ZPRÁVA O INFLACI / IV

2017

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2017

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. listopadu 2017 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 20. říjnu 2017. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na našich webových stránkách. Zde jsou uveřejněna také podkladová data k tabulkám a grafům použitým v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje dostupné v databázi ARAD.

Vážení čtenáři,

Zpráva o inflaci je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky. Publikujeme ji již od roku 1998. V průběhu let jsme ji postupně inovovali, přičemž svou aktuální podobu – jak ji vidíte nyní – získala letos na jaře. V kapitole I této Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. Kapitola III obsahuje naše hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu. Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu je naše nezávislost. Z tohoto důvodu ze zákona nesmíme přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.

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

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

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky. Bankovní rada se k měnověpolitickým otázkám schází osmkrát ročně, pokud si ekonomický vývoj nevyžádá její mimořádné měnové zasedání. Na čtyřech jednáních (v únoru, květnu, srpnu a listopadu) přitom diskutujeme novou prognózu, na čtyřech zbývajících zasedáních (v březnu, červnu, září a prosinci) pak rizika a nejistoty poslední prognózy, a to ve světle nově dostupných informací o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji. Příchod nových informací od sestavení prognózy a možnost odlišného vyhodnocení jejích rizik členy bankovní rady přitom způsobují, že námi přijaté rozhodnutí nemusí zcela odpovídat vyznění prognózy připravené našimi odborníky.

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

Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů. Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co měnověpolitické úrokové sazby byly sníženy na tzv. „technickou nulu“ již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Tento nástroj byl používán až do 6. dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o ukončení kurzového závazku. V rámci standardně fungujícího režimu řízeně plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme především za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makroobezřetnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makroobezřetnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makroobezřetnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz.

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

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok
guvernér

PŘEDMLUVA 4
OBSAH 7

I. SHRNUTÍ 8
II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA 10
II.1 Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy 10
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí 10
II.1.2 Zaharniční cenový vývoj 11
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj 13
II.2 Prognóza 14
II.2.1 Inflace a měnová politika 14
II.2.2 Náklady a trh práce 16
II.2.3 Ekonomická aktivita 18
II.2.4 Platební bilance 19
II.2.5 Fiskální vývoj 21
II.3 Srovnání s minulou prognózou 22
II.4 Rizika a nejistoty prognózy 24
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB 24
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů 25

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ 27
III.1 Cenový vývoj 27
III.1.1 Plnění inflačního cíle 27
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí 29
III.1.3 Dovozní a produkční ceny 30
III.2 Vývoj ekonomiky 32
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu 32
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky 32
III.2.3 Produkční strana ekonomiky 34
III.3 Trh práce 36
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 36
III.3.2 Mzdy a produktivita 37
BOX LUCI – souhrnný ukazatel trhu práce 38
III.4 Finanční a měnový vývoj 40
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby 40
III.4.2 Měnový kurz 42
III.4.3 Úvěry 43
III.4.4 Peníze 44

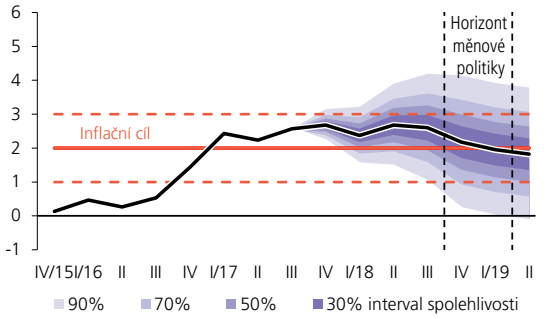
POUŽITÉ ZKRATKY 45
GLOSÁŘ POJMŮ 46
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY 50

I. SHRNUTÍ

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace setrvá po většinu roku 2018 nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se bude pohybovat v jeho blízkosti
(meziročně v %)

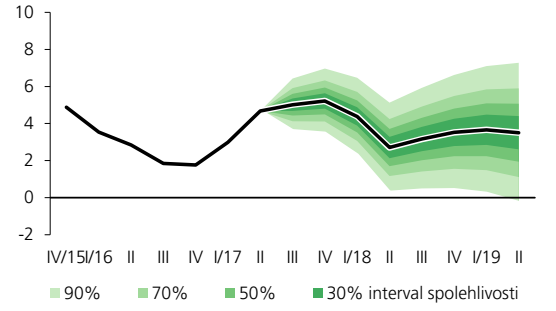


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a rozšiřující se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst české ekonomiky z letošních vysokých temp zvolní v následujících dvou letech v průměru mírně nad 3 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy růstu HDP odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jakožto i revize národních účtů ČSÚ. Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

Inflace setrvá po většinu roku 2018 nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se k němu vrátí. Celkové inflační tlaky v současnosti kulminují, přičemž odrážejí zrychlující mzdovou dynamiku v podmínkách robustního růstu domácí ekonomiky. Růst domácích nákladů se ještě krátkodobě zvýší v návaznosti na napjatou situaci na trhu práce. Poté se domácí nákladové tlaky s přispěním stabilizačního působení měnové politiky zmírní, stále však budou převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen. Jejich vývoj bude odrážet zejména posilující kurz koruny při dočasně slábnoucí dynamice zahraničních výrobních cen. Zároveň odezní jednorázové vlivy zvyšující inflaci na počátku letošního roku. Na horizontu měnové politiky, tedy na přelomu let 2018 a 2019, se tak inflace shora vrátí k 2% cíli ČNB (Graf I.1). Z hlediska struktury cenového vývoje dojde v příštím roce k mírnému snížení jádrové inflace, k čemuž přispěje především pokles dovozních cen. V současnosti poměrně výrazný růst cen potravin krátkodobě ještě lehce zrychlí, poté rovněž zvolní v souvislosti s odezněním nárůstu světových cen zemědělských komodit. Regulované ceny se letos celkově nezmění, v příštích dvou letech se zvýší s přispěním obnoveného růstu cen elektřiny i plynu. U cen pohonných hmot odezněl výrazný meziroční růst z počátku letošního roku. V příštích dvou letech budou tyto ceny většinou mírně klesat vlivem posílení kurzu CZK/USD při přibližně stabilních dolarových cenách ropy.

Růst české ekonomiky v letošním roce dosáhne 4,5 %, v následujících dvou letech jeho tempo zvolní (Graf I.2). Ekonomika se bude nadále nacházet nad svým potenciálem. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustním růstem spotřeby domácností. Ten odráží optimismus spotřebitelů v prostředí vysokého růstu jejich příjmů. Investice oživí, a to především ve vládním sektoru v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. V menší míře bude fiskální politika k růstu domácí poptávky přispívat i prostřednictvím výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře a zvyšování důchodů i sociálních dávek. Ekonomika bude dále těžit ze stabilního růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však postupně odezní v důsledku posílení kurzu koruny a zrychlení dovozně náročné domácí poptávky. Měnová politika bude svým zpřísňováním v kurzové i úrokové složce působit proti dalšímu přehřívání domácí ekonomiky. Robustní ekonomický růst se projevuje výrazně napjatou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti zůstává nejnižší v rámci zemí EU a prostor pro její další snížení je již malý. Důsledkem toho bude zvolnění růstu zaměstnanosti a další urychlení – již v současnosti vysoké – dynamiky mezd.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí zejména vlivem dřívějšího zpřísňování domácí měnové politiky oproti eurozóně. Prognóza kurzu pro čtvrté čtvrtletí 2017 zohledňuje dosavadní vývoj na devizovém trhu ovlivňovaný tzv. překoupeností trhu. Ta je dána velkým objemem korunových pozic finančních investorů při současném zajištění kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku

ČNB. Překoupenost trhu bude dle předpokladů prognózy částečně tlumit tempo posilování kurzu i v prvním čtvrtletí 2018. Poté koruna dále zpevní. V tomto směru bude působit kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB. K posilování koruny přispěje rovněž pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny.

Spolu s posílením kurzu přispěje dle prognózy k návratu inflace na cíl další zvyšování úrokových sazeb (Graf I.3). Ty se budou postupně navracet k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni. Zvyšování sazeb bude přitom zhruba do poloviny příštího roku brzděno pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB, které bude vytvářet tlak na posilování kurzu koruny.[1]

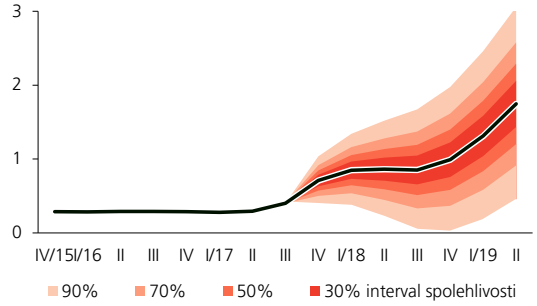
Bankovní rada ČNB na listopadovém měnovém jednání jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 0,50 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby o 50 bazických bodů na 1 % a o ponechání diskontní sazby na úrovni 0,05 %.

Většina bankovní rady vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Riziko v tomto směru může vyplynout z vývoje měnového kurzu. Ten může v příštích čtvrtletích posilovat oproti prognóze pozvolněji vlivem překoupenosti trhu s korunou. Proinflačním rizikem prognózy je také síla, skladba a setrvačnost fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Časování dalších kroků při zvyšování úrokových sazeb bude podmíněno vývojem všech klíčových makroekonomických veličin včetně kurzu koruny.

GRAF I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní pokračující růst domácích tržních úrokových sazeb
(3M PRIBOR v %)



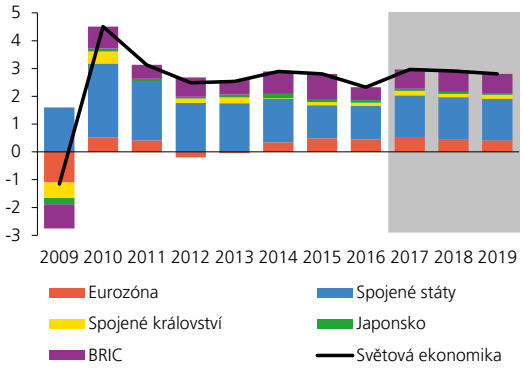
Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou dolní mezí.

1 Při přípravě prognózy nebylo známo rozhodnutí ECB z 26. října 2017 o snížení objemu nakupovaných aktiv ze 60 na 30 mld. EUR měsíčně od ledna 2018 a prodloužení tohoto programu přinejmenším o 9 měsíců. Toto rozhodnutí lze oproti předpokladům prognózy hodnotit jako v souhrnu nepatrně více uvolněnou měnovou politiku ECB.

GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Světová ekonomika poroste zejména díky sílící výkonnosti rozvíjejících se zemí a USA při solidním růstu v eurozóně
(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)

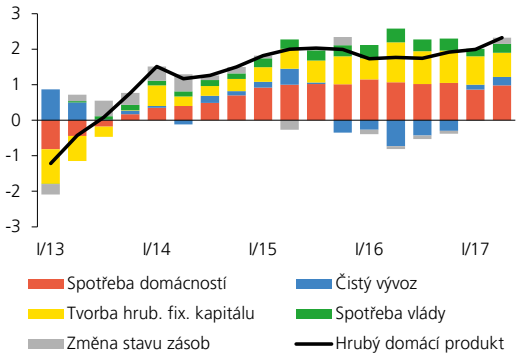


Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v období 2010–2015; skupina BRIC zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii a Čínu.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

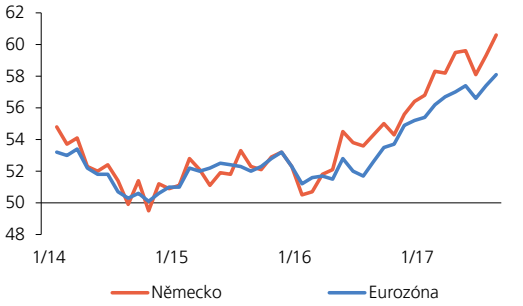
Růst HDP ve druhém čtvrtletí dále zrychlil, nadále je tažen zejména spotřebou domácností a fixními investicemi
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)



GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

PMI se dále zvyšuje a signalizuje tak pokračování solidního růstu průmyslové produkce
(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Růst světové ekonomiky po loňském zpomalení letos zrychluje a zvýšenou dynamiku si udrží i v následujících dvou letech. To platí i pro hospodářský růst v eurozóně v efektivním vyjádření[2]. Růst cen průmyslových výrobců bude ve zbytku letošního roku dále slábnout v důsledku odeznívání vlivu předchozího zvýšení cen energetických a průmyslových surovin. Poté se však jeho růst postupně obnoví. Podobně se bude vyvíjet i inflace spotřebitelských cen v eurozóně, která nejprve poklesne a poté se bude jen pozvolna zdola přibližovat k definici cenové stability dle ECB. Tržní úrokové sazby 3M EURIBOR se nacházejí téměř na celém výhledu v záporných hodnotách v důsledku nadále uvolněné měnové politiky ECB. Záporný krátkodobý úrokový diferenciál eura vůči dolarové sazbě se dále rozšíří a teprve v roce 2019 se začne opět snižovat. Kurz eura vůči dolaru by měl být navzdory tomu zhruba stabilní.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky v letošním roce zrychlí a zvýšené tempo si zachová na celém výhledu.[3] Hlavní zásluhu na tom bude mít vývoj v rozvíjejících se zemích a USA. Spojené státy zaznamenaly v prvním pololetí výrazné zvýšení dynamiky HDP. Ve zbytku roku se sice očekává její zpomalení v důsledku nejsilnější hurikánové sezony v historii, mělo by však být jen přechodné. Ekonomický růst zrychluje rovněž v Japonsku, kde velmi nízká nezaměstnanost působí na růst mezd a zvyšování domácí poptávky. S výjimkou Indie[4] se v letošním roce zvýší dynamika HDP také v zemích skupiny BRIC. Po Rusku se nyní z recese dostala i Brazílie a obě ekonomiky by měly dosáhnout výrazně vyšších temp růstu než v předchozích letech. Loňskou hodnotu letos zřejmě překoná také růst v Číně. Spolu s vyšší dynamikou eurozóny to povede ke zrychlení růstu globální ekonomiky o více než 0,5 procentního bodu (Graf II.1.1). Upevnění globálního růstu signalizují také předstihové ukazatele, např. globální kompozitní PMI, který v září zaznamenal dvouapůlleté maximum.

Ekonomika eurozóny roste již pátým rokem, a to především díky spotřebě domácností a fixním investicím. Ve druhém čtvrtletí 2017 zrychlil růst HDP na 2,3 % meziročně, přičemž k němu přispěly kladně

2 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz také Glosář pojmů). V nich mají významní obchodní partneři ČR (zejména Německo a Slovensko) větší váhu (50 %, resp. 14 %) oproti jejich podílu na eurozóně jako takové (váhy použité při výpočtu odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny). Výhledy HDP, PPI a CPI pro jednotlivé země eurozóny přitom vycházejí z říjnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 9. říjnu 2017. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

3 Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace Globální ekonomický výhled.

4 Na hospodářské výkonnosti Indie se nadále nepříznivě podepisuje loňská neúspěšná demonetizace a nově i nedávné zavedení významné daňové reformy.

všechny složky poptávky včetně čistého vývozu a změny stavu zásob (Graf II.1.2). Solidních temp růstu již aktuálně dosahuje většina ekonomik eurozóny, nově se k nim přidala i donedávna zaostávající Francie.[5] V mezičtvrtletním vyjádření dynamika HDP eurozóny lehce zrychlila na 0,6 %.

Solidní ekonomický růst eurozóny zřejmě pokračoval i v letošním třetím čtvrtletí. Průmyslová produkce se zvyšovala jak v červenci, tak v srpnu, k čemuž vedle domácí poptávky přispělo i oživení světové ekonomiky. V meziročním vyjádření se dynamika průmyslové produkce pohybovala lehce pod 4 %. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v září zvýšil až na hodnotu 58,1 a naznačuje tak pokračování silného růstu produkce i v následujících měsících (Graf II.1.3). Na straně poptávky přispívá ke zvyšování spotřeby pokračující pozitivní vývoj na trhu práce. Nezaměstnanost opět lehce poklesla (na 9,1 % v srpnu), růst mezd ve druhém čtvrtletí meziročně zrychlil na 2 %[6] a důvěra spotřebitelů nadále roste. Růst maloobchodních tržeb přesto v srpnu nečekaně zpomalil (na 1,2 % meziročně).

Na horizontu prognózy poroste HDP eurozóny v efektivním vyjádření více než 2% tempem (Graf II.1.4). Růst přitom bude nejvýraznější ve druhé polovině letošního roku, kdy dosáhne 2,5 %. Poté se bude jeho dynamika shora navracet ke 2% hranici. Zpomalení růstu v efektivním vyjádření přitom bude mírnější než u eurozóny jako takové, mimo jiné vzhledem k nadále solidnímu vývoji v Německu, které má v efektivním ukazateli vyšší váhu. Ekonomický vývoj v eurozóně bude nadále podporován uvolněnými měnovými podmínkami, zlepšující se situací na trhu práce a silnou ekonomickou důvěrou. Vývoz bude profitovat ze zrychleného růstu světové ekonomiky při stabilním kurzu eura.

II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Trh s ropou vykazuje zřetelné známky stabilizace, a cena ropy Brent by tak měla nadále setrvat poblíž 55 USD/barel (Graf II.1.5). Omezená těžba kartelu OPEC a dalších velkých producentů v kombinaci s nadále silnou poptávkou se promítá do poklesu – doposud vysokých – globálních zásob ropy a zejména rafinérských produktů. Poptávku v současnosti urychluje růst spotřeby motorové nafty v souvislosti s oživením světového obchodu. Nízké zásoby nafty a topného oleje jsou zárukou, že vysoká poptávka rafinérií po ropě bude pokračovat i v nejbližších měsících, zejména pokud se naplní předpověď chladnější zimy na severní polokouli. O mírném převisu aktuální poptávky nad těžbou ropy svědčí i sklon křivky termínovaných kontraktů, která implikuje průměrnou cenu ropy Brent ve zbytku letošního roku mírně nad

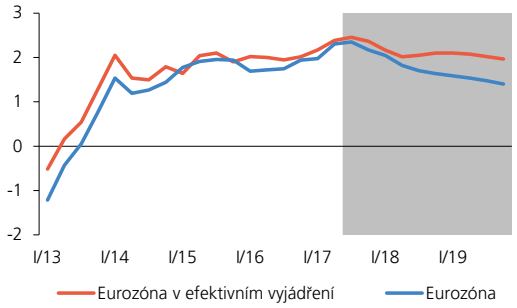
5 Meziroční růst francouzského HDP zrychlil ve druhém čtvrtletí na 1,8 %. Podprůměrný hospodářský růst dosud přetrvává v Itálii, Belgii (obě země 1,5 %) a Řecku (0,8 %).

6 Napříč jednotlivými zeměmi eurozóny byl nicméně růst mezd značně diferencovaný. Nejrychleji rostly mzdy v pobaltských zemích (nad 8 %) a na Slovensku (6,7 %). V Německu dosáhl mzdový růst 2,9 % a ve Francii 1,9 %. V Itálii a Španělsku zatím nedosahuje růst mezd ani 1 %.

GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

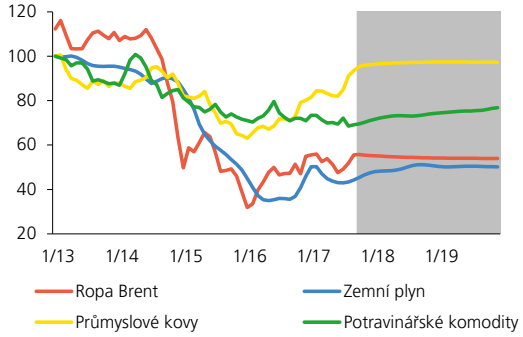
Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně kulminuje na nejvyšších tempech za posledních pět let, poté se vrátí ke 2 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

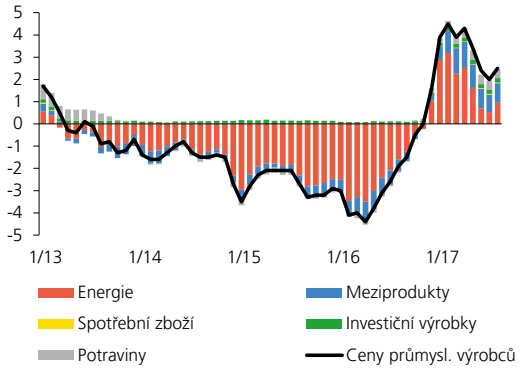
Tržní křivka cen ropy má lehce negativní sklon, u cen plynu a potravinářských komodit se naopak očekává mírný růst
(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2013 = 100], zemní plyn [ruský na hranicích s Německem], pramen: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců v srpnu mírně zrychlil zejména s přispěním cen energií a meziproduktů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

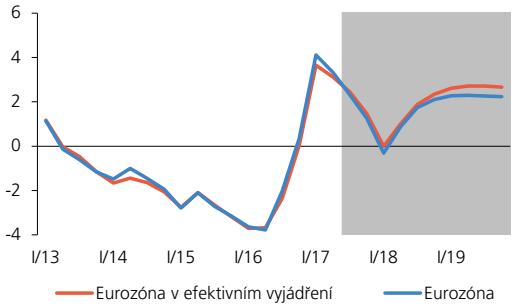


Poznámka: Potraviny včetně nápojů a tabáku; spotřební zboží bez potravin.

GRAF II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

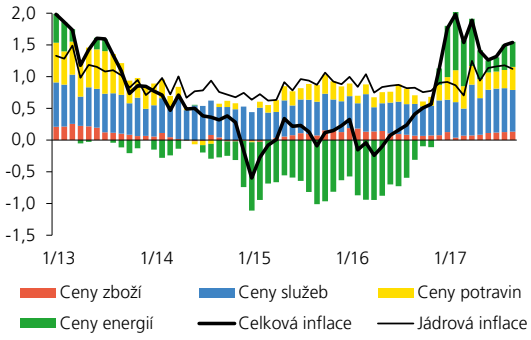
Růst cen průmyslových výrobců bude až do začátku roku 2018 odeznívat, následně se opět obnoví a zrychlí nad 2 %
(meziročně v %, sezonně očištěno)



GRAF II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace byla v posledních měsících tažena zejména cenami služeb při citelně sníženém příspěvku cen energií
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

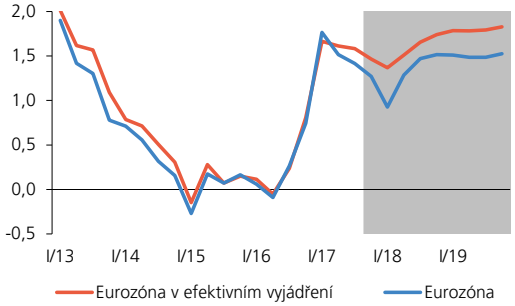


Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě indexu HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

GRAF II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace se na horizontu prognózy bude přibližovat ke 2% úrovni, do konce roku 2019 však této hladiny nedosáhne
(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



55 USD/barel a pro příští rok lehce pod touto hodnotou. K optimismu na trhu přispívají i signály, že OPEC a další velcí producenti jsou ochotni prodloužit dohodu o omezení produkce až do konce roku 2018, případně těžbu ještě dále snížit. Při ceně ropy WTI nad 50 USD/barel však lze na druhou stranu očekávat opětovné zrychlení růstu těžby v USA, což vytváří pojistku proti výraznému růstu cen ropy.

Souhrnný index cen neenergetických surovin od července roste zejména vlivem zvýšení dílčího indexu cen průmyslových kovů. Ceny základních kovů jsou nadále podporovány dobrými vyhlídkami průmyslové aktivity (ukazatel J.P.Morgan PMI globálního zpracovatelského průmyslu setrvává s hodnotou 53,1 nejvýše za 75 měsíců) a slabším dolarem. Tržní výhled však již další výrazné zvýšení cen kovů nepředpokládá. Naopak dílčí index cen potravinářských komodit se nadále pohybuje poblíž mnohaletých minim (Graf II.1.5). I když slabší dolar podporuje zvýšenou poptávku v dovozních zemích, vysoké globální zásoby u většiny plodin brání výraznějšímu růstu jejich cen. Výhled cen potravinářských komodit je nicméně pozvolna rostoucí.

