

---

# Vývoj ekonomiky a výhled

Petr Král, ředitel sekce měnové  
**Přednáška pro studenty VŠE (Aplikovaná makroekonomie)**

Praha, 12. května 2022



---

# Obsah

- 1. Současná ekonomická situace**
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022)
3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady

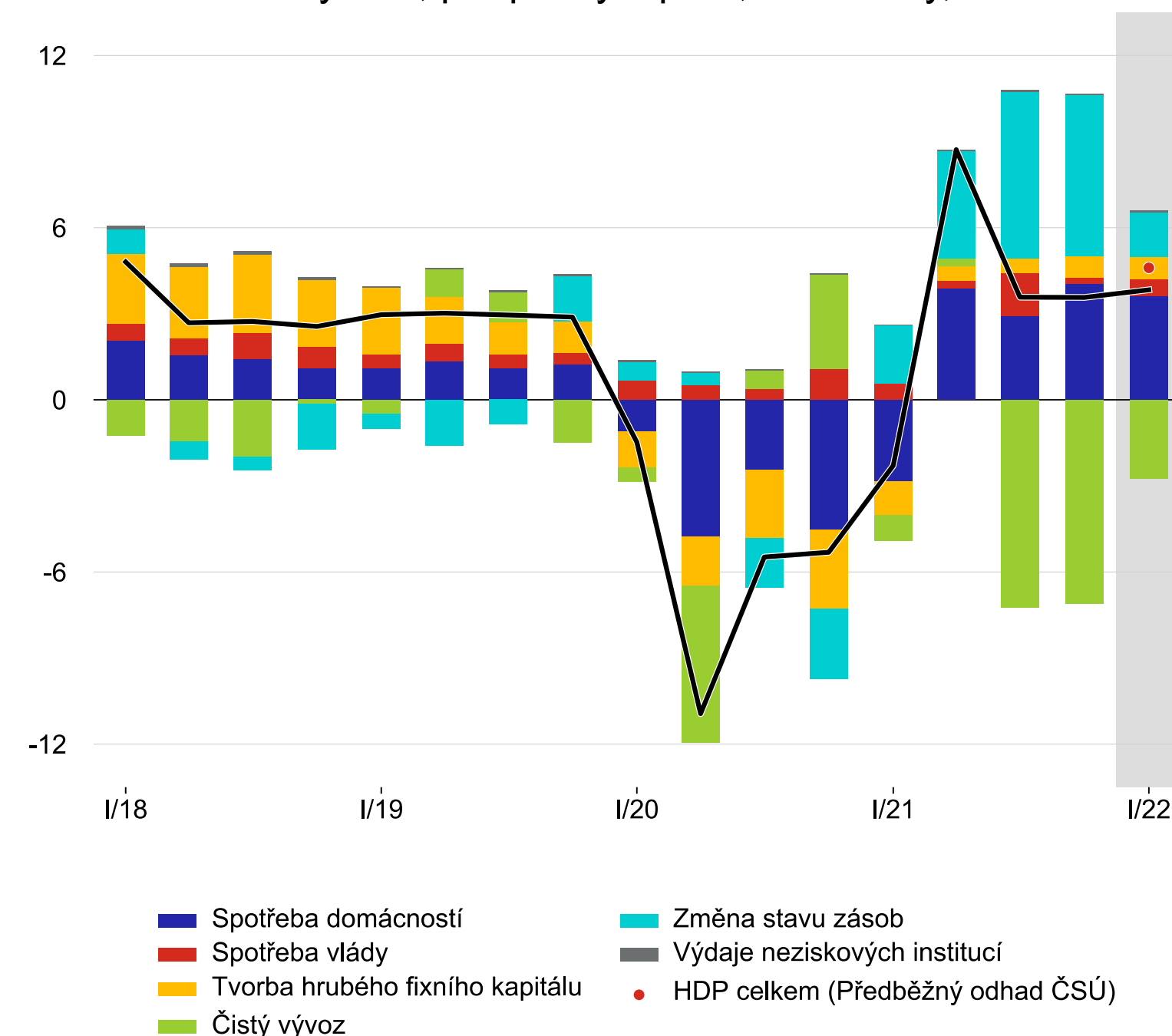


## Reálná aktivita

- Česká ekonomika se v loňském roce po pandemickém útlumu vrátila na růstovou trajektorii, když meziročně vzrostla o 3,3 %.
- Meziroční růst HDP v prvním čtvrtletí 2022 dosáhl (flash odhad) 4,6 %, tedy o 0,8 p. b. více, než očekávala prognóza.
- K růstu přispěla dle ČSÚ zejména **spotřeba domácností a tvorba hrubého kapitálu**.
- V opačném směru působil **čistý vývoz**:
  - přetrvávající negativní vliv utlumené zahraniční poptávky
- Na českou ekonomiku nadále značně negativně dopadají **problémy v globálních dodavatelských řetězcích**, které brzdí exportní výkonnost a vedou k hromadění nedokončené produkce, především v průmyslu.
- Tuzemská ekonomika již několik čtvrtletí **operuje nad svým potenciálem** a vykazovala dosud jasné **známky přehřívání**.
- Zpomalení hospodářského růstu v letošním roce povede k rychlému uzavření kladné mezery výstupu a následně **se ekonomika dostane přechodně pod svůj potenciál**.

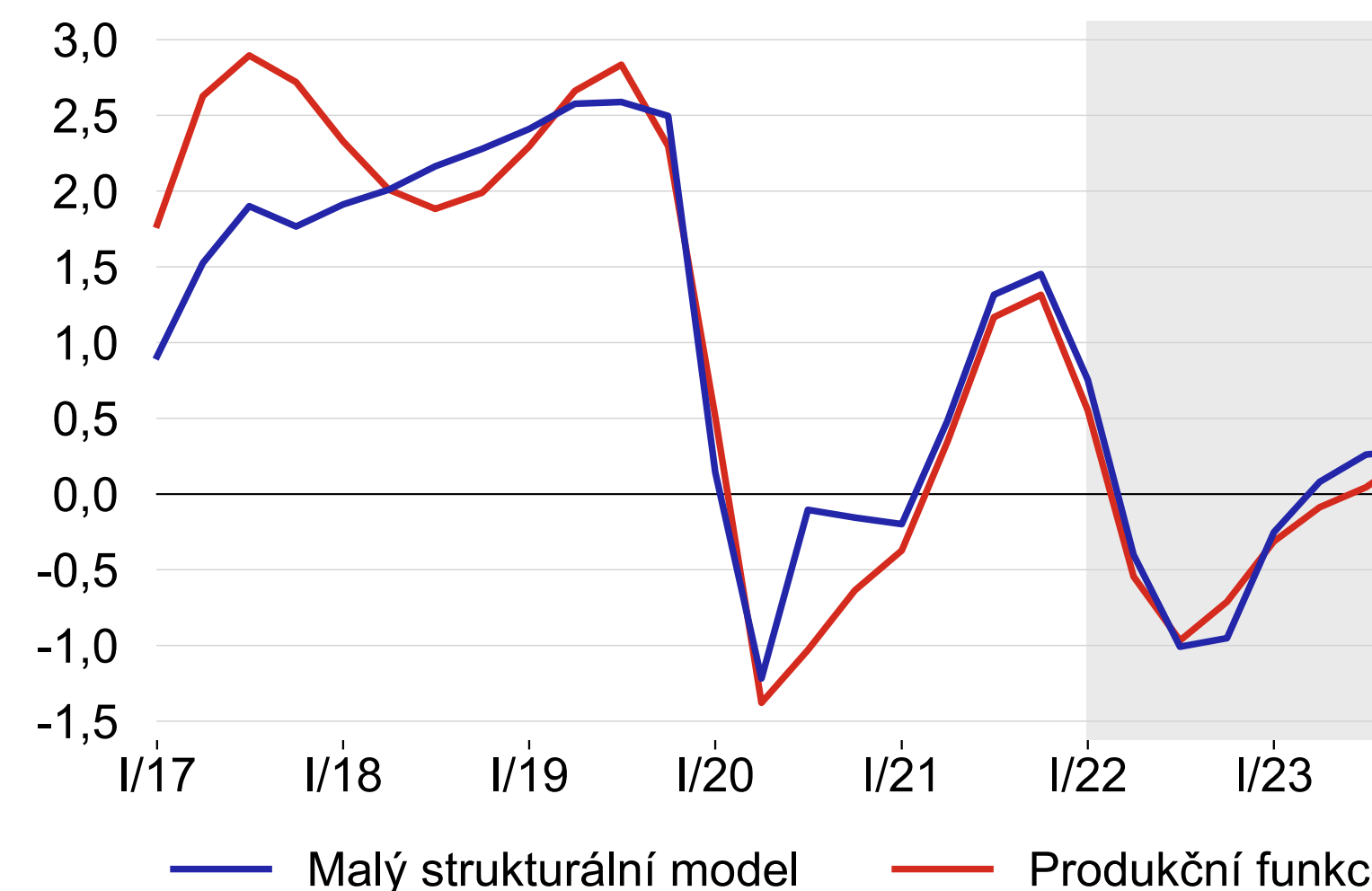
## Struktura růstu HDP

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



## Mezera výstupu

v % potenciálního produktu

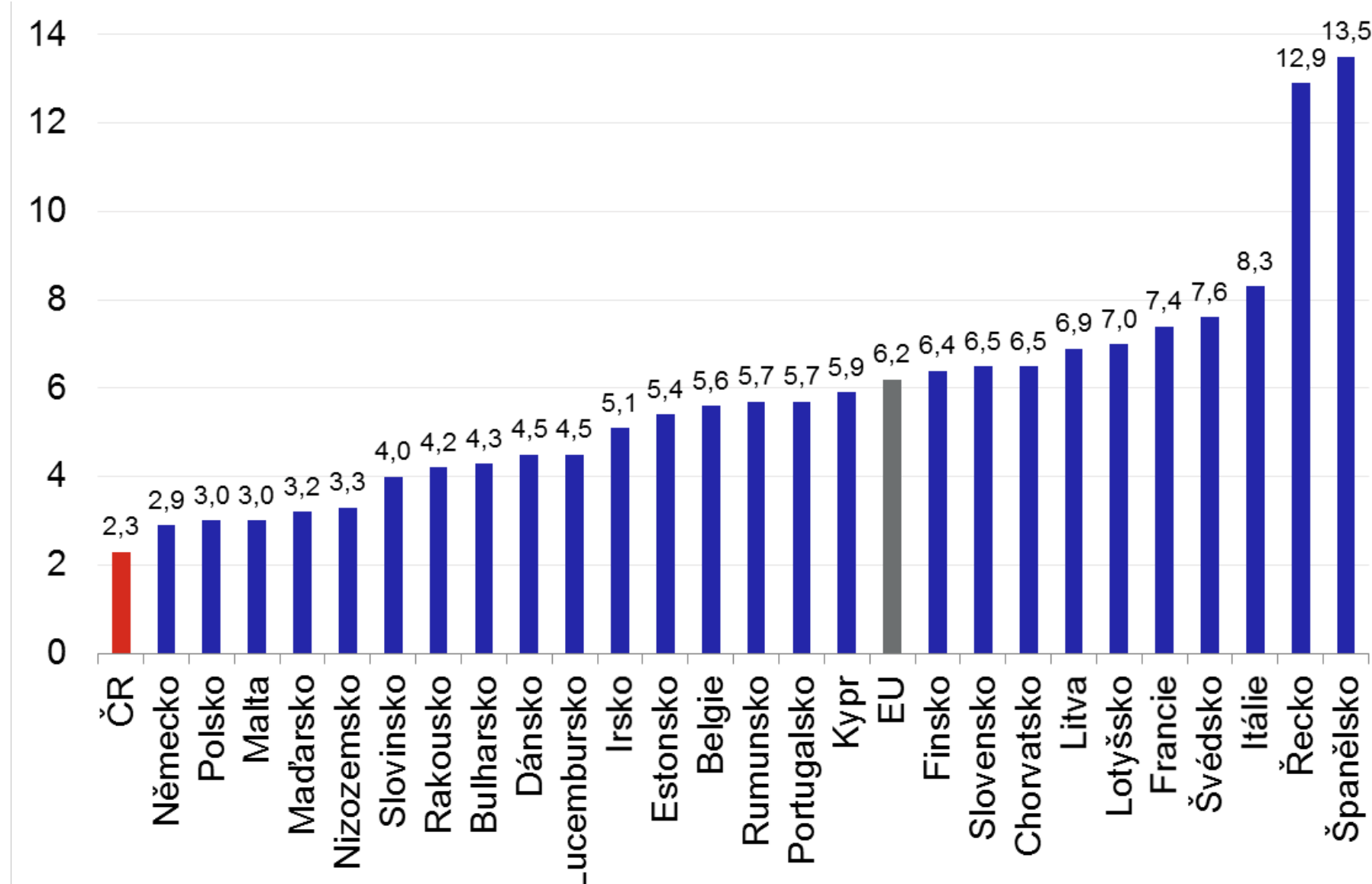


## Trh práce

- Vyčerpaný trh práce je dalším symptomem donedávna stupňujícího se přehřívání ekonomiky.
- To potvrzuje index LUCI, který se již několik let nachází značně **nad svou rovnovážnou úrovní**.
- ČR má dlouhodobě **nejnižší míru nezaměstnanosti** napříč zeměmi EU.
- Migrační toky v souvislosti s **válkou na Ukrajině** mají **podstatný vliv** na tuzemský trh práce.

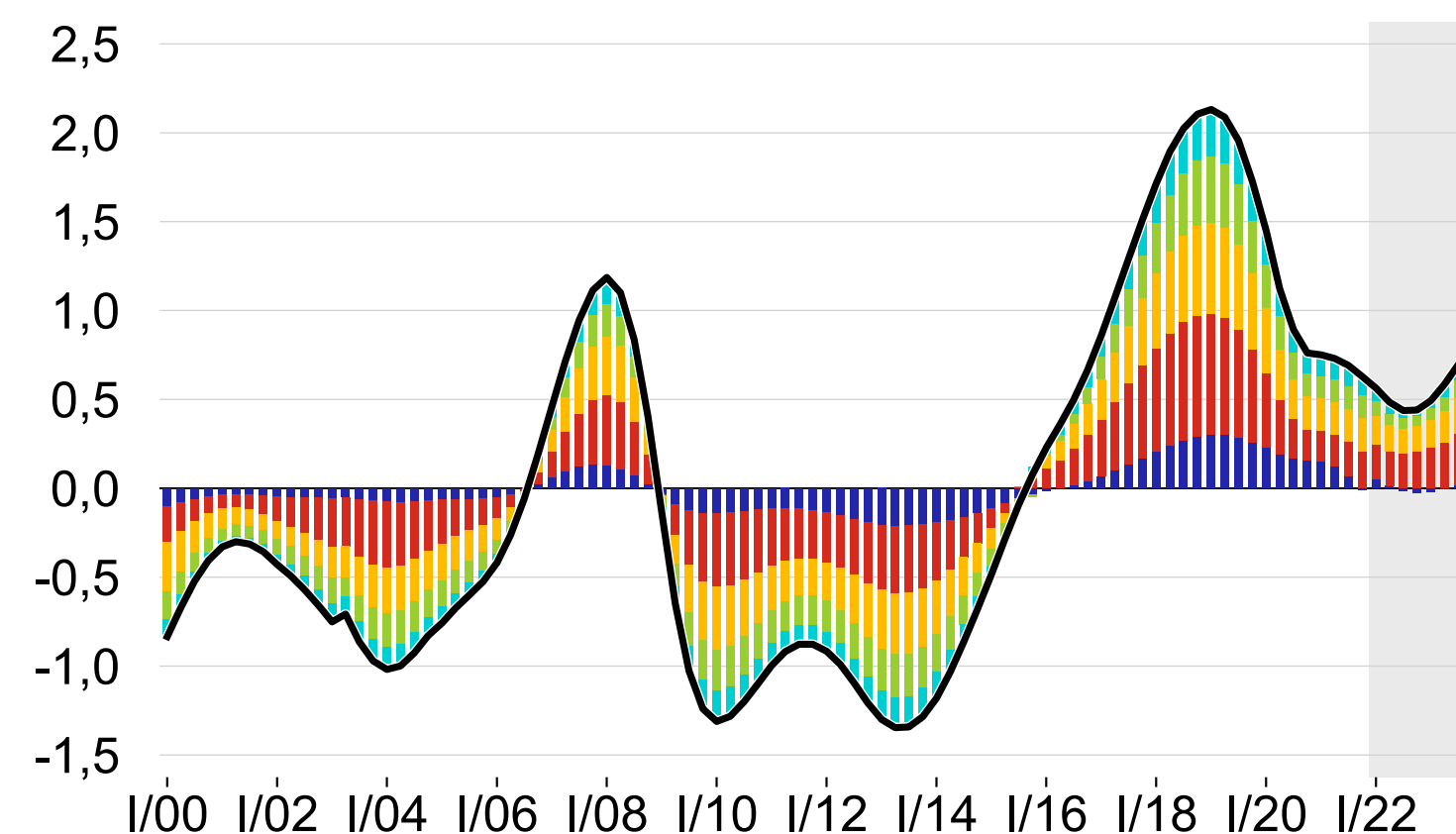
## Mezinárodní srovnání obecné míry nezaměstnanosti

v % aktivní populace, sezónně očištěno, březen 2022, data z Eurostatu



## Index LUCI – souhrnný ukazatel trhu práce

vertikální osa ukazuje odchylky od rovnovážné úrovně

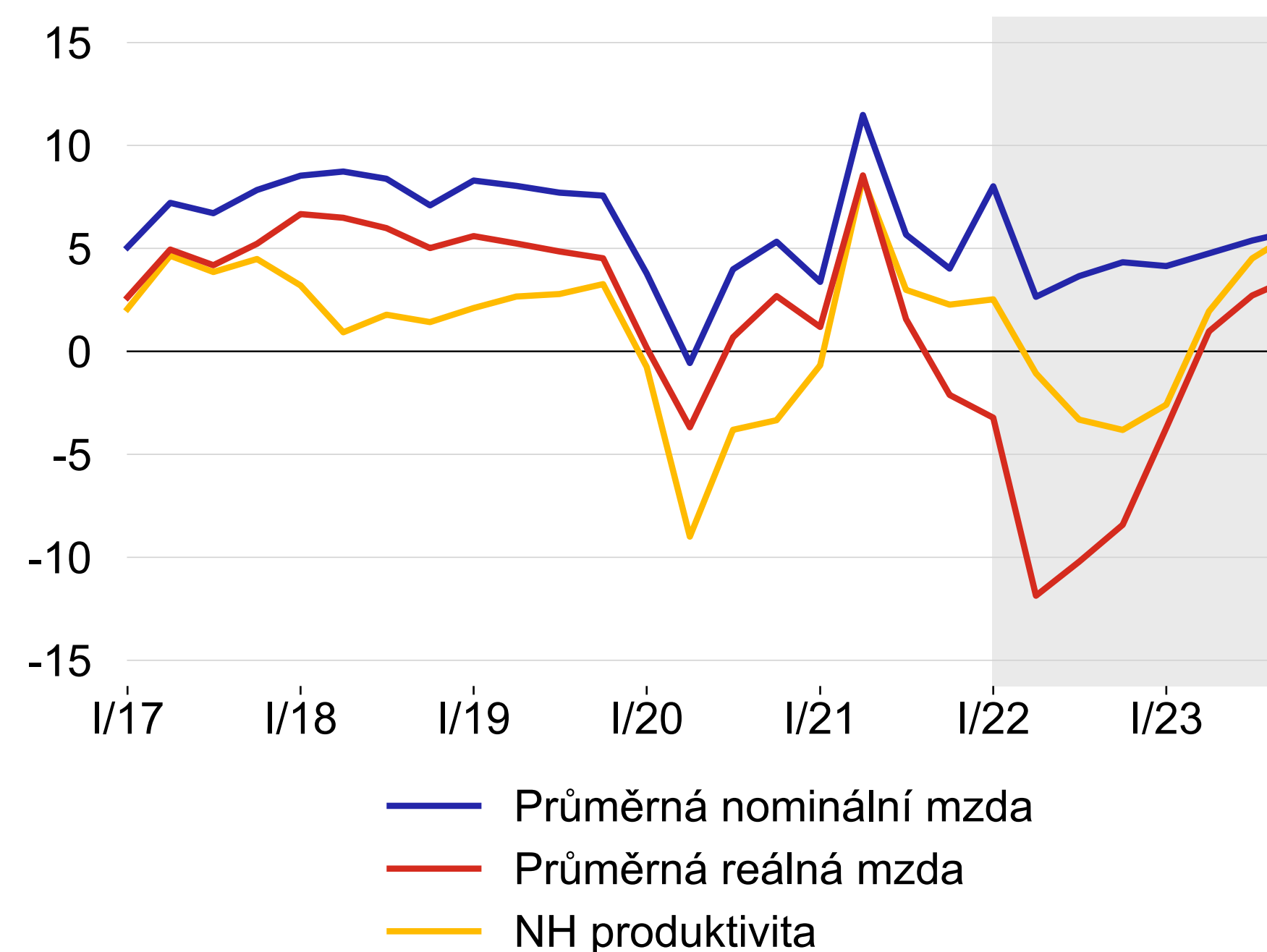


## Mzdy a produktivita

- Mzdový vývoj byl v minulých letech ovlivněn **jednorázovými faktory**, které znatelně rozkolísaly mzdovou dynamiku.
- **Růst nominálních mezd v souvislosti s pandemií zpomalil**, ale zůstal solidní v návaznosti na silnou poptávku po práci.
- **Reálné mzdy však** v souvislosti rychlým růstem cen ve 4. čtvrtletí 2021 poklesly a pokles je očekáván i v celém letošním roce.

