

V Praze dne 21. září 2018
Čj.: 2018/106069/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

6. 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, Jan Syrovátka

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 6.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

6. SITUAČNÍ ZPRÁVA
O HOSPODÁŘSKÉM A MĚNOVÉM VÝVOJI

2018

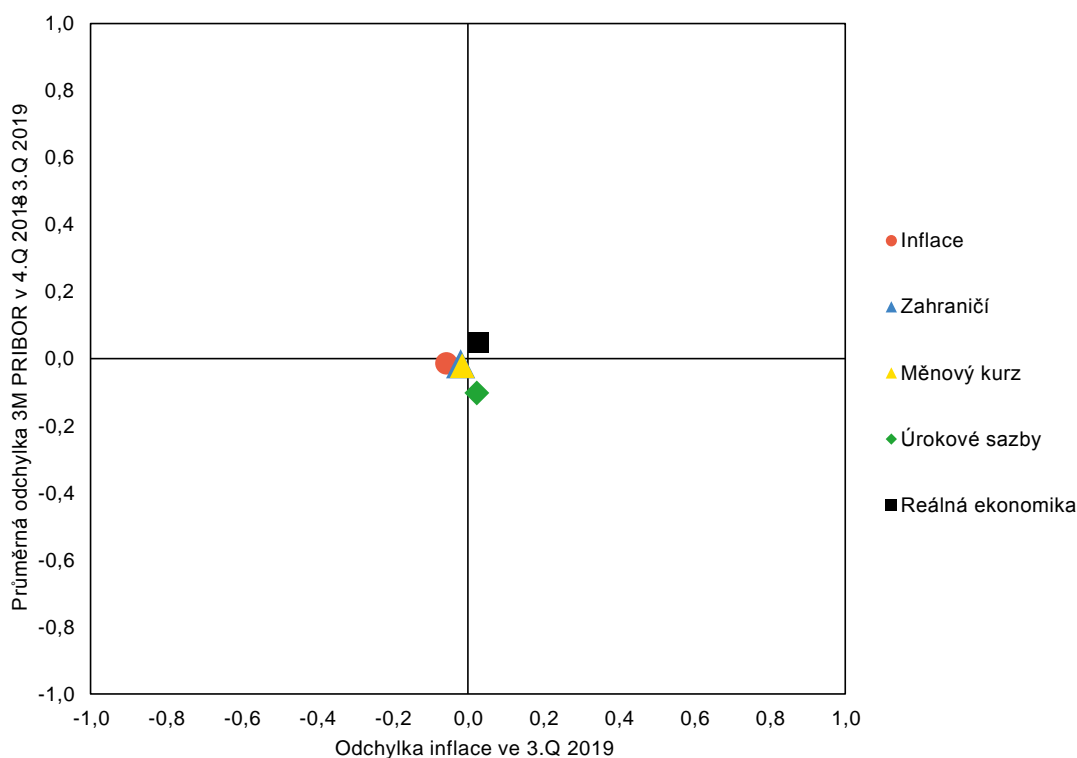
I.	SHRNUTÍ	1
I.1	Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance jejích rizik	1
I.2	Aktualizovaný scénář prognózy z 5.SZ	3
I.3	Nově publikované údaje	4
I.4	Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	5
II.	ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY	7
II.1	Hospodářský vývoj v zahraničí	7
II.2	Zahraniční cenový vývoj	8
II.3	Zahraniční finanční vývoj	10
III.	VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY	12
III.1	Inflace	12
III.1.1	Spotřebitelské ceny	12
III.1.2	Dovozní a produkční ceny	15
III.2	Ekonomická aktivita	16
III.2.1	Výdajová strana ekonomiky	16
III.2.2	Produkční strana ekonomiky	18
BOX 1	Automobilový průmysl	19
III.3	Trh práce	22
III.3.1	Zaměstnanost a nezaměstnanost	22
III.3.2	Mzdy a produktivita	24
III.4	Platební bilance	25
III.4.1	Běžný a kapitálový účet	25
III.4.2	Finanční účet	27
III.5	Fiskální vývoj	28
III.6	Finanční a měnový vývoj	29
III.6.1	Měnová politika a úrokové sazby	29
III.6.2	Měnový kurz	31
III.6.3	Úvěry	32
III.6.4	Peníze	33

I. SHRnutí

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

Sekce měnová hodnotí bilanci rizik prognózy z 5.SZ jako vyrovnanou a jednotlivá rizika jako nevýrazná, a to jak z pohledu budoucí inflace, tak i úrokových sazeb. V aktualizované simulaci působí téměř neutrálně jak lehce přehodnocený výhled zahraničních veličin, tak i nová data z domácí ekonomiky. Zde došlo podle očekávání ke zmírnění dynamiky ekonomické aktivity při pokračujícím vysokém růstu mezd a zvyšování zaměstnanosti. Pozorovaná inflace byla oproti predikci lehce nižší z důvodu výrazného snížení dynamiky cen potravin (v duchu citlivostního scénáře z 5.SZ), které ovšem bylo ve velké míře vyváženo zřetelnějším zrychlením jádrové inflace. Navíc se zvyšuje výhled budoucího růstu regulovaných cen. Měnový kurz v průměru za třetí čtvrtletí posílil nepatrně více, než bylo předpokládáno. Prozatím se tak nenaplní rizika odlišného kurzového vývoje, zachycená též v citlivostním scénáři z 5.SZ. Nad rámec simulace GRIPu přetrvávají nejistoty plynoucí z nárůstu protekcionistických opatření ve světovém obchodě.

GRAF RIZIK INFLAČNÍ PROGNÓZY (GRIP) PRO PROGNÓZU Z 5.SZ



Pozorované zahraniční veličiny spolu s aktualizací jejich výhledu nepředstavují významné riziko prognózy. Aktuální výhled efektivního ukazatele cen výrobců je ve srovnání s 5.SZ pro letošní rok mírně nižší (v průměru na 2,9 %). Pro následující dva roky se výhled nemění, tj. nadále se očekává zvolnění dynamiky výrobních cen pod 2% hranici. V tom se odráží jen zanedbatelné přehodnocení klesajícího výhledu cen ropy při pouze nepatrně slabším kurzu eura vůči USD. Rovněž výhled harmonizovaného indexu spotřebitelských cen se posouvá nepatrně nižší, přičemž nadále se očekává jeho pohyb poblíž cíle ECB. Prognóza zahraniční ekonomické aktivity měřené efektivním HDP eurozóny zůstává takřka nezměněna.

Nadále se očekává pozvolné zpomalení růstu zahraniční ekonomické aktivity na 2 % v příštím a 1,8 % v přespříštím roce. To má v souhrnu v simulaci GRIPu téměř neutrální vyznění.

Inflace po dočasném červencovém zpomalení zrychlila v srpnu na 2,5 % a nacházela se v obou měsících pod prognózou, v srpnu však již jen lehce. V jejím rámci výrazněji oproti predikci zpomalily ceny potravin, a to dokonce více než v citlivostním scénáři 5.SZ. Za tím tradičně kolísavé položky, přičemž pokles cen zemědělských výrobců zhruba v souladu s prognózou naznačuje pro nejbližší období pokračující protiinflační cenové tlaky v této části spotřebního koše. Nižší než očekávaný růst cen potravin však byl ve velké míře kompenzován skokovým zrychlením cen neobchodovatelných statků v rámci jádrové inflace, především cen zahraničních rekreací. Naproti tomu ceny obchodovatelných statků nadále setrvaly v mírném poklesu. Pohonné hmoty i nadále výrazně rostly a jejich příspěvek byl jen zanedbatelně nad prognózou. Naplnilo se předpokládané zrychlení růstu regulovaných cen. Prognóza regulovaných cen na další období se však přehodnocuje proinflačním směrem z důvodu vyšších očekávaných cen energií a tepla. To v simulaci GRIPu téměř kompenzuje o něco nižší pozorovanou inflaci a bod inflace se proto nachází téměř ve středu průsečíku os.

Nová data z domácí reálné ekonomiky znamenají naplňování predikce, přičemž reálný HDP i mzdy v podnikatelské sféře za ní jen nepatrně zaostaly a ostatní ukazatele trhu práce naplnily očekávání. V souladu s prognózou pokračoval solidní růst zaměstnanosti, přičemž obě míry nezaměstnanosti se snížily již jen mírně. Sílicí napětí na trhu práce bylo indikováno pokračujícím nárůstem počtu volných pracovních míst. Mzdový růst zůstal ve druhém čtvrtletí stabilní a v případě tržních odvětví mírně zaostal za prognózou, zatímco nečekaně výrazně zesílil v netržních odvětvích. Trh práce tak i nadále dle očekávání působí výrazně proinflačně. Růst národohospodářské produktivity práce v souladu s prognózou dočasně výrazně zpomalil, a dynamika nominálních jednotkových mzdových nákladů tak zrychlila, i když oproti predikci o něco méně. Mírné proinflační riziko v oblasti mzdového vývoje nad rámec aktualizované simulace představuje zvýšení minimální mzdy od ledna příštího roku.

Meziroční růst reálného HDP ve druhém čtvrtletí v souladu s očekáváním dále zpomalilo, přičemž svou hodnotou 2,4 % ležel jen nepatrně pod prognózou. Tempo ekonomického růstu bylo nadále taženo především pokračujícím výrazným zvyšováním fixních investic a stále solidní dynamikou spotřeby domácností, která jen lehce zaostala za prognózou. Kladný, i když o něco nižší než predikovaný, byl příspěvek spotřeby vlády. Příspěvek změny stavu zásob byl záporný, což prognóza nepředpokládala, bylo to však do značné míry kompenzováno méně záporným příspěvkem čistého vývozu. Měsíční indikátory naznačují pro třetí čtvrtletí pokračování solidního ekonomického růstu, a nesignalizují tak rizika prognózy.

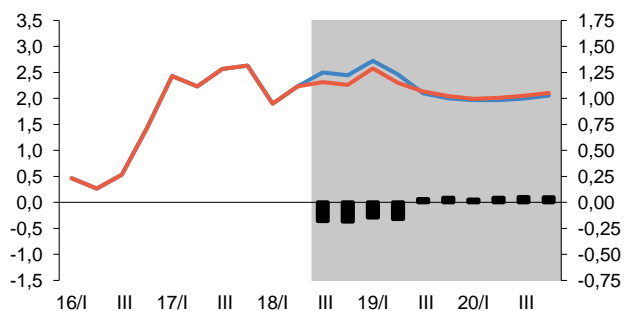
Měnový kurz koruny vůči euru v průběhu třetího čtvrtletí nejprve oslabil, v poslední době však posílil až pod svou hodnotu z počátku čtvrtletí. Jeho dosavadní průměr ve výši 25,7 CZK/EUR je oproti prognóze jen o 0,4 % silnější, což v simulaci GRIPu rovněž představuje nepatrné riziko prognózy. Posilování kurzu pozorované okolo poloviny září je v souladu s prognózovaným posílením kurzu v posledním čtvrtletí letošního roku (na 25,3 CZK/EUR).

Úrokové sazby na peněžním trhu od srpnového zvýšení sazeb ČNB dále vzrostly. Průměrná výše 3M PRIBORu za dosavadní průběh třetího čtvrtletí (1,4 %) je jen mírně pod prognózovanou úrovní. Rovněž sazby FRA se v návaznosti na silná data z domácí ekonomiky a vyjádření několika členů bankovní rady ohledně možného dalšího brzkého zvýšení základních úrokových sazeb posunuly během uplynulých týdnů o 0,4 procentního bodu výše. Trh nyní předpovídá v ročním horizontu plynulý nárůst sazby 3M PRIBOR na hodnoty mírně nad prognózou ČNB.

I.2 AKTUALIZOVANÝ SCÉNÁŘ PROGNOZY Z 5.SZ

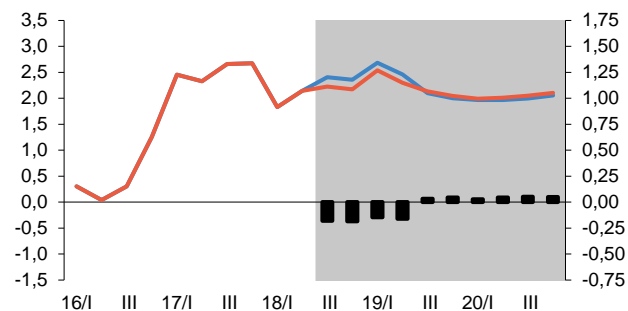
CELKOVÁ INFLACE

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



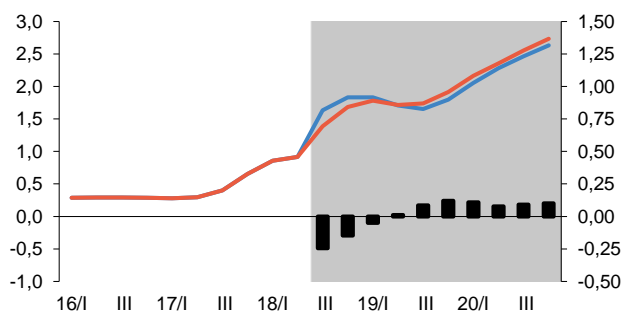
MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

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



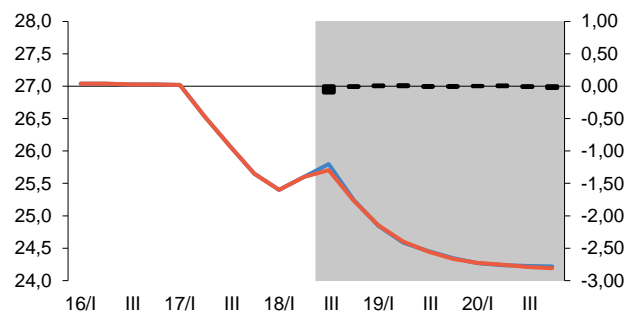
3M PRIBOR

(v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



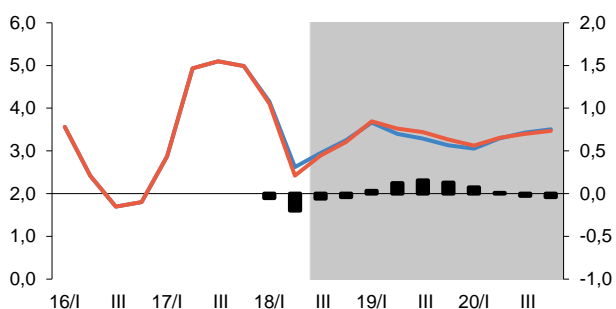
NOMINÁLNÍ KURZ

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



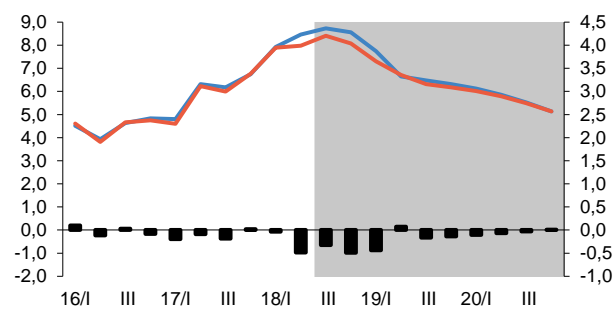
RŮST HDP

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



RŮST MEZD

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



■ Rozdíly — Prognóza z 5.SZ 2018 — Aktualizovaná prognóza

I.3 NOVĚ PUBLIKOVANÉ ÚDAJE

TABULKA ÚDAJŮ PUBLIKOVANÝCH PO ZPRACOVÁNÍ PROGNÓZY Z 5.SZ

		5.SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/18	2,6	2,4
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/18	3,7	3,5
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	II/18	3,4	2,6
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	II/18	7,8	2,4
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	II/18	7,4	7,8
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	II/18	0,2	-1,3
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	II/18	2,6	3,5
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	II/18	5,3	4,4
Vývoz zboží (národní pojetí)	07/18	5,9	12,2
Dovoz zboží (národní pojetí)	07/18	6,0	11,1
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	07/18	-4,0	-4,8
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	II/18	22,0	8,5
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	II/18	-	-13,4
Index spotřebitelských cen	08/18	2,6	2,5
Ceny průmyslových výrobců	08/18	3,0	3,3
Ceny zemědělských výrobců	08/18	-1,9	-2,1
Vývozní ceny	II/18	-1,5	-1,6
Dovozní ceny	II/18	-2,3	-2,4
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	08/18	3,1 (Q)	3,1
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	07/18	.	2,3
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	II/18	2,3	2,3
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	II/18	1,8	1,8
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	II/18	2,1	2,1
ostatní	II/18	0,2	0,1
Průměrná reálná mzda	II/18	6,5	6,2
Průměrná nominální mzda	II/18	8,7	8,6
Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích	II/18	8,5	8,0
Průměrná nominální mzda v netržních odvětvích	II/18	10,0	11,4
Průměrná nominální mzda v průmyslu	07/18	.	9,1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	07/18	.	8,2
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	07/18	6,4 (Q)	5,6
Průmyslová produkce (s.o.)	07/18	.	6,7
Stavební produkce (s.o.)	07/18	.	12,9
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	07/18	.	5,0

(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 nadále ukotvena u 2% cíle, aktuálně se v ročním horizontu přesně shodují se stávající prognózou ČNB. Analytici však očekávají částečně odlišnou skladbu měnových podmínek než současný výhled ČNB, když předpokládají 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 shoduje se stávající prognózou ČNB. Očekávaná inflace v ročním i tříletém horizontu je i nadále ukotvena v blízkosti 2% cíle. To platí i pro očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu.

Oslovení analytici očekávají pozvolnější posilování kurzu ve srovnání se stávající prognózou ČNB, a to při vyšší úrovni úrokových sazeb. Pro zářijové měnové zasedání bankovní rady třináct respondentů oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo zvýšení 2T repo sazby o 0,25 p.b., tři očekávali stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 3 analytici 1,75 %, 3 analytici 2,00 %, 7 analytiků 2,25 %, 3 analytici 2,50 %. Očekávání všech respondentů tak v horizontu jednoho roku leží nad hodnotou ze stávající prognózy ČNB – ta pro 3Q19 předpokládá hodnotu 1,5 %.