Růst cen průmyslových výrobců v eurozóně v srpnu zrychlil zejména vlivem zvýšeného růstu cen energií a meziproduktů. Dosáhl přitom 2,5 % meziročně (Graf II.1.6). Po očištění o ceny energií zůstal stabilní mírně nad 2% úrovní. U nejvýznamnějších obchodních partnerů České republiky – Německa a Slovenska – růst cen výrobců oproti předchozímu měsíci také zrychlil na 2,4 %, resp. 2,8 %.

Do začátku příštího roku bude dynamika cen průmyslových výrobců v eurozóně zpomalovat k nule, poté opět zrychlí (Graf II.1.7). Po nedávném výrazném meziročním růstu ceny ropy, který se nejvíce projevil v prvním čtvrtletí, se ve zbytku letošního roku očekává jeho relativně rychlé odeznění. To také potvrzují poslední pozorovaná data. Efekt meziročně zpomalujících dolarových cen energetických komodit je navíc zesílen silnějším kurzem eura vůči americkému dolaru. V příštím roce se tak očekává průměrné meziroční tempo růstu výrobních cen v eurozóně v efektivním vyjádření pouze na úrovni 1,3 %, v roce 2019 pak zrychlení na 2,7 %.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně ve třetím čtvrtletí mírně vzrostla. V srpnu i září dosáhla 1,5 % (Graf II.1.8), a nadále se tak nacházela pod definicí cenové stability ECB. Na růstu spotřebitelských cen se nejvýrazněji podílely ceny služeb při citelně sníženém příspěvku cen energií pro domácnosti oproti počátku letošního roku. Jádrová inflace v září mírně poklesla na 1,1 %.

Efektivní ukazatel spotřebitelské inflace v eurozóně se na konci horizontu prognózy přiblíží ke 2% úrovni (Graf II.1.9). Od druhé poloviny letošního roku bude inflace u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů vyšší ve srovnání se zbytkem eurozóny, a proto se bude i ukazatel inflace v efektivním vyjádření pohybovat nad standardním ukazatelem pro eurozónu jako takovou. Ten dle výhledu analytiků počátkem příštího roku klesne, a poté se opět zvýší zhruba na 1,5 %, což je stále pod definicí ECB pro cenovou stabilitu.

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR dle tržního výhledu zůstane záporná až téměř do konce roku 2019 (Graf II.1.10). Tržní výhled se shoduje s předpověďmi analytiků v rámci říjnového CF, kteří očekávají tuto sazbu na úrovni -0,3 % v horizontu 3 měsíců a -0,2 % v horizontu 12 měsíců. Výnos německých vládních dluhopisů s desetiletou splatností by měl dle výhledu CF v následujících dvou letech dále růst (Graf II.1.11). Ve sledovaném období nedošlo ke změně úrokových sazeb ECB. Ta zároveň pokračuje v nákupech aktiv v měsíčním čistém objemu 60 mld. EUR.[7] Na zářijovém zasedání však Rada guvernérů jednala o rozsahu a délce programu nákupů aktiv. Na následujícím jednání 26. října 2017 pak bylo oznámeno, že od ledna příštího roku se objem nákupů aktiv sníží na 30 mld. EUR měsíčně. Program přitom bude pokračovat přinejmenším dalších 9 měsíců, tedy do září 2018.

Rostoucí trajektorie tržního výhledu sazby 3M USD LIBOR odráží očekávané další zpřísnění měnové politiky Fedu (Graf II.1.10). Na zářijovém zasedání americké centrální banky k úpravě sazeb nedošlo, z grafu prezentujícího výhled jednotlivých guvernérů Fedu („dot plot") je však zřejmé, že většina z nich by podpořila ještě jedno zvýšení sazeb v tomto roce. Po zveřejnění pozitivních zpráv z trhu práce vzrostla trhem implikovaná pravděpodobnost prosincového zvýšení sazeb na 80 %. Na začátku října byl spuštěn program normalizace bilance Fedu dle avizovaného plánu. Celkové měsíční reinvestice výnosů z držených dluhopisů a krytých cenných papírů před splatností budou sníženy o 10 mld. USD měsíčně, přičemž každé tři měsíce bude tato hodnota navýšena o dalších 10 mld. až do doby, než dosáhne 50 mld. USD za měsíc. To se promítlo v očekáváních analytiků říjnového CF; výnos desetiletého amerického vládního dluhopisu by měl v horizontu jednoho roku vzrůst na 2,9 % (Graf II.1.11). Výnosový diferenciál vůči německým vládním dluhopisům se stejnou splatností by se tak měl udržet poblíž 2 procentních bodů.

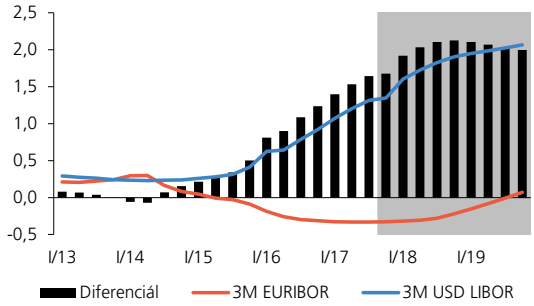
Výhled CF předpokládá setrvání kurzu eura vůči americkému dolaru v blízkosti aktuálních hodnot (Graf II.1.12). Ve třetím čtvrtletí letošního roku euro vůči dolaru posilovalo a na začátku září dosáhlo nejsilnější hodnoty od ledna 2015 (1,2 USD/EUR). Vývoj kurzu odrážel rychlejší ekonomický růst v eurozóně, zatímco v USA převládaly obavy spojené s geopolitickým napětím, nejistotou ohledně navýšení dluhového stropu či dopady hurikánů na americkou ekonomiku. Přibližně stabilní je i výhled nominálního efektivního kurzu eura vůči měnám hlavních obchodních partnerů eurozóny podle předpovědi CF.

7 Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB prostřednictvím stínových úrokových sazeb. Ty jsou aktuálně přibližně o 1 procentní bod níže oproti tržním sazbám. Rozdíl se však v čase postupně snižuje až téměř na nulu na konci roku 2018.

GRAF II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

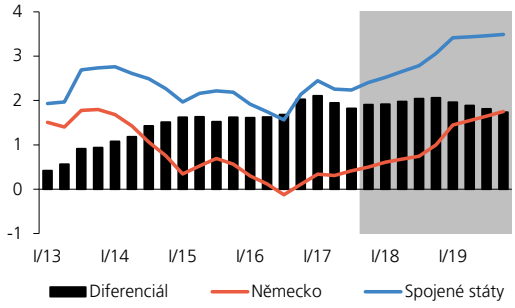
Posun k méně záporným úrokovým sazbám v eurozóně lze dle tržních výhledů očekávat od druhé poloviny roku 2018, v USA se předpokládá další nárůst úrokových sazeb
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

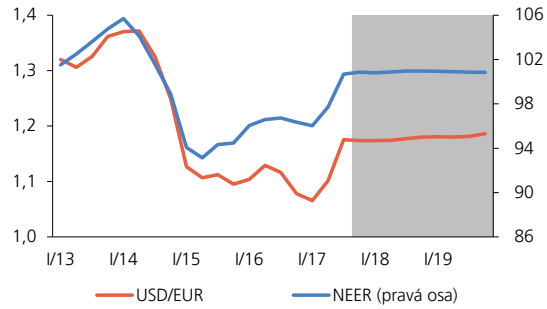
Výnosový diferenciál by se měl pohybovat okolo 2 procentních bodů při nárůstu dlouhodobých výnosů v Německu i USA
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.12

KURZ EURA

Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru se až do konce roku 2019 pohybuje poblíž aktuálních hodnot, tedy lehce pod 1,2 USD/EUR
(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2012 = 100, pravá osa)



II.2 PROGNÓZA

Aktuálně výrazné inflační tlaky, plynoucí ze zrychleného růstu domácí ekonomiky a mezd, se budou postupně zmírňovat v návaznosti na zesilující protiinflační působení dovozních cen. Současně odezní jednorázové cenové vlivy zvyšující inflaci na začátku letošního roku. Obnovený růst regulovaných cen však přispěje k tomu, že celková inflace setrvá po většinu roku 2018 nad 2% cílem. Na horizontu měnové politiky se pak bude inflace pohybovat v blízkosti cíle. Ekonomiku budou podporovat stabilně rostoucí zahraniční poptávka, silná spotřeba domácností a oživená investiční aktivita. Rostoucí poptávka po práci se při stále zřetelnějším nedostatku volné pracovní síly projeví pokračujícím rychlým růstem mezd. Kurz koruny dle prognózy dále posílí, zejména vlivem kladného úrokového diferenciálu, kvantitativního uvolňování ECB a dlouhodobé reálné konvergence. K návratu inflace do cíle přispěje dle prognózy vedle posílení kurzu i další zvyšování úrokových sazeb.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace setrvá po většinu roku 2018 nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se pak k němu vrátí (Graf II.2.1). Ke zvýšené inflaci v letošním roce přispívají především jádrová inflace a ceny potravin (Graf II.2.2). V příštím roce celková inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma. Aktuálně kulminující domácí inflační tlaky z trhu práce se zmírní a protiinflační vliv dovozních cen zároveň zesílí v důsledku utlumené dynamiky zahraničních cen a zejména posílení kurzu koruny. Směrem k vyšší inflaci však bude naopak působit obnovený růst regulovaných cen. Na horizontu měnové politiky, tedy na přelomu let 2018 a 2019, inflace zpomalí a bude se pohybovat v průměru na 2% cíli. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude nacházet v těsné blízkosti celkové inflace.[8]

Jádrová inflace zvolní vlivem poklesu dovozních cen a odeznění jednorázových vlivů z přelomu minulého a letošního roku. Rychlý růst cen bude i nadále patrný zejména u neobchodovatelných statků. Ty už od konce minulého roku zvyšují svoji dynamiku v návaznosti na inflační tlaky z domácí ekonomiky spojené zejména se zrychlujícím mzdovým růstem. V příštím roce bude vývoj jádrové inflace ovlivněn dalšími fázemi zavádění elektronické evidence tržeb (EET) od března a června 2018. Jejich cenové dopady do jádrové inflace ve výši 0,2 procentního bodu budou zhruba poloviční ve srovnání se zavedením EET v restauracích a kavárnách v prosinci 2016. Rovněž se sníží příspěvek v současnosti rychle rostoucího imputovaného nájemného v důsledku očekávaného

TAB. II.2.1

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

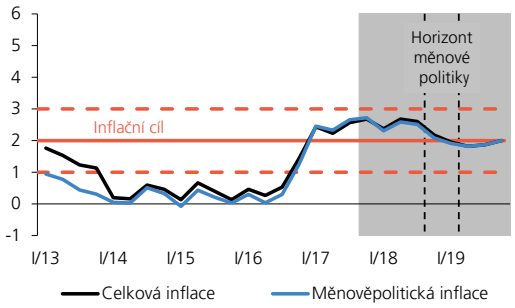
Celkový výhled ekonomiky je pozitivní
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
Celková inflace	0,7	2,5	2,5	1,9
HDP	2,5	4,5	3,4	3,1
Průměrná nominální mzda	3,7	7,2	7,3	4,8
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,3	0,4	0,9	2,0

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

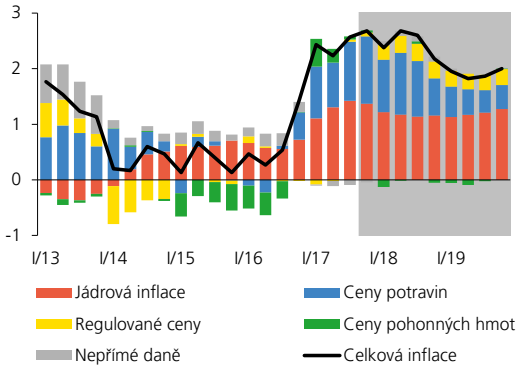
Inflace setrvá po většinu příštího roku nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se pak bude pohybovat v jeho blízkosti
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNÓZA

K inflaci budou nadále nejvíce přispívat jádrová inflace a ceny potravin, v příštím roce se k nim přidají i regulované ceny
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

8 Dopad změn nepřímých daní do celkové inflace bude zanedbatelný, přičemž zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky (v letech 2017 i 2018) se zhruba vykompenzuje se snížením sazby DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení z 21 % na 15 % (s platností od 1. prosince 2016) spolu se snížením sazby DPH pro noviny a časopisy z 15 % na 10 % (od 1. března 2017). Pro rok 2019 prognóza nepředpokládá změny nepřímých daní.

zvolnění dynamiky cen nových bytů.[9] Růst cen obchodovatelných položek jádrové inflace bude tlumen posilováním měnového kurzu a dočasným zvolněním růstu cen zahraničních výrobců. V roce 2018 se tak meziroční jádrová inflace bude nacházet mírně nad 2 %, kde setrvá i v následujícím roce (Graf II.2.3).

Dynamika cen potravin dočasně dále zrychlí, v příštím roce však s odezněním růstu cen komodit zřetelně zvolní. Meziroční růst cen potravin bude v říjnu 2017 kulminovat na 5% úrovni a poté se začne snižovat. Vlivem odeznívání vysokých růstů cen agrárních komodit pak v roce 2018 prognóza očekává další postupné zvolňování dynamiky cen potravin (až ke 2 %), které bude pokračovat i v roce 2019 (Graf II.2.3). Ve směru pomalejšího růstu cen bude působit i posílení měnového kurzu.

Ceny pohonných hmot budou téměř na celém horizontu prognózy meziročně mírně klesat (Graf II.2.3). Dle dostupných indikátorů[10] se ceny pohonných hmot v říjnu 2017 oproti září pouze lehce zvýšily. Ve zbytku letošního roku by se jejich dynamika měla postupně snižovat až do poklesu v samém závěru roku. To bude odrazem posílení kurzu CZK/USD při přibližně stabilních dolarových cenách ropy. Obdobný vývoj pak bude pokračovat i ve dvou následujících letech.

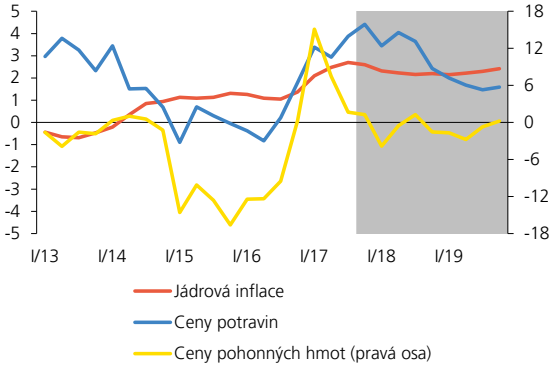
V příštím roce se obnoví růst regulovaných cen v souvislosti s obnoveným zřetelným růstem cen elektřiny. Záporné příspěvky cen plynu a tepla do regulovaných cen budou postupně slábnout a plně odezní v průběhu prvního čtvrtletí 2018. Zbývající složky regulovaných cen do konce letošního roku porostou dosavadním tempem, takže v souhrnu za rok 2017 se regulované ceny nezmění. Rychlejší růst cen elektřiny a obnovená kladná dynamika cen tepla i plynu spolu s pokračujícím růstem ostatních cen přispějí ke zvýšení regulovaných cen v příštím roce v průměru o 1,8 % (Tab. II.2.2). V roce 2019 si regulované ceny udrží obdobnou dynamiku.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí zejména vlivem dřívějšího zpřísňování domácí měnové politiky oproti eurozóně. Prognóza kurzu pro čtvrté čtvrtletí 2017 zohledňuje dosavadní vývoj na devizovém trhu ovlivňovaný překoupeností trhu[11]. Ta bude dle předpokladů prognózy částečně tlumit tempo posilování kurzu i v prvním čtvrtletí 2018, kdy je přesto predikováno pokračující posilování koruny. Poté kurz dále zpevní. Ve směru posílení kurzu bude působit kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

Zvolní růst cen potravin i jádrová inflace mimo jiné vlivem posílení kurzu koruny
(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

V letošním roce se regulované ceny celkově nezmění, porostou až v příštích letech s přispěním všech svých složek
(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2016 skut.		2017 progn.		2018 progn.		2019 progn.	
REGULOVANÉ CENY [a)]	0,2	0,03	0,0	0,00	1,8	0,30	1,7	0,28
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	1,2	0,06	0,3	0,02	2,6	0,12	2,1	0,10
ceny zemního plynu	-4,7	-0,13	-2,7	-0,08	0,4	0,01	0,3	0,01
ceny tepla	1,0	0,02	-1,7	-0,03	0,8	0,02	1,7	0,03
vodné a stočné	1,4	0,01	1,4	0,01	2,0	0,02	1,9	0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	3,6	0,04	4,7	0,05	4,0	0,04	2,4	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

9 K tomuto zvolnění přispějí opatření makroobezřetnostní politiky vedoucí ke zpřísnění úvěrových podmínek u nových hypoték, postupné zvyšování úrokových sazeb i oživení výstavby nových bytů.

10 Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

11 Překoupenost trhu je dána velkým objemem korunových pozic finančních investorů při současném zajištění kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku ČNB. Finanční investoři přitom mohou při posilování kurzu uzavírat své pozice a tím zpevňování kurzu tlumit.

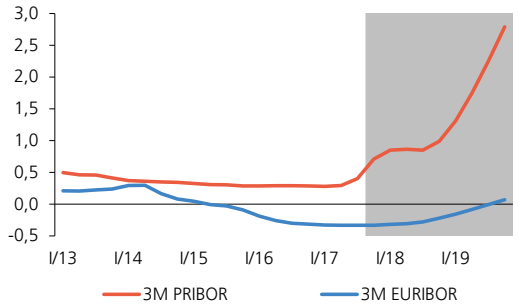
v průběhu letošního roku.[12] K posilování koruny přispěje rovněž pokračující reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny. Prognóza kurzu ovšem nebere (s výjimkou predikce do prvního čtvrtletí 2018) v úvahu, že jeho posilování může být i v delším období výrazně tlumeno uzavíráním stále masivních pozic finančních investorů.

Spolu s posílením kurzu přispěje dle prognózy k návratu inflace na cíl další zvyšování úrokových sazeb (Graf II.2.4). Ty se navrátí k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (tj. ke 3 % pro 3M PRIBOR) koncem roku 2019. Zvyšování sazeb bude přitom dle prognózy zhruba do poloviny příštího roku brzděno pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB, které bude vytvářet tlak na posilování kurzu koruny. V roce 2019 je tento návrat v prognóze naopak urychlován implicitním předpokladem, že úrokové sazby ECB se budou v uvedeném roce posouvat ke své rovnováze rychleji, než naznačuje aktuální tržní výhled.

GRAF II.2.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

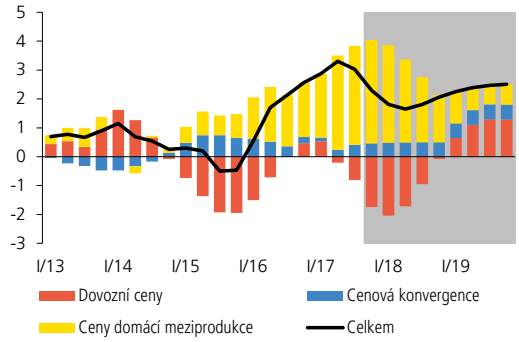
S prognózou je konzistentní pokračující růst domácích tržních úrokových sazeb, a to až ke 3% úrovni koncem roku 2019
(v %)



GRAF II.2.5

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

V současnosti výrazné inflační tlaky se zmírní, což bude odrážet zejména protiinflačně působící dovozní ceny
(nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové inflační tlaky aktuálně kulminují, následně se sníží v důsledku obnoveného protiinflačního působení dovozních cen. Růst celkových nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků dosáhl zřejmě svého cyklického vrcholu ve druhém čtvrtletí letošního roku (Graf II.2.5). K tomu přispěly zejména výrazné tlaky z domácí ekonomiky. Dovozní ceny naopak působily mírně protiinflačně v důsledku posilování kurzu při současném zvolnění růstu cen zahraničních výrobců. V dalším období protiinflační působení dovozních cen zesílí. Tlaky z domácí ekonomiky se do konce letošního roku ještě dále zvýší, což bude důsledkem sílícího napětí na trhu práce a zrychlujícího ekonomického růstu. Poté se začnou pozvolna snižovat, budou však nadále převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen. Příspěvek cenové konvergence bude dlouhodobě kladný. S obnovením kladného příspěvku dovozních cen na počátku roku 2019 růst celkových nominálních mezních nákladů opět zrychlí a stabilizuje se mírně nad 2 %.

V současnosti silné domácí inflační tlaky, odrážející vývoj na trhu práce a zrychlený ekonomický růst, se zmírní. Dynamika domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce kulminovala ve druhém čtvrtletí letošního roku, stejně jako růst celkových nákladů. To bylo důsledkem především vysokého růstu nominálních mezd v tržních odvětvích a částečně také rostoucí ceny kapitálu, která odráží vývoj celkové ekonomické aktivity a zahraniční poptávky v rostoucí fázi cyklu. Očekávané zpomalení růstu domácích nákladů ve třetím čtvrtletí 2017 zohledňuje lehké mezičtvrtletní oslabení mzdové dynamiky doprovázené zvýšenou dynamikou efektivity práce. Následně se projeví postupné zpomalování růstu mezd a ekonomické aktivity směrem k dlouhodobě

12 Při přípravě prognózy nebylo nicméně známo rozhodnutí ECB z 26. října 2017 (viz kapitola II.1).

rovnovážným hodnotám, k němuž přispěje i zpřísnění měnové politiky. Dojde proto ke zvolnění růstu nákladů, který se v roce 2019 stabilizuje pod 2 % (Graf II.2.6). Riziko silnějšího a déletrvajícího působení fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky, především z trhu práce, je zachyceno v citlivostním scénáři v kapitole II.4.

Zvyšující se nedostatek volné pracovní síly povede ke zvolnění růstu zaměstnanosti. Od poloviny letošního roku se bude meziroční dynamika zaměstnanosti postupně snižovat (Graf II.2.7). Rostoucí napětí na trhu práce[13] související s již velmi nízkou mírou nezaměstnanosti bude jen částečně tlumeno růstem pracovní síly, ke kterému bude i nadále přispívat postupné zvyšování statutárního důchodového věku. Růst ekonomické aktivity se tak ve zvyšování zaměstnanosti projeví již jen v omezené míře. Rovněž zvyšování počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude postupně zvolňovat. To bude výsledkem zvolna zpomalujícího růstu počtu zaměstnanců, který bude pouze částečně vyvažován mírným cyklickým nárůstem průměrného úvazku. Tento nárůst však bude tlumen dlouhodobým trendem zvyšování podílu kratších pracovních úvazků.

Aktuálně již velmi nízká úroveň míry nezaměstnanosti brání jejímu dalšímu výraznému snižování. Obecná míra nezaměstnanosti se tak sníží již jen mírně a v roce 2019 dosáhne 2,6 % (Graf II.2.7). Pokles prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob. Ten bude odrážet pokračující snižování počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pozvolném poklesu populace ve věku 15–64 let.

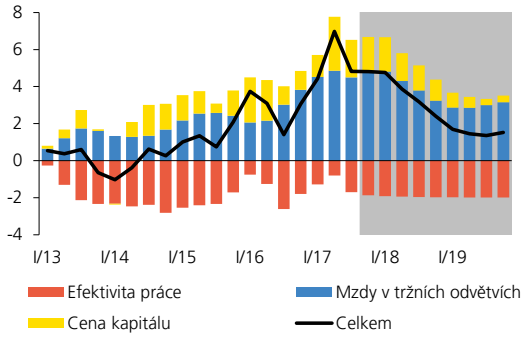
Napětí na trhu práce bude udržovat mzdovou dynamiku v tržních odvětvích na zvýšených úrovních. V první polovině letošního roku přispěl ke zrychlení růstu mezd v tržních odvětvích souběh několika faktorů. Šlo zejména o robustní růst ekonomické aktivity doprovázený sílícím nedostatkem volné pracovní síly a také o další zvýšení minimální mzdy počátkem roku 2017. Vliv těchto faktorů bude i nadále pokračovat a na přelomu let 2017 a 2018 povede k tomu, že se růst mezd v tržních odvětvích bude pohybovat těsně pod 8% úrovní (Graf II.2.8). Počátkem příštího roku k tomu přispěje i další navýšení minimální mzdy.[14] Následně mzdový růst v tržních odvětvích postupně zvolní do blízkosti předpokládané dlouhodobé úrovně, mimo jiné i s přispěním zpřísňování měnových podmínek. Prognóza zároveň předpokládá silný mzdový růst v netržních odvětvích. Ten odráží zvýšení mezd v červenci 2017[15] a další navýšení platů v listopadu 2017. Podle návrhu státního rozpočtu totiž dojde k růstu platů učitelů o 15 % a u zbývajících státních zaměstnanců o 10 %. To povede k více než 10% meziročnímu zvýšení mezd v netržních odvětvích ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku. Po odeznění

13 Tomuto tématu se podrobněji věnuje box představující souhrnný ukazatel trhu práce v kapitole III.3.
14 Od ledna 2018 se minimální mzda zvýší z 11 000 Kč na 12 200 Kč. To přispěje ke zrychlení růstu průměrné mzdy v tržních odvětvích zhruba v rozsahu 0,4 procentního bodu.
15 Šlo o zvýšení mezd zdravotních sester, příslušníků bezpečnostních sborů a o zrušení nejnižších tarifních tříd v kulturních a sociálních službách.

