

V Praze dne 23. března 2018  
Čj.: 2018/038216/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

**2. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji**

**Stručný obsah – důvod předložení:**

Jedná se o pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB.

**Část I**

Předkládací zpráva

**Útvary, s nimiž byl materiál projednán:**

**Část II**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

**Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:**

Petr Král, Karel Musil, Luboš Komárek, Jan Brůha, Karel Bauer, Jan Schmidt, Jan Frait, Pavla Břízová

**Část III**

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel:  
Ředitel odboru:  
Zpracovala:

Tomáš Holub  
Petr Král, Karel Musil, Luboš Komárek, Jan Brůha  
Sekce měnová

**Předkládací**

**zpráva**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 2.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

2. SITUAČNÍ ZPRÁVA  
O HOSPODÁŘSKÉM A MĚNOVÉM VÝVOJI

2018



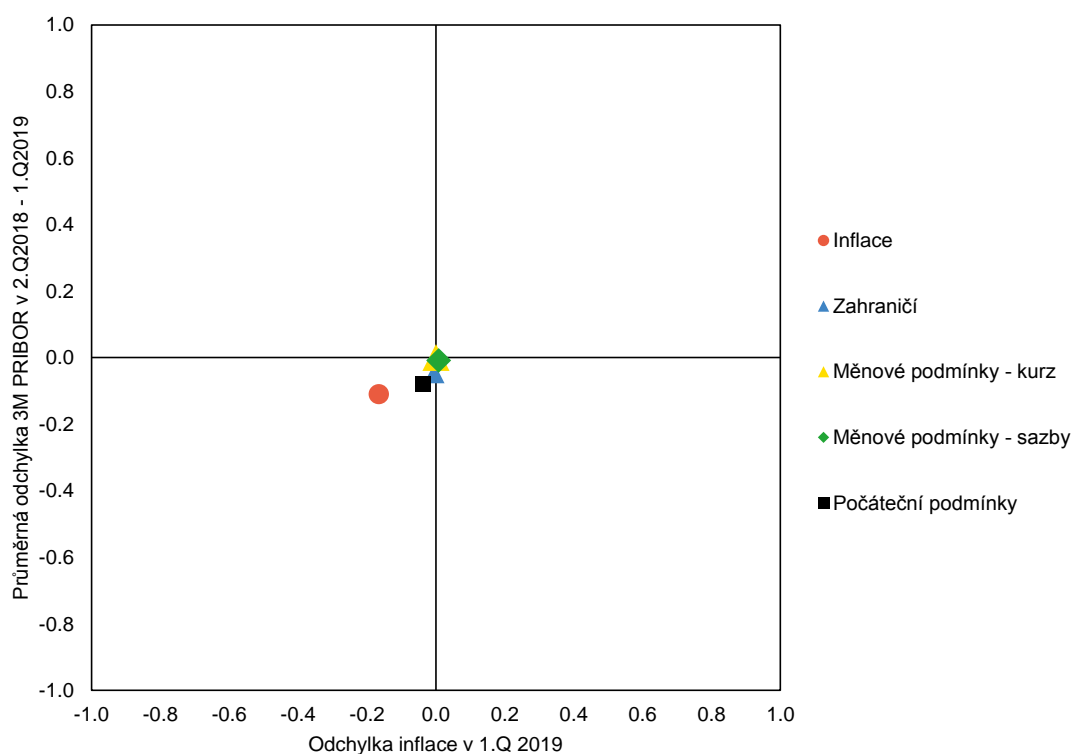
<b>I. SHRUTÍ .....</b>	<b>1</b>
I.1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance jejích rizik .....	1
I.2 Aktualizovaný scénář prognózy z 1.SZ .....	3
I.3 Nově publikované údaje .....	4
I.4 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů .....	5
<b>II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY .....</b>	<b>6</b>
II.1 Hospodářský vývoj v zahraničí .....	6
II.2 Zahraniční cenový vývoj .....	7
II.3 Zahraniční finanční vývoj .....	9
<b>III. VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY .....</b>	<b>11</b>
III.1 Inflace .....	11
III.1.1 Spotřebitelské ceny .....	11
III.1.2 Dovozy a produkční ceny .....	13
III.2 Ekonomická aktivita .....	15
III.2.1 Výdajová strana ekonomiky .....	15
III.2.2 Produkční strana ekonomiky .....	17
III.3 Trh práce .....	18
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost .....	18
III.3.2 Mzdy a produktivita .....	19
III.4 Platební bilance .....	21
III.4.1 Běžný a kapitálový účet .....	21
III.4.2 Finanční účet .....	22
III.5 Fiskální vývoj .....	23
III.6 Finanční a měnový vývoj .....	24
III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby .....	24
III.6.2 Měnový kurz .....	26
III.6.3 Úvěry .....	28
III.6.4 Peníze .....	29

## I. SHRNU TÍ

### I.1 GRAF RIZIK INFLAČNÍ PROGNÓZY A VÝSLEDNÁ BILANCE JEJÍCH RIZIK

Sekce měnová hodnotí bilanci rizik prognózy z 1.SZ jako mírně protiinflační a jdoucí ve směru lehce nižší trajektorie úrokových sazeb. V aktualizované simulaci se projevuje zejména vliv vývoje inflace, která se počátkem letošního roku snížila rychleji oproti predikci. Ostatní veličiny působí takřka neutrálně. Naplňuje se prognóza měnového kurzu koruny i tržních úrokových sazeb. Jen nepatrně pod prognózou bylo zrychlení růstů mezd a ekonomické aktivity. Počáteční podmínky prognózy tak působí jen slabě protiinflačně. Prakticky zanedbatelný vliv má nový výhled zahraničních veličin. Nad rámec simulace GRIPu je dodatečným lehkým rizikem směrem dolů krátkodobý výhled inflace, mimo jiné v návaznosti na mírně nižší korunové ceny ropy a pozvolnější růst cen potravinářských komodit. Uvedená rizika by však mohla být zčásti kompenzována oproti prognóze pozvolnějším posilováním kurzu koruny v následujících čtvrtletích. Nejistotu prognózy stále představuje setrvačnost domácích fundamentálních inflačních tlaků spojených s přetrvávajícím napětím na trhu práce a se mzdovým růstem. Ten se sice vyvíjí v zásadě v souladu s prognózou, není však vyloučeno, že by se jeho vysoká dynamika mohla udržet delší dobu.

#### GRAF RIZIK INFLAČNÍ PROGNÓZY (GRIP) PRO PROGNÓZU Z 1.SZ



**V současnosti pozorované zahraniční veličiny i změna jejich výhledu mají v souhrnu neutrální vliv na prognózu jak z hlediska inflace, tak i domácích úrokových sazeb.** Mírně vyšší výhled zahraniční ekonomické aktivity je zhruba kompenzován lehce vyšším výhledem zahraničních výrobních cen v nejbližších čtvrtletích. Přehodnocení výhledu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně v letošním roce zohledňuje zejména její svižný hospodářský růst. Jeho očekávané tempo se pro letošní i příští rok posouvá k mírně vyšším hodnotám. Letos by měla ekonomika efektivní eurozóny růst o 2,5 %. Implikovaná

trajektorie sazeb 3M EURIBOR se posunula jen nepatrně níže, přičemž nedošlo ke změně nastavení měnové politiky ECB. Proto se předpokládaný vývoj stínových sazeb posouvá ve stejné malé míře jako tržní sazby. V simulaci GRIPu není přímo zachycen mírně nižší výhled korunových cen ropy, toto dodatečné protiinflační riziko je však slabé.

**Inflace na počátku letošního roku zpomalila výrazněji oproti prognóze a v únoru dosáhla 1,8 %.** Směrem dolů překvapily jádrová inflace i ceny potravin. V rámci jádrové inflace dále zvolnila dynamika cen neobchodovatelných statků, když vedle odeznění jednorázových efektů EET mimo jiné zvolnil i růst imputovaného nájemného. Dynamika cen obchodovatelných statků zároveň klesla k nulovým hodnotám vlivem posílení kurzu, který je však prozatím omezený. U cen potravin oproti očekávání rychleji odezníval donedávna vysoký cenový růst. Mírné odchylky u zbývajících složek inflace šly také protiinflačním směrem. Nová data tak působí v simulaci GRIPu ve směru nižší inflace i úrokových sazeb. Dodatečná rizika krátkodobé prognózy inflace na další měsíce jsou lehce protiinflační, z důvodu nižších cen energií a potravin.

**Nová data týkající se domácích počátečních podmínek prognózy vyznívají jen nepatrně protiinflačně.** Informace z trhu práce znamenají naplňování prognózy, když – i přes určité zvolnění ve 4. čtvrtletí 2017 – nadále výrazně rostla zaměstnanost a dále tak mírně poklesla nezaměstnanost. Mezičtvrtletně se však zaměstnanost zvyšovala již jen mírně. Podle očekávání v závěru loňského roku opětovně zrychlil mzdový růst, který v případě tržních odvětví jen slabě zaostal za prognózou. V souladu s prognózou výrazně zesílil i mzdový růst v netržních odvětvích. Dále narostl počet volných pracovních míst, což signalizuje sílící napětí na trhu práce. Trh práce tak dle očekávání nadále působí výrazně proinflačně. Růst produktivity práce v souladu s prognózou dále zrychlil, dynamika nominálních jednotlivých mzdových nákladů se i nadále pohybovala lehce nad 3% hranicí. Nová data za dosavadní průběh prvního čtvrtletí naznačují další růst poptávky po práci při zrychlení mzdové dynamiky.

**Tempo růstu reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí v souladu s očekáváním dále zrychlilo, ačkoli svou hodnotou 5,2 % lehce zaostalo za prognózou.** Odchylka oproti prognóze byla v největší míře způsobena nižší dynamikou spotřeby domácností a fixních investic; v obou případech však byl vykázaný růst ve 4. čtvrtletí i nadále robustní. Mírně nižší než predikovaný byl i příspěvek spotřeby vlády. K jen lehkému zrychlení celkových fixních investic přispělo oživení investic do budov a staveb, pravděpodobně zejména ve vládním sektoru, s čímž prognóza počítala. Zároveň zrychlil i růst investic do strojů a zařízení. Nižší příspěvky výše uvedených výdajových složek byly částečně kompenzovány vyšším příspěvkem zásob a čistého vývozu, přičemž se zhruba naplnila prognóza dynamiky zahraničního obchodu. Měsíční indikátory naznačují pro počátek letošního roku pokračování solidního ekonomického růstu.

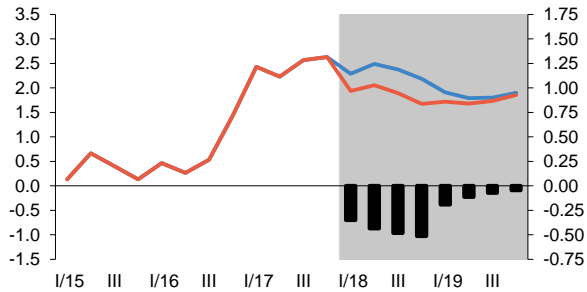
**Měnový kurz vůči euru v prvním čtvrtletí letošního roku dále mírně posílil na průměrnou hodnotu 25,40 CZK/EUR, což bylo zcela v souladu s prognózou.** Meziročně kurz zpevnil o 6 %. Ve směru jeho posilování i nadále působil kladný a postupně narůstající úrokový diferenciál koruny vůči euru. V průběhu února však došlo ke změně očekávání budoucího vývoje a posilování koruny se zastavilo. Na to měla zpočátku vliv komunikace ČNB, naznačující pozvolnější zpřísňování měnové politiky oproti očekávání trhu. Následně přehodnocení tržního výhledu podpořila i klesající domácí inflace. Proti zpevňování koruny zřejmě působila i redukce korunových pozic nerezidentů. V souhrnu by mohlo být posilování kurzu v dalších čtvrtletích oproti simulaci GRIPu pozvolnější.

**Úrokové sazby na peněžním trhu v návaznosti na únorové zvýšení základních sazeb ČNB vzrostly a aktuálně dosahují prognózované úrovně.** Naopak sazby FRA se po únorovém měnověpolitickém jednání a navazující komunikaci ze strany ČNB posunuly níže. Trh nyní předpovídá pouze pozvolný nárůst sazeb 3M PRIBOR v ročním horizontu, tj. posunul se blíže k prognóze.

## I.2 AKTUALIZOVANÝ SCÉNÁŘ PROGNÓZY Z 1.SZ

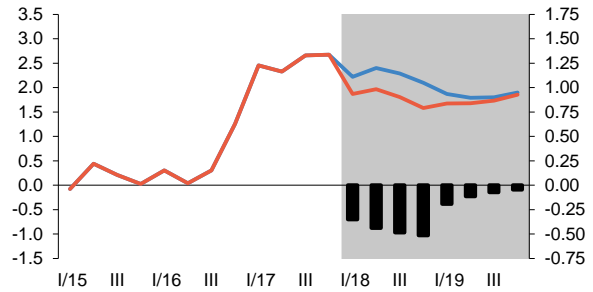
### CELKOVÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



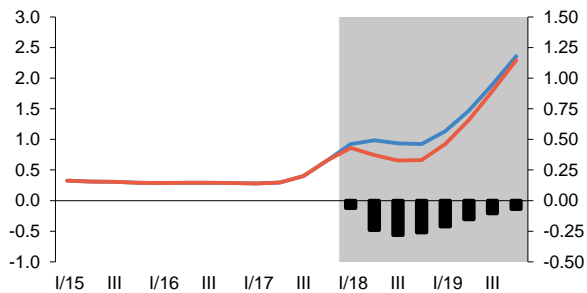
### MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



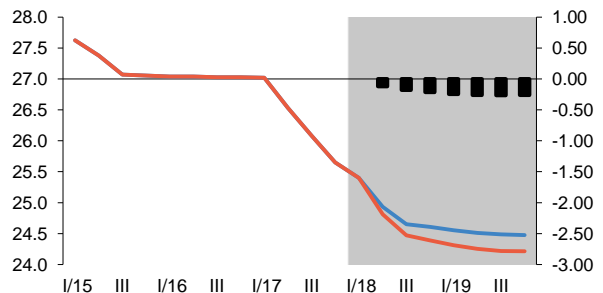
### 3M PRIBOR

(v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



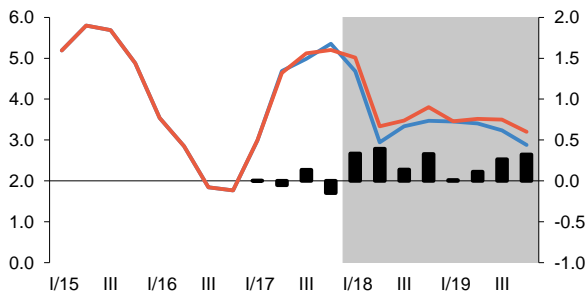
### NOMINÁLNÍ KURZ

(v CZK/EUR, rozdíly v CZK/EUR – pravá osa)



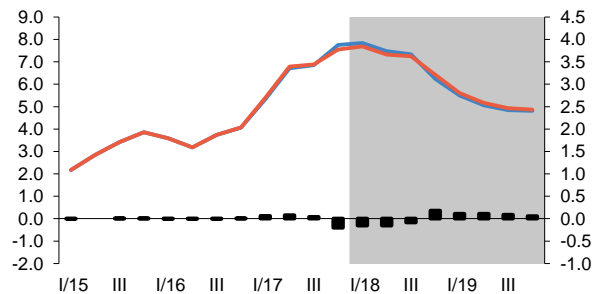
### RŮST HDP

(meziročně v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



### RŮST MEZD

(meziročně v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



■ Rozdíly — Prognóza z 1.SZ — Aktualizovaná prognóza

## I.3 NOVĚ PUBLIKOVANÉ ÚDAJE

TABULKA ÚDAJŮ PUBLIKOVANÝCH PO ZPRACOVÁNÍ PROGNÓZY Z 1.SZ

		(meziročně v %, resp. v %)	
		1. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	IV/17	5.4	5.2
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/17	4.8	4.3
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/17	1.4	1.1
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	IV/17	11.0	11.4
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	IV/17	8.5	7.9
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	IV/17	0.7	1.0
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	IV/17	7.8	7.6
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	IV/17	8.6	8.3
Vývoz zboží (národní pojetí)	01/18	0.4	2.4
Dovoz zboží (národní pojetí)	01/18	1.0	6.2
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	01/18	20.0	11.9
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	IV/17	-6.0	-0.7
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	IV/17	.	-7.7
Index spotřebitelských cen	02/18	2.2	1.8
Ceny průmyslových výrobců	02/18	0.5	-0.3
Ceny zemědělských výrobců	02/18	7.3	3.2
Vývozní ceny	IV/17	-2.5	-2.8
Dovozní ceny	IV/17	-3.2	-3.2
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	02/18	3.5 (Q)	3.5
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	01/18	.	2.4
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	IV/17	2.5	2.5
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	IV/17	1.7	1.5
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	IV/17	1.9	2.1
ostatní	IV/17	0.3	-1.8
Průměrná reálná mzda	IV/17	5.4	5.3
Průměrná nominální mzda	IV/17	8.1	8.0
Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích	IV/17	7.8	7.6
Průměrná nominální mzda v netržních odvětvích	IV/17	9.6	9.8
Průměrná nominální mzda v průmyslu	01/18	.	9.6
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	01/18	.	10.2
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	01/18	8.4 (Q)	9.5
Průmyslová produkce (s.o.)	01/18	.	5.6
Stavební produkce (s.o.)	01/18	.	5.4
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	01/18	.	7.9

(Q) U uvedeného údaje neexistuje predikce na jednotlivý měsíc, proto se uvádí predikce na čtvrtletí.