## Mzdy a produktivita

meziroční změny v %, NHPP sezonně očištěna

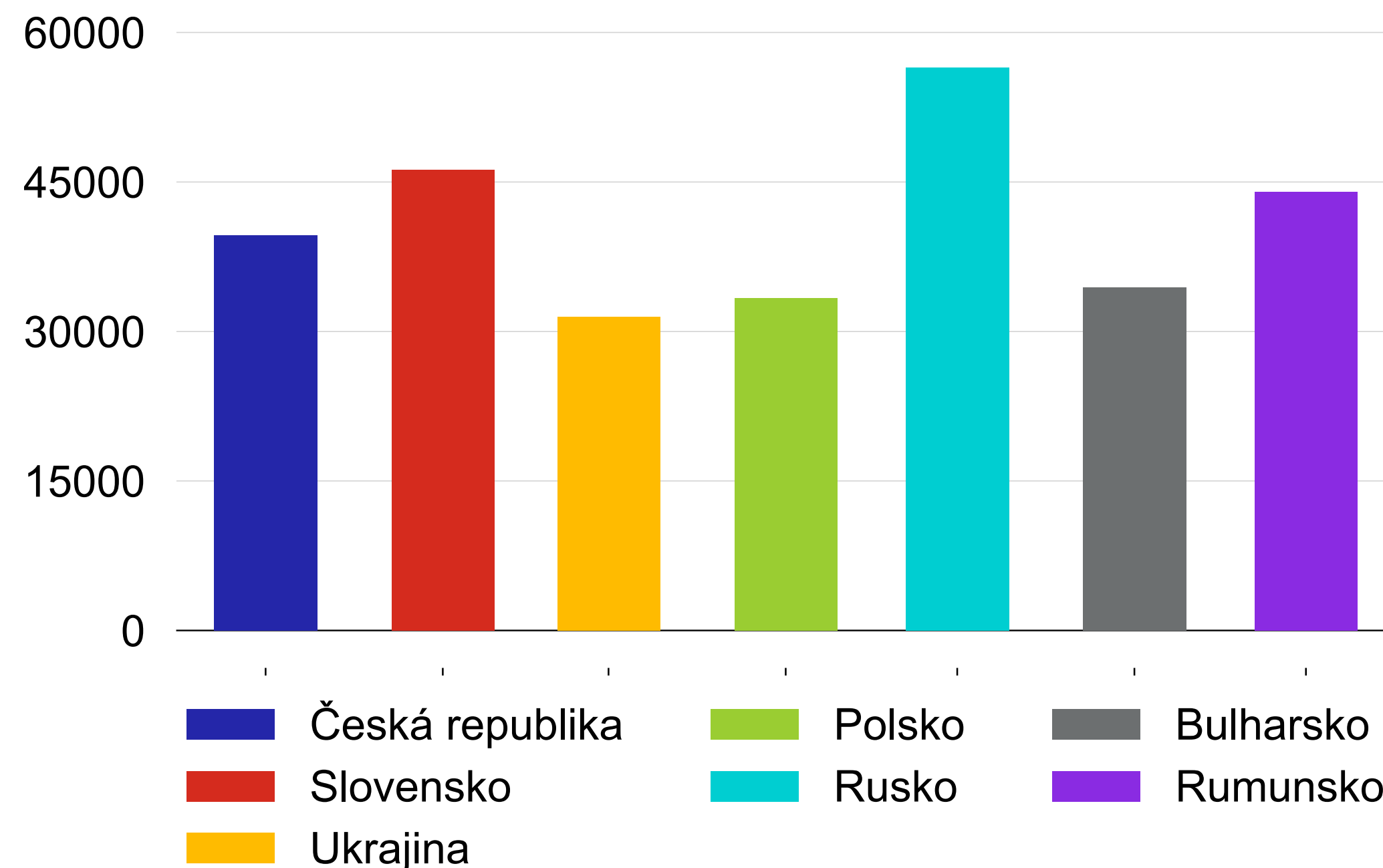


## Ukrajinci na českém trhu práce

- Ukrajinci představují významnou část zahraničních pracovníků v ČR
- Ukrajinci v ČR vydělávají v průměru méně než pracovníci z jiných států a tuzemci, neboť ve větší míře pracují v profesích s nižší mzdovou úrovní:
  - jejich mzdy v daných profesích jsou ale velmi podobné mzdám českých pracovníků
- Ve struktuře uprchlíků z Ukrajiny v souvislosti s válkou **převažují ženy.**
- Příjezd velkého počtu Ukrajinců do ČR bude v budoucnu **snižovat růst mezd** vzhledem k:
  - vlivu složení – Ukrajinci pravděpodobně budou (alespoň v počátku) zabírat místa v dolním konci mzdového spektra
  - větší konkurenci na trhu práce – vyšší nabídka práce v ČR bude snižovat v současné době vysoké napětí na trhu práce.

## Průměrná měsíční mzda v ČR podle národnosti

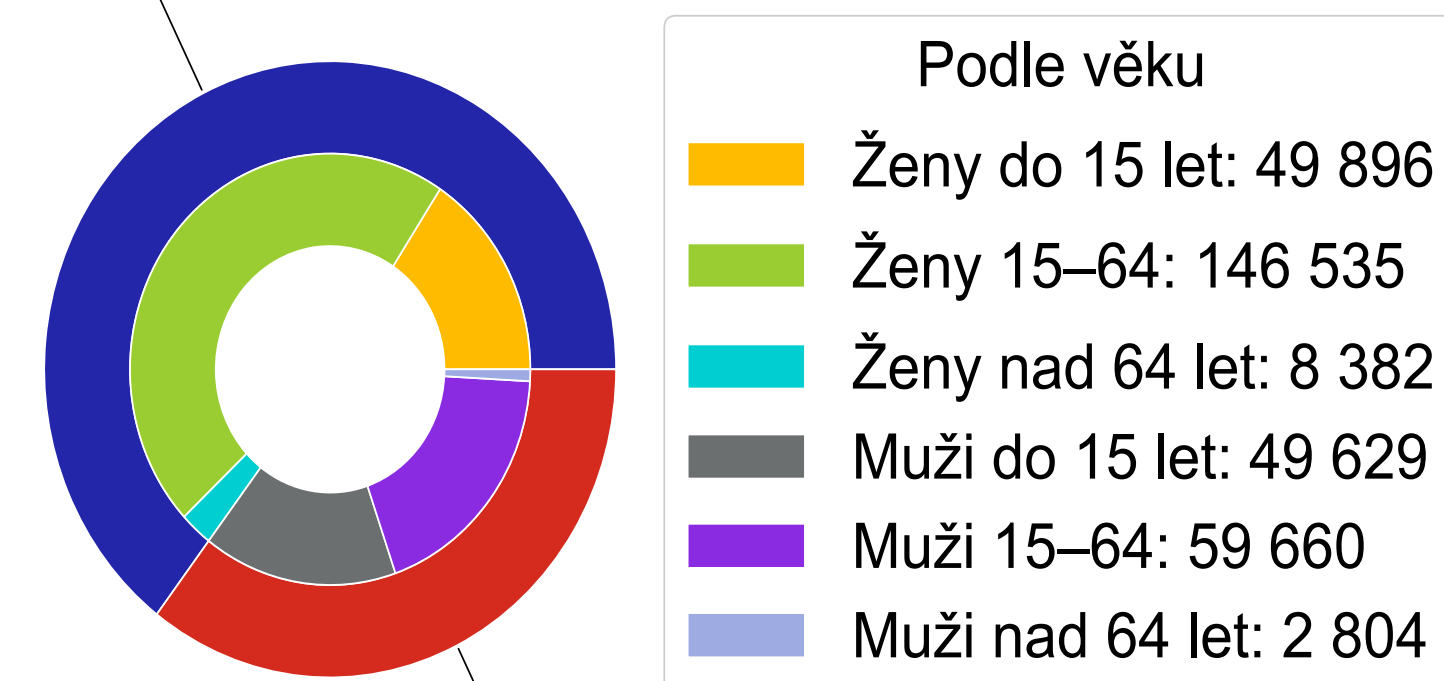
(Údaje za rok 2021, pramen MPSP)



## Struktura uprchlíků z Ukrajiny

(absolutní počty k 29.4. 2022, pramen MV ČR)

Ženy celkem: 204 813



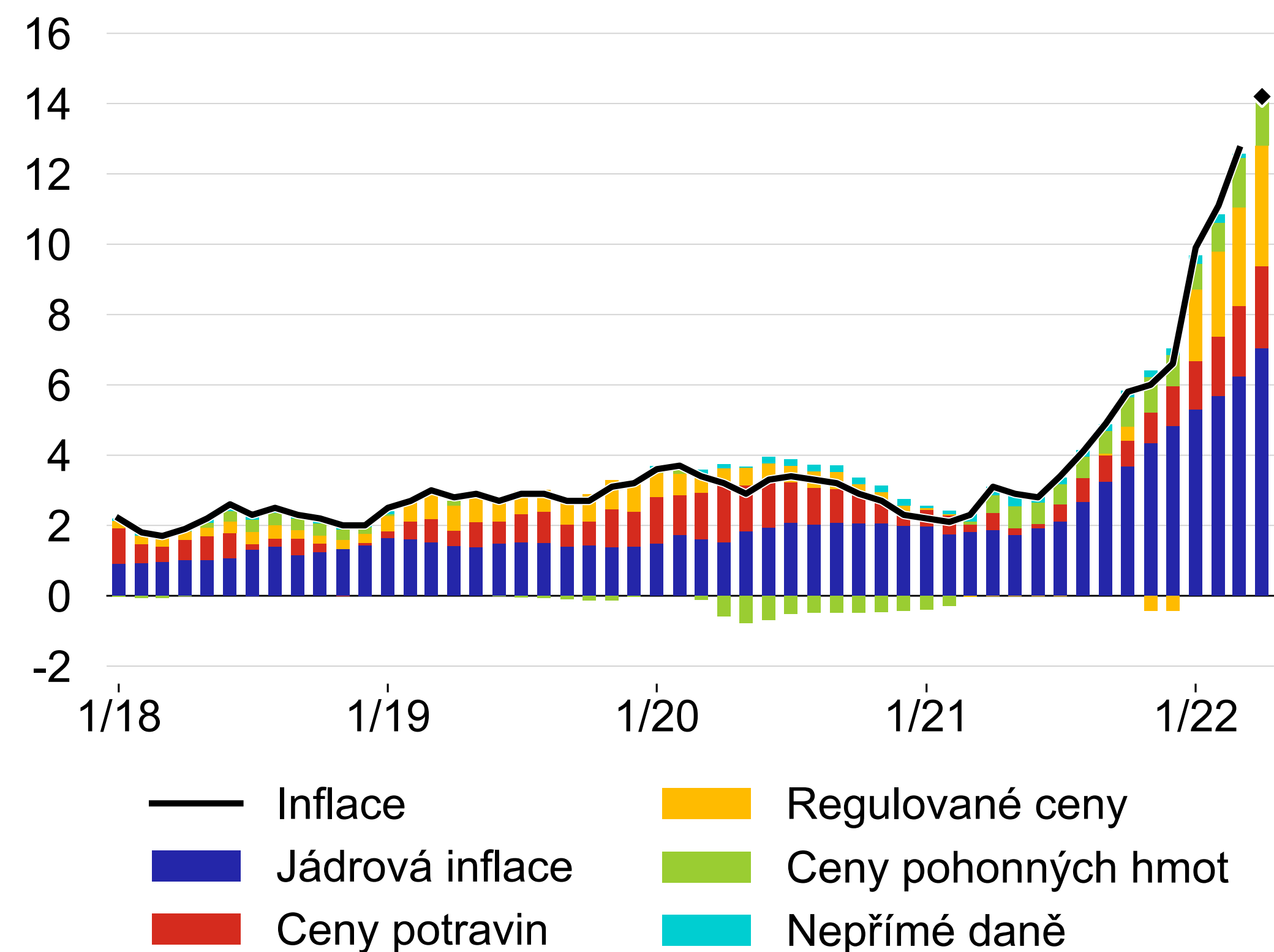
Muži celkem: 112 093

# Inflace

- Inflace se vlivem nabídkových a poptávkových faktorů od druhé poloviny 2021 výrazně **vzdaluje od 2% inflačního cíle**.
- V dubnu 2022 dosáhla **14,2 %** (meziročně) a byla oproti prognóze **mírně vyšší**.
- **Zrychlování jádrové inflace** reflektuje mimořádný růst domácích i zahraničních nákladů na pozadí silné poptávky. Značný a rostoucí příspěvek má i imputované nájemné.
- Vysoký růst **regulovaných cen** odráží skokovou dynamiku cen energetických surovin vedoucí k výraznému zdražení energií (plus obnovení DPH na elektřinu a plyn od ledna).
- Růst **cen potravin** zrychluje, když se k poptávkovým tlakům přidává zdražování světových cen agrárních komodit.
- **Ceny pohonných hmot** rostou vysokým tempem z důvodu růstu světových cen ropy.
- K sílícím cenovým a nákladovým tlakům významně přispívá **válka na Ukrajině**.

## Struktura inflace

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.

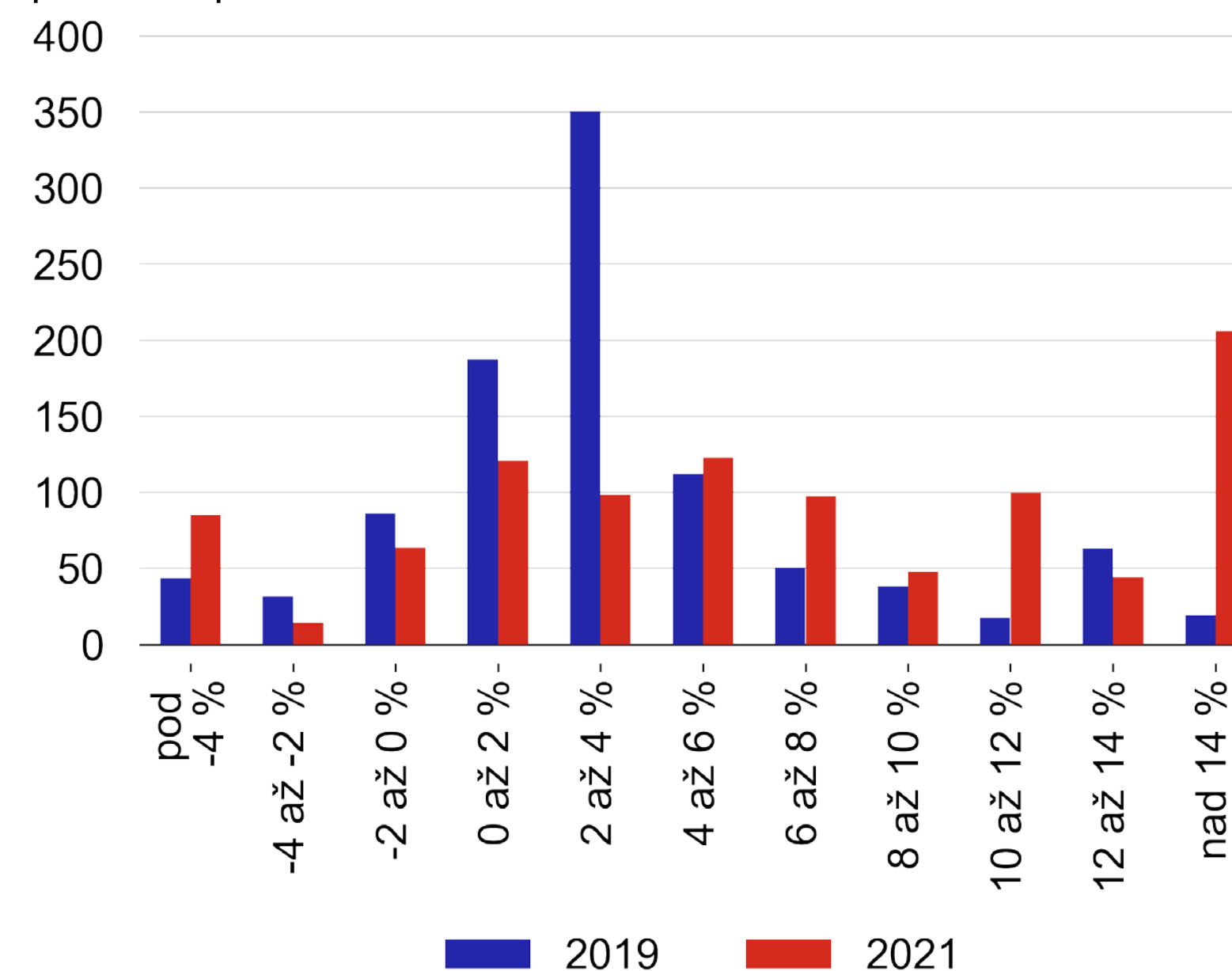


## Intenzita a plošnost inflace

- Současná vlna zdražování je **plošný a intenzivní jev**.
- Ve druhé polovině loňského roku výrazně zesílil růst cen napříč kategoriemi spotřebního koše. Nejvíce v oblastech doprava, odívání a obuv, bydlení.
- Na konci roku 2021 se oproti roku 2019 většina položek spotřebního koše posunula k vyšším cenovým růstům.