SROVNÁNÍ PROGNÓZY ČNB Z 5.SZ S PROGNÓZAMI OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

IOFT - Inflační očekávání finančního trhu (uzávěrka 14.9.), FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts (uzávěrka 10.9.),

EECF - Eastern Europe Consensus Forecasts (uzávěrka 17.9.)

	6/18	7/18	8/18	9/18		6/18	7/18	8/18	9/18
Index spotř. cen v horizontu 1R (%)					Reálný HDP v roce 2018 (%)				
ČNB	2,1				ČNB	3,2			
IOFT	2,1	2,1	2,2	2,1	IOFT	3,4	3,4	3,1	3,1
Podniky	2,0			2,2	EECF	3,4	3,4	3,3	3,2
Index spotř. cen v horizontu 3R (%)					Reálný HDP v roce 2019 (%)				
IOFT	2,0	2,0	2,0	2,0	ČNB	3,4			
Podniky	2,6			2,8	IOFT	3,0	3,0	3,0	2,9
2T repo v horizontu 1R (%)					EECF	3,0	3,0	3,1	3,0
ČNB	1,5				Nominální mzdy v roce 2018 (%)				
IOFT	1,4	1,6	2,0	2,2	ČNB	8,6			
3M PRIBOR v horizontu 1R (%)					IOFT	7,8	7,8	7,9	8,2
ČNB	1,7				EECF	7,6	7,5	7,6	8,1
EECF	1,5	1,6	2,1	2,2	Nominální mzdy v roce 2019 (%)				
Kurz CZK/EUR v aktuálním čtvrtletí					ČNB	6,8			
ČNB	25,8				IOFT	5,6	5,7	5,8	6,3
FECF	25,6	25,8	25,8	25,7	EECF	6,0	5,9	6,1	6,5
Kurz CZK/EUR v horizontu 1R									
ČNB	24,5								
IOFT	24,6	24,8	24,9	24,8					
FECF	24,8	25,0	25,1	25,1					

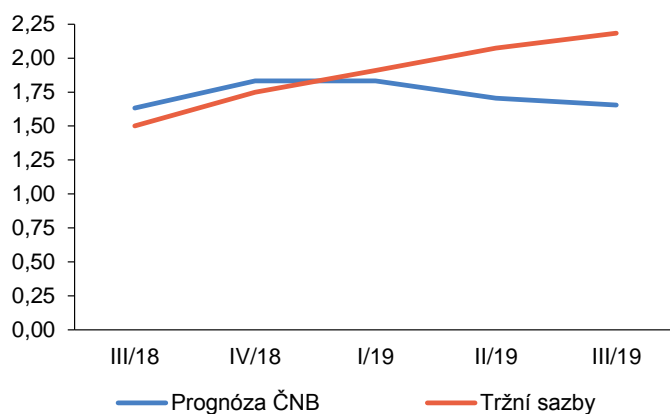
Aktuální výhledy ohledně HDP a mezd se nacházejí mírně pod prognózou ČNB. Analytiky odhadované tempo růstu HDP pro roky 2018–2019 dosahuje cca 3 %. Současné zpomalování domácí ekonomiky podle nich do značné míry souvisí s nedostatkem pracovní síly a dalšími kapacitními omezeními. Produktivita práce, jejíž zvyšování je pro pokračující udržitelný ekonomický růst nezbytný, vykazuje navzdory silné investiční aktivitě v soukromém sektoru relativně nízkou dynamiku. Analytici předpokládají, že růst HDP se bude nadále opírat především o spotřebu domácností a investiční aktivitu firem. Významným prorůstovým

impulzem by pro českou ekonomiku mohlo být opětovné zrychlení hospodářského růstu v Německu, opačným směrem budou podle analytiků působit zpřísňující se domácí měnové podmínky, a to jak v kurzové, tak úrokové složce. I přes zpomalení ekonomického růstu napětí na českém pracovním trhu stále trvá a poptávka po pracovní síle nepolevuje. Výsledkem je silný tlak na růst mezd v soukromém i veřejném sektoru. V letošním roce se tak dynamika nominálních mezd podle respondentů ještě zvýší, zpomalení se očekává až v příštím roce – až o 2 procentní body.

Výhled sazeb FRA implikuje v ročním horizontu nárůst sazby 3M PRIBOR nad úroveň ze stávající prognózy ČNB. S tou je konzistentní zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku a následně jejich přibližná stabilita (a posléze od konce roku 2019 obnovení jejich růstu směrem k politicky neutrální úrovni). Tržní výhled implikuje oproti prognóze centrální banky plynulejší nárůst úrokové sazby 3M PRIBOR v příštím roce.

SROVNÁNÍ TRŽNÍCH SAZEB S PROGNÓZOU ČNB

(v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/18 3M PRIBOR, pro IV/18 až III/19 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 19. 9. 2018.

II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY¹

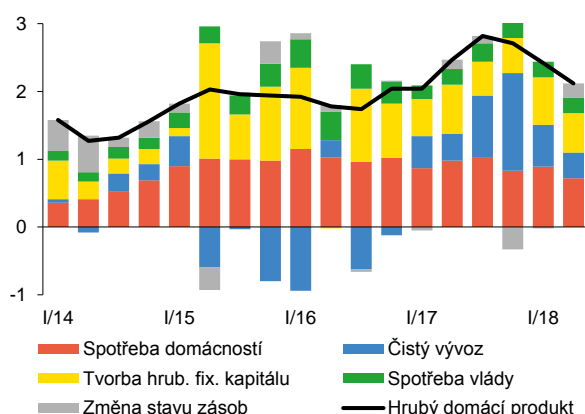
Změny výhledů zahraničních veličin jsou pouze zanedbatelné. Výhled tempa růstu zahraniční ekonomické aktivity, výrobních cen i ceny ropy Brent se oproti prognóze z 5.SZ posouvá v letošním roce nepatrně níže, pro následující dva roky se nemění. Kurz eura vůči americkému dolaru je na celém horizontu prognózy očekáván mírně slabší. V letošním a příštím roce se předpokládá lehce nižší výhled růstu spotřebitelských cen v eurozóně. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR i stínových sazeb 3M EURIBOR je od poloviny roku 2019 nepatrně vyšší oproti předpokladům z 5.SZ.

II.1 HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ V ZAHRANIČÍ

Ekonomika eurozóny ve druhém čtvrtletí pokračovala v solidním růstu, jehož tempo ale bylo oproti loňskému roku výrazně nižší. V meziročním vyjádření růst zpomalil o 0,3 p.b. na 2,1 %. Ekonomický růst byl tažen i nadále domácí poptávkou, u níž ale poklesl příspěvek spotřeby domácností. Poklesl také příspěvek čistého vývozu vlivem pomalejšího růstu vývozu zboží a služeb. Z velkých zemí měnové unie nepatrně zpomalila dynamika růstu v Německu (na 1,9 %), zatímco růst ve Francii a Itálii zpomalil výrazněji (na 1,7 %, resp. 1,2 %). Slovenská ekonomika nadále zrychlovala až na hodnotu 3,9 %.

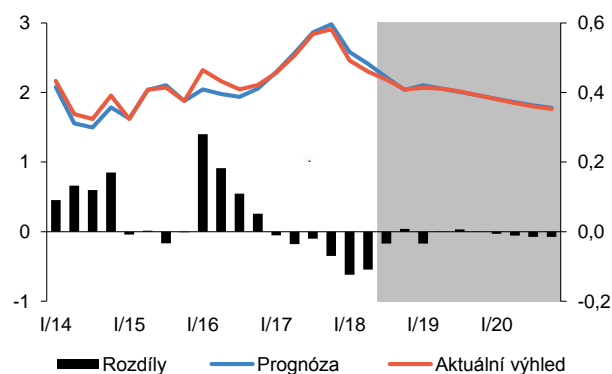
STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

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



VÝHLED EFEKTIVNÍHO HDP EUROZÓNÝ

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



Údaje za třetí čtvrtletí signalizují pokračování růstu v eurozóně při jeho pomalejší dynamice. Předstihové ukazatele navázaly na klesající trend započatý na začátku roku, což odráželo především obavy z vývoje v globálním obchodě; hodnoty všech sledovaných ukazatelů nicméně ukazují na pokračování hospodářské expanze. Například všechny složky PMI ve zpracovatelském průmyslu se pohybují v kladném pásmu, složka odrážející růst nových objednávek však dosáhla dvouletého minima. Její pokles byl dán snížením poptávky po vývozech, nárůstem rizikové averze v globálním obchodě i silnějším kurzem eura. Zpomalení dynamiky výroby by nicméně mohlo snížit inflační tlaky pramenící z nedostatku výrobních kapacit v některých ekonomikách. Z koincidenčních ukazatelů zaznamenala v červenci pokles jak průmyslová

¹ Aktuální předpověď zahraničního vývoje je založena na průzkumu Consensus Forecasts z 10. září 2018 (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR), EIU a tržních výhledech ceny ropy Brent a 3M EURIBOR ke stejnému datu.

produkce (meziměsíčně o 0,8 %), tak tržby v maloobchodě (o 0,2 %). Vývoj na trhu práce zůstává příznivý. Míra nezaměstnanosti v červenci stagnovala na 8,2 % a meziroční růst mezd ve druhém čtvrtletí zrychlil o 0,1 p.b. na 1,9 %. Na růst spotřeby domácností nicméně působí negativně vyšší ceny energií, které snižují reálný disponibilní příjem.

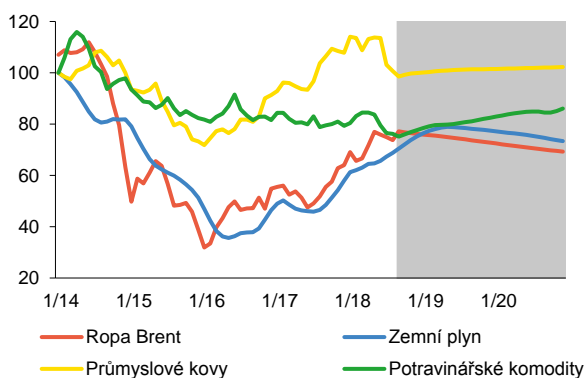
Na horizontu prognózy se očekává zvolnění dynamiky zahraniční ekonomické aktivity v efektivním vyjádření. Pro rok 2018 se předpokládá průměrné tempo růstu ve výši 2,2 %, což představuje snížení výhledu efektivního ukazatele HDP eurozóny oproti předpokladům prognózy z 5.SZ o 0,1 procentního bodu. V tom se odráží především méně pozitivní data pozorovaná v první polovině letošního roku. Pro rok 2019 a 2020 se prognóza nemění, tj. předpokládané tempo růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně by mělo dosáhnout v průměru 2 %, resp. 1,8 %. Rizika směrem dolů pro budoucí růst i nadále představuje eskalace obchodních sporů (nárůst protekcionistických opatření) USA nejen s eurozónou, ale i s Čínou a dalšími partnery, brexit, a také zhoršující se ekonomický vývoj v rozvíjejících se zemích.

II.2 ZAHRANIČNÍ CENOVÝ VÝVOJ

Cena ropy Brent ve druhé polovině srpna vzrostla o téměř 10 % až nad 75 USD/barel, kde setrvávala i v první polovině září. Kromě oslabení kurzu USD/EUR bylo důvodem uvedeného růstu cen ropy i zmírnění obav z oslabení poptávky po ropě v důsledku obchodních sporů mezi USA a Čínou. Aktuálně je vnímán nedostatek dodávek ropy, což signalizuje i tržní křivka futures kontraktů, která je od září opět klesající i na svém kratším konci. Íránský vývoz ropy již vykazuje pokles, neboť některé země s předstihem omezují nákup íránské ropy v obavách ze sankcí USA, které vstoupí v platnost v listopadu. Rovněž pokračuje rychlý pokles těžby ropy ve Venezuele. Rusko a Saudská Arábie naproti tomu zatím zvyšují těžbu jen opatrně a také výhledy těžby v USA byly přehodnoceny směrem k nižšímu růstu. Pro zbytek letošního roku implikuje cenu ropy Brent cca 77 USD/barel a její pokles na průměrných 74,5 resp. 71 USD/barel v následujících dvou letech. Podobnou cenu pro rok 2019 očekává i EIA, nepatrně níže je předpověď zářijového CF. Oproti prognóze z 5.SZ se výhled cen ropy Brent prakticky nezměnil.

CENA ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

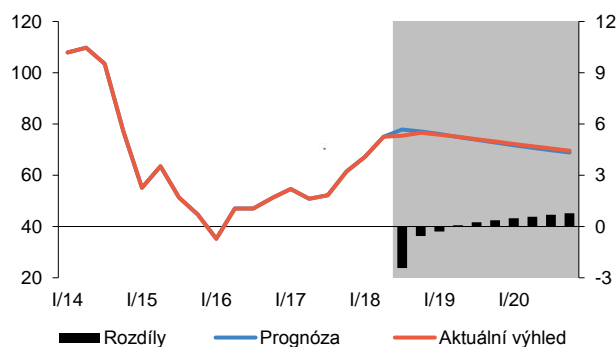
(ropa v USD/barel, ostatní komodity index, leden 2013 = 100)



Pozn.: Zemní plyn – průměrná cena v Evropě

VÝHLED CENY ROPY BRENT

(v USD/barel, rozdíly - pravá osa)



Index cen průmyslových kovů klesá již od poloviny června, kdy se značně zhoršil sentiment na trhu v důsledku vyostření obchodních sporů mezi USA a Čínou. Ceny kovů jsou pod tlakem i kvůli slábnoucímu výhledu globálního zpracovatelského průmyslu. Index cen potravinářských komodit se propadl

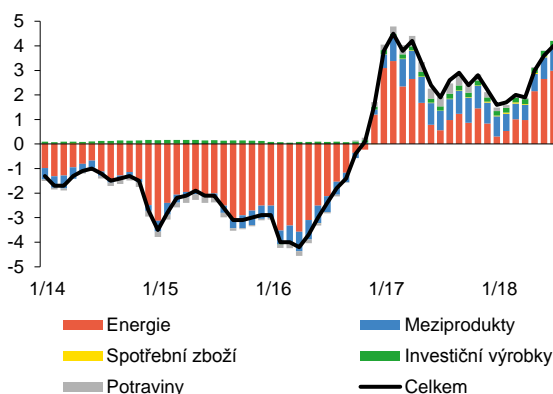
na další mnohaleté minimum, zejména kvůli dalšímu poklesu cen sóji, cukru a kávy. Výhled je však u většiny složek rostoucí. Zejména cena pšenice by měla pokračovat v trendovém růstu, trvajícím od začátku letošního roku, když očekávané zásoby po příští sklizni by dle USDA měly být 5 % pod letošní rekordní hodnotou.

Tempo růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně od května zrychlovalo zejména vlivem postupného zvyšování příspěvku cen energií. Efekt silného eura vůči americkému dolaru ze začátku roku, který v eurozóně do značné míry vyvažoval meziroční růst ceny ropy Brent, během léta postupně vyprchal a srpnové oslabení eura naopak růst ceny ropy v eurozóně zesílilo. Po červencovém růstu cen průmyslových výrobců o 4 %, kdy příspěvek cen energií činil výrazné 3 p.b., lze očekávat jejich další zrychlení vlivem vyšších cen energií i v srpnu. Naproti tomu ceny průmyslových výrobců bez cen energií v červenci pouze mírně zrychlily svou meziroční dynamiku na 1,7 %. V Německu a zejména na Slovensku růst cen průmyslových výrobců zrychlil na 3,1 %, resp. 6,9 %.

Výhled efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (PPI) v eurozóně předpokládá v letošním roce jeho růst o 2,9 %, což je o 0,3 procentního bodu méně ve srovnání s prognózou z 5.SZ.² Pro rok 2019 se výhled oproti minulé prognóze v průměru nemění, tj. zůstává na 1,8 %. Nižší růst výrobních cen v letošním roce zohledňuje aktuální data spolu s lehce pozvolnějším růstem ekonomické aktivity v eurozóně a nižší cenou ropy ve třetím čtvrtletí roku. Lehké přehodnocení výhledu v roce 2020 směrem nahoru, kdy se předpokládá růst výrobních cen rovněž 1,8% tempem, zřejmě odráží zejména vliv slabšího kurzu eura vůči americkému dolaru na konci horizontu prognózy.

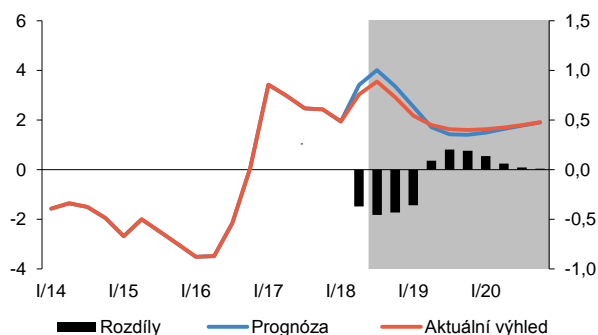
CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

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



VÝHLED EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNY

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



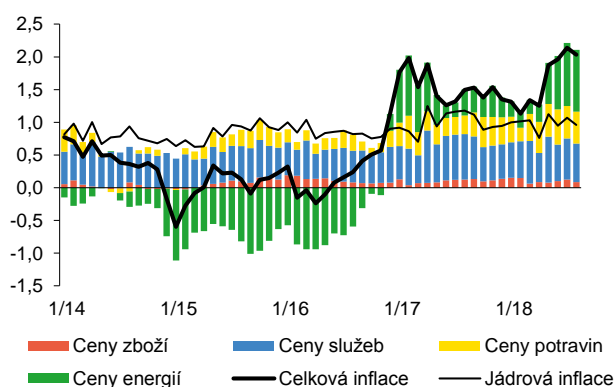
Spotřebitelská inflace v eurozóně v srpnu mírně zpomalila na 2,0 %, a to zejména vlivem nižšího příspěvku cen energií. Ceny energií nicméně nadále zůstávají dominantním faktorem pozorovaného růstu spotřebitelských cen v eurozóně. Příspěvek cen služeb a cen potravin k celkové inflaci byl řádově nižší. Jádrová inflace se přitom nadále nachází na nízké úrovni poblíž 1 %. Inflace (HICP) v Německu mírně poklesla na 1,9 %.

