HDP procentní body	-0,4 (2,7)	1,1 (0,5)	-0,3 (-1,3)	Pozorovaná data a vyšší odolnost vývozně orientovaného průmyslu letos zvyšují příspěvek čistého vývozu.
Zaměstnanost	meziroční změny v % procentní body	-1,2 (0,2)	-1,0 (0,9)	0,5 (-0,1)	Pokles zaměstnanosti bude oproti minulé prognóze nižší vlivem menšího poklesu ekonomické aktivity v roce 2020 a vyšší odolnosti průmyslu vůči dopadům druhé vlny pandemie.
Nezaměstnanost (ILO)	% procentní body	2,6 (-0,1)	3,6 (-0,9)	3,5 (-0,8)	Silnější poptávka po práci povede k nižšímu nárůstu míry nezaměstnanosti.
Průměrná měsíční nominální mzda	meziroční změny v % procentní body	3,2 (-0,1)	5,2 (2,4)	3,3 (-0,6)	Mzdový růst se pro letošní rok přehodnocuje výrazně výše vlivem daňové optimalizace, vyššího růstu tržních fundamentálních mezd i silnější dynamiky netržních mezd.

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

Trh práce se postupně ochlazuje, což vede ke zpomalování fundamentálního mzdového růstu

Souhrnný indikátor trhu práce potvrzuje tendenci k jeho zchlazování (Graf II.9). Celkově by se trh práce měl během letošního roku přiblížit shora své dlouhodobé rovnováze. Dopady pandemie na trh práce se přitom dosud projevují celkem umírněně. K tomu výraznou měrou napomohly vládní programy na udržení zaměstnanosti v odvětvích postižených uzavírkami.

Mzdový vývoj v tržních odvětvích je na přelomu loňského a letošního roku ovlivňován řadou jednorázových faktorů, které působí nad rámec fundamentálního vývoje. U jednorázových vlivů jde především o statistické efekty plynoucí z výpadku mzdy zaměstnanců pobírajících ošetřovné či náhradu mzdy v případě karantény. Částečný výpadek mezd nastal rovněž u zaměstnanců, kteří nepracují z titulu překážek v práci v souvislosti s pandemií, přičemž někteří z nich čerpají pouze částečné náhrady mzdy. V závěru loňského roku také došlo k výplatám mimořádných odměn ve zdravotnictví. V souvislosti se snížením efektivní daňové sazby z příjmu od letošního ledna počítáme s tím (obdobně jako při změnách daňových sazeb v minulosti), že část firem využije situace a v rámci daňové optimalizace přesune mimořádné odměny z konce čtvrtého čtvrtletí na začátek letošního roku (Graf II.10).

Jednorázové vlivy přitom rozkolísávají dynamiku mezd vykazovaných v oficiálních statistikách

Po poklesu v loňském roce letos statisticky vykázaný růst mezd výrazně zrychlí, ale příští rok opět v průměru zpomalí. Z hlediska ekonomické interpretace mzdového růstu tak má smysl sledovat odhadovaný fundamentální růst mezd (Graf II.11).

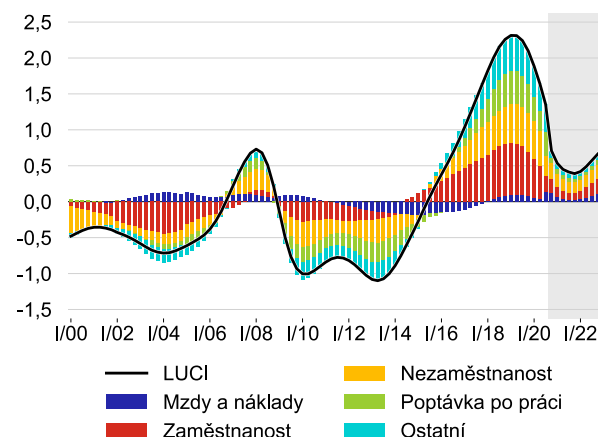
Fundamentální mzdový růst v tržních odvětvích bude v rostoucí míře inkasovat negativní dopady pandemie. Jeho postupné zpomalování bude pokračovat až do poloviny letošního roku. Tomu nezabrání ani další (v pořadí již sedmé) zvýšení minimální mzdy, které činí 600 Kč a minimální mzda díky němu od letošního ledna vzroste na 15 200 Kč. Situace se však změní od druhé poloviny roku, kdy se začne růst fundamentálních tržních mezd postupně zvyšovat v důsledku obnovy hospodářského života a zlepšujících se očekávání. Vzhledem k nejistotám ohledně budoucího vývoje a obvyklé velké setrvačnosti trhu práce nicméně zůstane mzdová dynamika utlumená až do konce roku 2022, a bude se po většinu času nacházet zřetelně pod dlouhodobě rovnovážnou úrovní (5 %).

V netržních odvětvích bude letos pokračovat odeznívání vysokého růstu platů z předchozích let. Od ledna se přitom na platech výrazně přidávalo zejména ve školství a sociálních službách, mzdy ostatních zaměstnanců netržní sféry vzrostly jen mírně. Stejně

Graf II.9

Souhrnný indikátor trhu práce (LUCI) se letos dále mírně sníží, zůstane však nad svou rovnovážnou úrovní

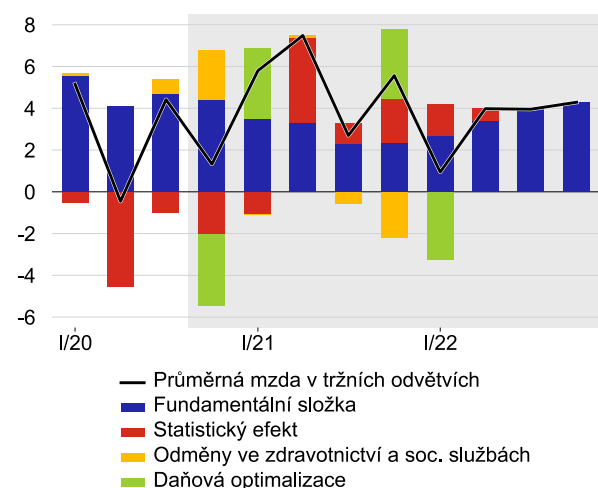
index LUCI, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky



Graf II.10

Mzdový růst v tržní sféře bude vlivem řady jednorázových faktorů nadále rozkolísaný

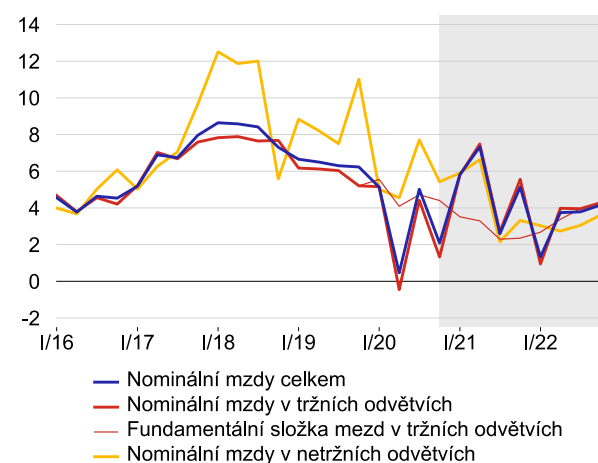
průměrná mzda v tržních odvětvích, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf II.11

Fundamentální mzdový růst nejprve dále zvolní, poté od druhé poloviny letošního roku oživi jen lehce

nominální mzdy, meziroční změny v %



jako v tržní sféře bude i v netržních odvětvích mzdová dynamika značně rozkolísaná. Bude za tím stát vliv efektů základny loni vyplacených mimořádných odměn bezpečnostním složkám i statistických efektů v souvislosti s čerpáním ošetrového.

Tyto statistické efekty spolu s výše uvedeným vlivem daňové optimalizace zatlačily dynamiku objemu mezd a platů v závěru loňského roku dočasně mírně do červených čísel. Počátkem letošního roku objem mezd a platů o něco vzroste, nicméně ke znatelnému oživení bude mít jeho dynamika našlápnuto až počínaje druhou polovinou letošního roku. To bude souviset s pozvolným zlepšováním trhu práce v důsledku ekonomického oživení a zlepšených očekávání firem. Odezní pokles zaměstnanosti a zrychlí růst fundamentální složky tržních mezd. V reálném vyjádření se objem mezd a platů po loňském výrazném snížení začne v letošním roce postupně zvyšovat, což přispěje k uvedenému oživení spotřeby domácností (Graf II.12).

Ačkoli zaměstnanost byla doposud držena podpůrnými programy vlády, v roce 2021 dále poklesne

Pokles počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude ve srovnání se snížením fyzického počtu zaměstnanců mnohem výraznější, neboť bude docházet k výraznému zkracování úvazku na zaměstnance. To umocňují i aktuální uzavírky v souvislosti s pandemií. S opětovným nárůstem poptávky po práci v souvislosti se znovuootevřením ekonomiky se růst úvazku na zaměstnance oživí dříve, než tomu bude u zaměstnanosti, podobně jako jsme to viděli při obnovení ekonomického růstu několikrát v minulosti.

Z odvětvového pohledu budou k výraznému poklesu zaměstnanosti přispívat zejména služby v tržních odvětvích, jako je například oblast ubytování a stravování, které jsou momentálně značně postiženy vládními uzavírkami a druhou vlnou pandemie obecně. Vedle toho ale bude v odvětví služeb pokračovat i meziroční pokles počtu agenturních zaměstnanců, kteří obecně patří na trhu práce mezi nejslabší a tudíž nejohroženější skupiny zaměstnanců při ekonomickém poklesu. Snižování zaměstnanosti v průmyslu naproti tomu v polovině letošního roku odezní vlivem oživení zahraniční poptávky.

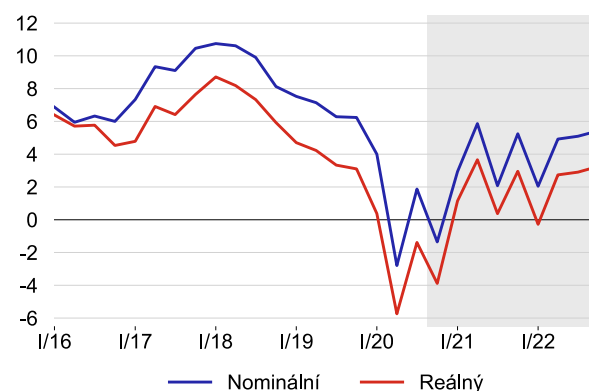
Obecná míra nezaměstnanosti bude růst až do druhé poloviny roku 2021 vlivem dopadů ekonomického propadu spojeného s pandemií. Dojde k tomu navzdory vládním podpůrným opatřením a stále solidní poptávce po práci v odvětvích, která nejsou pandemií přímo postižena (Graf II.13). To se odráží ve stále vysokém počtu volných pracovních míst, resp. robustní tvorbě nových pracovních míst a pokračujícím umisťování uchazečů o zaměstnání prostřednictvím Úřadu práce. Podobný vývoj jako u obecné míry

Fundamentální tržní mzda je oproti oficiálně vykázané mzdě očištěná o některé jednorázové statistické efekty související s pandemií (vliv ošetrového, karantén a částečných náhrad mezd), dále o mimořádné odměny ve zdravotnictví a sociálních službách a o přesun odměn vlivem daňové optimalizace v důsledku poklesu zdanění mezd od roku 2021.

Graf II.12

Dynamika objemu mezd a platů zůstane rozkolísaná a celkově umírněná

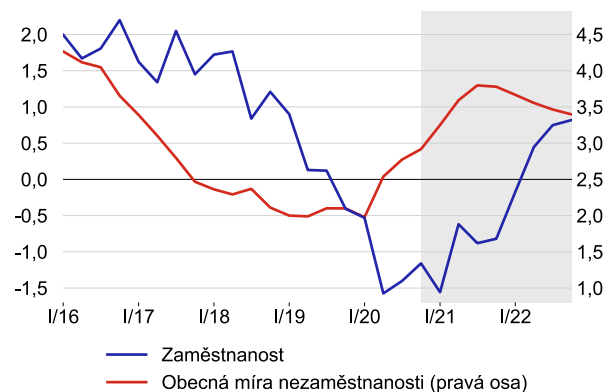
objem mezd a platů, meziroční změny v %



Graf II.13

Zřetelné oživení trhu práce přijde až v příštím roce

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



nezaměstnanosti prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob.