#### I.4 RIZIKA SIGNALIZOVANÁ PROGNÓZAMI OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání jsou již delší dobu ukotvena u 2% cíle, a aktuálně tak leží v ročním horizontu lehce nad prognózou ČNB. Analytici předpokládají v nejbližších čtvrtletích částečně odlišnou skladbu měnových podmínek než stávající prognóza ČNB, když očekávají pozvolnější posilování kurzu při vyšší úrovni úrokových sazeb. Předpovědi HDP a mezd jsou u analytiků převážně pod predikcemi ČNB.

**Inflace očekávaná analytiky se v ročním horizontu nachází lehce nad prognózou ČNB.** V posledních měsících je očekávaná inflace v ročním i tříletém horizontu ukotvena v blízkosti 2% cíle. To platí i pro očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu.

**Analytici očekávají pro nejbližších několik čtvrtletí pozvolnější posilování kurzu ve srovnání s prognózou ČNB při vyšší úrovni úrokových sazeb.** Nicméně v ročním horizontu se jejich výhled kurzu od prognózy ČNB liší jen mírně. Pro březnové měnové zasedání bankovní rady sedmnáct respondentů oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 11 analytiků 1,25 %, 5 analytiků 1,50 %, 1 analytik 1,75 %. Očekávání všech respondentů tak leží výše než stávající prognóza ČNB – ta pro 1. čtvrtletí 2019 předpokládá hodnotu 0,9 %.

**Výhledy analytiků ohledně HDP a mezd se většinou nacházejí mírně pod prognózou ČNB.** Aktuální přehřívání české ekonomiky, jak současnou ekonomickou situaci v ČR někteří analytici – ve shodě s ČNB – hodnotí, by mělo být zmiřňováno zpříšňováním měnových podmínek. Navzdory předpokládanému zpomalování hospodářského růstu by však měla česká ekonomika zůstat v relativně dobré kondici a dynamika HDP by měla profitovat z růstu všech složek poptávky. Analytiky odhadované tempo růstu HDP pro roky 2018–2019 dosahuje cca 3 %, u nominálních mezd se očekává zpomalení ze zhruba 7% růstu v letošním roce na cca 5 % v příštím roce.

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY ČNB Z 1.SZ S PROGNÓZAMI OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

IOFT - Inflační očekávání finančního trhu (uzávěrka 16.3.), FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts (uzávěrka 12.3.).

EECF - Eastern Europe Consensus Forecasts (uzávěrka 19.3.)

	12/17	1/18	2/18	3/18
<b>Index spotř. cen v horizontu 1R (%)</b>				
ČNB		1.9		
IOFT	2.1	2.1	2.1	2.1
Podniky	2.1			2.0
<b>Index spotř. cen v horizontu 3R (%)</b>				
IOFT	2.0	1.9	2.0	2.0
Podniky	2.6			2.6
<b>2T repo v horizontu 1R (%)</b>				
ČNB		0.9		
IOFT	1.3	1.3	1.4	1.4
<b>3M PRIBOR v horizontu 1R (%)</b>				
ČNB		1.1		
EECF	1.3	1.4	1.5	1.5
<b>Kurz CZK/EUR v aktuálním čtvrtletí</b>				
ČNB		25.4		
FECF	25.6	25.5	25.4	25.4
<b>Kurz CZK/EUR v horizontu 1R</b>				
ČNB		24.6		
IOFT	24.9	24.8	24.7	24.7

	12/17	1/18	2/18	3/18
<b>Reálný HDP v roce 2018 (%)</b>				
ČNB		3.6		
IOFT	3.2	3.4	3.5	3.4
EECF	3.2	3.3	3.4	3.5
<b>Reálný HDP v roce 2019 (%)</b>				
ČNB		3.2		
IOFT	2.9	2.8	2.9	
EECF	2.8	3.0	3.0	
<b>Nominální mzdy v roce 2018 (%)</b>				
ČNB		7.4		
IOFT	7.0	7.2	6.9	7.1
EECF	6.9	6.9	7.0	7.0
<b>Nominální mzdy v roce 2019 (%)</b>				
ČNB		4.9		
IOFT	5.0	5.0	5.2	
EECF	5.2	5.4	5.5	

## II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY<sup>1</sup>

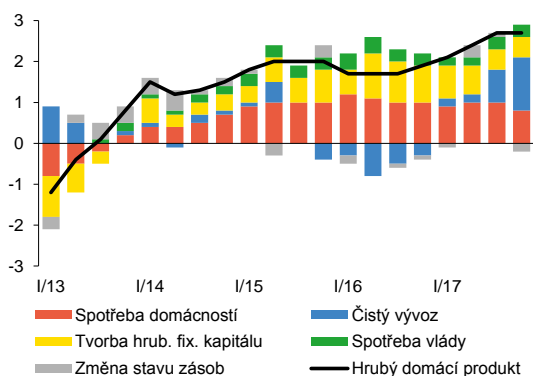
Výhled tempa růstu zahraniční ekonomické aktivity se oproti prognóze z 1.SZ posouvá v letošním a příštím roce mírně výše, stejně jako výhled růstu výrobních cen v eurozóně v letošním roce. V roce 2019 se výhled výrobních cen naopak snižuje v souvislosti s očekávaným zřetelně silnějším kurzem eura vůči americkému dolaru na celém horizontu prognózy a mírně nižším výhledem ceny ropy Brent. Trajektorie implikovaných budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR je ve srovnání s minulou prognózou pouze nepatrně nižší. Prognóza spotřebitelských cen se z pohledu celoročních průměrů nemění.

### II.1 HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ V ZAHRANIČÍ

Ekonomika eurozóny pokračovala na konci loňského roku v robustním růstu, jehož tempo za celý rok zrychlilo o 0,5 p.b. na 2,3 %. V meziročním vyjádření růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2017 stagnoval na 2,7 %, přičemž čistý vývoz vystřídal – navzdory silnějšímu kurzu eura – díky rostoucí globální ekonomice spotřebu domácností v pozici hlavního tahouna expanze. V mezičtvrtletním vyjádření výkon ekonomiky nepatrně zpomalil na 0,6 %, zejména kvůli zápornému příspěvku tvorby zásob a zpomalení růstu spotřeby domácností. Z velkých zemí eurozóny k meziročnímu růstu přispělo především Německo, jehož dynamika zrychlila z 2,7 % na 2,9 %, a dále Španělsko a Francie, kde růst dosáhl 3,1 %, resp. 2,5 %. Ekonomika Slovenska pokračovala v solidním růstu na úrovni 3,5 %.

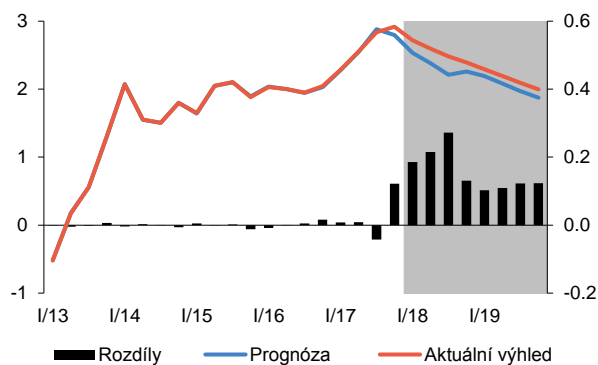
#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

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



#### VÝHLED EFEKTIVNÍHO HDP EUROZÓNÝ

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



Dostupné údaje z eurozóny signalizují pokračování solidního tempa růstu i na začátku letošního roku. Ten je podporován nadále výrazně uvolněnými měnovými podmínkami, pokračujícím růstem globální ekonomiky, vývojem na trhu práce a vysokou důvěrou v ekonomice. Přestože předstihové ukazatele zaznamenaly na začátku roku vesměs mírný pokles, i nadále se pohybují poblíž historických maxim. Například PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl v únoru druhý měsíc v řadě na hodnotu 58,6, která je ale stále vysoce nadprůměrná. Pokles hodnoty indikátoru odrážel především zpomalení růstu exportních

<sup>1</sup> Aktuální předpověď zahraničního vývoje je založena na průzkumu Consensus Forecasts z 12. března 2018 (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (3M EURIBOR a cena ropy Brent).

objednávek, k němuž přispěl silnější kurz eura, ale v mnoha případech také omezení výrobních kapacit, které souvisejí s nedostatkem kvalifikovaných pracovních sil na trhu práce v některých zemích. Míra nezaměstnanosti v lednu stagnovala na 8,6 % a oproti lednu 2017 poklesla o 1 procentní bod. Růst mezd ale ani v posledním loňském čtvrtletí znatelně nezrychlil. Meziročně nominální mzdy v eurozóně vzrostly pouze o 1,7 % (v předchozím čtvrtletí 1,6 %), přičemž v Německu, Francii a Itálii jejich růst zpomalil.

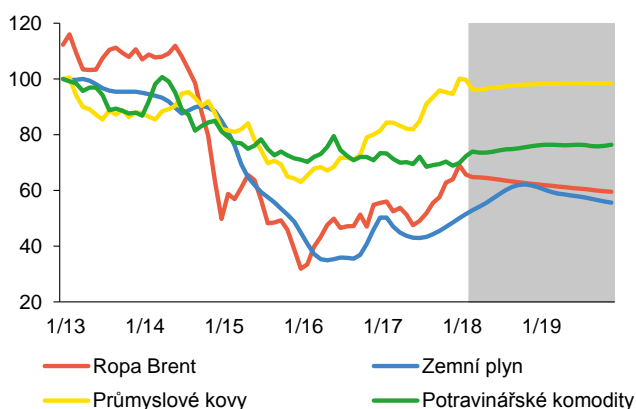
**Výhled růstu efektivního HDP eurozóny se oproti předpokladům prognózy z 1.SZ posouvá pro letošní a příští rok o 0,2, resp. 0,3 procentního bodu výše.** Pro letošek se tak předpokládá jeho průměrné tempo na úrovni 2,5 %, v roce 2019 je pak očekáváno zvolnění tempa růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně na 2,1 %. Revize zahraničního výhledu odráží především vyšší než očekávaný výkon ekonomiky na konci loňského a na začátku letošního roku. Růst bude podpořen pokračujícím oživením na trhu práce, nadále uvolněnými měnovými podmínkami a vyšší ekonomickou aktivitou obchodních partnerů. Proti růstu bude naopak působit silnější kurz eura. Rizikem směrem dolů je i nárůst protekcionistických opatření.

## II.2 ZAHRANIČNÍ CENOVÝ VÝVOJ

**Aktuální tržní výhled ceny ropy Brent je lehce pod prognózou z 1.SZ, když implikuje pozvolný pokles ceny k 60 USD/barel.** Více než půl roku trvajícím trendovým růstem ceny ropy Brent, který kulminoval ve druhé polovině ledna nad 70 USD/barel, byl vystřídán korekcí. Cena ropy reagovala začátkem února poklesem o cca 10 % na propad akciových trhů, doprovázený posílením dolaru. V následujících týdnech se situace pozvolna zklidňovala, a cena ropy Brent tak v první polovině března kolísala poblíž 65 USD/barel. Na této poměrně silné úrovni ji podporuje vývoj globálních zásob ropy, které nadále klesají k pětiletému průměru, což je vnímáno jako znak pokračující normalizace na trhu s ropou. Březnový CF očekává v horizontu jednoho roku oproti tržnímu výhledu pomalejší pokles na hodnotu 62,8 USD/barel. EIA pak uvádí pro oba roky očekávanou průměrnou cenu 62 USD/barel, což je založeno na předpokladu, že po poklesu o 0,6 mil. barelů denně v roce 2017 se globální zásoby letos vrátí k růstu o 0,4 a příští rok o 0,3 mil. barelů denně. Rychlý růst těžby v USA totiž oslabuje snahu kartelu OPEC a dalších zemí o omezení celkové nabídky na trhu. I kartel OPEC již připouští, že růst těžby mimo OPEC bude letos rychlejší než růst globální poptávky po ropě. O snižujícím se převisu fyzické poptávky nad nabídkou ropy svědčí i zmírňující se negativní sklon křivky futures kontraktů. Pokud tento vývoj bude pokračovat, budou rizikem pro ceny ropy směrem dolů kromě rychle rostoucí těžby v USA i nadále vysoké spekulativní pozice hedžových fondů.

### CENA ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

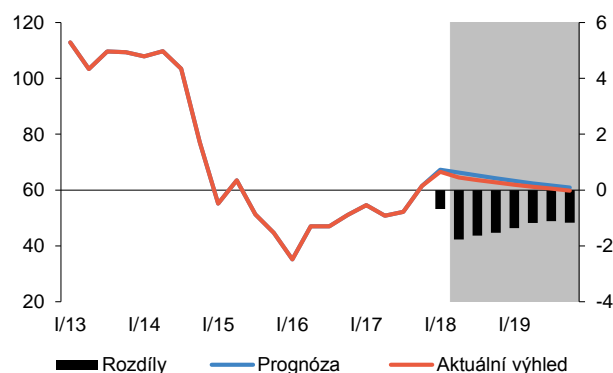
(ropa v USD/barel, ostatní komodity index, leden 2013 = 100)



Pozn.: Zemní plyn - ruský na hranicích s Německem

### VÝHLED CENY ROPY BRENT

(v USD/barel, rozdíly - pravá osa)

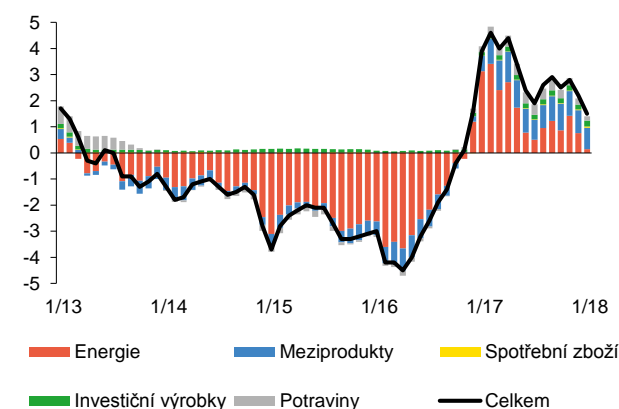


**Index cen průmyslových kovů vzrostl v lednu na nejvyšší hodnotu od února 2013, na začátku února však ceny většiny kovů a železné rudy zaznamenaly silný propad.** Poté sice došlo k částečné korekci cen směrem vzhůru, ale od poloviny února ceny většiny kovů (kromě niklu, zinku a cínu) dále klesaly, zejména kvůli růstu jejich světových zásob a nižší poptávce z Číny. Ceny kovů by nicméně měly být nadále podporovány příznivým výhledem globálního zpracovatelského průmyslu, jehož indikátor (JPMorgan PMI) se v lednu a únoru jen lehce snížil ze sedmiletého maxima. Index cen potravinářských komodit rostl v březnu již třetí měsíc v řadě díky zrychlení růstu cen zrnin koncem února a prudkému růstu cen kakaia.