² Předpověď růstu efektivního ukazatele PPI v eurozóně zůstává pro letošní rok oproti zářijové prognóze CF+EIU expertně zvýšena z důvodu nedostatečného zohlednění vysoké úrovně ceny ropy Brent a slabšího kurzu eura vůči americkému dolaru. Rozsah expertní úpravy nad rámec předpovědí CF+EIU se však oproti stávající prognóze pro letošní rok snížil z 0,8 procentního bodu na 0,3 procentního bodu.

Výhled efektivní inflace spotřebitelských cen (HICP) v eurozóně se pro letošní a příští rok posouvá oproti prognóze nepatrně níže. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně by se tak měly v letošním a příštím roce meziročně zvýšit v průměru o 1,8 %. V roce 2019 se stejně jako v prognóze z 5.SZ předpokládá meziroční růst efektivního ukazatele spotřebitelských cen v průměru o 1,9 %. Po odeznění vysokého příspěvku cen energií by přitom k růstu cen v následujících dvou letech měly přispívat zejména sílící domácí fundamentální cenové tlaky odrážející vyšší míru využití kapacit v podmínkách napjatějšího trhu práce (zejména v Německu), což by se mělo na horizontu prognózy promítnout ve vyšší dynamice mezd.

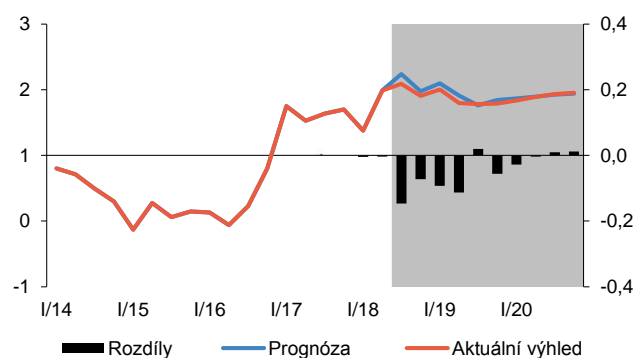
INFLACE V EUROZÓNĚ

(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

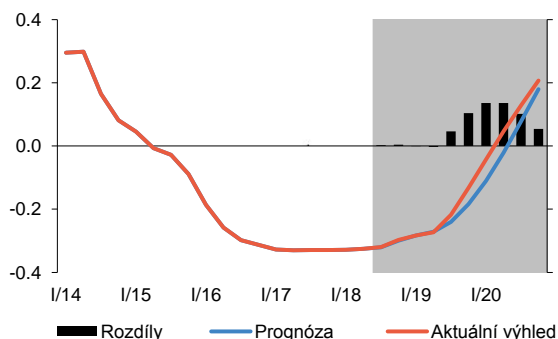
Aktuální výhled budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR oproti prognóze předpokládá mírně rychlejší návrat do kladných hodnot. Výhled sazeb se do konce roku 2018 nezměnil, ale v roce 2019 by podle aktuálního tržního výhledu měla sazba růst rychleji a nulové hranice dosáhnout ve druhém čtvrtletí 2020. Pro roky 2019 a 2020 se očekává průměrná hodnota 3M EURIBOR na úrovni -0,2 %, respektive 0,1 %. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků v rámci CF, kteří v horizontu 3 a 12 měsíců očekávají 3M EURIBOR na úrovni -0,3 %, resp. -0,2 %. Zářijové zasedání ECB nepřineslo změnu v nastavení měnové politiky ani v závazku držet úrokové sazby na stávající úrovni přinejmenším „do švestek“³ roku 2019. Program nákupu aktiv bude ukončen v prosinci 2018, přičemž od začátku roku 2019 budou pokračovat reinvestice maturujících aktiv. Byla také oznámena vybraná nezajištěná O/N sazba, která nahradí sazbu EONIA. Pracovní skupina doporučila eurovou krátkodobou sazbu (ESTER), kterou začne ECB publikovat od října 2019.

Trajektorie stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR, aproximující rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, se změnila úměrně posunu výhledu tržních úrokových sazeb. Stejně jako v minulé prognóze se předpokládá v souladu s rozhodnutím Rady guvernérů ECB ze dne 14. června nákupy aktiv do září letošního roku v objemu 30 mld. EUR měsíčně a následně 15 mld. EUR měsíčně do konce letošního roku, kdy by měl být program ukončen. Nekonvenční složka stínových sazeb se tedy nemění.

³ Anglická formulace „at least through the summer of 2019“ nadále vyvolává interpretační pochyby a momentálně je v českém překladu prohlášení ECB interpretována jako „nejméně do léta 2019“.

TRŽNÍ SAZBY 3M EURIBOR

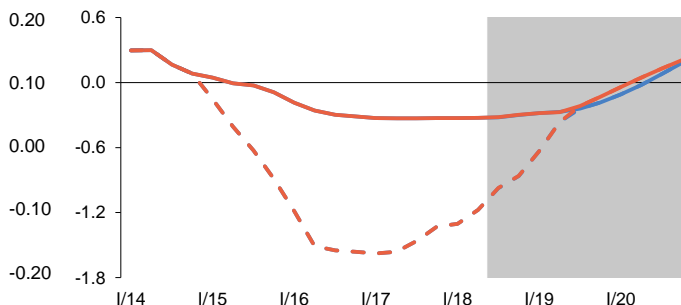
(v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



■ Rozdíly — Prognóza — Aktuální výhled

TRŽNÍ A STÍNOVÉ SAZBY 3M EURIBOR

(v %)

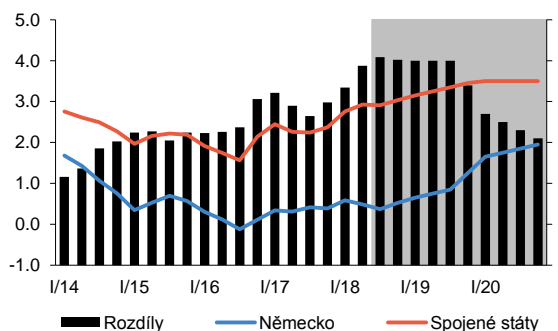


— 3M EURIBOR - prognóza — 3M EURIBOR - aktuální výhled
- - - Stínové sazby - prognóza - - - Stínové sazby - aktuální výhled

Rozdíl mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a v Německu bude v horizontu jednoho roku stabilní na úrovni 2,5 p.b. Výnosy amerických i německých vládních dluhopisů vzrostly zejména vlivem vyšší averze k riziku, kdy se na finančních trzích odrážely obavy z obchodních válek a finančních krizí v některých rozvíjejících se ekonomikách. Na svém srpnovém zasedání Fed ponechal svou měnovou politiku beze změny, ale zvýšení pásma sazeb se očekává již na zasedání 26. září. Řada vyjádření představitelů americké centrální banky pak naznačuje, že období postupného utahování měnové politiky může být dále prodlouženo, při pozitivním vývoji domácí ekonomiky. Meziroční růst HDP v USA ve druhém čtvrtletí roku 2018 dosáhl 4,2 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), nejvíce od třetího čtvrtletí 2014. Patrný je i posun nahoru v meziroční dynamice mezd. Jádřová inflace se pohybuje poblíž cíle Fedu.

VÝNOSY VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ (10R)

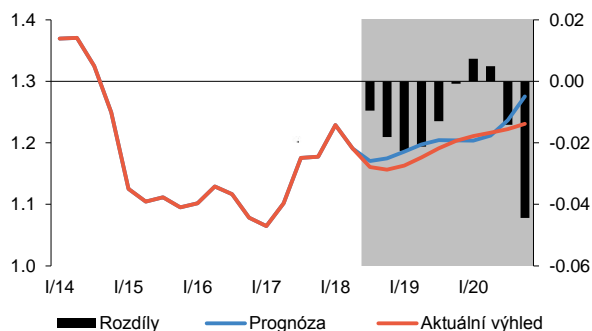
(v %, rozdíly v p.b. – pravá osa)



■ Rozdíly — Německo — Spojené státy

KURZ USD/EUR

(rozdíly – pravá osa)



■ Rozdíly — Prognóza — Aktuální výhled

Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru podle zářijového CF se v horizontu jednoho roku posouvá k mírně slabším hodnotám eura. Od začátku července se kurz pohyboval v pásmu 1,15 až 1,17 USD/EUR s výjimkou první dekády v srpnu, kdy euro krátkodobě oslabilo vlivem obav z možného dopadu krize v Turecku na bankovní sektor v eurozóně. Euro by mělo začít opět posilovat dle aktuálního výhledu až za rok, přičemž v závěru roku 2020 dosáhne kurzu 1,23 USD/EUR. Posun výhledu ke slabším hodnotám odráží zejména aktuální zpomalení růstu ekonomické aktivity v eurozóně a návazné revize očekávání směrem dolů. Proti výraznějšímu posílení kurzu eura vůči americkému dolaru bude působit další zpříšňování měnové politiky Fedu. Vyšší americké sazby a nejistota ohledně další eskalace mezinárodních obchodních sporů zároveň přispívají k přesunům aktiv z rozvíjejících se ekonomik a utahení globálních finančních podmínek. Obchodní spor mezi USA a Čínou se dále vyostřil, když prezident Trump ohlásil zavedení 10% cel na dovoz čínského zboží v hodnotě 200 mld. USD s platností od konce září. Čína na tento krok reagovala zavedením cel v maximální výši 10 % na dovoz z USA v objemu 60 mld. USD.

III. VÝVOJ DOMÁČÍ EKONOMIKY

III.1 INFLACE

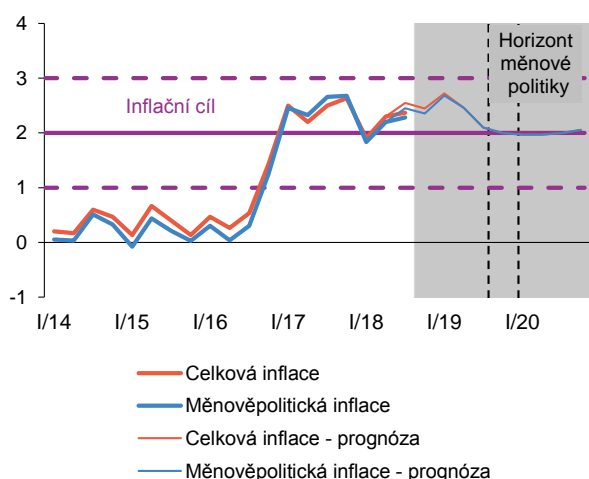
Meziroční inflace v červenci nejprve zvolnila, následně se v srpnu opět zvýšila. V obou měsících byl přítom skutečný růst cen pod prognózou z 5.SZ, v srpnu ovšem jen lehce. Výrazně nižší oproti prognóze byl růst cen potravin, jejichž dynamika v červenci prudce zvolnila vlivem propadu cen zeleniny při utlumeném růstu cen dalších položek. Naopak jádrová inflace byla nad predikcí, zejména vlivem skokového zvýšení cen rekreací. Ceny pohonných hmot si udržely vysokou dynamiku a nacházely se jen nepatrně pod prognózou. Regulované ceny v souladu s prognózou dále postupně zrychlovaly, ovšem jejich výhled se zvyšuje v souvislosti s promítáním vyšších velkoobchodních cen energií do spotřebitelských cen. Růst dovozních cen byl zhruba v souladu s prognózou, růst cen průmyslových výrobců byl oproti prognóze jen mírně vyšší, naproti tomu pokles cen zemědělských výrobců lehce hlubší.

III.1.1 Spotřebitelské ceny

Spotřebitelská inflace nejprve v červenci zvolnila, poté v srpnu naopak zrychlila zpět na úroveň 2,5 %. V obou měsících přítom byla celková inflace pod prognózou z 5.SZ, a to v červenci o 0,2 p.b. resp. v srpnu jen o 0,1 p.b. Ve struktuře spotřebitelských cen došlo k výraznému zpomalení růstu cen potravin, což bylo dáno zejména značným propadem cen zeleniny, ke kterému se přidalo snížení dynamiky a následný pokles cen masa, cukru a pečiva.⁴ Jádrová inflace byla naopak ve srovnání s minulou prognózou vyšší zejména vlivem červencového výrazného zrychlení cen rekreací, ke kterému se v srpnu přidalo zvýšení dynamiky imputovaného i čistého tržního nájemného. Růst regulovaných cen v souladu s prognózou dále pozvolně zrychloval. Dynamika cen pohonných hmot setrvala nad 12 %.

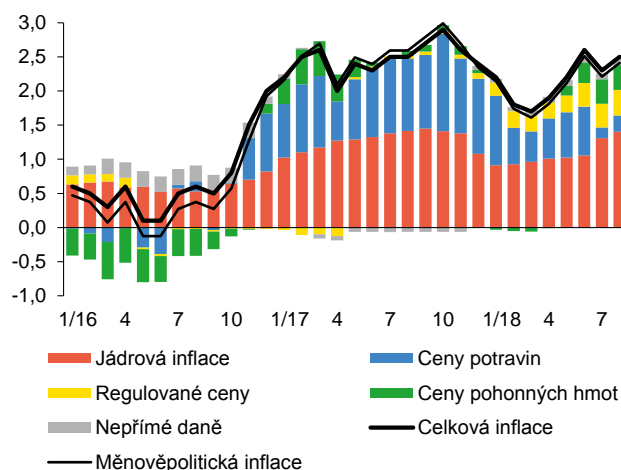
CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziroční změny v %)



STRUKTURA INFLACE

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



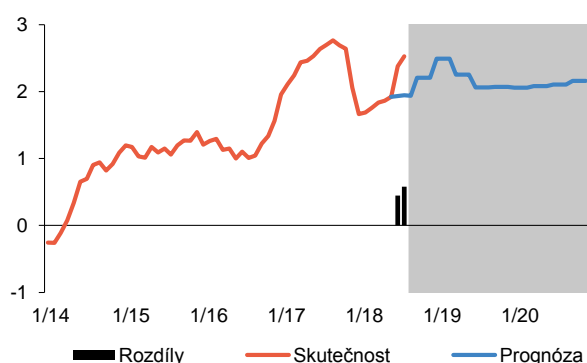
Jádrová inflace se v červenci prudce zvýšila, v srpnu pak došlo k jejímu dalšímu mírnému zrychlení. V obou měsících tak byla jádrová inflace vyšší oproti prognóze, která očekávala zhruba její stabilitu. V rámci

⁴ Tato rizika prognózy cen potravin byla v 5.SZ do značné míry popsána citlivostním scénářem nižší inflace, který ovšem nepředpokládal zvýšení jádrové inflace působící v opačném směru.

jádrové inflace přitom zrychlovaly ceny neobchodovatelných statků, zatímco ceny obchodovatelných statků nadále setrvaly v mírném poklesu. Na červencovém zvýšení jádrové inflace se přitom podílely takřka výhradně ceny rekreací, jejichž meziměsíční nárůst byl oproti obvyklému očekávanému sezónnímu výkyvu dvojnásobný.⁵ Za srpnovým dalším zrychlením jádrové inflace pak stál především vyšší růst imputovaného nájemného (o 4 %) spolu se zrychlením dynamiky tržního nájemného z bytu (na 3,5 %).⁶ Na druhé straně přetrvávající nepatrný pokles cen obchodovatelných položek v rámci jádrové inflace je dán meziročním posílením měnového kurzu, který působí ve směru nižších cen dováženého průmyslového spotřebního zboží, zejména elektroniky. Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace dosáhl v srpnu 2,6 %. Riziko prognózy jádrové inflace představuje výkyv u cen rekreací, u něhož nelze přesně posoudit, do jaké míry odezní s koncem hlavní turistické sezóny, když fundamentálně existují důvody pro zvyšování cen ve vazbě na silnou spotřebitelskou poptávku a dynamický růst mezd.

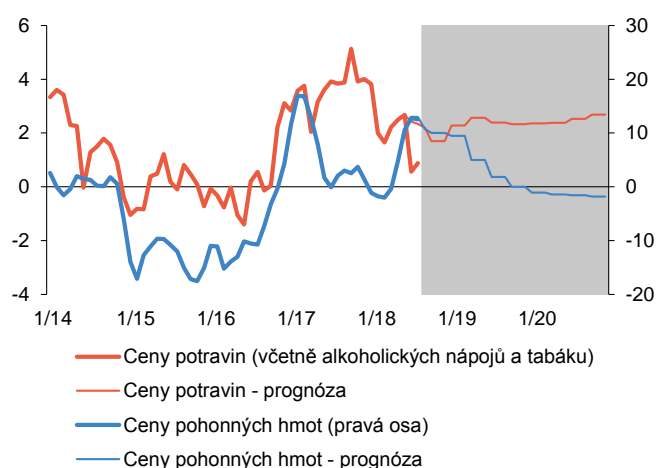
JÁDROVÁ INFLACE

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b.)



CENY POTRAVIN A POHONNÝCH HMOT

(meziroční změny v %)



Růst cen potravin, který ve druhém čtvrtletí postupně zrychloval, se v červenci prudce propadl o více než 2 p.b. Publikovaný růst byl tak výrazně pod základním scénářem prognózy a byl dokonce ještě nižší, než v alternativním scénáři z 5.SZ, který již zohledňoval pokles cen potravin z měsíčního šetření publikovaného po uzavření základního scénáře prognózy. Prudké výkyvy dynamiky cen potravin byly do značné míry způsobeny cenami zeleniny, které se ve druhém čtvrtletí rychle zvyšovaly a v červenci pak prudce poklesly. Současně docházelo u ostatních hlavních skupin cen potravin k postupnému zvolňování jejich růstu až do záporných hodnot v návaznosti na klesající ceny zemědělských výrobců. To se projevilo zejména u masa, pekárenských výrobků a cukru. Zpomalující růst byl patrný i u alkoholických nápojů, naproti tomu tabákové výrobky si udržovaly svoji dynamiku na úrovni předchozího čtvrtletí. Indikátory vývoje cen potravin za září signalizují jejich stabilitu, přičemž výrazné zvýšení cen zeleniny je vyváženo poklesem cen ovoce, cukru a pečiva. To naznačuje částečnou korekci již pozorované protiinflační odchylky u cen potravin.