Investiční aktivita zažila v závěru loňského roku další propad vlivem uzavírek a zhoršeného podnikatelského sentimentu, rovněž v nejbližší době zůstane utlumená

Dynamika tvorby hrubého fixního kapitálu byla v létě loňského roku nepříznivě poznamenána propadem investic v automobilovém průmyslu (Graf II.14). Vzhledem k výrazné koncentraci propadu do jednoho odvětví neinterpretujeme tuto skutečnost jako plošný fenomén, navíc v podmínkách pokračující solidní výkonnosti investičně náročného průmyslu. Očekáváme proto, že se pokles fixních investic v závěru loňského roku sice ještě zvýrazní, avšak méně než bylo doposud predikováno, a to v obou případech zásluhou soukromé investiční aktivity. Z historického pohledu tak v roce 2020 došlo k největšímu propadu investic od finanční krize v roce 2009, k čemuž přispěl i absolutní pokles stavu zásob. Změnu přinese odeznívání pandemie v průběhu letošního roku, které se promítne do zlepšení sentimentu i oživení v zahraničí. Tyto faktory pomohou rozběhnout pozvolné zvyšování investiční aktivity i ve firemní sféře. Ani přes zrychlení růstu vládních investic a obnovu kladného příspěvku změny stavu zásob to nicméně nepovede k výraznějšímu celoročnímu růstu celkové tvorby hrubého kapitálu. Ačkoliv v roce 2022 investiční aktivita dále zrychlí, předpandemické úrovně stále nedosáhne (Graf II.15).

Vývoz se bude na prognóze zlepšovat, neboť druhá vlna pandemie zasáhla poptávku po českém vývozu jen okrajově

Na útlumu zahraniční poptávky na konci loňského roku se podílely převážně dovozně málo náročné služby, zatímco průmysl byl v celé Evropě včetně ČR zasažen zcela okrajově. Letos bude růst průmyslu a vývoz zboží pokračovat a současně dojde ke zlepšení ve vývozu služeb. Celkový vývoz tak i přes posilující kurz koruny překoná předpandemickou úroveň již v první polovině letošního roku, tedy mnohem rychleji, než jsme očekávali v minulé prognóze.

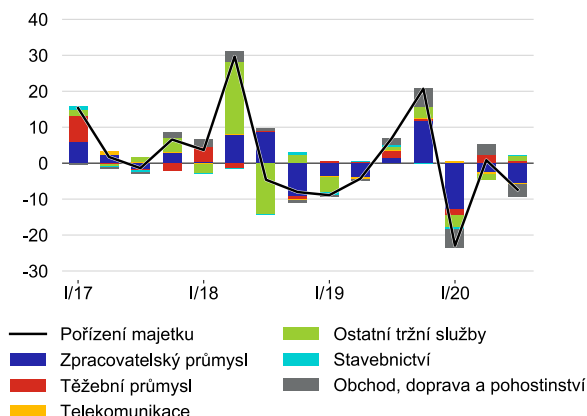
Růst dovozu se vlivem domácích uzavírek a z nich plynoucí oslabené poptávky po investičních i spotřebních statcích obnoví s určitým zpožděním za vývozem, tedy až ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Díky skokovému zvýšení celkové domácí poptávky ve druhé polovině letošního roku předčí růst dovozu dynamiku vývozu. To povede k odeznění doposud kladného příspěvku čistého vývozu. Příští rok se dynamiky obou složek zahraničního obchodu sblíží a příspěvek čistého vývozu bude mírně záporný (Graf II.16).

Graf II.14

Investice podniků v loňském roce klesaly

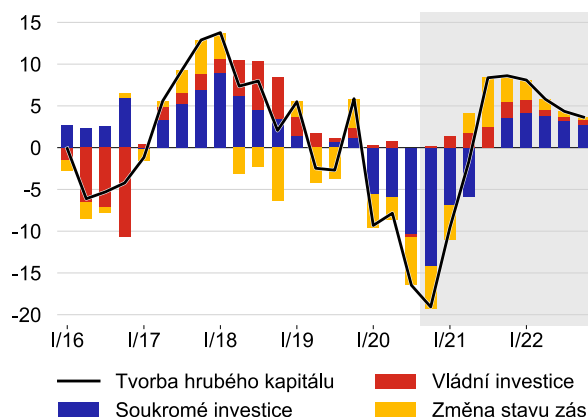
pořízení majetku nefinančních podniků, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, sezonně očištěno



Graf II.15

Soukromé investice zůstanou v nejbližší době utlumené, investice vlády budou stabilní

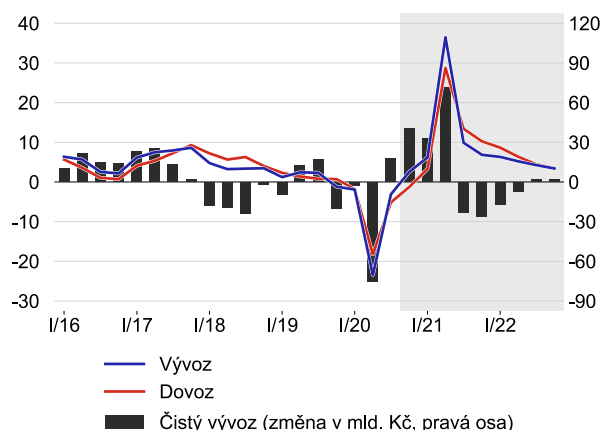
investiční aktivita, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno



Graf II.16

Oživení zahraničního obchodu povede k jeho rychlému návratu na předpandemickou úroveň

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



III. INFLACE

Po nedávném poklesu inflace do tolerančního pásma se v prvním čtvrtletí letošního roku cenový růst dále sníží do blízkosti 2% cíle. To souvisí se zvolněním předchozího vysokého růstu cen potravin a regulovaných cen. V první polovině roku se sníží také jádrová inflace, jdoucí v těsném závěsu za předchozím oslabováním růstu celkových nákladů. I po zbytek letošního roku bude inflace kolísat kolem cíle. Během roku se přitom budou celkové inflační tlaky stabilizovat. Dezinflační vliv domácí ekonomiky spolu s postupným zotavováním z pandemie pozvolna odezní, což se bude střetávat s pokračujícím posilováním měnového kurzu. V příštím roce se pak spotřebitelská inflace zvýší lehce nad inflační cíl, a to zejména v důsledku zvýšení spotřebních daní. Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky ustálí na inflačním cíli, což bude podpořeno postupným zmírňováním uvolněnosti měnové politiky.

Donedávna výrazný růst tržních cen odezní v prvním čtvrtletí, a to převážně vlivem zmírnění růstu cen potravin, v průběhu roku se zřetelně sníží i jádrová inflace

Inlace, která se po většinu loňského roku pohybovala nad horní hranicí tolerančního pásma, se na jeho konci začala snižovat k inflačnímu cíli. V prvním čtvrtletí letošního roku inflace dále klesne a v jeho dalším průběhu bude kolísat kolem cíle (Graf III.1). Nárůst inflace nad 3 % byl v loňském roce ovlivněn několika faktory. Nejvýznamněji se na tom podepsaly zdražování potravin a nárůst jádrové inflace (Graf III.2).

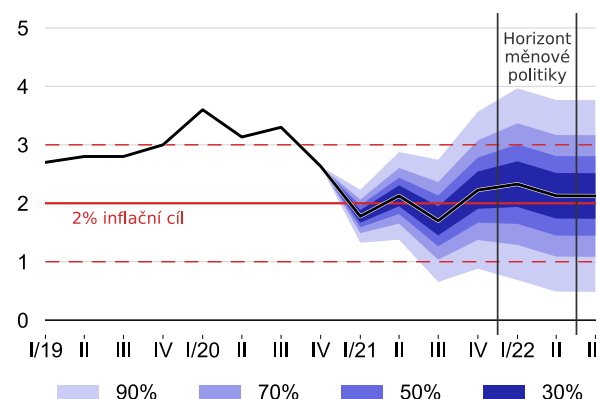
Růst cen potravin začátkem loňského roku vystřelil souhrou několika okolností. V souvislosti s první vlnou pandemie došlo k omezení pohybu pracovníků i přeshraniční dopravy, což se projevilo v prudkém nárůstu cen ovoce a zeleniny. Předchozí neúroda přitom současně přivodila výrazné zdražení brambor. K tomu se přidal růst cen vepřového masa z důvodu epidemie afrického moru prasat v jihovýchodní Asii. Všechny tyto okolnosti však během druhé poloviny loňského roku postupně odeznívaly a růst cen potravin začal ve druhé polovině roku slábnout. Na počátku letošního roku dynamika cen potravin dále poleví, a to nejen v důsledku pokračujícího odeznívání výše uvedených faktorů, ale také vlivem nedávného posílení kurzu koruny. Útlum dynamiky cen potravin bude však pouze dočasný. Od poloviny letošního roku totiž začnou ceny potravin opět zdražovat v návaznosti na očekávané oživení růstu domácích zemědělských cen a nedávný nárůst světových cen komodit v rostlinné výrobě.

Vysoká byla loni také jádrová inflace, na rozdíl od cen potravin se však začala snižovat o něco později a pozvolněji. I přesto, že očekáváme její zpomalení v průběhu první poloviny letošního roku, mimo jiné vlivem dopadů pandemie, si jádro spotřebitelského koše zachovává dominantní příspěvek k celkovému růstu cen (Graf III.3). Ke zvýšení jádrové inflace mírně nad 3,5 % loni výrazně přispěly především ceny

Graf III.1

Inlace bude letos kolísat kolem cíle, příští rok se bude nacházet mírně nad ním, a to s přispěním zvýšení spotřebních daní, na které měnová politika nereaguje

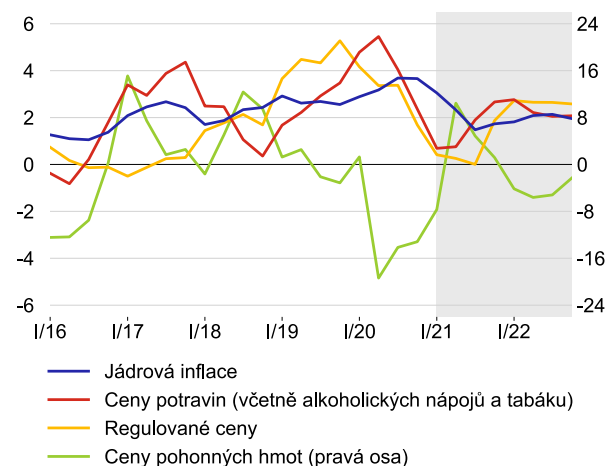
celková inflace, meziročně v %, interval spolehlivosti



Graf III.2

Loni svižný růst cen potravin i regulovaných cen se na přelomu roku snížil, v první polovině letošního roku zvolní i jádrová inflace, naopak ceny pohonných hmot vzrostou

složky inflace, meziroční změny v %



SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Cenový vývoj

		2020	2021	2022	
Spotřebitelské ceny	meziroční změny v % procentní body	3,2 (-0,1)	2,0 (-0,3)	2,2 (0,1)	Prognózu inflace pro rok 2021 snižují všechny její složky s výjimkou cen pohonných hmot a dopadů změn nepřímých daní.
Regulované ceny	meziroční změny v % procentní body	3,1 (0,0)	0,6 (-0,6)	2,7 (0,4)	V letošním snížení dynamiky regulovaných cen se odrážejí nižší ceny energií.
Jádrová inflace	% procentní body	3,4 (0,0)	2,1 (-0,5)	2,0 (0,0)	Silnější kurz prostřednictvím dovozních cen stlačí jádrovou inflaci níže.
Ceny potravin (vč. cen alk. nápojů a tabáku)	meziroční změny v % procentní body	4,2 (-0,2)	1,5 (-0,7)	2,3 (0,4)	Zdražování cen potravin letos zvolní výrazněji v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců.

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

služeb. V tom dozníval vliv předchozích bezmála sedmi let solidního růstu, které zažila česká ekonomika a které vedly k jejímu silnému přehřátí a výraznému napětí na trhu práce. Dynamika cen služeb se proto po vypuknutí první vlny pandemie snižovala jen neochotně a přes postupný pokles poptávkových tlaků se po většinu loňského roku nacházela poblíž 4 % (Graf III.4).

