

ZPRÁVA O INFLACI / I

2018

ZPRÁVA O INFLACI / I

2018

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 8. února 2018 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 19. lednu 2018. 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 loni 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. Od této Zprávy o inflaci obnovujeme zveřejňování prognózy kurzu, která je důležitá pro porozumění celkovému směřování měnové politiky. 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 očistění 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 stanovených 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 silící 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 řízení 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 (včetně obnovené publikace prognózy kurzu), 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

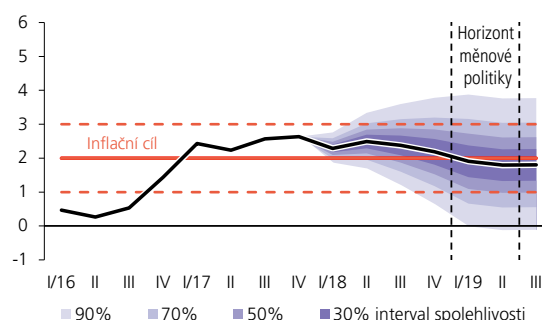
PŘEDMLUVA	4
OBSAH	7
I. SHRNUTÍ	8
BOX Návrat ke zveřejňování číselné prognózy kurzu	10
II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	12
II.1 Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy	12
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	12
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	13
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	14
II.2 Prognóza	16
II.2.1 Inflace a měnová politika	16
II.2.2 Náklady a trh práce	18
II.2.3 Ekonomická aktivita	19
II.2.4 Platební bilance	21
II.2.5 Fiskální vývoj	23
II.3 Srovnání s minulou prognózou	24
II.4 Rizika a nejistoty prognózy	26
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB	26
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	27
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	29
III.1 Cenový vývoj	29
III.1.1 Plnění inflačního cíle	29
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí	31
III.1.3 Dovozní a produkční ceny	32
III.2 Vývoj ekonomiky	34
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu	34
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky	34
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	36
III.3 Trh práce	38
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	38
III.3.2 Mzdy a produktivita	39
III.4 Finanční a měnový vývoj	41
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	41
III.4.2 Měnový kurz	42
III.4.3 Úvěry	44
III.4.4 Peníze	45
SEZNAM ZKRATEK	46
GLOSÁŘ POJMŮ	47
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	52

I. SHRUTÍ

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace setrvává v letošním roce nad 2% cílem, v roce 2019 se bude pohybovat těsně pod ním
(meziročně v %)



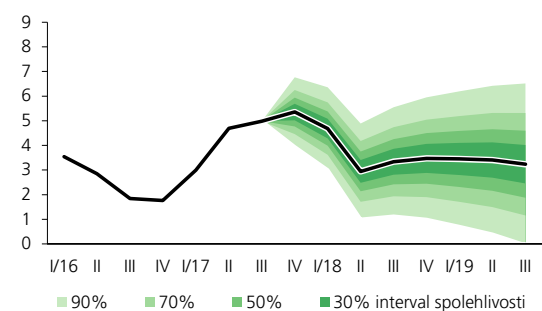
Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a rozšiřující se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

Inflace setrvává v roce 2018 nad 2% cílem, na začátku horizontu měnové politiky se k němu vrátí. Celkové inflační tlaky zůstávají silné, přičemž odrážejí především zrychlující mzdovou dynamiku v podmínkách robustního růstu domácí ekonomiky. Dynamika domácích nákladů se ještě krátkodobě zvýší v návaznosti na napjatou situaci na trhu práce. Následně se domácí nákladové tlaky s přispěním stabilizačního působení měnové politiky zmírní. Stále však budou převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen, které bude v letošním roce odrážet zejména posilující kurz koruny. Zároveň již plně odezní jednorázové vlivy zvyšující inflaci v minulém roce. Na horizontu měnové politiky, tedy v první polovině roku 2019, se inflace bude pohybovat těsně pod 2% cílem ČNB (Graf I.1). Z hlediska struktury cenového vývoje dojde letos k mírnému snížení jádrové inflace, k čemuž přispěje především pokles dovozních cen. Také dynamika cen potravin v následujících dvou letech zvolní v návaznosti na odeznění růstu světových cen zemědělských komodit. Růst regulovaných cen počátkem roku 2018 zrychlí zejména v souvislosti se zvýšením cen elektřiny a plynu, v příštím roce se však opět lehce zmírní. Ceny pohonných hmot letos převážně porostou v důsledku nárůstu cen ropy, a to i přes posílení kurzu CZK/USD, v příštím roce naopak poklesnou.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst české ekonomiky z loňských vysokých temp zvolní, stále však bude v následujících dvou letech překračovat 3 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy růstu HDP odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

Růst české ekonomiky z loňských vysokých temp síce zpomalí, nadále však bude v letech 2018–2019 přesahovat 3 % (Graf I.2). Ekonomika tak setrvává nad svým potenciálem. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustním růstem spotřeby domácností. Ten odráží optimismus spotřebitelů v prostředí vysokého růstu jejich příjmů. Zvyšující se zahraniční poptávka spolu se stále zřetelnějším nedostatkem volné pracovní síly a nadále nízkými úrokovými sazbami motivují podniky k nárůstu investic do strojů a zařízení. Tyto investice přitom zlepšují produktivitu práce. Růst investic ve vládním sektoru ožíví v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky přispívat i prostřednictvím výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře a zvyšování důchodů i sociálních dávek. Ekonomika bude těžit i ze stabilního růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Dosud kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však odezní v důsledku zrychlení dovozní náročné domácí poptávky a posílení kurzu koruny. Měnové podmínky se budou zpříšňovat ve své kurzové i úrokové složce, a budou tak působit proti 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 zpomalení růstu zaměstnanosti a dočasné urychlení – v současnosti již vysoké – dynamiky mezd.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí (Graf I.3).¹ Prognóza kurzu pro první čtvrtletí 2018 předpokládá jeho další mírné zpevnění na průměrnou hodnotu 25,4 CZK/EUR. Prognózované posilování kurzu v dalším průběhu letošního roku bude odrážet zejména zvyšování úrokového diferenciálu vůči eurozóně a vliv pokračujících nákupů aktiv ze strany ECB do září 2018. Ve stejném směru bude působit i pokračování reálné konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny spojené s rostoucí produktivitou práce. V příštím roce bude kurz zpevňovat již jen mírně, a to k hodnotám kolem 24,5 CZK/EUR. V tom se projeví mimo jiné prognózou předpokládaný posun měnové politiky ECB směrem k normálu během roku 2019.

Úrokové sazby dále porostou, což spolu s posílením kurzu zajistí návrat inflace k cíli (Graf I.4). V roce 2018 přitom bude zvyšování sazeb brzděno pokračováním velmi uvolněné měnové politiky ECB, která bude přispívat k tlaku na posilování kurzu koruny. Během roku 2019 se domácí úrokové sazby budou již plynule přibližovat k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (tj. ke 3 % pro 3M PRIBOR), mimo jiné i v důsledku návratu zahraničních sazeb do kladných hodnot. Prognóza přitom implicitně předpokládá, že úrokové sazby ECB se budou v příštím roce posouvat ke své rovnováze rychleji, než naznačuje aktuální tržní výhled.

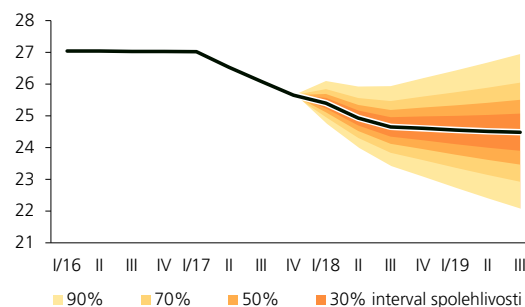
Bankovní rada ČNB na únorovém měnovém jednání jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 0,75 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby o 50 bazických bodů na 1,50 % a o ponechání diskontní sazby na úrovni 0,05 %. Nově stanovené úrokové sazby jsou platné od 2. února 2018.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Současně konstatovala, že existují dvě obousměrné nejistoty prognózy. První z nich se týká síly aktuálních i budoucích domácích inflačních tlaků v podmínkách napjaté situace na trhu práce. Ta se projevuje zvýšenou mzdovou dynamikou, která může přetrvávat delší dobu, než očekává prognóza. Nákladové tlaky jsou přitom současně zmírňovány zvýšenou produktivitou práce, v níž se pozitivně projevuje urychlený růst soukromých investic. Ovšem míra tohoto vlivu je rovněž předmětem nejistoty. Druhá, obecná nejistota je spojena s vývojem měnového kurzu.

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Dle prognózy kurz dále posílí, zejména v nejbližších čtvrtletích (CZK/EUR)

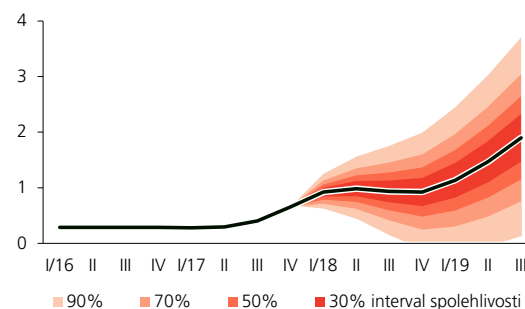


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (z období před přijetím kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní další nárůst domácích tržních úrokových sazeb v letošním a zejména v příštím roce (3M PRIBOR v %)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (z období před přijetím kurzového závazku). Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou dolní mezí.

1 Obnovenému zveřejňování číselné prognózy měnového kurzu se věnuje BOX níže.

BOX Návrat ke zveřejňování číselné prognózy kurzu

Prognózu nominálního kurzu koruny vůči euru začala Česká národní banka publikovat v roce 2009. ČNB se tak stala jedinou centrální bankou na světě zveřejňující prognózu nominálního kurzu vůči konkrétní měně v číselné podobě. Toto zvýšení transparency prognózy bylo přínosem pro analytiky i účastníky trhu. Ti jsou se znalostí kurzu, s nímž pracuje ve své prognóze centrální banka, schopni lépe posoudit, jak se nové informace promítají do bilance rizik prognózy. Mohou tak lépe porozumět rozhodování bankovní rady. Například pokud kurz posiluje rychleji, než očekávala prognóza, ale ve všech ostatních ohledech se predikce naplňuje, je pravděpodobné, že větší zpřísnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu bude centrální banka kompenzovat menším zpřísněním prostřednictvím úrokových sazeb. Pokud tuto úvahu trhy zohlední, sníží se jejich očekávání růstu budoucích sazeb, což ztlumí posilování kurzu. Zveřejňování prognózy kurzu ze strany centrální banky má tím pádem stabilizační účinek, což v konečném důsledku prospívá celé ekonomice.

ČNB přerušila zveřejňování prognózy měnového kurzu s přijetím kurzového závazku v listopadu 2013. Kurz se v té chvíli stal nástrojem měnové politiky, čímž přestal být standardně prognózovanou veličinou. Prognózy v té době předpokládaly, že se kurz koruny bude do konce kurzového závazku nacházet v blízkosti veřejně vyhlášené intervenční hladiny 27 CZK/EUR. Zveřejňování jeho prognózy tak ztratilo dočasně svůj smysl, a to včetně publikování intervalů spolehlivosti, standardně zveřejňovaných spolu s prognózou v podobě vějířového grafu.

Ke zveřejňování prognózy kurzu v číselné podobě formou vějířového grafu se ČNB vrací počínaje touto Zprávou o inflaci. Jedná se přitom o součást návratu ke standardnímu fungování měnové politiky ČNB. Důvodem časového odstupu tohoto kroku od ukončení kurzového závazku loni v dubnu bylo riziko, že by zveřejněná prognóza kurzu krátce po ukončení intervenčního režimu mohla být účastníky trhu mylně interpretována jako centrální bankou zamýšlená či preferovaná trajektorie. Interval spolehlivosti z vějířového grafu by navíc mohly být nesprávně vnímány jako hranice citlivosti, při jejichž překročení by se ČNB vrátila na devizový trh. Rizika spojená s předčasným obnovením publikování prognózy kurzu byla navíc umocněna skutečností, že se úrokové sazby nadále nacházely na nulové dolní mezi, a měnová politika proto neměla standardní nástroj pro případnou reakci na nečekaně prudké posilování kurzu. Tato rizika se však výrazně snížila s tím, jak se kurz vyvíjel bez velkých výkyvů a úrokové sazby byly během roku 2017 zvýšeny nad technicky nulovou úroveň.