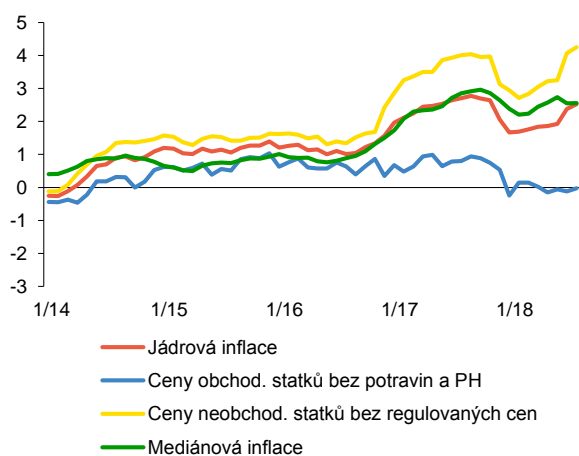
⁵ Podle vyjádření představitelů ČSÚ došlo vlivem vysoké spotřebitelské poptávky po dovolených k vyprodání nasmulované nabídky cestovních kanceláří a v probíhající sezóně tak z nabídky zmizely zlevněné last-minute zájezdy. Zahnutí těchto zájezdů do výběrového vzorku působilo v minulých letech ve směru nižšího růstu cen dovolených.

⁶ Zvýšení růstu imputovaného nájemného v srpnu na 4 % není nijak dramatické a znamená návrat na hodnoty z počátku letošního roku. Nutno si rovněž uvědomit, že ČSÚ má informace o cenách nových bytů, které vstupují do subindexu imputovaného nájemného, k dispozici se zpožděním a pro aktuální měsíc musí tuto hodnotu extrapolovat na základě trendů minulých měsíců.

Meziroční dynamika cen pohonných hmot byla nadále vysoká, v červenci i srpnu se udržela nad 12 %. Stávající prognóza tento vývoj zhruba očekávala, pro oba měsíce předpokládala jen nepatrně vyšší hodnoty. Uvedený vývoj cen pohonných hmot na čerpacích stanicích je dán rychlým růstem cen ropy na světových trzích spolu se slabší úrovní měnového kurzu. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump se nárůst cen benzínu a nafty v průběhu letních měsíců zastavil, v prvním týdnu září se pak cena pohonných hmot jen nepatrně zvýšila v porovnání se srpnem. Vzhledem k mírně vyšším cenám benzínů v aktuálních tržních výhledech představuje budoucí vývoj cen pohonných hmot mírné proinflační riziko stávající prognózy.

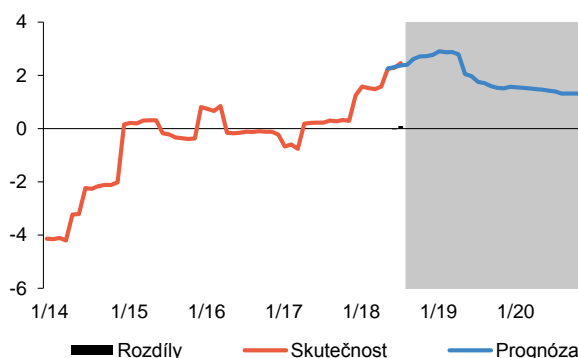
JÁDROVÁ A MEDIÁNOVÁ INFLACE

(meziroční změny v %)



REGULOVANÉ CENY

(meziroční změny v %, rozdíly v p.b.)



Růst regulovaných cen dále pozvolna zrychloval až na srpnových 2,5 %, což bylo v souladu s prognózou z 5.SZ. V rámci jednotlivých složek regulovaných cen došlo pouze k drobným odchylkám. Ceny plynu v souladu s očekáváním prognózy zůstaly nadále v mírném meziročním poklesu. Naplnil se předpoklad o růstu cen elektřiny, který po červnovém prudkém zvýšení v červenci i srpnu dále pozvolna zrychloval. Pokračující rychlý růst cen energetických surovin se však zřejmě bude postupně promítat i do spotřebitelských cen a bude působit zejména na vyšší ceny tepla a plynu pro domácnosti. Proto se výhled regulovaných cen zvyšuje, přičemž na počátku příštího roku by jejich růst měl dosáhnout až k úrovni 3,5 %.

Poslanecká sněmovna aktuálně projednává změny nepřímých daní pro příští rok, které prozatím nejsou zahrnuty do prognózy. Jde jednak o vládní novelu zákona o 3. a 4. fázi elektronické evidenci tržeb, která současně navrhuje přesun některých služeb (vodné, stočné, stravovací služby včetně točeného piva, domácí pečovatelské služby) z první snížené sazby DPH do druhé snížené sazby. Zároveň přesunuje další služby (úklidové práce, drobné opravy, kadeřnické služby) ze základní sazby DPH do druhé snížené sazby. Dále je projednáván poslanecký návrh zákona o dani z přidané hodnoty, obsahující přesun pozemní pravidelné hromadné dopravy cestujících z první snížené sazby daně do druhé snížené sazby. Souhrnný primární dopad uvedených změn do celkové inflace by činil 0,37 p.b., když zhruba třetina by se realizovala v regulovaných cenách a zbytek v jádrové inflaci. Předpokládáme však, že u některých položek (opravy, kadeřnické služby) nebude navrhovaná úprava sazby DPH promítnuta do cen plně. Schválení a načasování uvedených změn je navíc spojeno s vysokou mírou nejistoty.

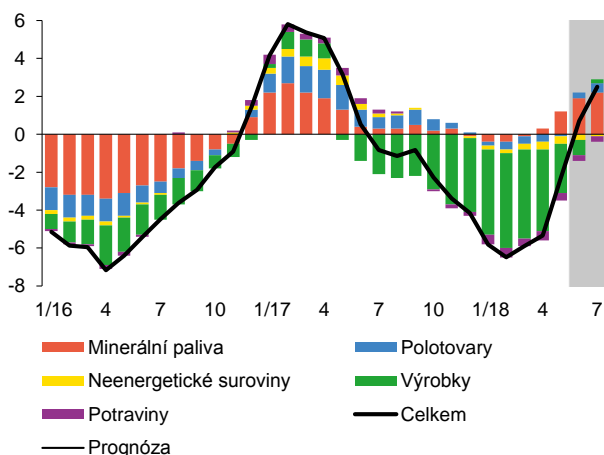
III.1.2 Dovošní a produkční ceny

Hluboký pokles dovozních cen z počátku roku se rychle zmírňoval, v červnu a červenci pak v souladu s prognózou tyto ceny přešly do meziročního růstu. K jejich červencovému zvýšení o 2,5 % přispíval zejména růst cen minerálních paliv, do jejichž dynamiky se promítalo zvýšení cen ropy na světových trzích a výrazné zmírnění meziroční apreciacie měnového kurzu. V návaznosti na tyto faktory se postupně zvyšoval i růst cen dovážených chemikálií. Nedávné oslabení měnového kurzu se promítalo i do vyšší dynamiky cen polotovarů, zároveň v červenci téměř odezněl předchozí pokles cen strojů a dopravních prostředků. Rizika prognózy dovozních cen hodnotíme jako vyrovnaná, když nižší ceny zahraničních výrobců v aktuálních výhledech jsou doprovázeny oproti prognóze slabším kurzem koruny k USD, který bude zdražovat ceny dovážených energetických surovin.

Ceny průmyslových výrobců postupně zrychlovaly, v srpnu však jejich dynamika nepatrně zvolnila. K tomu přispěl především nižší příspěvek cen koksu a rafinovaných ropných produktů a prohloubení poklesu cen výrobců v potravinářském průmyslu. Naproti tomu se dále zvýšila dynamika cen v odvětví těžby a dobývání, rychleji rostly i ceny v odvětví zpracování kovů a ceny chemických látek. Pokles cen dopravních prostředků (trvajících od roku 2015) se dále zmírnil. V srpnu se skokově zvýšila i dynamika cen elektřiny a plynu v reakci na trvalý růst těchto komodit na burzách. Rizika prognózy jsou u cen výrobců zhruba vyrovnaná, když mírně vyšší pozorované hodnoty jsou kompenzovány mírně nižším aktualizovaným výhledem růstu cen zahraničních výrobců

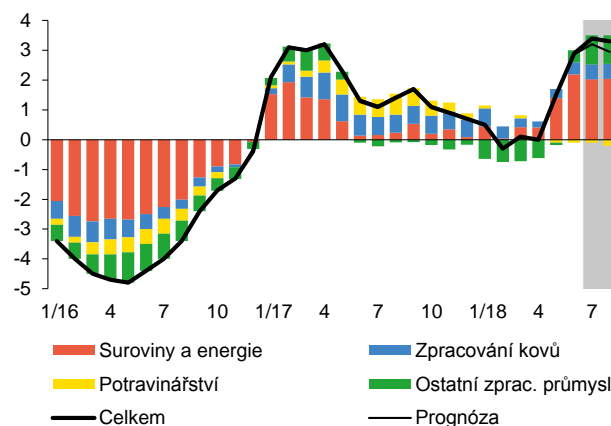
DOVOŠNÍ CENY

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



CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

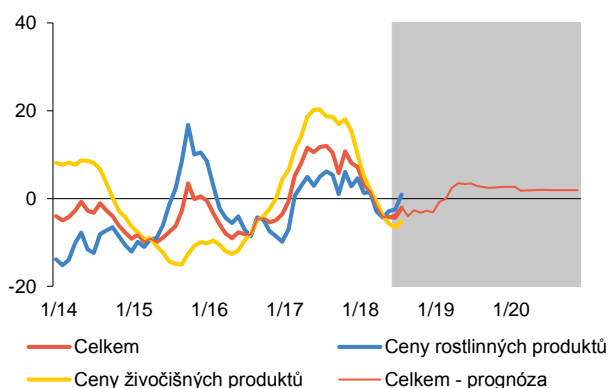
(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)



Pokles cen zemědělských výrobců se v srpnu podle očekávání zmírnil na -2,1, přičemž oproti prognóze byl jen lehce hlubší. Výrazně poklesly především ceny jatečných prasat (o 19,9 %), mírně klesaly ceny mléka. V rostlinné výrobě klesaly zejména ceny ovoce (-43,3 %), brambor (-24,9 %) a olejin. Poklesy těchto komodit byly vykompenzovány růstem cen čerstvé zeleniny (o 19,8 %) a pokračujícím růstem cen obilovin. Rizika prognózy cen zemědělských výrobců pro nejbližší měsíce jsou mírně protiinflační z titulu očekávaného rychlejšího růstu cen agrárních komodit na světových trzích.

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

(meziroční změny v %)

**III.2 EKONOMICKÁ AKTIVITA**

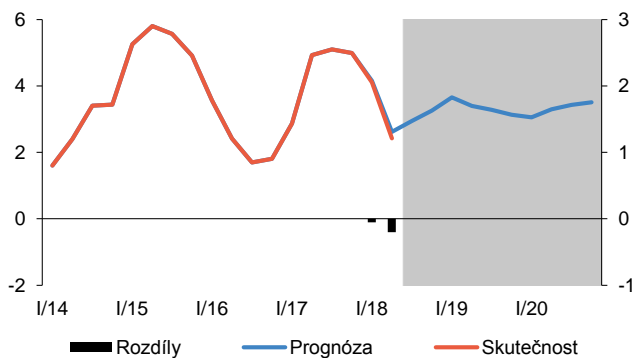
Růst ekonomické aktivity podle očekávání ve druhém čtvrtletí dále zpomalil a nacházel se jen nepatrně pod prognózou. V souladu s očekáváním k němu nadále nejvíce přispívaly fixní investice a spotřeba domácností. Zřetelný, avšak oproti predikci nižší, byl pokračující kladný příspěvek spotřeby vlády. Tvorba zásob a čistý vývoz naopak k růstu HDP přispívaly záporně, jejich odchylky od prognózy se přitom do značné míry vzájemně kompenzovaly. Měsíční ukazatele naznačují pokračování solidního ekonomického růstu i pro třetí čtvrtletí letošního roku.

III.2.1 Výdajová strana ekonomiky

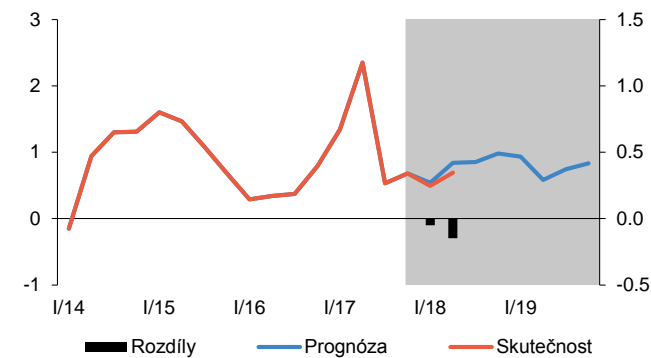
Meziroční růst hrubého domácího produktu v druhém čtvrtletí letošního roku zvolnil na 2,4 %, přičemž prognóza očekávala o něco mírnější zpomalení. Mírně nižší růst ekonomické aktivity byl ve srovnání s prognózou zapříčiněn především záporným příspěvkem tvorby zásob, oproti mírně kladnému příspěvku v prognóze. Ten byl však ve velké míře kompenzován méně záporným příspěvkem čistého vývozu. O něco pomalejším než predikovaným tempem rostla spotřeba domácností i vlády. Pokračující růst fixních investic byl lehce nad prognózou.

RŮST HDP

(meziroční změny v %, stálé ceny)

**RŮST HDP**

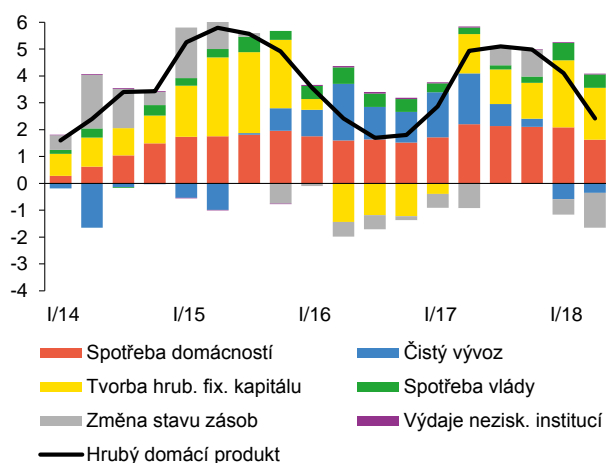
(mezičtvrtletní změny v %, stálé ceny)



Růst fixních investic zůstává i přes mírné zpomalení nadále výrazný, naopak záporný příspěvek tvorby zásob se dále prohloubil. Tvorba fixních investic byla pravděpodobně i nadále tažena zejména soukromým sektorem. V tom se odráží stále silná domácí i zahraniční poptávka, kterou se podniky snaží uspokojovat při napjatém trhu práce. Z pohledu věcného členění táhly tvorbu hrubého fixního kapitálu investice do strojů a zařízení, budov a staveb i dopravních prostředků. Kladný příspěvek zaznamenalo i pořízení nehmotných aktiv. Je tak zřejmé, že stále relativně výhodné finanční podmínky a solidní výsledky hospodaření firem umožňují investovat do jejich kapitálové vybavenosti. K růstu fixních investic ale přispívá již i vládní sektor. Zřejmě tak dochází k očekávanému nárůstu čerpání prostředků z fondů EU. To se však podle neoficiálních údajů ČSÚ týká především investic na úrovni místních samospráv, investiční aktivita na centrální úrovni tak zůstává stále slabá. Meziročně nižší tvorba zásob odrážela pozvolné rozpouštění vysokého stavu zásob ze závěru loňského roku. K tomu přitom podle revidovaných dat dochází již od počátku letošního roku.

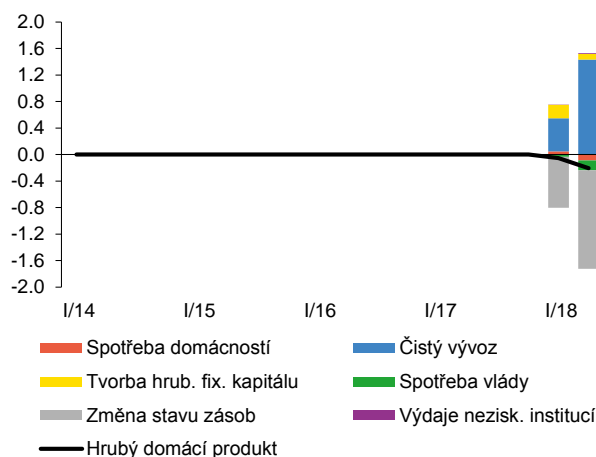
STRUKTURA RŮSTU HDP

(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)

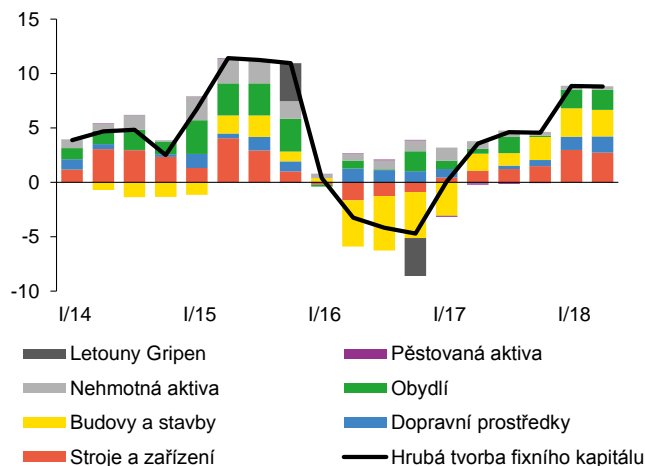


Silná investiční aktivita se podílela na záporném příspěvku čistého vývozu, ten byl však oproti prognóze méně výrazný. To částečně souviselo s rychlejším obnovením dynamiky vývozu. Zpomalující, i když nadále robustní, růst domácí vedl k naopak nižšímu tempu růstu dovozu. Zatímco se tak růst vývozu nacházel nad prognózou, růst dovozu skončil naopak pod prognózou, a příspěvek čistého vývozu tak byl oproti prognóze méně záporný.