Citelné zdražování služeb přitom pokračovalo v oblasti bydlení, svižně rostly ceny v restauracích a kavárnách, dovolených a v kadeřnictví, tedy v odvětvích nejvíce zasažených uzavírkami. Podnikatelé se přitom snažili zčásti kompenzovat propad svých příjmů během pandemie nárůstem cen. Znatelně se zvyšovaly také ceny obchodovatelných statků, čemuž napomohlo oslabení koruny na začátku první i druhé vlny pandemie.

Růst cen zboží tažený především cenami ojetých automobilů v závěru minulého roku mírně zpomalil na 3,3 %. Posílení koruny vůči euru před koncem roku se do cen obchodovatelných statků prozatím propsalo v omezené míře. V první polovině letošního roku se jádrová inflace ztlačí v návaznosti na pokračující zpevňování koruny vůči euru i dolaru, s tím související pokles dovozních cen a dále polevující domácí poptávkové tlaky. Ve stejném směru bude působit odeznění kladných sekundárních dopadů loňského (do cen nepromítnutého) snížení DPH.⁴

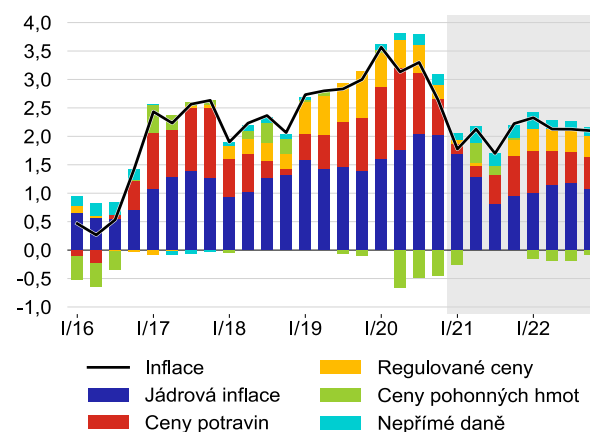
Fundamentální faktory stlačí jádrovou inflaci v průběhu léta dočasně až k 1,5 %, tedy hlouběji ve srovnání s minulou prognózou. Následně, s tím jak se

⁴ Současné předpokládáme, že bude každoroční lednové přecenění vlivem uzavírek odloženo u některých služeb na následující měsíce, což povede k dalšímu, ale jen přechodnému poklesu jádrové inflace.

Graf III.3

Cenovému růstu bude nadále dominovat jádrová inflace, snížení příspěvku cen potravin bude pouze dočasné

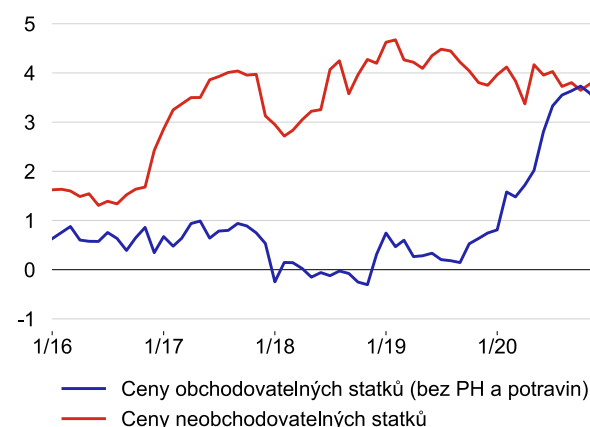
struktura inflace, meziroční změny v %, příspěvky v p. b.



Graf III.4

V loňském roce rostly svižně ceny obchodovatelných (zboží) i neobchodovatelných (služeb) statků

ceny obchodovatelných a neobchodovatelných statků, meziroční změny v %



ekonomika bude postupně vzpamatovávat z dopadů pandemie a domácnosti začnou mimo jiné realizovat část předchozí odložené spotřeby, dojde k postupnému nárůstu domácích inflačních tlaků. Jejich vlivem jádrová inflace vzroste ke 2 %. Poblíž této hodnoty se udrží i v příštím roce, kdy předpokládáme, že pandemie definitivně odezní.

Utlumený růst regulovaných cen v závěru letošního roku oživí, neboť zlevňování energií bude pouze dočasné; inflaci budou nadále zvyšovat dopady změn spotřebních daní

Pokles velkoobchodních cen zemního plynu a elektřiny v průběhu loňského roku se postupně promítá do snižujících se spotřebitelských cen energií souvisejících s bydlením. Již na počátku topné sezóny došlo k výraznému zlevnění plynu a elektřiny pro domácnosti. Zatímco u plynu spotřebitelské ceny začaly meziročně klesat již během podzimu, u elektřiny dochází k jejich poklesu až počátkem letošního roku v souvislosti s odezněním loňského zdražování. V opačném směru bude letos k dynamice regulovaných cen přispívat svižný růst vodného a stočného spolu s obnoveným růstem cen tepla a pokračujícím zdražováním v dopravě. Pokles cen energií však bude silnější a dočasně tak zabrzdí růst regulovaných cen. Zlevňování energií však bude podle aktuálních tržních výhledů pouze dočasné. Již během letošního podzimu tak ceny elektřiny i plynu opětovně zdraží. Dynamika regulovaných cen bude postupně zrychlovat mírně nad 2,5 % (Graf III.5).

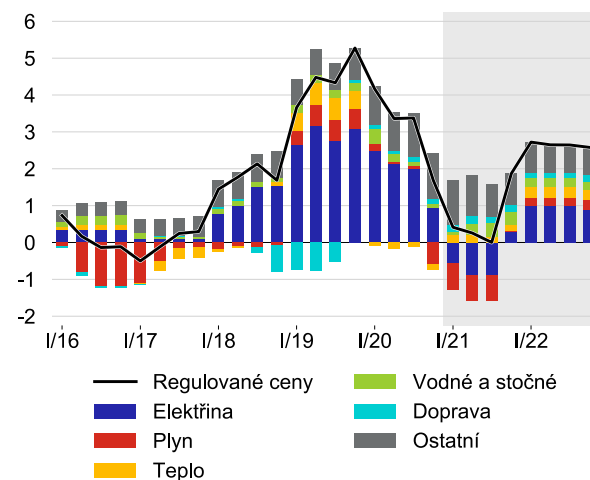
Změny spotřebních daní se letos i v příštím roce plně promítnou do spotřebitelských cen. Snížení spotřební daně na naftu o korunu za litr v rámci balíčku daňových změn se během ledna projeví v cenách u čerpacích stanic. Dopad do inflace je odhadován na -0,05 procentního bodu. To však bude záhy převáženo opakovaným nárůstem spotřební daně z tabákových výrobků a zahřívaneho tabáku. Ta se v první vlně zvýší o 10 % a v cenách cigaret se začne postupně projevovat od letošního února. Další zdražení vlivem druhého kola zvýšení spotřební daně o 5 % od ledna 2022 bude opět postupné. Celkový dopad první etapy daňových změn je odhadován na 0,3 procentního bodu, v případě druhé etapy pak 0,1 procentního bodu.

Uvedené změny spotřebních daní se projeví v nárůstu celkové inflace v letošním i příštím roce (Graf III.6), do měnověpolitické inflace se nepromítnou a měnová politika na ně nebude reagovat. Jedná se totiž o příklad jednorázových změn cenové hladiny, která je způsobena prostým promítnutím změn nepřímých daní, od kterých centrální banka odhlíží. Měnověpolitická inflace se přitom na horizontu měnové politiky ustálí na inflačním cíli (Graf III.7), což bude podpořeno postupným zmírňováním uvolněnosti měnové politiky.

Graf III.5

Růst regulovaných cen se dočasně utlumí

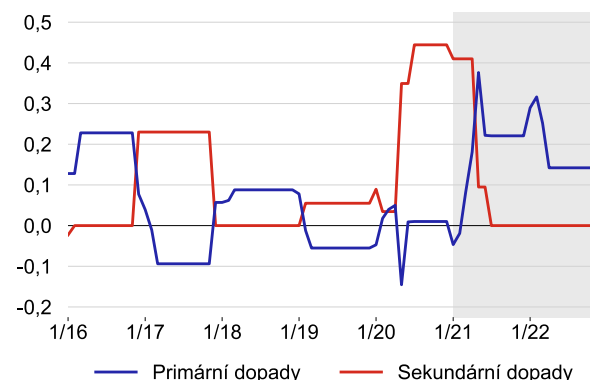
regulované ceny, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



Graf III.6

Sekundární dopady změn nepřímých daní – na rozdíl od primárních – v letošním roce odezní

primární a sekundární dopady změn daní, meziroční změny v %, příspěvky v p. b., včetně daní



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

Celkové inflační tlaky se koncem loňského roku zklidnily, ke své rovnovážné úrovni se začnou zdola vracet během druhé poloviny letošního roku vlivem postupně odeznívajících dopadů pandemie

Růst nákladů, který působí společně s vývojem marží na vývoj spotřebitelských cen, během loňského roku silně kolísal vlivem snížení domácích inflačních tlaků. To souviselo s postupným zchlazováním trhu práce v podmínkách propadu domácí ekonomiky vlivem negativních dopadů pandemie. Proti tomu koncem loňského roku působily jádrové dovozní ceny i ceny energií, které překmitly do růstu a začaly tlačit na náklady výrobců. Za tím stál obnovený růst zahraničních průmyslových cen a zdražení ropy, částečně pak i přechodné oslabení koruny během září a října (Graf III.8).

Růst celkových inflačních tlaků se letos zklidní vlivem setrvalého dezinflačního působení domácí ekonomiky. To bude doprovázeno postupným odezníváním aktuálně kladného příspěvku dovozních jádrových cen i cen energií, kde se projeví posilující kurz koruny. Od druhé poloviny letošního roku pak dovozní ceny začnou tlumit růst celkových nákladů, které se ustálí kolem své rovnovážné úrovně. Za tím je třeba hledat především posilující kurz, který spolu s postupným nárůstem úrokových sazeb povede ke zmirňování uvolněnosti měnové politiky (viz kapitola IV). Rovněž odezní růst cen ropy a zvolní růst jádra zahraničních průmyslových cen.

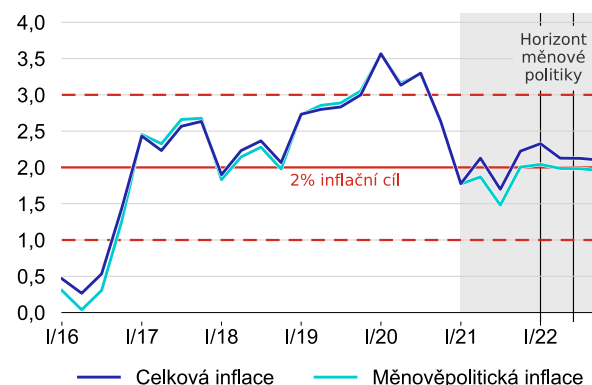
Nákladové tlaky v domácí ekonomice jsou momentálně významně ovlivňovány zvolněním růstu fundamentálních mezd. To odráží ochlazení trhu práce reagujícího na dopady pandemie. Opětovné zpřísnění protiepidemických opatření ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku postihuje zejména sektor služeb, naopak průmysl zatím odolává a pokračuje v ožívování započatém během letního rozvolnění. Uzavírky části ekonomiky ve druhé vlně pandemie tak měly pouze lehce negativní dopad do inflace, což se odrazilo v záporném příspěvku ceny kapitálu. Během loňského léta obnovený růst efektivity práce se přitom s příchodem druhé vlny dočasně zastavil (Graf III.9).

V prvním letošním pololetí se růst domácích nákladů dále sníží a zůstane po zbytek roku utlumený vlivem dalšího zchlazení trhu práce, a to i přes lednové zvýšení minimální mzdy. Po očekávaném otevření ekonomiky se obnoví lehce proinflační působení ceny kapitálu. To bude vyvažováno nejprve postupným a posléze skokovým nárůstem efektivity práce vlivem návratu lidí na pracoviště (kancelářů, obchodů a provozoven). Ten bude umožněn díky nejprve opatrnému a během léta plošnému uvolňování protiepidemických opatření v podmínkách rostoucího proočkování populace.