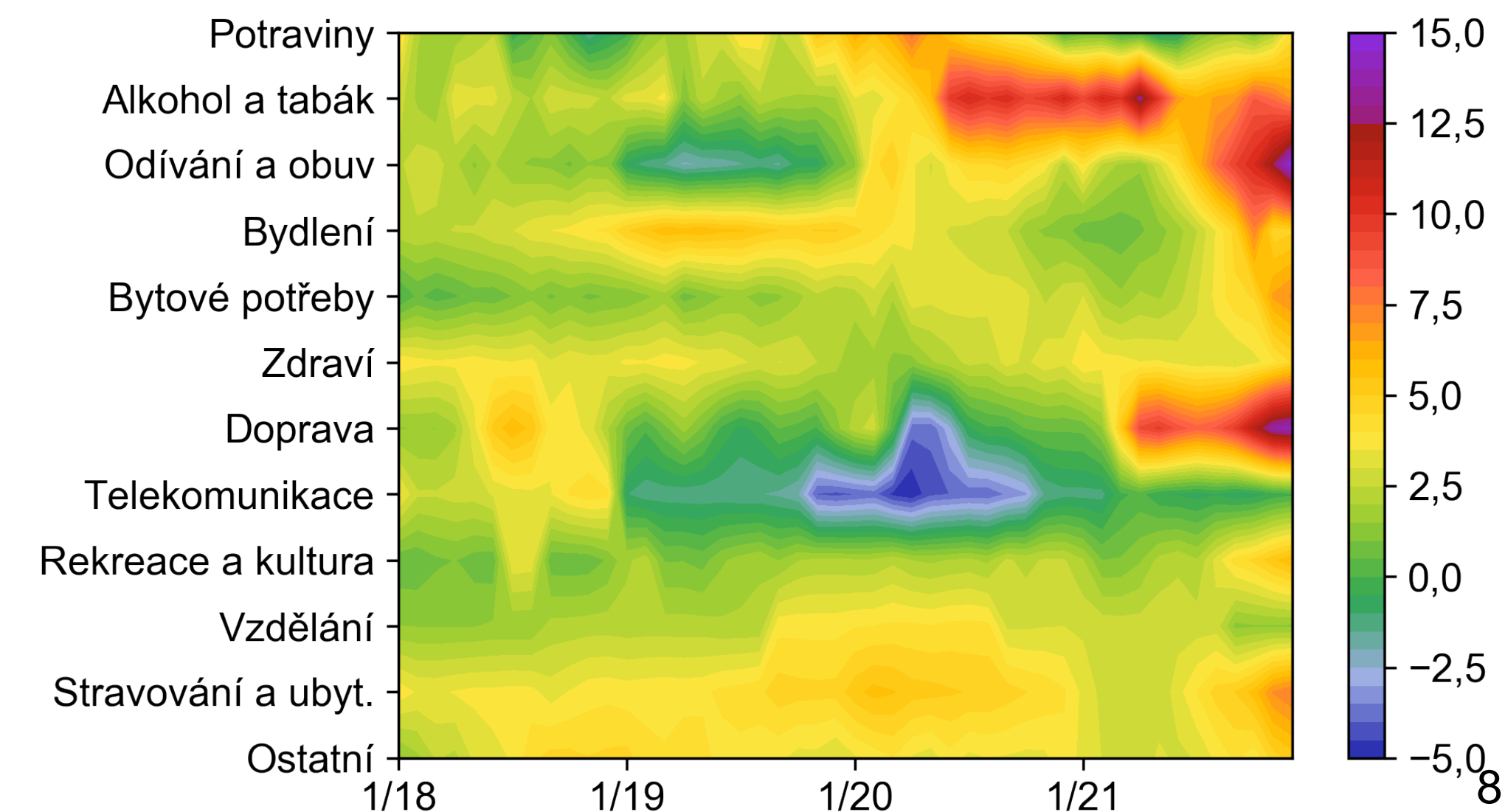
### Meziroční růst cen v prosinci 2019 a 2021

podíl na spotřebním koši v ‰



### Meziroční růst cen dle kategorií

v %, barevně intenzita růstu



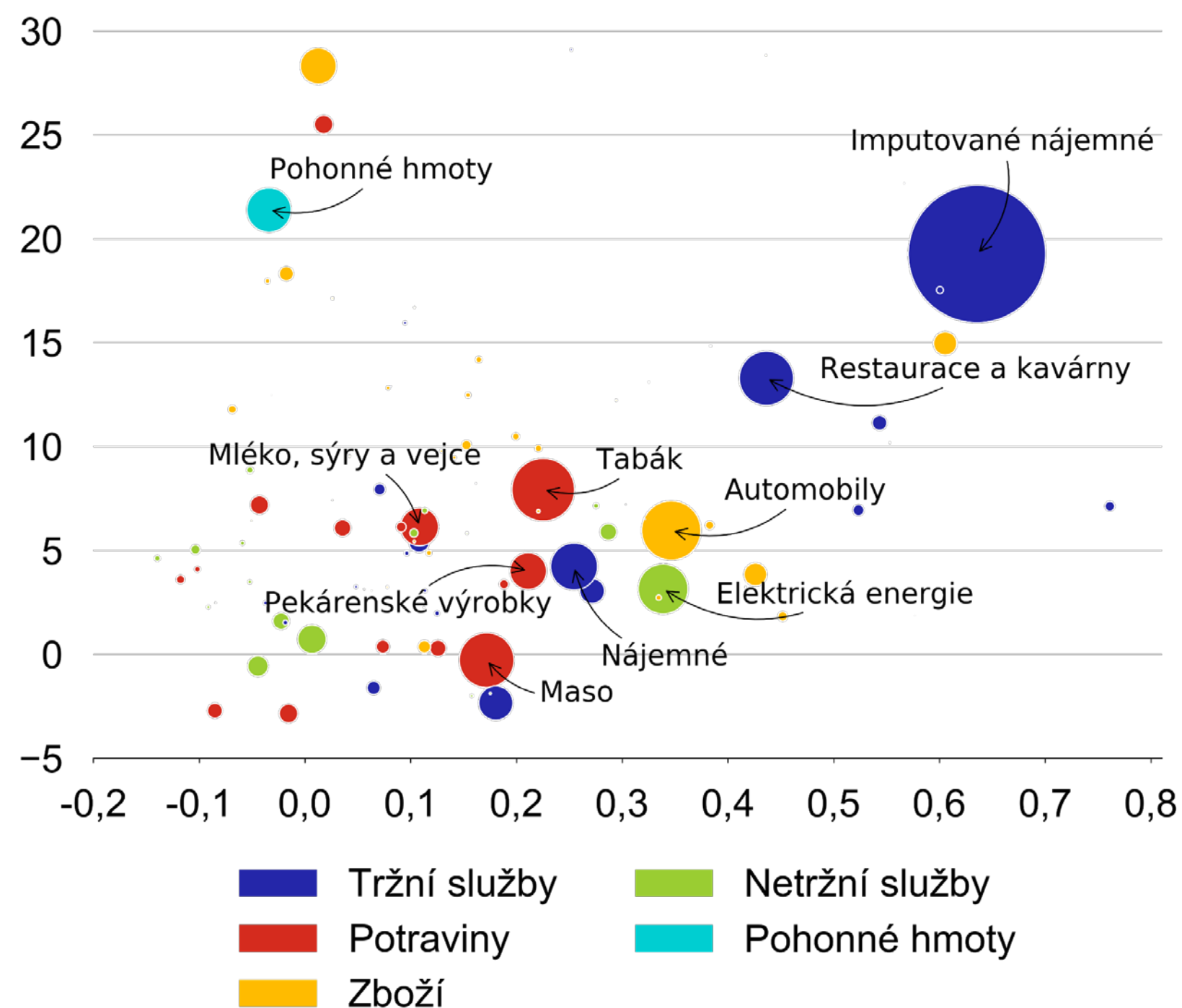


## Domácí poptávkové klima

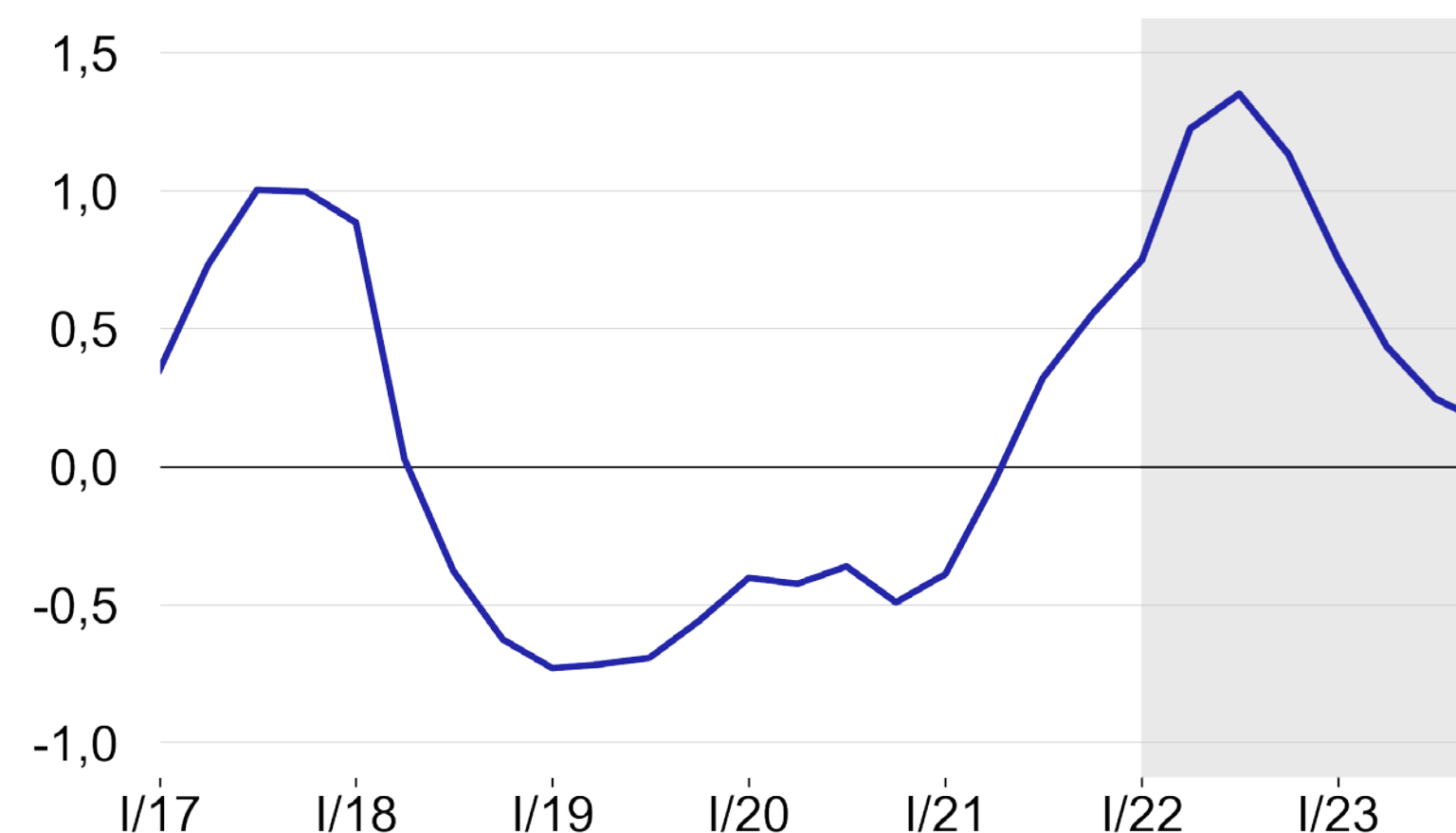
- Významná role domácího poptávkového klimatu** ve druhém pololetí 2021:
  - opětovný narůst napětí na trhu práce zrychlil mzdovou dynamiku a zvýšil náklady českých firem
  - razantní růst cen byl výrazný zejména u položek spotřebního koše silně korelovaných s LUCI
- Silný spotřebitelský apetit ale i nadále** dovoluje firmám zvyšovat ceny nad náklady/dovozní ceny (kladné ziskové marže) a kompenzovat část ušlých zisků z doby uzavírek ekonomiky.

### Korelace položek spotřebního koše s LUCI

osa x: korelace, osa y: anualizovaný mezičtvrtletní růst cen v % ve 3. čtvrtletí 2021, velikost bubliny = váha kategorie



### Mezera marží u spotřebních statků v %

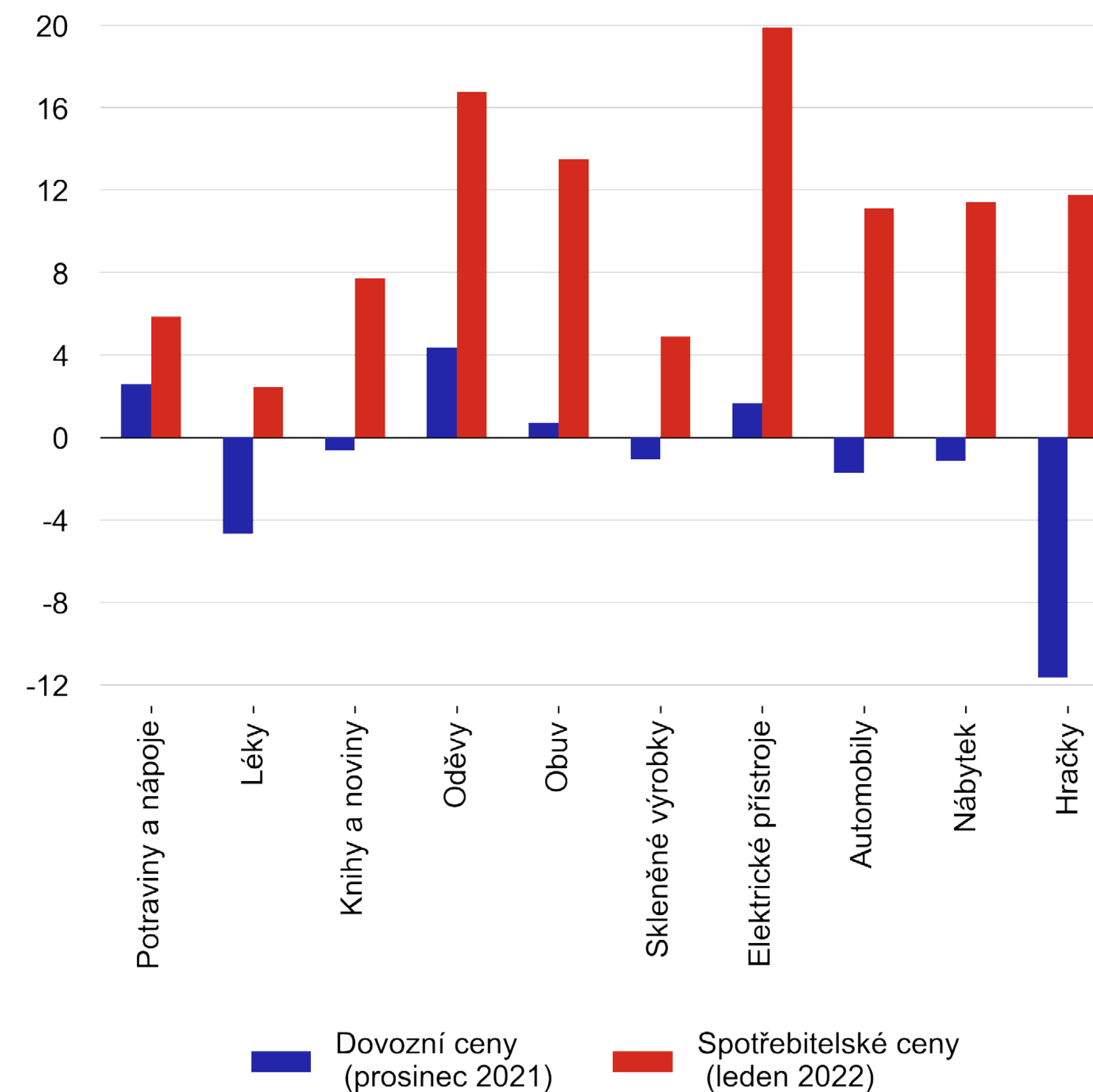


## Domácí poptávkové klima

- O převažujícím domácím původu inflačních tlaků do přelomu roku svědčí **srovnání vývoje dovozních vs. spotřebitelských cen** vybraných položek běžného zboží.
  - **Ceny zboží z dovozu** i díky posilování kurzu koruny v daném období klesaly nebo rostly jen mírně.
  - Naproti tomu téměř identické **zboží k dostání na pultech maloobchodu pro koncové české zákazníky** výrazně zdražovalo.

## Dovozní versus spotřebitelské ceny

meziroční změny v %

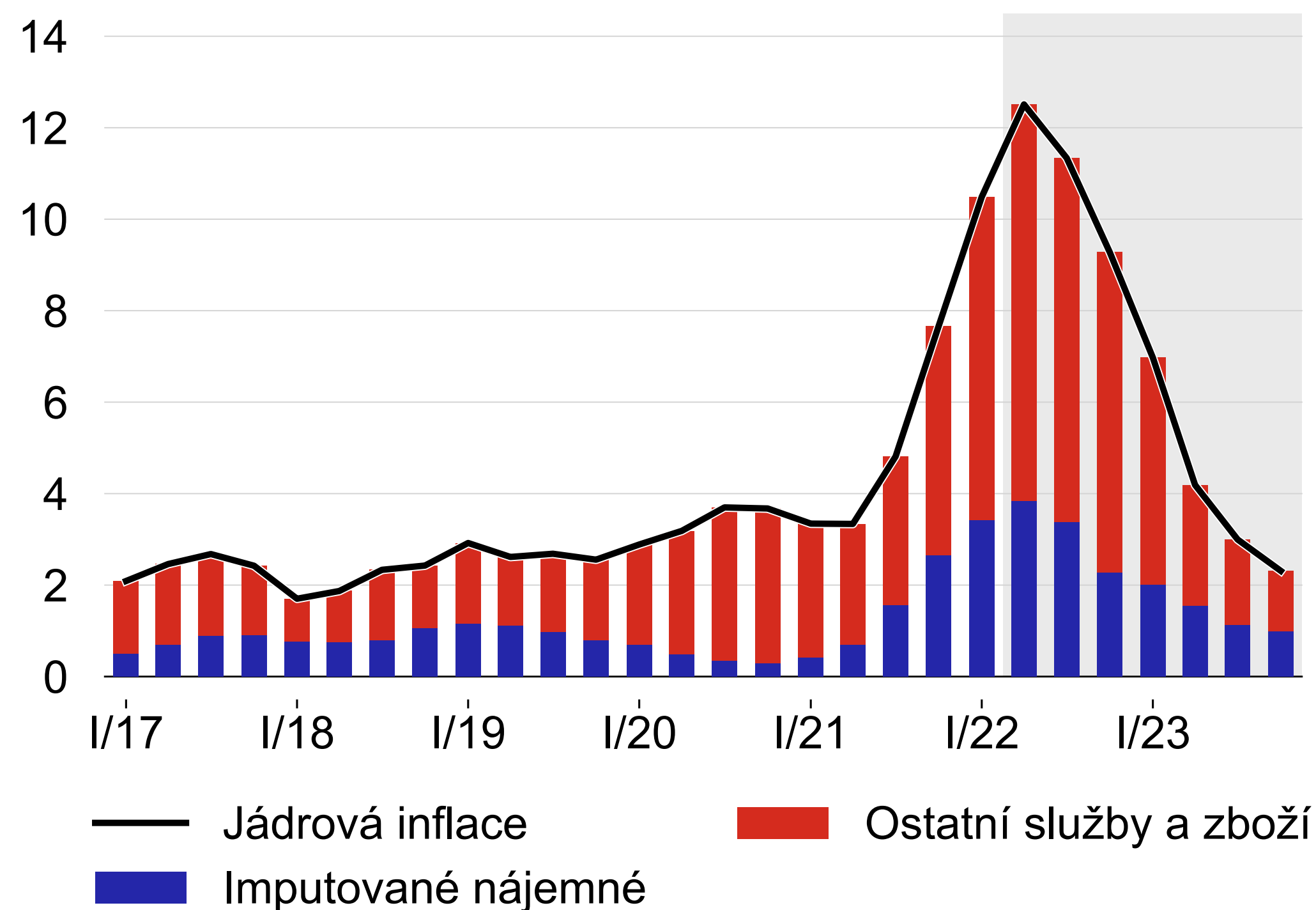


## Trh nemovitostí

- Významnou položkou jádrové inflace je nadále narůstající příspěvek **imputovaného nájemného** (v dubnu 2022 růst 17,7 % mzr.), které hraje v indexu CPI významnou roli.
- V jeho růstu se projevuje souběh výrazného **zdražování nových nemovitostí** (o více než 25 % ve 4. čtvrtletí 2021) a **vysoká dynamika cen stavebních prací a materiálů**.