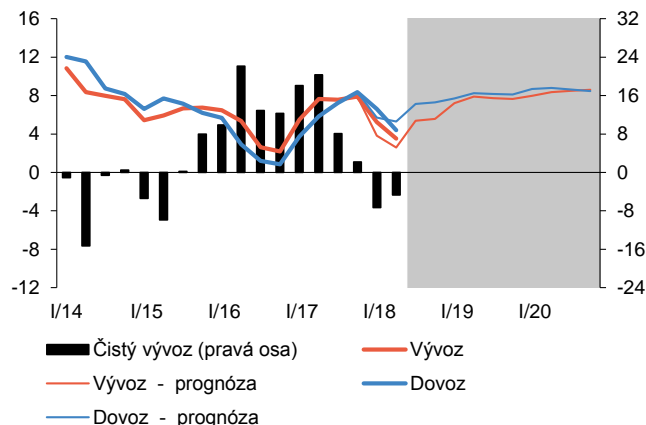
Spotřeba domácností mírně zaostala za prognózou, její růst však i ve druhém čtvrtletí letošního roku zůstal robustní. Z pohledu věcného členění byl růst spotřeby domácností opětovně tažen všemi jejími složkami, nejvíce výdaji na krátkodobou spotřebu a služby. Růst spotřeby domácností nadále souvisí především s rychlým zvyšováním mezd a historicky nízkou mírou nezaměstnanosti. Svižný růst reálných mezd by dokonce ospravedlňoval vyšší než vykázanou dynamiku soukromé spotřeby.

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)



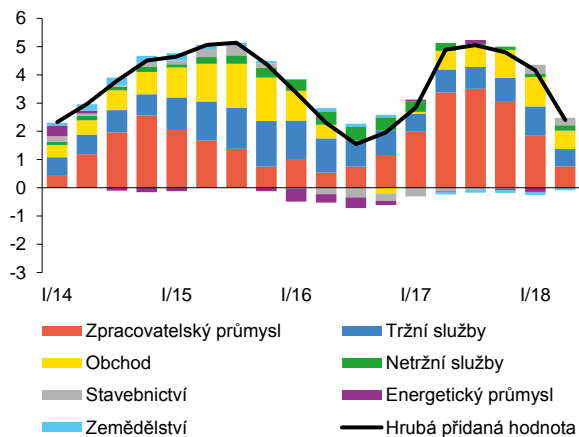
Růst reálné spotřeby vlády zpomalil o něco výrazněji, než očekávala stávající prognóza. Na zpomalené dynamice se podílelo zvolnění silného růstu objemu náhrad zaměstnancům veřejného sektoru, když odezněl vliv jednorázových odměn z počátku letošního roku. Zpomalila však i nemzdová složka vládní spotřeby. Reálný růst spotřeby vlády vycházel z růstu v nominálním vyjádření, který sice zpomalil, avšak nacházel se nad prognózou. Vývoj reálné spotřeby vlády tak byl zároveň ovlivněn oproti prognóze silnějším deflátorem, který nejspíš odrážel vyšší než očekávaný růst mezd ve veřejném sektoru.

III.2.2 Produkční strana ekonomiky

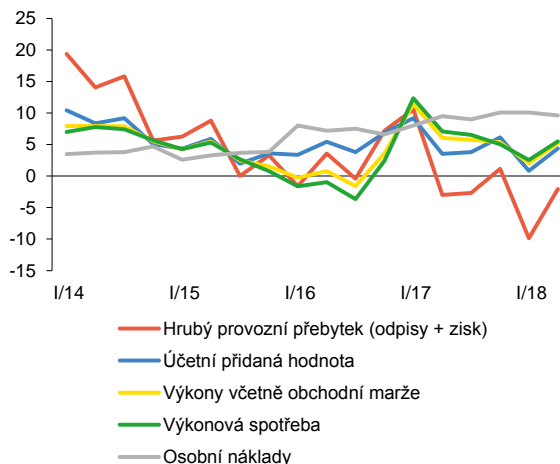
Růst hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí dále zpomalil na 2,4 %. Nejvýraznější příspěvek byl sice i nadále zaznamenán ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu, zde se však růst propadl na 0,8 %. Ke zpomalení tempa růstu přidané hodnoty došlo také v odvětví obchodu a tržních služeb, v ostatních sektorech se tempo téměř nezměnilo. V mezikvartálním vyjádření očištěném o sezonnost došlo ve zpracovatelském průmyslu ke třetímu poklesu v řadě za sebou.

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

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

**HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ**

(meziroční změny v %)



Poprvé od začátku roku 2017 došlo ve druhém čtvrtletí ke zrychlení meziročního tempa růstu výkonů a výkonové spotřeby. Meziročně klesající dovozní ceny působily pozitivně na hospodaření podniků a přispěly ke zvýšení tempa růstu účetní přidané hodnoty. Setrvale vysoké tempo růstu mzdových nákladů však způsobilo, že hrubý provozní přebytek i nadále klesal (o 2,1 %), tempo jeho poklesu se však zmírnilo.

Růst produkce ve druhém čtvrtletí zpomalil jak v průmyslu, tak i ve stavebnictví. Ke zpomalení růstu průmyslové produkce na 2,2 % přispěla i nadále zpomalující dynamika zpracovatelského průmyslu. Toto odvětví ovšem stále rostlo nejrychleji. Červencová data ukazují na solidní meziroční růst ve všech odvětvích, přičemž nejsvižnější růst zaznamenal energetický sektor. Výrazně zrychlila dynamika nových průmyslových zakázek, k čemuž nejvíce přispěl automobilový průmysl. Stavební produkce ve druhém čtvrtletí vzrostla o 5,7 %. Oproti předchozímu čtvrtletí byl nižší růst vykázan v oblasti pozemního stavitelství, inženýrské stavitelství svůj růst naopak zrychlilo, což potvrzují i červencová data. Podíl na tom nespíše mají vládní investice financované z fondů EU. Spolu s trvajícím optimistickým podnikatelským sentimentem lze usuzovat, že stavební produkce bude růst i v příštím čtvrtletí.

Setrvale vysoká spotřebitelská důvěra a pokračující svižné zvyšování příjmů domácností se nadále promítají ve zvyšování maloobchodních tržeb. Tento růst je v současné době tažen především nemotoristickým segmentem (o 7,8 % v červenci). Solidně se však dařilo také nemotoristickému segmentu, ve kterém tržby v červenci vzrostly o 5 %.

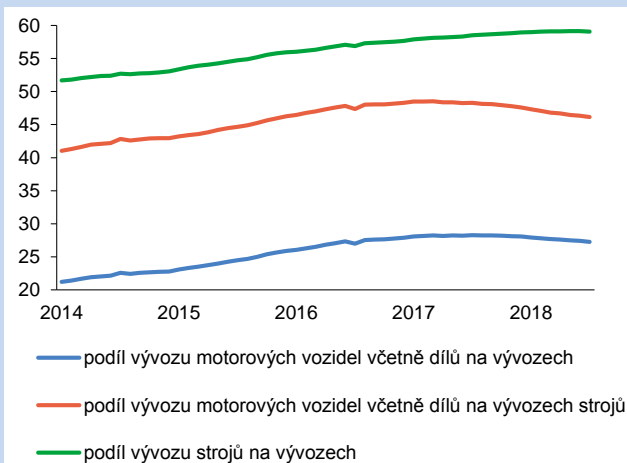
BOX 1 Automobilový průmysl

Automobilový průmysl je jedno z klíčových odvětví průmyslu a celé české ekonomiky, přičemž některá jeho data z letošního prvního pololetí nevyznívají příliš pozitivně. V tomto boxu se proto na vývoj tohoto odvětví díváme detailně. Pro účely tohoto boxu ho definujeme v užším vymezení, tzn. jako výrobu motorových vozidel, přívěsů a návěsů včetně náhradních dílů. Podíl tohoto odvětví na hrubé přidané hodnotě od roku 1993 trendově roste, v loňském roce byl s hodnotou 5,6 % nejvyšší ze všech evropských států (mírně před Německem, Maďarskem a Slovenskem, které vykazují podobný rostoucí trend). Dominantní pozici v rámci tohoto odvětví zaujímá Škoda Auto a.s., která v posledních letech produkuje více jak 60 % počtu vyrobených osobních automobilů v ČR.

Vývoz motorových vozidel včetně dílů představuje jednoznačně nejvýznamnější vývozní skupinu, jeho dynamika se však v posledních měsících snížila. V roce 2017 dosáhl podíl této skupiny na celkovém vývozu zboží podle národního pojetí více než 28 % a na vývozu strojírenské produkce téměř jedné poloviny. Jeho nejvýznamnější součástí byl vývoz hotových osobních automobilů. Roční klouzavý podíl vývozu motorových vozidel na vývozu strojírenských výrobků kulminoval v prvním čtvrtletí 2017, kdy dosáhl 48,5 %. Poté se však do druhého čtvrtletí 2018 snížil o 2 p.b. (Graf 1). Jeho pokles byl vyvážen růstem podílu ostatních strojírenských skupin, zejména růstem podílu vývozu počítačů, elektronických a optických přístrojů. Podíl souhrnného strojírenského vývozu na celkovém vývozu se přitom dále zvýšil. Z pohledu přeshraniční statistiky činil podíl osobních automobilů na celkovém vývozu zboží v roce 2017 necelých 12 %, po započtení dílů motorových vozidel přibližně 20 %. V přeshraniční statistice byl patrný obdobný vývoj jako u výše uvedené klasifikace v národním pojetí, když dynamika růstu vývozu osobních automobilů a dílů vůči celkovému vývozu zboží rovněž kulminovala v prvním čtvrtletí 2017. Poté dynamika vývozu osobních automobilů a dílů dosahovala nižších temp než růst celkového vývozu zboží (Graf 2).

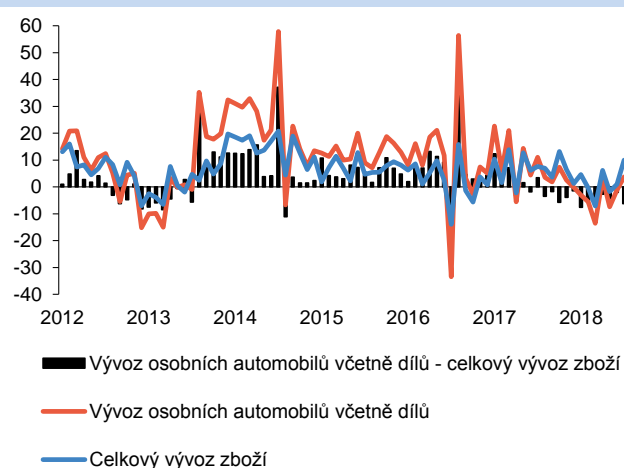
Graf 1
ROČNÍ KLOUZAVÉ PODÍLY KOMPONENT VÝVOZU

(dle klasifikace produkce CZ-CPA, v národním pojetí v %)



Graf 2
RŮST VÝVOZU OSOBNÍCH AUTOMOBILŮ A DÍLŮ VŮČI CELKOVÉMU VÝVOZU ZBOŽÍ

(přeshraniční statistika, běžné ceny, meziroční změny v %)

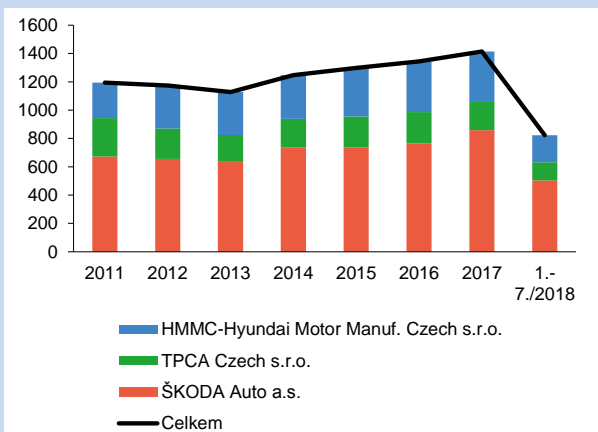


Růst počtu vyrobených osobních automobilů za prvních 7 měsíců letošního roku zpomalil na necelých 5 %. K tomu přispělo jak výrazné zmírnění růstu produkce u Škody Auto po loňském náběhu nových výrobních kapacit, tak zejména více jak 10% propad produkce Hyundai, spojený částečně s obměnou modelové řady. Naproti tomu produkce v TPCA v průběhu letošního roku začala meziročně růst. Loňský rok byl přitom z pohledu celkové produkce rekordní (1,414 mil. kusů, Graf 3). V posledních letech bylo přibližně 92 % vyrobených aut určeno na export.

V Evropě i nadále pokračuje růst poptávky po osobních automobilech. Rostoucí trend počtu prodaných osobních automobilů lze pozorovat od roku 2013, v minulém roce se prodeje již přiblížily historickému maximu z roku 2004. Prodeje dále rostly i v letošním roce, když se za prvních 7 měsíců letošního roku zvýšil celkový počet prodaných aut o více než 300 tis. kusů oproti stejnému období minulého roku. Oproti roku 2016 jsou stávající celkové prodeje za toto období vyšší o více než 700 tis. kusů (Graf 4).

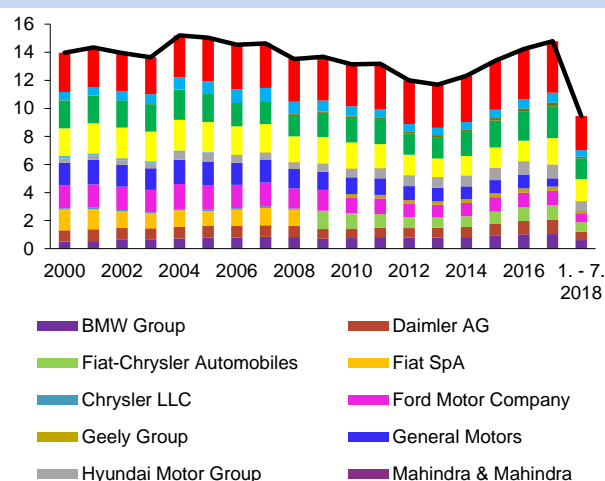
Graf 3
VYROBENÉ OSOBNÍ AUTOMOBILY V ČR

(v tis. kusů)



Graf 4
PRODANÉ OSOBNÍ AUTOMOBILY V EVROPĚ

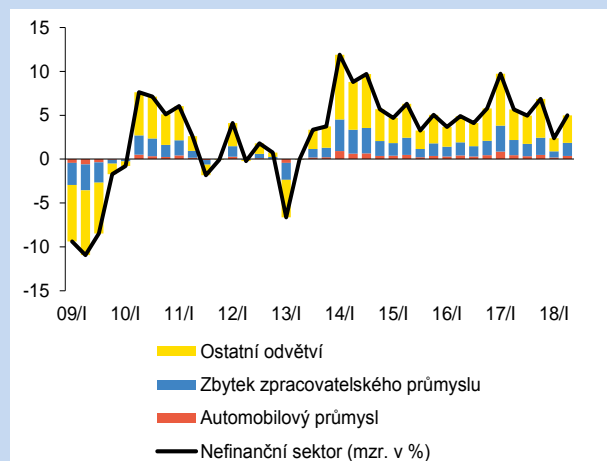
(v mil. ks)



Příspěvek automobilového průmyslu k dynamice hrubé přidané hodnoty v nefinančních podnicích je od roku 2009 zhruba stabilní a v současnosti se pohybuje poblíž 1 p.b. (Graf 5). Podíl automobilového průmyslu na celkové hrubé přidané hodnotě všech nefinančních podniků představuje v průměru 6,6 %. V rámci automobilového průmyslu pak dvě třetiny přidané hodnoty tvoří Škoda Auto, což z ní činí nejvýznamnějšího producenta. Graf 6 znázorňuje, že od roku 2017 růst účetní přidané hodnoty i výkonů zaostává za růstem osobních nákladů. Vzhledem k tomu, že drtivá většina z vyprodukovaných automobilů je určených k exportu, způsobuje apreciacie koruny zhoršení konkurenceschopnosti českých automobilových podniků na světových (zejména pak evropských) trzích, což snižuje tržby a dynamiku výkonů. V kombinaci s napjatým trhem práce, který tlačí na vysoký růst osobních nákladů, proto dochází v posledním období k poklesu hrubého provozního přebytku. To je u autoprůmyslu o něco výraznější oproti ostatním odvětvím průmyslu i ostatním nefinančním podnikům (Graf 6).

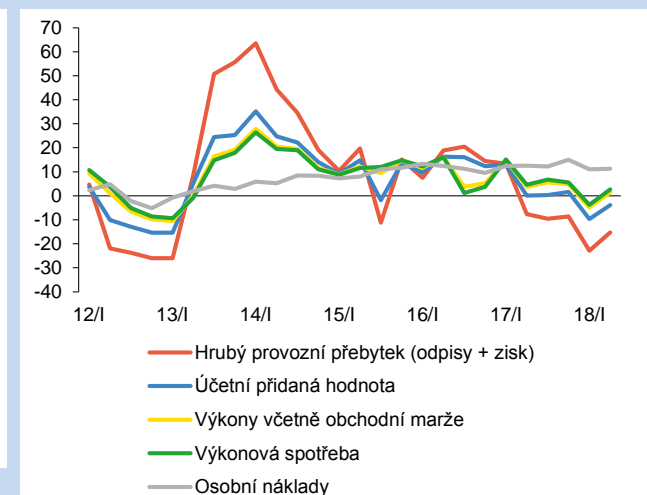
Graf 5
HRUBÁ PŘIDANÁ HODNOTA
V NEFINANČNÍCH PODNICÍCH

(meziroční změny v %, příspěvky k růstu v p.b., běžné ceny, sezonně neočištěno)



Graf 6
HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ
V AUTOMOBILOVÉM PRŮMYSLU

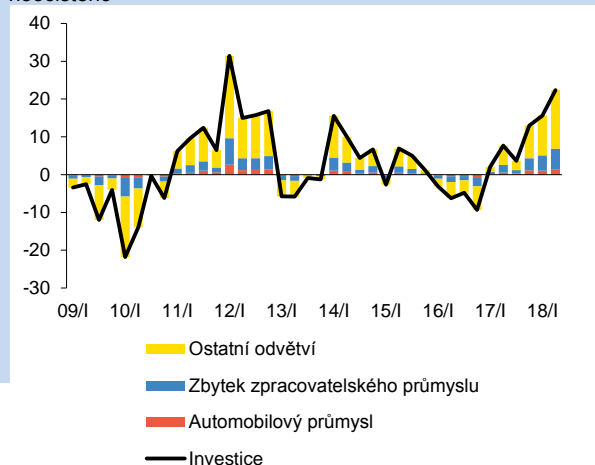
(meziroční změny v %)



Stále dobrou pozici automobilového odvětví naznačuje dosavadní vývoj investic. Graf 7 ukazuje, že investice v tomto odvětví zrychlily, byť jejich příspěvek k celkové dynamice investiční aktivity v sektoru nefinančních podniků je dlouhodobě nízký. V rámci zpracovatelského průmyslu je ovšem podíl investiční aktivity autoprůmyslu výrazně vyšší.