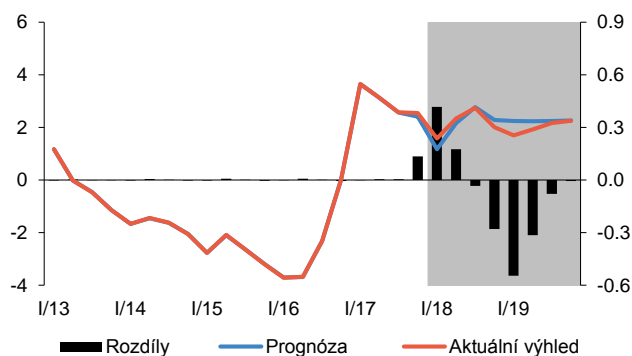
**Tempo růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně od prosince klesalo zejména vlivem snížení příspěvku cen energií.** Vliv meziročního růstu ceny ropy Brent byl v eurozóně výrazně tlumen posílením eura vůči americkému dolaru. V lednu dosáhl meziroční růst cen průmyslových výrobců pouze 1,5 %. K celkovému růstu výrobních cen přitom přispěly nejvíce ceny meziproductů. Údaje za čtvrté čtvrtletí 2017 potvrzují nadále velmi utlumený vývoj nákladů na práci. V Německu a Slovensku růst cen průmyslových výrobců zpomalil na 2,0 %, resp. 2,1 %.

### CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ VÝHLED EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNÝ

(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)



(meziroční změny v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



**Aktuální výhled efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (PPI) v eurozóně je pro letošní rok mírně vyšší ve srovnání s prognózou, v roce 2019 bude jeho růst naopak mírně nižší.** V letošním roce porostou ceny průmyslových výrobců o 2,2 %, což je o 0,1 procentního bodu více oproti prognóze. Mírně vyšší růst zohledňuje především silnější tlaky pramenící z rychlejšího ekonomického růstu zemí eurozóny. V roce 2019 je výhled oproti prognóze nižší o 0,2 procentního bodu. To je odrazem zejména očekávaného výrazně silnějšího kurzu eura vůči americkému dolaru a mírně nižšího výhledu ceny ropy Brent na horizontu prognózy. Z pohledu celoročního průměru by tak měl v příštím roce růst výrobních cen v efektivní eurozóně dosáhnout 2%.<sup>2</sup>

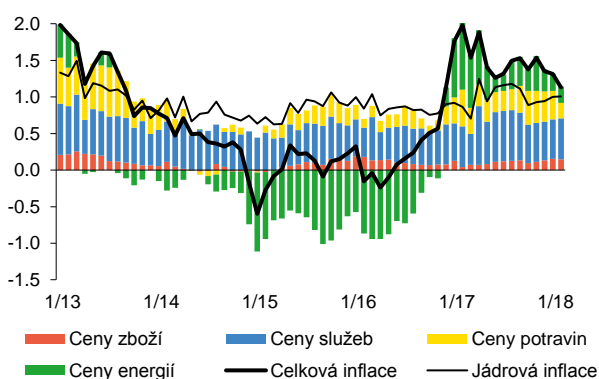
**Spotřebitelská inflace v eurozóně v únoru dále poklesla na 1,1 %, a to zejména vlivem nižšího příspěvku cen potravin.** Příspěvek cen služeb naopak mírně vzrostl. Jádrová inflace stagnovala na úrovni 1,0 %. Růst spotřebitelských cen v eurozóně je nadále utlumený a nachází se zřetelně pod 2% úrovní,

<sup>2</sup> Oproti prognóze, která obsahovala expertní úpravu nad rámec předpovědi CF a EIU v podobě vyššího růstu v roce 2018 a 2019 o 0,5 procentního bodu z důvodu nedostatečného zohlednění silnějších tlaků pramenících z vysokého ekonomického růstu zemí eurozóny, aktuální výhled již žádnou úpravu nad rámec CF a EIU neobsahuje.

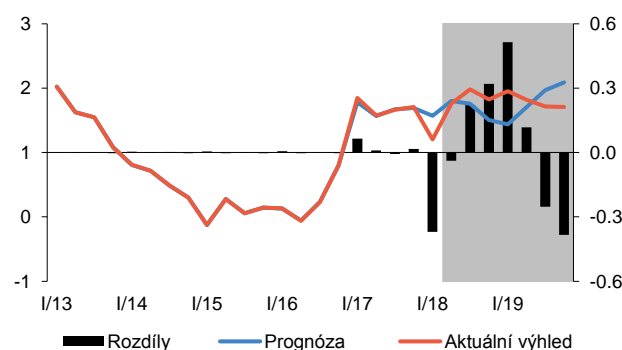
kteřou se ECB snaží svou výrazně uvolněnou měnovou politikou dosáhnout. Inflace v Německu poklesla na stejnou hodnotu jako celková inflace v eurozóně.

**Výhled efektivní inflace spotřebitelských cen (HICP) v eurozóně zůstává z pohledu celoročních průměrů ve srovnání s prognózou beze změny.** Mění se pouze její dynamika v jednotlivých čtvrtletích. V letošním roce se tak předpokládá růst efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně tempem 1,7 %. V roce 2019 se očekává zvýšení spotřebitelských cen v průměru o 1,8 %. Očekávaný utlumený cenový růst v eurozóně je odrazem posílení kurzu eura, výhledu postupně klesající ceny ropy Brent a přetrvávajícího nízkého mzdového růstu. Pokračující trend snižování nezaměstnanosti v eurozóně v reakci na rychlý hospodářský růst by se nicméně měl na horizontu prognózy projevit v postupném růstu spotřebitelských cen prostřednictvím zvyšování nákladů v důsledku rostoucí mzdové dynamiky. Ohledně rychlosti a míry těchto nákladových tlaků ale panuje značná nejistota, což potvrzují i relativně slabá čerstvá data.

### INFLACE V EUROZÓNĚ (MEZIROČNÍ ZMĚNY V %, PŘÍSPĚVKY V P.B.)



### VÝHLED EFEKTIVNÍHO HICP EUROZÓNY (MEZIROČNÍ ZMĚNY V %, ROZDÍLY V P.B. – PRAVÁ OSA)



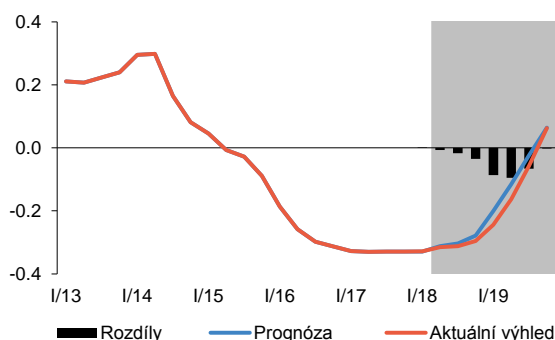
## II.3 ZAHRANIČNÍ FINANČNÍ VÝVOJ

**Oproti prognóze se trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR posunula na celém horizontu nepatrně níže.** Březnové zasedání ECB v souladu s očekáváním změnu v nastavení měnové politiky nepřineslo. Úroková sazba pro hlavní refinanční operace a z vkladové facility se tak stále nachází na nulové úrovni, resp. na úrovni -0,4 %. Podle vyjádření ECB přitom sazby zůstanou na stávající hladině delší dobu, výrazně za horizont čistých nákupů aktiv, které jsou předpokládány ve výši 30 mld. EUR minimálně do konce září tohoto roku. Aktuální výhled sazeb 3M EURIBOR předpokládá postupný nárůst ze současných hodnot okolo -0,3 % až do mírně kladných hodnot v závěru roku 2019. V průměru za celý rok 2019 je očekávána hodnota tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR na úrovni -0,1 %. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků v rámci březnového CF, kteří v horizontu 3 a 12 měsíců očekávají 3M EURIBOR na úrovni -0,3 %, resp. -0,2 %.

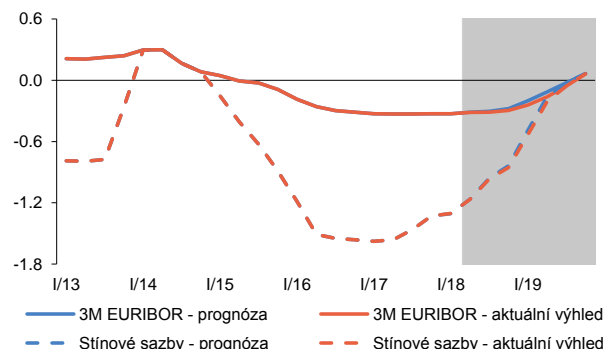
**Nedošlo ani k úpravě nastavení nekonvenční složky stínové složky sazby 3M EURIBOR, neboť základní parametry měnové politiky ECB se nezměnily.** V březnu byla z doprovodného prohlášení pouze vypuštěna zmínka o možném navýšení objemu měsíčních nákupů aktiv. Posun trajektorie stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR, aproximující rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, proto přesně odpovídá nepatrné změně ve výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR.

**TRŽNÍ SAZBY 3M EURIBOR**

(v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)

**TRŽNÍ A STÍNOVÉ SAZBY 3M EURIBOR**

(v %)

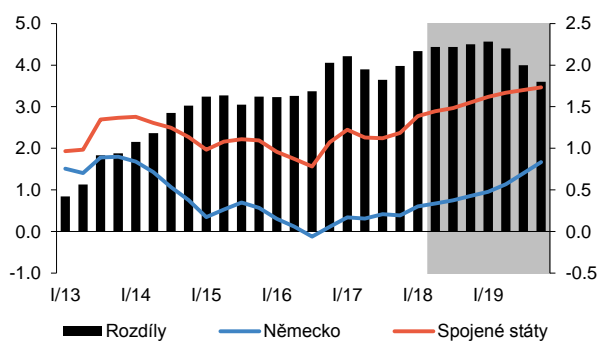


**Rozdíl mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a v Německu se do začátku roku 2019 ještě mírně zvýší, poté poklesne k úrovni 1,8 p.b.** Za tímto vývojem bude stát jen velice pozvolný růst dlouhodobých německých výnosů až do začátku roku 2019, který teprve poté zrychlí a předežene tempo růstu amerických dlouhodobých výnosů, což povede k poklesu jejich vzájemného diferenciálu. Na svém březnovém zasedání zvýšil Fed v souladu s očekáváním cílové pásmo základních sazeb na úroveň 1,50 až 1,75 % tedy o 25 b. b.. Během roku 2018 lze dle mediánu odhadů členů FOMC očekávat ještě dvě další zvýšení základní sazby po 25 b. b.. Tomuto předpokladu odpovídá příznivá ekonomická situace ve Spojených státech. Meziroční růst HDP zrychlil v posledním čtvrtletí roku 2017 na 2,5 %, přičemž inflace spotřebitelských cen dosáhla ve stejném období 2,1 % a v únoru lehce zrychlila na 2,2 %. Zároveň jádrová inflace dosáhla 1,8 %. Přetrvávají příznivé podmínky na trhu práce, když nezaměstnanost se od října pohybuje na úrovni 4,1 %, tedy nejnižší od prosince 2000.

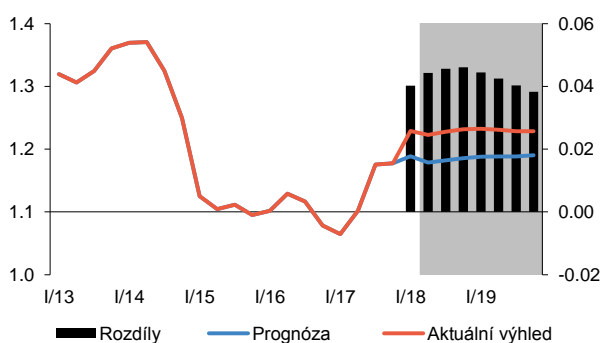
**Březnový výhled kurzu eura vůči americkému dolaru podle CF se na celém horizontu prognózy posouvá k silnějším hodnotám eura.** To je mimo jiné reakcí na rychlejší růst ekonomické aktivity v zemích platících eurem, což podporuje očekávání ohledně budoucí normalizace měnové politiky ECB. V následujících dvou letech se předpokládá stabilita úrovně kurzu eura vůči americkému dolaru kolem 1,23 USD/EUR, tj. na aktuální úrovni. Proti dalšímu posílení kurzu eura vůči americkému dolaru bude působit zpřísnování měnové politiky Fedu i výrazná překoupenost eura velkými finančními institucemi a investičními fondy. Ta je z pohledu aktuálně otevřených čistých dlouhých pozic futures kontraktů nejvyšší od vzniku eura.

**VÝNOSY VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ (10R)**

(v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)

**KURZ USD/EUR**

(rozdíly – pravá osa)



### III. VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY

#### III.1 INFLACE

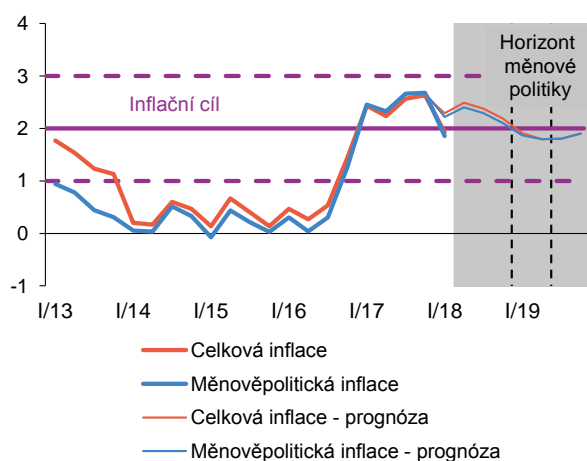
Meziroční inflace počátkem letošního roku dále poklesla, v lednu pouze mírně, výrazněji pak v únoru, kdy se po více než roce dostala mírně pod cíl ČNB. To bylo dáno nižší jádrovou inflací, v únoru pak oproti očekáváním více zvolnil i růst cen potravin. Rovněž regulované ceny byly v únoru nižší oproti předpokladům. U cen pohonných hmot nedošlo k významné odchylce od prognózy. Odchytky u ostatních cenových okruhů míří oproti prognóze rovněž protiinflačním směrem. Podle očekávání dále klesaly dovozní ceny, ceny průmyslových výrobců však přešly do poklesu nečekaně. Zároveň se oproti prognóze výrazněji zmírnil růst cen zemědělských výrobců. Rizika krátkodobé prognózy inflace pro nejbližší měsíce jsou – nad rámec již pozorované odchylky – dále mírně protiinflační z titulu mírně nižších korunových cen ropy a plynu i pomalejšího než očekávaného růstu cen zemědělských komodit.

#### III.1.1 Spotřebitelské ceny

Spotřebitelská inflace počátkem letošního roku dále zpomalovala a v únoru dosáhla 1,8 %. Lednová hodnota byla jen lehce pod prognózou z 1. SZ, únorové zpomalení růstu cen pak bylo oproti prognóze výraznější.<sup>3</sup> Nižší než predikovaná byla jádrová inflace, v jejímž rámci dále zvolnil růst cen neobchodovatelných statků, zatímco dynamika cen obchodovatelných položek (tzn. bez potravin a pohonných hmot) se pohybovala poblíž nulových hodnot. V únoru pak značně zpomalil růst cen potravin, přičemž přispěl k odchylce celkové inflace od prognózy zhruba z jedné poloviny. Regulované ceny v souladu s předpoklady prognózy zrychlily v lednu svůj růst, který však v únoru zaostal za očekáváním. Ceny pohonných hmot mírně klesaly, zhruba v souladu s prognózou.