GRAF II.2.6

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

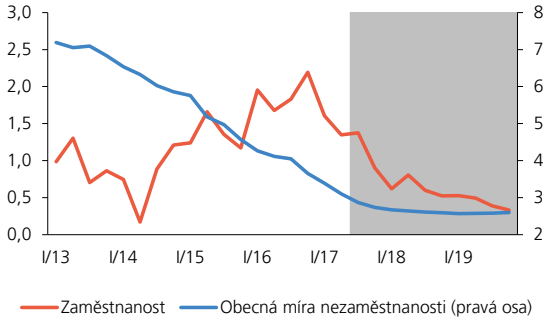
Domácí náklady nadále porostou, i když mírnějším tempem než v současnosti, a to vlivem zvyšování mezd i ceny kapitálu při současném zrychlení růstu efektivity práce
(nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.7

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

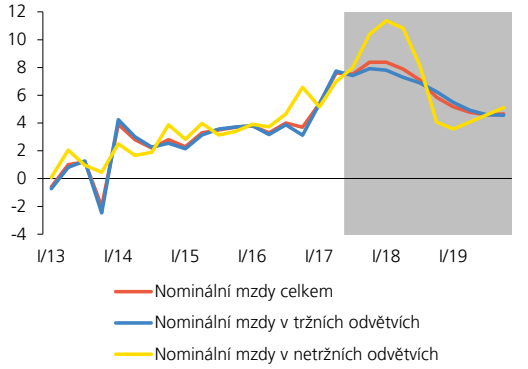
Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale znatelně pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zastaví
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.8

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

Růst mezd v tržních i netržních odvětvích dále zrychlí, jeho tempo bude vrcholit na počátku roku 2018
(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)

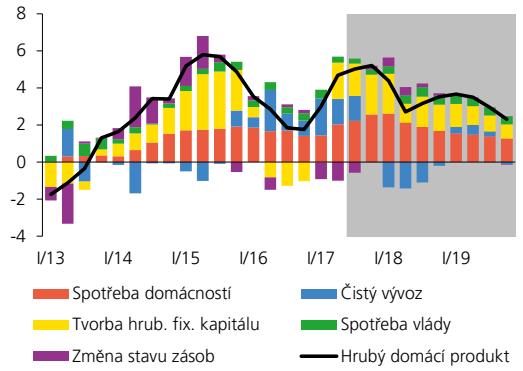


GRAF II.2.9

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP budou na celém horizontu prognózy přispívat spotřeba domácností a investice, příspěvek čistého vývozu bude dočasně záporný

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

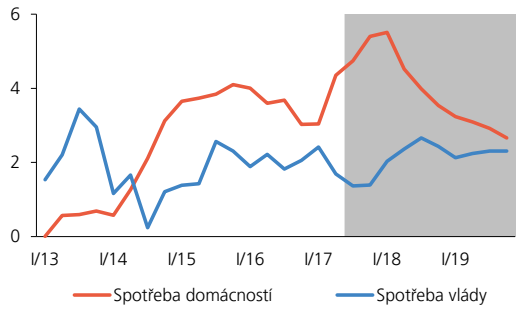


GRAF II.2.10

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Tempo růstu spotřeby domácností bude nejsilnější na přelomu let 2017 a 2018, pozvolněji se bude zvyšovat reálná vládní spotřeba

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

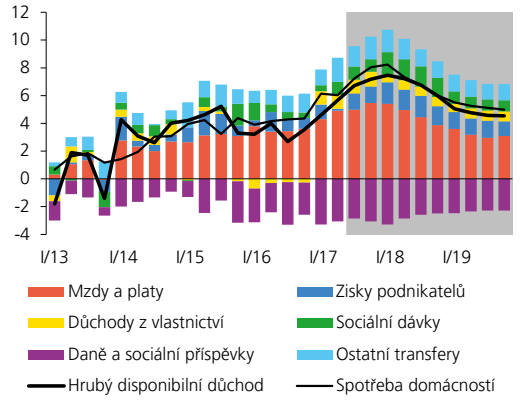


GRAF II.2.11

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Vysoká dynamika disponibilního důchodu bude výsledkem výrazného růstu objemu mezd a platů i ostatních příjmů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

tohoto vlivu od poloviny roku 2018 růst mezd v této části ekonomiky znatelně zpomalí a bude se většinou pohybovat pod 5 %.

II.2.3 Ekonomická aktivita

Růst HDP v letošním roce dosáhne 4,5 %, v následujících letech poté zvolní mírně nad 3 %. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především pokračujícím robustním vývojem spotřeby domácností. Ten bude odrážet přetrvávající optimismus spotřebitelů v prostředí vysokého růstu objemu mezd a platů. V současnosti k němu přispívá i stále nízká hladina úrokových sazeb, které se však budou postupně zvyšovat. Do růstu tvorby hrubého kapitálu se promítne zvýšené čerpání evropských fondů a solidní růst soukromých investic. Na druhou stranu posílení kurzu bude mít – spolu se zrychlením růstu domácí poptávky – vliv na snížení příspěvku čistého vývozu, který se v roce 2018 posune do záporných hodnot (Graf II.2.9).

Silný růst spotřeby domácností bude odrážet pokračující zvýšení dynamiky objemu mezd a platů i dalších příjmů. Meziroční dynamika spotřeby domácností bude ve druhé polovině letošního roku dále zrychlovat a na počátku příštího roku dosáhne 5,5 % (Graf II.2.10). Výdaje domácností budou taženy dalším zvýšením dynamiky růstu disponibilního důchodu v návaznosti na zrychlující růst objemu mezd a platů i rostoucí příjmy podnikatelů (Graf II.2.11). Zvyšovat se budou i důchody a sociální dávky. Během příštího roku růst spotřeby zvolní a v roce 2019 dosáhne v průměru 3 %. To bude odrážet postupně zpomalující růst mzdových příjmů při nárůstu úrokových sazeb.

Zvyšování spotřeby vlády bude pokračovat zejména v souvislosti s růstem platů ve vládním sektoru. V příštím roce její růst zrychlí nad 2 %, kde se udrží i v roce 2019 (Graf II.2.10). Nominální spotřeba vlády bude tažena především výrazným zvýšením náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru v závěru letošního roku, to však bude v reálném vyjádření výrazně tlumeno růstem deflátoru vládní spotřeby.

Růst tvorby hrubého kapitálu dále zrychlí vlivem vládních investic. K přechodu investic ke kladné dynamice ve druhém čtvrtletí 2017 přispěly především soukromé investice při současném odeznění propadu vládních investic. Příspěvek soukromých investic se sice v následujících čtvrtletích mírně sníží, zůstane však solidní na celém horizontu prognózy (Graf II.2.12). K jejich růstu bude přispívat stabilně rostoucí zahraniční poptávka, naopak úrokové sazby se budou postupně zvyšovat a růst soukromých investic tlumit. Změny dynamiky tvorby hrubého fixního kapitálu však budou ovlivněny především vývojem vládních investic. Ty ve druhé polovině letošního roku a na počátku příštího roku výrazně zrychlí, a to v souvislosti se zvýšeným čerpáním prostředků z fondů EU. Růst celkových investic tak v souhrnu za celý rok 2017 dosáhne přibližně 3 % a v roce 2018 zrychlí nad 7 %. V roce 2019 pak již růst vládních investic nebude tak výrazný, takže dynamika celkových investic opět zvolní. Příspěvek změny stavu zásob bude v letošním roce v souhrnu záporný, v příštím roce naopak mírně kladný.

Dynamika vývozu zboží a služeb se zvýší v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky. Zrychlování jeho tempa pozorované v první polovině letošního roku bude dle prognózy pokračovat i ve třetím čtvrtletí, což odráží především výhled zahraniční poptávky. Na přelomu letošního a příštího roku se projeví brzdící vliv posilujícího kurzu na vývoz, bude ovšem tlumen a oddalován zajištěním části vývozců vůči kurzovému riziku. Vývoz zboží a služeb tak poroste letos a v následujících dvou letech tempy mezi 6 a 8 % (Graf II.2.13).

Zrychlení vývozu a celkové domácí poptávky povede k dalšímu nárůstu dynamiky dovozu. Tento nárůst bude tažen především urychlením investic a vývozu, které jsou silně dovozně náročné. Vedle toho se projeví také robustní spotřeba domácností. V souhrnu tak v letošním roce dovoz zboží a služeb vzroste o 7 %; v následujících dvou letech jeho dynamika ještě lehce zrychlí (Graf II.2.13).

Čistý vývoz letos přispěje k růstu HDP kladně, v roce 2018 v důsledku oživení investic a posílení koruny naopak záporně. Během letošního roku se kladný příspěvek čistého vývozu snižoval a v závěru roku dle prognózy zcela odezní. V příštím roce – při předstihu dynamiky dovozu před vývozem – se posune do zřetelně záporných hodnot. K tomu významně přispěje výrazný růst dovozně náročné investiční aktivity, a to především v soukromém sektoru, spolu se zrychlující spotřebou domácností. V souhrnu za celý letošní rok tak kladný příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP dosáhne přibližně 1 procentního bodu. V roce 2018 bude naopak v obdobném rozsahu záporný, do nepatrně kladných hodnot se poté vrátí v roce 2019.

II.2.4 Platební bilance

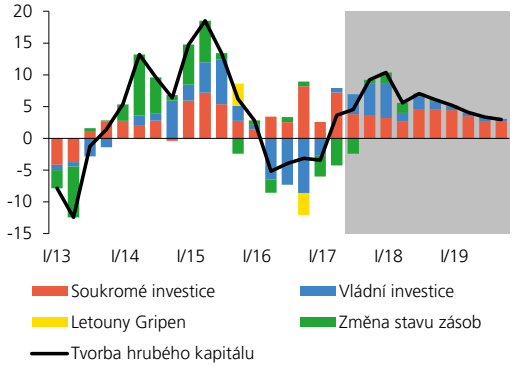
V letošním roce se přebytek běžného účtu oproti roku 2016 mírně sníží vlivem růstu deficitů prvotních a druhotných důchodů. V souhrnu přebytek běžného účtu dosáhne 45 mld. Kč (Tab. II.2.3), což v poměru k HDP představuje 0,9 %. Saldo obchodní bilance se prakticky nezmění. Bilance služeb mírně zvýší svůj přebytek především vlivem růstu příjmů z ostatních služeb a zlepšení salda služeb v dopravě. Opačným směrem bude na běžný účet působit růst deficitu prvotních důchodů (zhoršení dílčí bilance důchodů z investic) a zejména druhotných důchodů (kombinace poklesu příjmů z evropských fondů a růstu ostatních transferů do zahraničí).

Pro příští rok prognóza očekává opětovné mírné zvýšení přebytku běžného účtu. V poměru k HDP tento přebytek vzroste na 1 %. Přebytek bilance zboží mírně stoupne v důsledku předpokládaných pozitivních cenových vlivů (zlepšení směnných relací v odvětvích strojírenství a mírný pokles ceny ropy). Lehce se zvýší i kladné saldo bilance služeb, zejména s přispěním zvýšeného přebytku ostatních služeb. Zároveň se sníží deficit druhotných důchodů, a to vlivem vyššího čistého čerpání fondů EU. Zvýšení přebytku běžného účtu bude naopak zmírňováno nadále rostoucím deficitem bilance prvotních důchodů. Ten bude vyplývat z růstu záporného salda důchodů z přímých investic.

GRAF II.2.12

ROZKLAD INVESTIC

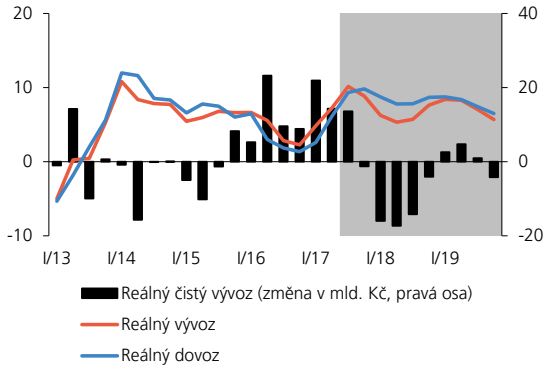
Investice zrychlí svůj růst v návaznosti na obnovené čerpání evropských fondů ve vládním sektoru
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



GRAF II.2.13

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu i dovozu zrychlí, což na jedné straně odráží pozitivní výhled zahraniční poptávky a na druhé straně sílící domácí poptávku
(meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

Přebytek běžného účtu se bude v letech 2017 až 2019 pohybovat zhruba na úrovni minulého roku
(v mld. Kč)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	52,6	45,0	55,0	50,0
Zboží	250,6	250,0	255,0	260,0
Služby	101,1	115,0	120,0	125,0
Prvotní důchody	-271,8	-280,0	-290,0	-300,0
Druhotné důchody	-27,3	-40,0	-30,0	-35,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	53,5	25,0	30,0	30,0
C. FINANČNÍ ÚČET [a)]	117,7	945,0	-60,0	15,0
Přímé investice	-141,0	-140,0	-80,0	-75,0
Portfoliové investice	-169,4	-290,0	-125,0	-60,0
Finanční deriváty	11,3	-	-	-
Ostatní investice	-146,7	75,0	50,0	50,0
Rezervní aktiva	563,5	1300,0	95,0	100,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

Pro rok 2019 je prognózován přebytek běžného účtu jen mírně pod úrovní roku 2018. Další zlepšování výkonové bilance bude tlumeno předchozím posílením koruny (při odeznění vlivu kurzového zajištění vývozců realizovaného v nadstandardním objemu před ukončením kurzového závazku ČNB) a pokračujícím svižným růstem domácí poptávky. Nad těmito faktory však lehce převáží mírný pokles cen energetických surovin. Ve směru snižování přebytku běžného účtu budou působit především rostoucí zisky nerezidentů z přímých investic a také prohlubování deficitu druhotných důchodů vlivem růstu ostatních transferů do zahraničí.

Vývoj přebytku na kapitálovém účtu bude nadále ovlivňován zejména cyklem čerpání evropských fondů. Letos se tento přebytek výrazně sníží, v příštím roce s náběhem přílivu zdrojů z nového programového období mírně vzroste a na stejné úrovni se udrží i v roce 2019.

Vývoj na finančním účtu letos ovlivnil prudký příliv krátkodobého kapitálu pozorovaný před koncem kurzového závazku. Ten směřoval zejména do českých vládních dluhopisů a korunových vkladů nerezidentů v bankách. Další nárůst vládních dluhopisů v držbě zahraničních investorů už bude znatelně nižší vzhledem k již tak velkému objemu jejich pozic a předpokládanému jen mírnému růstu celkového vládního dluhu.

Čistý příliv přímých investic se letos udrží na vysoké úrovni minulého roku, změní se však jeho struktura. Poměrně výrazně se zvýší podíl reinvestovaného zisku na celkovém čistém přílivu, a to na úkor finančních operací spojených s čistým přesunem zdrojů do ČR. Čistý příliv portfoliových investic bude nadále v rozhodující míře ovlivňován kladným úrokovým diferenciálem koruny vůči euru, kvantitativním uvolňováním ECB a očekávaným posilováním koruny. Tyto faktory budou tlumit zájem rezidentů o investice v zahraničí a současně udržovat zájem nerezidentů o tuzemské dluhové cenné papíry. Prognóza zahrnuje i předpokládané účetní operace bankovního sektoru s cílem optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.[16] V rámci ostatních investic se očekává zmírnění čistého odlivu kapitálu z podnikového sektoru do zahraničí, který v loňském roce dosáhl rekordní hodnoty. Mimořádně vysoký růst rezervních aktiv v letošním roce je výsledkem již ukončených devizových intervencí v rámci kurzového závazku. V podstatně menší míře k němu přispívají výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči rozpočtu EU.

V následujících dvou letech bude vývoj na finančním účtu obdobný jako ve druhé polovině roku 2017. U přímých investic dojde ke snížení čistého přílivu pod úroveň salda reinvestovaných zisků vlivem očekávaného omezení přílivu kapitálu v rámci úvěrových vztahů. Čistý příliv portfoliových investic se postupně výrazně zmírní zejména

16 Ve stejném objemu jsou tyto operace s opačným znaménkem zaznamenány na účtu ostatních investic bankovního sektoru.

v důsledku zpomalení růstu držby vládních dluhopisů v rukou nerezidentů. Příliv dluhového kapitálu bude podporován rostoucím kladným diferenciálem mezi domácími a eurovými úrokovými sazbami. Ten zároveň přispěje i ke zmírnění čistého odlivu v rámci ostatních investic u podnikatelského sektoru. Prognózované prudké zpomalení růstu rezervních aktiv oproti roku 2017 je výhradně důsledkem ukončení intervencí, zatímco zbývající položky, tj. výnosy z rezerv a saldo operací vůči EU, se zvýší.

II.2.5 Fiskální vývoj

Zvyšující se přebytky veřejných rozpočtů odrážejí nárůst daňových příjmů díky pokračujícímu ekonomickému růstu a opatřením vlády. V letošním roce dosáhne přebytek vládního sektoru 1,4 % HDP a na obdobné hodnotě setrvá i v následujících dvou letech (Tab. II.2.4). Na výdajové straně přispěje ke zvýšení salda především další pokles výdajů na dluhovou službu. Příjmová strana vládního sektoru je posilována loňským zavedením kontrolního hlášení DPH, postupným zaváděním EET a dalším zvyšováním spotřebních daní na cigarety. V opačném směru bude na hospodaření vlády působit zrychlený růst mezd ve vládním sektoru, zvýšení výdajů na penze a zdravotnictví a obnovený růst vládních investic. Dojde také ke zvýšení daňového zvýhodnění zelené nafty a daňové slevy na dítě. V roce 2018 dále zrychlí růst sociálních výdajů v souvislosti se zavedením štědřejšího valorizačního schématu penzí a balíčku nových sociálních opatření[17]. Příjmovou stranu lehce negativně ovlivní zvýšení daňového zvýhodnění na dítě.

Zmíněný vývoj se projeví v dalším nárůstu strukturálního přebytku vládního sektoru a v poklesu vládního dluhu. Strukturální přebytky vládního sektoru dosáhnou hodnot kolem 1 % HDP. Na horizontu prognózy tak bude s rezervou plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP. Postupný pokles vládního dluhu lehce pod 30 % HDP v roce 2019 bude důsledkem primárních přebytků vládního sektoru, stále nízkých úrokových sazeb z vládního dluhu a poměrně rychlého růstu nominálního HDP.

Působení fiskální politiky bude letos i v příštím roce expanzivní (Tab. II.2.5). Letošní zřetelně kladný příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity ve výši 0,4 procentního bodu souvisí především s oživením růstu vládních investic po jejich propadu v minulém roce, v menší míře i s podporou spotřeby domácností. Kladný fiskální impulz ve stejné výši očekává prognóza pro příští rok, přičemž fiskální expanze bude ve větší míře realizována skrze spotřebu domácností. Ta bude podpořena – vedle nadále svižného růstu mezd ve veřejné sféře – též balíčkem nových sociálních opatření. V roce 2019 bude fiskální impulz v souhrnu neutrální.

17 Jedná se o vyšší nemocenskou, zavedení otcovské dovolené, ošetřovatelského volna, vyšší přídavky na děti, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a vyšší pěstounské dávky. Rozpočtový dopad vyjmenovaných opatření činí 0,25 % HDP.

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

Hospodaření vládního sektoru setrvá v přebytku, který se letos dále zvýší
(v % nominálního HDP)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	40,7	41,0	40,8
Výdaje vládního sektoru	39,4	39,3	39,5	39,3
z toho: úrokové platby	0,9	0,8	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,7	1,4	1,4	1,5
z toho:				
primární saldo [a]	1,7	2,2	2,1	2,1
mimořádné jednorázové operace [b]	0,0	0,1	0,0	0,1
UPRAVENÉ SALDO [c]	0,7	1,3	1,4	1,4
Cyklická složka (metoda ESCB) [d]	0,0	0,4	0,5	0,3
Strukturální saldo (metoda ESCB) [d]	0,7	1,0	0,9	1,1
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) [e]	0,9	0,3	-0,1	0,2
Cyklická složka (metoda EK) [d]	-0,3	0,1	0,3	0,3
Strukturální saldo (metoda EK) [d]	1,0	1,3	1,1	1,1
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) [e]	1,2	0,3	-0,1	-0,1
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	36,8	33,8	31,5	29,7

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby
b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.
c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB
d) odhad ČNB
e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz bude letos i v příštím roce zřetelně kladný, a to prostřednictvím oživení růstu vládních investic a podpory spotřeby domácností
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

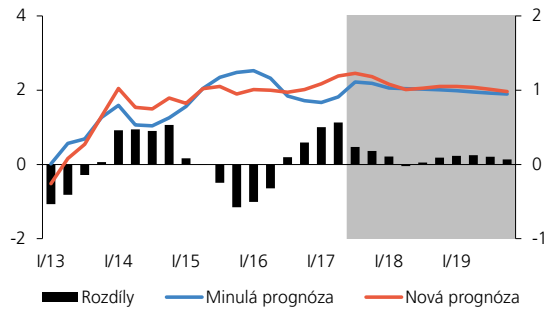
	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	-1,1	0,4	0,4	0,0
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,0	0,1	0,3	0,0
soukromé investice	-0,1	-0,1	0,0	0,0
vládní investice domácí	-0,2	0,1	0,1	0,0
vládní investice z fondů EU	-0,8	0,2	0,1	0,0

GRAF II.3.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Výhled zahraniční poptávky se posouvá nahoru v důsledku vyšších pozorovaných hodnot a pozitivních předstihových ukazatelů

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

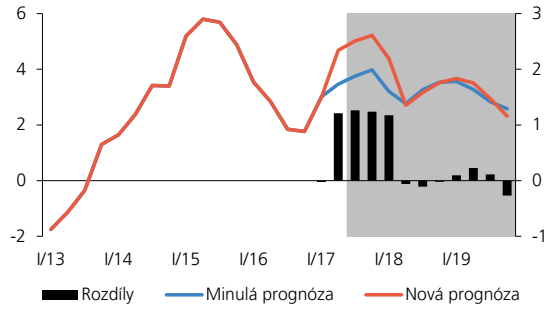


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

Prognóza vývoje domácího HDP je vyšší v letošním roce, v delším horizontu se téměř nemění

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

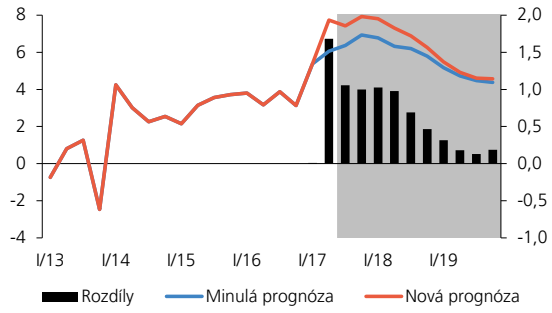


GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Nečekaně rychlý růst mezd ve druhém čtvrtletí přispěl spolu s vyšším růstem HDP ke zvýšení jejich predikce

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



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Působení domácí ekonomiky bude oproti minulé prognóze více proinflační. Přispěje k tomu výrazně vyšší dynamika ekonomické aktivity a rychlejší mzdový růst. To spolu s vyšším výhledem regulovaných cen vede k tomu, že se nová prognóza inflace posouvá vzhůru. Kurz koruny vůči euru posílí oproti minulé prognóze o něco plynuleji, avšak zhruba na stejnou koncovou hodnotu. Z důvodu větší kumulace tlaků z domácí ekonomiky prognóza vede k vyšším úrokovým sazbám na přelomu let 2017 a 2018 v porovnání s minulou predikcí.