Prognóza kurzu, stejně jako trajektorie úrokových sazeb, nepředstavuje závazek ČNB a je spojena s nejistotou. Trajektorie budoucího kurzu je součástí makroekonomické prognózy ČNB. V ní je určována očekávaným diferencíálem mezi domácí a zahraniční úrokovou

sazbou (dočasně včetně vlivu kvantitativního uvolňování ECB prostřednictvím tzv. stínových sazeb) a také rizikovou premií. Její výše odráží mimo jiné vývoj objemu čistých zahraničních aktiv, a tedy salda zahraničního obchodu. Prognóza kurzu zohledňuje též předpokládané rovnovážné reálné posilování koruny vůči efektivní eurozóně (tempem 1,5 % ročně). Vliv uvedených faktorů na kurz je přitom rozložen v čase tak, aby odrážel pozorované chování kurzu (blíže viz BOX 2 ve Zprávě o inflaci I/2009). Prognóza kurzu je spolu s prognózou všech dalších veličin podmíněna přijatými předpoklady včetně výhledů zahraničního vývoje. Příchod neočekávaných šoků může vychýlovat skutečný vývoj kurzu od prognózy jedním či druhým směrem (Graf 1), a to někdy i výrazně. Tuto nejistotu vyjadřují intervaly spolehlivosti prognózy, které jsou zveřejněny formou tzv. vějířového grafu kurzu ve Shrnutí Zol (Graf I.3). Šířka těchto intervalů je dočasně založena na chybách prognózy z období před přijetím kurzového závazku.

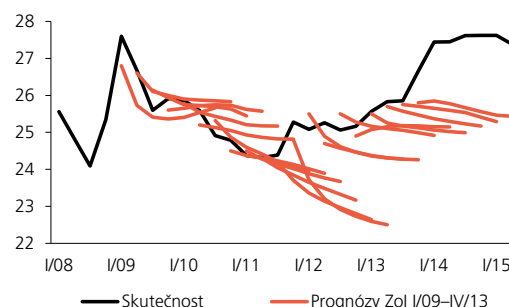
Prognózování kurzu je obecně obtížné. V případě predikcí ČNB zveřejňovaných od roku 2009 činila průměrná absolutní odchylka skutečného kurzu od prognózy pro nejbližší čtvrtletí v průměru necelých 0,5 CZK/EUR. V ročním horizontu pak dosahovala zhruba 1,1 CZK/EUR. V období před přijetím kurzového závazku přitom prognózy očekávaly ve čtvrtletním i ročním horizontu v průměru silnější kurz koruny, než jaký následně nastal (Graf 2). V období let 2012–2013 k těmto odchylkám přispěla i komunikace ČNB avizující možné použití kurzu jako nástroje měnové politiky, která působila na jeho postupné oslabování. Následné zavedení kurzového závazku v listopadu 2013 a související skokové oslabení kurzu nad hladinu 27 CZK/EUR přitom předchozí prognózy ČNB nepředjímaly, a s nimi konzistentní kurzové výhledy proto mířily na silnější hodnoty. Naproti tomu v období před světovou finanční a hospodářskou krizí a také v letech 2009–2010 se skutečný vývoj kurzu zpravidla odchyloval od prognóz ČNB na silnější stranu.

Ačkoliv se prognóza kurzu nemusí naplňovat, poskytuje trhu vodítko ohledně budoucího nastavení měnové politiky. Odchylka skutečného kurzu od prognózované trajektorie poukazuje na potřebu změny ve výhledu nastavení měnových podmínek v jejich úrokové složce. Ve Zprávě o inflaci je tato závislost zachycena citlivostním scénářem kurzu (viz kapitola II.4) a v období mezi dvěma prognózami grafem rizik inflační prognózy (tzv. GRIP, viz Příloha Zprávy o inflaci III/2011), jehož zveřejňování bude obnoveno v březnu letošního roku.

GRAF 1 (BOX)

NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZ KURZU KORUNY

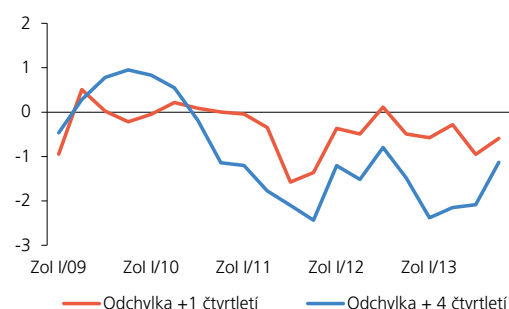
Skutečný vývoj kurzu se obvykle odchyloje od prognózované hodnoty, někdy i výrazně
(CZK/EUR)



GRAF 2 (BOX)

ODCHYLKY SKUTEČNOSTI OD PROGNÓZY KURZU

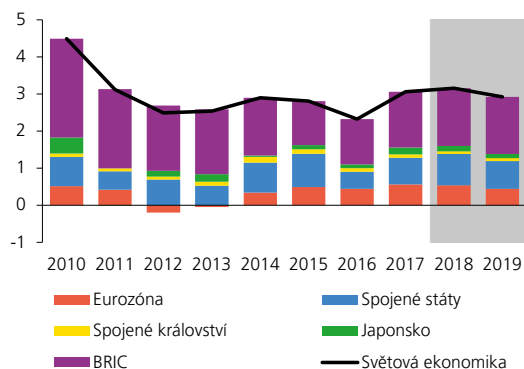
Přesnost prognóz nominálního kurzu je v ročním horizontu přirozeně nižší než v horizontu jednoho čtvrtletí
(CZK/EUR)



GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Světová ekonomika poroste díky zvyšující se 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)

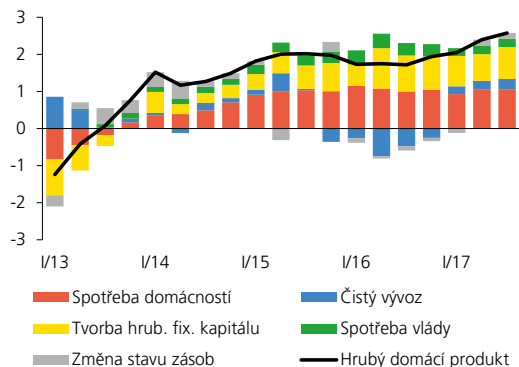


Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v období 2010–2015; skupina BRIC zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii a Čínu.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

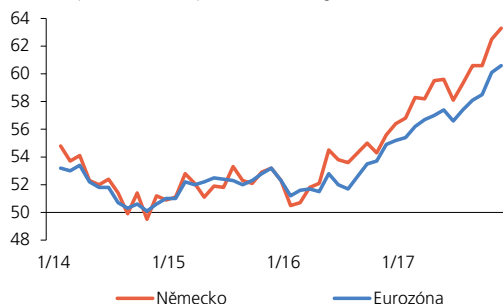
Růst HDP ve třetím čtvrtletí dále zrychlil, přičemž byl nadále tažen zejména spotřebou domácností a fixními investicemi (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)



GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

PMI v eurozóně a Německu zvýšil svá historická maxima (index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Růst světové ekonomiky v letošním roce dále lehce zrychlí, v roce 2019 se očekává jeho mírné zpomalení. Současný robustní růst v eurozóně postupně zvolní, přičemž bude stále tažen především domácí poptávkou. Růst cen průmyslových výrobců na počátku letošního roku zpomalí, následně ale opět ožije, mimo jiné i s přispěním aktuálního nárůstu ceny ropy. Na přetrvávající utlumený cenový vývoj v eurozóně reaguje ECB uvolněnou měnovou politikou, která povede k návratu inflace k 2 % úrovni až na konci horizontu prognózy. Úroková sazba 3M EURIBOR se posune do kladných hodnot rovněž až koncem příštího roku. Záporný úrokový diferenciál eura vůči dolarové sazbě se letos dále rozšíří a teprve v roce 2019 se začne snižovat. Kurz eura vůči dolaru by měl přesto zůstat dle výhledu analytiků zhruba stabilní.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky naváže na solidní výsledek z loňského roku a v letošním roce dále mírně zrychlí.² Světová ekonomika roste především díky příspěvku rozvíjejících se trhů, nicméně robustní růst lze pozorovat i v ostatních sledovaných teritoriích. Spojené státy rostly v roce 2017 solidním tempem navzdory přísnější měnové politice Fedu a škodám způsobeným hurikány. V letošním roce bude růst navíc podpořen schválenou daňovou reformou. Také ekonomika ve Velké Británii rostla navzdory nejistotě spojené s brexitem, a to především díky oslabení libry, které působí příznivě na vývoz. Ekonomiky Japonska, eurozóny i Číny lehce zrychlily. Rusko a Brazílie se vymanily z několikaleté recese, přičemž jejich výkon byl podpořen vyššími cenami komodit. Celkově v roce 2017 vážený růst všech sledovaných ekonomik zrychlil o 0,8 procentního bodu. Tempa okolo 3 % dosáhne i v letošním a příštím roce (Graf II.1.1).

Ekonomika eurozóny roste již pátým rokem, přičemž k jejímu růstu v roce 2017 přispívaly kladně všechny složky poptávky (Graf II.1.2). V meziročním vyjádření růst HDP eurozóny ve třetím čtvrtletí 2017 zrychlil na 2,6 %, a to především v důsledku vyšších příspěvků investic a čistého vývozu. Růst je ale i nadále tažen zejména soukromou domácí poptávkou, která je podpořena uvolněnou měnovou politikou, příznivým vývojem na trhu práce a zlepšujícím se sentimentem. Také spotřeba vlády přispěla k růstu kladně. V mezičtvrtletním vyjádření dynamika HDP mírně zvolnila na 0,6 %.

V závěru roku 2017 ekonomika eurozóny navázala na robustní tempo růstu zaznamenané ve třetím čtvrtletí. Produkce firem rostla svižným tempem, o čemž svědčí PMI ve zpracovatelském průmyslu (Graf II.1.3). Ten v prosinci dosáhl nejvyšší hodnoty (60,6) od počátku

² Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace [Globální ekonomický výhled](#).

jeho měření v roce 1997. Průmyslová produkce se v listopadu meziročně zvýšila o 3,2 %. Vývoj na trhu práce je také příznivý. Nezaměstnanost v listopadu poklesla na 8,7 %, tj. na nejnižší hodnotu od roku 2008. Na druhou stranu dostupná data nenaznačují výraznější zrychlení růstu mezd, který ve třetím čtvrtletí 2017 dosáhl v meziročním vyjádření pouze 1,6 %. Přesto spotřeba domácností roste solidním tempem, což signalizují ukazatele důvěry i maloobchodní tržby, které v listopadu vzrostly o 2,7 %.

Tempo růstu HDP eurozóny v efektivním vyjádření³ postupně zpomalí k 2 % úrovni (Graf II.1.4). Na počátku letošního roku naváže růst na vysoké tempo z loňského roku⁴, které v jeho závěru zrychlilo ke 3 % především díky vysokému výkonu německé ekonomiky. Toto tempo však postupně zvolní a za celý letošní rok se ekonomická aktivita v efektivní eurozóně zvýší o 2,3 %. V příštím roce pak její růst dále zpomalí na 2 %. V eurozóně jako takové se očekávají lehce nižší tempa růstu.

II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Zvýšená geopolitická rizika, pokles globálních zásob a silná poptávka vedly k růstu ceny ropy Brent až k 70 USD/barel (Graf II.1.5). EIA odhaduje, že v roce 2017 globální zásoby ropy poprvé od roku 2013 klesly, což bylo v souladu s cenovým růstem ve druhé polovině roku. K silnému růstu cen ropy od poloviny prosince přispěly rovněž výpadky klíčových ropovodů, demonstrace v Íránu (které však zatím neovlivnily těžbu a vývoz z této země) a mrazivé počasí v Severní Americe. Zvyšování cen ropy podporoval i slábnoucí dolar a budování čistých dlouhých pozic hedžovými fondy. Pro letošní a příští rok je předpokládán opětovný růst globálních zásob. EIA proto očekává v průběhu prvního čtvrtletí 2018 postupný pokles a poté stabilitu ceny ropy Brent poblíž 60 USD/barel. Křivka termínovaných kontraktů je nadále klesající a implikuje průměrnou cenu 66 USD/barel v letošním roce a 62 USD/barel v roce 2019. Růst poptávky po ropě by měl i v letošním roce zůstat silný, ale ještě rychleji by měla růst globální těžba ropy s největšími příspěvky v USA, Kanadě a Brazílii.

Souhrnný index cen neenergetických komodit se po mírném prosincovém poklesu vrátil v lednu 2018 k trendovému růstu. K tomu přispěly oba dílčí indexy (Graf II.1.5). Index cen potravinářských

3 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 efektivních ukazatelů odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny). Výhledy HDP, PPI a CPI pro jednotlivé země eurozóny přitom vycházejí z lednového 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 8. lednu 2018. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

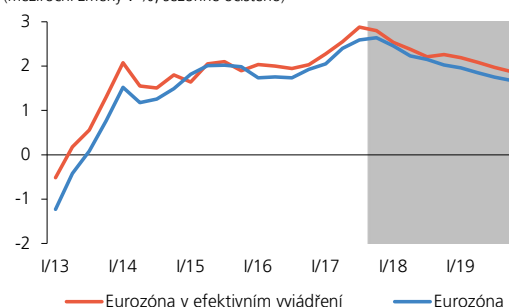
4 Předpověď pro rok 2017 je expertně zvýšena nad rámec předpovědi CF o 0,1 procentního bodu z důvodu nedostatečného zohlednění aktuálního rychlého růstu v eurozóně.

GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně kulminuje na nejvyšších tempích za posledních šest let, postupně se bude vracet ke 2 %

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

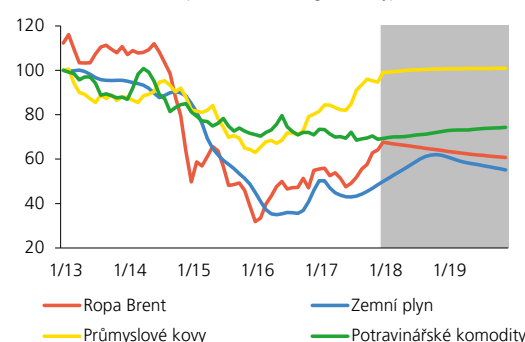


GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

Se silným zvýšením aktuální ceny se zvýraznil negativní sklon tržní křivky budoucích cen ropy Brent, ceny plynu tento vývoj odrážejí se zpožděním

(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2013 = 100], zemní plyn ruský na hranicích s Německem, pramen: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)

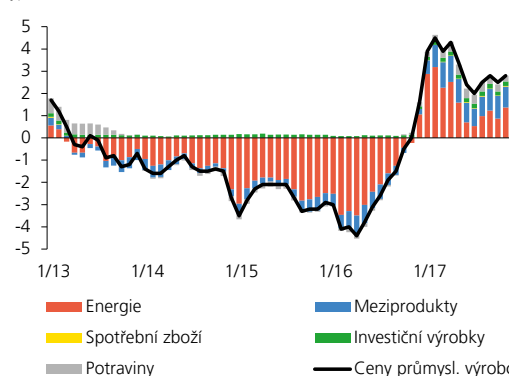


GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců v listopadu zrychlil zejména s přispěním cen energií

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

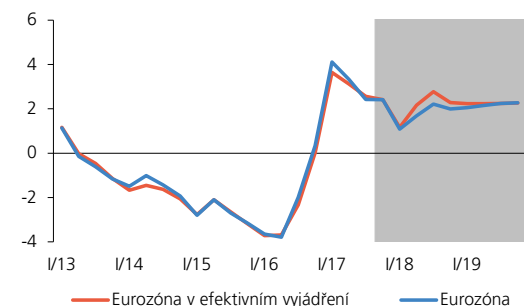


Poznámka: Potraviny včetně nápojů a tabáku; spotřební zboží bez potravin.

GRAF II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí 2018 dále zpomalil, poté však dojde k jeho opětovnému zrychlení
(meziročně v %, sezonně očištěno)



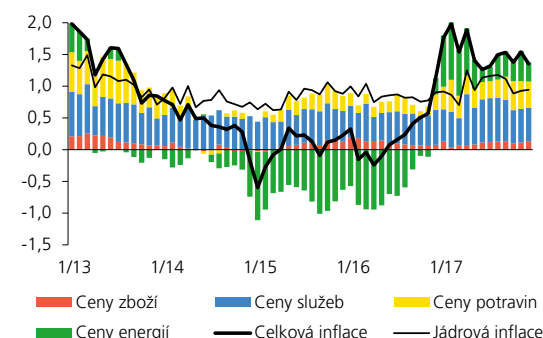
komodit se nicméně nadále pohybuje poblíž nejnižších hodnot od roku 2010. Jeho výhled je však rostoucí, a přispívá tak z větší části i k rostoucímu výhledu celkového indexu. Index cen průmyslových kovů po přechodném prosincovém zakolísání zaznamenal v lednu silný růst a dostal se na nejvyšší hodnotu od února 2013. Ceny průmyslových kovů jsou nadále podporovány slabým dolarem a příznivým výhledem zpracovatelského průmyslu. Jejich výhled nicméně naznačuje zhruba stabilitu cen poblíž aktuálních úrovní.

Růst cen průmyslových výrobců v eurozóně v listopadu zrychlil vlivem vyššího růstu cen energií. Meziročně přitom dosáhl 2,8 % (Graf II.1.6). Po očištění o ceny energií však naopak mírně zpomalil. U nejvýznamnějších obchodních partnerů České republiky – tedy Německa a Slovenska – růst cen výrobců oproti předchozímu měsíci zvolnil na 2,3 %, resp. 2,4 %, a vyvíjel se tak protisměrně vůči průměru eurozóny.

GRAF II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace byla dosud tažena cenami služeb, potravin a 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.

Počátkem letošního roku meziroční dynamika cen průmyslových výrobců zpomalil, poté opět oživil (Graf II.1.7). Výhled pro letošní rok odráží především aktuálně zvýšenou cenu ropy a také robustní růst ekonomické aktivity v eurozóně. Celkově se efektivní ukazatel výrobních cen v roce 2018 zvýší o 2,1 %, podobného tempa dosáhne i v roce 2019.⁵ Stejný ukazatel pro eurozónu jako takovou bude mít podobný průběh na mírně nižší úrovni.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí zůstala přibližně stabilní. V prosinci nepatrně zpomalila na 1,4 % (Graf II.1.8), a nadále se tak nacházela pod definicí cenové stability ECB. Tento umírněný růst spotřebitelských cen byl přitom tažen cenami služeb, potravin a energií. Jádrová inflace byla v prosinci stabilní na úrovni 0,9 %.

Efektivní ukazatel spotřebitelské inflace v eurozóně dosáhne 2% úrovně až na konci horizontu prognózy (Graf II.1.9). Inflace u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů bude přitom vyšší ve srovnání se zbytkem eurozóny, a proto se bude i ukazatel inflace v efektivním vyjádření pohybovat nad standardním ukazatelem pro eurozónu jako celek. Ten se bude nacházet i na konci roku 2019 stále mírně pod cílem ECB.

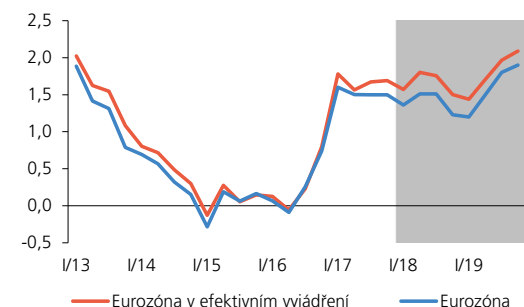
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR se dle tržního výhledu posune do kladných hodnot až na konci roku 2019 (Graf II.1.10). Výhled odráží záměr ECB ponechat základní sazby na stávající úrovni delší dobu po ukončení programu nákupů aktiv. U něj byl sice od ledna 2018 snížen měsíční objem programu nákupů aktiv z 60 mld. EUR na 30 mld. EUR,

GRAF II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace se ke 2% přiblíží až koncem roku 2019
(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



⁵ Predikce pro roky 2018 a 2019 je expertně zvýšena nad rámec předpovědi CF a EIU. Rozsah tohoto navýšení činí v souhrnu 0,5 procentního bodu. Důvodem jsou silnější očekávané nákladové tlaky pramenící z vysokého ekonomického růstu.

současné však bylo oznámeno jeho prodloužení nejméně do září letošního roku.⁶ Tržní výhled sazeb se shoduje s předpověďmi analytiků v rámci lednového CF, kteří očekávají 3M EURIBOR na úrovni -0,3 % v horizontu 3 měsíců a -0,2 % v horizontu 12 měsíců. Výnos německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností by měl dle lednového výhledu CF od poloviny letošního roku růst a během dvou let by se měl zvýšit o více než 1 procentní bod (Graf II.1.11).

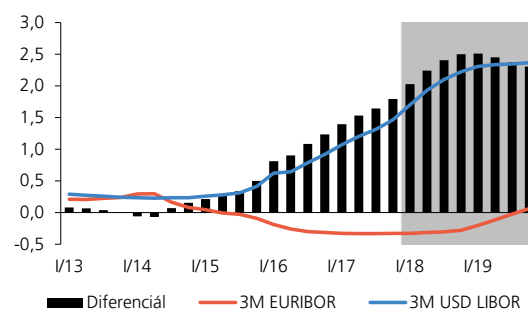
Další očekávané zpříšňování měnové politiky v USA se odráží v tržním výhledu sazby 3M USD LIBOR, který je rostoucí (Graf II.1.10). V prosinci 2017 americká centrální banka zvýšila pásmo základních sazeb o 25 bazických bodů na 1,25 až 1,5 %, přičemž v roce 2018 lze dle mediánu odhadů členů FOMC očekávat další tři zvýšení po 25 bazických bodech. Aktuální tržní výhled očekává postupný nárůst sazby 3M USD LIBOR až na 2,4 % na konci roku 2019. Výnos desetiletého amerického vládního dluhopisu by podle lednového CF měl vzrůst na 3,4 % (Graf II.1.11). Výnosový diferencál vůči německému vládnímu dluhopisu se stejnou splatností by se tak měl pohybovat okolo 2 procentních bodů.

Výhled CF předpokládá kurz eura vůči americkému dolaru lehce pod úrovní 1,20 USD/EUR (Graf II.1.12). Po říjnovém oznámení ECB o dalším prodloužení programu nákupu aktiv euro krátkodobě oslabilo, ale v závěru roku 2017 evropskou měnu podpořila řada pozitivních ekonomických zpráv ze zemí eurozóny. Na začátku letošního roku pak euro posílilo vůči americkému dolaru na nejsilnější hodnotu za poslední tři roky (1,22 USD/EUR). K tomu přispělo také zveřejnění zápisu z prosincového jednání ECB, který naznačil větší důvěru v oživení ekonomiky a možnou změnu v komunikaci centrální banky v letošním roce. V následujících dvou letech by se kurz měl dle výhledu lednového CF nacházet na úrovni 1,19 USD/EUR. V nominálním efektivním vyjádření by mělo euro vůči měnám hlavních obchodních partnerů eurozóny mírně posílit.

GRAF II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

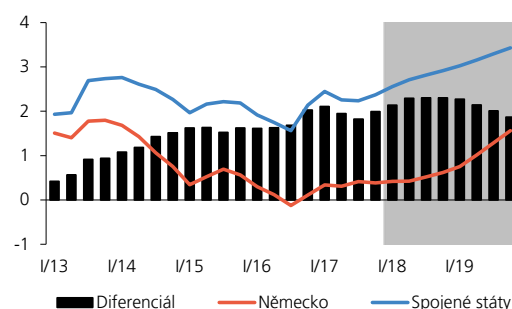
Rozpětí mezi 3M sazbami ve Spojených státech a v eurozóně se bude do konce roku 2018 dále zvyšovat vlivem pokračující normalizace měnové politiky Fedu
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

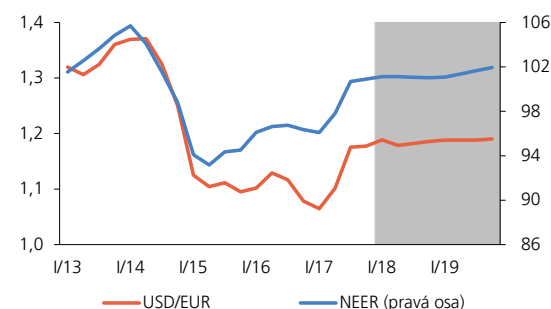
Výnos desetiletého vládního dluhopisu ve Spojených státech bude i v následujících dvou letech výrazně převyšovat výnos německého vládního dluhopisu
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.12

KURZ EURA

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



⁶ Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB prostřednictvím stínových úrokových sazeb, které leží níže oproti tržním sazbám. Tento efekt se v čase postupně snižuje a v polovině roku 2019 zcela odezní.

TAB. II.2.1

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

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

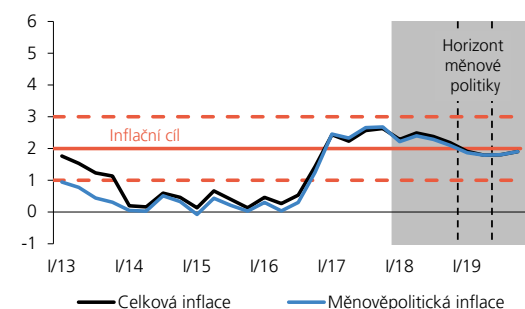
	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.	2019 progn.
Celková inflace	0,7	2,5	2,3	1,9
HDP	2,5	4,5	3,6	3,2
Průměrná nominální mzda	3,7	6,9	7,4	4,9
Měnový kurz (CZK/EUR)	27,0	26,3	24,9	24,5
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,3	0,4	0,9	1,7

Poznámka: Údaje o celkové inflaci, měnovém kurzu a úrokové sazbě 3M PRIBOR pro rok 2017 představují skutečnost.