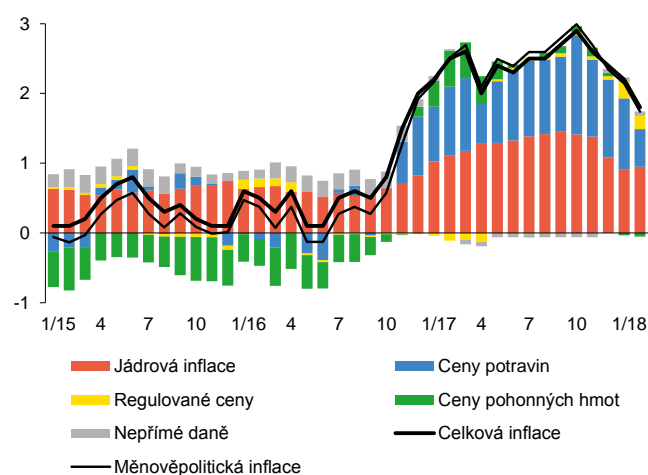
#### CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziroční změny v %)



#### STRUKTURA INFLACE

(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)

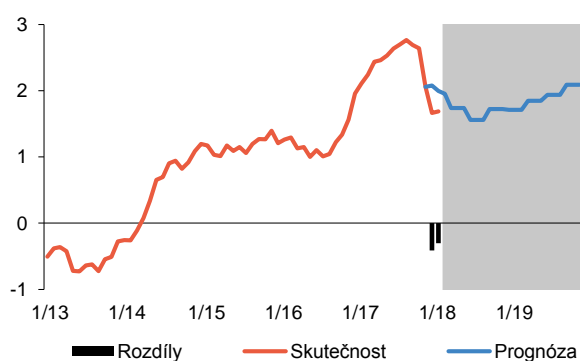


3 Od ledna 2018 jsou indexy spotřebitelských cen počítány na aktualizovaných vahách, které vycházejí z výdajů domácností v roce 2016. V rámci jednotlivých částí spotřebního koše je aktuálně mírně nižší váha potravin, regulovaných cen i cen pohonných hmot, naopak váha jádrové inflace vzrostla. Z hlediska dopadů na prognózu celkové inflace má uvedená změna váhového schématu spotřebního koše zanedbatelný vliv.

**Jádrová inflace v prvních dvou měsících letošního roku dále výrazně klesla a nacházela se pod prognózou.** V rámci jádrové inflace přitom dále pokračovalo zvolňování růstu cen neobchodovatelných statků (až na 2,7 % v únoru). Jejich nižší dynamika byla dána dalším zvolněním růstu imputovaného nájemného<sup>4</sup> i cen v restauracích a kavárnách. Tyto skupiny se přitom hlavní měrou podílely na rychlém růstu cen neobchodovatelných položek v uplynulém roce. Zpomalil také růst cen dovolených s komplexními službami, naopak čisté nájemné rostlo mírně rychleji. Dynamika cen obchodovatelných statků, která byla v uplynulém roce mírně kladná, se v lednu i v únoru pohybovala poblíž nulových hodnot. Je přitom ovlivňována posílením měnového kurzu, která se však zatím do cen nepromítlo v plném rozsahu. Silnější kurz působí na pokles cen dováženého průmyslového spotřebního zboží, zejména elektroniky. Naproti tomu rostou ceny automobilů a motocyklů a bytového vybavení. Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace v únoru zpomalil o 0,3 p.b. na 2,2 %.

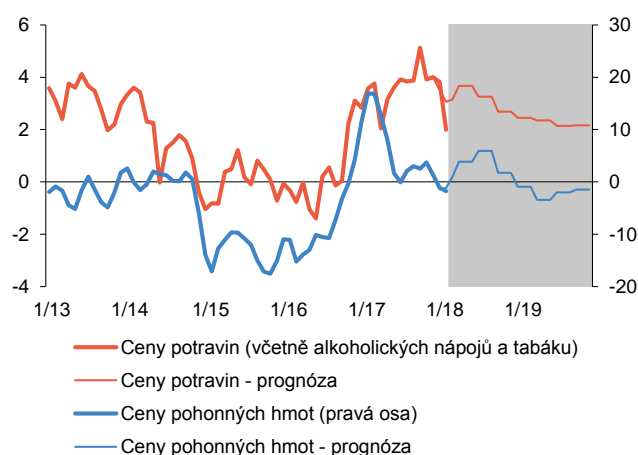
### JÁDROVÁ INFLACE

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b.)



### CENY POTRAVIN A POHONNÝCH HMOT

(meziroční změny v %)



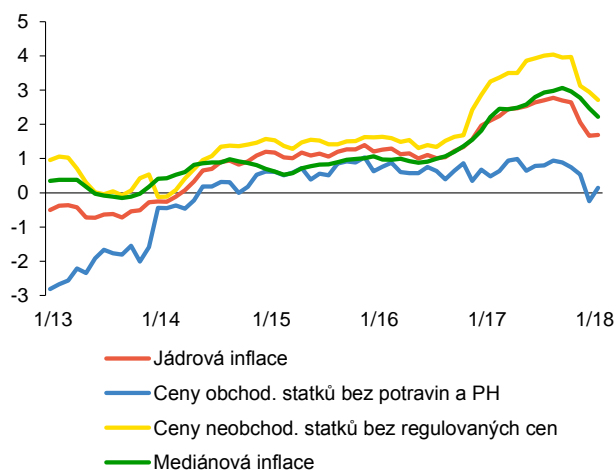
**Růst cen potravin v lednu slabě zpomalil, v únoru pak jejich dynamika překvapivě oslabila téměř o polovinu na 2,0 %.** Prognóza sice zpomalení očekávala, avšak v podstatně nižším rozsahu. K tomuto přispělo další zvolnění meziročního růstu cen ve skupinách, které se v loňském roce nejvýrazněji podílely na růstu cen potravin, tzn. mléčných výrobků a vajec, olejů a tuků, pekárenských výrobků i masa. Prudký výkyv dynamiky cen potravin byl ovlivněn i výraznou volatilitou cen zeleniny, které se v únoru propadly o více jak 18 %. Naopak ceny ovoce si na počátku letošního roku udržovaly konstantní tempo růstu na úrovni 10 %. Svůj růst zpomalily i ceny nealkoholických a alkoholických nápojů a tabáku. Indikátory vývoje cen potravin za březen naznačují meziměsíční stagnaci cen, což je zhruba v souladu s očekáváním prognózy z 1.SZ.

**Ceny pohonných hmot v lednu i únoru mírně meziročně klesaly.** V porovnání s prognózou byl skutečný pokles cen pohonných hmot v lednu mírnější, v únoru naopak hlubší, avšak dopad těchto odchylek do vývoje celkové inflace byl malý. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump ceny benzínu a nafty na počátku března zhruba stagnovaly. Vlivem přehodnocení výhledu cen ropy směrem k lehce nižším hodnotám i slabšího kurzu dolaru představuje budoucí vývoj cen pohonných hmot mírné protiinflační riziko prognózy.

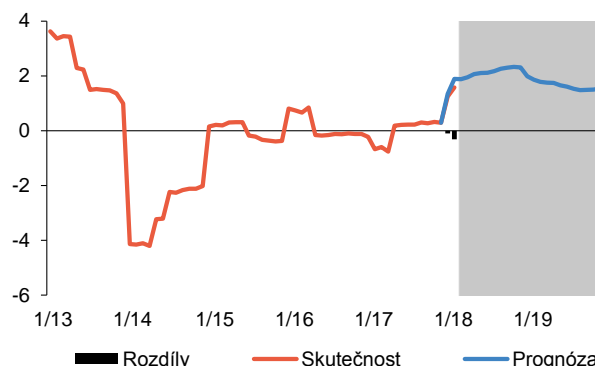
4 Podle informací z ČSÚ došlo uvnitř subindexu imputovaného nájemného v posledních měsících k zastavení růstu cen nových bytů, přitom zbylé části indexu tzn. rekonstrukce, údržba a samostavitelství rostou pouze nevýrazně.

**JÁDROVÁ A MEDIÁNOVÁ INFLACE**

(meziroční změny v %)

**REGULOVANÉ CENY**

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b.)



**Regulované ceny v lednu i v únoru svou zrychlily svou meziroční dynamiku, ta však lehce zaostala za prognózou.** V rámci jednotlivých složek regulovaných cen došlo k mírně nižšímu než předpokládanému růstu vodného. Ceny plynu a tepla, u kterých prognóza očekávala od února postupný růst, zůstaly i nadále v meziročním poklesu. Prognóza růstu cen elektřiny se takřka naplnila, její ceny byly jen nepatrně nižší než predikované. Naopak rychleji rostly regulované položky ve stravování, zdravotnictví a stočné. Vzhledem k nižším cenám energetických surovin v aktuálních výhledech, které budou působit zejména na ceny tepla a plynu pro domácnosti, hodnotíme rizika stávající prognózy regulovaných cen jako mírně protiinflační.

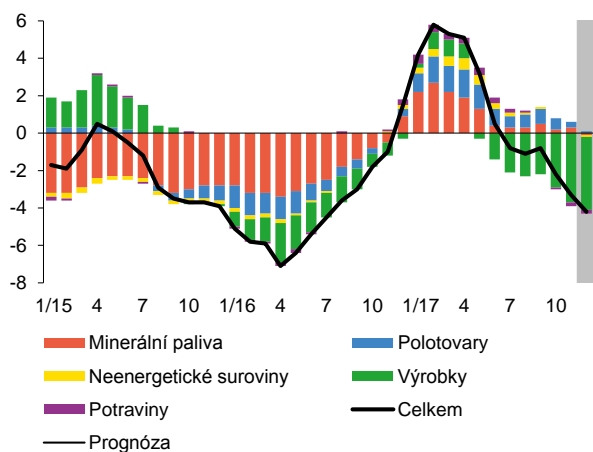
**III.1.2 Dovození a produkční ceny**

**Dovozní ceny v prosinci v souladu s prognózou dále prohloubily svůj pokles.** K jejich meziročnímu poklesu o 4,2 % (prognóza 4,1 %) přispělo téměř výhradně zrychlené snižování cen dovážených výrobků, zejména strojů a dopravních prostředků, v návaznosti na pokračující posilování kurzu koruny. Silnější kurz se odrazil i v neměnnosti cen minerálních paliv, když v korunovém vyjádření kompenzoval meziroční zvýšení světových cen ropy. Rizika prognózy dovozních cen (předpokládající pro nejbližší měsíce prohloubení jejich poklesu) jsou zhruba vyrovnaná, když mírně nižší výhled korunových cen ropy je kompenzován vyšším očekávaným růstem neenergetických produkčních cen v zahraničí.

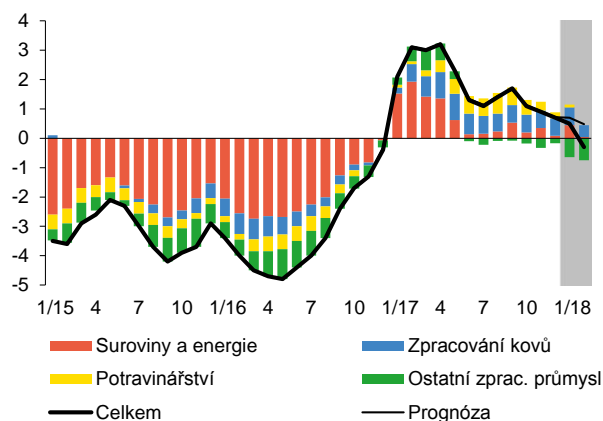
**Ceny průmyslových výrobců v únoru mírně klesaly, zatímco prognóza očekávala pokračování jejich mírného růstu.** K tomu vedl především výraznější než očekávaný pokles cen ve zpracovatelském průmyslu a nižší než očekávaný růst v oddíle elektřiny, plynu, páry a vody. Obojí bylo velmi mírně kompenzováno oproti prognóze vyšším růstem výrobních cen v odvětví těžby a dobývání. K meziročnímu poklesu cen v únoru o 0,3 % (prognóza růst o 0,5 %) nejvíce přispěl pokles cen dopravních prostředků, chemických látek a koxu a rafinovaných ropných produktů. Opačným směrem působily hlavně výrobní ceny v odvětví zpracování kovů. Rizika prognózy jsou u cen výrobců mírně protiinflační, když nižší pozorované hodnoty a nižší výhled cen ropy jsou jen částečně kompenzovány pro nejbližší měsíce vyšším výhledem cen zahraničních výrobců.

**DOVOZNÍ CENY**

(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)

**CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ**

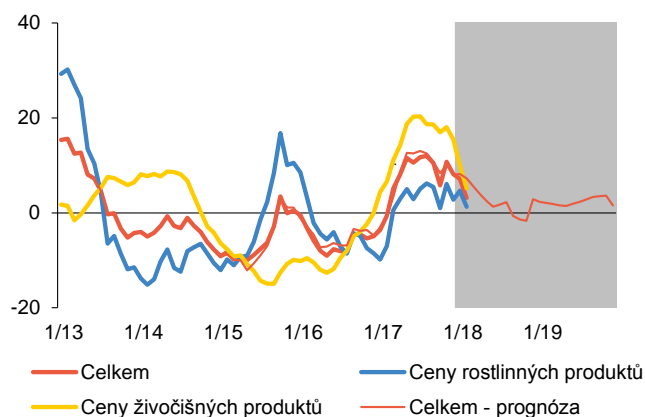
(meziroční změny v %, příspěvky v p.b.)



**Růst cen zemědělských výrobců v únoru podle očekávání dále zpomalil a byl oproti prognóze zřetelně nižší.** Za zmírněním jeho tempa (na 3,2 %) bylo zpomalení růstu cen v rostlinné i živočišné výrobě. V jejich rámci řada cen sice stále znatelně rostla, nejvýznamněji mléka, vajec a obilovin, jejich dosavadní výrazný růst se ale zmírnil. Výrazně stále rostly ceny ovoce a zeleniny. Naopak se prohloubil pokles cen olejnin a hospodářských zvířat. Výhled růstu budoucího růstu cen zemědělských komodit ve světě se lehce zmírnil.

**CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ**

(meziroční změny v %)



## III.2 EKONOMICKÁ AKTIVITA

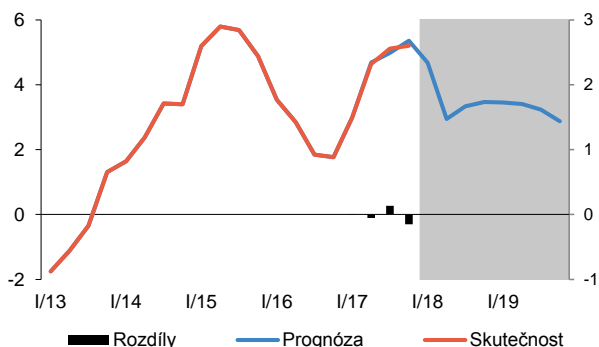
*Ekonomická aktivita v závěru loňského roku navázala na vysoká tempa růstu z předchozího čtvrtletí a dále mírně meziročně zrychlila, ačkoli prognóza očekávala ještě o něco výraznější růst. K němu i nadále výrazně přispívala zejména spotřeba domácností a fixní investice, byť dynamika obou složek zaostala za prognózou. U investic se na jejich růstu – podle očekávání – pravděpodobně podílelo oživení ve vládním sektoru. Nadále se zvyšovala i spotřeba vlády, oproti predikci to však bylo poněkud méně. Nižší dynamika fixních investic byla zhruba kompenzována vyšším příspěvkem zásob, rovněž příspěvek čistého vývozu byl oproti prognóze lehce vyšší. Měsíční ukazatele naznačují pokračování solidního ekonomického růstu i na počátku letošního roku.*

### III.2.1 Výdajová strana ekonomiky

**Meziroční růst hrubého domácího produktu ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku mírně zrychlil na 5,2 %, prognóza však očekávala ještě o něco zřetelnější zrychlení.** Nižší než očekávaný růst ekonomické aktivity byl zapříčiněn především nižší dynamikou spotřeby domácností, a částečně také pomalejším růstem vládní spotřeby. Poblíž prognózy se nacházel – celkově solidní – růst hrubé tvorby kapitálu, rovněž podle očekávání téměř odezněl kladný příspěvek čistého vývozu.