Ve výhledu zahraničních veličin došlo k přehodnocení růstu ekonomické aktivity v eurozóně směrem nahoru. To se týká především letošního roku, pro nějž je výhled HDP v efektivním vyjádření oproti minulé prognóze vyšší o 0,4 procentního bodu (Graf II.3.1)[18]. Tento posun zohledňuje zejména pozorovaný solidní růst ekonomické aktivity v eurozóně v první polovině letošního roku. Vyšší růstovou dynamiku v letošním roce naznačují rovněž předstihové ukazatele ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně a Německu, které se po krátkodobém zpomalení v červenci dále zřetelně zlepšují. Pozitivní ekonomický sentiment se promítá také do výhledu kurzu eura vůči americkému dolaru, který je na celém horizontu ve srovnání s minulou prognózou silnější v průměru o 4 %. To spolu s posledními údaji posouvá výhled výrobních cen v eurozóně v letošním roce o 0,4 procentního bodu níže. Na konci prognózovaného období se naopak očekává rychlejší růst výrobních cen v souvislosti s obnovujícími se fundamentálními inflačními tlaky a růstem ceny ropy, jejíž tržní výhled se posouvá směrem nahoru v průměru o 3 USD/barel. Implikovaná trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu prognózy lehce snižuje.

Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se v letošním roce posouvá k výrazně vyšším hodnotám (Graf II.3.2). Důvodem tohoto přehodnocení je především růst spotřeby domácností, který se zvyšuje v návaznosti na pozorovaná data a silnější prognózovanou dynamiku objemu mezd a platů. Větší bude také příspěvek zvyšující se tvorby hrubého kapitálu, především ve složce soukromých investic. Predikce růstu HDP pro roky 2018 a 2019 se oproti minulé prognóze výrazně nemění, protože rychlejší růst celkové domácí poptávky je do značné míry kompenzován nižším příspěvkem čistého vývozu.

Oproti minulé prognóze výrazně rychlejší pozorovaný růst mezd bude nadále pokračovat (Graf II.3.3). Silnější mzdová dynamika bude podporována robustnějším ekonomickým růstem a vyšším výhledem zahraniční poptávky. Celkově tak budou domácí inflační tlaky ve zbytku letošního roku i během příštího roku oproti minulé prognóze výraznější.

18 Rozdíly na minulosti jsou dány změnou metodiky výpočtu efektivních ukazatelů, výraznou revizí německého HDP a sezonním očištěním.

Celkové inflační tlaky a tedy i prognóza inflace jsou přehodnoceny směrem nahoru (Graf II.3.4). Celkové inflační tlaky odrážejí aktuálně vyšší růst domácích nákladů, především rychlejší dynamiku nominálních mezd v prostředí robustnější ekonomické aktivity. Výraznější inflační působení domácí ekonomiky bude krátkodobě přetrvávat, avšak při lehce silnějším protiinflačním působení dovozních cen oproti minulé prognóze. To bude plynout z utlumenější dynamiky cen zahraničních průmyslových výrobců. Do ní se promítá silnější kurz eura vůči dolaru, který převažuje nad nárůstem výhledu cen ropy. Zejména v důsledku vyššího výhledu ceny elektřiny byla směrem vzhůru přehodnocena prognóza regulovaných cen. To společně se silnějšími domácími fundamentálními tlaky zvyšuje predikci celkové inflace v závěru letošního a během příštího roku. V roce 2019 se prognóza celkové inflace nemění. Předpoklady o úpravách nepřímých daní zůstávají beze změny, proto i výhled měnověpolitické inflace je přehodnocen stejnou měrou jako u celkové inflace.

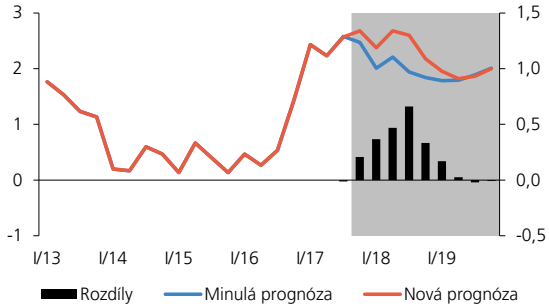
Prognózovaný kurz koruny posiluje v nejbližších dvou čtvrtletích pomaleji, poté se dostává zhruba na úroveň minulé predikce. Za přehodnocením výhledu kurzu koruny v krátkém období stojí především pokračující překoupenost trhu s korunou, která je v prognóze zohledněna ve čtvrtém čtvrtletí 2017 a částečně i v prvním čtvrtletí 2018. V opačném směru působí vyšší ekonomická aktivita tlačící na silnější kurz koruny vůči euru během letošního roku.

Trajektorie tržních úrokových sazeb se v nejbližších čtvrtletích posouvá v porovnání s minulou prognózou směrem vzhůru (Graf II.3.5). Rychlejší zvyšování úrokových sazeb na přelomu let 2017 a 2018 ve srovnání s minulou predikcí plyne z větší kumulace inflačních tlaků z domácí ekonomiky, především přehřívajícího se trhu práce. Zvyšování domácích úrokových sazeb je proto plynulejší navzdory stejnému odhadu brzdícího efektu kvantitativního uvolňování ECB.

GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

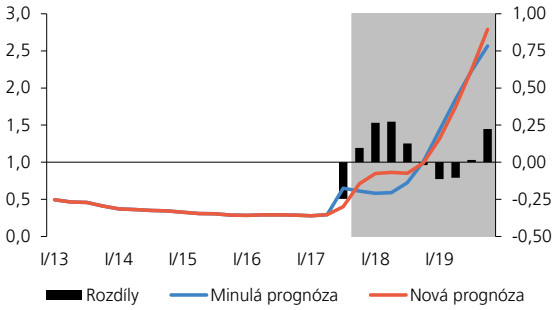
Vyšší prognóza celkové inflace v příštím roce je ovlivněna silnějšími tlaky z domácí ekonomiky, především z mezd
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.5

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Zvyšování tržních úrokových sazeb je oproti minulé prognóze plynulejší
(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNÓZY

Bankovní rada na svém listopadovém zasedání vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik, se kterými se následně ztotožnila i bankovní rada. Prvním z nich je vývoj měnového kurzu, který může v příštích čtvrtletích posilovat pozvolněji oproti prognóze vlivem překoupenosti trhu s korunou. Riziko v tomto ohledu signalizují i výhledy ostatních subjektů, které v ročním horizontu očekávají slabší kurz než prognóza ČNB při mírně vyšší úrovni úrokových sazeb a shodném inflačním výhledu. Proinflačním rizikem prognózy je také síla, skladba a setrvačnost fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Toto riziko je popsáno citlivostním scénářem vyšších domácích inflačních tlaků, projevujících se především rychlejší a více perzistentní mzdovou dynamikou. Nejistota navíc panuje o vývoji reálné ekonomické aktivity ve druhé polovině letošního roku v návaznosti na její nečekaně rychlý růst ve druhém čtvrtletí, a to především ve složce investic.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Vývoj měnového kurzu a síla domácích fundamentálních inflačních tlaků představují významná rizika prognózy. Měnový kurz by oproti predikci mohl v následujících čtvrtletích posilovat pozvolněji. Důvodem je chybějící protistrana pro uzavírání korunových pozic finančními investory v situaci, kdy se řada domácích vývozců před ukončením závazku ČNB zajistila proti kurzovému riziku a tím fakticky prodala své vývozní tržby dopředu. Dále bylo v průběhu zpracování prognózy identifikováno riziko týkající se síly a setrvačnosti fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Ačkoliv již samotná prognóza hodnotí inflační tlaky jako silné, zpracovaný citlivostní scénář předpokládá oproti ní výraznější domácí inflační tlaky na celém horizontu, a to především z trhu práce.

Nejistotu prognózy představuje navíc budoucí růst investic, a to soukromých i vládních. V případě soukromých investic jde o nejistotu spojenou s jejich neočekávaným a výrazným zrychlením ve druhém čtvrtletí 2017, na které mělo výrazný dopad očištění o sezonní a kalendářní vlivy. Jejich pozorovaný rychlý nárůst tak prognóza pro nejbližší čtvrtletí částečně tlumí, nicméně nejistota ohledně jejich budoucího vývoje (včetně dopadů do produktivity práce a inflačních tlaků) je vyšší než obvykle. V případě vládních investic existuje riziko, že se jejich realizace může oddálit v čase.

Citlivostní scénář vyšších domácích inflačních tlaků popisuje dopady silnějších a déletrvajících tlaků z trhu práce. Základní scénář prognózy hodnotí růst domácích nákladů jako silný, především v návaznosti na celkovou situaci na trhu práce a zrychlující ekonomický růst. V prognóze se však domácí nákladové tlaky brzy zmírňují, mimo jiné díky zrychlení růstu efektivity práce a později i postupně zpomalujícímu růstu mezd. Citlivostní scénář předpokládá výraznější zesílení napětí na trhu práce, což vyústí v rychlejší mzdovou dynamiku (nad 8 % v příštím roce) ve srovnání se základním scénářem. Ta navíc není v citlivostním

scénáři doprovázena adekvátním zvýšením dynamiky produktivity práce, a vytváří tak oproti základnímu scénáři v kratším výhledu silnější nákladové tlaky. Citlivostní scénář zároveň předpokládá, že napjatější trh práce se bude ochlazovat pozvolněji a působit směrem k vyššímu růstu mezd i v delším období. Měnová politika tak oproti základnímu scénáři čelí silnějším a dlouhodoběji působícím fundamentálním domácím nákladovým tlakům (z nichž navíc část nedokáže – dle předpokladu scénáře – s předstihem rozpoznat).

Ke zmírnění celkových inflačních tlaků je v citlivostním scénáři třeba větší zpřísnění měnových podmínek v obou složkách. Sílící nákladové tlaky z trhu práce se promítnou do postupného nárůstu inflace, která je oproti základnímu scénáři vyšší, a setrvává tak i na horizontu měnové politiky mírně nad cílem. Aby růst tržních cen dále nezrychloval, musí dojít k výraznějšímu zpřísnění měnových podmínek. Úrokové sazby tak rostou oproti základnímu scénáři zřetelně rychleji. Vyšší úrokové sazby podporují rychlejší posilování kurzu, které prostřednictvím více protiinflačního působení dovozních cen tlumí růst celkových nákladů. Silnější měnový kurz také brzdí dynamiku vývozu a zpřísnění měnových podmínek společně s utlumenou produktivitou práce zpomaluje růst spotřeby domácností. Zvolnění dynamiky ekonomické aktivity následně přispívá k postupnému zklidnění situace na trhu práce. Dopady do vývoje vybraných domácích veličin jsou zachyceny v Tab. II.4.1.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Za rizika prognózy v tomto směru byly v souladu s vnímáním sekce měnové označeny vývoj měnového kurzu a síla, skladba a setrvačnost fundamentálních inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Nízkoinflační prostředí v zahraničí podle bankovní rady představuje protiinflační faktor pro českou ekonomiku, avšak vliv vnějšího prostředí není dostatečný, aby kompenzoval domácí inflační tlaky.

II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání analytiků jsou ukotvena v blízkosti 2% cíle ČNB. Inflace prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází lehce nad úrovní dvou procent, v tříletém horizontu je přesně na ní. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu, která delší dobu setrvávala pod cílem, se k němu v září vrátila (Tab. II.4.2).

Indikátor domácnostmi vnímané inflace se dále lehce zvýšil. Tento ukazatel byl dlouhou dobu záporný, aktuálně se čtvrtým měsícem v řadě pohybuje v kladném pásmu. To naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců pociťovaly nárůst cen, byť nepříliš silně (Graf II.4.1). Indikátor očekávané inflace je kladný dlouhodobě, což signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, slabě převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud.

TAB. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ VYŠŠÍCH DOMÁCÍCH INFLAČNÍCH TLAKŮ

V citlivostním scénáři je potřeba výraznější zpřísnění měnových podmínek v úrokové i kurzové složce oproti základnímu scénáři, inflace je ale i tak vyšší
(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)	Nominální mzdy (v p. b.)
IV/17	0,0	0,3	0,0	0,2
I/18	0,1	0,6	-0,3	0,8
II/18	0,1	0,9	-0,4	1,2
III/18	0,2	1,1	-0,5	1,6
IV/18	0,3	1,2	-0,5	1,6
I/19	0,4	1,2	-0,5	1,2
II/19	0,4	1,3	-0,6	1,1
III/19	0,3	1,3	-0,6	0,9
IV/19	0,3	1,4	-0,5	0,7

TAB. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT, CF A PODNIKŮ

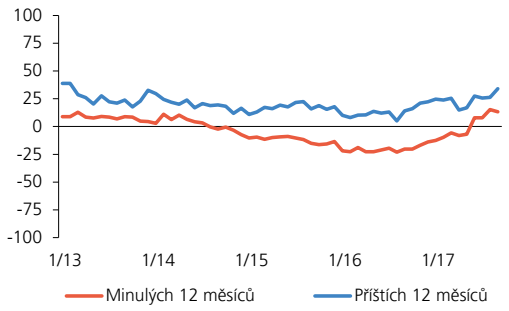
Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí u 2% cíle ČNB; růst ekonomiky podle nich letos přesáhne 4 %, v příštím roce se jeho tempo sníží
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	6/17	7/17	8/17	9/17	10/17
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2017	2,8	2,9	3,3	4,1	4,2
Reálný HDP v roce 2018	2,7	2,7	2,9	3,1	3,1
Nominální mzdy v roce 2017	4,9	5,1	5,7	6,5	6,6
Nominální mzdy v roce 2018	4,6	4,6	5,1	5,9	6,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,8	25,6	25,5	25,4	25,2
2T repo (v %)	0,40	0,57	0,64	0,87	1,08
1R PRIBOR (v %)	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	1,8			2,0	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,4			2,5	
CF:					
Reálný HDP v roce 2017	2,8	2,9	3,0	4,0	4,2
Reálný HDP v roce 2018	2,6	2,6	2,7	3,0	3,1
Nominální mzdy v roce 2017	5,0	5,2	5,5	6,3	6,8
Nominální mzdy v roce 2018	4,8	4,9	5,1	5,8	6,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,9	25,8	25,8	25,7	25,5
3M PRIBOR (v %)	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátory vnímané i očekávané inflace jsou mírně kladné a oba trendově zvolna rostou
(saldo odpovědí, pramen: European Commission Business and Consumer Survey)



Analytici očekávají, že v letošním roce česká ekonomika vykáže růst přes 4 %, v příštím roce pak její dynamika zvolní (Tab. II.4.2). Růst české ekonomiky by se podle nich měl i nadále opírat o domácí i zahraniční poptávku. V případě nominálních mezd se letos očekává růst znatelně nad 6 %, v příštím roce by jejich dynamika měla jen mírně zvolnit. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny výrazně pod hladinu 26 CZK/EUR.[19] Před listopadovým zasedáním bankovní rady všichni analytici ze šetření IOFT očekávali, že na tomto zasedání ČNB zvýší základní úrokové sazby o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činí 1,1 %.

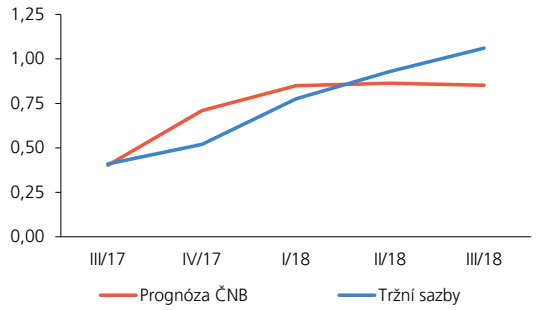
V porovnání s ČNB analytici očekávají mírně pomalejší růst HDP v letošním i příštím roce při shodné inflaci v ročním výhledu. Mzdová očekávání analytiků se pohybují níže ve srovnání s ČNB. Výhled úrokových sazeb u analytiků leží v ročním horizontu na mírně vyšší hladině. Měnový kurz se v ročním výhledu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB. Pravděpodobným důvodem je, že analytici zohledňují – na rozdíl od predikce ČNB – faktor překoupenosti trhu i v delším horizontu.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich plynulý nárůst v ročním horizontu, podobně jako prognóza ČNB. S tou je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb na přelomu let 2017 a 2018 i jejich další zvyšování na delším konci horizontu prognózy. V horizontu jednoho roku je tak tržní výhled jen lehce nad úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

Trajektorie tržních sazeb a sazeb z prognózy ČNB se příliš neliší; v horizontu jednoho roku je tržní výhled jen lehce výše
(v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/17 a IV/17 3M PRIBOR, pro I/18 až III/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 20. říjnu 2017.

19 Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 24,5–25,7 CZK/EUR, v průzkumu CF 25,1–25,9 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Inflace ve třetím čtvrtletí 2017 dosáhla v průměru 2,6 %. Setrvala tak v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. Oproti prognóze z jara 2016, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, v průběhu času převážily proinflační zahraniční faktory. Na přelomu let 2016 a 2017 se navíc projevilo více proinflační působení domácí ekonomiky a některé jednorázové cenové vlivy, což v souhrnu vedlo k dřívějšímu než očekávanému nárůstu inflace nad 2% cíl. S výhodou zpětného pohledu a s ohledem na strategii opuštění kurzového závazku lze hodnotit měnovou politiku ČNB v minulém období jako přiměřenou. Jádrová inflace se v letošním třetím čtvrtletí dále zvýšila zejména v důsledku rychlejšího růstu cen neobchodovatelných statků. Plošně a rychle nadále rostly ceny potravin v návaznosti na svižný růst cen zemědělských výrobců v živočišné i rostlinné výrobě. Regulované ceny v souhrnu zhruba stagnovaly. V důsledku zmírnění růstu cen ropy a posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru byla dynamika cen pohonných hmot utlumená, přestože se mírně zvýšila. V souvislosti s posílením kurzu koruny a zpomalením růstu zahraničních výrobních cen klesaly dovozní ceny a v návaznosti na to zpomalily svou dynamiku také ceny výrobců. Dále se zvyšoval růst cen stavebních prací a zejména služeb pro podnikatelskou sféru.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve třetím čtvrtletí 2017 nacházely nad cílem i nad prognózou ze ZoI II/2016 (Graf III.1.1).[20] Tato prognóza byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. Prognóza očekávala zvýšení hodnot celkové i měnověpolitické inflace, které měly na horizontu měnové politiky dosáhnout 2% cíle a poté se nacházet mírně nad ním. Rostoucí ekonomická aktivita a mzdy měly nadále působit na zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Tehdejší silně protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně a světových cen ropy mělo odeznít.

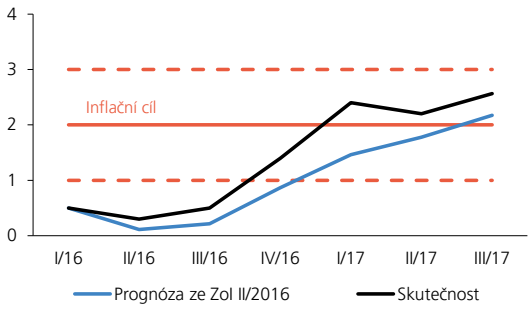
Celková inflace se ve skutečnosti pohybovala nad prognózou v celém hodnoceném období. Ve třetím čtvrtletí 2017 tento rozdíl

20 Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro posouzení plnění inflačního cíle ve třetím čtvrtletí 2017 je přitom nutné zkoumat období od počátku roku 2016 do jara 2017, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje promítala do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza naplnění prognóz se v této kapitole nicméně zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci II/2016 s následným vývojem.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2017 nacházela nad 2% cílem ČNB i nad prognózou ze ZoI II/2016
(meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Vyšší než predikovaná jádrová inflace a ceny potravin byly částečně kompenzovány nižším příspěvkem regulovaných cen a cen pohonných hmot
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza ZoI II/2016	Skutečnost 3. čtvrtletí 2017	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,2	2,6	0,4
z toho:			
regulované ceny	1,2	0,2	-0,2
primární dopady změn nepřímých daní [a]	0,0	-0,1	0,0
jádrová inflace [b]	1,9	2,7	0,5
ceny potravin [b]	3,0	3,9	0,3
ceny pohonných hmot [b]	6,5	1,7	-0,2

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

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

V průběhu roku 2017 působily zahraniční veličiny v souhrnu proinflačně
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak, p – předpoklad, s – skutečnost)

		II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17
HDP v eurozóně [a), b), c)]	p	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
	s	2,0	1,9	2,0	2,2	2,4	-
PPI v eurozóně [b), c)]	p	-3,4	-2,1	-0,6	1,6	1,6	1,6
	s	-3,7	-2,3	0,0	3,6	3,1	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,12	1,10	1,09	1,09	1,09	1,10
	s	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,18
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	42,8	44,0	45,0	45,9	46,6	47,2
	s	47,0	47,0	51,1	54,6	50,8	52,2

a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele ze ZoI II/2016

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Vývoj domácího HDP kolísal okolo prognózy, dynamika nominální mzdy v roce 2017 zrychlila nad očekávání výrazně
(p – prognóza, s – skutečnost)

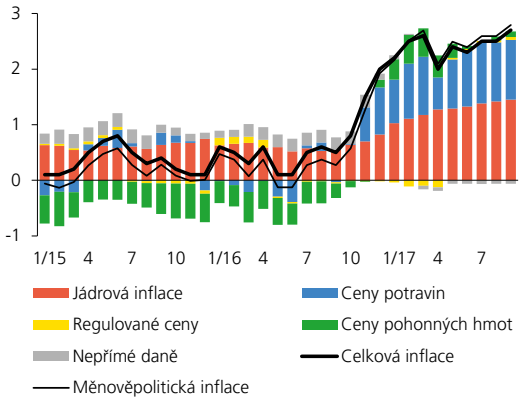
		II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	0,1	0,2	0,9	1,5	1,8	2,2
	s	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6
3M PRIBOR (v %)	p	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1
	s	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Kurz CZK/EUR [a)] (úroveň)	p	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,3
	s	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5	26,1
Reálný HDP [b)] (mzr. změny v %)	p	1,9	2,0	2,7	3,7	3,9	3,3
	s	2,8	1,8	1,8	3,0	4,7	-
Nominální mzdy [c)] (mzr. změny v %)	p	3,9	3,8	4,4	4,7	5,1	5,4
	s	3,2	3,9	3,1	5,4	7,7	-

a) Prognóza předpokládala setrvání kurzu na hladině 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017.
b) sezonně očištěno
c) v tržních odvětvích

GRAF III.1.2

STRUKTURA INFLACE

Růst spotřebitelských cen byl tažen dalším zvýšením jádrové inflace a rychlým růstem cen potravin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

dosáhl 0,4 procentního bodu (Tab. III.1.1). Kladná odchylka skutečnosti od predikce vyplývala především z vyšší jádrové inflace, v menší míře i z cen potravin. V opačném směru působil utlumenější vývoj cen pohonných hmot a regulovaných cen.

Vnější ekonomické faktory působily od konce roku 2016 směrem k vyšší domácí inflaci oproti prognóze. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí, jejichž dynamika od závěru roku 2016 oživila rychleji, než bylo očekáváno (Tab. III.1.2). K tomu přispěly i vyšší než předpokládané ceny ropy. Růst zahraniční poptávky se od prognózy odchýlil počátkem letošního roku ve směru rychlejší dynamiky. Předpoklad stabilizace zahraničních úrokových sazeb v mírně záporných hodnotách[21] se naplnil. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na českou ekonomiku zpočátku zhruba neutrálně, v roce 2017 pak proinflačně.

Oproti předpokladu prognózy ze ZoI II/2016 byla délka kurzového závazku zkrácena o necelé jedno čtvrtletí. Měnový kurz setrval na hodnotách v blízkosti vyhlášeného závazku ČNB do začátku dubna 2017, kdy byl tento závazek ukončen; následně koruna mírně posílila. Tržní úrokové sazby zůstaly téměř po celou dobu stabilní, reagovaly až na zvýšení základních sazeb ČNB počátkem srpna 2017 (Tab. III.1.3). Ve srovnání s prognózou tak v závěru hodnoceného období byly měnové podmínky přísnější v kurzové složce, zatímco úroková složka byla uvolněnější.