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

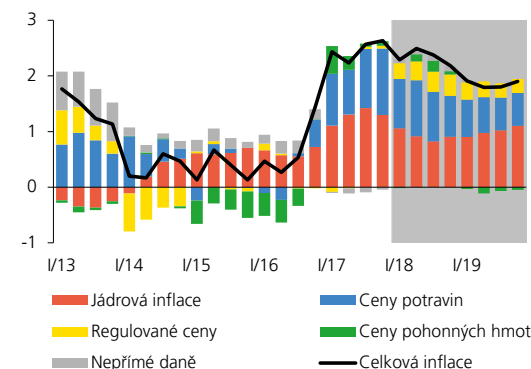
Inflace letos setrvá v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle, v příštím roce se bude pohybovat těsně pod ním
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNOZA

K inflaci budou nadále nejvíce přispívat jádrová inflace a ceny potravin, v menší míře 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.

II.2 PROGNOZA

Aktuálně výrazné inflační tlaky, plynoucí ze zrychleného růstu domácí ekonomiky a mezd, se budou postupně zmiřňovat. V letošním roce k tomu přispěje zejména zesilující protiinflační působení dovozních cen. Současně již plně odezní jednorázové cenové vlivy zvyšující inflaci v minulém roce. Zrychlení růstu regulovaných cen však přispěje k tomu, že celková inflace letos setrvá nad 2% cílem. Na horizontu měnové politiky se pak bude inflace pohybovat těsně pod cílem. Ekonomiku budou nadále podporovat solidně rostoucí zahraniční poptávka, robustní spotřeba domácností a silná investiční aktivita. Dynamika růstu HDP se sice oproti loňskému roku sníží, nadále však bude přesahovat 3 %. Rostoucí poptávka po práci se při stále zřetelnějším nedostatku volné pracovní síly projeví pokračujícím rychlým růstem mezd. Kurz koruny dle prognózy dále posílí především vlivem dřívějšího zpříšňování domácí měnové politiky oproti ECB a pokračující dlouhodobé reálné konvergence. Návrat inflace do těsné blízkosti cíle zajistí vedle posílení kurzu i další nárůst úrokových sazeb.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace setrvá v letošním roce nad 2% cílem, na začátku horizontu měnové politiky se k němu vrátí (Graf II.2.1). K růstu cen aktuálně přispívají především jádrová inflace a ceny potravin (Graf II.2.2). Postupné zpomalování inflace v roce 2018 bude odrážet zejména protiinflační vliv dovozních cen v důsledku posílení koruny a také odeznění jednorázových vlivů. Domácí inflační tlaky z trhu práce naproti tomu zůstanou silné. Příspěvek růstu regulovaných cen se letos zvýší, v roce 2019 však opět mírně poklesne, což povede k pohybu inflace nepatrně pod cílem v roce 2019. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, bude téměř totožná s celkovou inflací.⁷

Jádrová inflace bude letos zvolňovat v důsledku odeznění jednorázových vlivů a posílení měnového kurzu. Tyto protiinflační faktory bude částečně vyvažovat vliv rostoucí domácí poptávky a mezd. Z růstu cen v restauracích a kavárnách plně vymizí cenové dopady zavedení elektronické evidence tržeb (EET). Růst cen v tomto oddíle spotřebitelského koše, který zvolnil již koncem roku 2017, tak dále zpomalí. Rovněž se sníží příspěvek imputovaného nájemného v důsledku očekávaného zvolnění dynamiky cen nových bytů.⁸ Naproti tomu růst cen dalších služeb bude zrychlovat v návaznosti na inflační tlaky z domácí ekonomiky. Vývoj cen obchodovatelných položek v rámci jádrové inflace bude i nadále tlumen posilováním měnového kurzu a dočasným

7 Dopad změn nepřímých daní do celkové inflace bude v roce 2018 činit zhruba 0,1 procentního bodu. Prognóza zahrnuje zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky na počátku let 2017 a 2018, a také doznívající vliv snížení sazby DPH pro noviny a časopisy z 15 % na 10 % (od 1. března 2017). Pro rok 2019 prognóza žádné změny nepřímých daní nepředpokládá.

8 K tomuto zvolnění přispějí opatření makrobezpečnostní politiky vedoucí ke zpříšnění úvěrových podmínek u nových hypoték, postupné zvyšování úrokových sazeb i oživení výstavby nových bytů.

zvolněním růstu cen zahraničních výrobců v jejich neenergetické složce. V průběhu roku 2019 pak jádrová inflace začne pozvolna zrychlovat zpět ke 2 % (Graf II.2.3), neboť se v ní projeví obnovený růst dovozních cen.

Aktuálně vysoká dynamika cen potravin oslabí v návaznosti na očekávané zvolnění dosud rychlého růstu cen agrárních komodit. V tomto směru bude v letošním roce působit i posílení měnového kurzu. Další postupné zvolňování dynamiky cen potravin až k 2% úrovni pak prognóza předpovídá pro rok 2019 (Graf II.2.3).

Ceny pohonných hmot v letošním roce ožíví svůj růst, v příštím roce naopak budou meziročně klesat. Dle krátkodobých indikátorů⁹ ceny pohonných hmot v lednu 2018 v porovnání s předchozími měsíci stagnovaly či jen slabě rostly. V dalším období by se měly zvyšovat rychleji v návaznosti na pozorovaný nárůst cen ropy, který bude pouze částečně kompenzován posílením kurzu CZK/USD. V roce 2019 prognóza očekává meziroční snížení cen pohonných hmot v souvislosti s předpokládaným poklesem světových cen ropy a benzínu (Graf II.2.3).

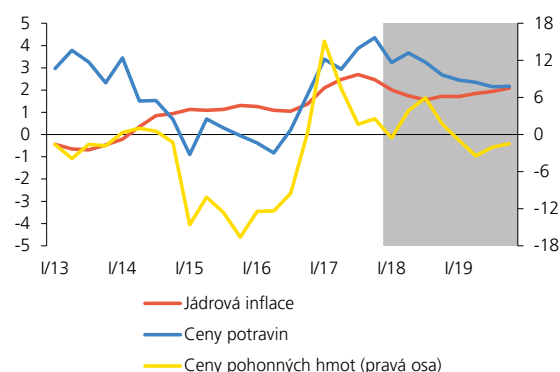
V letošním roce se obnoví růst regulovaných cen zejména v souvislosti se zvýšením cen elektřiny. Záporné příspěvky cen plynu a tepla k vývoji regulovaných cen plně odezní během prvního čtvrtletí 2018. Rovněž u dalších složek regulovaných cen (vodné, stočné, ceny v dopravě, ceny za odvoz odpadů) prognóza předpokládá na počátku roku 2018 zvýšení jejich dynamiky. To bude znamenat zrychlení meziročního růstu regulovaných cen v prvních měsících letošního roku na 2 %. Ve druhé polovině letošního roku by regulované ceny měly dále mírně zrychlovat, takže v průměru za celý rok 2018 se zvýší o 2,1 % (Tab. II.2.2). V roce 2019 pak regulované ceny mírně zvolní svou dynamiku v souvislosti s předpokládaným zmírněním růstu cen elektřiny a plynu.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí. Prognóza kurzu pro první čtvrtletí 2018 předpokládá jeho další mírné zpevnění na průměrnou hodnotu 25,4 CZK/EUR. Prognózované posilování kurzu v dalším průběhu letošního roku bude odrážet zejména zvyšování úrokového diferenciálu vůči eurozóně a vliv pokračujících nákupů aktiv ze strany ECB do září 2018. Ve stejném směru bude působit i pokračování reálné konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny spojené s rostoucí produktivitou práce. V příštím roce bude kurz zpevňovat již jen mírně, a to k hodnotám kolem 24,5 CZK/EUR (Graf II.2.4). V tomto zřetelném zmírnění trendu posilování koruny se přitom projeví mimo jiné prognózou předpokládaný posun měnové politiky ECB směrem k normálu během roku 2019.

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

V letošním roce zvolní růst cen potravin i jádrová inflace, mimo jiné vlivem posílení kurzu koruny
(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Regulované ceny porostou s přispěním všech svých složek
(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

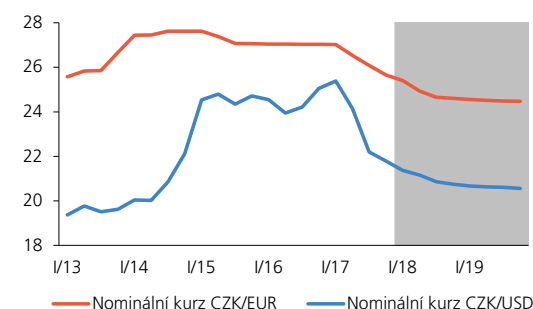
	2016	2017	2018	2019
	skut.	skut.	progn.	progn.
REGULOVANÉ CENY ^{a)}	0,2	0,03	0,0	0,00
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	1,2	0,06	0,3	0,01
ceny zemního plynu	-4,7	-0,13	-2,8	-0,08
ceny tepla	1,0	0,02	-1,6	-0,03
vodné a stočné	1,4	0,01	1,4	0,01
reg. ceny ve zdravotnictví	3,6	0,04	4,4	0,05
			2,7	0,03
			2,5	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.4

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Dle prognózy kurz dále posílí, zejména v nejbližších čtvrtletích
(CZK/EUR a CZK/USD)

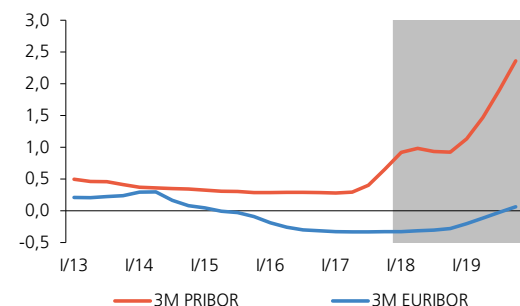


⁹ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

GRAF II.2.5

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní další nárůst domácích tržních úrokových sazeb v letošním a zejména v příštím roce (v %)

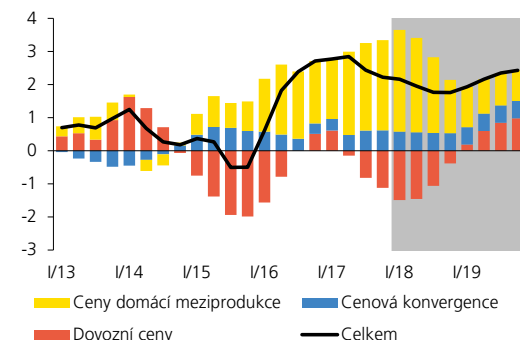


GRAF II.2.6

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky se letos zmírní, což bude odrážet protiinflační působící dovozní ceny a později též zvolňování růstu domácích nákladů

(nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)

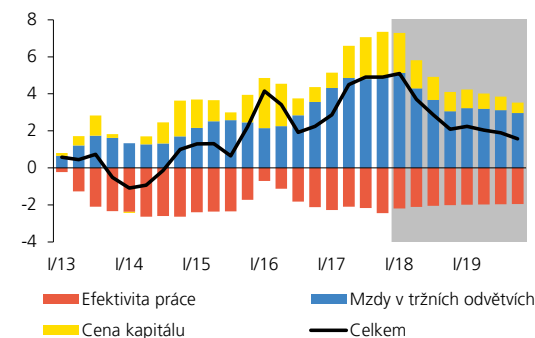


GRAF II.2.7

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Domácí náklady porostou mírnějším tempem než v současnosti především v důsledku snižující se dynamiky mezd i ceny kapitálu

(nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Úrokové sazby dále porostou, což spolu s posílením kurzu zajistí návrat inflace k cíli (Graf II.2.5). V roce 2018 přitom bude zvyšování sazeb brzděno pokračováním velmi uvolněné měnové politiky ECB, která bude přispívat k tlaku na posilování kurzu koruny. Během roku 2019 se domácí úrokové sazby budou již plynule přibližovat k předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (tj. ke 3 % pro 3M PRIBOR), mimo jiné i v důsledku návratu zahraničních sazeb do kladných hodnot. Prognóza přitom implicitně předpokládá, že úrokové sazby ECB se budou v příštím roce posouvat ke své rovnováze rychleji, než naznačuje aktuální tržní výhled.

II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové inflační tlaky jsou nadále silné, přestože jsou tlumeny protiinflačním působením dovozních cen. Nominální mezní náklady v sektoru spotřebních statků postupně zvolňují svůj růst (Graf II.2.6), který se však stále drží nad svým dlouhodobým rovnovážným tempem. K tomu přispívají zejména výrazné tlaky z domácí ekonomiky, které se dále zvyšují. Dovozní ceny naopak postupně prohlubují své protiinflační působení v důsledku posilování kurzu při současném zvolnění růstu neenergetické složky cen zahraničních výrobců. Pokles dovozních cen ještě krátkodobě zesílí, poté však bude postupně slábnout. V příštím roce již budou dovozní ceny k celkovým nákladovým tlakům přispívat kladně, což bude odrážet oživený růst zahraničních výrobních cen při současném zpomalení tempa posilování koruny. Tlaky na zvyšování cen plynoucí z domácí ekonomiky aktuálně kulminují, což je důsledkem silícího napětí na trhu práce a zrychleného ekonomického růstu. Poté se začnou pozvolna snižovat, mimo jiné v reakci na zpřísnění měnových podmínek. Růst celkových nákladů tak zpomalí na úroveň lehce pod 2 %. Příspěvek cenové konvergence k vývoji nákladů bude dlouhodobě kladný. S obnovením zvyšování dovozních cen na počátku roku 2019 růst celkových nominálních mezních nákladů opět zrychlí.