## Jádrová inflace

meziroční změny v %, příspěvky v p. b.

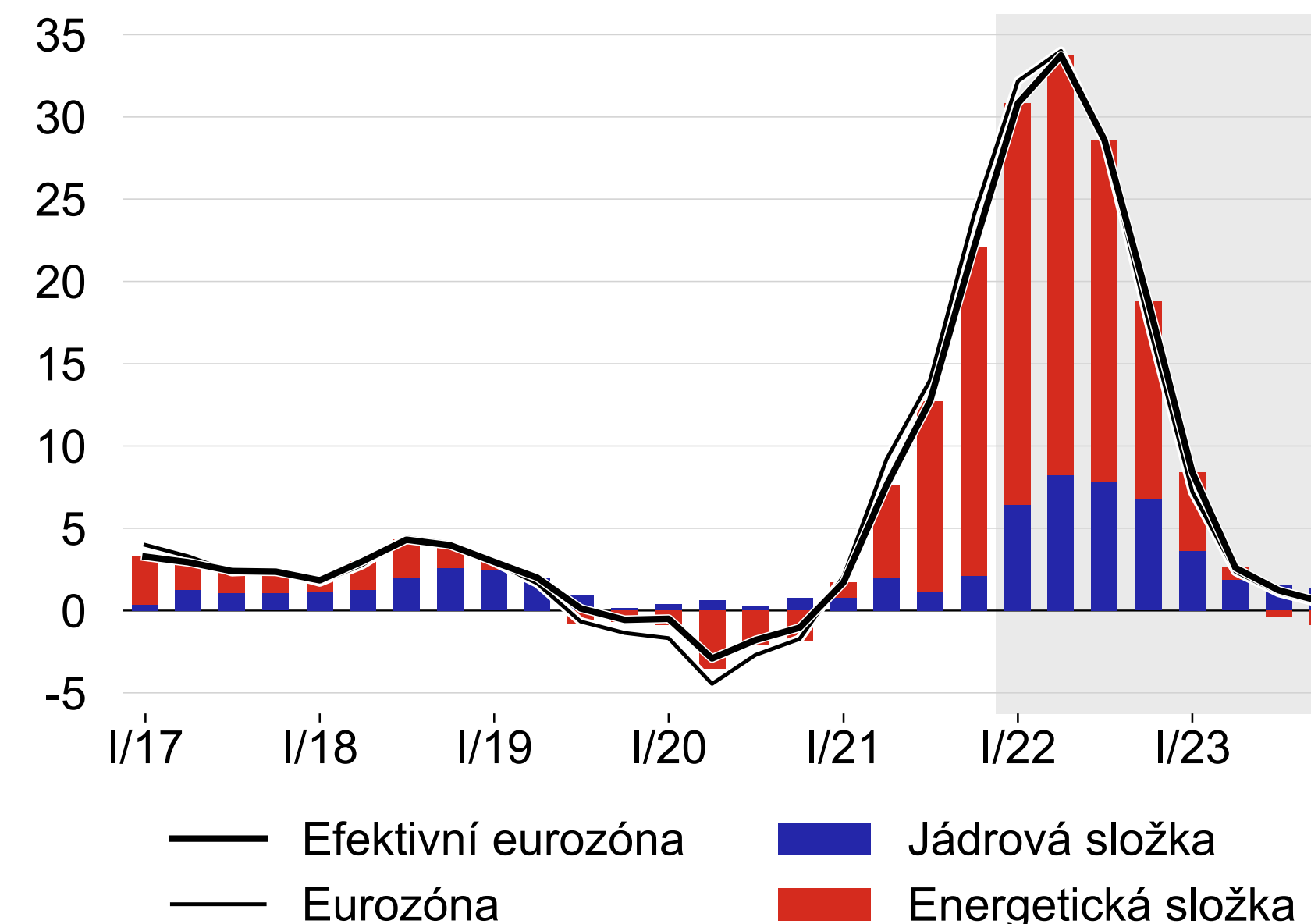


## Zahraniční nákladové vlivy

- Na domácí jádrovou inflaci z velké míry působil i výrazný růst **cen průmyslových výrobců v zahraničí**, ke kterému výrazně přispívají **rostoucí ceny energií**.
- Proinflačně působily zejména **historicky nejvyšší ceny zemního plynu a elektřiny**, ale také rostoucí cena ropy.
- Inflační tlaky jsou podpořeny i nadále trvajícím **poruchami v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích** a souvisejícím nedostatkem komponent a materiálů.
- Probíhající **válka na Ukrajině** dále posiluje cenové a nákladové tlaky, především v segmentu energií, potravin a průmyslových kovů.

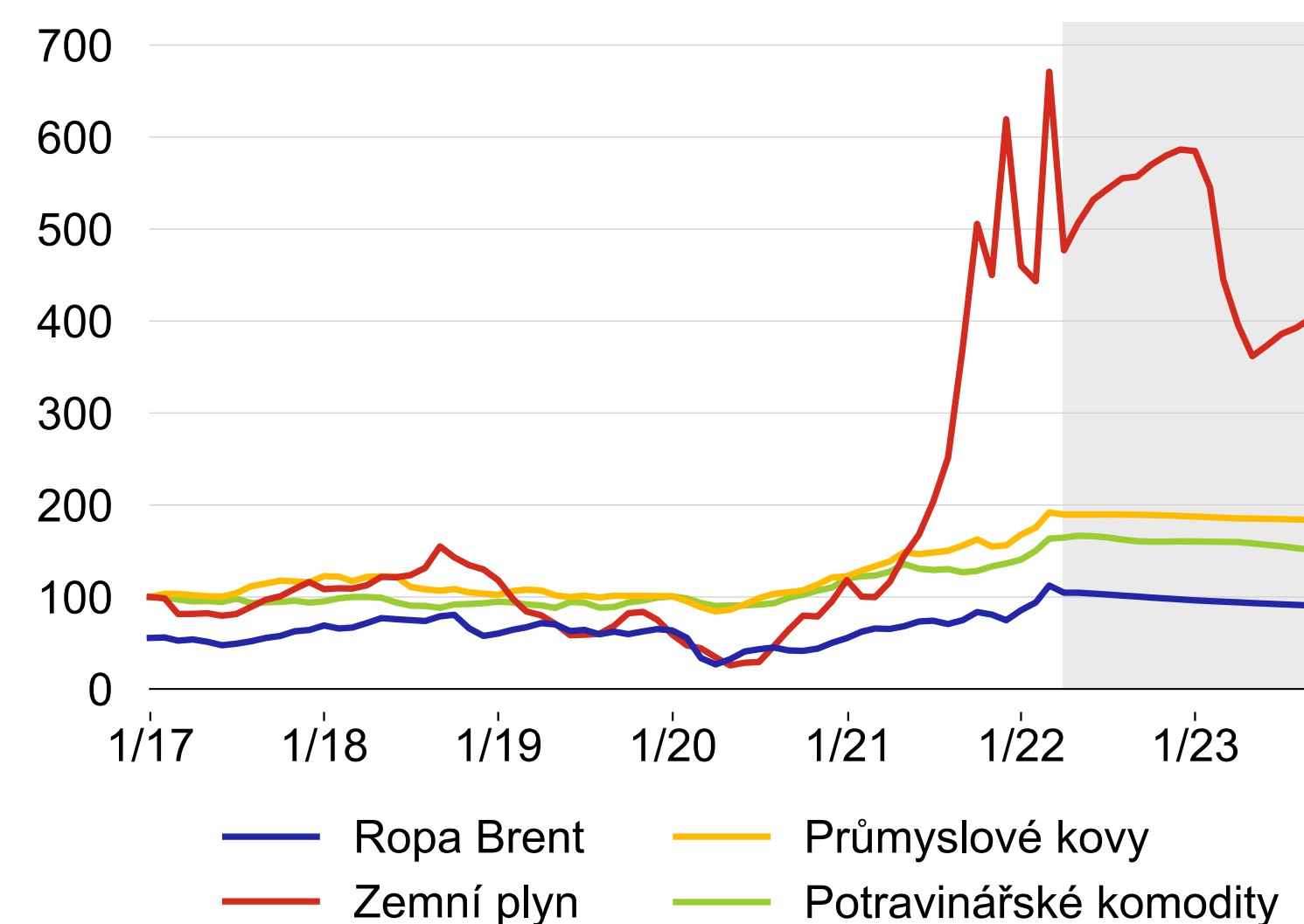
## Ceny průmyslových výrobců v eurozóně

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



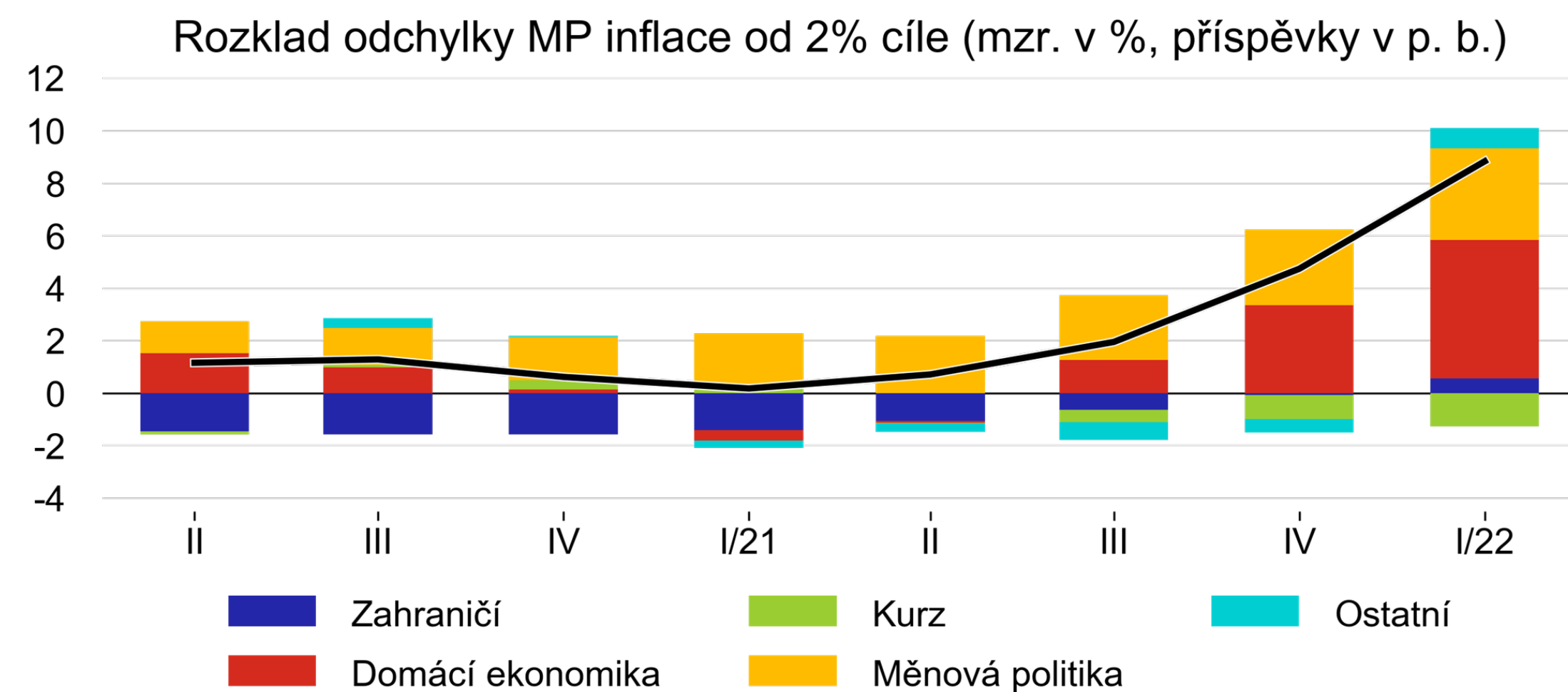
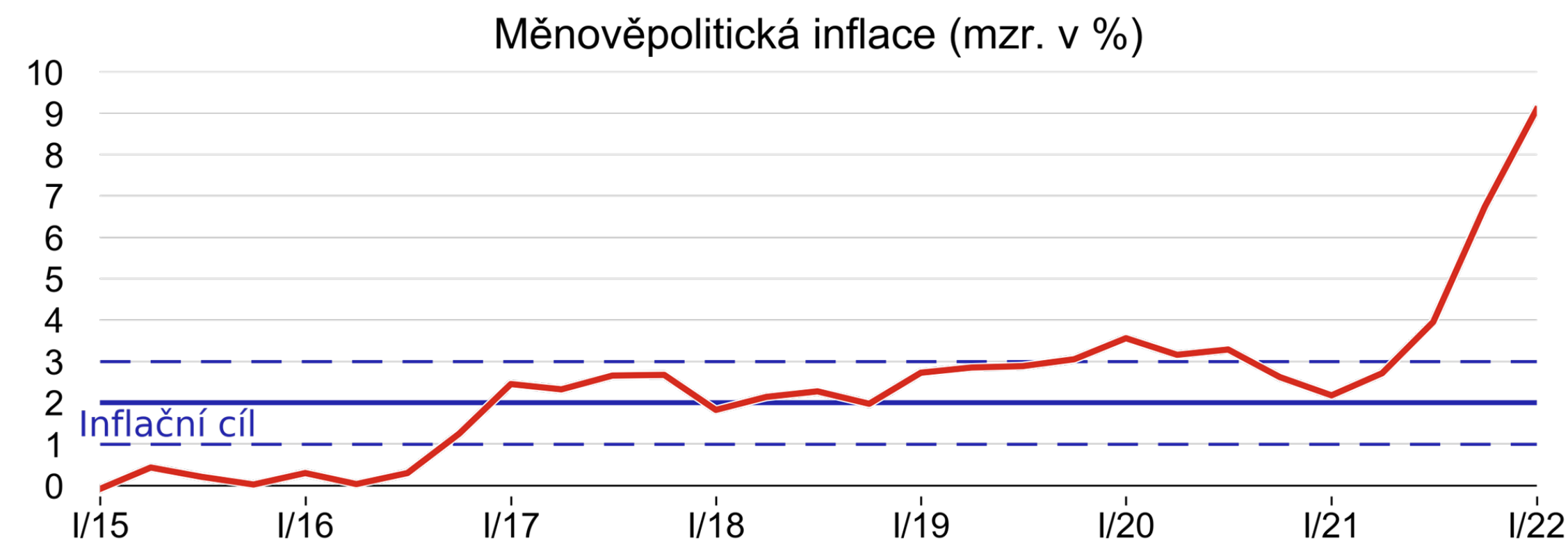
## Ceny komodit

ropa v USD/barel, ostatní komodity: index (leden 2017 = 100)



## Plnění inflačního cíle

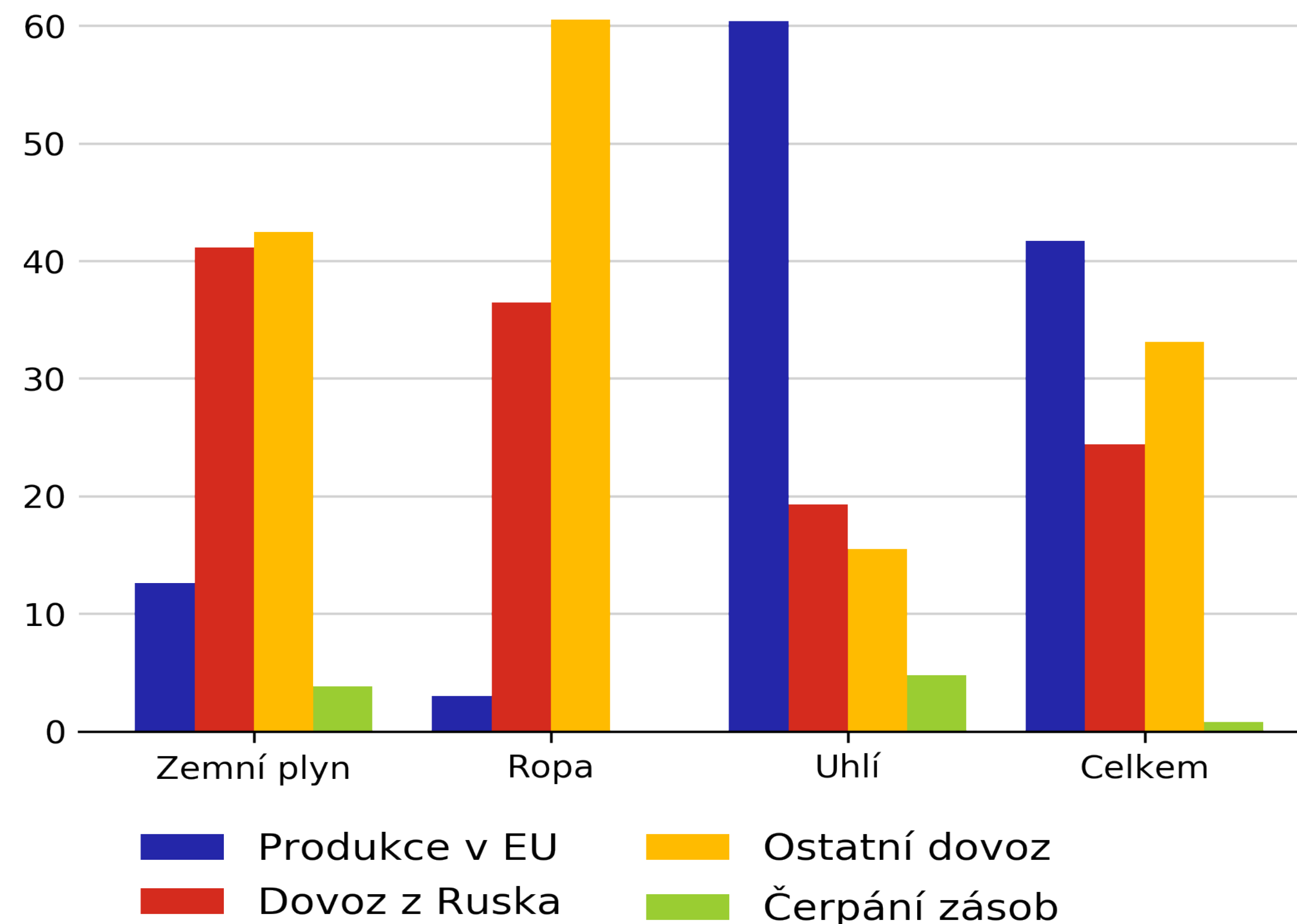
- Součástí výkonu mandátu ČNB v oblasti cenové stability je **pravidelné vyhodnocování plnění inflačního cíle** a určení příčin případných odchylek skutečné inflace od cíle.
- Analýza pokrývá období od 2. čtvrtletí 2020 do 1. čtvrtletí letošního roku.
- **Inflace** se po celé hodnocené období nacházela **nad 2% cílem ČNB** a během druhé poloviny loňského roku a na začátku letošního roku vystoupala **vysoko nad něj**.
- **Domácí ekonomika** v souhrnu působila ve směru kladné odchylky inflace od cíle. V tom se projevilo přetrvávající napětí na trhu práce, rychlé postcovidové oživení, štedrá fiskální politika a v roce 2022 silný růst regulovaných cen.
- Na celém horizontu s výjimkou 1Q 2022 se identifikuje záporný příspěvek **zahraničních šoků**. Ten v čase slábnul a počátkem 2022 přešel do proinflačního působení.
- **Domácí měnová politika výrazně zpříšňovala, ale přesto** po většinu hodnoceného období působila nadměrně uvolněně.