Domácí ekonomika působila při srovnání s prognózou v roce 2017 ve směru vyšší inflace. V tomto roce byla zaznamenána robustnější dynamika spotřeby domácností i nominálních mezd. Situace na trhu práce totiž byla ve srovnání s predikcí napjatější.

V souhrnu lze hodnotit měnovou politiku ČNB v období od ledna 2016 do června 2017 jako přiměřenou. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že zpočátku se naplnila některá identifikovaná protiinflační rizika plynoucí ze zahraničí (utlumený vývoj cen v eurozóně, nízké světové ceny potravinářských komodit). Od konce roku 2016 se naopak začaly projevovat proinflační faktory, které nebyly minulými prognózami předvídány. Inflace se tak od začátku letošního roku nachází nad 2% cílem ČNB, avšak v rámci tolerančního pásma. Tato odchylka je však zčásti dána jednorázovými faktory (dopady zavedení EET, zvýšení váhy imputovaného nájemného v indexu CPI). Navíc mírné přestřelení inflačního cíle, přispívající k robustnosti jeho plnění do budoucna, bylo vědomou součástí strategie opuštění kurzového závazku.

21 Pozorované tržní hodnoty sazby 3M EURIBOR plně neodrážejí zavedení nekonvenčních opatření ECB zachycených prostřednictvím stínových sazeb, které se pohybovaly výrazněji v záporných hodnotách.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Inflace se ve třetím čtvrtletí letošního roku postupně zvyšovala až na zářijových 2,7 %. Růst spotřebitelských cen byl tažen především rostoucí jádrovou inflací a cenami potravin (Graf III.1.2). Dynamika cen pohonných hmot byla utlumená a odrážela vývoj cen ropy na světových trzích. Měnověpolitická inflace ležela o 0,1 procentního bodu nad celkovou inflací vlivem lehce záporného primárního příspěvku změn nepřímých daní. To bylo dáno zejména loňským poklesem DPH pro restaurace a stravovací zařízení a v malé míře i poklesem DPH u novin a časopisů (s platností od března 2017). V opačném směru působil dopad zvýšení spotřební daně na cigarety a tabák od ledna 2017[22].

Jádrová inflace se mírně zvýšila, a to zejména v důsledku dalšího zrychlování růstu cen neobchodovatelných statků (Graf III.1.3).[23] Ten v září dosáhl 4 %, což bylo dáno především dalším urychlením dynamiky imputovaného nájemného v souvislosti s růstem cen nových bytů. Rychle rostly také ceny ubytování a dalších služeb spojených s bydlením a ceny rekreačních a kulturních služeb. Vysokou meziroční dynamiku si udržely i ceny v restauracích a kavárnách v návaznosti na zavedení elektronické evidence tržeb od prosince loňského roku. Růst cen obchodovatelných statků[24] se v průběhu třetího čtvrtletí letošního roku udržoval pod 1 %. To bylo odrazem postupného promítání silnějšího měnového kurzu do cen v tomto segmentu spotřebního koše, které vyvažovalo vliv zesilujícího proinflačního působení domácí ekonomiky.

Ceny potravin si ve třetím čtvrtletí 2017 držely vysokou dynamiku na úrovni téměř 4 % (Graf III.1.4). To bylo dáno rychlým růstem cen mléčných výrobků, vajec, olejů a tuků. Mírnější meziroční růst pak vykázaly ceny dalších potravin, konkrétně pekárenských výrobků, masa, cukru a cukrářských výrobků. Rostly rovněž ceny tabákových výrobků, jejich tempo se však v průběhu třetího čtvrtletí postupně zmírňovalo. Růst cen potravin byl tlumen zejména klesajícími cenami zeleniny a piva (Graf III.1.5).

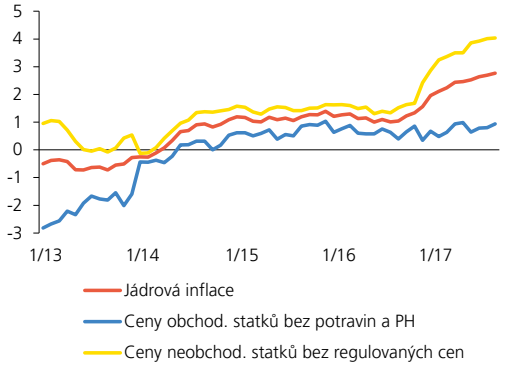
Regulované ceny v souhrnu nepatrně rostly, jednotlivé složky se však nadále vyvíjely různorodě. Nízká dynamika regulovaných cen (Graf III.1.4) byla ovlivňována poklesy cen tepla a plynu pro domácnosti a slabým růstem cen elektřiny. V září došlo při zahájení nového školního roku ke zrychlení růstu cen ve školním stravování a vzdělávání, a to v souvislosti s nárůstem nákladů. Rychlý růst na úrovni téměř 5 % vykázaly regulované ceny ve zdravotnictví. Dynamika ostatních složek regulovaných cen zůstala utlumená.

22 Dopad zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky byl rozprostřen v prvních třech měsících roku.
23 Ceny neobchodovatelných statků zahrnují především neregulované ceny služeb.
24 Ceny obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjimkou potravin a pohonných hmot.

GRAF III.1.3

JÁDROVÁ INFLACE

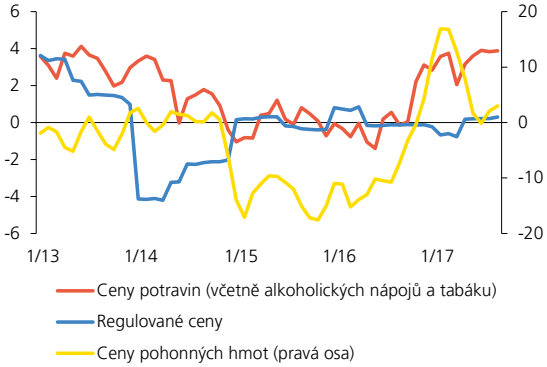
Jádrová inflace vzrostla zejména vlivem zvýšené dynamiky cen neobchodovatelných statků
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

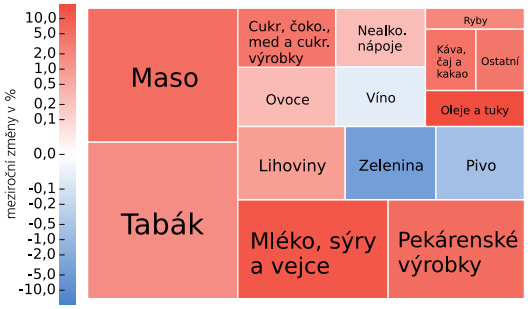
Ceny pohonných hmot a regulované ceny se zvyšovaly jen nevýrazně, naopak dynamika cen potravin zůstala vysoká
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.5

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU VE TŘETÍM ČTVRTLETÍ 2017

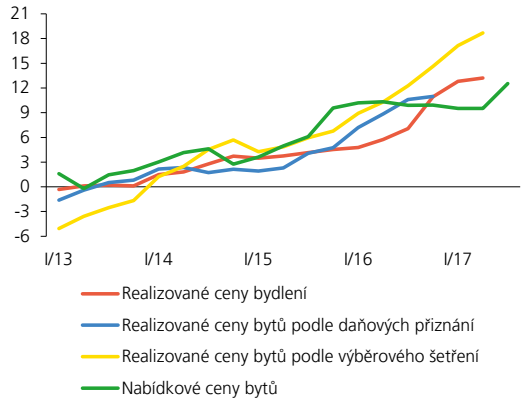
Ceny potravin převážně rostly, klesaly zejména ceny piva a zeleniny
(plocha dlaždice – relativní váha ve spotřebním koši, barva dlaždice – meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

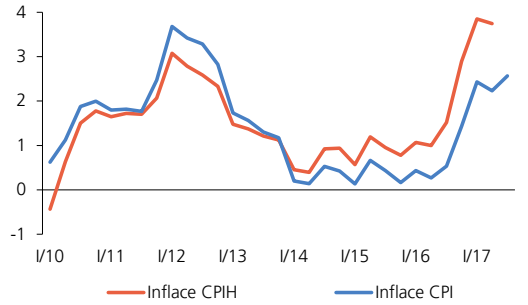
Ceny nemovitostí dále silně rostou
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

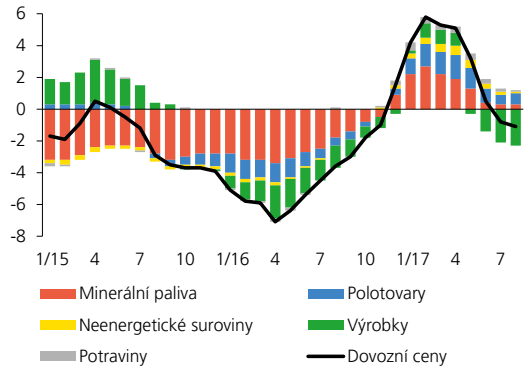
Experimentální ukazatel CPIH ve druhém čtvrtletí 2017 mírně zpomalil, stále se však nachází výrazně nad inflací dle CPI
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.8

DOVOZNÍ CENY

Dovozní ceny přešly začátkem třetího čtvrtletí 2017 do meziročního poklesu
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

Ceny pohonných hmot v červenci mírně poklesly, v srpnu a září pak slabě meziročně vzrostly (Graf III.1.4). Červencový pokles jejich dynamiky byl odrazem rychlého odeznění růstu cen energetických surovin z počátku letošního roku. Na obrat v jejich vývoji v průběhu třetího čtvrtletí pak reagovaly pohonné hmoty obnoveným slabým meziročním růstem cen. Ten byl nicméně tlumen posílením kurzu koruny vůči americkému dolaru.

Na trhu nemovitostí růst cen dále zrychlil (Graf III.1.6). Realizované ceny starších bytů rostly ve druhém čtvrtletí v Praze i ve zbytku ČR tempem kolem 18,5 %. Podle mezinárodně srovnatelného ukazatele HPI zůstává ČR zemí s nejrychleji rostoucími realizovanými cenami bydlení v EU. Růst nabídkových cen bytů ve třetím čtvrtletí zrychlil na 12,5 %, přičemž byl tažen vysokou dynamikou nabídkových cen pražských bytů. Stejně jako v první polovině roku rostly nabídkové ceny v mimopražských regionech výrazně pomaleji.

Experimentální index inflace CPIH ve druhém čtvrtletí 2017 lehce zvolnil, nadále však zůstává na vysokých hodnotách (Graf III.1.7). Stále se tak udržuje zřetelně výše oproti inflaci měřené CPI. Alternativní index CPIH, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků (a to s poměrně velkou vahou, viz BOX 1 v ZoI III/2017), dosáhl ve druhém čtvrtletí 2017 růstu ve výši 3,7 %, zatímco oficiální inflace se ve stejném období pohybovala pouze mírně nad 2% cílem ČNB.

III.1.3 Dovozní a produkční ceny

Posílení kurzu koruny při slábnoucím růstu výrobních cen v eurozóně i cen ropy vedlo k poklesu dovozních cen (Graf III.1.8). Vliv silnějšího kurzu se projevil v plošném útlumu dynamiky dovozních cen, přičemž zpomalily všechny jejich sledované složky. Nejviditelnější to bylo u poklesu cen dovážených výrobků, v němž se zároveň projevilo zpomalení růstu zahraničních výrobních cen. Zlevňovaly zejména dovozy strojů a dopravních prostředků, ale i průmyslového a spotřebního zboží. Vývoj dovozních cen minerálních paliv odrážel zpomalení růstu cen ropy, které se do dovozních cen minerálních paliv promítlo bez většího zpoždění. Naproti tomu stále silně rostly ceny zemního plynu, jehož ceny následují cenové pohyby ropy obvykle se zhruba půlročním zpožděním.

Pokles cen dovážených vstupů se odrazil i ve slabé dynamice výrobních cen v průmyslu. Ta nicméně v srpnu a září zrychlila na 1,7 % (Graf III.1.9). Podobně jako v případě dovozních cen stál za vývojem cen výrobců slabý – avšak v posledních měsících opět mírně rostoucí – příspěvek cen souvisejících s cenou ropy, tedy rafinovaných ropných produktů a koksu. Pokračoval přitom lehký pokles výrobních cen energií a vody, nadále klesaly ceny dopravních prostředků. Naopak ceny kovů a kovodělných výrobků setrvale rostly. Růst výrobních cen v potravinářském průmyslu naznačuje nadále silné tlaky na růst spotřebitelských cen potravin.

V členění podle užití rostly nejvýrazněji ceny zboží krátkodobé spotřeby. Znatelně se zvyšovaly i ceny mezispotřeby a energií, zatímco ceny zboží investiční povahy a ceny zboží určeného pro dlouhodobou spotřebu nadále mírně klesaly.

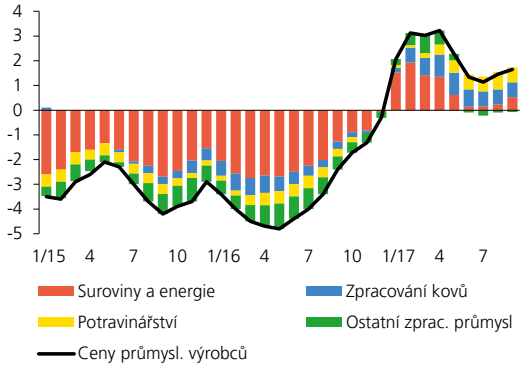
Ceny zemědělských výrobců i nadále výrazně rostly, jejich dynamika však v posledních měsících mírně zpomalila. Po setrvalém poklesu během celého loňského roku přešly ceny zemědělských výrobců v březnu do meziročního růstu, který dále zrychloval až ke 13 % (Graf III.1.10). Za tím stálo oživení růstu cen agrárních komodit na světových trzích, přičemž vedle odeznění vlivů příznivých sklizní z minulých let a předloňské liberalizace na trhu s mlékem v rámci EU současně zrychlila i světová poptávka po potravinářských komoditách. Výrazně tak zrychlily domácí ceny, a to zejména ceny masa a mléka. Obnovil se i cenový růst u obilovin a olejnin. Zpomalení meziroční cenové dynamiky v posledním období především u komodit živočišné výroby, a tím i zpomalení celkové dynamiky cen zemědělských výrobců, pak bylo do značné míry dáno odezníváním efektu nízké srovnávací základny z loňského roku.

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru i ceny stavebních prací pokračovaly v postupném zrychlování růstu (Graf III.1.11). Růst cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru v září dosáhl 1,7 %. Zřetelný cenový růst zaznamenala zejména odvětví pojištění, zajištění a penzijního financování, dále pak vydavatelských a reklamních služeb včetně průzkumu trhu. Naopak nadále mírně klesaly ceny telekomunikačních služeb. Se silnou poptávkou na realitním trhu souviselo další posílení růstu cen stavebních prací a cen materiálů spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.1.9

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

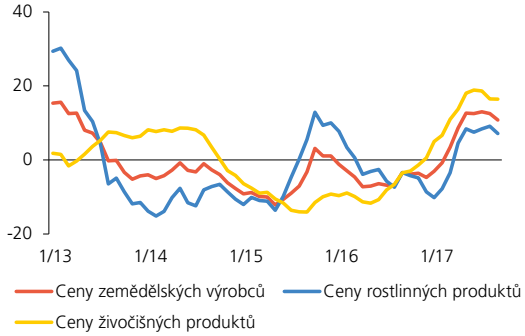
Útlum růstu cen energií se promítl do zpomalení růstu cen průmyslových výrobců
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.10

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

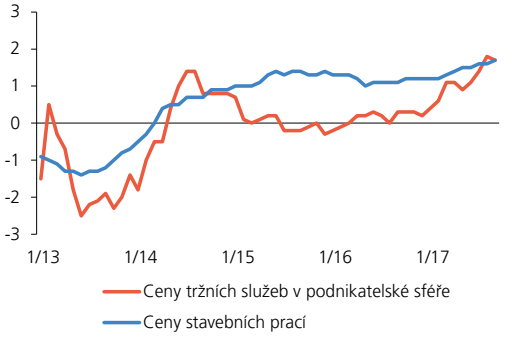
Růst cen v rostlinné i živočišné výrobě zůstal výrazný, přestože se lehce zmírnil
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.11

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

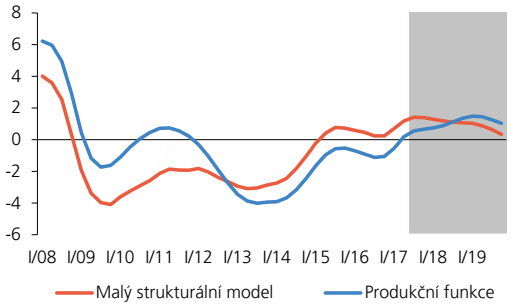
Dynamika cen tržních služeb i cen stavebních prací dále zrychlila
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

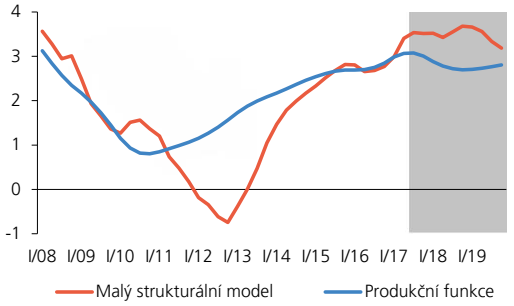
Mezera výstupu je aktuálně otevřená do kladných hodnot, nad nulou zůstává i na prognóze
(v % z potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

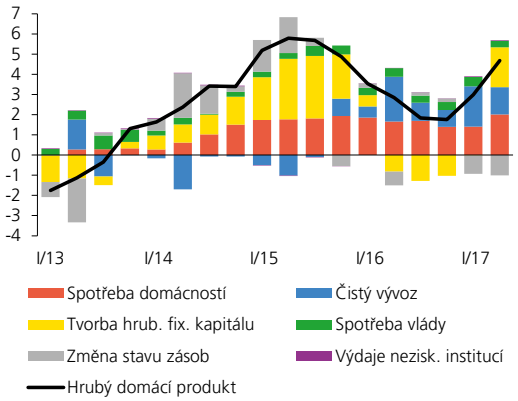
Růst potenciálního produktu se dle odhadu z malého strukturálního modelu pohybuje nad 3 %
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky ve druhém čtvrtletí 2017 dále zřetelně zrychlil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Česká ekonomika se při akcelerujícím ekonomickém růstu pohybuje nad úrovní svého potenciálu. Dynamika ekonomické aktivity se zvýšila především v důsledku výrazného zrychlení tvorby fixního kapitálu v soukromém, ale i vládním sektoru. K silnému růstu přispělo také posílení dynamiky spotřeby domácností, která odrážela svižný růst mezd i optimistická očekávání spotřebitelů. Čistý vývoz se podílel na růstu ekonomické aktivity nadále kladně, avšak jeho příspěvek postupně slábl vlivem urychlování dovozu. Příznivý vývoj ekonomické aktivity lze sledovat ve většině odvětví. O zrychlení dynamiky hrubé přidané hodnoty se ve druhém čtvrtletí zasloužily zejména sektory obchodu a služeb. Nadále se dobře daří zpracovatelskému průmyslu, jehož příspěvek k růstu hrubé přidané hodnoty se mírně zvýšil. Zásluhou zpracovatelského průmyslu zrychlil i růst celkové průmyslové produkce. Pozitivní vývoj v podnikovém sektoru potvrzuje stále vysoká důvěra podnikatelů, ačkoli výrazný růst mezd zastavil zlepšování hospodářských výsledků nefinančních podniků. Sílící bariéru růstu nadále představuje nedostatek zaměstnanců.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Mezera výstupu české ekonomiky je otevřená do kladných hodnot. Ve druhém čtvrtletí 2017 se dle odhadu z malého strukturálního modelu nacházela poblíž 1,5 % (Graf III.2.1). To kvalitativně odpovídá pozorovaným inflačním tlakům z domácí ekonomiky. K uzavření dříve záporné mezery výstupu a jejímu přechodu do kladných hodnot v minulých letech vedl růst domácí i zahraniční poptávky. Přispěla k němu uvolněná měnová politika a v roce 2015 i vliv dočerpávání fondů EU. V roce 2016 naopak záporný fiskální impulz vedl k dočasnému návratu shora na úroveň potenciálu, tento vliv však v letošním roce odezněl a mezera výstupu se začala opět otevírat. Kladná přitom zůstává také na prognóze.

Růst potenciálního produktu je aktuálně odhadován nad 3% úrovní. Zhruba na ni se dostal již v předchozích dvou letech poté, co odezněly dozvuky hospodářské krize a obnovil se růst ekonomické aktivity (Graf III.2.2). K výraznému zlepšení došlo na trhu práce, kde rostoucí míra participace působila na rychlejší růst rovnovážné zaměstnanosti. Obnovil se též růst investic nefinančních podniků, i když vývoj celkových fixních investic byl v uplynulých letech rozkolísaný vlivem cyklu fondů EU. Pozitivní vliv budou mít investice také v letošním roce, kdy prognóza předpokládá další zrychlení tempa růstu produktivity práce. Ke 3% hodnotě se bude růst potenciálního produktu navracet postupně shora v průběhu roku 2019.

III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Meziroční dynamika hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí letošního roku skokově zrychlila na 4,7 % (Graf III.2.3). Za tímto výrazným zrychlením stál především obnovený růst fixních investic. Rostly jak investice soukromé, tak nově i vládní. Zvýšený příspěvek k růstu HDP zaznamenala rovněž spotřeba domácností, a to v souvislosti

s rostoucí dynamikou objemu vyplacených mezd a platů. Rychlejší růst spotřeby domácností a dovozně náročných soukromých investic vyústil v mírně nižší příspěvek čistého vývozu.

Spotřeba domácností zůstává stabilním tahounem domácí poptávky, přičemž rostla ve všech svých segmentech. Na zrychlení reálné spotřeby domácností se podílely především výdaje za služby, jejichž příspěvek je nyní srovnatelný s příspěvkem dosud nejvýznamnějších výdajů na krátkodobou spotřebu. Rychlejší růst reálné spotřeby domácností může být částečně ovlivněn také způsobem očištění o nestejný počet pracovních dní[25].

Růst spotřeby domácností odrážel zrychlující dynamiku hrubého disponibilního důchodu v prostředí nízkých úrokových sazeb. Ke zrychlující dynamice příjmů domácností nejvýrazněji přispěl, stejně jako v předchozích dvou letech, zvyšující se příspěvek objemu mezd a platů (Graf III.2.4). Za dalším zrychlením ve druhém čtvrtletí letošního roku stojí také nárůst objemu sociálních dávek. Výrazně se naopak snížil příspěvek zisku podnikatelů.

Nadále silná spotřebitelská důvěra podpoří růst spotřeby domácností také v nejbližším období. K vysoké důvěře spotřebitelů přispívá pozitivní výhled celkové hospodářské situace i očekávání dobré finanční situace samotných domácností (Graf III.2.5). Obavy z vývoje nezaměstnanosti zůstávají na nízkých hodnotách. S narůstajícím objemem příjmů se zvyšuje také ochota domácností spořit. O přetrvávajícím optimismu spotřebitelů svědčí pokračující silný růst maloobchodních tržeb, a to jak v segmentu potravinářského, tak nepotravinářského zboží.

Zatímco růst reálné spotřeby vlády zpomalil, vládní investice se začaly zhruba po roce opět meziročně zvyšovat. Zpomalení růstu reálné vládní spotřeby bylo způsobeno především silnou dynamikou deflátoru, která odrážela zrychlený růst mezd ve vládním sektoru. Přechod vládních investic k meziročnímu růstu zřejmě souvisel se změnou zákona o zadávání veřejných zakázek, který vstoupil v platnost v závěru loňského roku. S ním souviselo předsunutí velkého objemu vypsaných vládních zakázek.[26] To následně vedlo k nárůstu zadaných zakázek a zvýšení vládních investic v letošním roce. Jednalo se přitom zejména o dodávky zdravotnických potřeb a přístrojů a také o dodávky kancelářského vybavení a elektroniky. Ze struktury zdrojů financování zadaných veřejných zakázek zároveň vyplývá i nadále nízký objem prostředků financovaných z fondů EU, který se však již meziročně

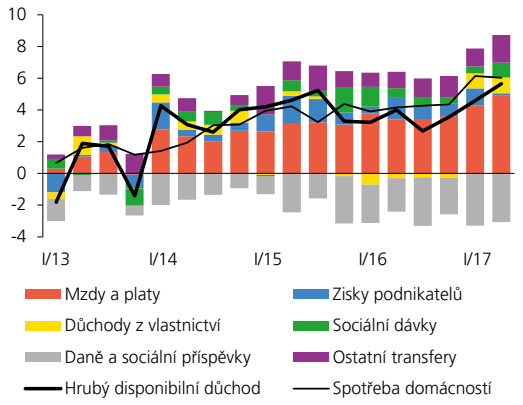
25 Druhé čtvrtletí letošního roku mělo meziročně o čtyři pracovní dny méně.