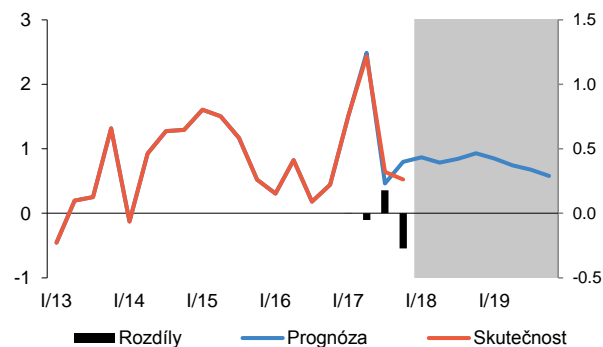
#### RŮST HDP

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b. - pravá osa, stálé ceny)



#### RŮST HDP

(mezičtvrtletní změny v %, rozdíly v p.b. - pravá osa, stálé ceny)

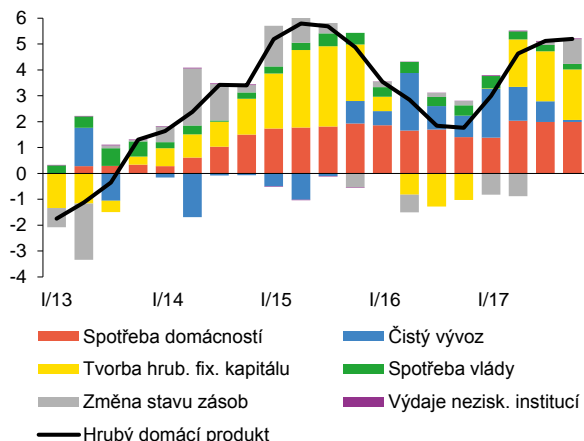


**Spotřeba domácností zaostala za prognózou, přesto její růst v závěru loňského roku zůstal robustní.**

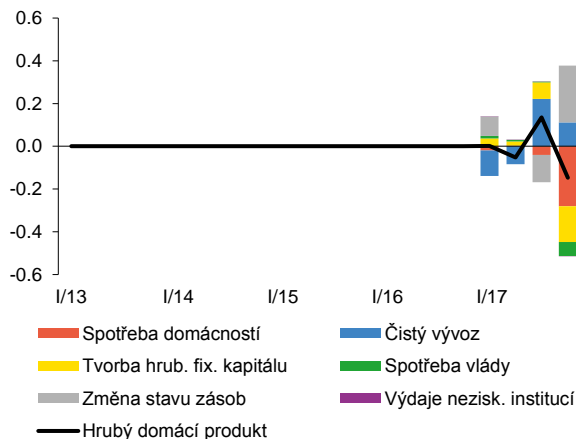
Z pohledu věcného členění byl růst spotřeby domácností (4,3 %) opětovně tažen všemi jejími složkami, nejvíce výdaji na krátkodobou spotřebu a služby. Zatímco krátkodobá spotřeba rostla rychlejším tempem, růst výdajů na služby zpomalil. Pokračující svižný růst spotřeby domácností stále souvisí především s rychlým růstem mezd a historicky nízkou mírou nezaměstnanosti. Oproti zrychlujícímu růstu mezd a vyšší dynamice tržeb v maloobchodě v posledním čtvrtletí loňského roku však dynamika soukromé spotřeby již dále nezrychlovala. Z pohledu srovnání s prognózou se téměř naplnil předpoklad dále zrychlujícího růstu nominální spotřeby, výrazněji však zrychlil deflátor spotřeby domácností.

**STRUKTURA RŮSTU HDP**

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

**ODCHYLKA OD PROGNÓZY HDP**

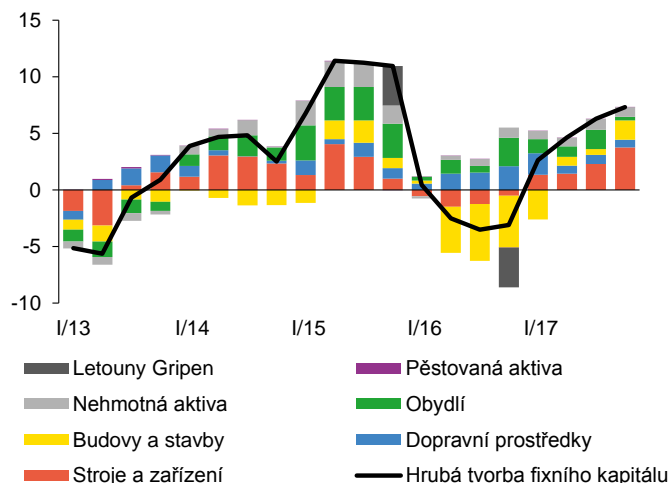
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno)



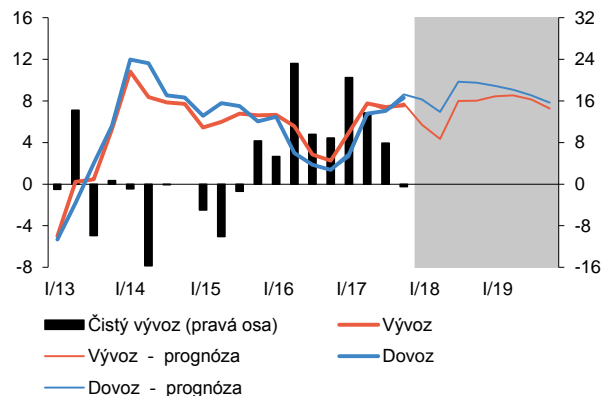
**Meziroční růst reálné spotřeby vlády zpomalil, prognóza přitom očekávala jeho zrychlení.** Slabší než předpokládaný růst ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku vykazala nominální spotřeba vlády. Oproti prognóze byl zároveň vykázán nižší růst deflátoru, jehož vývoj tak zaostal za výrazným zvyšováním mezd ve veřejném sektoru.

**VĚCNÉ ČLENĚNÍ FIXNÍCH INVESTIC**

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

**VÝVOZ A DOVOZ**

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



**Oproti očekávání zrychlil růst fixních investic mírněji, rychlejší růst naopak zaznamenala tvorba zásob.** Tyto dva vlivy se vzájemně kompenzovaly a prognóza hrubé tvorby kapitálu se tak zhruba naplnila. Meziroční růst hrubé tvorby fixního kapitálu byl ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku pravděpodobně i nadále tažen především soukromými investicemi. To je v souladu se stabilně rostoucí zahraniční poptávkou a zrychlujícím růstem investic do strojů a zařízení, který naznačuje pokračující proces automatizace výroby při nedostatku pracovních sil. Vyšší dynamiku růstu však vykazaly také investice budov a staveb, jejichž značná část je realizována sektorem vlády. Obnovený růst vládních investic se tak pravděpodobně významně podílel na dalším zrychlení fixních investic v závěru roku 2017.

**Vývoj čistého vývozu byl ve čtvrtém čtvrtletí loňského jen lehce nad prognózou, když jeho kladný příspěvek k ekonomickému růstu téměř odezněl.** V souladu s prognózou zároveň došlo k oživení růstu celkového obrátu zahraničního obchodu, přičemž zrychlil jak růst vývozu, tak dovozu. Vyšší dynamika dovozu oproti vývozu byla způsobena i nadále silným růstem dovozně náročné poptávky, zejména pak svižným růstem investic do strojů a zařízení a také investicemi do zásob.

### III.2.2 Produkční strana ekonomiky

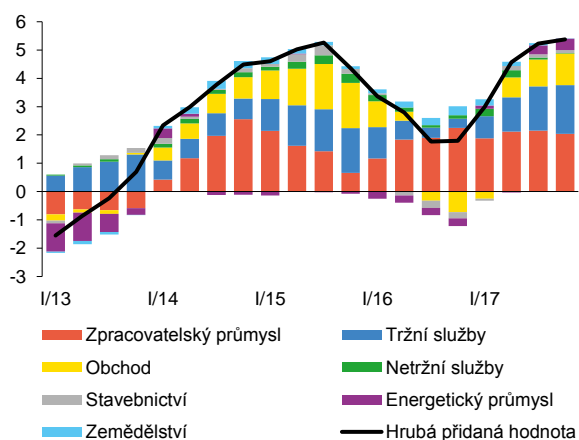
**Za zrychlením hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2017 stál i nadále zejména terciální sektor, který zároveň představuje hlavní zdroj růstu ekonomické aktivity.** Jeho souhrnný příspěvek tak již třetí čtvrtletí v řadě překonal dříve dominantní příspěvek zpracovatelského průmyslu. Hrubá přidaná hodnota přitom opětovně rostla ve všech sledovaných odvětvích, takže růst je nadále plošný.

**Mírné zpomalení růstu výkonů a stále zrychlující dynamika mzdových nákladů vedly k pokračování utlumeného vývoje hrubého provozního přebytku nefinančních podniků.** Nižší ceny vstupů v důsledku meziročně klesajících dovozních cen naopak působily na hospodaření podniků kladně, což se také projevilo ve vyšší dynamice účetní přidané hodnoty. Hrubý provozní přebytek se proto ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku vrátil do mírného meziročního růstu (o 1,1 %). V obnovení jeho výraznější dynamiky však stále brání svižný růst mzdových nákladů, který ve čtvrtém čtvrtletí dále zrychlil na 10,1 %.

**Růst průmyslové i stavební produkce v posledním čtvrtletí roku 2017 zrychlil.** Na růstu průmyslové produkce o 7,7 % se podílela všechna odvětví. Mimo stabilně a plošně rostoucího zpracovatelského průmyslu vzrostla produkce také v odvětví energetiky a v odvětví těžby a dobývání. Výhled vývoje průmyslové produkce na základě nových zakázek a podnikatelského sentimentu zůstává nadále pozitivní. Stavební produkce ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku vzrostla o 3,4 %, když k růstu přispívalo jak pozemní, tak také inženýrské stavitelství. Obnovený růst inženýrského stavitelství přitom ukazuje na pravděpodobný nárůst dynamiky vládních investic v závěru roku 2017. To potvrzuje i nadále rychle rostoucí hodnota stavebních povolení. Pokračující solidní růst průmyslové i stavební produkce ukazují i lednová data.

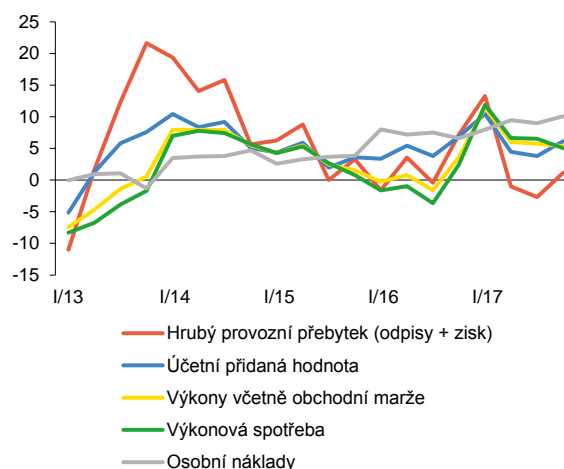
#### PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

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



#### HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

(meziroční změny v %)



**Setrvale vysoká spotřebitelská důvěra a pokračující svižné zvyšování příjmů domácností se promítají v rychlém zvyšování maloobchodních tržeb.** Tento růst je v současné době tažen především nemotoristickým segmentem (6,5 %). V motoristickém segmentu naopak dochází ke zpomalování donedávna výrazné růstové dynamiky.

### III.3 TRH PRÁCE

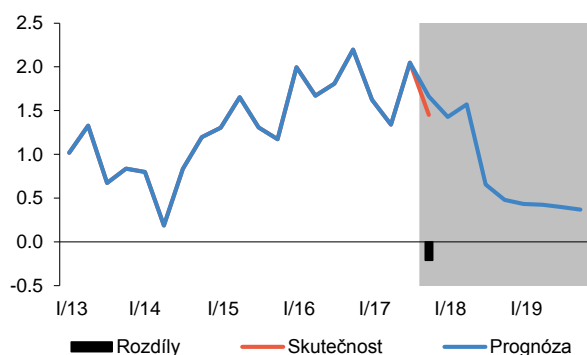
*Ve čtvrtém čtvrtletí pokračovaly výrazné nákladové tlaky z trhu práce. V prostředí silné poptávky po práci dále výrazně rostla zaměstnanost, ačkoli zvolnění jejího růstu bylo ve srovnání s prognózou o něco výraznější. Nezaměstnanost dále mírně klesala, a to v souladu s prognózou. Nedostatek volné pracovní síly při vysoké poptávce po práci vedl k dalšímu znatelnému nárůstu počtu volných pracovních míst. Růst mezd po mírném zpomalení ve třetím čtvrtletí loňského roku v jeho závěru podle očekávání opětovně zrychlil, téměř v souladu s prognózou. Národohospodářská produktivita práce pokračovala v růstu, nicméně i nadále nedosahovala tempa zvyšování reálných mezd. Došlo tak sice k dílčímu zvolnění dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů, ta však zůstává silná.*

#### III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

**Silný růst poptávky po práci se podle očekávání odrazil v pokračujícím robustním růstu zaměstnanosti, a to i přes silící nedostatek volné pracovní síly.** Dynamika zvyšování zaměstnanosti se však v závěrečném čtvrtletí loňského roku zdatně utlumila, když po sezonním očištění zpomalila mezikvartálně z 1 % ve třetím čtvrtletí na 0,1 % ve čtvrtém čtvrtletí. K meziročnímu nárůstu zaměstnanosti (o 1,5 %, prognóza 1,7 %) přispěl především silný růst počtu zaměstnanců, který byl ale částečně kompenzován neočekávaným poklesem počtu podnikatelů. Mezi podnikateli ubyli především ti bez zaměstnanců, což nejspíše odráží cyklický vývoj trhu práce. V sektorovém členění se růst zaměstnanosti podobně jako v předchozích čtvrtletích nejvíce projevil v terciálním sektoru. Oproti předchozím čtvrtletím však výrazně zvolnil příspěvek sekundárního sektoru, což se týkalo především růstu zaměstnanosti ve zpracovatelském průmyslu. V primárním sektoru zaměstnanost meziročně zdatně poklesla. Lednová data naznačují, že by podobné meziroční dynamiky jako ve čtvrtém čtvrtletí měla zaměstnanost dosáhnout i v prvním čtvrtletí letošního roku.

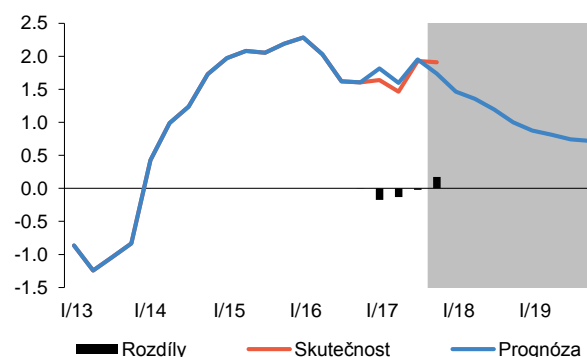
#### ZAMĚŠTNANOST

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b.)



#### POČET ZAMĚŠTNANCŮ (PLNÉ ÚVAZKY)

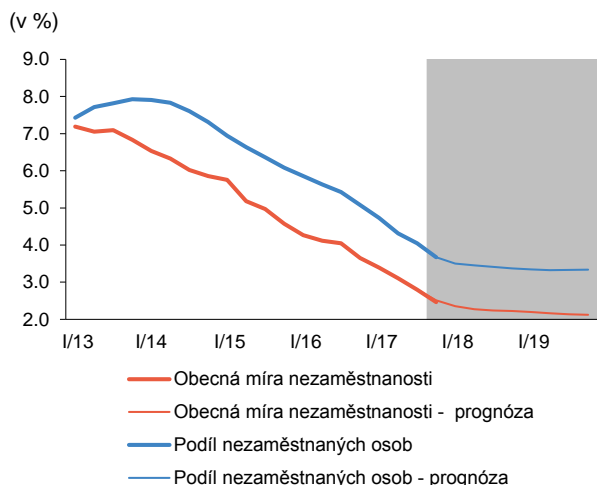
(meziroční změny v %, rozdíly v p.b.)



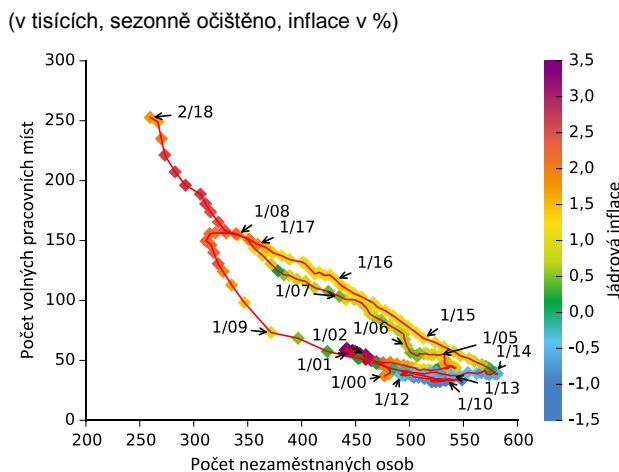
**Výrazný nárůst kratších úvazků tlumil zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců, i tak ale jeho robustní dynamika překonala prognózu.** Průměrný úvazek na zaměstnance dle očekávání slabě poklesl. Při silném růstu počtu zaměstnanců se tak jejich přepočtený počet ve čtvrtém čtvrtletí 2017 meziročně zvýšil

o 1,9 % (prognóza 1,7 %). Zhruba z jedné čtvrtiny se na tom podílel zpracovatelský průmysl následovaný obchodem a vzděláváním.