Graf III.7

Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky ustálí na 2% cíli

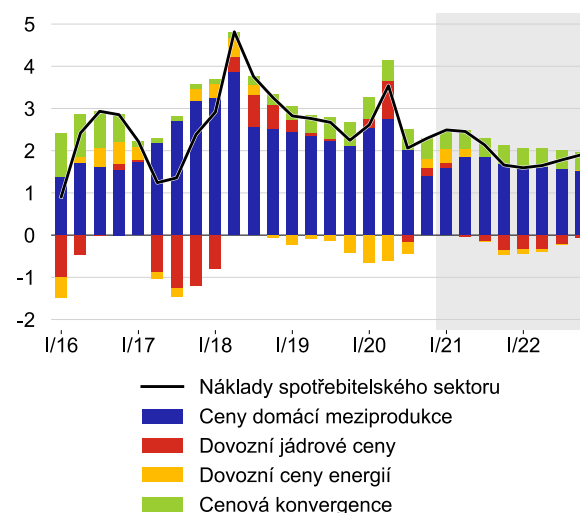
celková a měnověpolitická inflace, v %



Graf III.8

Celkové inflační tlaky se letos zklidní, růst nákladů se postupně ustálí poblíž své rovnovážné úrovně

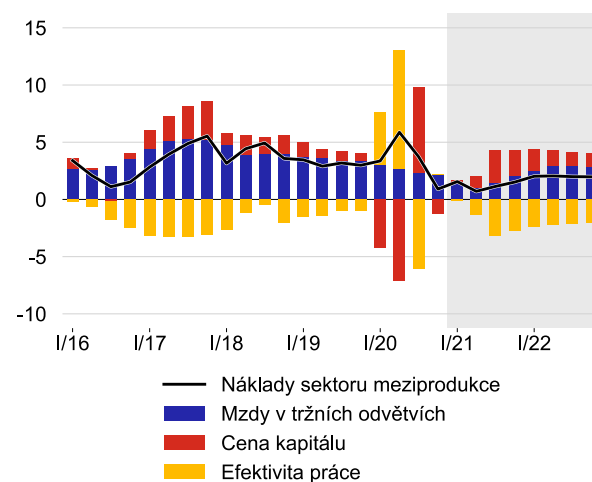
náklady spotřebitelského sektoru, mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v p. b., běžné ceny, anualizováno



Graf III.9

Letos utlumená dynamika domácích nákladů se příští rok navrátí ke své dlouhodobě rovnovážné úrovni

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



Dynamika domácích nákladů se přitom začne zhruba ve stejné době znatelně zvyšovat v důsledku oživení fundamentálního mzdového růstu. Také markantní zesílení proinflačního působení ceny kapitálu od poloviny roku bude odrážet nadechnutí soukromé spotřeby a celé tuzemské ekonomiky v důsledku znovuotevření většiny služeb. V prostředí odeznívajícího pesimismu budou mít domácnosti tendenci vynahradiť si část dříve odložené spotřeby. Celkově se tak dynamika domácích nákladů během druhé poloviny letošního roku začne vracet k rovnovážné úrovni, kde setrvá i v roce příštím.

IV. MĚNOVÁ POLITIKA

Bankovní rada ČNB na únorovém měnovém jednání jednomyslně ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstala na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %. Bankovní rada vyhodnotila nejistoty a rizika nové prognózy jako výrazné a vychýlené ve směru pomalejšího odeznívání pandemie, než jaké očekává prognóza. Hlavním rizikem prognózy jsou delší uzavírky doma i v zahraničí a z toho plynoucí zhoršení finanční situace a sentimentu firem i domácností. To by mohlo vést k déletrvajícimu cyklickému útlumu české ekonomiky a tudíž k potřebě udržovat měnové podmínky uvolněné déle než v prognóze. Toto riziko je zpracováno formou samostatného scénáře delšího útlumu vlivem pandemie.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb následovaná jejich postupným nárůstem zhruba od poloviny letošního roku

Počáteční stabilita tržních úrokových sazeb odráží potřebu nadále uvolněné měnové politiky v situaci negativních dopadů pandemie na domácí ekonomiku při výhledu inflace poblíž cíle. Počínaje druhou polovinou letošního roku začnou tržní úrokové sazby růst (Graf IV.1), což plyne z očekávaného zotavování domácí i zahraniční ekonomiky při postupném odeznívání negativních dopadů druhé vlny koronavirové pandemie. Pokračující zmírňování uvolněnosti úrokové složky měnových podmínek v příštím roce bude probíhat při stabilizaci měnověpolitické inflace na cíli a solidním růstu ekonomické aktivity.

Základní scénář prognózy implikuje pro první čtvrtletí letošního roku sazbu 3M PRIBOR ve výši 0,3 %. Průměrná výše tržních sazeb v dosavadním průběhu ledna je přitom jen nepatrně vyšší, a to 0,4 %. Ponechání 2T repo sazby na únorovém jednání na stávající úrovni 0,25 % by tak při předpokladu zachování stávající výše rozpětí 3M PRIBOR–2T repo na úrovni cca 0,1 procentního bodu mělo vést k přibližnému naplnění prognózované úrovně sazby 3M PRIBOR v prvním čtvrtletí.

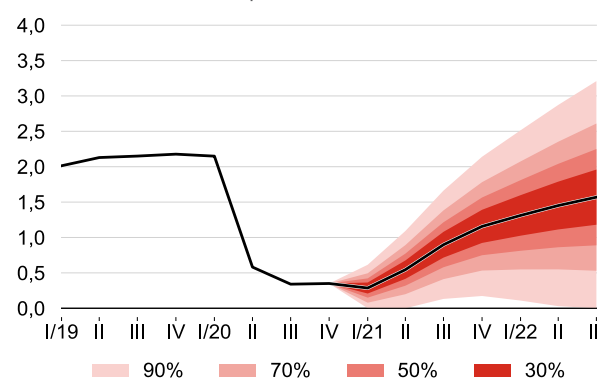
Od konce října koruna výrazně posilovala a korigovala tak své předchozí oslabení spojené s nástupem druhé vlny pandemie, které podobně jako během jarní vlny přispělo k uvolnění měnových podmínek

Koruna posílila z úrovně kolem 27,4 CZK/EUR na konci října až na 26,2 CZK/EUR v závěru roku, tj. o více než 4 %. Průměrná hodnota kurzu ve čtvrtém čtvrtletí byla 26,7 CZK/EUR. Na konci ledna se pohyboval nepatrně nad 26 CZK/EUR.

Graf IV.1

Úrokové sazby zůstanou nejprve stabilní a následně postupně porostou

3M PRIBOR v %, interval spolehlivosti

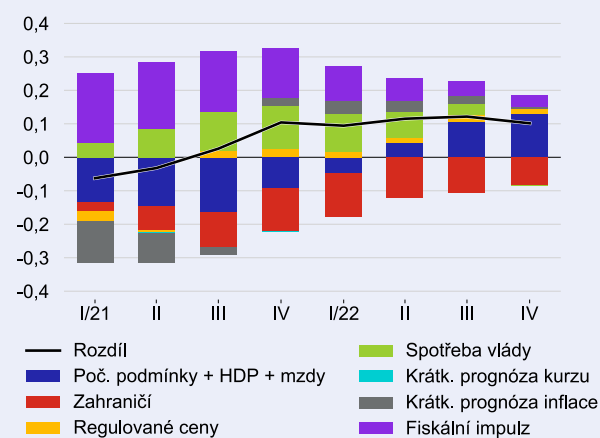


*Tržní úrokové sazby 3M PRIBOR jsou sazby peněžního trhu se splatností tři měsíce, které mají úzkou vazbu na měnověpolitické sazby ČNB. Základní sazbou ČNB je **dvoutýdenní (2T) repo sazba**, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím dvoutýdenních repo operací. Rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou v čase kolísá a aktuálně činí 0,1 p. b.*

SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU: Úrokové sazby a kurz koruny

Trajektorie úrokových sazeb zůstává obdobná

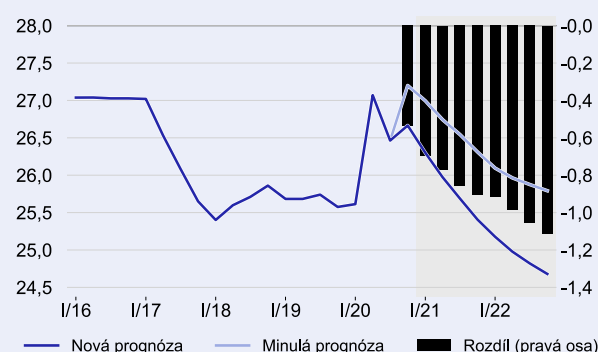
Rozklad změn prognózy 3M PRIBOR v procentních bodech



- Uvolněnější **fiskální politika** působí směrem k vyšším sazbám skrze vyšší spotřebu vlády a méně restriktivní fiskální impuls
- Horší průběh pandemie vede k nižším sazbám v letošním roce, v příštím roce rychleji oživující spotřeba domácností a v souhrnu méně svízelná situace na trhu práce naopak působí směrem k vyšším sazbám (**počáteční podmínky + HDP + mzdy**)
- **Zahraniční vývoj**, zejména pak pomalejší uzavírání zahraniční záporné mezery výstupu při nepatrně nižší trajektorii stínových úrokových sazeb v eurozóně, působí směrem k nižším sazbám
- **Krátkodobý výhled domácí inflace** odrážející poslední pozorovaná data působí v nejbližších čtvrtletích směrem k nižším sazbám

Kurz koruny je přehodnocen na silnější úroveň

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



- Na kratším horizontu se prognóza kurzu posouvá k silnějším hodnotám vlivem předchozího zpevnění koruny
- V delším výhledu je pak silnější kurz koruny důsledkem zejména lepší počáteční i očekávané výkonnosti exportních odvětví
- Do silnějšího kurzu se promítá i větší kladný úrokový rozdíl vůči eurozóně

Uvedený obrat v kurzovém vývoji byl způsoben především změnou pohledu finančních trhů na středoevropské měny při přibližné stabilitě kladného úrokového rozdílu mezi korunou a eurem. Posilování české koruny přitom bylo oproti polskému zlotému a především maďarskému forintu mnohem výraznější. Finanční trhy zřejmě braly v úvahu vedle poněkud příznivějšího makroekonomického vývoje a vnější rovnováhy ČR i možnost zahájení opětovného zvyšování úrokových sazeb v ČR již v letošním roce. Naopak v polské centrální bance (NBP) probíhaly diskuse o snížení sazeb z 0,1 % na nulu, přičemž v závěru roku NBP uskutečnila i devizové intervence proti posilujícímu zlotému.

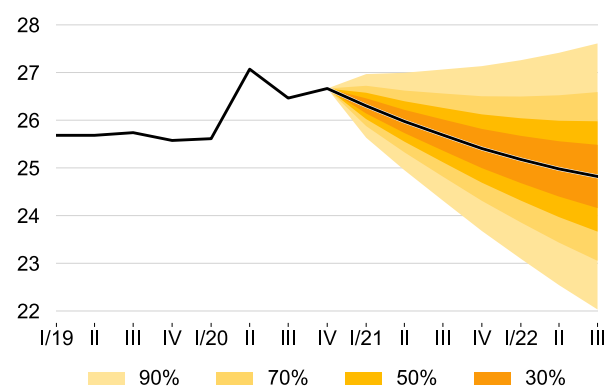
Kurz koruny bude na celém horizontu posilovat

Očekáváme, že kurz koruny v prvním čtvrtletí dosáhne průměrné úrovně 26,3 CZK/EUR. To i přes pokračující nepříznivou epidemickou situaci odráží odolnost českého exportně orientovaného průmyslu během druhé vlny pandemie. Odeznění druhé vlny spolu se

Graf IV.2

Koruna bude podle prognózy postupně posilovat, do konce příštího roku zpevní pod 25 CZK/EUR

kurz CZK/EUR, interval spolehlivosti



znovuotevřením části ekonomiky a zlepšením sentimentu na finančních trzích během letošního roku povede k pokračujícímu posilování kurzu koruny (Graf IV.2). K tomu bude docházet v prostředí oživující domácí ekonomické aktivity při rostoucí zahraniční poptávce. Ke zpevnění koruny přispěje i postupně se rozšiřující kladný úrokový rozdíl vůči eurozóně daný růstem domácích úrokových sazeb. Do konce příštího roku tak kurz posílí pod hladinu 25 CZK/EUR a vrátí se do blízkosti odhadovaných rovnovážných hodnot.