V současnosti robustní domácí inflační tlaky, odrážející přehřívající se ekonomiku a zejména trh práce, se zmírní. Dynamika domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce se na začátku letošního roku udrží na vysoké úrovni. To je dáno rychlým růstem nominálních mezd v tržních odvětvích a také akcelerací ceny kapitálu, odrážející rostoucí fázi hospodářského cyklu. Tyto proinflační tlaky jsou však částečně tlumeny rostoucí efektivitou práce, která odráží výraznou dynamiku soukromých investic. Od druhého čtvrtletí letošního roku se projeví postupné zpomalování růstu mezd a ekonomické aktivity směrem k dlouhodobě rovnovážným hodnotám, k němuž přispěje i zpřísnění měnové politiky. Dojde proto ke zmírnění růstu domácích nákladů, a to až lehce pod 2 % v roce 2019 (Graf II.2.7).

Dynamika růstu zaměstnanosti zvolní v souvislosti s nedostatkem volné pracovní síly. I tak zůstane tempo zvyšování zaměstnanosti až do poloviny letošního roku výrazné (Graf II.2.8). Rostoucí napětí na trhu práce, související s již velmi nízkou mírou nezaměstnanosti, bude jen částečně tlumeno růstem pracovní síly. K němu bude i nadále přispívat postupně zvyšování zákonného důchodového věku. Rovněž zvyšování

počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude zvolňovat. Tento vývoj bude výsledkem zpomalujícího růstu počtu zaměstnanců, který bude do poloviny letošního roku navíc doprovázen slabým poklesem průměrného úvazku. Od druhé poloviny roku se začne průměrný úvazek v návaznosti na vyčerpaný trh práce naopak zvyšovat.

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 se přiblíží ke 2 % (Graf II.2.8). Další 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 vysoké úrovni. V závěru minulého roku mzdový růst dle prognózy zrychlil, na čemž se zřejmě podílel i vyšší příspěvek odměn. K udržení rychlého růstu mezd počátkem letošního roku přispěje i další navýšení minimální mzdy¹⁰. V důsledku těchto faktorů se bude mzdová dynamika v tržních odvětvích na přelomu let 2017 a 2018 pohybovat jen těsně pod 8% hladinou (Graf II.2.9). Následně postupně zvolní do blízkosti předpokládané dlouhodobé 5% úrovně, mimo jiné i s přispěním zpříšňování měnových podmínek a snahy podniků o zachování cenové konkurenceschopnosti své produkce. Prognóza zároveň letos očekává silný mzdový růst v netržních odvětvích, který odráží navýšení platů ze strany vlády v listopadu 2017. Platy učitelů vzrostly o 15 % a platy zbývajících státních zaměstnanců o 10 %. To povede k zesílenému meziročnímu růstu mezd v netržních odvětvích po většinu letošního roku. Prognóza nicméně předpokládá, že takto výrazné navýšení mezd se již nebude v příštím roce opakovat, a jejich růst v netržní části ekonomiky zpomalí mírně nad 4 %.

II.2.3 Ekonomická aktivita

Růst HDP se bude z vysokých hodnot dosahovaných v minulém roce postupně navracet ke 3 %. Robustní domácí ekonomická aktivita je tažena především zrychlujícím růstem spotřeby domácností, ke kterému se v průběhu minulého roku připojil silný růst investic. Obě složky poptávky odrážejí přetrvávající optimismus spotřebitelů a podniků v prostředí stále nízkých úrokových sazeb, svižného růstu zahraniční poptávky a s tím spojených pozitivních očekávání ohledně budoucího ekonomického vývoje. K růstu spotřeby významně přispívá i rychlý růst objemu mezd a platů odrážející silící napětí na trhu práce, které zřejmě také motivuje podniky ke zvýšení investic do strojů a zařízení. Výrazně kladné příspěvky uvedených dvou složek domácí poptávky se očekávají i v letošním a příštím roce. Čistý vývoz bude v roce 2018 naopak růst HDP tlumit, což souvisí s dalším posílením kurzu koruny a výrazným

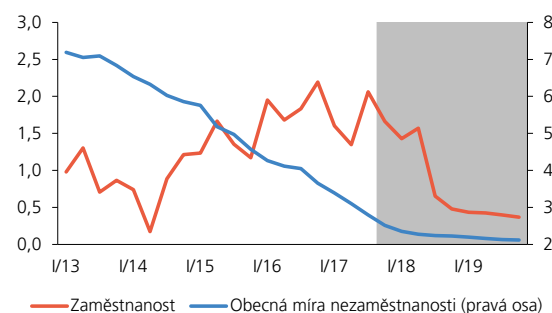
¹⁰ Od ledna 2018 se minimální mzda zvýšila z 11 000 Kč na 12 200 Kč. To přispěje k růstu průměrné mzdy v tržních odvětvích zhruba v rozsahu 0,4 procentního bodu.

GRAF II.2.8

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale zřejmě pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní

(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)

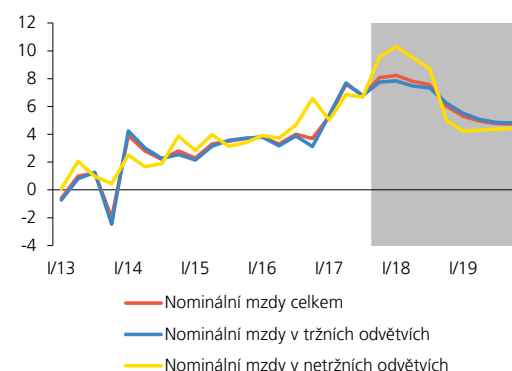


GRAF II.2.9

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)

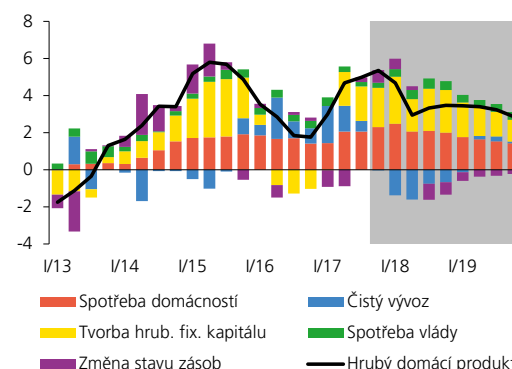


GRAF II.2.10

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

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

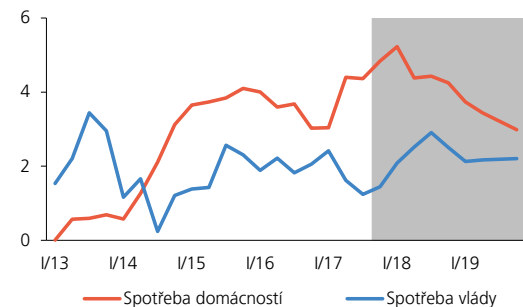
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.11

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

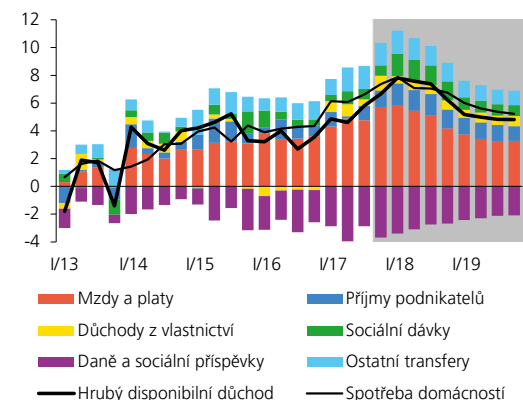
Tempo růstu spotřeby domácností bude nejsilnější na přelomu let 2017 a 2018, růst reálné vládní spotřeby bude mírnější (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Vysoká dynamika disponibilního důchodu bude výsledkem výrazného růstu objemu mezd a platů i dalších příjmů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



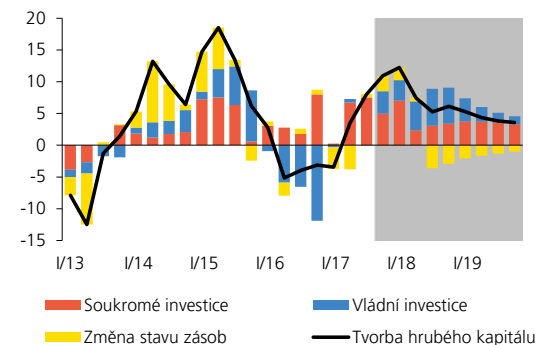
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF II.2.13

ROZKLAD INVESTIC

Investice znatelně porostou díky pokračujícímu růstu soukromých investic a obnovenému čerpání evropských fondů ve vládním sektoru

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno, pramen: ČSÚ, příspěvky soukromých a vládních investic: výpočet ČNB)



zvyšováním domácí poptávky zrychlujícím dovoz. Svůj kladný příspěvek čistý vývoz obnoví až v roce 2019 (Graf II.2.10). V roce 2018 tak HDP v souhrnu vzroste o 3,6 %, v příštím roce jeho tempo zvolní na 3,2 %.

Silný růst spotřeby domácností bude odrážet rychlé zvyšování objemu mezd a platů i dalších příjmů. Meziroční růst spotřeby domácností v závěru roku 2017 dle prognózy dále zrychlil a na počátku letošního roku přesáhne 5 % (Graf II.2.11). Výdaje domácností budou taženy dalším zvýšením dynamiky disponibilního důchodu v návaznosti na zrychlující růst objemu mezd a platů i zvyšující se příjmy podnikatelů (Graf II.2.12). Zvyšovat se budou i důchody a sociální dávky. Během letošního roku růst spotřeby dosáhne v průměru 4,6 %, v příštím roce zvolní na 3,3 %. To bude odrážet postupně zpomalující růst mzdových příjmů při současném nárůstu úrokových sazeb.

Zvyšování reálné spotřeby vlády bude pokračovat zejména v souvislosti s růstem běžných výdajů i platů ve vládním sektoru. V letošním roce její růst zrychlí nad 2 %, kde se udrží i v příštím roce (Graf II.2.11). Nominální spotřeba vlády bude tažena především výrazným zvýšením náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru v závěru roku 2017, to však bude v reálném vyjádření výrazně tlumeno růstem deflátoru vládní spotřeby.

Růst tvorby hrubého kapitálu dále zrychlí vlivem oživení vládních investic při pokračujícím zvyšování soukromých investic. K přechodu investic do kladné dynamiky v průběhu roku 2017 přispěly především urychlené soukromé investice v podnikovém sektoru, které podporují zvyšování efektivity práce. Současně odezněl propad vládních investic. Růst soukromých investic se sice v následujících čtvrtletích mírně sníží, zůstane však solidní na celém horizontu prognózy (Graf II.2.13). Bude k němu přispívat rostoucí zahraniční poptávka a napjatý trh práce. Tlumit ho naopak bude postupné zvyšování úrokových sazeb. Vládní investice letos výrazně zrychlí, a to v souvislosti se zvýšeným čerpáním prostředků z fondů EU. Růst celkových investic tak v letošním roce celkově dosáhne téměř 8 %. V roce 2019 pak již růst vládních investic nebude – při zvýšené srovnávací základně u čerpání fondů EU – tak výrazný, takže dynamika celkových investic opět zvolní. Kladný příspěvek změny stavu zásob postupně odezní a v průběhu letošního roku přejde do záporných hodnot, kde zůstane také v příštím roce.

Dynamika vývozu zboží a služeb zpočátku oslabí, poté se však vrátí k tempům odpovídajícím vývoji zahraniční poptávky. Dočasný pokles dynamiky vývozu v první polovině letošního roku bude dán mimo jiné zvolněním růstu poptávky v automobilovém průmyslu. Tento efekt ale postupně odezní a vývoz zboží a služeb opět zrychlí. Na přelomu minulého a letošního roku se zřejmě začaly rovněž viditelněji projevovat bariéry v podobě nedostatku volné pracovní síly a brzdící vliv posilujícího kurzu. Vývoz zboží a služeb tak vzroste v roce 2018 o více než 6 % (Graf II.2.14). V roce 2019 pak jeho tempo zrychlí nad 8 %.