### NEZAMĚŠTNANOST



### BEVERIDGEOVA KŘIVKA



**Pokračující snižování počtu nezaměstnaných osob vedlo ve čtvrtém čtvrtletí k posunu obecné míry nezaměstnanosti v souladu s prognózou na nová historická minima.** Robustní ekonomický růst vedl ke znatelnému poklesu počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se podílel na snížení celkového počtu nezaměstnaných zhruba z poloviny. Obecná míra nezaměstnanosti se ve čtvrtém čtvrtletí dostala na 2,5 %. Lednová data však naznačují, že její další pokles v prvním čtvrtletí letošního roku bude již jen slabý, což odpovídá stávající prognóze. Rovněž podíl nezaměstnaných osob se v průběhu čtvrtého čtvrtletí i nadále snižoval. V únoru v souladu s predikcí setrval na 3,5 %.

**Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovaly v závěru loňského roku i v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí.** Na jedno pracovní místo tak již připadá pouze 1,17 uchazeče. Nejvíce volných míst nabízel v únoru i nadále odvětví zpracovatelského průmyslu (55,4 tis. volných míst) následované stavebnictvím a obchodem (v obou případech 15,3 tis. míst). Pohledem Beveridgeovy křivky je aktuální počet nezaměstnaných znatelně nižší než na vrcholu předchozího hospodářského cyklu a zároveň počet volných pracovních míst předchozí maxima citelně převyšuje. Naopak jádrová inflace je ve srovnání s předchozím cyklickým vrcholem nižší.

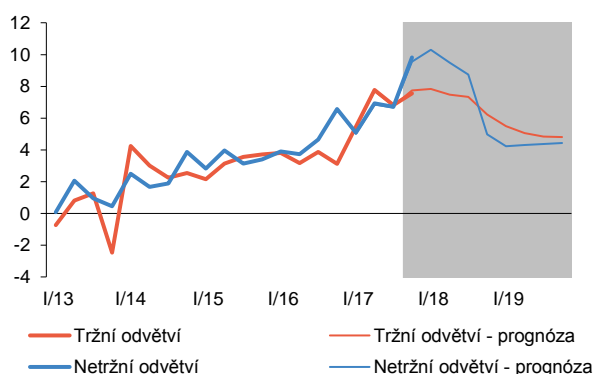
### III.3.2 Mzdy a produktivita

**Mzdová dynamika v tržních odvětvích ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku podle očekávání opětovně zrychlila a za prognózou zaostala jen slabě.** Průměrná mzda v tomto segmentu ekonomiky vzrostla o 7,6 % (prognóza 7,8 %). K tomu přispělo zrychlení tempa mzdového růstu v naprosté většině odvětví. Zvýšil se růst mezd v průmyslu (tedy odvětví s nejvyšší vahou) na 7,5 %. V obchodu (druhé největší odvětví) mzdy vzrostly o 7,8 %. Silný růst mezd pokračoval zejména v odvětvích s nízkou průměrnou mzdou, a to v ubytování a stravování (meziročně o 9,3 %) a v administrativních a podpůrných činnostech (8,7 %). V těchto odvětvích se výrazně projevilo zvýšení minimální mzdy z ledna loňského roku. Ve zdravotnictví mzdy vzrostly o výrazných 10,8 %. Ke zrychlení mzdového růstu ve čtvrtém čtvrtletí přispěl vyšší podíl mimořádných odměn. Lednové údaje o silném růstu mezd v průmyslu (9,6 %) naznačují další zesílení mzdové dynamiky i v prvním čtvrtletí letošního roku. V mezičtvrtletní dynamice růst mezd ve čtvrtém čtvrtletí zrychlil na 2,0 %, i když ve srovnání s predikcí byl o 0,2 p.b. nižší.

**V netržních odvětvích mzdová dynamika v souladu s očekáváním prognózy z 1.SZ výrazně zesílila.** Růst v těchto odvětvích činil 9,8 % (prognóza 9,6 %). Silný meziroční mzdový nárůst (o více než 13 %) byl zaznamenán v kultuře a ve veřejné správě a obraně (10,5 %). Nejpomaleji, avšak stále výrazně, vzrostly výdělky ve vzdělávání, a to o 9 %. Zesílení mzdové dynamiky v netržních odvětvích odráží výrazné navýšení platů ze strany vlády v listopadu 2017. Oproti prognóze byl v netržních odvětvích výraznější nárůst přepočteného počtu zaměstnanců, což bylo taženo především odvětvím vzdělávání.

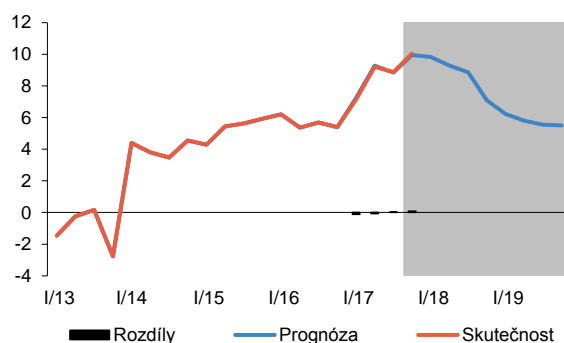
### NOMINÁLNÍ MZDY

(meziročně v %)



### NOMINÁLNÍ OBJEM MEZD A PLATŮ

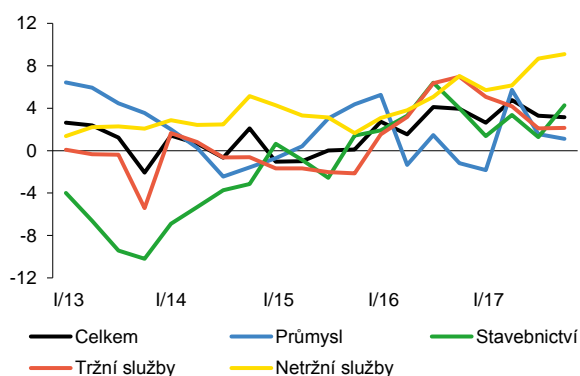
(meziročně v %, rozdíly v p.b.)



**Zrychlení růstu průměrné mzdy vedlo spolu s téměř neměnnou meziroční dynamikou přepočteného počtu zaměstnanců ke zrychlení růstu objemu mezd a platů.** Ten v nominálním vyjádření meziročně dosáhl výrazných 10 % (reálně 7,2 %), což bylo v souladu s prognózou. Z hlediska distribuce mezd se podle údajů z ČSÚ mediánová mzda ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zvýšila meziročně o 8,9 %, a předčila tak tempo růstu průměrné mzdy v ČR. Dále tak pokračuje trend postupného snižování mzdové diferenciace, kdy se nadprůměrně zvyšují nižší příjmy.

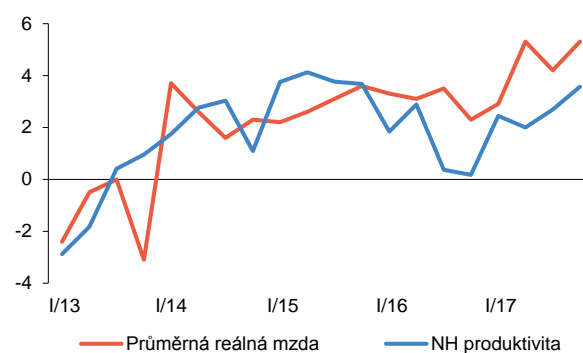
### NOMINÁLNÍ JEDNOTKOVÉ MZDOVÉ NÁKLADY

(meziročně v %, v metodice ESA 2010, sezonně neočištěno)



### PRODUKTIVITA PRÁCE A REÁLNÉ MZDY

(meziročně v %, produktivita v metodice ESA 2010, sezonně neočištěno)



**Zrychlení růstu průměrné mzdy udrželo – i při rychlejším zvyšování produktivity práce – dynamiku nominálních jednotkových mzdových nákladů slabě nad 3 %.** K útlumu jejich tempa přitom došlo v průmyslu, kde růst hrubé přidané hodnoty ve srovnání s třetím čtvrtletím dále zrychlil (na 7,5 %), a převážil i nad mírně vyšší dynamikou objemu mezd a platů. Celkově tak vzrostly jednotkové mzdové náklady v průmyslu pouze o 1,1 %. Největší meziroční nárůst nominálních jednotkových mzdových nákladů naopak nastal v netržních službách, kde byl slabý pokles HPH (o 0,2 %) doprovázen téměř 9% nárůstem objemu mezd a platů. Produktivita práce se ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zvýšila o 3,6 %, a znatelně tak zaostala za růstem reálné průměrné mzdy (5,3 %). Nejvýrazněji (o 6,6 %) se produktivita práce vlivem silného růstu HPH

zvýšila v průmyslu. V tržních odvětvích produktivita práce vzrostla znatelně (o 3,7 %). Pouze slabě narostla ve stavebnictví a v netržních službách dokonce produktivita citelně poklesla.

### III.4 PLATEBNÍ BILANCE

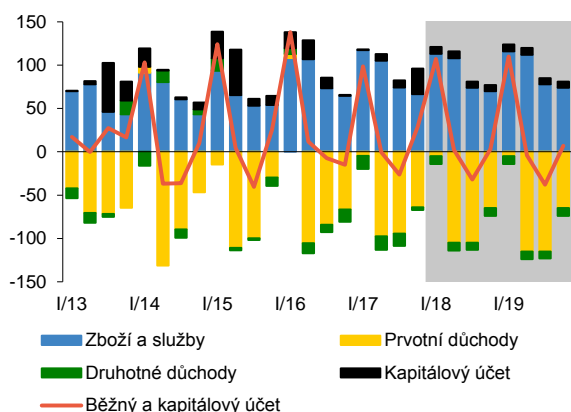
Běžný účet platební bilance dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2017 v důsledku kompenzujícího se vývoje výkonové bilance a důchodových bilancí jen nepatrného schodku, který byl ve srovnání s predikcí z 1. SZ mírně nižší. Výše přebytku kapitálového účtu, odrážející poměrně výrazné čerpání zdrojů z rozpočtu EU, odpovídala zhruba predikci. V případě finančního účtu byl patrný zejména výrazný pokles krátkodobých vkladů nerezidentů u tuzemských bank. Celkově však skončil finanční účet mírným čistým přílivem.

#### III.4.1 Běžný a kapitálový účet

Pro bilanci zboží a služeb byl nadále charakteristický vysoký přebytek, jehož hodnota odpovídala predikci. Mírný meziroční růst přebytku, převyšujícího 66 mld. Kč, byl spojen zejména s růstem přebytku služeb, zatímco přebytek zboží se meziročně téměř nezměnil. Vývoj bilance zboží byl v tomto čtvrtletí nejvýrazněji ovlivněn zrychlujícím růstem celkové domácí poptávky nasávající dovozy. Naopak směrem k růstu vývozu mírně působil vliv překmitu směnných relací do kladné hodnoty a posílení vnější poptávky. Rychlejší růst nominálního obchodního obrátu byl však tlumen silící apreciací koruny, a to zejména vůči americkému dolaru. Z hlediska zbožové struktury působil směrem k růstu celkového přebytku nejvýrazněji meziroční růst přebytku strojů a dopravních prostředků, ve směru jeho poklesu naopak prohloubení schodků ve skupinách polotovarů a nerostných paliv. V rámci bilance služeb skončily přebytkem opět všechny čtyři dílčí bilance, přičemž nejvyššího přebytku dosáhly služby v rámci výrobních služeb včetně oprav a údržby.

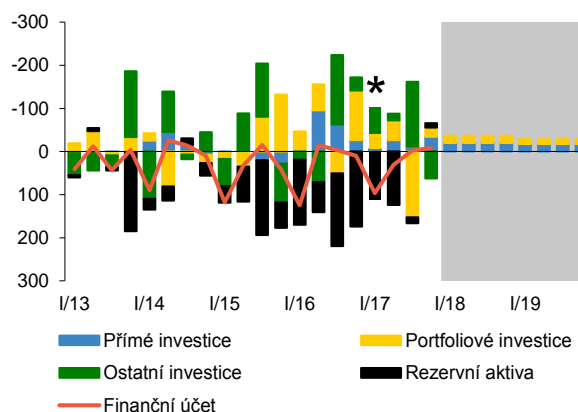
#### BĚŽNÝ A KAPITÁLOVÝ ÚČET (SKUTEČNOST A VÝHLED)

(v mld. Kč)



#### FINANČNÍ ÚČET (SKUTEČNOST A VÝHLED)

(v mld. Kč)



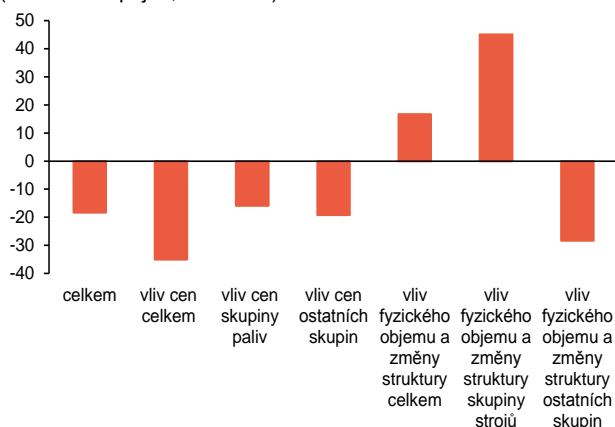
Poznámka: Hodnoty na svislé ose grafu finančního účtu jsou uvedeny v obráceném spektru, protože záporná hodnota znamená v metodice BPM6 čistý příliv finančních prostředků. Vlivem končícího kurzového závazku dosáhly bilance finančního účtu v prvním čtvrtletí 2017 (\*) velmi vysokých hodnot. Z hlediska čitelnosti grafu byly proto v tomto čtvrtletí jejich původní hodnoty sníženy na desetinu. Predikce finančního účtu je prováděna pouze pro přímé a portfoliové investice.

Důchodové bilance skončily výrazným souhrnným schodkem, který byl ve srovnání s predikcí zejména v důsledku příznivějšího než očekávaného vývoje prvotních důchodů mírně slabší. Prvotní důchody dosáhly podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích poměrně vysokého schodku (přes

64 mld. Kč), který se nicméně meziročně mírně snížil. Nejvýznamnější složkou celkové bilance byl opět schodek důchodů z přímých investic, související především s výplatou dividend nerezidentům. Naopak nejvyššími, byť jen mírnými, přebytky skončily dílčí bilance náhrad zaměstnancům (zahrnující hlavně mzdy) a bilance důchodů z rezervních aktiv. Druhotné důchody zaznamenaly v tomto čtvrtletí jen mírný schodek (-3 mld. Kč), který se meziročně zřetelně snížil. Tradiční dílčí schodek důchodů nenavázaných na rozpočet EU byl ve velkém rozsahu vyvážen čistým čerpáním zdrojů z rozpočtu EU, které přešlo po roce a půl ze schodku do přebytku. Meziročně se tak souhrnný schodek důchodových bilancí – především vlivem vývoje druhotných důchodů – snížil a v rozhodujícím rozsahu přispěl ke zmírnění celkového schodku běžného účtu (na -0,7 mld. Kč). Poměr běžného účtu k HDP na roční bázi dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2017 výše 1,1 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se mírně zvýšil.