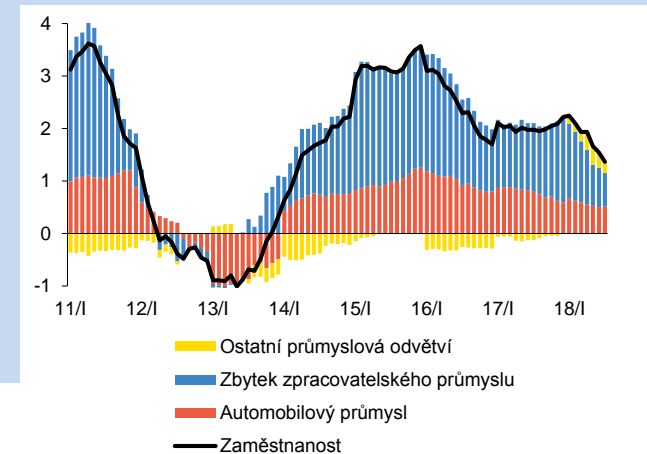
Graf 7
INVESTICE V NEFINANČNÍCH PODNICÍCH

(meziroční změny v %, příspěvky v p.b., běžné ceny, sezonně neočištěno)



Graf 8
ZAMĚSTNANOST V PRŮMYSLU

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



Přes silné napětí na trhu práce zůstává dynamika zaměstnanosti v automobilovém průmyslu robustní a oproti zbytku zpracovatelského průmyslu rychlejší. Tomu zřejmě napomáhá úroveň mezd, která je v tomto segmentu ekonomiky oproti ostatním odvětvím zpracovatelského průmyslu aktuálně téměř o pětinu vyšší, a navíc v poslední době dochází k jejich další divergenci. U dynamiky zaměstnanosti došlo v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu od začátku letošního roku k útlumu, zatímco v automobilovém průmyslu prozatím tempo růstu zaměstnanosti zůstává stabilní (Graf 8). Z pohledu firem v odvětví vykazuje nevýznamnější a stabilní růst zaměstnanosti Škoda Auto.

V souhrnu sice dynamika produkce i exporty osobních automobilů v letošním roce zpomalují, to však zatím neovlivňuje pokračující růst zaměstnanosti a investic v domácím autoprůmyslu. Dynamika produkce i exporty osobních automobilů i přes rostoucí poptávku v Evropě v letošním roce zpomalují, to však může být jen dočasné. To naznačuje pokračující růst zaměstnanosti i investic v domácím autoprůmyslu. Současně lze předpokládat, že zpomalení dynamiky vývozu osobních automobilů včetně dílů exportů je kromě pozvolna zpomalujícího růstu zahraniční poptávky do značné míry dáno omezeními pro tempo navyšování domácích výrobních kapacit.

III.3 TRH PRÁCE

I ve druhém čtvrtletí trh práce působil výrazně proinflačně. V prostředí silné poptávky po práci v souladu s prognózou dále výrazně rostla zaměstnanost. Nezaměstnanost podle očekávání poklesla již jen mírně. Nedostatek volné pracovní síly při vysoké poptávce po práci vedl k dalšímu nárůstu počtu volných pracovních míst. Růst mezd ve druhém čtvrtletí zůstal v souladu s prognózou stabilní. V tržních odvětvích přitom byla mzdová dynamika mírně pod prognózou, v netržních odvětvích naopak výrazně nad ní. Národohospodářská produktivita práce dále zpomalila svoje tempo růstu a zaostávala tak za tempem zvyšování reálných mezd. Spolu s tím došlo ke zrychlení nárůstu nominálních jednotkových mzdových nákladů, ovšem oproti predikci poněkud méně výraznému. Mírným proinflačním rizikem prognózy je zvýšení minimální mzdy od ledna příštího roku.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Silný růst poptávky po práci se odrazil v pokračujícím rychlém růstu zaměstnanosti, a to i přes přetrvávající nedostatek volné pracovní síly. Dynamika zvyšování zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí dle očekávání zpomalila, když se po sezonním očištění snížila mezikvartálně z 0,5 % v prvním čtvrtletí na 0,2 % ve druhém čtvrtletí. K meziročnímu nárůstu zaměstnanosti (o 1,8 %; v souladu s prognózou) přispěl silný růst počtu zaměstnanců, který byl nepatrně podpořen i slabým zvýšením počtu podnikatelů. Růst zaměstnanosti byl tažen zejména odvětvím tržních služeb, neboť zároveň došlo k dalšímu útlumu příspěvku ve zpracovatelském průmyslu. Červencová měsíční data naznačují, že by meziroční dynamika zaměstnanosti měla ve třetím čtvrtletí v souladu s prognózou zvolnit.

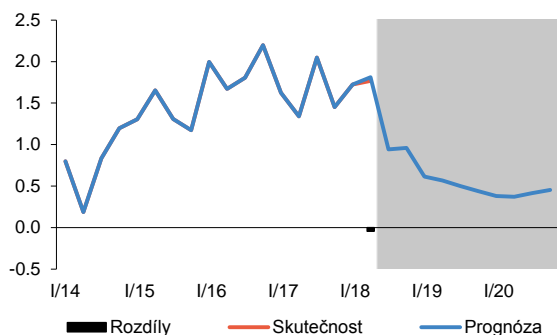
Přepočtený počet zaměstnanců rostl ve druhém čtvrtletí oproti prognóze pomaleji. Průměrný úvazek na zaměstnance ve druhém čtvrtletí meziročně slabě poklesl, což odráželo pokračující nárůst počtu kratších úvazků. Prognóza naproti tomu očekávala mírně kladnou dynamiku průměrného úvazku⁷. Spolu se silným růstem počtu zaměstnanců, který odpovídal prognóze, se tak jejich přepočtený počet ve druhém čtvrtletí 2018 meziročně zvýšil o 1,9 % (prognóza 2,1 %). Zhruba z jedné čtvrtiny se na tom vlivem prodlužujícího se

⁷ K nárůstu počtu kratších úvazků znovu více přispěla tržní odvětví, z nichž největší podíl měl sektor zdravotnictví. V netržních odvětvích vzrostl počet kratších úvazků zejména ve vzdělávání.

úvazku podílel průmysl. Zbývající část nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců šla na vrub terciárnímu sektoru⁸, kde došlo k výraznému růstu počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrného úvazku.

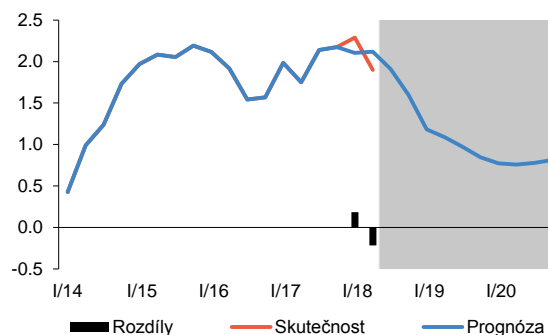
ZAMĚŠTNANOST

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



POČET ZAMĚŠTNANCŮ (PLNÉ ÚVAZKY)

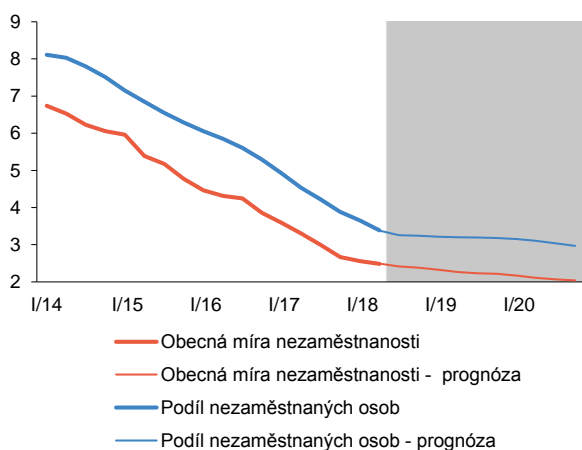
(meziroční změny v %, rozdíly v p. b.)



Pokračující snižování počtu nezaměstnaných osob vedlo ve druhém čtvrtletí k lehkému poklesu obecné míry nezaměstnanosti v souladu s prognózou na nová historická minima. Pokračující ekonomický růst vedl k dalšímu, avšak oproti prvnímu čtvrtletí nižšímu, poklesu počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se na snižování celkového počtu nezaměstnaných osob i nadále podílí zhruba z poloviny. Obecná míra nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí poklesla mezičtvrtletně již jen o 0,1 p.b. na 2,3 %. Červencová data naznačují, že její další pokles ve třetím čtvrtletí letošního roku již bude jen slabý. Rovněž podíl nezaměstnaných osob se v průběhu druhého čtvrtletí snížil pouze o 0,1 p.b. na 3,1 % a data za první dva měsíce třetího čtvrtletí naznačují v souladu s prognózou jeho setrvání na této úrovni.

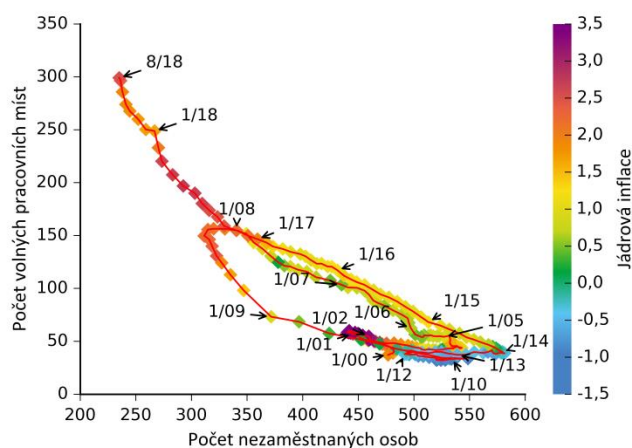
NEZAMĚŠTNANOST

(v %)



BEVERIDGEOVA KŘIVKA

(v tisících, sezonně očištěno, inflace v %)



Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovaly i ve druhém čtvrtletí letošního roku. Prohlubující se nedostatek volné pracovní síly při setrvalé vysoké poptávce po práci vedl k dalšímu výraznému nárůstu počtu volných pracovních míst. Nejvíce jich nabízelo odvětví zpracovatelského průmyslu (68,7 tis. volných míst) následované stavebnictvím (22,0 tis. míst) a obchodem (18,7 tis.). Pohledem Beveridgeovy křivky je aktuální počet nezaměstnaných ztlačně nižší než

⁸ V tržních službách přispěl zejména obchod, v netržních byl příspěvek napříč odvětvími poměrně plošný.

na vrcholu předchozího hospodářského cyklu a zároveň počet volných pracovních míst předchází maxima citelně převyšuje. Jádrová inflace je přitom na obdobné úrovni.

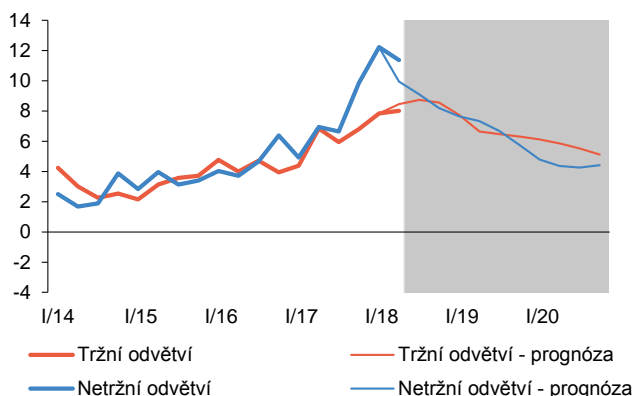
III.3.2 Mzdy a produktivita

Mzdová dynamika v tržních odvětvích ve druhém čtvrtletí letošního roku podle očekávání prognózy z 5.SZ dále zrychlila, i když oproti prognóze o něco méně. Průměrná mzda v tomto segmentu ekonomiky vzrostla o 8,0 % (prognóza 8,5 %), což je nejvyšší tempo od začátku roku 2008. K tomu přispělo zrychlení mzdového růstu ve většině odvětví. Mírně zrychlil růst mezd v průmyslu (tedy odvětví s nejvyšší vahou) na 8,0 %. V obchodu (druhé největší odvětví) se mzdy zvýšily o 7,6 %. Ve zdravotnictví mzdy vzrostly o výrazných 12,0 %. Červencové údaje o silném růstu mezd v průmyslu (9,1 %) naznačují robustní mzdovou dynamiku i ve třetím čtvrtletí letošního roku. Mezičtvrtletní nárůst sezonně očištěných mezd ve druhém čtvrtletí zpomalil o 0,2 p.b. na 2,1 % a ve srovnání s predikcí byl o 0,5 p.b. nižší.

V netržních odvětvích se silná mzdová dynamika zmírnila méně, než očekávala prognóza z 5.SZ. Růst mezd v těchto odvětvích činil 11,4 % (prognóza 10,0 %). Silný meziroční mzdový nárůst (o více než 13 %) byl zaznamenán v kultuře. Jen mírně nižší dynamiky dosáhl růst mezd ve vzdělávání (12,3 %) a ve veřejné správě a obraně (11,2 %). Růst přepočteného počtu zaměstnanců v tomto segmentu v souladu s prognózou zpomalil na 2,2 %. Nejvíce k nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců v netržních odvětvích přispělo odvětví vzdělávání.

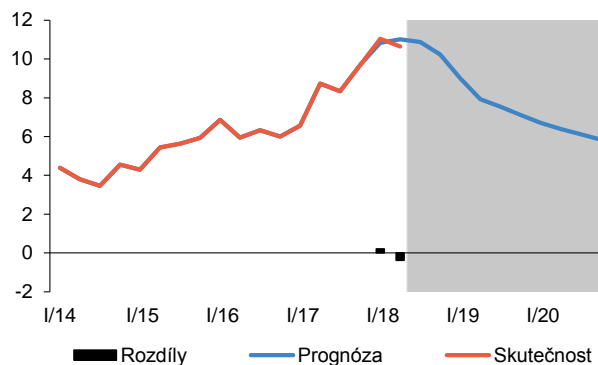
NOMINÁLNÍ MZDY

(meziročně v %)



NOMINÁLNÍ OBJEM MEZD A PLATŮ

(meziročně v %, rozdíly v p. b.)

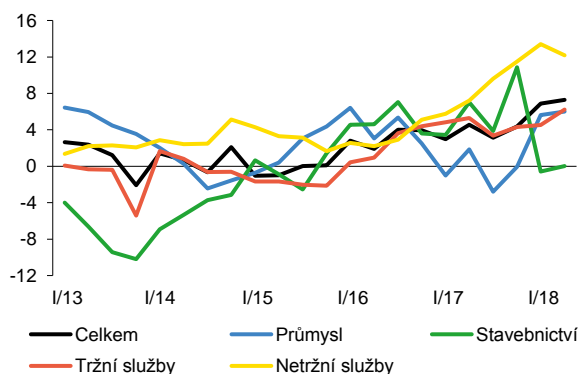


Mediánová mzda se ve druhém čtvrtletí 2018 zvýšila meziročně o 9,4 %, tedy výrazně rychleji než průměrná mzda za celou ekonomiku (8,6 %). Po jednorázovém přerušení v prvním čtvrtletí letošního roku tak pokračovalo snižování mzdové diferenciace.

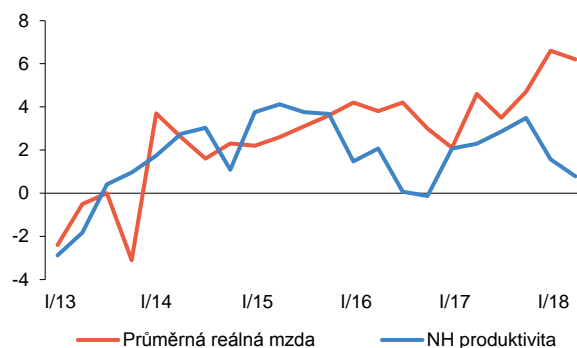
Nepatrně nižší dynamika průměrné mzdy spolu s menším než očekávaným zvýšením přepočteného počtu zaměstnanců vedla ke slabšímu, avšak stále robustnímu, růstu objemu mezd a platů. Tento objem se v nominálním vyjádření meziročně zvýšil o výrazných 10,6 % (reálně o 8,2 %), což bylo o 0,4 p.b. méně, než předpokládala prognóza. Proinflačním rizikem nad rámec prognózy z 5.SZ je plánované navýšení minimální mzdy ze strany vlády od 1. ledna roku 2019 o 1500 Kč na 13 700 Kč. To by mělo dle odhadu vést ke zvýšení dynamiky celkové průměrné mzdy v roce 2019 přibližně o 0,4 p.b.

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)



Silný růst průměrné mzdy a zpomalení růstu produktivity práce vedly podle očekávání k dalšímu zrychlení dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů. Ty ve druhém čtvrtletí vzrostly meziročně o 7,3 % (prognóza 7,7 %). Jejich tempo dále zrychlilo v průmyslu, kde oproti minulému čtvrtletí zpomalil meziroční růst hrubé přidané hodnoty při současném mírném nárůstu dynamiky objemu mezd a platů. Celkově tak vzrostly jednotkové mzdové náklady v průmyslu o výrazných 6,0 %. Ještě rychleji se zvyšovaly v tržních (o 6,2 %) a zejména netržních službách (o 12,1 %), na čemž se odrazilo zejména vysoké tempo růstu objemu mezd a platů v obou sektorech. Produktivita práce se ve druhém čtvrtletí 2018 zvýšila o 0,8 %, tedy zcela v souladu s predikcí, a zřetelně tak zaostala za růstem reálné průměrné mzdy (6,2 %). Prognóza však zároveň očekává, že zpomalení růstu produktivity je pouze dočasné a v následujících čtvrtletích dojde k jeho opětovnému oživení. Nejvýrazněji (o 7,9 %) se produktivita práce vlivem silného růstu HPH zvýšila ve stavebnictví. Pouze slabě produktivita narostla v tržních službách (0,9 %) a v průmyslu (0,5 %). V netržních službách potom pokračovala v meziročním poklesu (o 1,4 %).