Zrychlení celkové domácí poptávky povede k dalšímu nárůstu dynamiky dovozu. Ten bude tažen především urychlením investic, které jsou silně dovozně náročné. Vedle toho se projeví také robustní spotřeba domácností. V souhrnu tak letos dovoz zboží a služeb vzroste o necelých 9 %. Obdobným tempem poroste také v příštím roce (Graf II.2.14).

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude letos v důsledku oživení investic a posílení koruny dočasně záporný. Během loňského roku se kladný příspěvek čistého vývozu snižoval a v jeho závěru dle prognózy zcela odezněl. V letošním roce se – při vyšší dynamice dovozu oproti vývozu – posune do zřetelně záporných hodnot. K tomu významně přispěje výrazný růst dovozně náročných investic, a to především v soukromém sektoru, spolu s robustní spotřebou domácností. V souhrnu za celý rok 2018 tak příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP dosáhne přibližně -1 procentního bodu. Do nepatrně kladných hodnot se pak vrátí v roce 2019.

II.2.4 Platební bilance

Přebytek běžného účtu za rok 2017 se oproti roku 2016 zřejmě mírně snížil, zejména vlivem růstu deficitu druhotných důchodů. V souhrnu přebytek běžného účtu dle prognózy dosáhl 45 mld. Kč (Tab. II.2.3), což v poměru k HDP představuje 0,9 %. Kladné saldo obchodní bilance se meziročně mírně snížilo vlivem vyšších cen ropy. Bilance služeb naopak zvýšila svůj přebytek, především v důsledku růstu příjmů z výrobních a ostatních služeb a zlepšení salda služeb v dopravě. Naopak pokles kladného salda z cestovního ruchu přebytek služeb zmírňoval. Malé meziroční snížení deficitu prvotních důchodů souviselo s předpokládaným mírným poklesem záporného salda důchodů z investic. Ve směru zmírnění přebytku běžného účtu nejvýznamněji působil prudký růst deficitu druhotných důchodů vlivem poklesu příjmů z evropských fondů a růstu ostatních transferů do zahraničí.

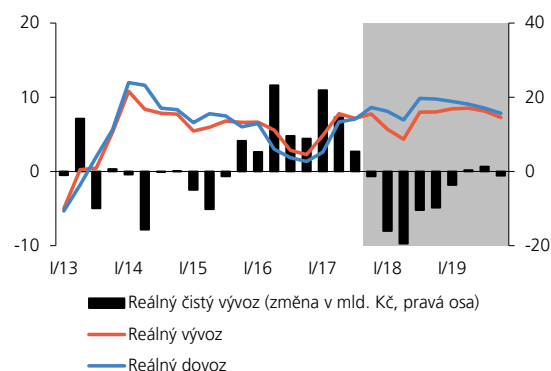
V letošním roce prognóza očekává nepatrné zvýšení přebytku běžného účtu. V poměru k HDP však prognózovaný přebytek setrvá lehce pod 1 %. Přebytek bilance zboží zůstane na úrovni roku 2017, přičemž mírné zlepšení směnných relací u strojírenských výrobků bude vyváženo růstem cen energií a zrychlením růstu domácí poptávky. K dílčímu zvýšení dojde u kladného salda bilance služeb, zejména díky nárůstu přebytku ostatních služeb. Zároveň dojde ke snížení deficitu druhotných důchodů, a to z důvodu vyššího čistého čerpání fondů EU. Růst přebytku běžného účtu bude naopak zmírňován rostoucím deficitem bilance prvotních důchodů. Ten bude vyplývat z růstu záporného salda důchodů z příjmů z investic.

Pro příští rok je prognózován návrat přebytku běžného účtu na úroveň roku 2017 vlivem růstu zisků nerezidentů z investic. Jeho výše bude představovat 0,8 % HDP. Pokračující zlepšování výkonové bilance bude odrážet především zpomalení růstu domácí poptávky a v menší míře též pokles cen energetických surovin na světových trzích. Celkový rozsah tohoto zlepšení však bude tlumen působením posílení koruny na tuzemský vývoz. Ve směru snižování přebytku běžného účtu

GRAF II.2.14

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

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



TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Přebytek běžného účtu v letech 2017 až 2019 nezaznamená výrazné změny (v mld. Kč)

	2016	2017	2018	2019
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	52,6	45,0	50,0	45,0
Zboží	250,6	245,0	245,0	255,0
Služby	101,1	115,0	120,0	125,0
Prvotní důchody	-271,8	-265,0	-280,0	-300,0
Druhotné důchody	-27,3	-50,0	-35,0	-35,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	53,5	45,0	30,0	30,0
C. FINANČNÍ ÚČET^{a)}	117,7	1050,0	-90,0	-55,0
Přímé investice	-141,0	-145,0	-80,0	-70,0
Portfoliové investice	-169,4	-55,0	-65,0	-45,0
Finanční deriváty	11,3	-	-	-
Ostatní investice	-146,7	-10,0	-40,0	-40,0
Rezervní aktiva ^{b)}	563,5	1260,0	95,0	100,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

b) Protipoložkou růstu rezerv v roce 2017 je vedle ostatních přebytků platební bilance též čistý příliv kapitálu prostřednictvím bankovního sektoru. Ten dosáhl za první až třetí čtvrtletí 2017 hodnoty 737,5 mld. Kč.

budou naopak působit především rostoucí zisky nerezidentů z přímých investic.

Vývoj přebytku na kapitálovém účtu bude nadále ovlivňován zejména čerpáním evropských fondů. Do výše salda v minulém roce se významně promítly závěrečné platby za programové období 2007 až 2013. Letos tento jednorázový faktor odezní a přebytek kapitálového účtu se sníží na cca 30 mld. Kč, kde setrvá i v roce 2019.

Vývoj na finančním účtu v roce 2017 ovlivnil masivní příliv krátkodobého kapitálu před ukončením kurzového závazku. Ten směřoval zejména do českých vládních dluhopisů a korunových vkladů nerezidentů v tuzemských bankách a promítl se do mimořádného zvýšení devizových rezerv ČNB. Ve druhé polovině roku pak docházelo k poměrně významným přesunům mezi jednotlivými korunovými aktivy v držení nerezidentů. V důsledku vyššího úrokového diferenciálu vůči euru a bilančního kurzového zajištění zároveň vzrostl zájem tuzemských firem o zahraniční cizoměnové úvěry.

V letošním roce se na finančním účtu výrazně sníží objem transakcí. U dílčí bilance přímých investic se podstatně zmírní čistý příliv vlivem nižšího přílivu dluhového kapitálu do ČR, snížení investic nerezidentů do nemovitostí v ČR a omezení akvizic. Čistý příliv portfoliových investic se mírně zvýší. Kladný a dále rostoucí úrokový diferenciál koruny vůči euru a očekávané posilování kurzu by měly tlumit zájem rezidentů o investice v zahraničí a současně udržovat zájem nerezidentů o tuzemské dluhové cenné papíry. Vedle toho je předpokládán obnovený zájem MF ČR o cizoměnové financování kvůli snížení nákladů na obsluhu státního dluhu. Prognóza zahrnuje i předpokládané účetní operace bankovního sektoru v závěru roku s cílem optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.¹¹ V rámci ostatních investic v podnikovém sektoru zesílí příliv v důsledku zájmu domácích podniků o cizoměnové úvěry.¹² Prognózaný růst rezervních aktiv v letošním roce odráží předpokládané výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči EU.

V roce 2019 bude vývoj na finančním účtu obdobný jako v letošním roce. Čistý příliv přímých investic se mírně sníží vlivem očekávaného zvýšení finančních aktivit rezidentů v zahraničí. Také příliv portfoliových investic se zmírní, zejména v důsledku omezení zájmu nerezidentů o držbu vládních dluhopisů. Příliv dluhového kapitálu bude podporován rostoucím kladným diferenciálem mezi domácími a eurovými úrokovými sazbami. Prognózaný mírně vyšší růst rezervních aktiv oproti roku 2018 je spojen s očekávaným růstem výnosů z rezerv ČNB, zatímco saldo operací vůči EU je predikováno na stejné úrovni jako v roce 2018.

¹¹ Ve stejném objemu jsou tyto operace s opačným znaménkem zaznamenány na účtu ostatních investic bankovního sektoru.

¹² Konverze těchto prostředků do korun bude vytvářet prostor pro postupný odchod nerezidentů z korunových pozic bez výraznějších dopadů na kurz.

II.2.5 Fiskální vývoj

Zvyšující se přebytky veřejných rozpočtů odrážejí především nárůst daňových příjmů. Podle odhadu ČNB skončilo hospodaření vládního sektoru v loňském roce přebytkem ve výši 1,6 % HDP. V letošním i v příštím roce dosáhne přebytek vládního sektoru obdobné hodnoty (Tab. II.2.4). Na výdajové straně se projevuje především další pokles výdajů na dluhovou službu. Příjmová strana vládního sektoru je vedle vlivu ekonomického růstu posilována i pozitivním dopadem kontrolních hlášení DPH a prvních dvou fází EET, zavedených v posledních letech, a dalším zvyšováním spotřebních daní na cigarety. Výdaje vlády bude naopak zvyšovat silná mzdová dynamika ve vládním sektoru, obnovený růst vládních investic a zrychlené zvyšování sociálních výdajů. Ty porostou v souvislosti se zavedením štedřejšího valorizačního schématu penzí a balíčku nových sociálních opatření¹³. Příjmovou stranu veřejných rozpočtů pak lehce negativně ovlivní zvýšení daňového zvýhodnění na dítě.

Pozitivní vývoj bude patrný i v pokračujících strukturálních přebytcích a dalším poklesu vládního dluhu. Strukturální přebytky vládního sektoru budou dosahovat hodnot převyšujících 1 % HDP. Na horizontu prognózy tak bude s velkou 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 v letošním roce expanzivní (Tab. II.2.5). Po lehce kladném působení fiskální politiky v loňském roce bude v letošním roce příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity zřetelně kladný, a to ve výši 0,5 procentního bodu. Fiskální expanze bude souviset především s opatřeními podporujícími spotřebu domácností a se svislým růstem mezd ve vládním sektoru. Dynamiku české ekonomiky v roce 2018 podpoří i zrychlený růst vládních investic. V roce 2019 bude fiskální impulz v souhrnu neutrální.

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Hospodaření vládního sektoru setrvá ve výrazném přebytku
(v % nominálního HDP)

	2016	2017	2018	2019
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	40,6	40,8	40,6
Výdaje vládního sektoru	39,4	39,0	39,1	38,8
z toho: úrokové platby	0,9	0,8	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,7	1,6	1,6	1,8
z toho:				
primární saldo ^{a)}	1,7	2,4	2,3	2,3
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,0	0,1	0,0	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	0,7	1,5	1,6	1,7
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	0,0	0,3	0,5	0,4
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	0,8	1,3	1,1	1,3
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,9	0,5	-0,2	0,2
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,2	0,1	0,2	0,3
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	0,9	1,4	1,4	1,4
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{e)}	1,2	0,5	-0,1	0,0
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	36,8	34,7	32,1	29,8

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 v letošním roce zřetelně kladný, a to prostřednictvím podpory spotřeby domácností a obnoveného růstu vládních investic

(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2016	2017	2018	2019
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ ^{a)}	-1,1	0,2	0,5	0,0
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,0	0,2	0,3	0,0
soukromé investice	-0,1	-0,1	0,0	0,0
vládní investice domácí	-0,2	0,0	0,1	0,0
vládní investice z fondů EU	-0,7	0,1	0,1	0,0

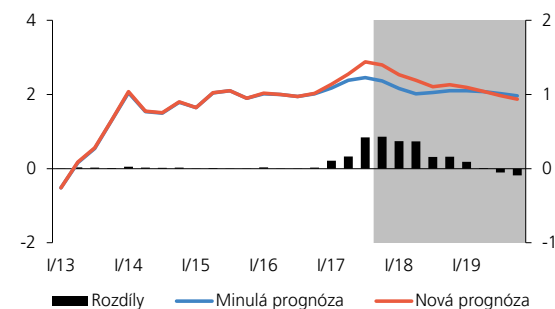
a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

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

GRAF II.3.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Vyšší pozorované hodnoty a pozitivní předstihové ukazatele posouvají výhled zahraniční ekonomické aktivity nahoru (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Nová prognóza inflace se pro letošní rok posouvá lehce dolů, a to i přes mírně vyšší celkové inflační tlaky. Důvodem jsou lehce nižší než očekávaná jádrová inflace v závěru roku 2017 a odklad zavádění dalších fází elektronické evidence tržeb. Za nepatrným přehodnocením inflace v příštím roce stojí lehce nižší výhled regulovaných cen. Tyto faktory celkově převáží nad silnějšími nákladovými tlaky, které plynou zejména z vyššího výhledu zahraničních cen, mírně rychlejší dynamiky domácí ekonomické aktivity a lehce rychlejšího mzdového růstu. Kurz koruny vůči euru posílí oproti minulé prognóze o něco více. Z důvodu větší kumulace inflačních tlaků ze zahraničí i z domácí ekonomiky vede prognóza k lehce vyšším úrokovým sazbám v nejbližším období v porovnání s minulou predikcí. Naopak v delším horizontu je tempo zvyšování úrokových sazeb pozvolnější.