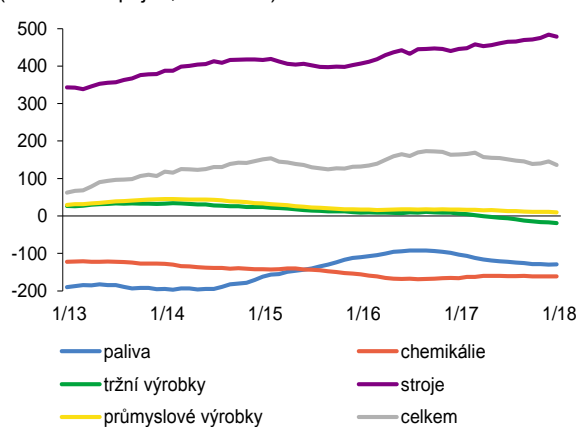
### ROZKLAD FAKTORŮ MEZIROČNÍ ZMĚNY SALDA OBCHODNÍ BILANCE ZA ROK 2017

(v národním pojetí, v mld. Kč)



### ROČNÍ KLOUZAVÉ ÚHRNY OBCHODNÍ BILANCE PODLE SITC

(v národním pojetí, v mld. Kč)



**Naproti tomu kapitálový účet skončil ve čtvrtém čtvrtletí zhruba v souladu s predikcí přebytkem ve výši 29,5 mld. Kč, vyplývajícím především z čerpání prostředků z rozpočtu EU.** Meziročně se tento přebytek – a v jeho rámci i čerpání zdrojů z rozpočtu EU – výrazně zvýšil.

#### III.4.2 Finanční účet

**V rámci finančního účtu skončily nejvyšším čistým přílivem zdrojů ze zahraničí přímé a portfoliové investice.** Čistý příliv přímých investic pokračoval již osmé čtvrtletí v řadě, přičemž ve čtvrtém čtvrtletí přesáhl 34 mld. Kč. Podobně jako v předchozích třech čtvrtletích byl vývoj přímých investic nejvíce ovlivněn odhadovanou úrovní reinvestic zisku v ČR. K přílivu přímých zahraničních investic do ČR nicméně přispěl i příliv v rámci základního kapitálu. Také růst českých přímých investic v zahraničí byl dominantně spojen s reinvesticemi zisku. Portfoliové investice skončily po jednom čtvrtletí vysokého čistého odlivu opět čistým přílivem, přesahujícím 21 mld. Kč. Nejvýznamnější operace ve čtvrtém čtvrtletí představovaly zahraniční emise dluhopisů tuzemských podniků. Mírně vzrostla i držba tuzemských majetkových cenných papírů nerezidenty. Naopak nákupy zahraničních cenných papírů tuzemskými investory se soustředily hlavně na účasti a podíly v investičních fondech, zatímco zájem o zahraniční dluhopisy byl jen nízký. Ve směru souhrnného čistého přílivu působil také vývoj rezervních aktiv, která se po třech letech růstu snížila (přes 10 mld. Kč), a mírný čistý příliv v případě vypořádání s finančními deriváty.

**Čistý odliv zdrojů byl zaznamenán pouze u ostatních investic, jejichž bilance však ve čtvrtém čtvrtletí představovala nejvýznamnější komponentu finančního účtu.** Čistý odliv ostatních investic, převyšující 62 mld. Kč, souvisel s vysokým čistým odlivem v rámci bankovního sektoru včetně ČNB (převyšujícím

112 mld. Kč). Ten byl spojen především s výrazným poklesem krátkodobých korunových vkladů nerezidentů u tuzemských bank. Čistý odliv kapitálu bankovního sektoru byl však výrazně korigován čistým přílivem v sektoru podniků, ovlivněným především splátkami krátkodobých obchodních úvěrů rezidentům a současným zahraničním čerpáním těchto úvěrů rezidenty. V souhrnu došlo na finančním účtu k čistému přílivu ve výši 7,7 mld. Kč.

### III.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

*Nově dostupné předběžné údaje o hospodaření vládního sektoru ve čtvrtém čtvrtletí 2017 ukazují na poněkud nižší růst vládních investičních výdajů a vládní spotřeby v loňském roce, než předpokládala stávající fiskální prognóza z 1.SZ. Kompletní údaje o hospodaření vládního sektoru za rok 2017 budou publikovány začátkem dubna v rámci jarních notifikací deficitu a dluhu. Vývoj daňových příjmů za leden a únor potvrzuje pokračování svižného ekonomického růstu na přelomu roku. Koncem února vláda schválila novelu důchodového zákona, která bude znamenat diskreční zvýšení výdajů na starobní důchody.*

**Předběžné údaje za čtvrté čtvrtletí 2017 dokládají zrychlení růstu vládních investic, ovšem v menším rozsahu, než předpokládá stávající prognóza.** Investiční výdaje vládních institucí koncem loňského roku vzrostly o 14,9 %. Přitom na místní úrovni byl zaznamenán vysoký růst těchto výdajů (o 37,6 %), zatímco na ústřední úrovni investice mírně poklesly (o 0,2 %). Celkově zvýšená investiční aktivita vládního sektoru byla tažena výrazným růstem investic do budov a staveb, které představují objemově nejvýznamnější položku veřejných investic. Na místní úrovni se zvýšily i výdaje na pořízení ostatních strojů a zařízení (o 14,3 %) a do duševního vlastnictví (o 17,5 %).

#### FISKÁLNÍ PROGNOZA Z 1.SZ

(v % z nominálního HDP)

	2016 skutečnost	2017 oček. skutečnost	2018 prognóza	2019 prognóza
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0.7	1.6	1.6	1.8
UPRAVENÉ SALDO <sup>a)</sup>	0.7	1.5	1.6	1.7
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>b)</sup>	0.8	1.3	1.1	1.3
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	0.9	0.5	-0.2	0.2
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>b)</sup>	0.9	1.4	1.4	1.4
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) <sup>c)</sup>	1.2	0.5	-0.1	0.0
Fiskální impulz v p. b. <sup>d)</sup>	-1.1	0.2	0.5	0.0

a) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

b) odhad ČNB

c) měří meziroční změnu strukturálního salda

d) měří příspěvek k růstu HDP, odhad ČNB

**Pod očekáváním stávající prognózy byl v závěru loňského roku též vývoj spotřeby vlády.** V důsledku poklesu nemzdových spotřebních výdajů vlády došlo i přes vysoký růst mezd ve čtvrtém čtvrtletí 2017 ke zpomalení jejího mezikvartálního růstu. Kompletní údaje o příjmové i výdajové straně veřejných rozpočtů za rok 2017 (v metodice ESA2010) budou publikovány začátkem dubna v rámci jarních notifikací deficitu a dluhu vládního sektoru.

**Hospodaření státního rozpočtu za první dva měsíce letošního roku bylo lepší než ve stejném období minulého roku.** Státní rozpočet ke konci února 2018 skončil přebytkem ve výši 25,8 mld. Kč (v metodice GFS), což představuje meziroční zvýšení o 22,1 mld. Kč. Tento vývoj je přitom výsledkem především meziročně vyššího transferu prostředků z EU (o 20,4 mld. Kč). Hospodaření státního rozpočtu očištěné na

příjmové i výdajové straně o tyto prostředky skončilo ke konci února 2018 schodkem 0,3 mld. Kč, přičemž ve stejném období loňského roku hospodařil státní rozpočet po očištění o tento vliv se schodkem 4,0 mld. Kč. K silnému růstu příjmové strany přispělo vedle uvedených příjmů z EU též inkaso daně z příjmu fyzických osob (meziroční nárůst o 14,2 %, tj. o 2,9 mld. Kč) a výběr sociálního pojištění (nárůst o 10,4 %, tj. o 7,6 mld. Kč). Uvedená dynamika daňových příjmů (včetně celostátního inkasa DPH<sup>5</sup>) naznačuje pokračování svižného ekonomického růstu i na přelomu roku.

**Koncem února vláda schválila novelu důchodového zákona, která bude znamenat diskreční zvýšení výdajů na starobní důchody.** V novele je navrženo zvýšení základní výměry důchodu z 9 % na 10 % průměrné mzdy, což představuje dodatečný nárůst výdajů státního rozpočtu v roce 2019 téměř o 12 mld. Kč s mírně zvýšeným dopadem v dalším období (v roce 2021 až na 14,4 mld. Kč). Dalším opatřením novely je zvýšení důchodů o 1000 Kč měsíčně důchodcům, kteří dosáhli věku 85 let. To bude znamenat nárůst výdajů v roce 2019 o dalších 2,5 mld. Kč. Počátkem března byla novela předložena do Poslanecké sněmovny.

**Vzhledem k avizované široké shodě napříč politickým spektrem budou fiskální dopady uvedené novely důchodového zákona zahrnuty do příští fiskální prognózy,** i když projednávání vládního návrhu je zatím v počátečním stadiu legislativního procesu. Naproti tomu další vládou připravované legislativní změny do nové prognózy pravděpodobně zahrnuty nebudou, ačkoli mají potenciálně významné fiskální dopady (tzv. daňový balíček přinášející především zrušení tzv. superhrubé mzdy a související změnu sazeb DPFO). Tyto návrhy totiž vyvolávají značné kontroverze již ve fázi připomínkového řízení. Obdobně je tomu i v případě avizovaných úprav v procesu implementace dalších etap EET.

## III.6 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

*Celkové měnové podmínky odpovídají prognóze. V návaznosti na únorové zvýšení základních sazeb ČNB se posunuly výše i úrokové sazby na peněžním trhu, sazba 3M PRIBOR v průměru za první čtvrtletí leží blízko prognóze. Také kurz koruny je v dosavadním průběhu čtvrtletí v souladu s prognózou. Růst úrokových sazeb finančního trhu se projevoval v dalším postupném zvyšování klientských úrokových sazeb. Dynamika úvěrů soukromému sektoru zůstává vysoká zejména u úvěrů domácnostem na bydlení. Růst M3 pokračuje ve zpomalování.*

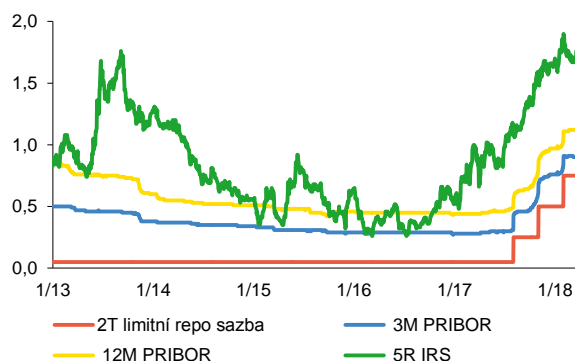
### III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby

**Po zvýšení základních sazeb ČNB na počátku února se zvýšily také úrokové sazby na peněžním trhu.** Průměrná výše sazby 3M PRIBOR v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2018 (do 21.3.) činí 0,8 %, přičemž její aktuální výše je na prognózované úrovni (0,9 %). Naopak sazby FRA se po únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB posunuly níže. Trh totiž před tímto zasedáním očekával rychlejší tempo zvyšování základních sazeb ČNB v následujících měsících, než jaké vyplynulo ze zveřejněné trajektorie tržních sazeb a související komunikace. Trh aktuálně očekává pozvolný nárůst sazby 3M PRIBOR v nejbližším roce, viz graf v kapitole I.4.

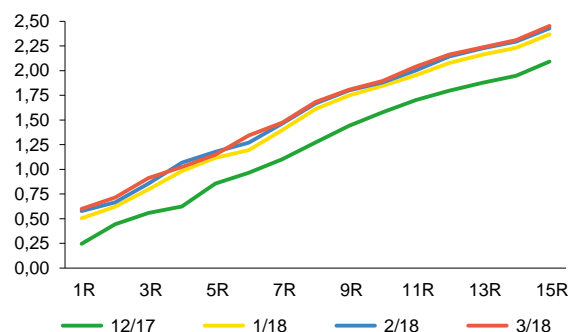
5 Příjem státního rozpočtu z DPH meziročně poklesl o 2,9 % (tj. o 1,4 mld. Kč), což však byl důsledek mimořádného zvýšení srovnávací základny ke konci února 2017 kvůli zadržení převodu podílu této daně do místních rozpočtů. Celostátní výběr DPH za sledované období meziročně vzrostl o 17,4 %, tj. o 10,1 mld. Kč.

**ÚROKOVÉ SAZBY**

(v %)

**VÝNOŠOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ**

(v %)



**Domácí úrokové sazby IRS se lehce snížily ve všech splatnostech.** Tuzemské sazby se splatností nad 1R reagovaly především na komunikaci členů BR po únorovém měnovém zasedání, podobně jako v případě sazeb FRA. V posledních měsících jsou pro vývoj tuzemských sazeb rozhodující domácí faktory, které vedou k tomu, že se domácí sazby částečně odchylní od vývoje na hlavních zahraničních trzích. To platí zejména ve srovnání se sazbami v USA, které reagují na silná ekonomická data a s tím související očekávané zpříšňování měnové politiky. Také v eurozóně se střednědobé a dlouhodobé sazby zvolna zvyšují, ovšem znatelně pomaleji než v USA. Celkově se od počátku letošního roku domácí úrokové sazby IRS nezměnily, v USA vzrostly cca o 0,5 p.b. a v eurozóně o 0,1 – 0,2 p.b.

**Na trhu státních dluhopisů trvá snaha MF financovat se ve větší míře prostřednictvím emise krátkodobých pokladničních poukázek.** Od ledna jsou sice v jejich aukcích již dosahovány kladné výnosy, ty se však pohybují relativně hluboko pod úrovní odpovídající sazby PRIBOR. Od začátku letošního roku byly emitovány SPP v objemu 131 mld. Kč a státní dluhopisy se splatností nad 1R v objemu 63 mld. Kč. Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů nadále klesá: od konce kurzového závazku se snížila cca o 200 mld. Kč, přičemž ke konci ledna dosahovala 519 mld. Kč; podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů činí 38 %.

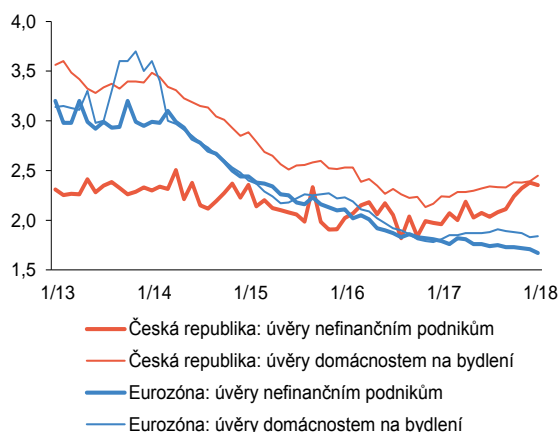
**Úrokové sazby z úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům se pozvolna zvyšují.** Úroková sazba z úvěrů podnikům dosáhla v lednu 2,4 % a sazba z nových hypoték 2,3 %. Dle aktuálních údajů Fincentra Hypoindexu se úroková sazba z hypoték v únoru 2018 dále zvýšila a pohybovala se v blízkosti 2,4 %. Od loňského srpnového zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB vzrostla sazba z hypoték u delších fixací do ledna o 0,2 procentního bodu a od svého minima v listopadu 2016 o 0,4 procentního bodu (u podnikových úvěrů o 0,3 procentního bodu). V porovnání se sazbami finančního trhu se úrokové sazby z úvěrů zvyšují pomaleji a z dlouhodobého hlediska jsou stále nízké. Zatímco náklady financování bank prostřednictvím finančního trhu od loňského podzimu výrazně vzrostly, úrokové sazby z vkladů se začaly jen mírně zvyšovat u nových vkladů s dohodnutou splatností. Podíl těchto vkladů na celkových vkladech však činí 9 %, dominantní část celkového stavu vkladů bank (83 %) představují vklady na běžných účtech, u kterých úroková sazba zůstává v blízkosti nuly.<sup>6</sup> Úrokové marže bank tak v posledním období lehce vzrostly, jsou

<sup>6</sup> Úroková sazba z celkových vkladů dosáhla v lednu 2018 u domácností 0,33 % a u nefinančních podniků 0,05%. U podniků v prosinci 2017 dočasně překročila do lehce záporných hodnot vlivem tří operací vybraných velkých bank, a to u neobchodovatelných cenných papírů (zahrnutých do vkladů s dohodnutou splatností) a vkladů v rámci repo operací.

však stále velmi nízké. Reálné úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení překmitly po delší době do kladných hodnot a u vkladů byly vlivem nižší inflace méně záporné. Úrokové sazby z úvěrů podnikům jsou oproti eurozóně v průměru o 0,7 procentního bodu výše.