26 Novela zákona o zadávání veřejných zakázek s účinností od 1. října 2016 zavedla řadu formálních změn v zadávání zakázek a posuzování nabídek. Jednou z výrazných změn je zavedení hodnocení podle poměru kvality a ceny, tzv. „ekonomické výhodnosti“. Novou zákonnou povinností je také zveřejňovat smluvní dokumentaci v registru smluv. Nutnost úprav administrativních procesů u zadavatelů v návaznosti na tyto a další změny vedly dle dat z věstníku veřejných zakázek k předsunutí výrazného objemu vypsaných zakázek před datum účinnosti novely.

GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

K setrvalému růstu disponibilního důchodu přispívá nejvíce zvyšující se dynamika objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěno)

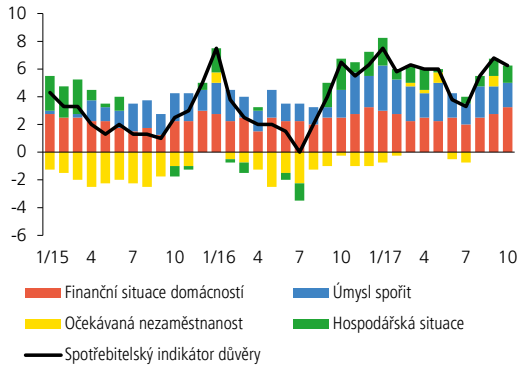


Poznámka: Zisky podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů je silná vlivem dobré očekávané finanční situace domácností a nízké nezaměstnanosti
(saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)

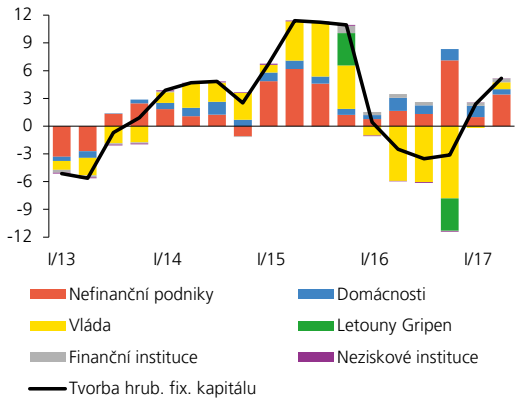


Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

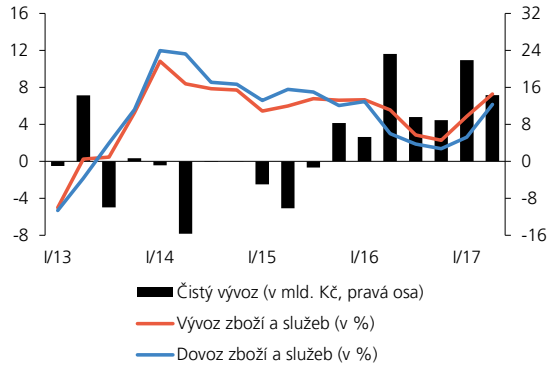
Růst investic byl tažen nefinančními podniky, zároveň odezněl propad vládních investic
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

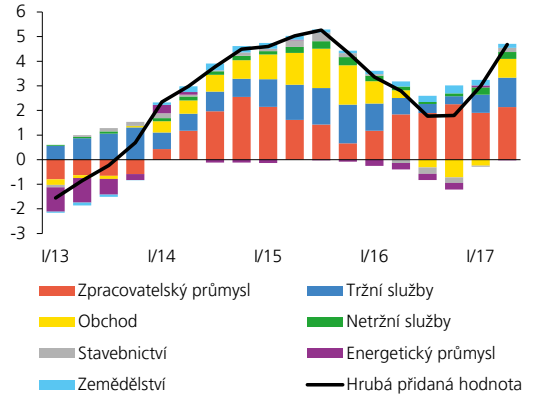
Růst čistého vývozu mírně zpomalil, přičemž dynamika dovozu doháněla tempa růstu vývozu
(meziroční změny v % a v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Na zrychlení růstu HPH se ve druhém čtvrtletí 2017 podílel především sektor tržních služeb a odvětví obchodu
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)

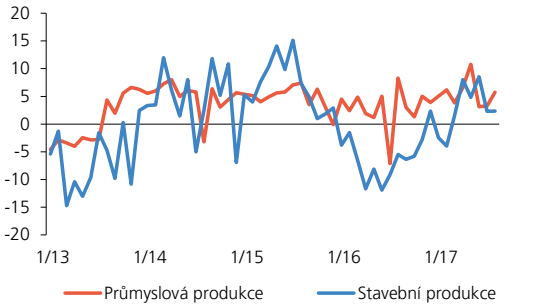


Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Průmyslová produkce nadále solidně roste; do kladných čísel se vrátila po delší době také dynamika stavební produkce
(meziroční změny v %)



nesnižuje. To je v souladu s aktuálním vývojem inženýrského stavitelství, které sice nadále meziročně klesá, avšak výrazně mírněji oproti minulosti. Pozorovaný objem zadaných zakázek v průběhu letošního roku naznačuje, že zrychlování vládních investic lze očekávat i v následujícím období.

Za růstem soukromých investic stály v dominantní míře investice nefinančních podniků (Graf III.2.6). Z pohledu věcného členění výrazně zrychlily investice do budov a staveb, jejichž vývoj tak již nemusí souviset jen s vládním sektorem. Zesílil i příspěvek investic do strojů a zařízení, což může vedle vlivu rostoucí zahraniční poptávky naznačovat posílení automatizace výroby ze strany podniků v prostředí nedostatku zaměstnanců a rychle rostoucích mezd. Zároveň byl v celkových fixních investicích, podobně jako v případě spotřeby domácností, zaznamenán výrazný vliv očištění o sezonní a kalendářní vlivy. To vedlo – zřejmě k dočasnému – skokovému zrychlení očištěné dynamiky fixních investic na výrazně vyšší hodnoty, než by odpovídalo růstu zahraniční poptávky. Poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy přitom naznačují stále silný, avšak mírně zpomalující růst soukromých investic v nejbližších čtvrtletích.

Pokračoval také růst investic domácností, i když jeho tempo zpomalilo. Nabídka nových bytů zůstává omezená, což v prostředí dynamického růstu úvěrů na bydlení vede k tlaku na silný růst cen nemovitostí. V posledních čtvrtletích již nicméně dochází k růstu počtu zahájených bytů, jejichž vyšší nabídka by měla přinést domácnostem možnost nových investic.

Investice do zásob se v posledních čtvrtletích snižovaly. Zpomalila zejména tvorba zásob konečného zboží, což může odrážet produkční omezení podniků při nadále rostoucích prodejích. Nižší příspěvek zaznamenaly také zásoby materiálu. Ke tvorbě zásob přispívaly nadále silně především velké podniky zpracovatelského průmyslu, nicméně i u nich bylo pozorováno jisté zpomalení.

Zrychloval vývoz i dovoz, kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se přitom mírně snížil (Graf III.2.7). Dynamika vývozu zrychlila v důsledku silnější zahraniční poptávky, která se odráží i ve svižném růstu zahraničních zakázek v průmyslu. Zvyšování vývozu bylo nadále taženo automobilovým, elektrotechnickým a strojírenským průmyslem. Silný růst vývozu a rostoucí spotřeba domácností vedly zároveň k urychlení tempa dovozu – příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se tak ve výsledku mírně snížil. Byl přitom nadále tažen vývojem bilance zboží, kladně však přispěla také bilance služeb.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Druhé čtvrtletí 2017 přineslo další významné zrychlení růstu hrubé přidané hodnoty, který je aktuálně již plošný (Graf III.2.8). Kladný příspěvek zaznamenala všechna sledovaná odvětví včetně odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství, které začalo po delší době opět meziročně růst. Výrazným impulzem ke zrychlení HPH bylo také

zvýšení příspěvku tržních služeb. Ten se oproti předchozímu čtvrtletí téměř zdvojnásobil. Hlavním tahounem růstu HPH však zůstává i nadále zpracovatelský průmysl, jehož příspěvek se rovněž mírně zvýšil.

Zásluhou zpracovatelského průmyslu zrychlila celková průmyslová produkce. Ta ve druhém čtvrtletí vzrostla o 6,7 % (Graf III.2.9). Růst produkce se přitom týkal výhradně zpracovatelského průmyslu, kde svižně rostla výroba většiny významných odvětví. Útlum v odvětví těžby a dobývání a pokračující odstávky v energetickém průmyslu naopak růst průmyslové produkce brzdily. Podle údajů o nových zakázkách by měla dynamika průmyslové produkce zůstat kladná také ve třetím čtvrtletí, i když se zřejmě mírně sníží, jak naznačují data z července a srpna.

Nedostatek zaměstnanců je aktuálně nejvýznamnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků. Význam tohoto omezení sice podle říjnových výsledků konjukturálního průzkumu ČSÚ mírně poklesl, ještě výrazněji se však snížil význam omezení ve formě nedostatečné poptávky (Graf III.2.10). Nově se naopak zvýšil podíl podniků, které se potýkají s nedostatkem materiálu. Využití výrobních kapacit v průmyslu zůstává i nadále na hodnotách kolem 84 %.

Pokles stavební produkce, který přetrvával od ledna loňského roku s výjimkou prosince 2016, odezněl v letošním březnu. Ve druhém čtvrtletí přesáhl růst stavební produkce 7 % (Graf III.2.9), a to díky svižnému zvyšování produkce pozemního stavitelství. Ten převážil nad postupně se zmírňujícím poklesem inženýrského stavitelství, které nadále trpí nízkým čerpáním z fondů EU.

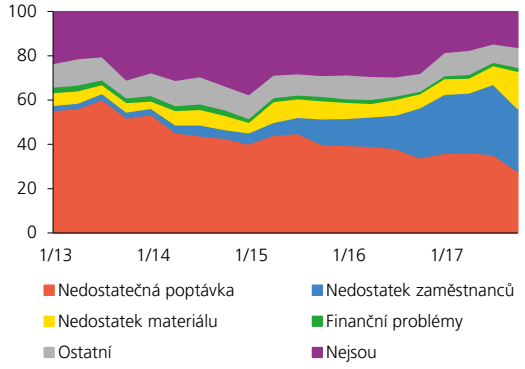
Podnikatelská důvěra zůstává na vysoké úrovni. Pozitivní hodnocení situace převažuje u podnikatelů v průmyslu, obchodu a službách (Graf III.2.11). Aktuální oživení stavební produkce navíc vede k postupnému zmírňování pesimistické nálady ve stavebnictví, které se po dlouhou dobu potýkalo s klesající poptávkou.

Dosud rychlý růst výkonů nefinančních podniků lehce zpomalil, dynamika mzdových nákladů naopak dále zrychlovala. Ačkoli byl růst výkonů ovlivněn meziročně nižším počtem pracovních dní, zůstává jeho meziroční tempo nadále na téměř 8 % (Graf III.2.12), a to jak v průmyslu, tak v terciárním sektoru. Při rychlém růstu mzdových nákladů dochází v sektoru nefinančních podniků ke zvýšení mzdové náročnosti výkonů, především v terciárním sektoru. V posledním čtvrtletí již tak vysoký růst mzdových nákladů dále zrychlil na 9,4 %, což vedlo k výraznému útlumu meziroční dynamiky hrubého provozního přebytku.

GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

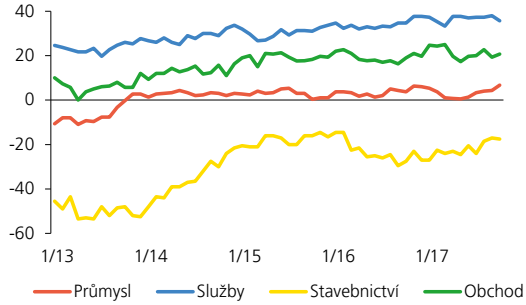
Hlavní bariérou průmyslové produkce je podle posledního šetření nedostatek zaměstnanců
(v %)



GRAF III.2.11

SALDA PODNIKATELSKÉ DŮVĚRY

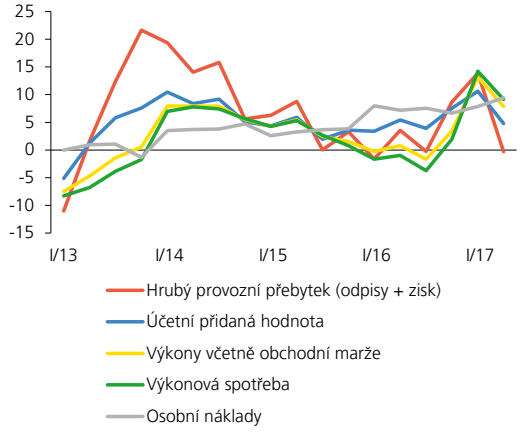
Podnikatelská důvěra zůstává s výjimkou stavebnictví nadále pozitivní
(saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



GRAF III.2.12

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

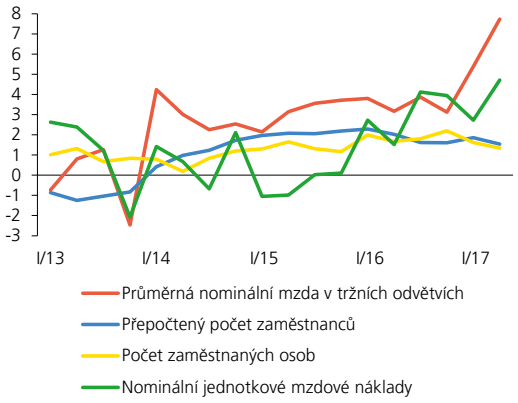
Vlivem zrychlení růstu mzdových nákladů se výrazně snížila dynamika hrubého provozního přebytku
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

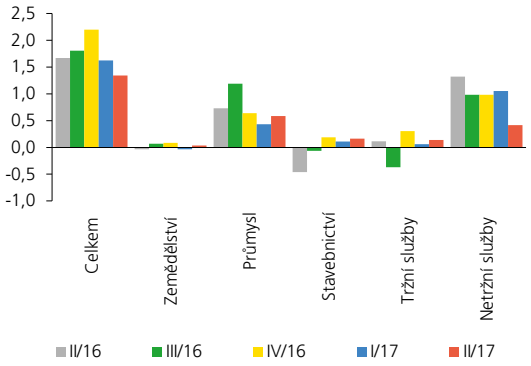
Mzdová dynamika ve druhém čtvrtletí 2017 výrazně zrychlila
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

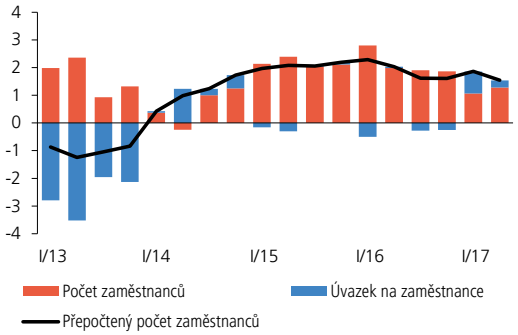
K růstu zaměstnanosti přispěly téměř výhradně průmysl a netržní služby
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, pramen: VŠPS)



GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Zvyšování počtu zaměstnanců bylo doprovázeno mírným nárůstem průměrné délky úvazku
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.3 TRH PRÁCE

Pokračující ekonomický růst vedl ve druhém čtvrtletí 2017 k dalšímu zvýšení zaměstnanosti, které stlačilo míru nezaměstnanosti na historicky nejnižší hodnoty. Podniky zaplňují volná pracovní místa stále obtížněji, neboť zvyšování pracovní síly není z pohledu poptávky po práci dostatečné. Tím sílí tlak na růst mezd, což bylo podpořeno i zvýšením minimální mzdy začátkem roku 2017. Dynamika průměrné mzdy v tržních odvětvích skokově akcelerovala nad 7,5 % a překonala tak – rovněž zesilující – mzdový růst v netržních odvětvích. Tempo zvyšování národohospodářské produktivity práce ve druhém čtvrtletí slabě zvolnilo, což při výraznějším růstu objemu mezd a platů vedlo k zesílení dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Rychle rostoucí ekonomická aktivita se projevuje ve zvyšování zaměstnanosti v čím dál menší míře. To poukazuje na výrazné napětí na trhu práce odrážející nedostatek volné pracovní síly. Z hlediska struktury meziročního růstu zaměstnanosti (o 1,3 %; Graf III.3.1) k němu přispělo zejména zvyšování počtu zaměstnanců. Z pohledu věkové struktury se na růstu zaměstnanosti zhruba z poloviny podílela věková skupina 45–59 let, kde byla rostoucí zaměstnanost přibližně z jedné třetiny spojena s poklesem počtu nezaměstnaných.

Ke zvyšování zaměstnanosti přispěl nejvíce průmysl (Graf III.3.2). V něm byl růst zaměstnanosti tažen stejně jako v předchozím období především zpracovatelským průmyslem. V netržních službách naopak doposud silné meziroční zvyšování počtu zaměstnaných zvolnilo, což souviselo s odezněním nárůstu zaměstnanosti ve vzdělávání a zdravotnictví z loňského roku. V tržních službách zůstává růst zaměstnanosti utlumený. Stejně jako v předchozím čtvrtletí se zde zaměstnanost zvyšovala nejvíce v profesních, vědeckých a technických činnostech, resp. v dopravě a skladování. Na druhé straně pokračoval její pokles především v obchodu i v ubytování a stravování.

Výrazný nárůst četnosti kratších úvazků tlumil zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců. I přesto se však průměrný úvazek mírně meziročně zvýšil. Vedl k tomu cyklický tlak na zvyšování úvazků stávajících zaměstnanců, který plyne z nedostatku volné pracovní síly v prostředí silného ekonomického růstu. S přispěním solidního nárůstu počtu zaměstnanců se tak přepočtený počet zaměstnanců ve druhém čtvrtletí 2017 meziročně zvýšil o 1,5 % (Graf III.3.3), a to zejména zásluhou vývoje ve zpracovatelském průmyslu.

Snižování počtu nezaměstnaných stlačilo obecnou míru nezaměstnanosti na historicky nejnižší hodnoty (Graf III.3.4). Česká míra nezaměstnanosti je tak nadále nejnižší ze všech zemí EU (v srpnu 2,9 %). Tento vývoj byl přitom tažen zejména poklesem počtu dlouhodobě nezaměstnaných. Rostoucí pracovní síla spolu s dlouhodobě se snižující populací ve věkové skupině 15–64 let vedly ke zvýšení míry ekonomické aktivity. Ta v srpnu přesáhla rekordních 76 %. Podíl

nezaměstnaných osob se snižoval průběžně celé třetí čtvrtletí ke 4 %, a to při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání a mírného poklesu populace v dané věkové skupině.

Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovaly i ve třetím čtvrtletí 2017. Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce dosáhl v září zhruba 200 tisíc, z čehož přibližně čtvrtina spadala do odvětví zpracovatelského průmyslu. Další významnou část volných pracovních míst nabízela odvětví obchodu a stavebnictví. Z hlediska kvalifikační struktury hledaly firmy nejvíce řemeslníky a opraváře, obsluhu strojů a zařízení a pomocné a nekvalifikované pracovníky – tyto profese v součtu tvořily více než dvě třetiny všech volných pracovních míst. Solidní růst ekonomiky zároveň vede ke znatelnému poklesu počtu registrovaných nezaměstnaných, a to zejména ve skupině dlouhodobě nezaměstnaných. Jejich počet v září meziročně poklesl o téměř 50 tisíc na přibližně 105 tisíc osob. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) je aktuálně na trhu práce nejnižší počet nezaměstnaných od počátku tohoto století a zároveň historicky maximální počet volných pracovních míst (a to navíc při nejvyšší úrovni zaměstnanosti a pracovní síly). To se projevuje prostřednictvím zrychlujícího mzdového růstu v postupně se zvyšující jádrové inflaci, k jejímuž nárůstu však přispívají také jednorázové faktory (např. zavedení EET).

III.3.2 Mzdy a produktivita

Skokový růst průměrné mzdy je důsledkem silného napětí na trhu práce a částečně také odrazem zvýšení minimální mzdy. Výrazný růst výdělků přitom zaznamenala tržní i netržní odvětví. V tržních odvětvích se nominální mzdy ve druhém čtvrtletí meziročně zvýšily o 7,7 %. Mzdový růst zrychlil ve všech odvětvích. V souvislosti s navýšením minimální mzdy z 9 900 Kč na 11 000 Kč od počátku roku 2017 rostly mzdy nejvýrazněji v ubytování a stravování a v administrativních a podpůrných činnostech – tedy v odvětvích s tradičně nízkou úrovní průměrné mzdy. Podle podrobnějších statistik mělo na mzdovém růstu ve druhém čtvrtletí poměrně výrazný podíl také navýšení odměn. V průběhu třetího čtvrtletí by podle měsíčních dat z průmyslu měl mzdový růst mírně zvolnit. Dynamika mezd v netržních odvětvích rovněž akcelerovala, a to na 7 %. Tento vývoj byl dán téměř 9% růstem platů ve veřejné správě a obraně. Naopak ve vzdělávání se stejně jako v předchozím čtvrtletí nárůst výdělků pohyboval okolo 5 %.

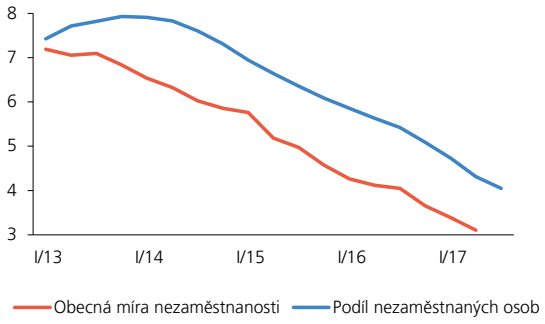
Růst produktivity práce zvolnil vlivem výraznějšího zpomalení tempa ekonomické aktivity[27] než zaměstnanosti. Produktivita práce

27 Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl sezonně neočištěného HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Sezonně neočištěný meziroční růst HDP přitom ve druhém čtvrtletí zpomalil, na rozdíl od očištěného ukazatele, zejména vlivem výrazně nižšího počtu pracovních dní oproti stejnému čtvrtletí předchozího roku. Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl

GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

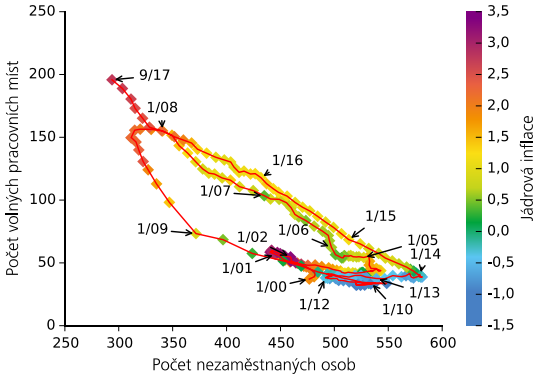
Obecná míra nezaměstnanosti dále prohlubuje své historické minimum, pokračuje i pokles podílu nezaměstnaných osob
(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

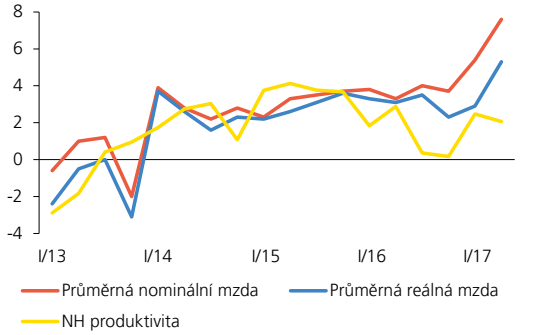
Počet nezaměstnaných plynule klesal, přičemž počet volných pracovních míst dosáhl rekordně vysokých hodnot
(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

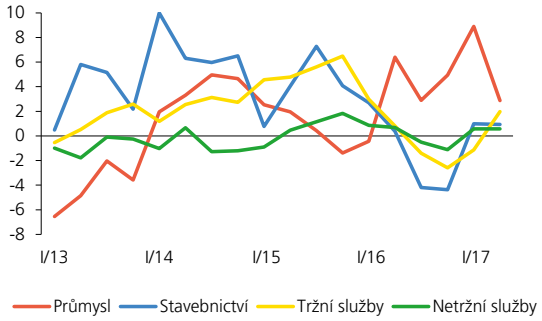
Produktivita práce rostla oproti mzdám znatelně pomaleji, její dynamika se od začátku roku dále nezvýšila
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

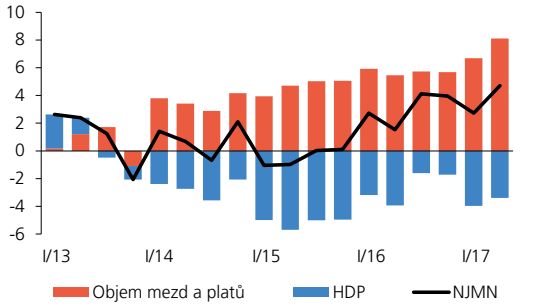
I přes výrazné zvolnění táhl růst národohospodářské produktivity práce především průmysl
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

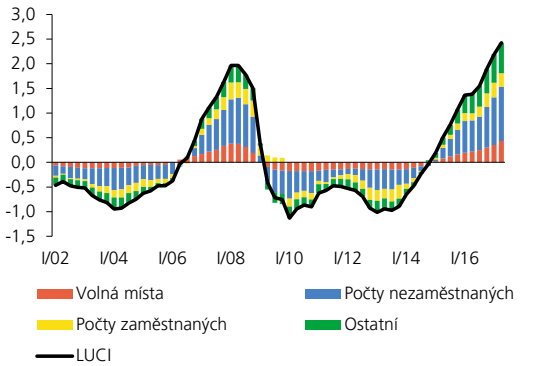
Ke zrychlení dynamiky NJMN vedlo ve druhém čtvrtletí 2017 především zesílení růstu objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF 1 (BOX)

LUCI A JEHO ZÁKLADNÍ DEKOMPOZICE

Aktuální napětí na trhu práce je největší od roku 2002
(index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky)



se ve druhém čtvrtletí 2017 meziročně zvýšila o 2,1 % (Graf III.3.6). Na rozdíl od druhé poloviny loňského roku, v níž byl růst produktivity práce značně utlumený, se dynamika produktivity zlepšila ve většině sledovaných odvětví s výjimkou průmyslu. V něm růst produktivity práce ve druhém čtvrtletí zpomalil pod 3 %. To plynulo z výrazného zpomalení růstu přidané hodnoty při obnoveném slabém zvyšování počtu zaměstnaných osob v tomto odvětví dle statistiky národních účtů (Graf III.3.7). Přesto ale zůstala dynamika produktivity práce v průmyslu nejvyšší ze všech sledovaných odvětví.