## Přerušení dodávek plynu z Ruska do Evropy

- V rámci dovozu energetických surovin z Ruska do EU má největší podíl **ropa a ropné produkty**.
- Významný je i podíl **zemního plynu**:
  - dopravován většinou plynovody
  - přerušení dodávek by mělo největší dopad na evropskou ekonomiku
  - dle odhadu EP by se výpadek podařilo v krátkém horizontu nahradit jinými zdroji pouze ze dvou třetin
  - snížení dodávek o třetinu - zastavení energeticky náročných výrobních procesů i úspora při vytápění domácností
  - české podniky by navíc výrazně pocítily i ochlazení zahraniční poptávky, což by dále prohlubovalo propad ekonomické aktivity
  - každopádně by se jednalo o nespojitý ekonomický vývoj se staglačními dopady

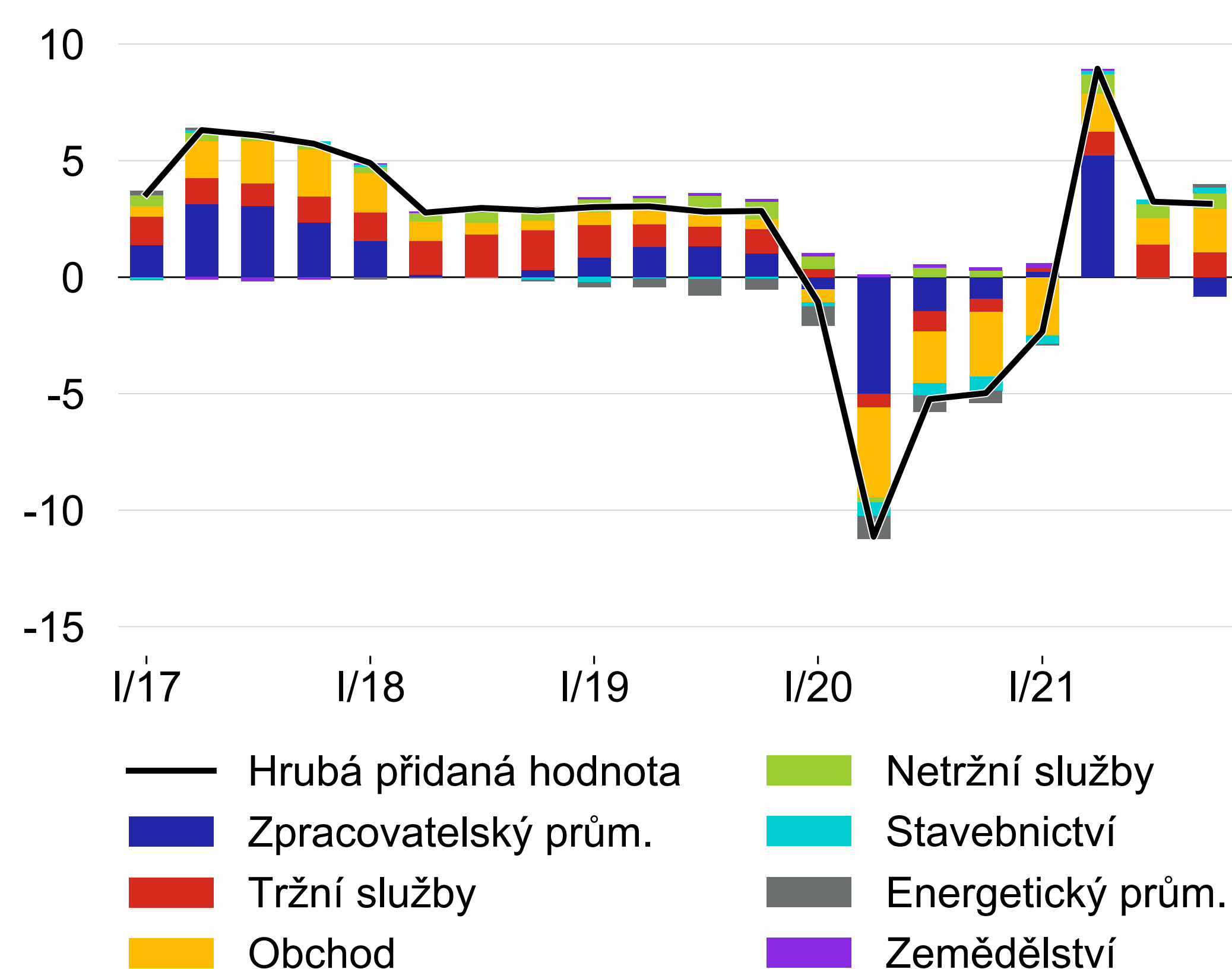
Závislost zemí EU na zdrojích energií  
(podíl v % z celkové spotřeby v EU, 2020)



## Produkční strana ekonomiky

- **Hrubá přidaná hodnota** po propadu v roce 2020 od druhého čtvrtletí loňského roku opět rostla.
- Průmysl se v závěru loňského roku i počátkem letošního roku nadále potýkal s problémy (problémy v GVC, zdražování výrobních vstupů).
- Podle předběžného odhadu ČSÚ byl meziroční růst **hrubé přidané hodnoty** v 1. čtvrtletí tohoto roku nejvíce podpořen stavebnictvím a skupinou odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství. Dařilo se i většině odvětví služeb.

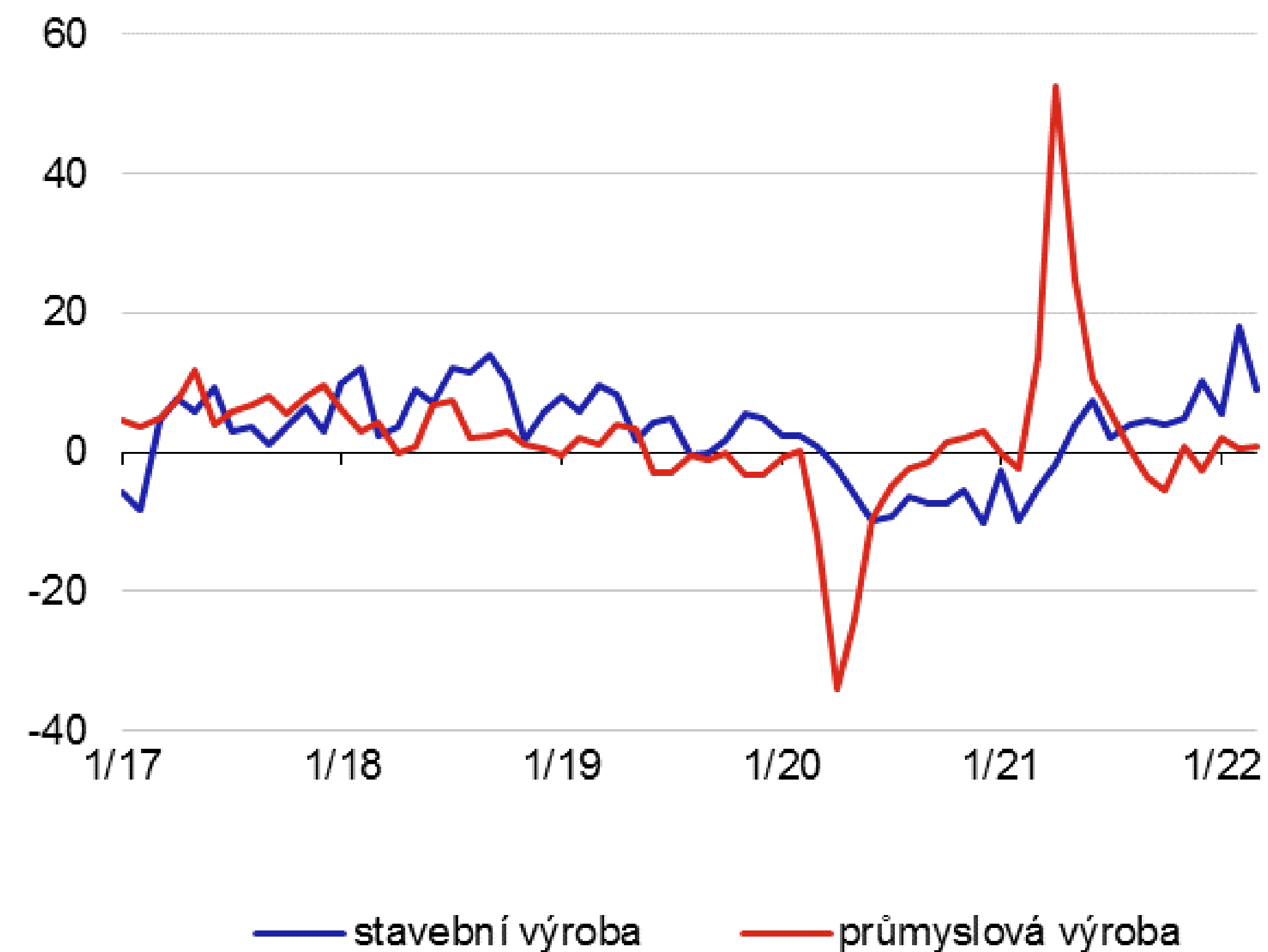
**Struktura růstu hrubé přidané hodnoty**  
 (mzr. v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezoně očištěno)



## Produkční strana ekonomiky

- **Průmyslová produkce** v březnu meziročně **velmi mírně rostla** (0,8 %)
  - přetrvávají problémy s dodávkami materiálu v pododvětví automobilového průmyslu
- **Stavební produkce** v březnu zvolnila meziroční růst (8,9 %)
  - s přispěním pozemního i inženýrského stavitelství

## Průmyslová a stavební produkce (mzr. změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno)



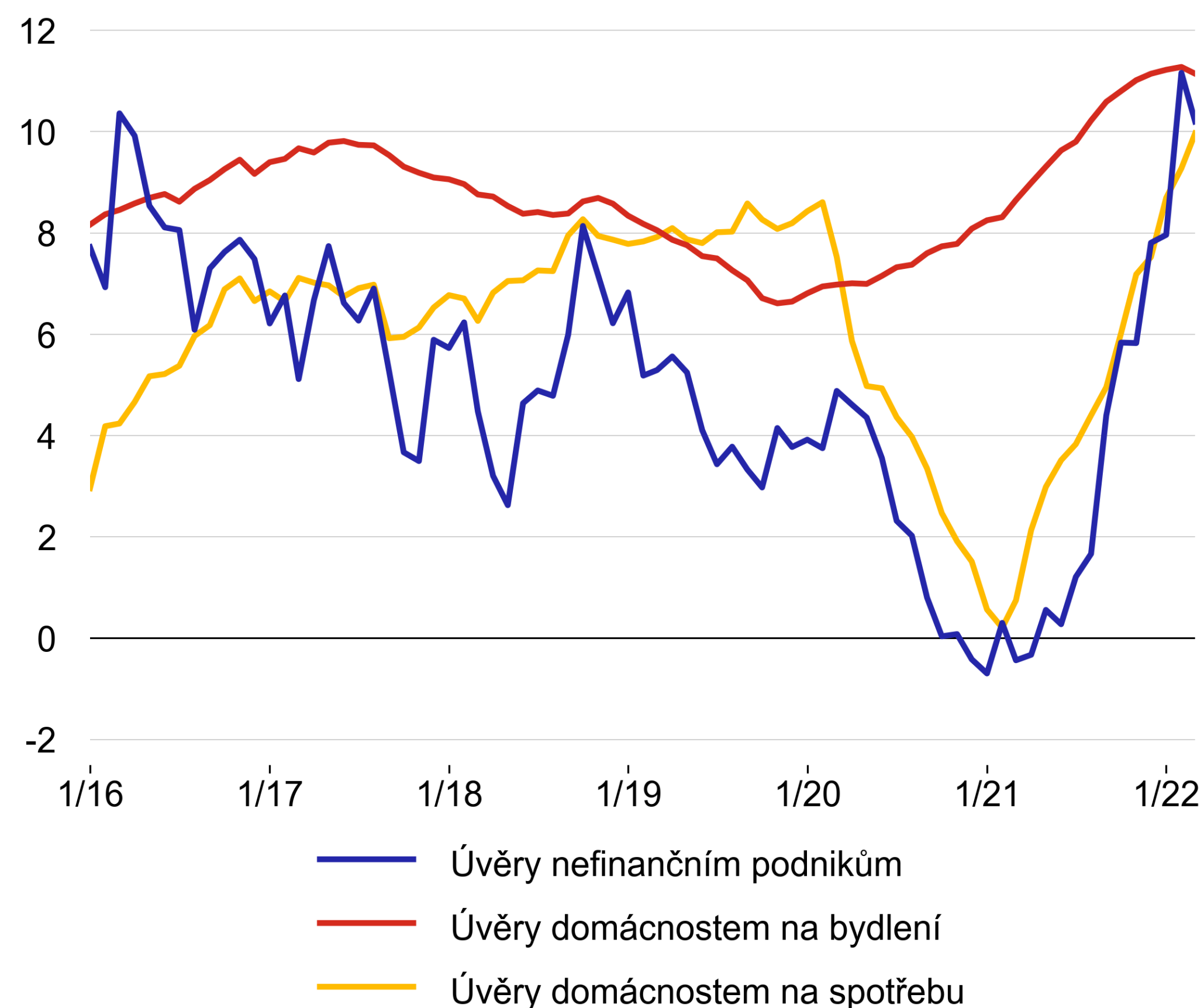


## Úvěry

- **Růst úvěrů** přetrvával v prvním čtvrtletí 2022 na poměrně vysoké úrovni.
- Dynamika **úvěrů podnikům** se od druhého pololetí 2021 rychle zvyšovala.
- Obdobný vývoj byl zaznamenán i u **úvěrů domácnostem na spotřebu**.
- Růst **úvěrů na bydlení** se pohyboval na úrovni 11 %.
  - objem nových čistých hypoték v březnu zhruba 23 mld Kč
  - tento objem byl meziročně nižší (mimořádně vysoké loňské hodnoty hypoték)

## Úvěry soukromému sektoru

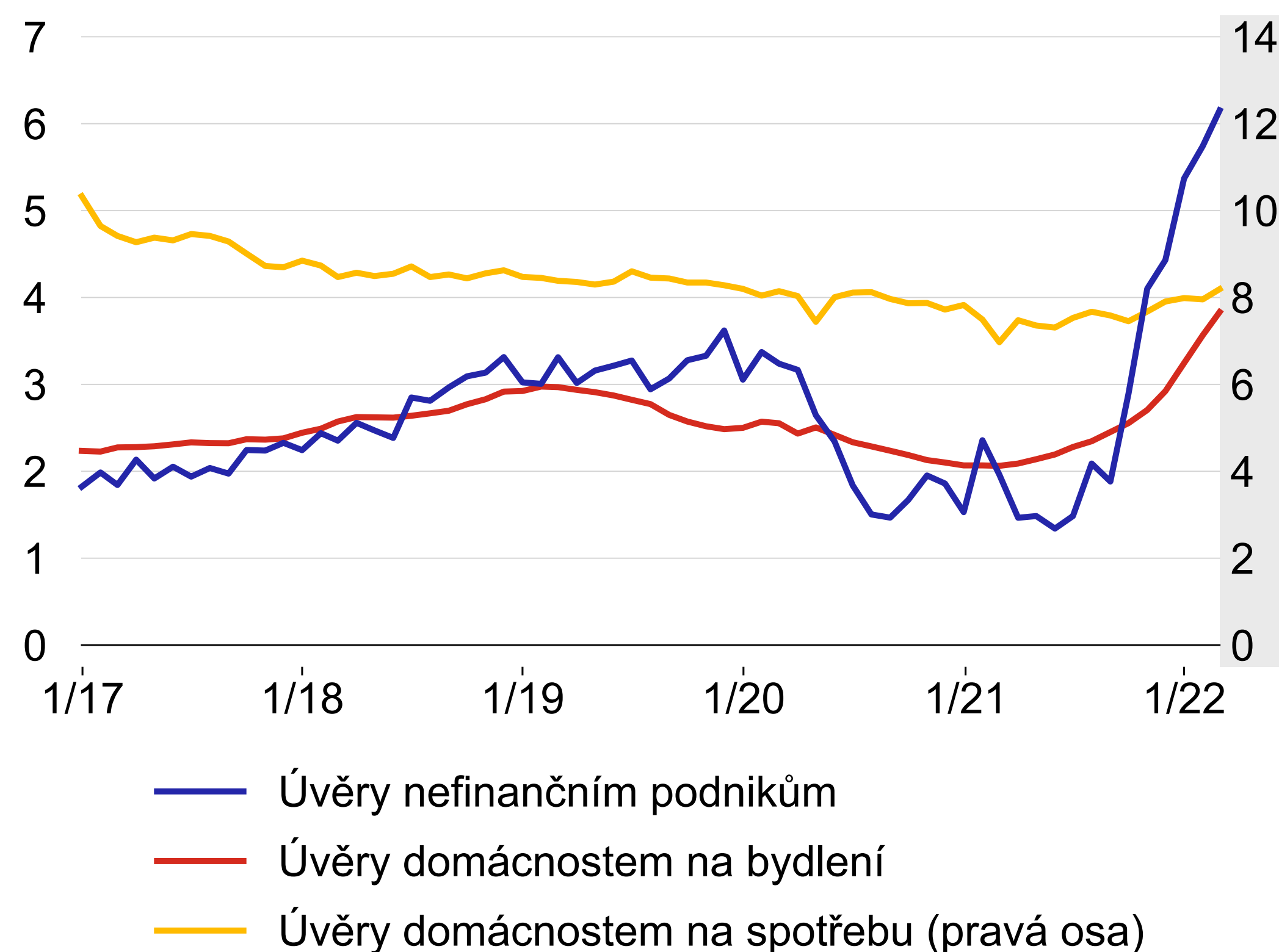
(roční míry růstu v %)



## Klientské úrokové sazby

- **Úrokové sazby z úvěrů podnikům** od června loňského roku výrazně vzrostly.  
- odraz transmise měnověpolitických úrokových sazeb
- **Nárůst úrokových sazeb z úvěrů domácnostem na bydlení** je pozvolnější, neboť jsou navázány na tržní úrokové sazby s delší splatností.