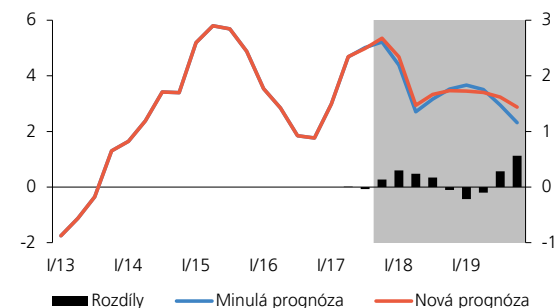
U zahraničních veličin došlo pro letošní rok k přehodnocení růstu ekonomické aktivity v eurozóně směrem nahoru (Graf II.3.1).¹⁴

Oproti minulé prognóze je výhled vyšší o 0,3 procentního bodu. Tento posun zohledňuje zejména vyšší pozorovaný růst ekonomické aktivity v eurozóně v loňském druhém pololetí. Vyšší růstovou dynamiku ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně a Německu, které i nadále silně rostou. Pro příští rok se očekávání ohledně zahraniční poptávky nemění. Pozitivní ekonomický sentiment se promítá také do výhledu kurzu eura vůči americkému dolaru, který je pro letošní a příští rok ve srovnání s minulou prognózou lehce silnější. V reakci na kroky ECB a její komunikaci se lehce níže posouvá implikovaná trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR. Výhled stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR, který přímo zohledňuje prodloužení programu nákupu aktiv ECB do září 2018, se snížil v ještě o něco větší míře. Rychlejší růst zahraniční ekonomické aktivity a také vyšší cena ropy (v průměru cca o 10 USD/barel) posouvají výhled cen průmyslových výrobců v eurozóně v letošním roce směrem nahoru o 0,8 procentního bodu. Naopak v roce 2019 je výhled výrobních cen nižší, zejména v důsledku předpokládaného meziročního poklesu ceny ropy.

GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY HDP

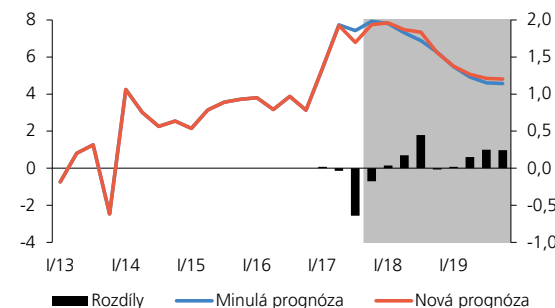
Prognóza vývoje domácí ekonomické aktivity se lehce zvyšuje (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Přes mírnější mzdový růst ve třetím čtvrtletí 2017 se predikce mezd v letech 2018–2019 posouvá mírně výše (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity v příštích letech se posouvá k lehce vyšším hodnotám (Graf II.3.2). Důvodem tohoto přehodnocení je především očekávaný rychlejší růst spotřeby domácností v návaznosti na silnější prognózovanou dynamiku objemu mezd a platů. Větší bude také příspěvek rychle se zvyšující tvorby hrubého kapitálu, a to především ve složce soukromých investic. V opačném směru bude na vývoj HDP působit nižší příspěvek čistého vývozu. Z makroekonomických fundamentů stojících za vývojem jednotlivých složek HDP se na rychlejším růstu ekonomiky bude v letošním roce podílet svižnější růst zahraniční poptávky a silnější fiskální impuls.

¹⁴ Rozdíly na minulosti jsou dány sezonním očištěním a revizí dat.

Mzdová dynamika bude oproti minulé prognóze mírně rychlejší (Graf II.3.3). Bude ji podporovat robustnější ekonomický růst, rychlejší růst efektivity práce a vyšší výhled zahraniční poptávky. Celkově tak budou domácí inflační tlaky během letošního i příštího roku oproti minulé prognóze o něco silnější.

I přes mírně vyšší celkové fundamentální inflační tlaky je prognóza inflace přehodnocena lehce směrem dolů (Graf II.3.4). Celkové inflační tlaky odrážejí aktuálně mírnější protiinflační působení dovozních cen oproti minulé prognóze, do kterého se promítá především nečekaný nárůst cen ropy na konci minulého roku. Na silnější inflační tlaky působí i lehce vyšší růst domácích nákladů plynoucí z přehřívajícího se trhu práce a zrychlující ekonomické aktivity. Oproti minulé prognóze výraznější inflační působení domácí ekonomiky bude krátkodobě přetrvávat, stejně jako lehce slabší protiinflační působení dovozních cen. V důsledku vyššího výhledu ceny elektřiny a plynu byla směrem vzhůru přehodnocena prognóza regulovaných cen v letošním roce. I přesto se predikce celkové inflace pro letošní rok snižuje. Za tím stojí především lehce nižší pozorovaná jádrová inflace v závěru loňského roku a odklad zavádění dalších fází EET. Nová prognóza – na rozdíl od té minulé – s cenovými vlivy EET nepočítá. V roce 2019 se prognóza celkové inflace mění jen nepatrně směrem dolů, a to v důsledku lehce nižšího výhledu regulovaných cen. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní zůstávají beze změny, proto i výhled měnověpolitické inflace je přehodnocen stejnou měrou jako u celkové inflace.

Prognózaný kurz koruny je na počátku letošního roku lehce slabší, poté se naopak dostává na o něco silnější hodnoty (Graf II.3.5). Přehodnocení výhledu kurzu koruny v krátkém období odpovídá dosavadnímu tržnímu vývoji. Na delším výhledu pak na silnější kurz tlačí robustnější domácí i zahraniční ekonomická aktivita spolu s vyšší dynamikou efektivity práce, a také více uvolněná měnová politika ECB.

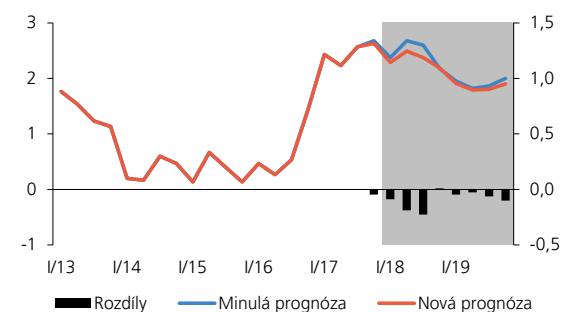
Trajektorie tržních úrokových sazeb se v nejbližších čtvrtletích posouvá v porovnání s minulou prognózou lehce směrem vzhůru (Graf II.3.6). Nepatrně rychlejší zvyšování úrokových sazeb na začátku roku 2018 ve srovnání s minulou predikcí plyne z větších inflačních tlaků ze zahraničí a z krátkodobé prognózy kurzu, které lehce převažují nad vlivem počátečních podmínek. Působení počátečních podmínek ve směru nižších sazeb je dáno především přehodnocením dynamiky efektivity práce vzhůru v návaznosti na vyšší růst soukromých investic. Tento rychlejší růst efektivity práce částečně zmírňuje dopad nákladových tlaků plynoucích ze zvyšování mezd a zároveň tlačí na výraznější posilování kurzu koruny, jehož protiinflační působení musí měnová politika vyvažovat. V delším období se k tomuto faktoru v malé míře připojuje nově zapracované prodloužení kvantitativního uvolňování ECB o 9 měsíců.

GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se snižuje zejména v letošním roce, její změny však jsou malé

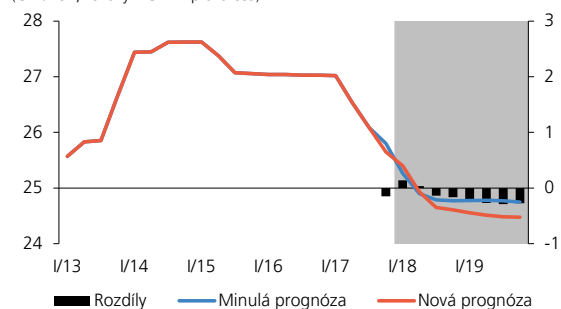
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

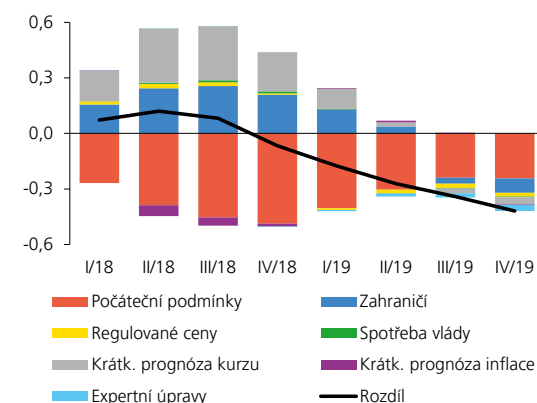
Kurz posílí o něco více, než naznačovala minulá predikce
(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



GRAF II.3.6

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Na změnu výhledu sazeb působí směrem dolů počáteční podmínky, jejichž vliv je v nejbližším období lehce převažován aktuální výší kurzu a zahraničními faktory
(3M PRIBOR, v procentních bodech)



II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada na svém únorovém zasedání vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. V průběhu zpracování prognózy byly identifikovány dvě nejistoty, se kterými se následně ztotožnila i bankovní rada. První z nich souvisí se silou aktuálních i budoucích domácích inflačních tlaků v podmínkách zvýšené mzdové dynamiky při současně zrychleném růstu efektivity práce. Druhá nejistota se týká vývoje měnového kurzu a je popsána citlivostním scénářem. Výhledy ostatních subjektů očekávají v ročním horizontu slabší kurz než prognóza ČNB při vyšší úrovni úrokových sazeb a lehce vyšším inflačním výhledu.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Síla domácích fundamentálních inflačních tlaků představuje nejistotu prognózy. Ta je spojena s rostoucím napětím na trhu práce a na něj navazujícím vývojem nominálních mezd, jejichž aktuálně vysoká dynamika by se mohla udržet delší dobu oproti prognóze. Současně není zřejmé, jak silně ovlivní aktuální výrazný růst soukromých investic efektivitu práce. Ta tlumí a bude tlumit výrazné proinflační působení domácí ekonomiky, avšak není jisté, v jakém rozsahu. Obdobný typ nejistoty byl, v jejím proinflačním směru, ošetřen citlivostním scénářem ve Zprávě o inflaci IV/2017.

Obecnou nejistotou prognózy, zachycenou standardním citlivostním scénářem, je vývoj měnového kurzu. S obnovením zveřejňování prognózy kurzu se standardní součástí Zprávy o inflaci opětovně stává i tento symetrický citlivostní scénář. Ten předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyv nominálního kurzu o ± 3 % při stejných úrokových sazbách v tomto čtvrtletí jako v prognóze. Hodnota kurzu tak v něm je pro první čtvrtletí 2018 nastavena na 24,6 CZK/EUR, resp. 26,2 CZK/EUR, oproti 25,4 CZK/EUR v prognóze. Výsledky simulace ve variantě se slabším kurzem, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1. Varianta scénáře se silnějším nominálním kurzem má stejné výsledky, jen s opačným znaménkem.

V citlivostním scénáři vede dočasně slabší měnový kurz k vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze. Měnová politika tak reaguje na skutečnost, že slabší kurz urychluje růst dovozních cen a vyvolává vyšší inflační tlaky. Dalším efektem oslabení kurzu je navíc krátkodobé zlepšení cenové konkurenceschopnosti vývozců, což prostřednictvím vyššího čistého vývozu dočasně urychluje růst HDP oproti prognóze. Inflace se proto v ročním horizontu zvyšuje cca o 0,2 procentního bodu, tedy o méně než jednu desetinu původního oslabení měny. V reakci na zpřísnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP následně mírně zpomaluje pod úroveň predikce. Stabilizační působení měnové politiky tak ve výsledku vede k návratu inflace na prognózu.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Současně konstatovala, že existují

TAB. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Oslabení kurzu o 3 % v citlivostním scénáři vede k dočasně vyšší inflaci a zrychlení růstu HDP oproti prognóze, úrokové sazby jsou rovněž výše, a působí tak stabilizačně (odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	Růst HDP (v p. b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
I/18	0,0	0,0	0,2	0,8
II/18	0,1	0,3	0,2	0,3
III/18	0,1	0,4	0,2	0,1
IV/18	0,2	0,3	0,0	0,0
I/19	0,2	0,1	-0,2	0,0
II/19	0,1	0,0	-0,3	0,1
III/19	0,1	0,0	-0,2	0,1
IV/19	0,0	-0,1	-0,1	0,1

dvě obousměrné nejistoty prognózy. První z nich se týká síly aktuálních i budoucích domácích inflačních tlaků v podmínkách napjaté situace na trhu práce. Ta se projevuje zvýšenou mzdovou dynamikou, která může přetrvávat delší dobu, než očekává prognóza. Nákladové tlaky jsou přitom současně zmírňovány zvýšenou produktivitou práce, v níž se pozitivně projevuje urychlený růst soukromých investic. Ovšem míra tohoto vlivu je rovněž předmětem nejistoty. Druhá, obecná nejistota je spojena s vývojem měnového kurzu.