Růst NJMN akceleroval kvůli zrychlenému tempu zvyšování objemu mezd a platů při zvolnění dynamiky HDP. V meziročním srovnání vzrostly NJMN o 4,7 % (Graf III.3.8), což je v souladu s identifikovanými nákladovými tlaky z domácí ekonomiky. Napříč ekonomikou se však jejich vývoj lišil. Mzdové náklady na jednotku výroby rostly nejvýrazněji v netržních službách a v průmyslu[28], naopak znatelně pomaleji – zhruba polovičním tempem – se zvyšovaly ve stavebnictví.

BOX LUCI – souhrnný ukazatel trhu práce

Informace z trhu práce již delší dobu vybízejí k porovnání aktuální situace s vývojem na vrcholu předchozího cyklu v roce 2008. Některé časové řady popisující trh práce totiž již překonaly svá historická maxima, resp. minima (zaměstnanost, obecná míra nezaměstnanosti atd.), naproti tomu jiné ukazatele (například přepočtený počet zaměstnanců či podíl nezaměstnaných osob) za svými hodnotami z vrcholu předchozího cyklu stále ještě zaostávají. Otázkou tedy je, která data jsou z hlediska trhu práce důležitější a jak souborně popsat jednotlivé informace a souhrnně tak charakterizovat celkovou situaci.

Souhrnné hodnocení situace na trhu práce umožňuje LUCI[29] – kompozitní indikátor trhu práce (Graf 1). Tento index dává dohromady informace obsažené ve dvaceti časových řadách z trhu práce pomocí metody tzv. hlavních komponent. V rámci sledovaných řad se jedná zejména o počet nezaměstnaných podle délky jejich nezaměstnanosti, podíl nezaměstnaných osob, zaměstnanost v členění podle délky úvazku, počet volných pracovních míst a další. První faktor odhadnutý v rámci této analýzy, který vysvětluje přes 50 % variability použitých časových řad, zároveň slouží k výpočtu LUCI. Výsledný index je následně standardizován. To znamená, že nulová hodnota v rámci každého odhadu odpovídá dlouhodobému průměru. Kladné hodnoty signalizují období s napjatějším trhem práce, zatímco záporné hodnoty přísluší utlumenější situaci oproti dlouhodobému průměru. Kvůli

hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

28 V průmyslu souvisela vyšší tempa NJMN se zvolněním přidané hodnoty při zesílení dynamiky objemu mezd a platů.

29 LUCI (Labour Utilisation Composite Index) je index agregující informace z jednotlivých veličin trhu práce. Inspirací pro výpočet tohoto indexu je obdobný index používaný centrální bankou Nového Zélandu, viz Jed Armstrong, Gunes Kamber and Ozer Karagedikli (2016), Developing a labour utilisation composite index for New Zealand, No AN2016/04, Reserve Bank of New Zealand Analytical Notes series, Reserve Bank of New Zealand.

přehlednějšímu znázornění jsou jednotlivé řady sloučeny do několika reprezentativních skupin.

Využití takto sestaveného indexu má řadu výhod. Data z trhu práce jsou k dispozici s poměrně malým časovým zpožděním a především s minimálními historickými revizemi. To může napomoci včasné identifikaci cyklické situace na trhu práce, která se průběžně téměř nemění v důsledku přehodnocování předchozích dat. Použití více časových řad navíc umožňuje přesnější identifikaci, neboť agregování informace snižuje vliv šumu přítomného v každé jednotlivé řadě.

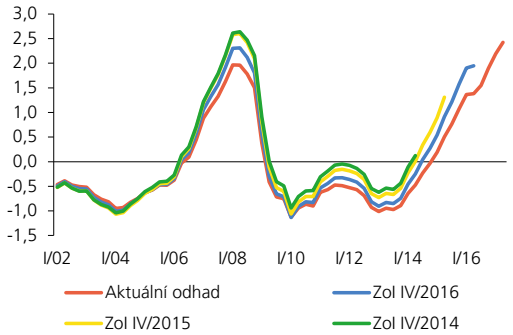
Provedené simulace ukazují stabilitu indexu v čase. Při zkrácení datového vzorku na období dostupná v jednotlivých dříve publikovaných Zprávách o inflaci je vidět, že přehodnocení se týká téměř výhradně výšky vrcholů daného cyklu (Graf 2). Naproti tomu kvalitativní hodnocení polohy trhu práce v cyklu (napjatější nebo utlumenější oproti dlouhodobému průměru) zůstává převážně stabilní.

Podle LUCI vykazuje trh práce již delší dobu výrazné a dále zesilující napětí. Z dlouhodobého pohledu (od roku 2002) je nyní situace na trhu práce spojena s historicky nejvyššími tlaky (Graf 1). Podílí se na tom přitom všechny zahrnuté ukazatele, z nichž velká část zároveň dosahuje historicky rekordních hodnot.

GRAF 2 (BOX)

HISTORICKÉ SIMULACE LUCI

Zkracování časových řad ukazuje na stabilitu indexu v čase, pokud jde o odhadovanou fázi cyklu
(index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky)



Poznámka: Jednotlivé řady ukazují, jak by dopadl odhad LUCI na základě dat dostupných v uvedených Zprávách o inflaci (ZoI).

III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

ČNB v srpnu a listopadu zvýšila měnověpolitické úrokové sazby a učinila tak další kroky k postupné normalizaci měnové politiky. Následně vzrostly i úrokové sazby na finančním trhu a mírně posílil kurz koruny. Klientské úrokové sazby se naproti tomu stále pohybují na nízké úrovni. Vysoká dynamika úvěrů soukromému sektoru již dále nezrychlovala, přičemž postupné zpřísňování úvěrových podmínek bank přibrzdilo rekordní růst úvěrů na bydlení.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

V srpnu a listopadu 2017 ČNB zvýšila měnověpolitické úrokové sazby.[30] Jednalo se o první změny úrokových sazeb od listopadu 2012, kdy došlo ke snížení repo sazby na tzv. technickou nulu. Srpnové rozhodnutí současně znamenalo první zvýšení domácích úrokových sazeb od února 2008 a spolu s listopadovou úpravou sazeb bylo dalším krokem – po ukončení kurzového závazku ČNB počátkem dubna 2017 – k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu.[31]

Úrokové sazby PRIBOR reagovaly na nárůst základních sazeb ČNB a odpoutaly se od historicky nejnižších hodnot (Graf III.4.1). Výnosová křivka se ve všech splatnostech posunula výše zhruba v rozsahu, který odpovídal změně 2T repo sazby. Sazba 3M PRIBOR se tak ve třetím čtvrtletí 2017 zvýšila v průměru na 0,4 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se jen nepatrně snížila na necelou čtvrtinu procentního bodu. Rovněž derivátové sazby FRA se postupně zvyšovaly, a to již před srpnovým měnověpolitickým zasedáním bankovní rady ČNB i po něm. Hlavním důvodem byla sílící očekávání ohledně budoucího růstu základních sazeb ČNB. Výhled sazeb FRA z konce října naznačoval v nejbližším roce očekávání plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR.

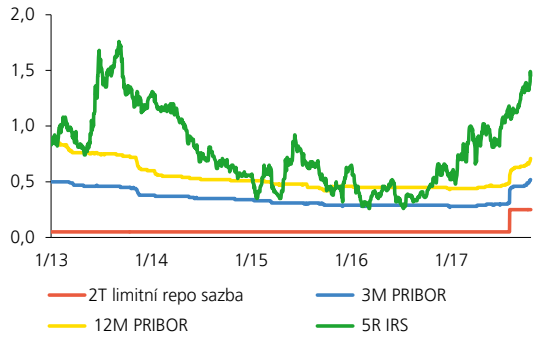
Také domácí úrokové sazby s delší splatností (IRS) se celkově zvýšily. Částečně se tak odchýlily od vývoje na hlavních zahraničních trzích, kde sazby kolísaly a v souhrnu se změnily jen zanedbatelně. Do zahraničních sazeb se promítala nervozita související s jadernými testy KLDR, která zvýšila zájem o bezpečná aktiva a dočasně vedla k poklesu výnosů státních dluhopisů. Naopak směrem k vyšším výnosům působil pozitivní globální ekonomický vývoj včetně předstihových ukazatelů a očekávání, že ECB oznámí zmírňování a postupné ukončování programu nákupu aktiv. Celkově se domácí sazby IRS od začátku července zvýšily o 0,3–0,5 procentního bodu (Graf III.4.1). Obdobně se vyvíjely výnosy tuzemských státních dluhopisů. Výnosová křivka státních

GRAF III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na finančním trhu reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB a vzrostly ve všech splatnostech

(v %)



30 S účinností od 3. listopadu 2017 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,50 % a lombardní sazba na 1 %, diskontní sazba byla ponechána na 0,05 %. V důsledku úpravy základních úrokových sazeb ČNB (zejména odpoutání 2T repo sazby od technicky nulové hladiny) se následně změnila struktura sterilizované likvidity; výrazně se snížil objem depozitní facility ve prospěch více úročených repo operací.

31 Viz BOX 1 ve Zprávě o inflaci II/2017.

dluhopisů se posunula výše a v záporných hodnotách se pohybovala již jen do splatnosti 1R (Graf III.4.2). Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů se stále pohybuje lehce nad 700 mld. Kč, tj. zhruba na stejné úrovni jako v době ukončení kurzového závazku.

Na primárním trhu se emisní aktivita přesunula od státních dluhopisů k pokladničním poukázkám. Od začátku července se uskutečnilo čtrnáct aukcí dluhopisů se splatností nad 1R, objem emitovaných dluhopisů dosáhl 40,5 mld. Kč. Průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* činila 1,7. V aukcích již nebyly dosahovány záporné výnosy[32], proto se Ministerstvo financí soustředilo na vydávání státních pokladničních poukázek se splatností v řádu týdnů, jejichž výnosy byly nadále záporné, byť jen mírně. Objem vydaných poukázek od začátku července dosáhl 170 mld. Kč.

Úrokové sazby z hypotečních úvěrů se i přes předchozí zvýšení stále pohybují na nízké úrovni. Sazba z hypoték se od svého minima z loňského listopadu do dubna 2017 zvýšila u delších fixací v průměru o 0,2 procentního bodu, což bylo méně než u dlouhodobých sazeb finančního trhu. Vzhledem k předpokládané velké citlivosti poptávky na úrokovou sazbu přistupují banky ke zdražování hypoték opatrně. V srpnu se sazba z nových hypoték pohybovala těsně nad úrovní 2 % (Graf III.4.3). Sazba z refixovaných úvěrů dosáhla 2,3 % a od ledna naopak klesá. V důsledku makroobezřetnostních opatření ČNB vzrostla úroková sazba z nových hypoték v pásmu s vyššími hodnotami LTV (80–90 %) o 0,3 procentního bodu na 2,2 %, což bylo doprovázeno poklesem podílu objemu nových hypoték v tomto pásmu a naopak jeho zvýšením v pásmu s LTV 70–80 %. V tomto pásmu se sazby zvýšily o 0,1 procentního bodu a nacházely se na úrovni 2 %.

Úrokové sazby z podnikových úvěrů zůstaly v průběhu třetího čtvrtletí lehce nad 2 %. Rozpětí klientských sazeb z úvěrů v ČR a eurozóně dosáhlo v průměru 0,4 procentního bodu (Graf III.4.4).[33] Reálné klientské úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení zůstávají vlivem zvýšené inflace záporné a odrážejí přetrvávající uvolněnost úrokové složky měnových podmínek.

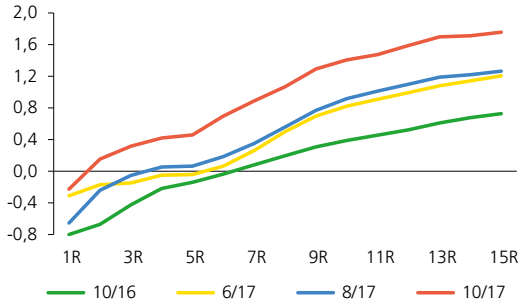
Náklady financování bank se zvýšily. Mezibankovní úroková sazba 3M PRIBOR v průběhu třetího čtvrtletí lehce vzrostla v průměru na 0,4 %, zvýšily se i dlouhodobé sazby finančního trhu (Graf III.4.1). Na druhou stranu úrokové sazby z vkladů domácností zůstaly rekordně nízko kolem 0,2 % a u nefinančních podniků byly téměř nulové.

32 Ministerstvo financí bylo na trhu státních dluhopisů výrazně aktivní v období platnosti kurzového závazku, kdy využívalo nízkých a v některých případech i záporných výnosů.
33 Výjimkou zůstávají spotřebitelské úvěry, kde i přes minulý pokles sazeb pod 10 % činil rozdíl ve srovnání s eurozónou zhruba 4 procentní body.

GRAF III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

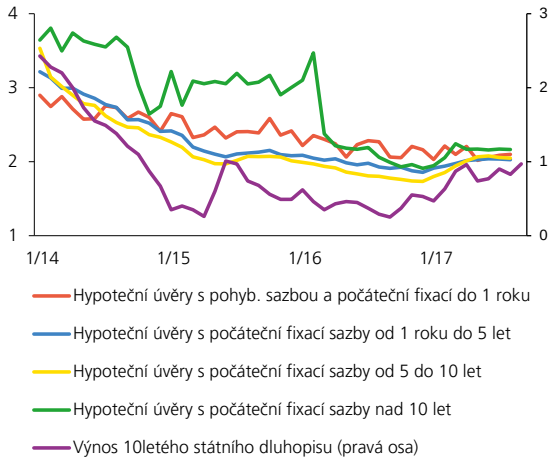
Výnosová křivka se posunula na vyšší hladinu, v záporných hodnotách se pohybovala již jen na nejkratším konci
(v %)



GRAF III.4.3

ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚRŮ

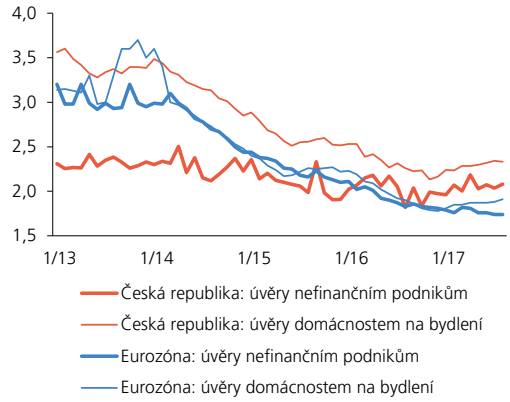
Úrokové sazby z nových hypotečních úvěrů se po předchozím mírném zvýšení zásadněji neměnily
(nové obchody včetně navýšení, v %)



GRAF III.4.4

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Klientské úrokové sazby jsou v ČR nadále nízké, pohybují se však na mírně vyšší úrovni oproti sazbám v eurozóně
(celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, v %)



III.4.2 Měnový kurz

Posilování koruny, které nastalo po opuštění kurzového závazku, bylo ve třetím čtvrtletí přerušeno relativní stabilitou kurzu. Počátkem července koruna posílila k 26 CZK/EUR (Graf III.4.5) a lehce nad touto úrovní se poté držela většinu třetího čtvrtletí. Průměrná hodnota kurzu v tomto období činila 26,1 CZK/EUR, což představuje meziroční zhodnocení koruny o 3,5 %. Kurz reagoval na zvýšení základních úrokových sazeb ČNB počátkem srpna pouze velmi krátkodobě. Tehdy koruna posílila pod 26 CZK/EUR, následující den však korigovala opět nad tuto hladinu poté, co trhy interpretovaly vystoupení guvernéra na tiskové konferenci jako holubičí. Ve směru pokračujícího posilování kurzu přitom po celou dobu nadále působil robustnější vývoj reálné ekonomiky ČR ve srovnání s eurozónou.[34] Ten spolu s inflací nacházející se v horní polovině tolerančního pásma vedl v průběhu třetího čtvrtletí k narůstajícímu přesvědčení trhů, že dozrál čas na další zpřísňování měnové politiky v ČR.[35] Naproti tomu ECB, znepokojená nadále nízkou inflací a výrazným posilováním eura, chladila optimismus trhů pramenící ze solidního vývoje reálné ekonomiky eurozóny oddalováním rozhodnutí o snížení nákupu aktiv po konci roku 2017.

Po zářijovém zasedání ČNB, na němž zůstaly sazby beze změny jen těsnou většinou hlasů, začala koruna vůči euru opět posilovat. Finanční trhy očekávají, že k dalšímu zvýšení sazeb dojde na listopadovém měnovępolitickém zasedání ČNB a poté bude růst sazeb pokračovat rychlejším tempem, než předpokládaly dříve. Přehodnocení tržních očekávání reflektuje také komentáře některých členů bankovní rady, kteří se vyjadřovali vstřícně k budoucímu zvyšování sazeb. Kurz v důsledku toho posílil během října až pod 25,7 CZK/EUR, což představuje meziroční posílení řádově o 5 %.

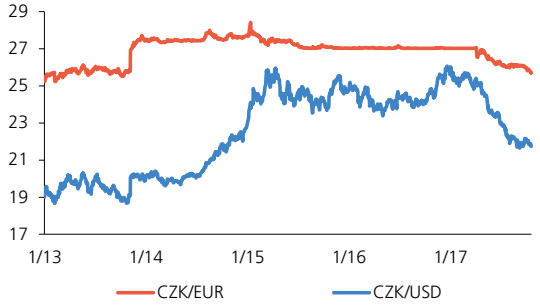
Divergence měnových politik ČNB a ECB přinesla další nárůst krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči euru. Rozdíl mezi sazbami peněžního trhu 3M PRIBOR a 3M EURIBOR, který se do srpnového zvýšení sazeb ČNB pohyboval kolem 0,6 procentního bodu, následně vzrostl na 0,8 procentního bodu (Graf III.4.6). V obdobném rozsahu se posunula vzhůru rovněž úroveň krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči dolaru. Ten je v důsledku předchozí divergence měnových politik ČNB a Fedu už dva roky záporný, nyní se však zmírnil na -0,9 procentního bodu.

Vůči dolaru pokračovala koruna v posilování až do konce srpna, po zářijovém zasedání Fedu pak krátkodobě mírně oslabila. V červenci a srpnu byl vývoj kurzu koruny k dolaru určován především pokračujícím

GRAF III.4.5

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Posilování koruny vůči euru se ve třetím čtvrtletí pozastavilo, od konce září nicméně opět pokračuje

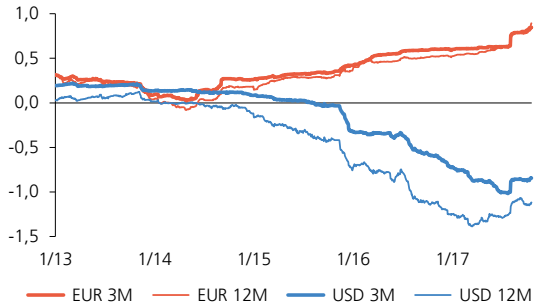


GRAF III.4.6

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru se v důsledku srpnového zvýšení sazeb ČNB posunul výše, jeho záporná hodnota oproti dolaru se zmírnila

(v procentních bodech)



34 Navzdory zrychlujícímu hospodářskému růstu v eurozóně byla data přicházející v průběhu třetího čtvrtletí z české ekonomiky ještě silnější. Pozitivním překvapením byl zejména silný růst českého HDP a mezd.

35 První zvýšení sazeb přitom kurz výrazněji neovlivnilo, protože bylo trhy předem široce očekáváno. Výraznější vliv měla až změna očekávání ohledně budoucího vývoje sazeb, která nastala po zářijovém zasedání ČNB.

oslabováním dolaru na světových trzích. Dolaru přitěžoval zejména přetrvávající pokles důvěry v americkou ekonomiku v souvislosti s tamním politickým vývojem. V srpnu se na sentimentu podepsaly rovněž silné hurikány a přidala se i narůstající nejistota ohledně výhledu základních úrokových sazeb. Oslabující trend dolaru pomohly zastavit až zvyšující se obavy ECB ze setrvale nízké inflace a posilujícího eura. Na zářijovém zasedání navíc Fed překvapil trhy tím, že jeho představitelé očekávají v letošním roce ještě jedno zvýšení sazeb a v příštím stejné tempo růstu sazeb jako doposud. Dolar v reakci na tuto zprávu posílil. Průměrný kurz koruny k dolaru v důsledku uvedeného vývoje klesl ve třetím čtvrtletí na 22,2 CZK/USD (Graf III.4.5). V meziročním srovnání tak koruna vůči dolaru posílila o výrazných 8,3 %. Nově nabytý optimismus vůči dolaru ovšem trval jen do zveřejnění zápisu z daného zasedání Fedu. Ze zápisu totiž vyplynula značná názorová nejednotnost členů FOMC ohledně příčin přetrvávajících nízkých inflačních tlaků v USA, a tudíž i možných scénářů budoucího vývoje měnověpolitických sazeb Fedu. Kurz koruny vůči dolaru se tak v polovině října vrátil na hodnoty, jichž dosahoval před zářijovým zasedáním americké centrální banky (21,8 CZK/USD).

Také posilování nominálního efektivního kurzu koruny ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalilo (Graf III.4.7). Meziročně nicméně v září dosáhlo 4,5 %. Rozhodujícím faktorem bylo vzhledem k vahám měn v indexu zhodnocení koruny vůči euru (o 3,5 %). Výrazně menší, avšak patrný vliv na vývoj efektivního kurzu mělo také meziroční posílení koruny vůči čínskému renminbi, britské libře a americkému dolaru (ve všech případech řádově o 8 %). Nejvíce koruna posílila oproti japonskému jenu a korejskému wonu (o 16,4 % a 11,1 %), jejichž váha v indexu je však malá. Jedinou měnou koše NEER, vůči níž koruna v daném období oslabila, byl ruský rubl.