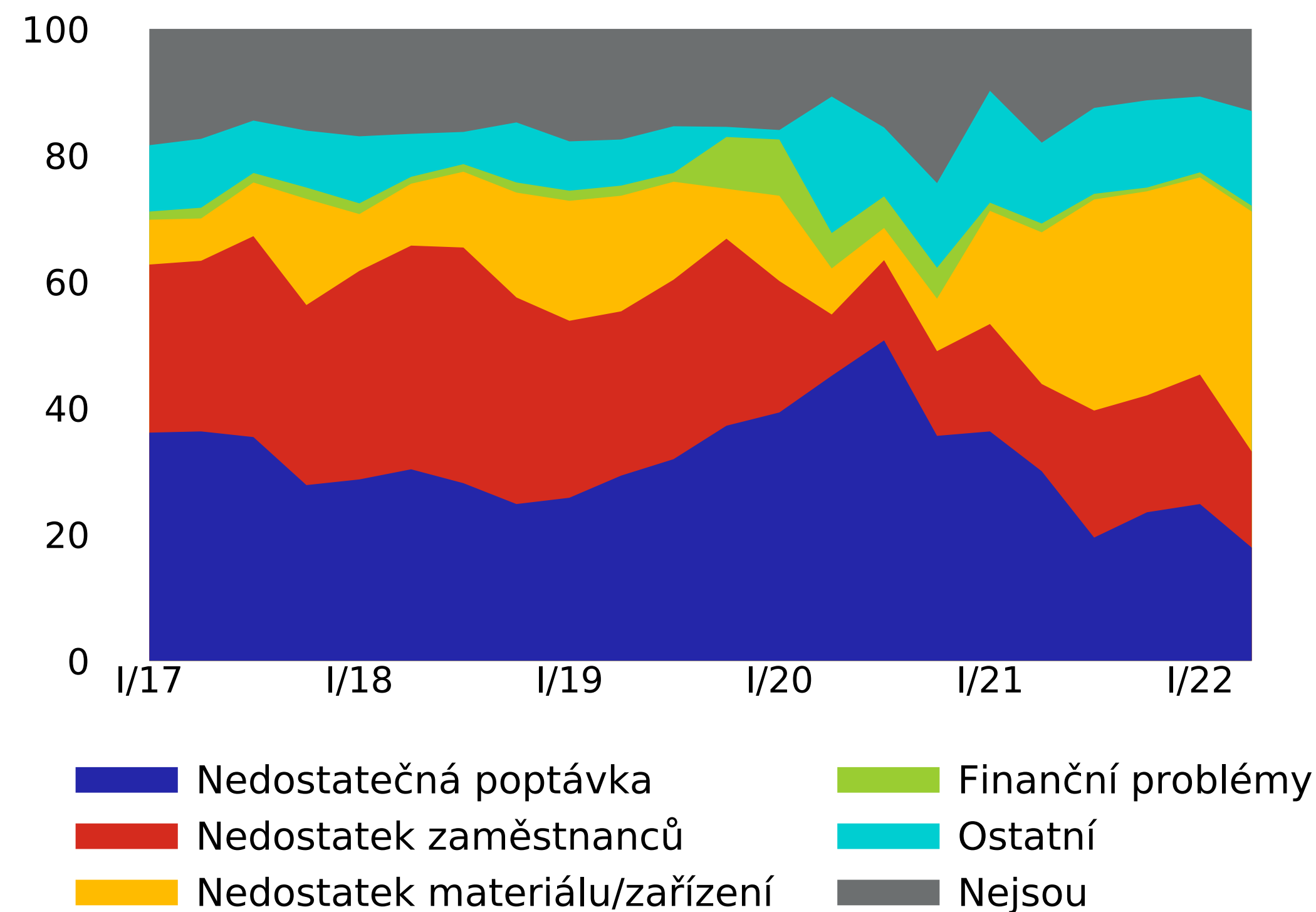
## Úrokové sazby z bankovních úvěrů (v %)



## Konjunkturální průzkumy

- Růst **průmyslové produkce** je nadále brzděn:
  - nedostatkem materiálu/zařízení
  - nedostatkem zaměstnanců
- V poslední době převzal dominanci **nedostatek materiálu, lze čekat nárůst brzdícího vlivu poptávky**.

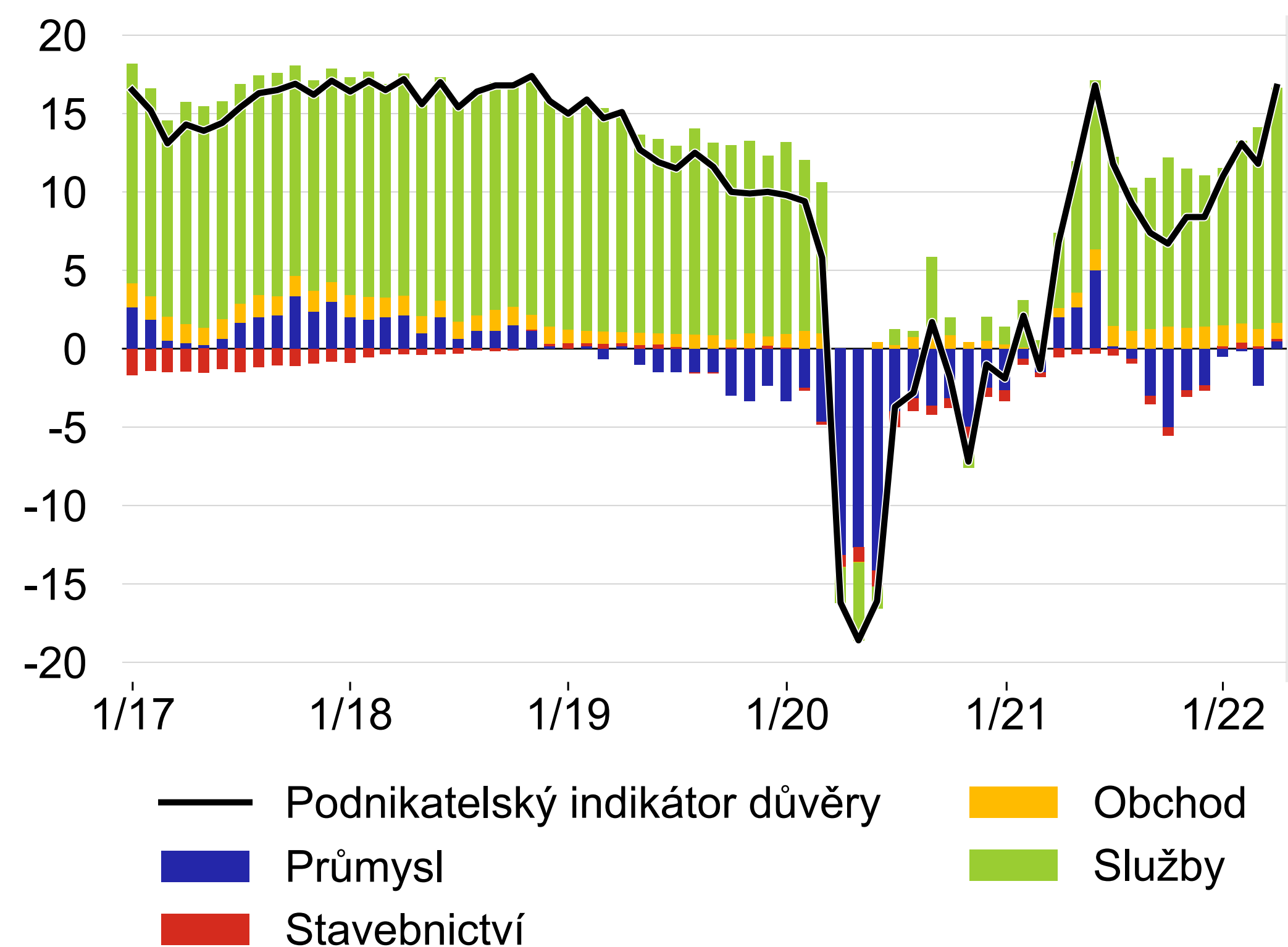
## Bariéry růstu v průmyslu (v %)



## Konjunkturální průzkumy

- **Podnikatelská důvěra** v sektoru **služeb** roste.
- Podnikatelská důvěra v sektoru **průmyslu** se v průběhu loňského roku dostala do záporných hodnot.
- Podnikatelská důvěra v sektoru **obchodu** vykazuje poměrně stabilní kladnou hodnotu.

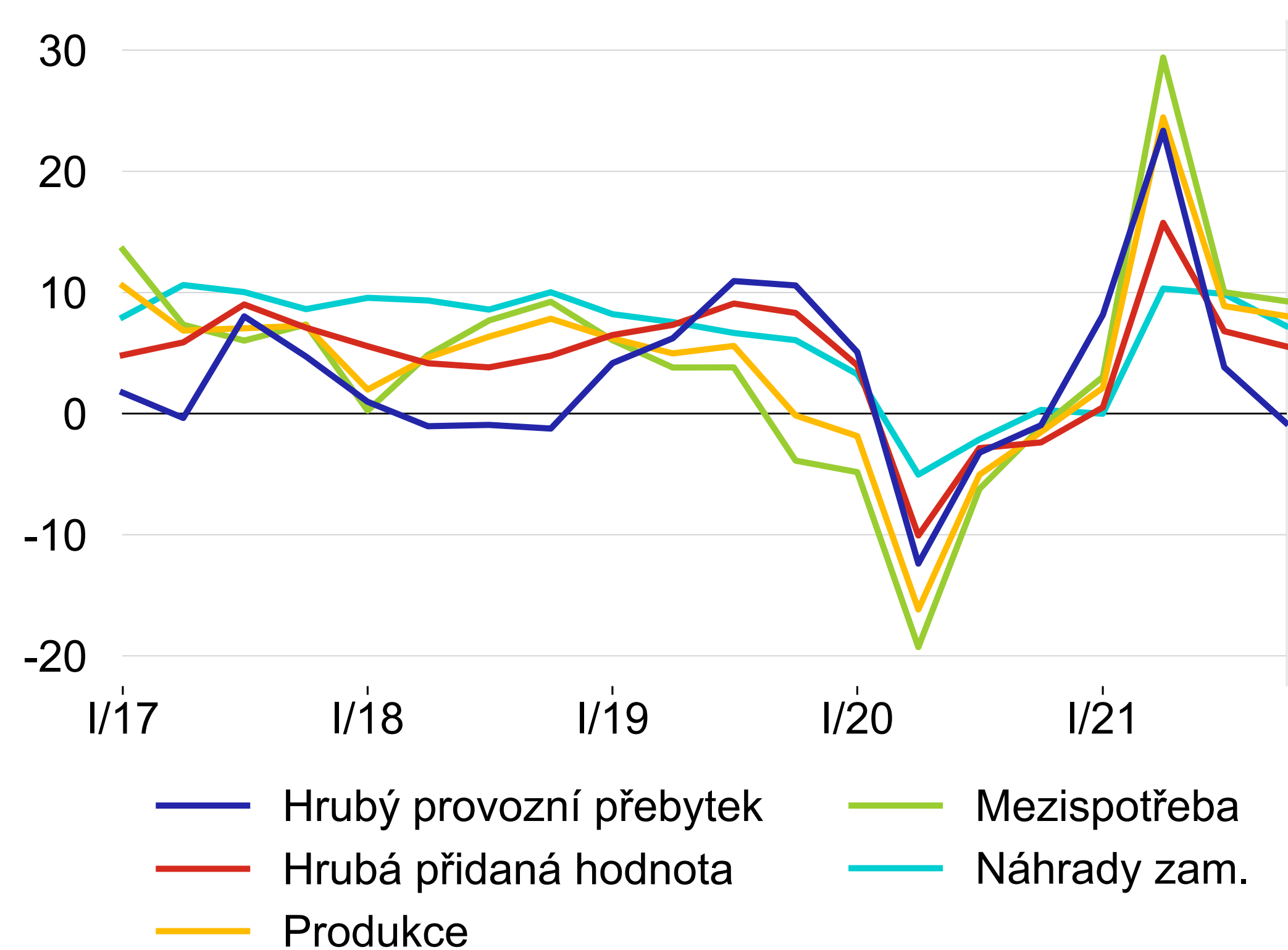
Salda podnikatelské důvěry  
(saldo v %, příspěvky v p.b.)



## Hospodaření podniků

- Zlepšování **hospodaření podniků** v polovině loňského roku odráželo ekonomické zotavení a bylo podpořeno všemi složkami hospodaření.
- V závěru roku se dynamika navrátila zhruba k hodnotám obvyklým před pandemií.