III.4 PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet platební bilance dosáhl ve druhém čtvrtletí 2018 i přes vysoké sezonní výplaty dividend zahraničním investorům mírného přebytku. Ten byl však ve srovnání s predikcí z 5.SZ v důsledku hlubšího než očekávaného schodku prvotních důchodů nižší. Kapitálový účet skončil mírným schodkem, zatímco predikce očekávala jeho mírný přebytek. V případě finančního účtu bylo zejména patrné vysoké splácení krátkodobých vládních dluhopisů nerezidentům, které vedlo k výslednému vysokému čistému odlivu portfoliových investic.

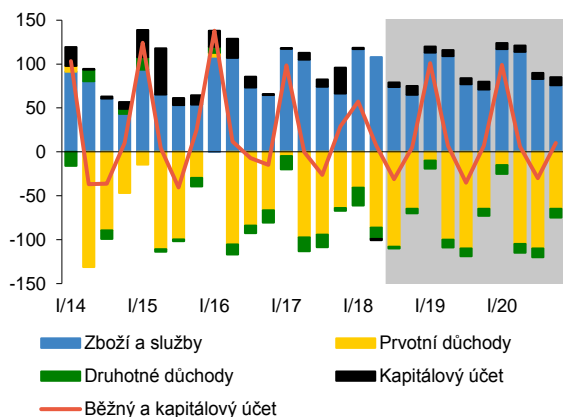
III.4.1 Běžný a kapitálový účet

Pro bilanci zboží a služeb byl nadále charakteristický vysoký přebytek, jehož hodnota ovšem byla ve srovnání s predikcí mírně vyšší. Tento přebytek dosáhl téměř 108 mld. Kč. Meziročně přitom mírně vzrostl, což bylo spojeno pouze s růstem přebytku služeb, který se již déle než tři roky zvyšuje. Přebytek zboží se meziročně nezměnil. Bilance zboží byla pozitivně ovlivněna zřetelným zpomalením růstu celkové domácí poptávky. Opačným směrem naopak působilo zmírnění kladné meziroční změny směnných relací v souvislosti s rychlým růstem dovozních cen energetických vstupů i další zpomalení růstu vnější poptávky. Zmírnění meziroční kurzové apreciacie koruny se především projevilo v překmitu meziroční dynamiky nominálního obchodního obrátu z mírného poklesu do růstu, ke kterému přispěl zejména vývoj dynamiky vývozu zboží. Bilance služeb dosáhla ve druhém čtvrtletí zatím nejvyššího čtvrtletního přebytku (přes 36 mld.

Kč). Přebytkem skončily opět všechny čtyři dílčí bilance, přičemž největšího přebytku – přes 10 mld. Kč – dosáhly výrobní služby a opravy.

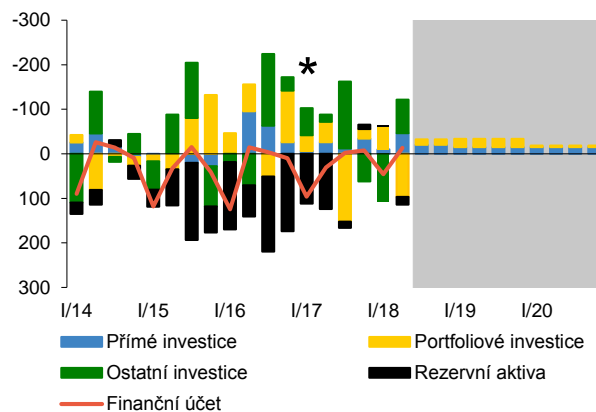
BĚŽNÝ A KAPITÁLOVÝ ÚČET

(v mld. Kč)



FINANČNÍ ÚČET

(v mld. Kč)



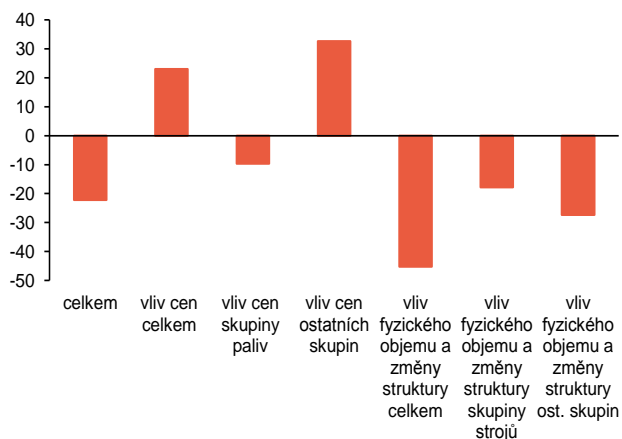
Pozn.: Hodnoty na svislé ose pravého grafu finančního účtu jsou v obráceném spektru, protože záporná hodnota znamená v metodice BPM6 příliv finančních prostředků. Vlivem končícího kurzového závazku dosáhly položky v součtovém sloupci v prvním čtvrtletí 2017 velmi vysokých hodnot. Byly proto z hlediska čitelnosti grafu sníženy na desetinu svých původních hodnot a označeny hvězdičkou. Predikce je prováděna pouze pro přímé a portfoliové investice.

Důchodové bilance skončily ve druhém čtvrtletí výrazným souhrnným schodkem, který byl ve srovnání s predikcí hlubší. Prvotní důchody dosáhly vysokého sezonního schodku (přes 86 mld. Kč), i když ten se meziročně snížil. Nejvýznamnější složkou celkové bilance byl opět schodek důchodů z přímých investic související s nadále vysokou ziskovostí podniků pod zahraniční kontrolou, vyplácejících dividendy nerezidentům. Na rozdíl od vysokého schodku výnosů z investic skončily dílčí bilance náhrad zaměstnancům a výnosů z ostatních investic (zahrnující vztahy vůči EU) mírnými přebytky. Také druhotné důchody zaznamenaly opět schodek, který se však v důsledku zmírnění schodku čistého čerpání prostředků z fondů EU meziročně zmínil. Na jejich třináctimiliardovém schodku se zhruba z jedné třetiny podílel schodek čistých příjmů z rozpočtu EU a ze dvou třetin schodek ostatních druhotných důchodů. Meziročně se tak souhrnný schodek důchodových bilancí zmínil a v rozhodujícím rozsahu přispěl k přechodu běžného účtu ze schodku do přebytku (ve výši 8,5 mld. Kč). Poměr běžného účtu k HDP na roční bázi nadále setrval v kladných hodnotách. Ve druhém čtvrtletí dosáhl 0,6 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se mírně zvýšil.

Kapitálový účet skončil ve druhém čtvrtletí po téměř dvanácti letech soustavných přebytků mírným schodkem, což predikce neočekávala. Schodek (-1,3 mld. Kč) souvisel s nákupem emisních povolenek v zahraničí, který byl částečně vyvážen mírným čerpáním zdrojů z rozpočtu EU. Meziroční přechod kapitálového účtu z přebytku do schodku byl přitom spojen s nižším čerpáním EU fondů a s výdaji za emisní povolenky.

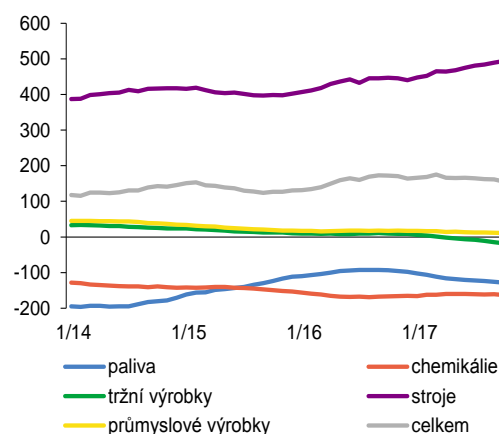
ROZKLAD FAKTORŮ MEZIROČNÍ ZMĚNY SALDA OBCHODNÍ BILANCE ZA 1-7/2018

(v národním pojetí, v mld. Kč)



ROČNÍ KLOUZAVÉ ÚHRNY OBCHODNÍ BILANCE PODLE SITC

(v národním pojetí, v mld. Kč)



III.4.2 Finanční účet

V rámci finančního účtu představoval ve druhém čtvrtletí nejvýznamnější položku čistý odliv portfoliových investic; k odlivu zdrojů do zahraničí přispělo také zvýšení rezervních aktiv. Portfoliové investice zaznamenaly na rozdíl od předchozích dvou čtvrtletí, kdy skončily čistým přílivem, vysoký čistý odliv, který dosáhl téměř 97 mld. Kč. Určující operace v tomto čtvrtletí představovaly splátky krátkodobých vládních dluhopisů zahraničním investorům, které dosáhly téměř 110 mld. Kč. Byly však částečně vyváženy nákupy dluhopisů v ostatních sektorech. K celkovému čistému odlivu přispěl také růst držby zahraničních účastí a podílů v investičních fondech tuzemskými investory. V případě zahraničních dluhových cenných papírů však došlo k jejich mírným odprodejům. Ve směru čistého odlivu působil i vývoj rezervních aktiv, která se na rozdíl od předchozích dvou čtvrtletí, kdy zaznamenala pokles, o necelých 18 mld. Kč zvýšila.

Pro vývoj finančního účtu byl však určující souhrnný čistý příliv přímých investic, vypořádání s finančními deriváty a ostatních investic. Čistý příliv přímých investic, patrný již desáté čtvrtletí v řadě, přesáhl ve druhém čtvrtletí 46 mld. Kč. Podobně jako v předchozích pěti čtvrtletích byl celkový čistý příliv nejvíce ovlivněn odhadovanou úrovní reinvestic zisku v ČR. Ve druhém čtvrtletí k růstu přílivu významně přispělo také čerpání úvěrů tuzemskými podniky od zahraničních přidružených firem. Rovněž růst českých přímých investic v zahraničí souvisel zejména s reinvesticemi zisku. Nejvyššího čistého přílivu zdrojů ze zahraničí ale dosáhly ostatní investice (téměř 76 mld. Kč). Ten byl spojen s čistým přílivem v rámci bankovního sektoru (bez ČNB), který souvisel především s navýšením krátkodobých vkladů u tuzemských bank. Neobvykle vysoký čistý příliv byl zaznamenán v rámci vládního sektoru (ve výši 51 mld. Kč) v důsledku vysokých krátkodobých výpůjček ze zahraničí. Vývoj v bankovním a vládním sektoru byl zčásti korigován čistým odlivem zdrojů podnikového sektoru a ČNB. V souhrnu došlo na finančním účtu ve druhém čtvrtletí k čistému přílivu zdrojů ze zahraničí ve výši 13,4 mld. Kč.

III.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Nově zveřejněné údaje o hospodaření vládního sektoru ukazují pokračující zrychlený růst vládní spotřeby. Nadále se projevuje vysoký růst objemu vyplacených náhrad zaměstnancům vládního sektoru a také svižný růst nemzdové složky spotřeby vlády. Dosavadní vývoj potvrzuje vyznění stávající prognózy, že příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity bude v letošním i v příštím roce expanzivní. Vláda na svém zasedání v září schválila návrh zákona o státním rozpočtu na rok 2019 s plánovaným schodkem ve výši 40,0 mld. Kč.

Podle předběžných údajů rostly nominální výdaje na spotřebu vlády ve druhém čtvrtletí letošního roku rychleji, než očekávala stávající prognóza. V rychlejším růstu spotřeby vlády se odrážel vysoký růst objemu vyplacených náhrad zaměstnanců (meziročně kolem 15 %) a svižný růst nemzdové složky spotřeby vlády. Celková nominální spotřeba vlády tak ve druhém čtvrtletí tohoto roku meziročně vzrostla o 8,7 % (oproti prognózovaným 7,9 %). Výdaje na sociální dávky se v první polovině roku vyvíjely v souladu s prognózou. Investiční výdaje vládního sektoru se ve druhém čtvrtletí meziročně zvýšily o 23,0 %, zejména díky růstu investic na místní úrovni. Na nárůstu investiční aktivity se nejvíce podílely investice do ostatních strojů a zařízení, na místní úrovni i do ostatních budov a staveb. Dosavadní vývoj v prvních šesti měsících roku naznačuje, že bude pravděpodobně naplněn předpoklad vyššího čerpání EU fondů v letošním roce v porovnání s rokem loňským.

FISKÁLNÍ PROGNÓZA Z 5.SZ

(v % z nominálního HDP)

	2017 skutečnost	2018 prognóza	2019 prognóza	2020 prognóza
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	1,6	1,6	1,5	1,7
UPRAVENÉ SALDO ^{a)}	1,5	1,6	1,4	1,6
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{b)}	1,4	1,1	1,0	1,3
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{c)}	0,6	-0,3	-0,2	0,3
Strukturální saldo (metoda EK) ^{b)}	1,6	1,6	1,3	1,4
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{c)}	0,6	0,1	-0,3	0,1
Fiskální impulz v p. b. ^{d)}	0,2	0,5	0,4	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

Hospodaření státního rozpočtu skončilo v prvních osmi měsících tohoto roku v přebytku, který byl oproti stejnému období loňského roku nepatrně nižší. Státní rozpočet zaznamenal ke konci srpna 2018 přebytek ve výši 14,8 mld. Kč, což je o 0,8 mld. Kč nižší přebytek než ve stejném období roku 2017. Po očištění příjmové a výdajové strany státního rozpočtu o prostředky z EU a _finančních mechanismů (FM) skončilo hospodaření státního rozpočtu schodkem ve výši 5,7 mld. Kč, přičemž oproti stejnému období loňského roku je takto očištěný schodek o 2,6 mld. Kč vyšší. Celkové výdaje za leden až srpen 2018 vzrostly o 9,2 % a celkové příjmy vzrostly ve stejném období o 8,9 %. Růst výdajové strany byl ovlivněn zvýšením výdajů na důchody (o 4,5 %) a platy (o 13,6 %), vyššími dotacemi a transfery vybraným institucím vládního sektoru a podnikatelským subjektům a většími kapitálovými výdaji. Příjmová strana je nadále podporována růstem inkasa daňových příjmů (o 6,1 %) a sociálního pojištění (o 10,6 %), ale také zvyšujícími se transfery prostředků z Národního fondu a EU (o 31,2 %, tj. o 18,4 mld. Kč). Dosavadní vývoj dynamiky příjmů tak potvrzuje pokračování solidního ekonomického růstu v letošním roce.

Vláda na svém zasedání 19. září projednala a schválila návrh zákona o státním rozpočtu na rok 2019 se schodkem 40,0 mld. Kč. Celkové výdaje rozpočtu by měly dosáhnout výše 1505,3 mld. Kč, příjmy

1465,3 mld. Kč (údaje jsou v hotovostní metodice sestavování SR). Současně s návrhem státního rozpočtu na rok 2019 je předkládán jeho střednědobý výhled na léta 2020 a 2021, který stanovil rozpočtový deficit pro oba roky ve shodné výši 40,0 mld. Kč. Návrh státního rozpočtu předpokládá na příjmové straně dopady zatím neschválených legislativních opatření, konkrétně spuštění 3. a 4. fáze elektronické evidence tržeb a přesun vybraných služeb do druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %. Předpokládaná účinnost a kvantifikace dopadů těchto opatření však nejsou v rozpočtové dokumentaci blíže popsány. Fiskální prognóza je tak nezohledňuje.

III.6 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Celkové měnové podmínky jsou vlivem úrokové složky lehce uvolněnější v porovnání s prognózou. Úrokové sazby na peněžním trhu se posunuly výše, sazba 3M PRIBOR v průměru za třetí čtvrtletí však leží lehce pod prognózou. Kurz koruny vůči euru v dosavadním průběhu čtvrtletí téměř odpovídá predikci. Na růst dvoutýdenní repo sazby reagovaly úrokové sazby na finančním trhu a pozvolna také některé klientské úrokové sazby. Reálné úrokové sazby z úvěrů na bydlení a podnikových úvěrů zůstávají v blízkosti nulových hodnot. Dynamika úvěrů soukromému sektoru mírně zrychlila zejména v důsledku zvýšení růstu podnikových úvěrů. Růst úvěrů domácnostem v červenci stagnoval. Dynamika peněžního agregátu M3 dále mírně zpomalila.

III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu se dále zvýšily v reakci na úpravu základních sazeb ČNB na počátku srpna. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2018 (do 20.9.) činí 1,4 %, což je lehce pod prognózovanou úrovní. Také sazby FRA se během uplynulých týdnů posunuly výše až o 0,4 procentního bodu. Trh tak reagoval na silná data z domácí ekonomiky (růst mezd, maloobchodní tržby, průmysl, stavebnictví, nové zakázky) a komentáře několika členů bankovní rady, které vyznívaly ve směru dalšího brzkého zvýšení základních sazeb ČNB. Trh aktuálně očekává plynulý nárůst sazby 3M PRIBOR v nejbližším roce. V horizontu 1R se tržní výhled nachází mírně nad prognózou, viz graf v kapitole I.4.

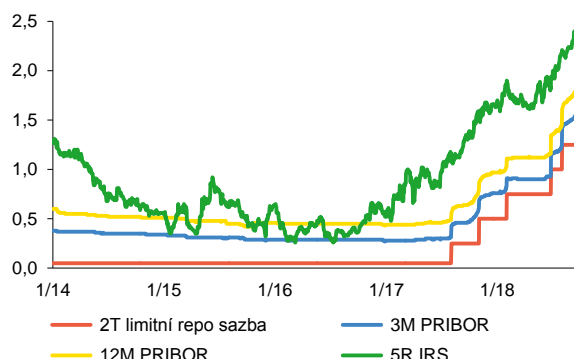
Zvyšování základních sazeb ČNB je určující také pro vývoj domácích úrokových sazeb IRS a výnosů státních dluhopisů. Podstatně méně se do tuzemských sazeb promítaly zahraniční faktory, k nimž patřily obavy z překážek v mezinárodním obchodu, situace v Itálii, oslabení a následná stabilizace turecké liry a některých dalších měn rozvíjejících se trhů. Celkově se od srpnového zasedání BR domácí úrokové sazby IRS zvýšily cca o 0,2 až 0,3 p.b., zatímco v USA i v eurozóně se i přes výkyvy sazby nakonec téměř nezměnily.