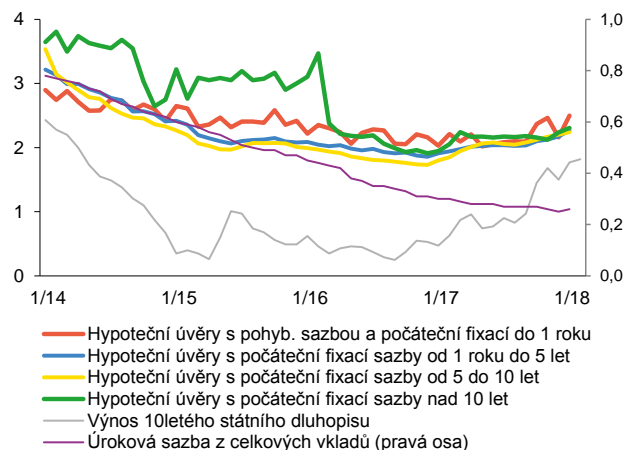
### KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY V ČR A EUROZÓNĚ

(v %)



### ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚRŮ

(nové obchody včetně navýšení, v %)



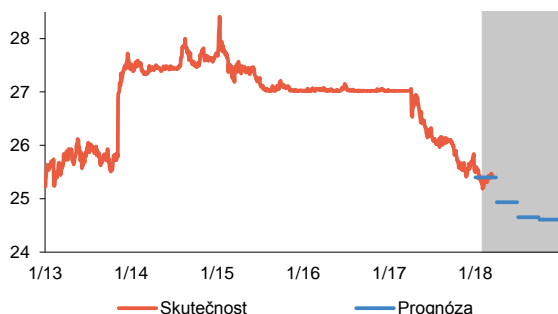
## III.6.2 Měnový kurz

**Kurz koruny vůči euru v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí mírně posílil.** Od počátku ledna vzrostl z hodnoty mírně nad 25,5 CZK/UEUR až na 25,2 CZK/EUR na počátku února, poté však postupně korigoval až na 25,4 CZK/EUR na počátku března. V průměru za dosud uplynulé první čtvrtletí kurz koruny vůči euru dosáhl hodnoty cca 25,4 CZK/EUR. Tato hodnota byla zcela v souladu s predikcí z 1. SZ. Meziroční posílení koruny vůči euru v průměru za leden a únor dosáhlo poměrně výrazných 6,0 %.

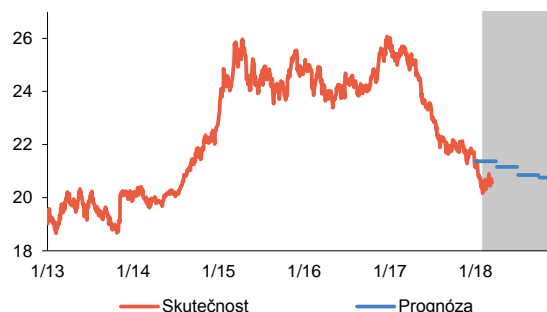
**Ve směru posilování koruny působil zejména kladný a postupně rostoucí úrokový diferenciál vůči euru, nicméně změna očekávání ohledně jeho budoucího vývoje další posilování koruny zastavila.**

Očekávání trhu na počátku roku ohledně budoucího růstu měnově politických sazeb ČNB a zvyšování úrokového diferenciálu koruny vůči euru byla vysoká (až 4 zvýšení domácích MP sazeb o 0,25 p.b. do konce roku 2018). Po zveřejnění Zprávy o inflaci na počátku února (vč. nově dostupné kurzové trajektorie koruny) a relativně „holubičím“ komentáři guvernéra o budoucím vývoji sazeb v letošním roce koruna oslabila z hodnot kolem 25,2 CZK/EUR postupně až na 25,4 CZK/EUR. Těsně nad touto úrovní se pohybovala i v prvních dvou dekádách března. Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru (3M PRIBOR vůči 3M EURIBOR) vzrostl vlivem zvýšení měnově politických sazeb ČNB z cca 1,1 p.b. na počátku roku na 1,25 p.b. v polovině března 2018. Posilování kurzu koruny podporoval i rychlý hospodářský růst v ČR doprovázený mimořádně nízkou nezaměstnaností a rychlým zvyšováním mezd. Po projednání Zprávy o inflaci na počátku února však postupně začaly převažovat jiné vlivy. Šlo zejména o zmírnění tržních očekávání ohledně rozsahu budoucího růstu sazeb v ČR při nečekaně prudce zpomalující inflaci, což je faktor, který by mohl tlumit posilování kurzu i v dalším období. K mírnému oslabení kurzu koruny v únoru možná přispěla i redukce rozsáhlých „spekulativních“ korunových pozic zahraničních investorů vybudovaných v minulosti. V eurozóně, přes rychlý hospodářský růst, nadále není pravděpodobná významnější změna stávající měnové politiky.

### MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI EURU (CZK/EUR)



### MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI USD (CZK/USD)



Pozn.: Šedá plocha představuje období od projednání 1. SZ v bankovní radě.

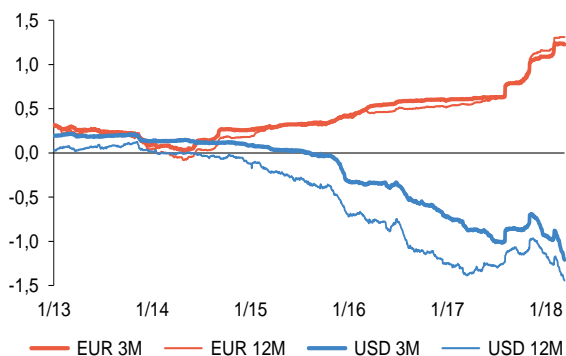
**Vůči americkému dolaru koruna meziročně posílila o velmi výrazných 18,6 %, převážně vlivem oslabování dolaru na světových trzích.** Ve sledovaném čtvrtletí koruna nejprve posílila z hodnoty cca 21,3 CZK/USD z počátku ledna až na 20,2 CZK/USD na počátku února, poté však částečně korigovala na 20,7 CZK/USD, kde se nacházela na konci února. V průběhu března dolar na světových trzích opět mírně oslaboval až na 20,5 CZK/USD v polovině března. Příčin dalšího oslabování dolaru na světových trzích bylo zřejmě více. K významnějším mohly patřit ohlášené nižší objemy nákupu dolarů ze strany Číny, poměrně výrazné postupné zvýšení obchodních deficitů USA<sup>7</sup> a možná i snižování podílu dolaru v rezervách centrálních bank vlivem obnovení důvěry v euro. Dolaru zřejmě také neprospívá očekávání trhů, že navrhovaná daňová reforma v USA povede k opětovnému prohloubení fiskálního deficitu, a to v podmínkách, kdy hodnota veřejného dluhu již přesahuje 100% HDP. V průběhu prvního čtvrtletí se záporný úrokový diferenciál u tříměsíčních korunových a dolarových sazeb zvýraznil z hodnoty -0,9 p.b. na cca -1,2 p.b., a to navzdory zvýšení měnově politických sazeb ČNB (o 0,25 p.b.). Fed přitom své sazby změnil až ve druhé polovině března. Vývoj úrokového diferenciálu tak zřejmě odrážel diametrálně odlišná očekávání ohledně budoucího vývoje sazeb v obou zemích. Dosavadní průměrný kurz koruny vůči dolaru (20,7 CZK/USD) v prvním čtvrtletí je v souladu s prognózou z 1.SZ.

**Meziroční posílení nominálního efektivního kurzu (NEER) koruny dosáhlo v únoru 8,5 %.** Koruna posilovala vůči všem měnám obsaženým v koši. NEER koruny posílil více než nominální kurz koruny vůči euru hlavně z důvodu dvouciferného procentního posílení koruny vůči SEK, CNY, JPY, RUB a USD. Nejvýraznější bylo únorové meziroční posílení koruny vůči dolaru, které se již blížilo 20 %. Vůči většině ostatních měn v koši pak zaznamenala koruna posílení o více než šest procent. Výjimkou představoval polský zlotý, vůči němuž koruna posílila jen o 3,1 %.

7 K tomu dochází i přes poměrně rychlý aktuální nárůst produkce ropy.

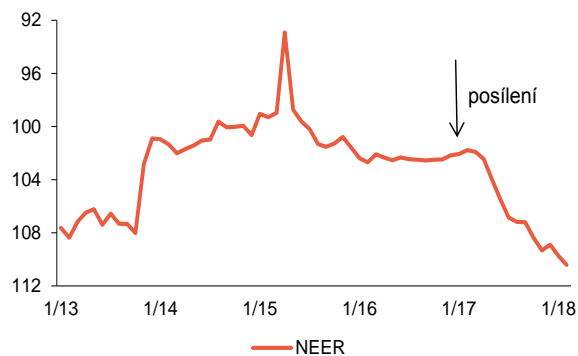
### ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY KORUNY VŮČI EURU A DOLARU

(v p.b.)



### INDEX NOMINÁLNÍHO EFEKTIVNÍHO KURZU KORUNY

(NEER)

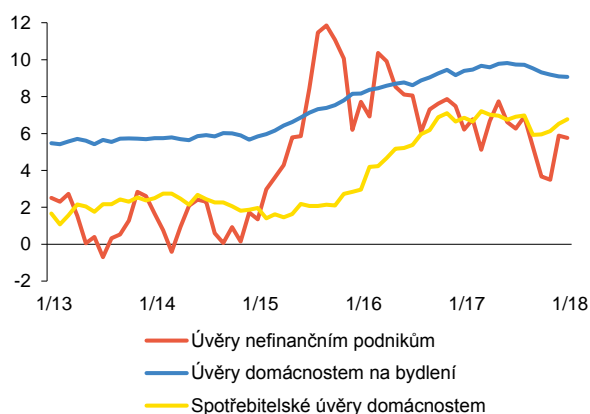


### III.6.3 Úvěry

**Růst úvěrů soukromému sektoru zůstává po nedávném zvolnění v blízkosti 8 %.** Vývoj úvěrů je nadále nejvýrazněji tažen úvěry domácnostem, příspěvek úvěrů nefinančním podnikům je mírnější. Roční míra růstu úvěrů podnikům se po předchozím zpomalení na přelomu loňského a letošního roku mírně zvýšila na 5,8 %, přičemž z hlediska odvětví bylo úvěrování plošnější než v minulosti. V tom se odrážel rychlejší růst úvěrů zpracovatelskému průmyslu, obchodu a stavebnictví, zatímco dynamika úvěrů do oblasti nemovitostí se snížila. Nad rámec toho podniky dle bank využívají vnitřní zdroje financování a existují signály i o zvýšené aktivitě některých podniků (včetně developerů) v oblasti emise dluhopisů, a to i na zahraničních trzích. Objemy úvěrů v cizí měně jsou stále vysoké a nad dlouhodobým průměrem, a to vlivem předchozí zvýšené aktivity vývozních podniků a domácích finančních institucí v oblasti bilančního kurzového zajištění proti kurzovému riziku a standardního cizoměnového financování developerů. Meziroční dynamika cizoměnových úvěrů se však u podniků postupně snížila na cca 15 %, zatímco u finančních institucí v lednu opět vzrostla na 24 %. Současně se zvýšil podíl vývozu podniků zajištěného pro následující rok derivátovými instrumenty na zhruba 40 %, což byla nejvyšší hodnota zaznamenaná za poslední dva roky (Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích).

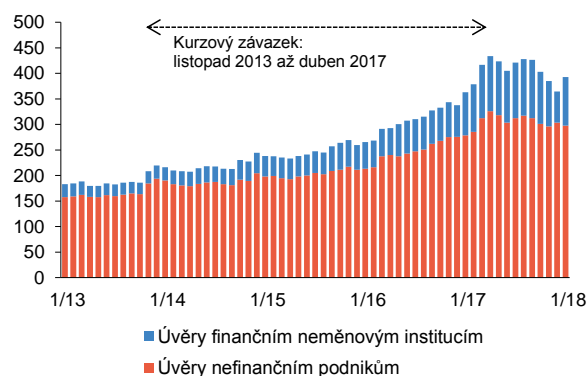
### ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

(roční míry růstu v %)



### ÚVĚRY V CIZÍ MĚNĚ

(v mld. Kč)



**Postupné zpříšňování úvěrových podmínek přispívá k přibrzdění vysoké dynamiky úvěrů domácnostem na bydlení.** Meziroční růst úvěrů na bydlení v lednu setrval na úrovni 9,1 % (u hypoték ve výši 9,5 %). Měsíční objemy nových úvěrů na bydlení se slabě snížily, stále se však nacházejí v podmínkách růstu cen nemovitostí v blízkosti historických maxim. Z lednových výsledků šetření úvěrových podmínek bank vyplývá, že očekávání pokračujícího růstu cen nemovitostí nadále podporuje poptávku po úvěrech na bydlení, současně však dle bank úroveň cen nemovitostí společně s postupně rostoucími úrokovými sazbami a makrobezpečnostními opatřeními ČNB růst poptávky po hypotékách tlumí. Spotřebitelské úvěry pokračují ve stabilním meziročním růstu ve výši 6,8 %. To je v podmínkách zvýšeného optimismu spotřebitelů podporováno předchozím dlouhodobým snižováním úrokových sazeb v tomto segmentu úvěrového trhu.

#### III.6.4 Peníze

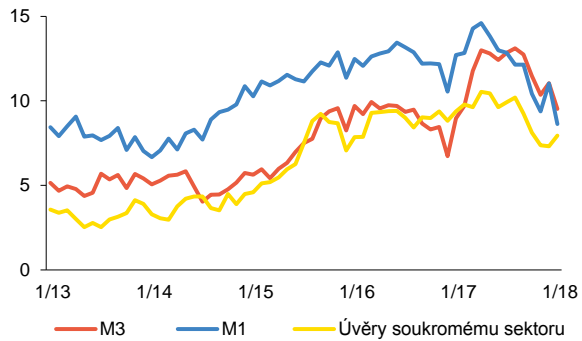
**Růst peněžního agregátu M3 na počátku letošního roku v souladu s prognózou dále zpomalil na 9,5 %.**<sup>8</sup> Pokračuje tak postupná korekce vysoké dynamiky M3 ovlivněné specifickými tržními podmínkami kolem ukončení kurzového závazku. V podmínkách posunu výnosové křivky finančního trhu vzhůru se to v posledním období projevuje ve snižování růstu vysoce likvidních jednodenních vkladů zahrnutých v M1 a vkladů v rámci repo operací. Postupně od loňského jara zpomaluje i růst oběživa v držbě domácností. Naopak mírně vzrostly vklady s dohodnutou splatností. K růstu M3 a celkových vkladů u bank nadále nejvíce přispívají vklady domácností, i když jejich dynamika se v posledním období obdobně jako u nefinančních podniků a finančních investorů snížila. U domácností to bylo při růstu spotřebních výdajů a investic do obydlí doprovázeno zvýšením držby akcií a podílových listů investičních fondů. Růst vkladů domácností se nicméně pohybuje v blízkosti dlouhodobého průměru.

**Z hlediska tvorby peněz se na růstu M3 vedle dynamiky úvěrů podílí i zvýšení čistých zahraničních aktiv, i když v menší míře než v nedávné minulosti.** V jejich struktuře v lednu poklesla krátkodobá korunová pasiva nerezidentů u bank o 54 mld. Kč (při snížení držby dlouhodobých státních dluhopisů nerezidenty), přičemž dosáhla 769 mld. Kč oproti 711 mld. Kč zaznamenaným po dubnovém ukončení kurzového závazku. Celková expozice českých bank vůči nerezidentům tak zůstává vysoká. Nad rámec toho bylo uvedené snížení korunových pasiv více než kompenzováno zvýšením krátkodobých závazků bank vůči nerezidentům v cizí měně (v důsledku operace u jedné banky) a roční míra růstu čistých zahraničních aktiv se tak v lednu snížila.

<sup>8</sup> Podle prognózy z 1. SZ 2018 růst M3 z loňských vysokých hodnot dále zvolní. V 1. čtvrtletí 2018 se předpokládá růst M3 ve výši 8,4 %. V celém letošním a příštím roce se bude vlivem zvyšování úrokových sazeb, zvolnění růstu ekonomické aktivity a pohybu inflace okolo cíle pohybovat v blízkosti 7 %, resp. 8 %.

### PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

(roční míry růstu v %)



### M3 A JEHO PROTIPOLOŽKY

(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech)