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



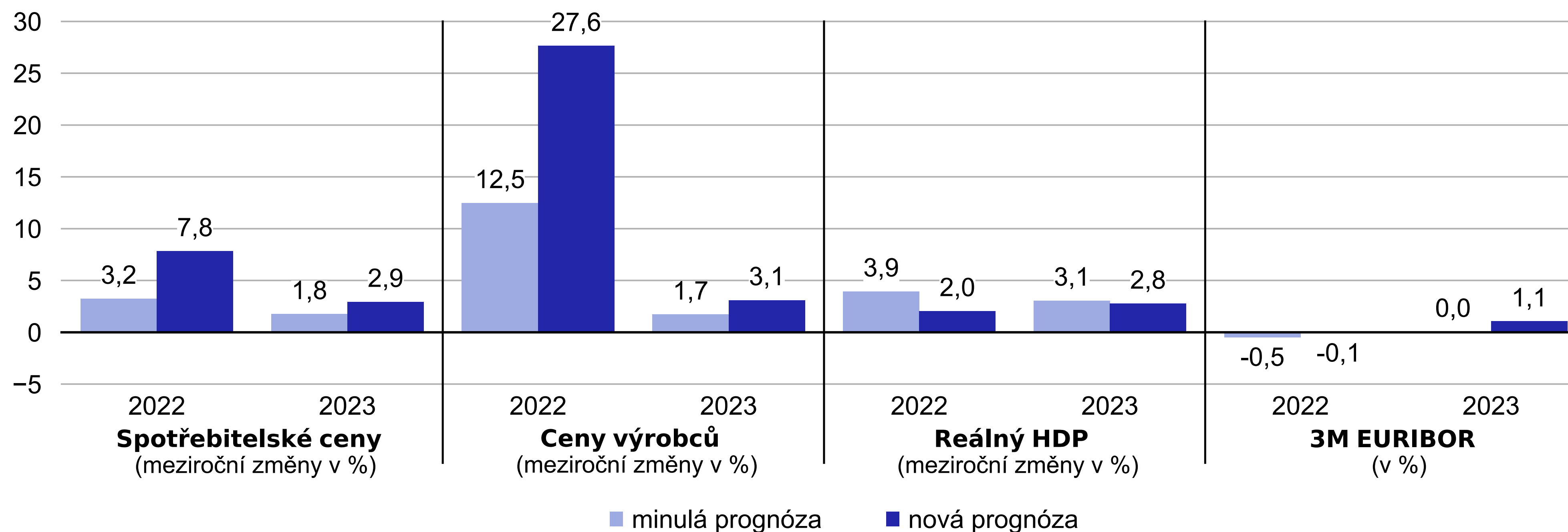
---

# Obsah

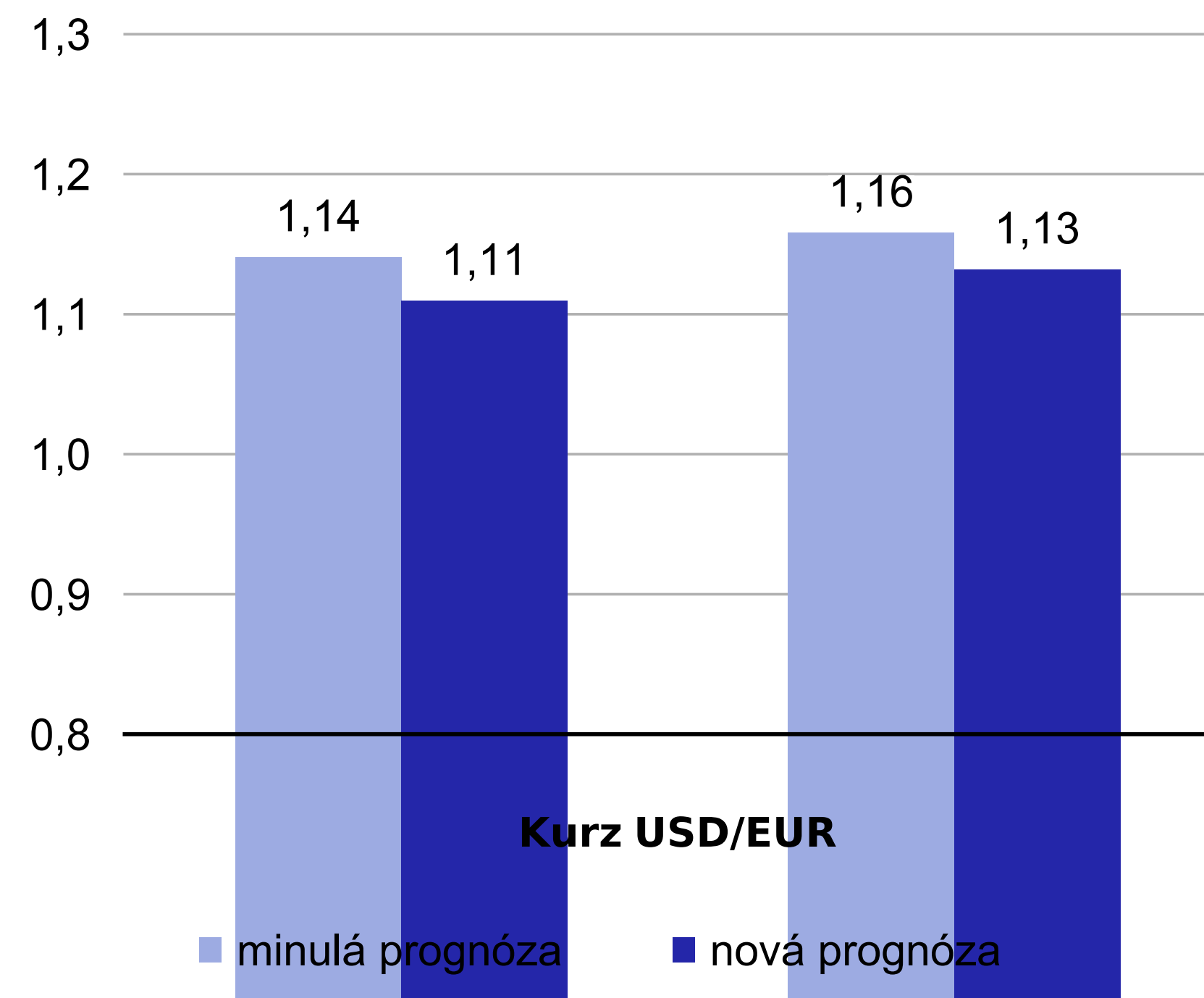
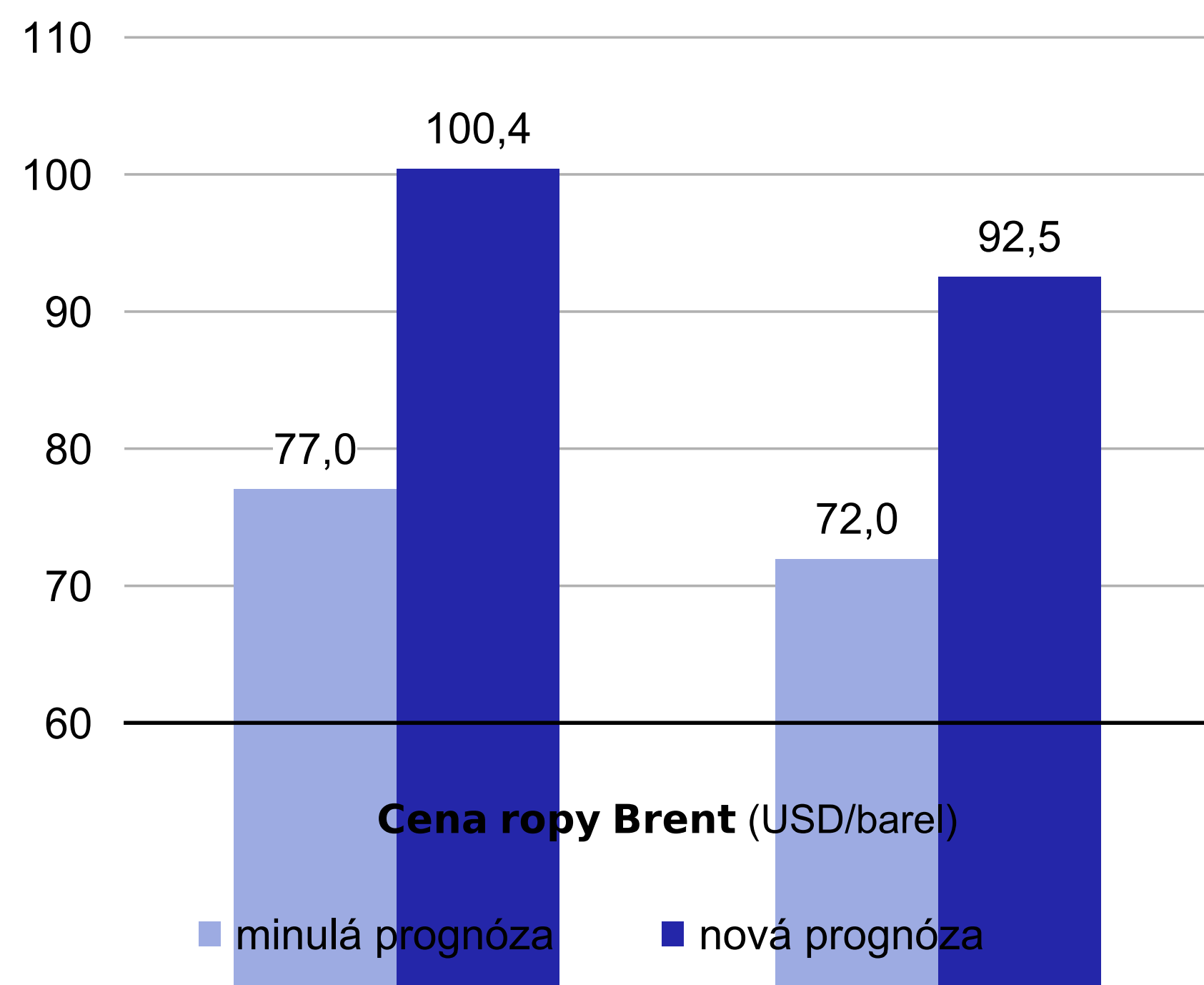
1. Současná ekonomická situace
- 2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022) a nová data**
3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady



## Vnější prostředí: prognóza a výhled pro efektivní eurozónu

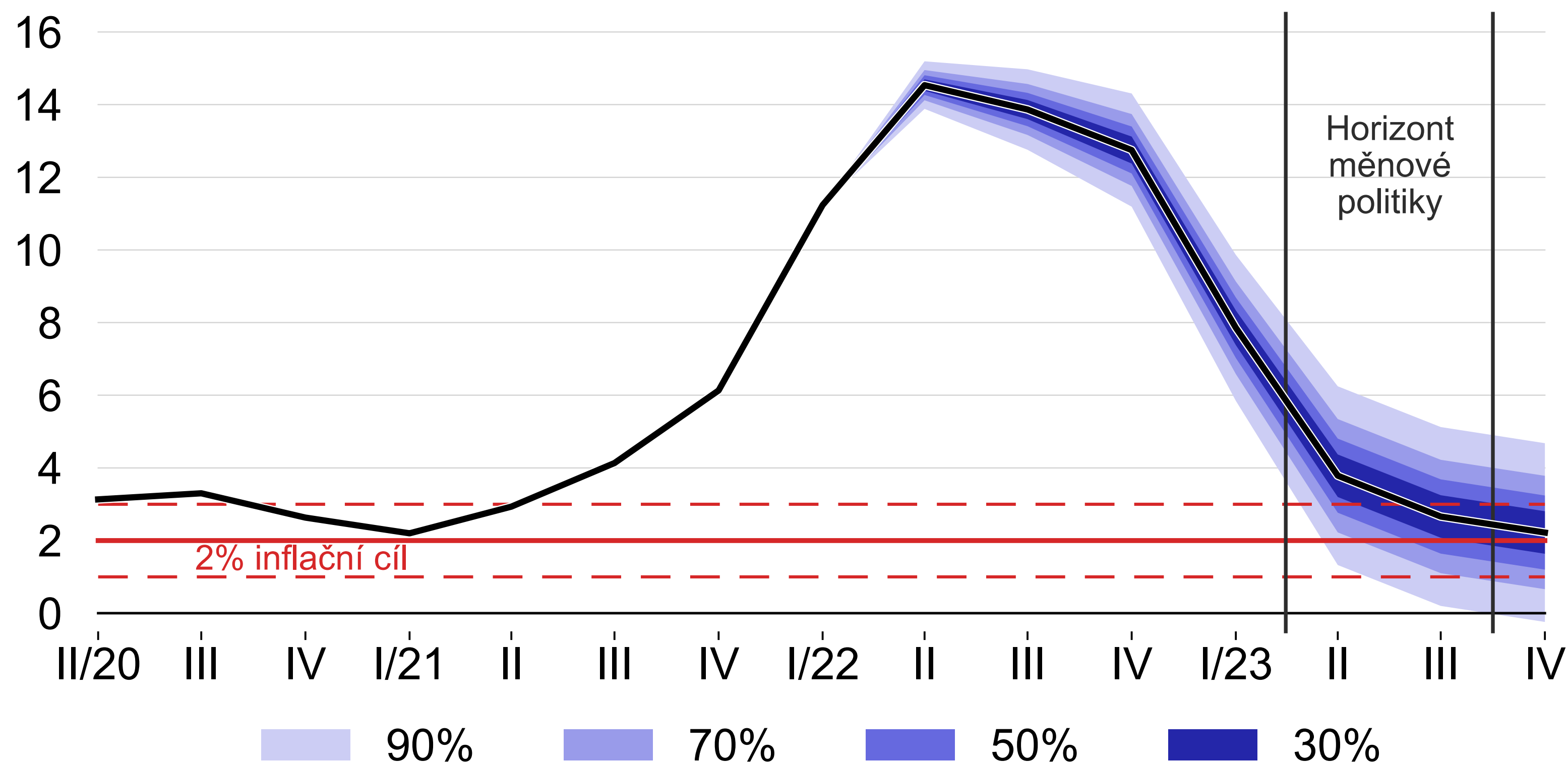


## Vnější prostředí: cena ropy a kurz USD/EUR





## Prognóza inflace

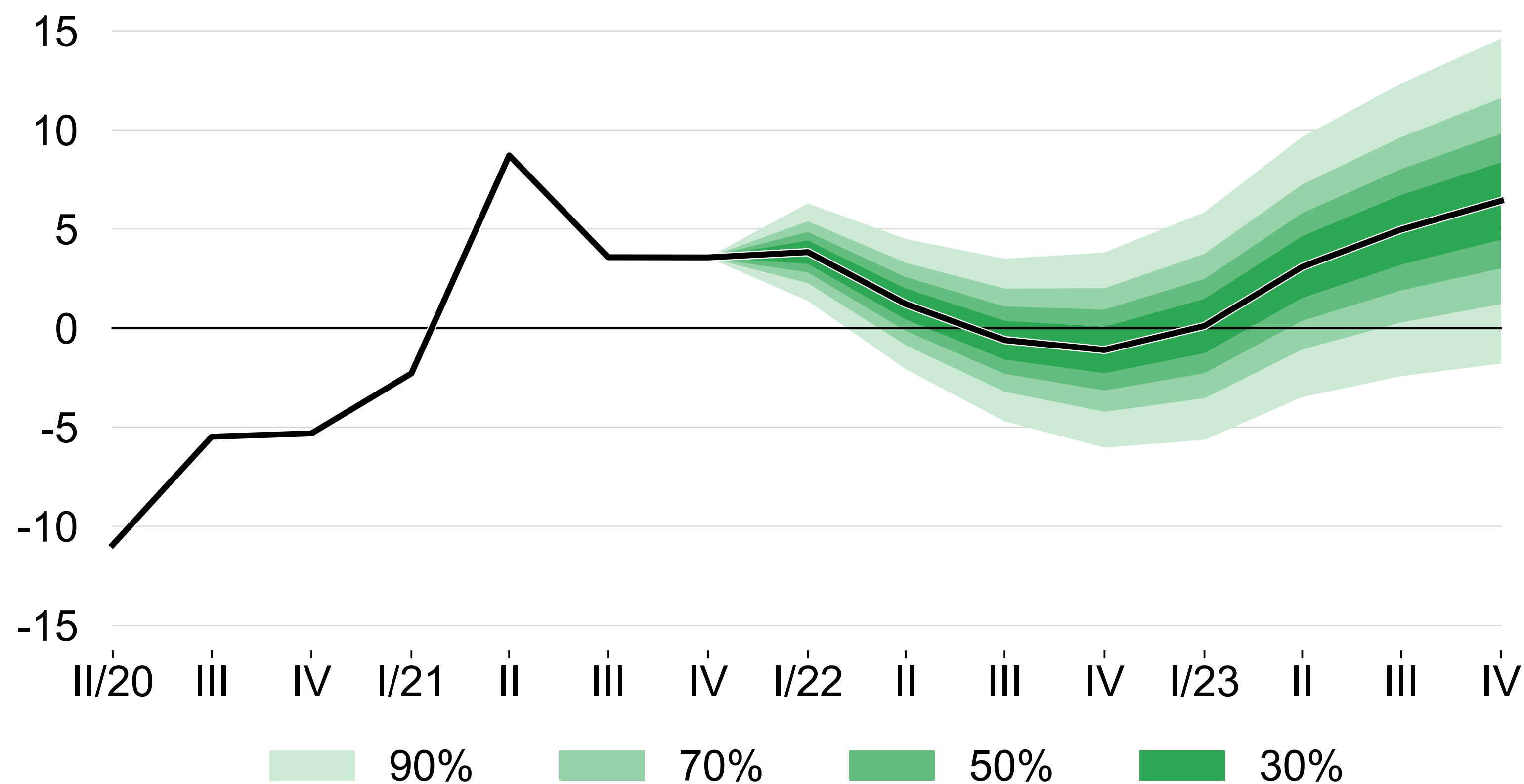


Inflace v letošním druhém čtvrtletí dále vzroste a s přispěním všech svých složek dosáhne téměř 15 %.

Poté bude postupně zvolňovat a na jednociferné hodnoty klesne na počátku příštího roku.

V průběhu roku 2023 se pak bude dále snižovat do blízkosti 2% cíle.

## Prognóza HDP

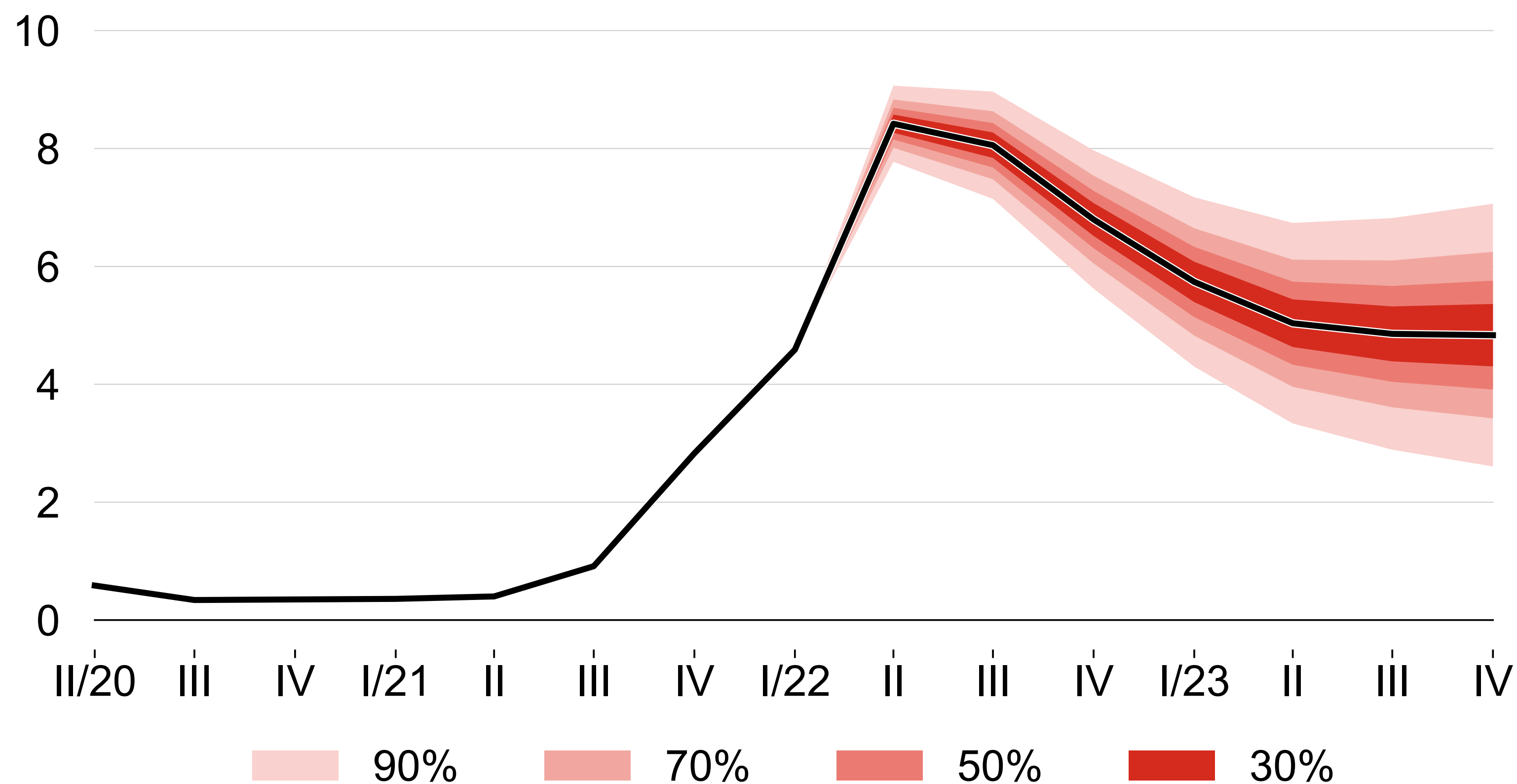


Růst HDP během letošního roku výrazně zpomalí a ve druhé polovině roku ekonomická aktivita dokonce meziročně mírně poklesne.

K tomu významně přispěje propad spotřeby domácností a útlum fixních investic i vývozu.

V příštím roce se ekonomický růst obnoví.

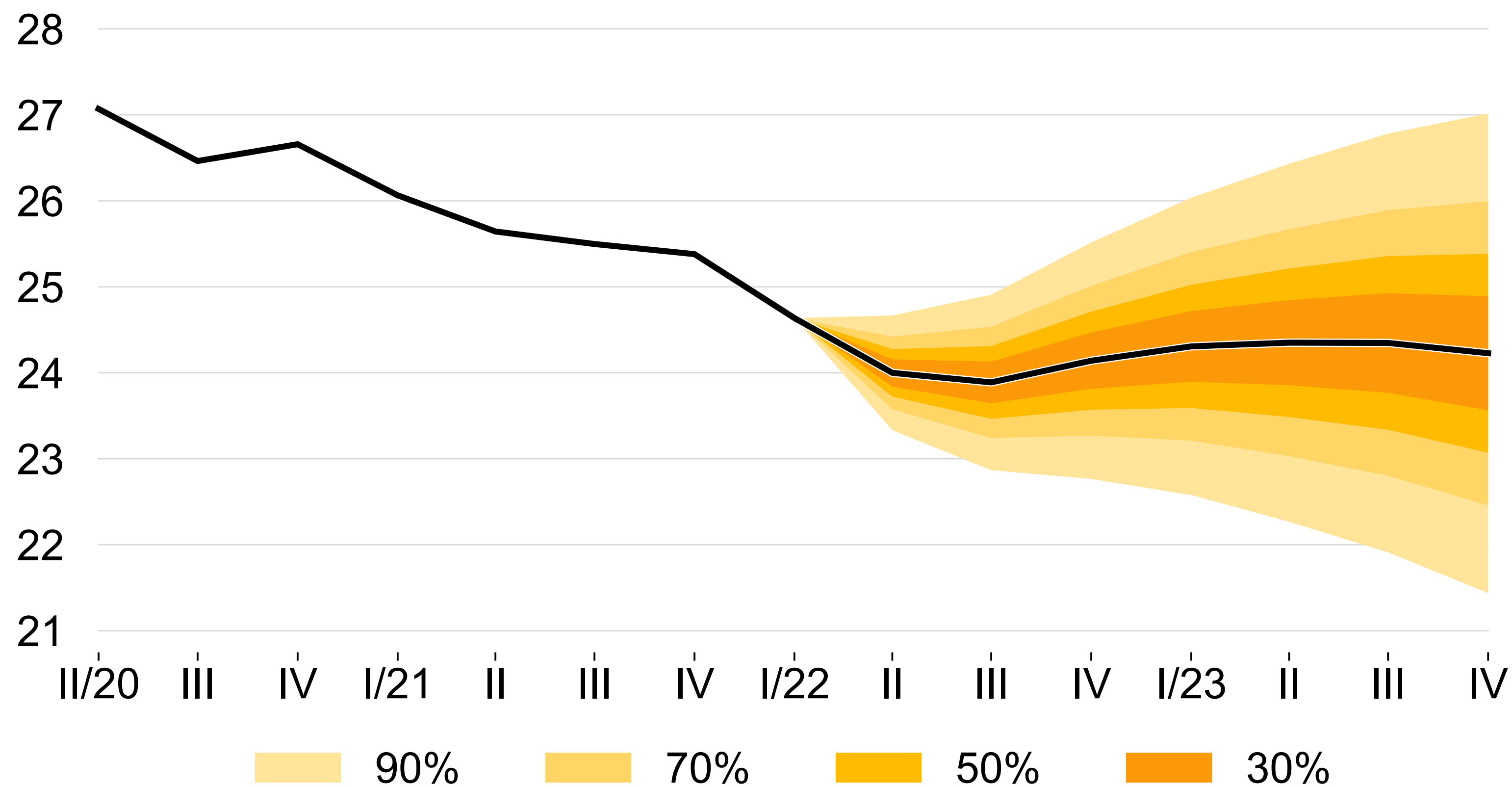
## Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)



Se základním scénářem jarní prognózy je konzistentní další strmý nárůst tržních úrokových sazeb do poloviny tohoto roku následovaný jejich postupným poklesem od letošního podzimu.