Na primárním trhu se MF v současnosti financuje téměř výhradně prostřednictvím státních dluhopisů s delší splatností. Emise krátkodobých pokladničních poukázek ve velkých objemech byly vydávány především na počátku tohoto roku s cílem zhodnotit je na peněžním trhu. Odpovídající sazby PRIBOR se totiž v té době pohybovaly znatelně výše než výnosy SPP v primárních aukcích. Relativní výhodnost SPP se však oproti dřívějšímu snížila a MF již tímto způsobem nepostupuje. Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů v posledních měsících mírně roste.⁹ Ke konci července dosahovala 584 mld. Kč; podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů činil 39 %.

⁹ Výrazněji neklesá ani objem krátkodobých vkladů u bank v držení nerezidentů.

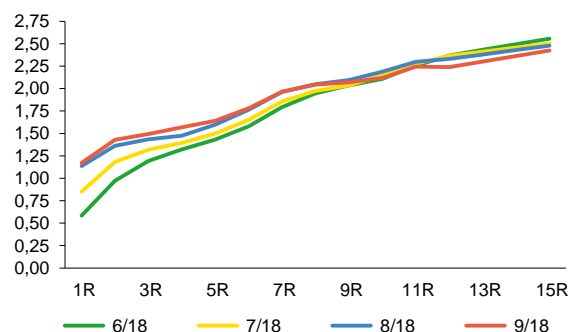
ÚROKOVÉ SAZBY

(v %)



VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

(v %)



Růst úrokové sazby z hypoték se v posledním období dočasně zastavil, sazba z podnikových úvěrů a úvěrů domácnostem na spotřebu se zvýšila. Úroková sazba z nových hypoték v červenci setrvala třetí měsíc v řadě na úrovni 2,4 % (u čistých nových hypoték ve výši 2,5 %) zejména vlivem akčních nabídek bank. Úrokové marže bank se u hypoték nezměnily. V reakci na srpnové zvýšení měnověpolitických sazeb a růst dlouhodobých sazeb finančního trhu ovlivňujících cenu zdrojů bank však některé banky již avizovaly další zvýšení úrokové sazby z hypoték. Od svého minima koncem roku 2016 vzrostla sazba z nových hypoték o 0,7 procentního bodu. V porovnání s dlouhodobějšími sazbami finančního trhu se úroková sazba z hypoték zvyšovala pomaleji. Růst měnověpolitických sazeb se začal promítat i u spotřebitelských úvěrů, když úroková sazba z těchto úvěrů po svém dlouhodobém poklesu mírně vzrostla na 8,7 %. Pokračoval růst úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům, která v červenci dosáhla 2,8 % a oproti sazbě v eurozóně byla již o 1,2 procentního bodu vyšší. Úroková marže bank se u úvěrů podnikům dále zvýšila. Reálné úrokové sazby z úvěrů na bydlení a podnikových úvěrů jsou v blízkosti nuly. Úrokové sazby z vkladů zůstávají na velmi nízké úrovni.

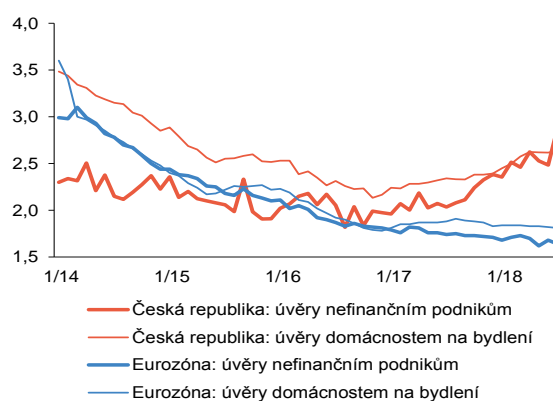
KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ A VKLADŮ

(úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

	Úroková sazba	Změna od	
		listopadu 2016	srpna 2017
DOMÁCNOSTI			
Hypoteční úvěry	2,4	0,5	0,3
Hypoteční úvěry s fixací sazby 1-5 let	2,4	0,5	0,3
Hypoteční úvěry s fixací sazby 5-10 let	2,5	0,7	0,4
Nové hypoteční úvěry	2,5	0,7	0,4
Refinancované hypoteční úvěry	2,5	0,7	0,5
Spotřebitelské úvěry	8,7	-1,5	-0,7
Vklady			
Jednodenní vklady	0,1	0,0	0,0
Nové vklady s dohodnutou splatností	0,8	-0,3	0,3
NEFINANČNÍ PODNIKY			
Nové úvěry celkem	2,8	1,0	0,9
Malé úvěry (do 30 mil. Kč)	3,0	0,6	0,8
Velké úvěry (nad 30 mil. Kč)	2,8	1,0	1,0
Stavy úvěrů celkem	3,0	0,5	0,5

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

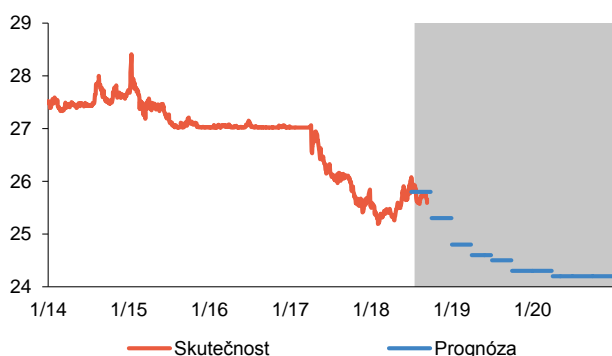
(v %)



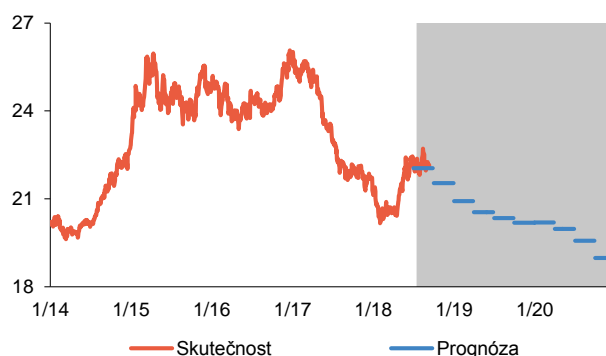
III.6.2 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí nejprve krátkodobě oslabil, poté však výrazně korigoval pod výchozí hodnotu. Od počátku července koruna nejprve krátkodobě oslabila až na hodnotu 26,1 CZK/EUR, poté však rychle korigovala k 25,7 CZK/EUR a v závěru sledovaného období dále posílila. Za dosud uplynulé třetí čtvrtletí dosáhl kurz koruny vůči euru v průměru hodnoty 25,7 CZK/EUR. Oproti predikci z 5.SZ tak byl nepatrně silnější (o cca 0,4 %). Meziroční posílení koruny vůči euru činilo v srpnu 1,6 %.

MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI EURU
(CZK/EUR)



MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI USD
(CZK/USD)



Pozn.: Šedá plocha představuje období od projednání 5.SZ v bankovní radě.

Ve směru oslabování kurzu koruny působil především pokračující růst sazeb v USA a pokles důvěry finančních investorů vůči rozvíjejícím se trhům. V obráceném směru pak kurz ovlivňovala postupně zpřisňující se měnová politika ČNB. Přesun krátkodobého kapitálu do USA je nadále spojen s očekáváním trhů ohledně pokračujícího robustního hospodářského růstu kolem 3 % a dalšího zvyšování měnověpolitických sazeb v USA. Kurz koruny je navíc ovlivňován i projevy finanční nestability v evropském regionu (zejména v Turecku).

Z domácích faktorů finanční trhy sledují pozorně zejména vývoj inflace a mezd, které jim s určitým zjednodušením dovolují odhadovat budoucí vývoj tuzemských úrokových sazeb. Aktuálně hraje klíčovou roli ve vývoji kurzu koruny – spíše než existující a očekávaný úrokový diferenciál koruny vůči euru – diferenciál koruny vůči americkému dolaru. To se ovšem může radikálně změnit v případě, že finanční trhy výrazně změní očekávání ohledně budoucího vývoje světové ekonomiky.

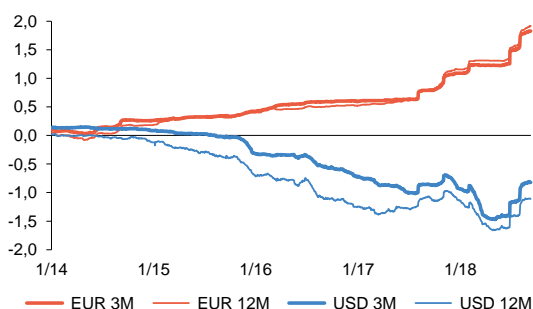
Koncem první poloviny září koruna mírně posílila z hodnoty kolem 25,7 až na 25,5 CZK/EUR vlivem komentářů tří členů BR naznačujících ještě dvě zvýšení sazeb v letošním roce. Trhy tak nyní očekávají dvě zvýšení sazeb v ČR do konce roku (stejně jako v USA) oproti dříve očekávanému jednomu. Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí dále poměrně výrazně zvýšil a na konci první zářijové dekády se pohyboval mírně nad hodnotou 1,8 p.b. u tříměsíčních sazeb.

Vůči americkému dolaru se koruna ve třetím čtvrtletí pohybovala v poměrně velkém intervalu bez zjevného směru (21,8 až 22,6 CZK/USD). Meziročně se jednalo víceméně o stagnaci. Narůstající úrokový diferenciál dolaru vůči ostatním rezervním měnám nevede aktuálně k dalšímu posilování dolaru. Rostoucí dolarové úrokové sazby však vyvolávají značné problémy v některých rozvíjejících se ekonomikách s relativně vysokým zahraničním zadlužením (zejména v Turecku, Argentíně a JAR).

V dosavadním průběhu třetího čtvrtletí se záporný úrokový diferencál u tříměsíčních korunových a dolarových sazeb poměrně výrazně snížil na hodnoty mírně nad -0,8 p.b.. Průměrný kurz koruny vůči dolaru ve třetím čtvrtletí je oproti prognóze z 5.SZ mírně slabší (o 0,9 %).

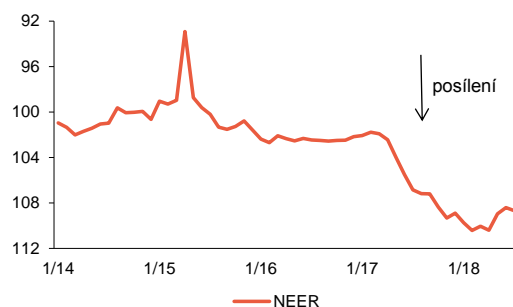
ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY KORUNY VŮČI EURU A DOLARU

(v p. b.)



INDEX NOMINÁLNÍHO EFEKTIVNÍHO KURZU KORUNY (NEER)

(NEER)



Meziroční posílení nominálního efektivního kurzu (NEER) koruny dosáhlo v srpnu 2,1 % (v červenci 1,7 %). Rozsah meziročního posílení je však oproti nejvyšším dosaženým hodnotám na počátku letošního roku jen zhruba třetinový. Koruna nadále meziročně posilovala vůči většině měn obsažených v koši, zpravidla do 3 %. K výraznému meziročnímu posílení koruny o cca 10 % došlo vůči ruskému rublu a švédské koruně; více než 7% posílení pak bylo patrné vůči maďarskému forintu.

III.6.3 Úvěry

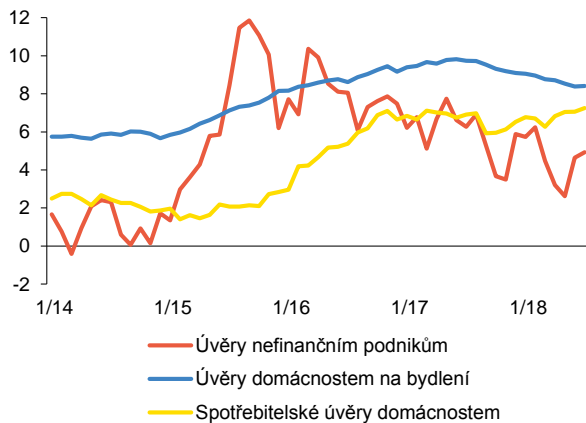
Dynamika úvěrů soukromému sektoru mírně vzrostla. Roční míra růstu těchto úvěrů dosáhla v červenci 6,7 % a byla nadále významně tažena úvěry domácnostem. K vyššímu růstu úvěrů však aktuálně přispívaly zejména podnikové úvěry. Růst úvěrů je podporován stále relativně nízkou hladinou úrokových sazeb a pokračujícím růstem ekonomiky.

U domácností růst úvěrů na bydlení po předchozím zvolnění ovlivněném zpřísněním úvěrových standardů a vysokou úrovní cen nemovitostí stagnoval. Meziroční dynamika úvěrů na bydlení v červenci setrvala ve výši 8,4 % (u hypoték na úrovni 8,9 %). Objemy nových úvěrů na bydlení meziročně vzrostly zejména v důsledku čistých nových úvěrů, přičemž dle bank bude uvedený vývoj do říjnového zpřísnění regulace ČNB pokračovat. Poptávka tak setrvává na vysoké úrovni. Spotřebitelské úvěry rovněž zrychlily svoji svižnou dynamiku na 7,3 %.

Růst úvěrů nefinančním podnikům mírně zrychlil na 4,9 % v důsledku oživení dynamiky úvěrů v oblasti nemovitostí. Úvěry nadále svižně rostou zejména ve zpracovatelském průmyslu, dále pak v obchodu a ve stavebnictví. Dominují úvěry s delší splatností zaměřené dle bank na zefektivnění výroby podniků při omezeních na trhu práce a růstu mzdových nákladů. Postupné zvyšování úrokových sazeb vede k mírnému růstu čistých úrokových nákladů podniků, jejich poměr k hrubému provoznímu přebytku se však v souhrnu pohybuje výrazně pod dlouhodobým průměrem (ve druhém čtvrtletí 2018 dosáhl zhruba 3 %). Objemy úvěrů v cizí měně zůstávají vlivem předchozího bilančního zajištění vysoké, aktuálně jsou motivovány též nižšími úrokovými sazbami eurových úvěrů oproti sazbě úvěrů v domácí měně. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových podnikových úvěrech zůstává v blízkosti 30 %.

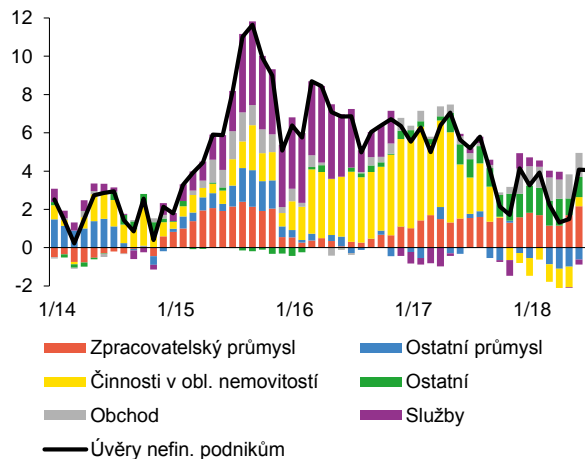
ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

(roční míry růstu v %)



ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

(příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu)



III.6.4 Peníze

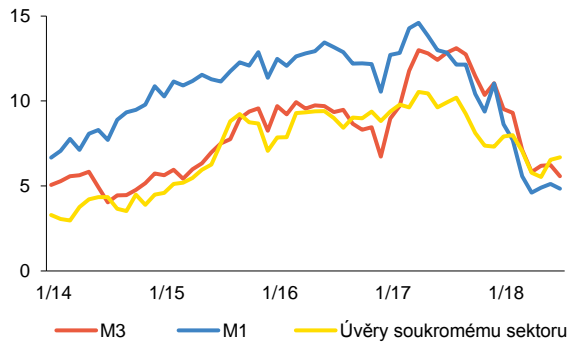
Růst peněžního agregátu M3 v červenci dále zpomalil a pohyboval se lehce pod 6 %.¹⁰ To bylo ovlivněno zejména poklesem vkladů finančních investorů, kteří v podmínkách rostoucí výnosové křivky ustupují od nízko úročených vkladů. Dynamika M3 se po korekci vysokých hodnot zaznamenaných v období kolem ukončení kurzového závazku vlivem přesunů v portfoliích pohybuje v blízkosti průměrné úrovně pozorované od roku 2009. K růstu M3 nadále nejvýrazněji přispívají vysoce likvidní jednodenní vklady. Z hlediska sektorové struktury mají nejvýznamnější příspěvek vklady domácností. Naopak růst vkladů nefinančních podniků dále zpomalil a byl pod dlouhodobým průměrem.

Z hlediska tvorby peněz k růstu M3 přispívají domácí úvěry. Čistá zahraniční aktiva naopak v posledním období meziročně klesala zejména v důsledku odlivu portfoliových investic. V tom se dle měnové interpretace platební bilance za druhé čtvrtletí projevovalo snížení objemu krátkodobých vládních dluhopisů v držbě zahraničních investorů. Z hlediska dopadu do M3 byl uvedený vývoj částečně kompenzován zvýšením úvěru vlády u tuzemských bank. Ve struktuře čistých zahraničních aktiv krátkodobé vklady nerezidentů u domácích bank v červenci poklesly o 24 mld. Kč. Objem těchto vkladů dosáhl 692 mld. Kč oproti 711 mld. Kč zaznamenaným po ukončení kurzového závazku v dubnu 2017.

¹⁰ Podle prognózy z 5.SZ 2018 se bude růst M3 ve zbývající části roku 2018 nacházet okolo 7 % a v letech 2019 a 2020 v blízkosti 8 %, resp. 9 %. V tom se bude odrážet pokračování růstu ekonomické aktivity (byť mírnějším tempem), pohyb inflace do poloviny roku 2019 nad 2 % a následně okolo cíle a zvyšování úrokových sazeb.

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

(roční míry růstu v %)

**M3 A JEHO PROTÍPOLOŽKY**

(příspěvky v procentních bodech)