III.4.3 Úvěry

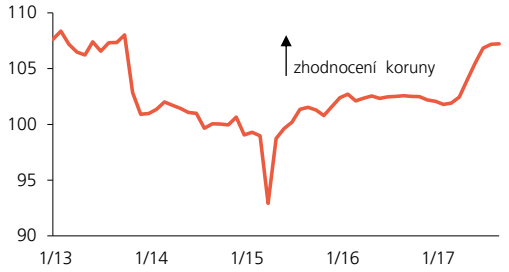
Dynamika úvěrů podporovaná nízkými úrokovými sazbami a růstem ekonomiky setrvává v blízkosti desetiprocentní hranice. Vývoj úvěrů je nadále nejvýrazněji tažen úvěry domácnostem, přičemž tempo jejich růstu v posledním období stagnovalo, obdobně jako u úvěrů nefinančním podnikům (Graf III.4.8). Přetrvávala zvýšená dynamika cizoměnových úvěrů domácím finančním investorům, související zejména s bilančním zajištěním proti měnovému riziku. Podle Šetření úvěrových podmínek bank očekávají banky v posledním čtvrtletí letošního roku mírný růst poptávky po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu.

Úvěrové standardy u úvěrů na bydlení banky dále zpřísnily, v ostatních segmentech je výrazněji nezměnily (Graf III.4.9). Zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení bylo převážně ovlivněno pokračující implementací makroobezřetnostních opatření ČNB do vnitřních předpisů bank. Ve stejném směru působilo zvýšení nákladů financování bank a riziko plynoucí z očekávaného vývoje trhu rezidenčních nemovitostí. To se rovněž projevilo ve zpřísnění požadavků bank při schvalování úvěrů z pohledu ukazatelů LTV, DTI a DSTI. Ve všech segmentech trhu přetrvává tlak na snižování úrokových marží, nejvýraznější byl tento tlak u spotřebitelských úvěrů.

GRAF III.4.7

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Kurz koruny v efektivním vyjádření se po předchozím výrazném posílení ve třetím čtvrtletí 2017 stabilizoval
(bazický index, rok 2015 = 100)

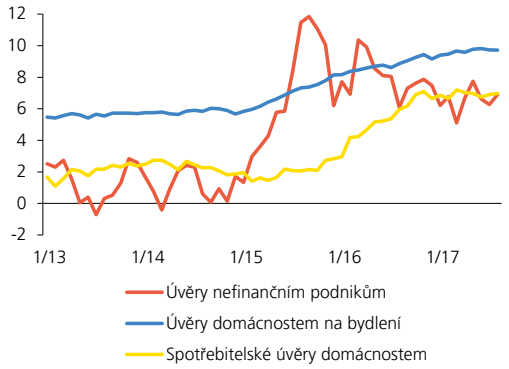


Poznámka: Při výpočtu nominálního efektivního kurzu koruny (NEER) má největší podíl v koši měn euro (64,3 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,8 až 2,6 %) mají dále čínský renminbi, polský zlotý, britská libra, maďarský forint, americký dolar a ruský rubl. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují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

GRAF III.4.8

ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

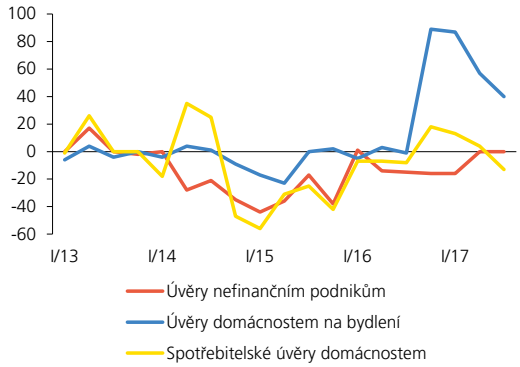
Růst úvěrů zůstává vysoký zejména v segmentu úvěrů na bydlení
(roční míry růstu v %)



GRAF III.4.9

ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

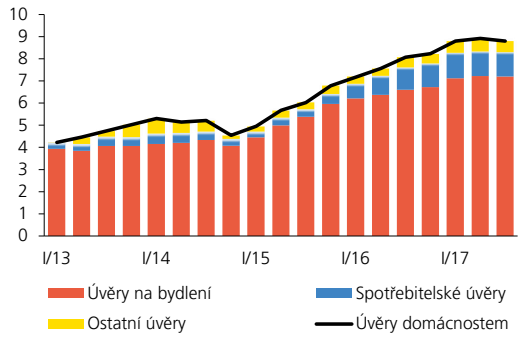
Zpřísňování úvěrových standardů u úvěrů na bydlení pokračuje
(čisté procentní podíly bankovního trhu v %, kladné hodnoty znamenají zpřísnění standardů a naopak)



GRAF III.4.10

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

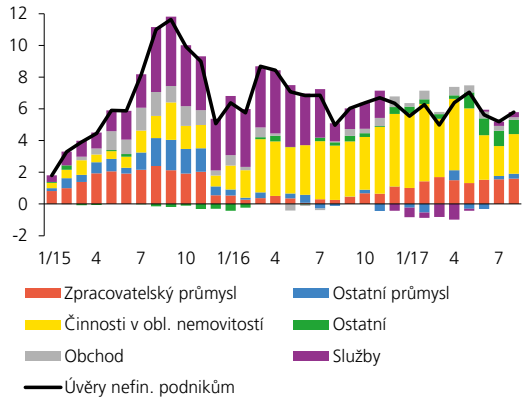
Zvolnění vysokého růstu úvěrů na bydlení se projevilo ve vývoji úvěrů domácnostem celkem
(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za srpen 2017)



GRAF III.4.11

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

K růstu podnikových úvěrů nejvíce přispívaly úvěry do odvětví činností v oblasti nemovitostí, zpracovatelského průmyslu a dopravy
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

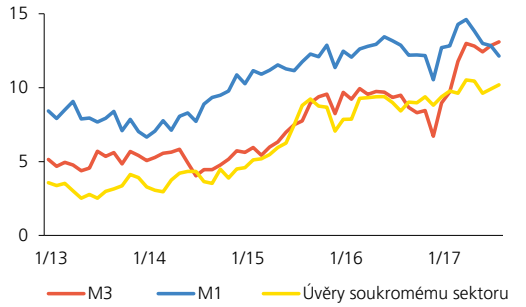


Poznámka: Ostatní odvětví zahrnují dopravu, stavebnictví a zemědělství.

GRAF III.4.12

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžního agregátu M3 zůstává vysoký
(roční míry růstu v %)



Postupné zpřísňování úvěrových podmínek přispělo k přibrzdění růstu úvěrů na bydlení (Graf III.4.8). Bankami vnímaná poptávka po úvěrech na bydlení se ve třetím čtvrtletí poprvé od roku 2014 snížila. Tento vývoj byl ovlivněn předchozím předzásobením trhu v očekávání zpřísnění podmínek pro poskytování úvěrů, makroobezřetnostními opatřeními ČNB a zvýšením úrokových sazeb finančního trhu, které některé banky v září částečně promítly do sazeb hypoték. Dynamika hypoték se tak dále nezvyšovala a v srpnu dosáhla 10 %, což se projevilo i ve vývoji úvěrů domácnostem celkem (Graf III.4.10). Absolutní objemy nových hypoték se snížily, nicméně i nadále zůstávají na vysoké úrovni a jsou taženy čistými novými hypotékami.

Spotřebitelské úvěry si udržují svižnou dynamiku (Graf III.4.8). Růst těchto úvěrů ve výši 7 % je podporován dalším uvolněním úvěrových standardů a podmínek bank vlivem příznivého vnímání bonity klientů. Nicméně poptávka se ve třetím čtvrtletí dle bank zásadněji neměnila. Nové obchody se koncentrovaly na konsolidaci stávajících úvěrů, zatímco čisté nové spotřebitelské úvěry meziročně klesaly.

Úvěry nefinančním podnikům rostou stabilním tempem a z hlediska odvětví je jejich růst plošnější než v minulosti. Postupně se zvyšoval příspěvek úvěrů zpracovatelskému průmyslu a dalším odvětvím při snížení příspěvku úvěrů do činností v oblasti nemovitostí (Graf III.4.11). Podniky čerpaly dlouhodobé úvěry a ve větší míře než v minulosti i krátkodobé úvěry. Růst úvěrů byl tažen úvěry v cizí měně zejména v souvislosti se zajišťováním podniků proti kurzovému riziku. Roční míra růstu úvěrů v cizí měně zůstává na vysoké úrovni (31 %). Ve třetím čtvrtletí banky vnímaly růst poptávky po úvěrech vlivem financování fixních investic, provozního kapitálu, fúzí, akvizic, restrukturalizací podniků a dluhů. Příznivě působila nízká hladina úrokových sazeb. Naopak poptávku po úvěrech dle bank nadále snižovalo využití vnitřních zdrojů podniků. Nad rámec toho podniky více využívaly alternativní zdroje financování, a to zejména úvěry v rámci velkých nadnárodních společností, úvěry od nebankovních subjektů a obchodní úvěry. Zvýšily i emisní aktivitu prostřednictvím kotovaných akcií.

III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 se po předchozím prudkém zrychlení stabilizoval na vysoké úrovni (Graf III.4.12). Dynamika M3 poblíž 13 % byla podporována růstem ekonomiky a nízkou hladinou úrokových sazeb motivující domácnosti a nefinanční podniky k držbě jednodenních vkladů zahrnutých v M1. Vysoký růst M3 je dále významně ovlivňován specifickými tržními podmínkami spojenými s překoupeností trhu s korunou, což se projevuje ve zvýšené poptávce domácích finančních investorů po korunových vkladech zejména v rámci repo obchodů s domácími bankami.

BoE	centrální banka UK
BoJ	centrální banka Japonska
CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí
CZK, Kč	česká koruna
CZ-ISCO	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
ČEB	Česká exportní banka
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EET	elektronická evidence tržeb
EGAP	Exportní garanční a pojišťovací společnost
EHP	Evropský hospodářský prostor
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)
EIU	Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ESA	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	centrální banka USA
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HNP	hrubý národní produkt
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
IOFT	inflační očekávání finančního trhu
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
IRI	Institut regionálních informací
ISPV	informační systém o průměrném výdělku
JPY	japonský jen
KZAM	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	loan to value
LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
M1, M3	peněžní agregát
MFI	měnové finanční instituce
MF	Ministerstvo financí
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
NBS	Národná banka Slovenska (Slovenská národní banka)
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
NÚ	národní účty
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
p. b.	procentní body
PH	pohonné hmoty
PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
1T, 1M, 1R	jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční
PZI	přímé zahraniční investice
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Loan-to-value ratio (LTV): poměr úvěrů a hodnoty zastavené nemovitosti.

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

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

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

Měnověpolitické úrokové sazby: krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Mezi ně patří dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

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

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

Nabídkové ceny nemovitostí: ceny nabídek prodeje nemovitostí v realitních kancelářích. Nabídkové ceny by měly být vyšší než ceny převodů nemovitostí. V ČR jsou nabídkové ceny nemovitostí publikované například ČSÚ či Institutem regionálních informací (IRI).

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

Nominální náklady v sektoru meziprodukce: jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady v tržním sektoru a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady efektivita práce. Tu lze chápat jako koncept podobný souhrnné produktivitě výrobních faktorů např. v Cobbově-Douglasově produkční funkci. V ceně kapitálu se vedle vývoje domácí a zahraniční poptávky odráží také cenový deflátor fixních investic, jenž je také ovlivňován pohybem cen dovážených kapitálových statků.

Nominální náklady v sektoru spotřeby: jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru meziprodukce a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Další složkou nákladů je cenová konvergence, která aproximuje diferenciál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice zachycené v tzv. měnovém přehledu. Podle národní definice jsou propočteny z pasiv rezidentských měnových finančních institucí měnového charakteru vůči sektorům jiným než měnovým finančním institucím nacházejících se v ČR (domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce mimo vládní instituce). Peněžní agregáty se liší podle likvidity jednotlivých složek. Úzký peněžní agregát M1 zahrnuje oběživo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, celkové vklady s dohodnutou splatností a s výpovědní lhůtou a repo operace. Široký peněžní agregát M3 zahrnuje oběživo, jednodenní vklady, vklady s dohodnutou splatností do dvou let, vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry do dvou let.

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

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

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

Poměr ceny bytu a průměrné mzdy (také ukazatel price-to-average wage): podíl ceny bytu a součtu roční průměrné mzdy za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Index počítán z realizačních cen nemovitostí, nejnovější údaje jsou odhadnuty z cen nabídkových.

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

Prvotní důchody: jsou položkou běžného účtu platební bilance zahrnující výnosy z práce, kapitálu, poskytnutých finančních zdrojů a nevyrobených nefinančních aktiv (pracovní příjmy, dividendy, reinvestované zisky, úroky, renty a rovněž daně

a dotace na produkci a dovoz, představující část finančních toků ve vztahu k rozpočtu EU). V podrobnějším členění je tvoří tři dílčí bilance: náhrady zaměstnancům, důchody z investic a ostatní prvotní důchody.

Realizované ceny nemovitostí: ceny pocházející jednak ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejblíže ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním. Druhým alternativním zdrojem dat o realizačních cenách jsou údaje ČSÚ z výběrového šetření v realitních kancelářích, u kterých je časové zpoždění výrazně nižší.

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

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

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

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

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

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky									
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
POPTÁVKA A NABÍDKA											
Hrubý domácí produkt											
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3958,1	4028,6	3999,6	3980,2	4088,2	4308,5	4415,8	**4613,7**	**4772,3**	**4920,4**
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,5	**4,5**	**3,4**	**3,1**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,0	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,6	**4,4**	**4,4**	**3,0**
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	0,5	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,0	**1,7**	**2,4**	**2,2**
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	4,0	1,8	-3,8	-5,1	8,5	13,1	-2,4	**3,4**	**7,2**	**3,9**
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-2,5	**5,8**	**6,2**	**3,9**
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,2	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,3	**7,8**	**6,2**	**7,3**
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,3	6,7	2,8	0,1	10,1	7,0	3,1	**7,0**	**8,3**	**7,7**
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,6	193,7	245,8	249,7	233,1	224,9	271,8	**320,4**	**268,8**	**272,9**
Koincidenční ukazatele											
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálně	8,6	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,6	3,5	**-**	**-**	**-**
Stavební produkce	%, meziročně, reálně	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	7,1	-5,9	**-**	**-**	**-**
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálně	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,5	8,1	6,4	**-**	**-**	**-**
CENY											
Hlavní cenové ukazatele											
Míra inflace	%, konec období	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	**2,5**	**2,5**	**1,9**
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	**2,5**	**2,5**	**1,9**
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	**0,0**	**1,8**	**1,7**
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	0,9	3,9	2,8	3,1	1,8	0,0	0,2	**3,7**	**3,4**	**1,7**
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,7	-0,4	-0,6	0,5	1,2	1,2	**2,5**	**2,2**	**2,3**
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	12,8	9,9	6,0	-2,3	0,2	-13,5	-8,5	**6,4**	**-1,2**	**-1,2**
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	**2,5**	**2,4**	**1,9**
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,2	**1,4**	**2,7**	**2,0**
Dílčí cenové ukazatele											
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	**1,9**	**0,9**	**2,1**
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	5,0	4,7	-6,7	-5,1	**7,9**	**3,8**	**1,1**
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,2	-	-	-
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	**18,4**	**2,4**	**-1,0**
TRH PRÁCE											
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	**7,2**	**7,3**	**4,8**
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálně	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	**4,7**	**4,8**	**2,9**
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	**1,1**	**0,6**	**0,3**
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,1	**3,6**	**4,1**	**2,0**
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-6,2	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	1,0	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,3	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	1,3	**3,1**	**2,8**	**2,6**
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	**3,0**	**2,6**	**2,6**
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	**4,2**	**3,7**	**3,6**
VEŘEJNÉ FINANCE											
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-166,0	-109,9	-159,6	-51,1	-83,1	-29,0	35,0	**72,0**	**76,5**	**82,1**
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	0,7	**1,4**	**1,4**	**1,5**
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1480,2	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	**1711,1**	**1691,1**	**1673,6**
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	**33,8**	**31,5**	**29,7**
VNĚJŠÍ VZTAHY											
Běžný účet platební bilance											
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	40,4	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	250,6	**250,0**	**255,0**	**260,0**
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,3	**4,9**	**4,8**	**4,6**
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	78,5	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	101,1	**115,0**	**120,0**	**125,0**
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	52,6	**45,0**	**55,0**	**50,0**
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,1	**0,9**	**1,0**	**0,9**
Přímé zahraniční investice											
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-141,0	**-140,0**	**-80,0**	**-75,0**
Měnové kurzy											
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	**-**	**-**	**-**
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	**-**	**-**	**-**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr	-4,4	-2,1	1,4	3,4	6,3	-1,1	-1,2	**-**	**-**	**-**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr	-3,9	-3,0	2,5	2,4	4,9	-0,4	-0,1	**-**	**-**	**-**
Ceny zahraničního obchodu											
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	**0,0**	**-2,8**	**1,6**
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	**1,1**	**-3,2**	**1,3**
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY											
M3	%, meziročně, průměr	0,2	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	**12,2**	**8,7**	**7,8**
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	**0,20**	**0,69**	**1,82**
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	**0,4**	**0,9**	**2,0**

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši
** kalkulace ČNB
- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2015				čtvrtletí roku 2016				čtvrtletí roku 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1057,5	1073,4	1086,0	1091,6	1095,0	1104,0	1106,0	1110,9	1127,7	1155,7	1161,5	1168,8	1177,1	1186,9	1198,2	1210,0	1220,3	1228,5	1233,6	1238,0
5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	4,7	5,0	5,2	4,4	2,7	3,2	3,5	3,7	3,5	3,0	2,3
3,7	3,7	3,8	4,1	4,0	3,6	3,7	3,0	3,0	4,4	4,7	5,4	5,5	4,5	4,0	3,5	3,2	3,1	2,9	2,7
1,4	1,4	2,6	2,3	1,9	2,2	1,8	2,1	2,4	1,7	1,4	1,4	2,0	2,4	2,7	2,4	2,1	2,2	2,3	2,3
14,8	18,5	13,4	6,2	2,8	-5,2	-4,0	-3,1	-3,4	3,6	4,5	9,2	10,4	5,6	7,1	6,1	5,2	4,1	3,3	3,0
8,4	12,0	12,4	8,6	2,1	-3,1	-4,8	-3,9	-0,1	7,9	7,0	8,6	8,7	4,0	6,6	5,8	5,1	4,1	3,5	3,1
5,4	6,0	6,8	6,6	6,7	5,6	2,8	2,3	4,9	7,3	10,2	8,9	6,3	5,3	5,7	7,6	8,4	8,3	7,0	5,7
6,6	7,8	7,5	6,0	6,5	3,0	1,9	1,4	2,6	6,2	9,3	9,8	8,7	7,8	7,8	8,7	8,8	8,4	7,4	6,5
56,6	45,6	57,6	65,0	61,9	68,8	67,2	73,9	83,8	83,1	80,8	72,7	67,8	65,8	66,6	68,6	70,4	70,5	67,5	64,4
5,1	5,6	4,1	3,7	3,5	6,2	0,7	3,3	7,5	3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9,5	12,3	7,3	1,5	-6,9	-8,9	-6,6	-2,0	-0,3	5,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8,3	8,7	6,2	9,1	7,4	8,9	5,1	4,6	6,8	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,1	0,7	0,4	0,1	0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6	2,7	2,4	2,7	2,6	2,2	2,0	1,8	1,9	2,0
0,2	0,3	-0,2	-0,4	0,7	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,4	1,6	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
-0,9	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,8	0,2	1,8	3,4	2,9	3,9	4,4	3,4	4,0	3,6	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6
1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	2,3	2,4
-14,6	-10,1	-12,6	-16,6	-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	1,7	1,3	-3,8	-0,5	1,3	-1,6	-1,7	-2,8	-0,7	0,2
-0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,7	2,3	2,6	2,5	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0
1,5	1,3	1,0	0,8	1,5	1,1	1,3	1,1	0,5	1,0	1,4	2,7	2,8	2,7	2,9	2,3	2,4	2,2	1,8	1,6
-3,3	-2,3	-3,6	-3,5	-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,4	1,0	0,2	0,6	1,5	1,4	1,7	2,0	2,2	2,4
-9,3	-10,9	-6,5	1,8	-2,9	-6,9	-5,7	-4,1	-0,2	11,3	12,1	8,8	8,1	3,3	2,6	1,3	0,9	0,9	1,2	1,5
1,0	1,3	1,4	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2	1,2	1,5	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-48,9	-42,1	-50,6	-41,6	-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	11,0	9,0	0,7	7,7	4,6	-2,3	-1,6	-1,2	-0,8	-0,5
2,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,3	4,0	3,7	5,4	7,6	7,5	8,4	8,4	7,9	7,1	5,9	5,2	4,8	4,6	4,7
2,2	2,6	3,1	3,6	3,3	3,1	3,5	2,3	2,9	5,3	5,0	5,7	6,0	5,2	4,5	3,7	3,2	2,9	2,7	2,7
2,1	2,4	2,0	2,1	2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,3	1,3	1,0	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
-1,0	-1,0	0,0	0,1	2,7	1,5	4,1	4,0	2,7	4,7	3,2	3,6	4,1	5,4	4,3	2,7	1,8	1,5	1,9	2,6
-0,7	0,4	3,0	4,4	5,3	-1,3	1,5	-1,2	-1,8	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,8	4,1	3,8	3,7	1,8	2,9	0,4	0,2	2,5	2,1	3,6	4,3	3,7	1,9	2,6	3,0	3,1	3,0	2,5	2,0
6,1	5,0	4,9	4,5	4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,9	2,7	2,8	2,6	2,6	2,6	2,7	2,5	2,6	2,6
7,5	6,4	6,2	6,0	6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,8	4,1	3,6	3,6	3,6	4,0	3,5	3,5	3,6
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
74,4	45,9	33,1	34,6	83,7	81,5	45,5	39,9	90,9	74,6	42,0	42,5	86,0	80,0	44,0	45,0	87,0	82,0	45,0	46,0
7,0	4,0	2,8	2,9	7,5	6,7	3,8	3,2	7,8	5,9	3,3	3,2	6,9	6,0	3,2	3,2	6,6	5,8	3,1	3,1
19,2	19,4	20,2	19,3	24,5	24,8	27,4	24,4	26,7	30,3	31,0	27,0	28,0	32,0	32,0	28,0	29,0	33,0	34,0	29,0
93,4	-48,4	-48,4	14,7	109,9	-11,6	-22,8	-22,8	97,6	-7,6	-40,0	-5,0	99,0	-4,0	-40,0	0,0	101,0	-8,0	-43,0	0,0
8,8	-4,2	-4,1	1,2	9,9	-1,0	-1,9	-1,8	8,4	-0,6	-3,1	-0,4	8,0	-0,3	-2,9	0,0	7,6	-0,6	-3,0	0,0
3,3	-1,4	20,2	27,6	9,6	-84,2	-51,6	-14,8	-62,7	-29,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	24,8	24,3	24,7	24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	22,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
27,6	27,4	27,1	27,1	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,6	26,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,5	-0,7	-2,3	-2,0	-2,4	-1,4	-0,4	-0,7	-0,7	-2,6	-4,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,3	0,0	-1,0	-1,7	-1,8	-0,3	0,8	1,0	0,8	-1,0	-2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,5	-0,5	-2,7	-3,3	-4,2	-4,3	-2,7	-1,3	2,2	1,0	-1,1	-2,0	-4,9	-3,8	-1,6	-0,8	0,6	1,7	2,0	2,0
-1,5	0,0	-2,5	-3,8	-5,6	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	2,9	-0,9	-2,8	-5,8	-4,3	-1,4	-1,0	0,3	1,4	1,7	1,7
5,7	6,4	8,0	9,1	9,6	9,6	9,1	7,9	10,2	12,7	12,8	13,2	10,7	8,3	7,9	7,8	8,0	8,1	7,9	7,2
0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,17	0,51	0,65	0,66	0,65	0,79	1,11	1,55	2,05	2,59
0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,3	1,7	2,2	2,8

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: +420 22441 3112
Fax: +420 22441 2179

http://www.cnb.cz

Sazba a produkce: ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Grafický design: Jerome s.r.o.

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