Tržní výhled úrokových sazeb leží oproti prognóze ČNB níže

Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb podle FRA (Graf IV.3) se po listopadovém měnovém zasedání bankovní rady posunul mírně nahoru. Trh nicméně očekává jen lehký nárůst sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu. To je v souladu s očekáváním analytiků ze šetření IOFT a FECF. Analytici jednomyslně očekávali zachování 2T repo sazby na 0,25 % na únorovém zasedání bankovní rady. Na této úrovni podle těsné většiny z nich zůstane základní sazba ČNB i v ročním horizontu (ostatní předpokládají zvýšení na 0,5 %). Vyhledky na postupné zvyšování základních úrokových sazeb se promítají také do výhledu kurzu koruny. Analytici v průměru předpokládají jeho mírné posilování – podobně jako výše popsaná nová prognóza. Jejich komentáře však zdůrazňují vysokou nejistotu, která souvisí zejména s dopadem koronavirové pandemie na budoucí ekonomický vývoj. Nejistota se odráží také v rozpětí odhadů. Rozdíl mezi minimální a maximální očekávanou hodnotou kurzu vůči euru v horizontu roku přesahuje jednu korunu.

Komunikace členů bankovní rady byla v týdnech před měnovým jednáním vedena v duchu stability základních sazeb ČNB na únorovém zasedání bankovní rady. Někteří členové BR komunikovali možnost zvýšení sazeb v letošním roce.

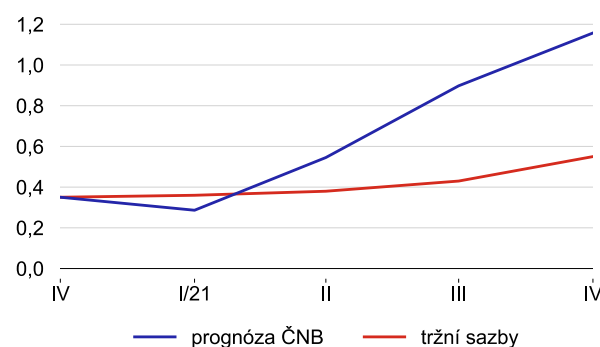
Delší období nízké úrovně 2T repo sazby se promítlo do tržních úrokových a následně i klientských sazeb

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstávají na úrovních dosažených na počátku května loňského roku. Tehdy ČNB snížila svoji základní sazbu o dalšího 0,75 procentního bodu, čímž v reakci na očekávané negativní ekonomické dopady pandemie dále uvolnila úrokovou složku měnových podmínek. Také sazby s delší splatností se od té doby pohybují na nízké hladině, přestože se v závěru minulého roku mírně zvýšily a částečně se odchýlily od vývoje na zahraničních trzích (Graf IV.4). Trh tak zřejmě reagoval na zveřejnění minulé prognózy ČNB, která počítala s postupným nárůstem tržních úrokových sazeb

Graf IV.3

Tržní výhled sazeb leží oproti prognóze ČNB níže

3M PRIBOR, FRA v %

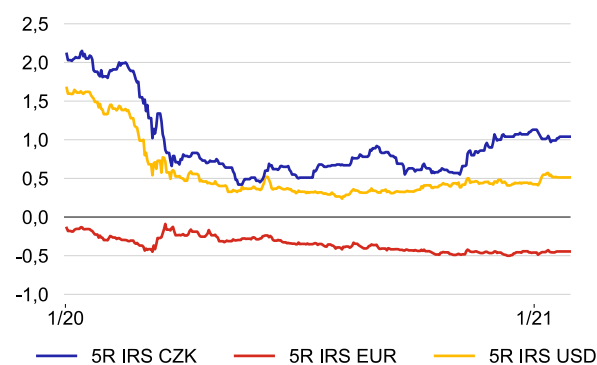


Poznámka: Tržní sazby představují pro IV/20 a I/21 3M PRIBOR, pro II/21 až IV/21 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 29. lednu 2021.

Graf IV.4

Domácí úrokové sazby s delší splatností se v posledních měsících vzdálily od eurových a dolarových sazeb

v %



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

v průběhu letošního roku. Sklon výnosových křivek IRS a státních dluhopisů je zřetelně kladný.⁵

Klientské úrokové sazby z úvěrů na bydlení pokračovaly v mírném poklesu a přiblížily se 2 %. Sazba z úvěrů podnikům naopak vzrostla a také se pohybuje okolo 2 %.

Útlum ekonomické aktivity se odráží ve vývoji úvěrů podnikům a úvěrů domácnostem na spotřebu

Růst úvěrů domácnostem na bydlení zůstává robustní, dopady pandemie a souvisejících opatření se však silně projevují u úvěrů domácnostem na spotřebu, jejichž růst dále zpomalil, a u úvěrů podnikům, u kterých došlo k zastavení růstu. Zejména u podniků se k oslabené poptávce po úvěrech přidávají i v loňském roce zpřísněné úvěrové standardy a podmínky bank, které působí ve směru nižšího růstu úvěrové produkce.

Dle prognózy růst úvěrů na bydlení v průběhu letošního roku zpomalí. Prognózované zpomalení je v souladu s výsledky Šetření úvěrových podmínek bank⁶, dle kterých v prvním čtvrtletí letošního roku přibližně jedna pětina bankovního trhu očekává pokles poptávky v tomto segmentu úvěrů domácnostem. U úvěrů nefinančním podnikům naopak banky v souhrnu neočekávají změnu celkové poptávky. Předpokládají, že růst poptávky po krátkodobých úvěrech provozního typu bude vyvažován poklesem poptávky u dlouhodobých úvěrů na financování investic. Prognóza ČNB pro první polovinu roku také předpokládá stagnaci růstu úvěrů podnikům a jeho následné zrychlení ve druhé polovině roku v souvislosti s oživením ekonomické aktivity (Graf IV.5). Nový model pro prognózu úvěrů je popsán v Boxu 3.

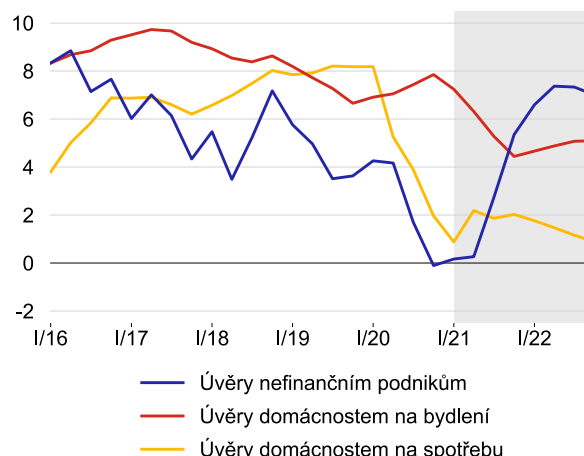
V kontextu bezprecedentního pandemického a ekonomického vývoje nadále panuje obrovská nejistota ohledně vnějších i domácích předpokladů prognózy včetně jejich zachycení modelovým aparátem, resp. expertními zásahy.

Hlavním rizikem prognózy je pomalejší odeznívání pandemie spojené s prodlužováním uzavírek doma i v zahraničí, což by mohlo vést k prohloubení negativního sentimentu a déletrvajícimu cyklickému útlumu

Graf IV.5

S oživením ekonomické aktivity zrychlí růst úvěrů podnikům

roční míry růstu v %



⁵ Ministerstvo financí ČR v průběhu roku 2020 na primárním trhu emitovalo státní pokladniční poukázky a dluhopisy (s různou splatností) v celkovém objemu 615 mld. Kč. Tím si stát zajistil prostředky k financování přijatých fiskálních stabilizačních opatření.

⁶ <https://www.cnb.cz/cs/statistika/setreni-uverovych-podminek-bank/>

Významné riziko prognózy představuje délka trvání a rozsah uzavírek v důsledku pandemie koronaviru. Pomalejší znovuotevírání ekonomik doma i v zahraničí by mohlo být způsobeno nepříznivým souběhem vícero faktorů včetně mutací viru a vážnoucí vakcinace. V takovém případě by došlo k výraznějšímu zhoršení finanční situace a sentimentu firem i domácností, což by vyústilo v cyklický útlum a pozdější zvyšování úrokových sazeb vůči základnímu scénáři. K vykreslení tohoto vývoje byl sestaven scénář delšího útlumu vlivem pandemie.

Nepříznivý vývoj epidemie, množící se mutace koronaviru a vážnoucí vakcinace dávají legitimitu scénáři delšího útlumu vlivem pandemie

Epidemická situace doma i v zahraničí se mění ze dne na den, množí se zprávy o výskytu nových mutací koronaviru a v mnoha evropských zemích vážne vakcinace. Souběh negativních zpráv může dávat vysokou relevanci níže popsanému scénáři delšího útlumu. Nicméně rozpoznání skutečnosti, že se případný horší než očekávaný vývoj pandemie začíná promítat do nástupu dlouhodobějšího útlumu s prvky klasické cyklické recese, bude zřejmě možné až s větším časovým odstupem. Se scénářem delšího útlumu by přitom bylo konzistentní delší období nízkých úrokových sazeb a odsun začátku jejich zvyšování až do příštího roku.

Scénář delšího útlumu vlivem pandemie

V zahraničních předpokladech scénáře delšího útlumu vlivem pandemie uvažujeme kromě delšího útlumu v sektoru služeb i zřetelné zhoršení v sektoru průmyslu. K horšímu průběhu pandemie oproti základnímu scénáři bude docházet počínaje druhým čtvrtletím letošního roku. Pozitivní účinky vakcinace se v tomto scénáři projeví až s relativně velkým zpožděním. Zhoršené ekonomické vyhlídky a hmatatelné dopady do finanční situace spotřebitelů a firem se projeví v poklesu soukromé spotřeby a podnikových investic. Souběžně budou narušeny globální dodavatelské řetězce a sníží se efektivita využití výrobních faktorů včetně intenzity přeshraničního obchodu. To vyústí v omezování výroby v eurozóně, nárůst podnikových bankrotů a nezaměstnanosti, a to při již nižší podpoře fiskálních politik.

Scénář delšího útlumu předpokládá pomalejší obnovení ekonomické aktivity v eurozóně oproti základnímu scénáři (Graf IV.6) a udržení mezery výstupu výrazně v záporných hodnotách až do konce roku 2022. To se projeví silnějšími a déletrvajícimi protiinflačními poptávkovými dopady. Dynamika výrobních cen bude oproti základnímu scénáři utlumenější, v roce 2022 dokonce dojde k jejich stagnaci. To bude dáno pomalejším růstem jadrových cen při poklesu cen energií, které odráží nižší výhled ceny ropy vlivem utlumené globální ekonomické aktivity. Podobný rozdíl jako u cen výrobců očekáváme také u spotřebitelských cen. S takovým vývojem by bylo konzistentní další uvolnění měnových podmínek ECB využitím blíže nespecifikovaných nekonvenčních nástrojů, které se ve scénáři projeví ve výrazném snížení stínových úrokových sazeb oproti základnímu scénáři.