V základním scénáři centrální banka nastavuje úrokové sazby za účelem plnění 2% cíle na standardním horizontu měnové politiky.

## Prognóza kurzu (CZK/EUR)



Kurz koruny k euru nejprve mírně posílí, následně bude zhruba stabilní.

---

# Obsah

1. Současná ekonomická situace
2. Aktuální prognóza ČNB (Zpráva o měnové politice – jaro 2022)
- 3. Rizika a nejistoty prognózy a poslední rozhodnutí bankovní rady**



## Rizika a nejistoty prognózy

**Bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty jarní prognózy jako výrazné a jdoucí oběma směry.**

### **Proinflační rizika:**

- vyšší než prognózou předpokládané ceny energetických surovin a komodit
- hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání 2% cílem ČNB
- související riziko vyššího růstu cen a mezd ve střednědobém horizontu

### **Protiinflační riziko:**

- silnější než prognózované negativní poptávkové dopady války na Ukrajině

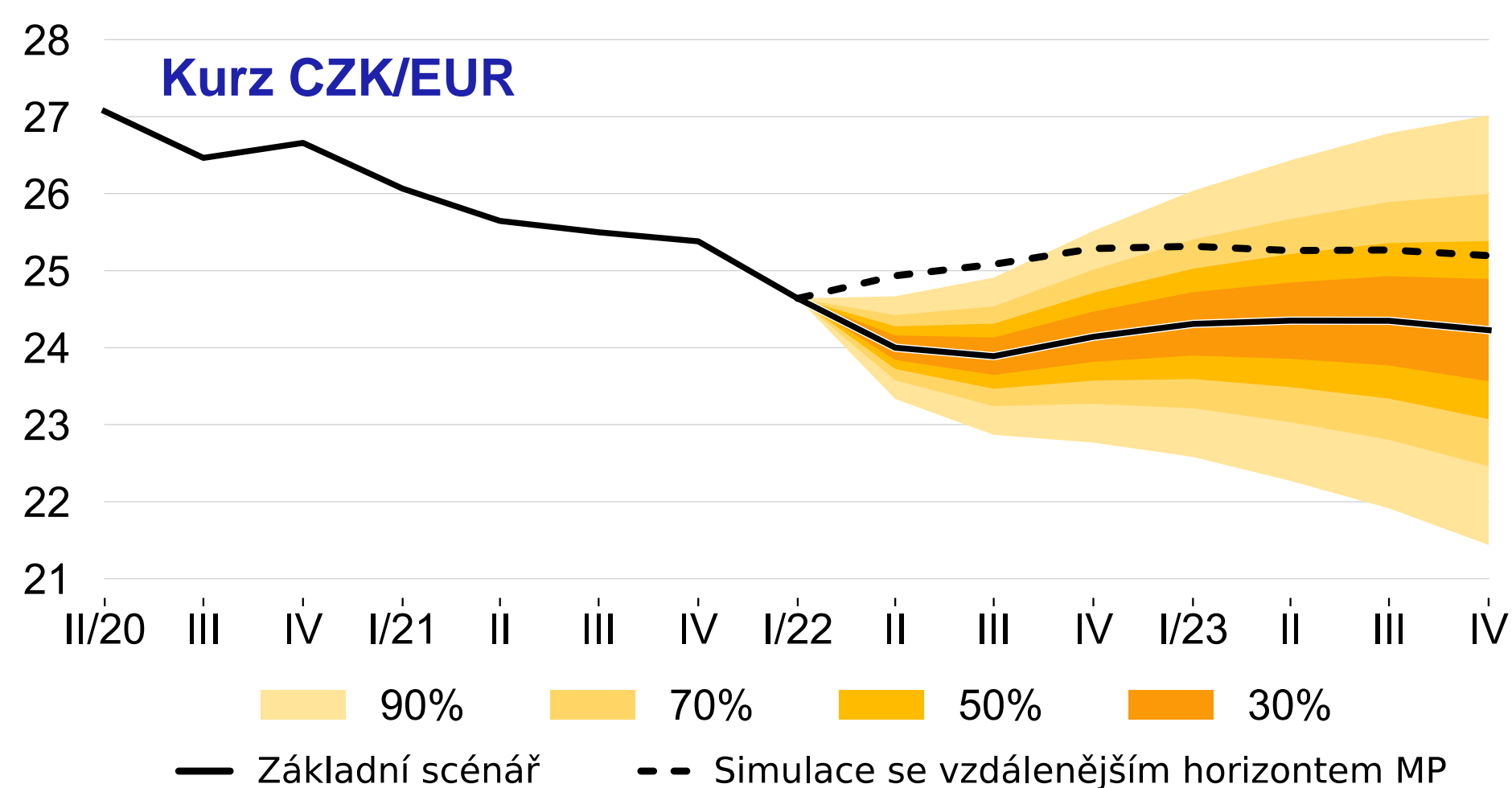
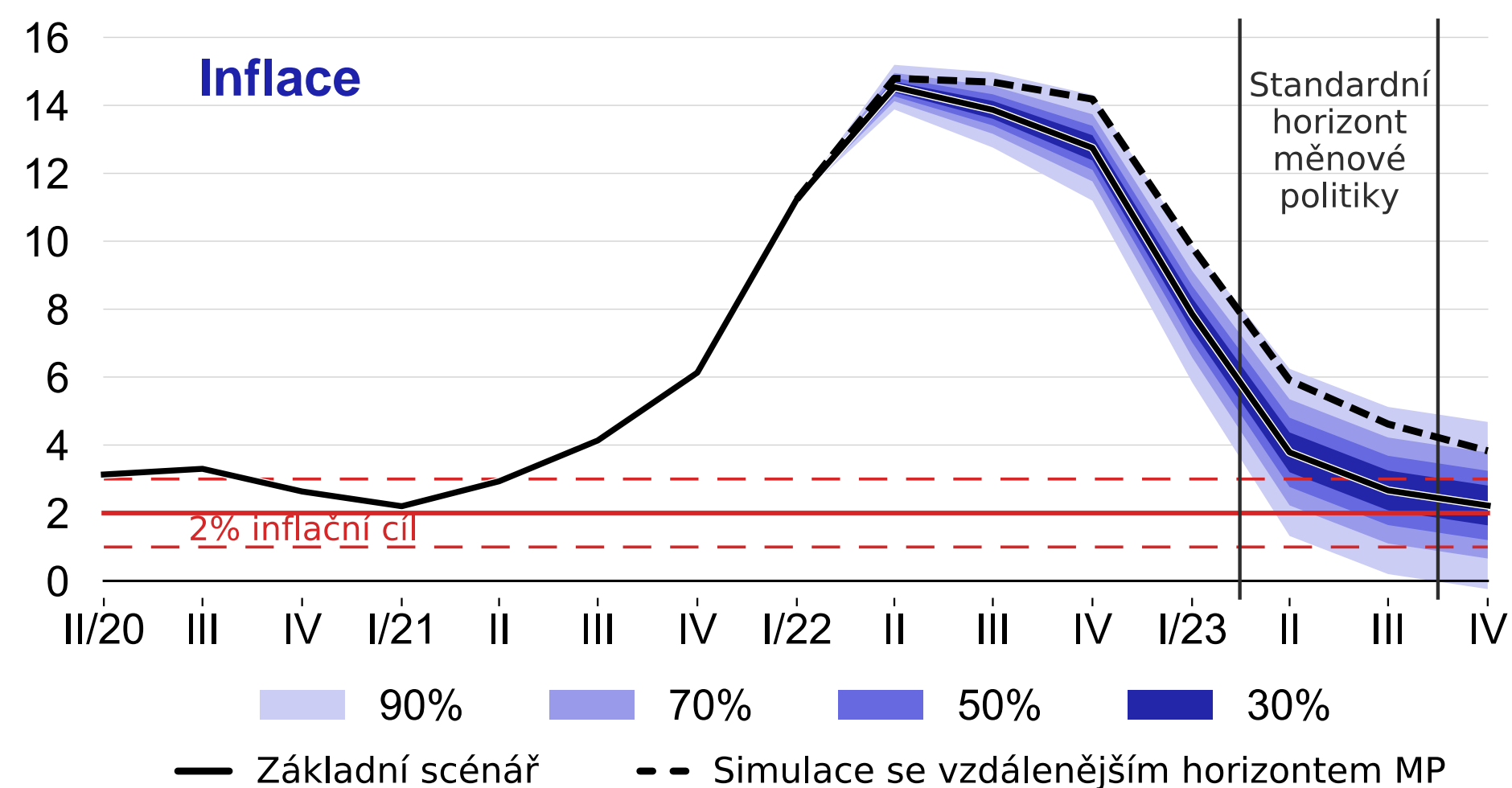
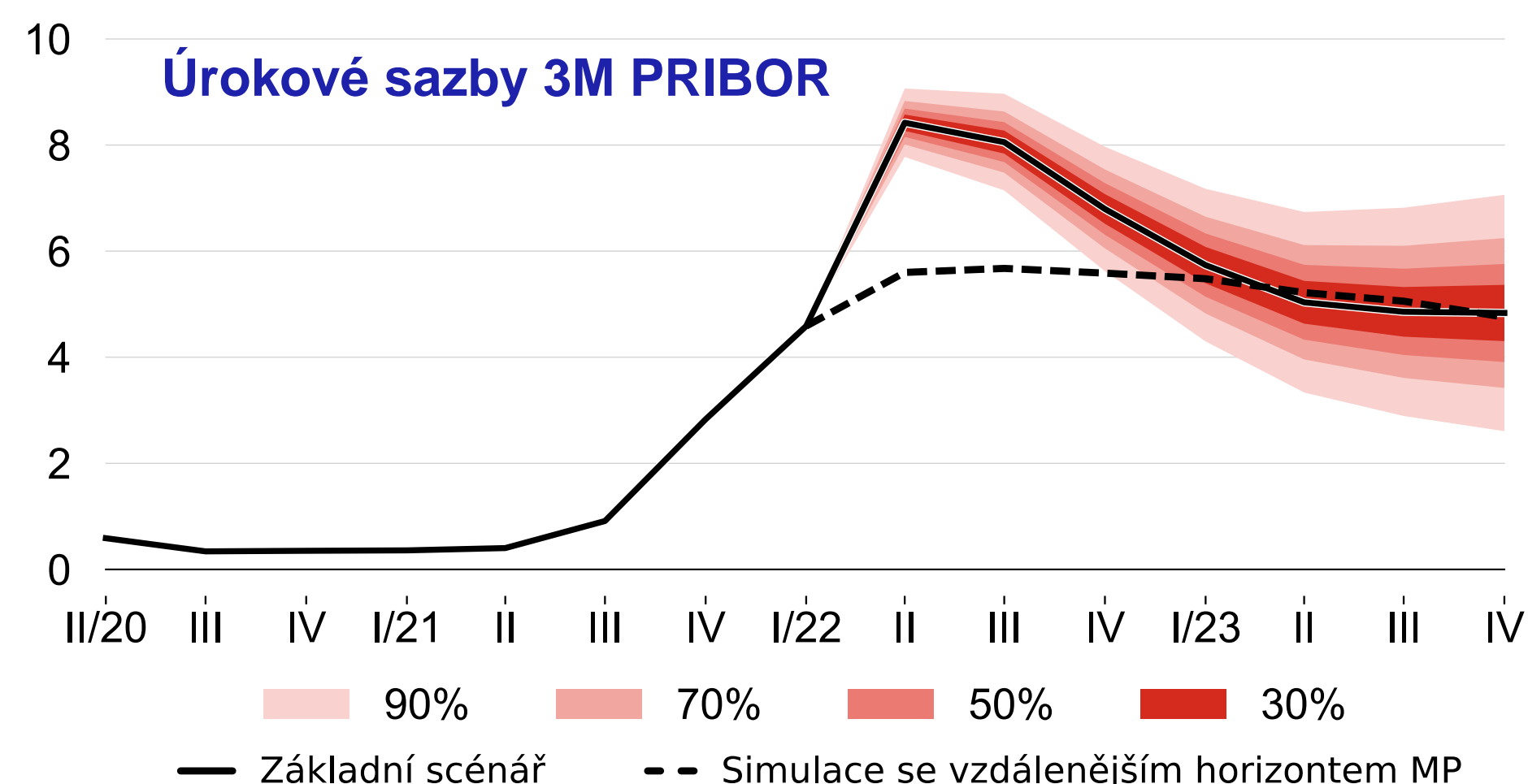
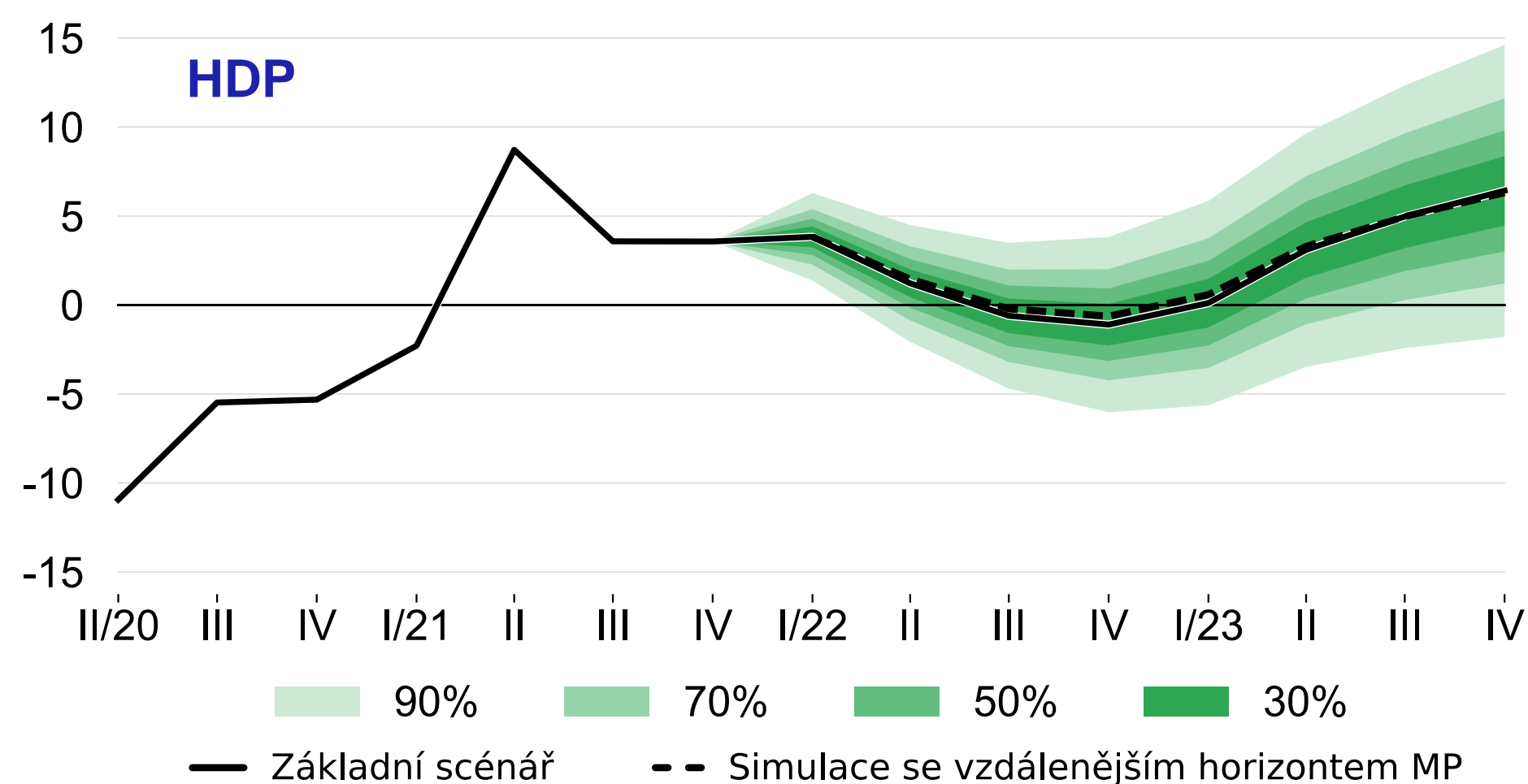
### **Nejistoty:**

- další vývoj válečného konfliktu na Ukrajině
- budoucí nastavení zahraniční měnové politiky
- délka trvání přetížení globálních výrobních a dodavatelských řetězců

## Simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky

- Ve scénáři centrální banka **odhlíží od vývoje inflace, který je pod bezprostředním vlivem silných vnějších cenových šoků**, které se projeví v inflaci v horizontu do roku až roku a půl.
- Simulace – stejně jako základní scénář – současně předpokládá, že **měnová politika si zachovává plnou kredibilitu a inflační očekávání zůstávají ukotvena na cíli**, a tím přispívají k návratu inflace do jeho blízkosti i přes zdrženlivější reakci měnové politiky.
- Výsledky simulace:
- **Trajektorie tržních úrokových sazeb** je oproti základnímu scénáři zejména v letošním roce **nižší**, přičemž sazby vystoupají na necelých 6 %.
- **Kurz koruny** je v důsledku podstatně méně rozšířeného úrokového diferenciálu **slabší**.
- Nižší úrokové sazby společně se slabším kurzem vedou k **vyšší inflaci** než v základním scénáři. Inflace ale i v této simulaci klesne v roce 2023 na jednociferné hodnoty, i když návrat k 2% cíli se odkládá až do roku 2024.

# Simulace se vzdálenějším horizontem měnové politiky





## Květnové měnověpolitické rozhodnutí Bankovní rady

Bankovní rada na počátku května **zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 0,75 procentního bodu na 5,75 %.**

**Zvýšení úrokových sazeb je oproti základnímu scénáři mírnější,** protože zohledňuje extrémní vnější nákladové tlaky stojící za zrychlením inflace v letošním roce a mimořádně vysoké nejistoty a rizika prognózy. Bankovní rada při rozhodování přihlédla mimo jiné k vyznění scénáře se vzdálenějším horizontem měnové politiky.

Vůči tomuto scénáři se bankovní rada vymezila na straně proinflačních rizik, a to zejména z důvodu **hrozby ztráty ukotvenosti inflačních očekávání.** Zvýšila proto úrokové sazby ve větším rozsahu, než implikuje tato simulace.

Na příštích měnových zasedáních **může dojít k dalšímu zpřísnění měnové politiky.**

---

Děkuji za pozornost



ředitel sekce měnové

**Petr Král**

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