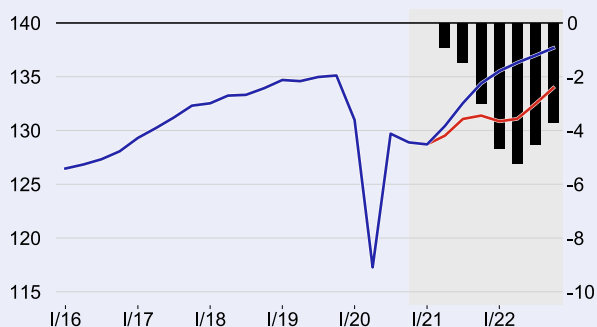
Graf IV.6

Na pomalejší ekonomický růst a stagnaci cen reaguje ECB dalším výrazným uvolněním měnové politiky

srovnání základního scénáře se scénářem delšího útlumu vlivem pandemie – zahraniční veličiny

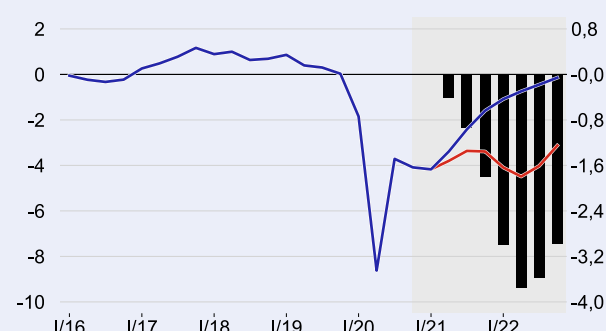
HDP efektivní eurozóny

index, 2000 = 100, stálé ceny



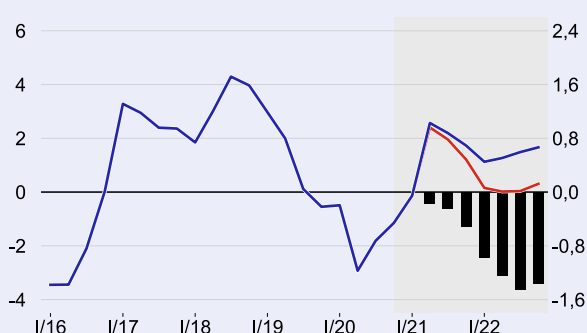
Mezera výstupu v efektivní eurozóně

v % HDP



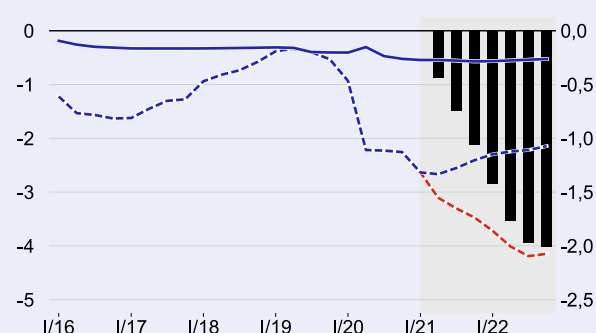
PPI efektivní eurozóny

meziroční změny v %



3M EURIBOR

v %



- Základní scénář
- Scénář delšího útlumu
- - - Stínová sazba - Základní scénář
- - - Stínová sazba - Scénář delšího útlumu
- Rozdíl (pravá osa)

Horší ekonomický vývoj ve světě je v tomto scénáři simulován globálním ekonometrickým modelem NiGEM. Přímý negativní poptávkový dopad poklesu ekonomické aktivity do cen energetických komodit je modelován pomocí DSGE modelu tří zemí (Audzei, V., Brůha, J. 2020: A model of the Euro Area, China and the United States: Trade Links and Trade Wars, CNB WP 6/2020).

Ve scénáři pomalejšího odeznívání pandemie předpokládáme, že i v domácí ekonomice bude horší epidemický vývoj spojen s déletrvajícím uzavíráním. Podniky tak budou finančně více vyčerpané a v některých případech dojde k ukončení jejich provozu. Průmysl bude na rozdíl od základního scénáře čelit výpadku poptávky ze zahraničí. Současně se v průmyslové výrobě projeví zhoršující se sentiment domácností i podniků. Domácí ekonomika tak přejde do dlouhodobějšího cyklického útlumu navzdory rozvolňování epidemiologických opatření ve druhé polovině roku.

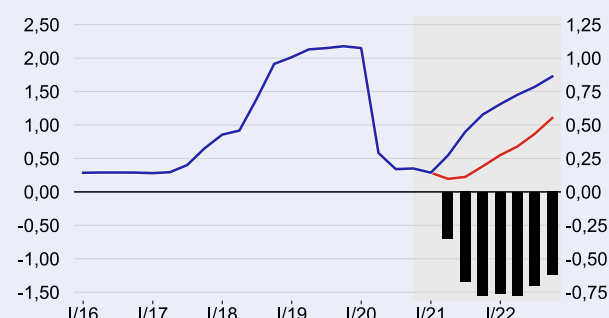
Graf IV.7

Déletrvajícím hospodářským útlum domácí ekonomiky vede k potřebě pozdějšího zvyšování úrokových sazeb

srovnání základního scénáře se scénářem delšího útlumu vlivem pandemie – domácí veličiny

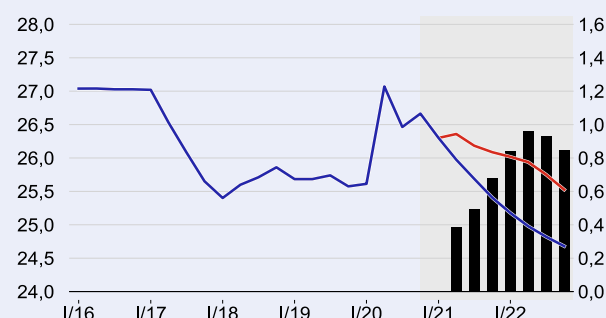
3M PRIBOR

v %



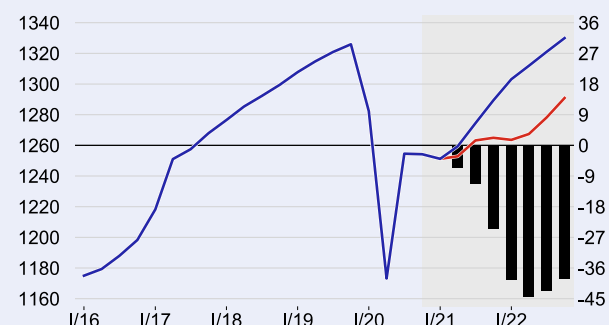
Nominální kurz

CZK/EUR



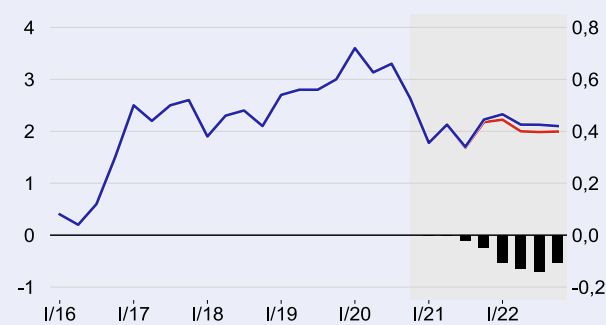
HDP

v mld. Kč, stálé ceny



Inflace

v %



— Základní scénář — Scénář delšího útlumu
■ Rozdíl (pravá osa)

Pomalejší růst české ekonomiky ve srovnání se základním scénářem se odvíjí od slabší zahraniční i domácí poptávky. Nižší zahraniční poptávka povede k utlumené dynamice zahraničního obchodu, když vývoz a dovoz na přelomu letošního a příštího roku dokonce dočasně poklesnou. Utlumená zahraniční poptávka spolu se zhoršeným sentimentem podniků povede k déletrvajícím zmrazení investiční aktivity firem. Nepříznivá situace se dotkne i spotřeby domácností, která se bude oživovat jen velmi pozvolna. To bude reflektovat zhoršenou příjmovou situaci domácností a negativní spotřebitelský apetit v situaci pouze pozvolného znovuotevírání ekonomiky. Ekonomická aktivita výrazněji ožije až v polovině příštího roku. Růst HDP je tak oproti základnímu scénáři nižší v obou letech (Graf IV.7).

Celkově nižší poptávka po domácí produkci a pomalejší mzdová dynamika povedou k nižším celkovým inflačním tlakům ve srovnání se základním scénářem. Dovozy jádřové ceny budou naopak působit proinflačně v důsledku slabšího kurzu koruny. Nepříznivý cyklický vývoj v zahraničí totiž oslabuje poptávku po českém vývozu a působí proti posilování koruny. Dynamika celkových nákladů se k hodnotám ze základního scénáře přiblíží až na konci příštího roku, kdy dojde k oživení poptávky. Déletrvajícím hospodářským útlum tak vede v tomto scénáři k potřebě více uvolněné úrokové složky měnových podmínek vůči základnímu scénáři, která spolu se slabším kurzem koruny zajistí, že se inflace bude na horizontu měnové politiky nacházet v blízkosti inflačního cíle. Ke zvyšování úrokových sazeb tak v tomto scénáři dochází až v příštím roce.

Pokud vývoj bude probíhat podle základního scénáře, vedlo by ponechání nízkých úrokových sazeb do konce letošního roku k přestřelování cíle v příštím roce

Modelový rámec prognózy umožňuje diskutovat různé hypotetické situace včetně alternativ samotného chování centrální banky. S ohledem na aktuální rozhodování a komunikaci jsme připravili měnověpolitickou simulaci, ve které jsou úrokové sazby drženy na stávající úrovni celý letošní rok. Přitom se zahraniční i domácí ekonomika budou (ze zpětného pohledu) vyvíjet v souladu se základním scénářem. Centrální banka má ale ohledně tohoto vývoje ex-ante velkou nejistotu. Bude proto se zvyšováním sazeb vyčkávat až na dostatečně průkazné informace o tom, že se ekonomika z pandemie skutečně úspěšně zotavila. Ponechání sazeb na stávající úrovni do konce letošního roku tedy slouží jako jakási pojistka proti případnému déletrvajícím ekonomickému útlumu. Tato pojistka má přitom svoji cenu v podobě přestřelování inflačního cíle, pokud vývoj půjde ve stopách základního scénáře, resp. nakonec tedy k obávanému déletrvajícím útlumu nedojde. Současně simulace ukazuje na potřebu výrazného zpřísnění měnové politiky v příštím roce.

Nejistotou prognózy na pozadí probíhající pandemie zůstává skladba nabídkových a poptávkových faktorů stojících za vývojem domácí i zahraniční inflace

Na jednu stranu o něco lepší než očekávaná domácí ekonomická data za loňský rok naznačují menší dopady uzavírek. Na druhou stranu negativní dopady pandemie ovlivňují sentiment ekonomických subjektů. Dosavadní průběh pandemie a s ní související uzavírky ekonomiky měly přitom spíše stagflační, než standardní cyklické protiinflační dopady. Nejistota ohledně síly pro/protiinflačních vlivů a jejich zpoždění za vývojem donedávna silně přehřáté domácí ekonomiky a trhu práce tak zůstává vysoká. Analogická nejistota panuje i ohledně situace v eurozóně.

Nově byla identifikována nejistota o načasování a rozsahu obvyklého zvýšení cen na počátku roku

K tomu se přidává vliv pokračujících vládních uzavírek ve službách a maloobchodu. Ty mají dopad jak na statistické zjišťování a vykazování spotřebitelských cen mnoha položek spotřebitelského koše, tak na rozhodování ekonomických subjektů o samotném načasování (případně i rozsahu) jejich skutečného přecenění. Je tak otázkou, do jaké míry se v letošní lednové inflaci promítne přeceňování některých služeb a výrobků, ke kterému ve standardních dobách dochází právě na začátku roku. Prognóza předpokládá, že toto přecenění bude vlivem uzavírek ve službách odloženo z ledna na další měsíce, což

Centrální banka nastavuje úrokové sazby v modelu g3+ s ohledem na odchylku očekávané měnověpolitické inflace od 2% cíle na horizontu měnové politiky. Výhled inflace v sobě odráží prognózu všech relevantních makroekonomických veličin. Důraz na horizont měnové politiky zohledňuje postupnou transmisí úrokových sazeb do budoucího vývoje ekonomiky a následně do inflace. Soustředěním se na inflaci na uvedeném horizontu zároveň centrální banka odhlíží od krátkodobých inflačních šoků. Jejich dopad je přitom měnovou politikou ovlivnitelný v minimální míře. Navíc by případná snaha o jejich rychlé potlačení vyvolávala velké výkyvy v úrokových sazbách, což by destabilizovalo ekonomiku. Příliš prudkým změnám sazeb brání také jejich záměrné vyhlazování ze strany centrální banky. Aktivní měnová politika nicméně v dlouhodobém horizontu stabilizuje inflaci na cíli, což zpravidla doprovází postupné směřování úrokových sazeb k jejich dlouhodobě neutrální úrovni (3 %).

přechodně zvýrazní pokles jádrové, potažmo celkové inflace v prvních měsících letošního roku. Případná odchylka od tohoto vývoje by ale neměla velký dopad na fundamentální příběh inflace, a tedy ani na měnověpolitické rozhodování.

Scénář stability sazeb

Ve scénáři stability sazeb je zkoumána hypotetická situace, kdy by úrokové sazby zůstaly na stávající úrovni do konce letošního roku. Současně je zachován předpoklad o průměrném kurzu v prvním čtvrtletí letošního roku na úrovni 26,3 CZK/EUR.

Nižší hladina úrokových sazeb v letošním roce vede ke stabilnímu, oproti základnímu scénáři nižšímu, úrokovému rozdílu vůči euru, v jehož důsledku koruna posiluje pomaleji oproti základnímu scénáři (Graf IV.8). Uvolněnější úroková i kurzová složka měnových podmínek vyústí ve zřetelně vyšší inflaci, která se na horizontu měnové politiky v první polovině roku 2022 bude pohybovat okolo horní hranice tolerančního pásma cíle. K následnému návratu inflace k cíli je zapotřebí rychlého nárůstu sazeb od začátku příštího roku, a to až nad hodnoty ze základního scénáře. Přesto inflace do konce příštího roku setrvá nad 2% inflačním cílem ČNB. Více uvolněná měnová politika vede k nepatrně vyššímu ekonomickému růstu v letošním roce.

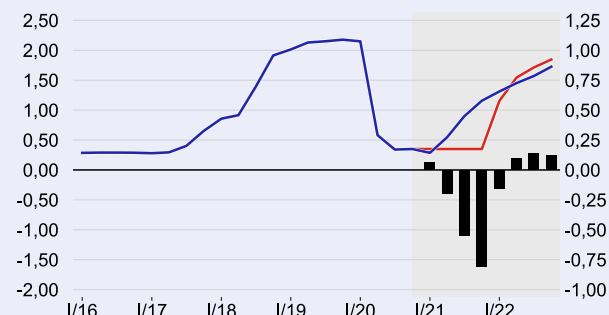
Graf IV.8

Ponechání sazeb na stávající úrovni se promítá do vyšší inflace a slabšího kurzu koruny

srovnání základního scénáře se scénářem ponechání sazeb

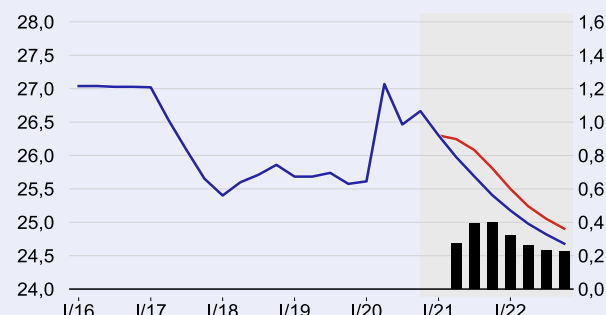
3M PRIBOR

v %



Nominální kurz

CZK/EUR



Růst reálného HDP

meziroční změny v %



Inflace

v %



— Základní scénář
— MP simulace: stabilita sazeb
■ Rozdíl (pravá osa)

BOX 3 Nový model pro prognózu úvěrů

Negativní dopady pandemie se nevyhnuly ani úvěrům. Nejvíce zasaženy byly úvěry domácnostem na spotřebu, propadla i dynamika úvěrů podnikům, naopak růst úvěrů na bydlení zrychlil. Úvěry jsou důležitou součástí transmise měnové politiky. Jejich prognóza dle sektorů bude od této chvíle pravidelnou součástí Chartbooku, který je souběžnou publikací Zprávy o měnové politice. Výhled rozsahu dluhového financování ekonomických aktivit může sloužit nejen k lepšímu porozumění provázanosti úvěrového cyklu a investiční aktivity podniků, ale i ke kvantifikaci rizik spojených se zadlužeností domácností. Tento box přibližuje nový modelový aparát, který pro prognózu úvěrů využíváme.

Hlavními vysvětlovanými proměnnými v modelu jsou úvěry nefinančnímu sektoru v jejich základní členění, tj. úvěry nefinančním podnikům a úvěry domácnostem na bydlení a na spotřebu. Změny stavů těchto veličin lze vysvětlit tzv. mezerou výstupu (odchylkou HDP od potenciálu), odchylkou inflace od inflačního cíle, úrokovými sazbami finančního trhu a exogenními faktory (např. čerpáním evropských fondů). Do predikce úvěrů vstupují výhledy těchto proměnných z makroekonomické prognózy ČNB s využitím dalších satelitních modelů, například pro vývoj sazby desetiletých vládních dluhopisů.

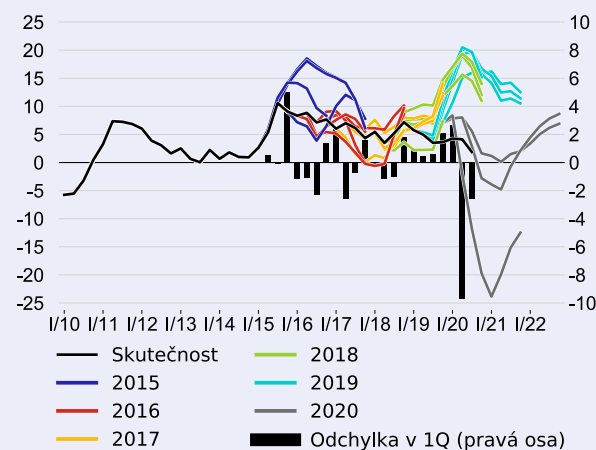
Při výběru metodologie prognózy byly sledovány dva hlavní cíle. Prvním z nich byla snaha o maximalizaci predikční schopnosti, druhým pak reakce predikovaných veličin na změny vstupních proměnných v ekonomicky intuitivním směru v podmínkách české ekonomiky. S ohledem na tyto cíle jsme se proto rozhodli použít jednoduchý bayesiánský VAR model¹.

Vyhodnocení predikční schopnosti modelu na historických datech je znázorněno v grafech. Simulace minulých prognóz využívají pozorovaná data a autentické čtvrtletní makroekonomické prognózy ČNB, které byly k dispozici v daném okamžiku. Všechny modely se vyznačují relativně malou průměrnou absolutní odchylkou predikce od skutečnosti, zejména ve srovnání s jinými námi vyzkoušenými modelovacími přístupy (SARIMA, VECM, další specifikace bayesiánského VAR modelu). K největším odchylkám dochází u predikce úvěrů nefinančním podnikům (Graf 1, odchylky v poznámce pod grafem), což souvisí s jejich velkou volatilitou. Naproti tomu u úvěrů domácnostem na bydlení je odchylka predikce velmi nízká (Graf 2). Jak je však z grafu patrné, většina prognóz v hodnoceném období růst úvěrů na bydlení podhodnocovala. Na poptávku po úvěrech na bydlení totiž v letech 2015 až 2020 nad rámec makroekonomického vývoje působily faktory, které model nezachycuje.²

Graf 1

Úvěry nefinančním podnikům

prognózy na základě pozorovaných dat a jejich odchylky v horizontu jednoho čtvrtletí, míra růstu v %

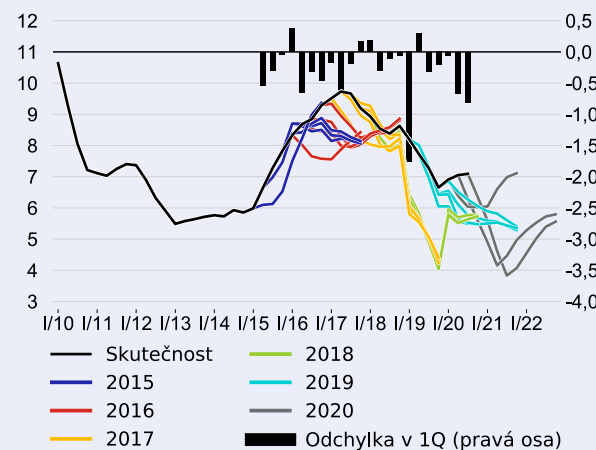


Poznámka: Průměrná absolutní odchylka predikce (MAE) 1,9 p. b. při prognóze na 1 čtvrtletí, resp. 3,2 p. b. při prognóze na 1 rok.

Graf 2

Úvěry domácnostem na bydlení

prognózy na základě pozorovaných dat a jejich odchylky v horizontu jednoho čtvrtletí, míra růstu v %



Poznámka: Průměrná absolutní odchylka predikce (MAE) 0,4 p. b. při prognóze na 1 čtvrtletí, resp. 1,2 p. b. při prognóze na 1 rok.

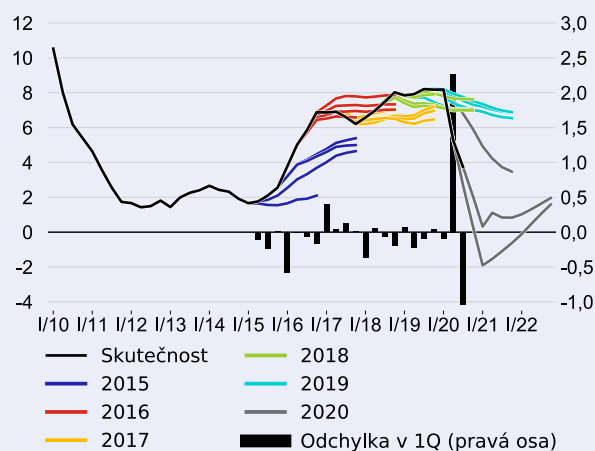
A nakonec, model úvěrů domácnostem na spotřebu má výborné predikční schopnosti zejména na krátkém konci (Graf 3), což je spojeno se silnou vazbou na vývoj HDP a zvláště spotřeby, která je modelem dobře podchycena.

Srovnání predikcí a následně skutečně pozorovaných objemů úvěrů v průběhu 2020 ilustruje důležitost expertních zásahů při tvorbě predikce. Extrémní příklad představuje čistě modelová predikce úvěrů nefinančním podnikům z druhého čtvrtletí 2020 až na -25 %. Ta se nenaplnila, a to částečně v důsledku následného zmírnění očekávaného propadu HDP. Velkou roli však sehrála reakce podniků, které sice dle očekávání omezily svou investiční činnost, zároveň však zvýšily poptávku po provozních úvěrech z likviditních důvodů (včetně úvěrů se státní zárukou z programů COVID 1, 2, 3, Praha, COVID EGAP atd.). Výraznějšímu poklesu stavu úvěrů podnikům zabránilo i tzv. úvěrové moratorium. Znalost nebo jen očekávání podobných strukturálních vlivů proto musí být v prognóze úvěrů zohledněno právě skrze dodatečné expertní zásahy.

Graf 3

Úvěry domácnostem na spotřebu

prognózy na základě pozorovaných dat a jejich odchylky v horizontu jednoho čtvrtletí, míra růstu v %



Poznámka: Průměrná absolutní odchylka predikce (MAE) 0,3 p. b. při prognóze na 1 čtvrtletí, resp. 1,2 p. b. při prognóze na 1 rok.

1 A. Dieppe, R. Legrand, B. van Roye (2018): Bayesian Estimation, Analysis and Regression Toolbox, verze 4.2.

2 Zejména perzistentní převis poptávky nad nabídkou na trhu rezidenčních nemovitostí.

Seznam zkratk

BoE	centrální banka UK	Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
BoJ	centrální banka Japonska	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
CF	Consensus Forecasts	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	IRI	Institut regionálních informací
CZK, Kč	česká koruna	ISPV	informační systém o průměrném výděлку
CMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČSÚ	Český statistický úřad	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
DPH	daň z přidané hodnoty	M1, M3	peněžní agregát
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MF	Ministerstvo financí
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	MFI	měnové finanční instituce
ECB	Evropská centrální banka	MMF	Mezinárodní měnový fond
EET	elektronická evidence tržeb	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
EHP	Evropský hospodářský prostor	NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NBS	Národní banka Slovenska (slovenská centrální banka)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)	NH	národní hospodářství
EIU	Economist Intelligence Unit	NHPP	národohospodářská produktivita
EK	Evropská komise	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESA	Evropský systém národních účtů	NÚ	národní účty
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESI	Economic Sentiment Indicator (Indikátor důvěry)	OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
EU	Evropská unie	p. b.	procentní body
EUR	Euro	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PPI	ceny průmyslových výrobců
FECF	Foreign Exchange Consensus Forecasts	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	PZI	přímé zahraniční investice
FOMC	Federální výbor pro volný trh	repo	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	sazba	
HDP	hrubý domácí produkt	UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
HICP	harmonizovaný cenový index	USA	Spojené státy americké
HNP	hrubý národní produkt	USD	americký dolar
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HPH	hrubá přidaná hodnota	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)	ZoI	Zpráva o inflaci
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)	ZoMP	Zpráva o měnové politice
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	4323,3	4292,6	4290,7	4387,7	4627,5	4740,7	4994,7	5153,6	5269,3	4964,3	5074,5	5266,1
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	4058,3	4087,8	4141,8	4344,6	4627,5	4794,8	5117,4	5415,7	5751,4	5641,2	5886,7	6207,7
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,8	-0,7	0,0	2,3	5,5	2,4	5,4	3,2	2,2	-5,8	2,2	3,8
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	0,4	-1,1	0,9	1,4	3,9	3,7	4,0	3,3	2,9	-5,0	1,0	4,8
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-3,5	-1,9	2,4	1,0	1,8	2,5	1,8	3,8	2,2	2,5	1,7	2,2
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,8	-4,1	-4,3	7,1	13,1	-4,0	6,6	7,7	1,5	-13,2	1,0	5,4
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	1,1	-3,2	-2,2	3,3	9,8	-3,1	5,1	10,0	2,2	-8,8	-0,5	4,3
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	9,2	4,4	0,3	8,7	6,2	4,1	7,6	3,7	1,2	-6,5	13,6	4,8
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	6,7	2,7	0,1	10,0	6,9	2,7	6,5	5,8	1,3	-6,6	13,3	5,7
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	230,1	289,0	295,6	283,1	276,4	337,4	400,7	337,3	336,8	317,0	372,7	351,3
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	2,0	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	3,1	0,6	2,7
Ceny potravin (včetně alk. nápoju a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	4,3	2,9	3,1	1,8	0,1	0,2	3,6	1,6	2,6	4,2	1,5	2,3
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	3,4	2,1	2,0
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	-11,4	2,2	-4,3
Měnověpolitická 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	3,2	1,8	2,0
Dílčí cenové ukazatele												
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	-0,5	0,5
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,7	-3,2	0,5	-0,7
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	8,2	6,4	3,2	5,2	3,3
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	2,9	2,6	-0,3	3,0	3,2	4,3	6,7	7,7	5,9	2,6	5,4	3,3
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	0,6	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	6,0	3,6	0,0	3,2	1,1
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	0,5	3,6	0,9	1,6	-0,4	3,1	3,9	6,2	4,3	4,7	3,0	0,5
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	2,1	-1,2	-0,4	1,7	3,9	0,9	3,6	1,8	2,1	-4,4	3,3	3,3
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	6,8	7,0	7,0	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,0	2,6	3,6	3,5
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	3,6	4,4	4,3
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	0,3	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,2	-1,2	-1,0	0,5
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-0,3	0,0	-1,0	1,1	2,1	1,8	2,2	1,5	0,3	-2,7	-1,1	1,1
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-109,7	-159,3	-53,2	-90,2	-29,8	34,1	76,7	49,4	15,3	-344,4	-379,6	-347,0
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-2,7	-3,9	-1,3	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3	-6,1	-6,5	-5,6
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	1613,7	1805,3	1840,2	1818,9	1836,0	1754,7	1749,7	1734,6	1738,5	2163,4	2548,8	2898,3
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	39,7	44,2	44,4	41,9	39,7	36,6	34,2	32,1	30,2	38,4	43,3	46,7
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	75,5	123,8	167,0	220,0	187,7	258,5	259,3	200,9	236,1	277,0	281,1	287,3
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	1,9	3,0	4,0	5,1	4,1	5,4	5,1	3,7	4,1	4,9	4,8	4,6
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	81,3	77,6	70,4	55,7	86,6	106,6	124,6	120,0	104,4	108,4	97,4	104,4
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	168,9	33,2	65,3
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	-2,1	-1,5	-0,5	0,2	0,4	1,8	1,5	0,4	-0,3	3,0	0,6	1,1
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-51,0	-61,0	-65,0	-110,0	-70,0
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	23,2	21,3	20,3
Kč/EUR (průměr)	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	26,5	25,8	24,9
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	6,3	9,1	8,5	5,8
2T repo sazba (% , průměr)	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	0,25	0,62	1,41
3M PRIBOR (% , průměr)	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	0,9	0,7	1,5
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,9	0,3	0,2	1,9	1,9	2,0	2,8	1,9	1,2	-6,0	3,8	3,9
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	2,8	2,6	1,6	0,6	0,4	0,3	1,6	2,0	1,5	0,6	1,4	1,5
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	5,3	2,1	-0,1	-1,6	-2,5	-2,3	2,7	3,3	1,1	-1,6	1,6	1,4
Cena ropy Brent (v USD/barel) (% , meziročně, průměr)	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	30,5	-10,3	-32,7	20,8	-3,2
3M EURIBOR (% , průměr)	1,4	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5
USD/EUR (průměr)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

	čtvrtletí roku 2020				čtvrtletí roku 2021				čtvrtletí roku 2022			
	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	1282,3	1173,2	1254,6	1254,2	1251,2	1259,4	1274,5	1289,4	1303,2	1311,9	1321,1	1330,0
HDP (mld. Kč, běžné ceny, sez. očištěno)	1439,8	1331,3	1429,6	1440,5	1443,0	1458,1	1481,1	1504,5	1527,4	1543,0	1559,8	1577,6
HDP (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,9	-10,8	-5,0	-5,4	-2,4	7,3	1,6	2,8	4,2	4,2	3,7	3,1
HDP (% , mezičtvrtletně, reálné, sez. očištěno)	-3,3	-8,5	6,9	0,0	-0,2	0,7	1,2	1,2	1,1	0,7	0,7	0,7
Výdaje na konečnou spotřebu domácností (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-0,2	-8,3	-3,9	-7,6	-5,0	3,2	0,6	5,4	6,1	5,8	4,2	3,3
Výdaje na konečnou spotřebu vlády (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	4,6	1,6	0,1	3,5	0,4	2,6	3,9	-0,3	2,1	2,1	2,1	2,4
Tvorba hrubého kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-9,3	-7,8	-16,5	-19,1	-9,6	-1,7	8,4	8,6	8,1	5,8	4,4	3,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-5,3	-5,1	-10,8	-14,0	-5,4	-4,0	2,5	5,5	5,7	4,5	3,7	3,4
Vývoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,9	-23,4	-3,1	2,6	6,2	36,5	9,9	6,9	6,3	5,2	4,3	3,4
Dovoz zboží a služeb (% , meziročně, reálné, sez. očištěno)	-1,8	-18,2	-5,1	-1,3	3,3	28,8	13,4	10,2	8,7	6,4	4,5	3,5
Čistý vývoz (mld. Kč, stálé ceny r. 2015, sez. očištěno)	71,9	22,2	109,2	113,7	105,2	93,7	86,2	87,6	87,9	86,2	87,7	89,5
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Spotřebitelské ceny (% , meziročně, průměr)	3,6	3,1	3,3	2,6	1,8	2,1	1,7	2,2	2,3	2,1	2,1	2,1
Regulované ceny (14,58 %)* (% , meziročně, průměr)	4,2	3,4	3,4	1,7	0,4	0,3	0,0	1,9	2,7	2,7	2,6	2,6
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,41 %)* (% , meziročně, průměr)	4,8	5,5	4,0	2,4	0,7	0,8	1,9	2,7	2,8	2,2	2,1	2,1
Jádrová inflace (55,61%)* (% , meziročně, průměr)	2,9	3,2	3,7	3,7	3,1	2,3	1,5	1,7	1,8	2,1	2,1	2,0
Ceny pohonných hmot (3,40 %)* (% , meziročně, průměr)	1,3	-19,4	-14,1	-13,2	-7,7	10,4	4,9	1,2	-4,1	-5,6	-5,2	-2,3
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) (% , meziročně, průměr)	3,6	3,2	3,3	2,6	1,8	1,9	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců (% , meziročně, průměr)	1,4	-0,6	-0,3	0,1	-1,0	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,6	0,8
Ceny zemědělských výrobců (% , meziročně, průměr)	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-2,6	0,3	2,3	2,6	-0,1	-3,0	-1,1	2,3
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, nominálně)	5,1	0,6	5,1	2,2	5,8	7,3	2,6	5,1	1,3	3,7	3,8	4,2
Průměrná měsíční mzda v tržních odvětvích (% , meziročně, nominálně)	5,2	-0,3	4,5	1,3	5,8	7,5	2,7	5,6	0,9	4,0	4,0	4,3
Průměrná měsíční mzda (% , meziročně, reálné)	1,4	-2,4	1,7	-0,5	4,0	5,2	0,9	2,9	-1,0	1,6	1,7	2,1
Nominální jednotkové mzdové náklady (% , meziročně)	5,9	4,9	6,9	1,3	5,2	1,4	0,6	4,6	-2,6	1,0	1,4	2,2
Souhrnná produktivita práce (% , meziročně)	-1,2	-8,7	-3,6	-4,0	-0,5	8,0	2,4	3,6	4,3	3,7	2,9	2,3
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) (% , průměr, věk 15-64, sez. očištěno)	2,0	2,5	2,8	2,9	3,2	3,6	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV) (% , průměr, sez. očištěno)	2,8	3,7	3,8	4,0	4,1	4,4	4,6	4,6	4,5	4,4	4,2	4,1
Zaměstnanost (ILO) (% , meziročně)	-0,5	-1,6	-1,4	-1,2	-1,6	-0,6	-0,9	-0,8	-0,2	0,4	0,7	0,8
Zaměstnanost po přepočtu na plné úvazky (FTE) (% , meziročně)	-1,1	-3,4	-3,1	-3,4	-2,7	-1,4	-0,5	0,1	0,7	1,1	1,3	1,2
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010) (mld. Kč, běžné ceny)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dlůh vládního sektoru / HDP** (% , nominálně)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance (mld. Kč, běžné ceny)	68,2	29,9	82,1	96,8	92,3	83,3	53,8	51,8	98,8	87,0	52,9	48,5
Obchodní bilance / HDP (% , nominálně)	5,0	2,2	5,7	6,5	6,8	5,7	3,6	3,3	6,9	5,6	3,3	3,0
Bilance služeb (mld. Kč, běžné ceny)	38,7	27,4	27,3	15,0	25,4	28,2	23,2	20,6	28,0	30,6	24,5	21,3
Běžný účet platební bilance (mld. Kč, běžné ceny)	79,5	8,3	70,5	10,6	25,4	19,6	-11,9	0,1	40,7	32,7	-7,3	-0,8
Běžný účet platební bilance / HDP (% , nominálně)	5,9	0,6	4,9	1,8	3,2	2,5	0,4	1,1	4,1	3,2	0,6	1,0
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice (mld. Kč, běžné ceny)	0,2	-34,5	20,3	79,0	-27,5	-27,5	-27,5	-27,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5
Měnové kurzy												
Kč/USD (průměr)	23,2	24,6	22,6	22,4	21,7	21,4	21,1	20,8	20,6	20,4	20,3	20,2
Kč/EUR (průměr)	25,6	27,1	26,5	26,7	26,3	26,0	25,7	25,4	25,2	25,0	24,8	24,7
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3 (% , meziročně, průměr)	8,6	8,2	9,6	10,2	9,9	9,6	7,9	6,7	6,0	5,6	5,7	5,9
2T repo sazba (% , průměr)	1,90	0,25	0,25	0,25	0,19	0,45	0,80	1,06	1,21	1,35	1,47	1,63
3M PRIBOR (% , průměr)	2,1	0,6	0,3	0,4	0,3	0,5	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7
PŘEDPOKLADY VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ												
Zahraniční HDP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-2,8	-12,9	-3,9	-4,6	-1,7	11,2	2,2	4,3	5,3	4,5	3,3	2,5
Zahraniční HDP (% , mezičtvrtletně, sez. očištěno, efektivní)	-3,1	-10,5	10,6	-0,6	-0,1	1,3	1,6	1,4	0,8	0,6	0,5	0,5
Zahraniční HICP (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	1,6	0,7	0,2	0,0	0,3	1,2	1,9	2,3	1,9	1,6	1,3	1,2
Zahraniční PPI (% , meziročně, sez. očištěno, efektivní)	-0,5	-2,9	-1,8	-1,1	-0,1	2,6	2,2	1,7	1,1	1,3	1,5	1,7
Cena ropy Brent (v USD/barel) (% , meziročně, průměr)	-20,4	-51,2	-30,1	-27,5	4,2	57,5	19,9	13,5	-3,8	-3,6	-3,0	-2,4
3M EURIBOR (% , průměr)	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
USD/EUR (průměr)	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

* 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
www.cnb.cz

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