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 naopak nepatrně pod ní. Také inflační očekávání podnikových manažerů se v ročním horizontu pohybují v těsné blízkosti cíle (Tab. II.4.2).

Indikátor domácnostmi vnímané inflace se dále lehce zvýšil. To naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců pocitovaly nárůst cen, byť nepřilíživě silně (Graf II.4.1). Obdobné výše jako v současnosti tento ukazatel dosahoval naposledy v polovině roku 2008; od té doby se přitom pohyboval převážně v záporném pásmu. Indikátor očekávané inflace je dlouhodobě kladný, 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.

Analytici očekávají, že v letošním roce česká ekonomika vykáže růst přes 3 % (Tab. II.4.2). Ten by se měl podle analytiků nadále opírat o domácí i zahraniční poptávku. V příštím roce pak tempo růstu dále zvolní. V případě nominálních mezd se letos očekává přibližně 7% nárůst, v příštím roce by mzdová dynamika měla ztlačit. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny k hladině 25 CZK/EUR, resp. lehce pod ni.¹⁵ Před únorovým zasedáním bankovní rady výrazná většina analytiků ze šetření IOFT očekávala, že na tomto zasedání ČNB zvýší základní úrokové sazby o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činí 1,3 %.

V porovnání s ČNB očekávají analytici mírně pomalejší růst HDP v letošním roce při lehce vyšší inflaci v ročním výhledu. Mzdová očekávání analytiků se ve srovnání s ČNB pohybují níže. 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 faktor překoupenosti trhu silněji než predikce ČNB.

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 analytiků letos zpomalí

(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

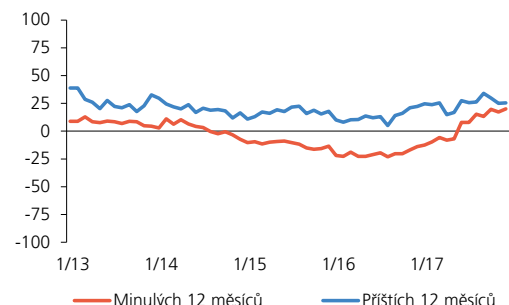
	9/17	10/17	11/17	12/17	1/18
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	1,9	2,0	1,9
Reálný HDP v roce 2017	4,1	4,2	4,4	4,5	
Reálný HDP v roce 2018	3,1	3,1	3,2	3,2	3,4
Nominální mzdy v roce 2017	6,5	6,6	6,7	6,7	
Nominální mzdy v roce 2018	5,9	6,2	6,7	7,0	7,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,4	25,2	24,9	24,9	24,8
2T repo (v %)	0,87	1,08	1,19	1,27	1,32
1R PRIBOR (v %)	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,0			2,1	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5			2,6	
CF:					
Reálný HDP v roce 2017	4,0	4,2	4,2	4,4	
Reálný HDP v roce 2018	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
Nominální mzdy v roce 2017	6,3	6,8	6,9	7,0	
Nominální mzdy v roce 2018	5,8	6,4	6,6	6,9	6,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,7	25,5	25,4	25,0	25,0
3M PRIBOR (v %)	1,0	1,1	1,3	1,3	1,4

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátory vnímané i očekávané inflace jsou mírně kladné

(saldo odpovědí, pramen: European Commission Business and Consumer Survey)

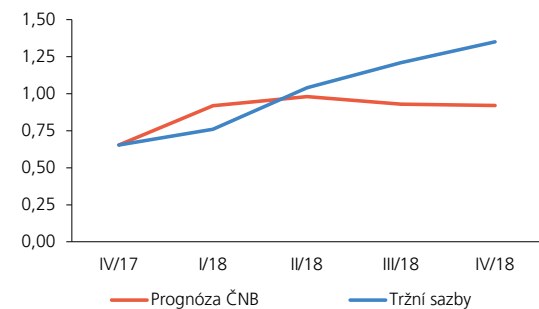


¹⁵ Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 24,0–25,3 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,5–25,5 CZK/EUR.

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je rostoucí, v horizontu jednoho roku leží nad sazbami z prognózy ČNB (v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro IV/17 a I/18 3M PRIBOR, pro II/18 až IV/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 19. lednu 2018.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich plynulý růst v ročním horizontu. Také s prognózou ČNB je konzistentní další nárůst tržních úrokových sazeb. Ten je ale výrazný zejména v příštím roce, kdy se sazby začnou přibližovat ke své dlouhodobé neutrální úrovni. V horizontu jednoho roku je tak tržní výhled nad úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2017 dosáhla v průměru 2,6 %. Setrvala tak v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. Oproti prognóze z léta 2016, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, bylo v roce 2017 působení domácí ekonomiky více proinflační. To spolu s jednorázovými cenovými vlivy vedlo k dřívějšímu než očekávanému nárůstu inflace nad 2% cíl. S výhodou zpětného pohledu a s ohledem na strategii opuštění kurzového závazku lze nicméně hodnotit měnovou politiku ČNB v minulém období jako přiměřenou. Jádřová inflace v závěru loňského roku výrazně zpomalila, mimo jiné v důsledku odeznění vlivu EET z prosince 2016. Plošně a rychle nadále rostly ceny potravin v návaznosti na pokračující růst cen zemědělských výrobců v živočišné i rostlinné výrobě. Regulované ceny v souhrnu zhruba stagnovaly. Posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru přineslo utlumenou dynamiku cen pohonných hmot i přes nárůst světových cen ropy. V souvislosti s posílením kurzu koruny vůči euru došlo k prohloubení poklesu dovozních cen, které bylo navíc podpořeno zpomalením růstu cen zahraničních výrobců. Odeznění růstu korunové ceny ropy se následně projevilo i v utlumené dynamice cen domácích průmyslových výrobců. Proinflační působení domácí ekonomiky vedlo ke zrychlení růstu cen stavebních prací i služeb pro podnikatelskou sféru.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2017 nacházela nad cílem i mírně nad prognózou ze Zol III/2016 (Graf III.1.1).¹⁶ 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 inflace, která měla na horizontu měnové politiky přesáhnout 2% cíl a poté se k němu navracet shora. Rostoucí ekonomická aktivita a mzdy měly nadále působit na zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň mělo postupně odeznívat tehdejší protiinflační působení dovozních cen vyvolané poklesem cen průmyslových výrobců v eurozóně.

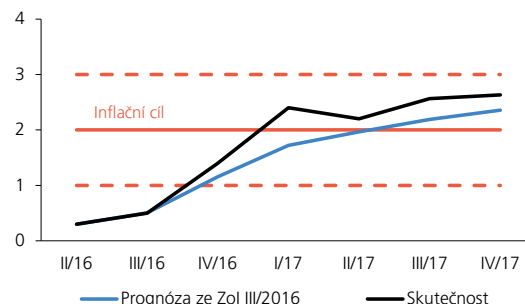
Celková inflace se ve skutečnosti pohybovala mírně nad prognózou v celém hodnoceném období. Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 dosáhl tento rozdíl 0,2 procentního bodu (Tab. III.1.1). Tato mírně kladná

16 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 čtvrtém čtvrtletí 2017 je přitom nutné zkoumat období od jara 2016 do poloviny roku 2017, které zohledňuje různou 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 III/2016 s následným vývojem.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2017 nacházela nad 2% cílem ČNB i mírně nad prognózou ze Zol III/2016
(meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

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

	Prognóza Zol III/2016	Skutečnost 4. čtvrtletí 2017	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,4	2,6	0,2
z toho:			
regulované ceny	1,7	0,3	-0,2
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,0	0,0	0,0
jádřová inflace ^{b)}	1,9	2,5	0,2
ceny potravin ^{b)}	3,2	4,4	0,3
ceny pohonných hmot ^{b)}	5,5	2,6	-0,1

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

Růst průmyslových výrobních cen v eurozóně oživil oproti prognóze výrazněji, stejně jako zahraniční ekonomická aktivita

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak, p – předpoklad, s – skutečnost)

		III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,2	2,0	1,7	1,7	1,8	1,9
	s	1,9	2,0	2,3	2,5	2,9	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-2,9	-1,4	0,8	1,4	1,6	1,9
	s	-2,3	0,0	3,6	3,1	2,6	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,10	1,09	1,09	1,09	1,08	1,08
	s	1,12	1,08	1,06	1,10	1,18	1,18
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	47,2	48,8	50,1	51,3	52,2	53,0
	s	47,0	51,1	54,6	50,8	52,2	61,5

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol III/2016

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Vývoj domácího HDP i nominálních mezd v roce 2017 převyšoval prognózu, a působil tak směrem k vyšší inflaci

(p – prognóza, s – skutečnost)

		III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	0,5	1,2	1,7	2,0	2,2	2,4
	s	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6	2,6
3M PRIBOR (v %)	p	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,3
	s	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7
Kurz CZK/EUR ^{a)} (úroveň)	p	27,0	27,0	27,0	27,0	26,3	26,0
	s	27,0	27,0	27,0	26,5	26,1	25,7
Reálný HDP ^{b)} (mzr. změny v %)	p	2,0	2,5	2,9	3,3	3,0	2,7
	s	1,8	1,8	3,0	4,7	5,0	-
Nominální mzdy ^{c)} (mzr. změny v %)	p	4,6	4,9	5,1	5,2	5,1	4,9
	s	3,9	3,1	5,4	7,7	6,8	-

a) Prognóza předpokládala setrvání kurzu na hladině 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017.

b) sezonně očištěno

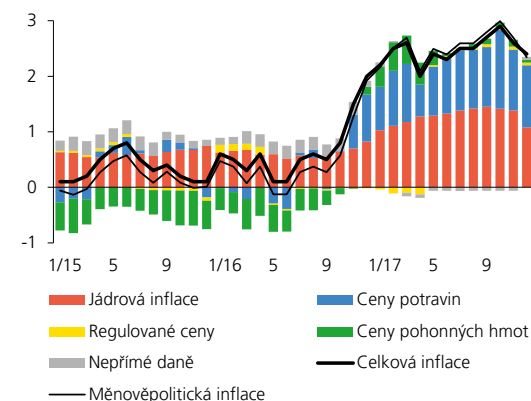
c) v tržních odvětvích

GRAF III.1.2

STRUKTURA INFLACE

Růst spotřebitelských cen v závěru roku 2017 zvolnil, za čímž stál především pokles jádrové inflace

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

odchylka skutečnosti od predikce vyplývala především z vyšší jádrové inflace a z cen potravin. V opačném směru působil utlumenější vývoj regulovaných cen a cen pohonných hmot.

Vnější ekonomické faktory působily směrem k většímu posílení koruny a lehce nižším domácím sazbám oproti prognóze.

Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí, jejichž dynamika od konce 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 od počátku minulého roku rovněž směrem vzhůru. Předpoklad stabilizace zahraničních úrokových sazeb v mírně záporných hodnotách¹⁷ se naplnil. V souhrnu vývoj v zahraničí působil na tuzemskou inflaci zhruba neutrálně, z hlediska měnových podmínek však měl vliv ve směru většího posílení koruny a lehce nižších domácích úrokových sazeb.

Domácí ekonomická aktivita přispívala v roce 2017 k vyšší inflaci ve srovnání s prognózou. V uvedeném roce byla zaznamenána robustnější dynamika spotřeby domácností i nominálních mezd. To souviselo s tím, že situace na trhu práce byla ve srovnání s predikcí napjatější.

Oproti předpokladu prognózy ze Zol III/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 postupně posilovala. Tržní úrokové sazby zůstaly zpočátku stabilní, reagovaly až na zvýšení základních sazeb ČNB v srpnu a listopadu 2017 (Tab. III.1.3). Ve srovnání s prognózou tak došlo k dřívějšímu zpřísňování kurzové složky měnových podmínek a naopak k pozvolnější neutralizaci složky úrokové.

V souhrnu lze hodnotit měnovou politiku ČNB v období od dubna 2016 do června 2017 jako přiměřenou. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejich rizik. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že od konce roku 2016 se začaly projevovat proinflační faktory, které nebyly minulými prognózami předvídané. Jednalo se především o výraznější zrychlení ekonomického růstu spojené s více napjatou situací na trhu práce, ale také o jednorázové faktory (dopady zavedení EET, zvýšení váhy cen nových nemovitostí v rámci tzv. imputovaného nájemného v indexu CPI). Inflace se tak od začátku roku 2017 nachází nad 2% cílem ČNB. Jde nicméně o pohyb v rámci tolerančního pásma. Mírné přestřelení inflačního cíle, přispívající k robustnosti jeho plnění do budoucna, bylo přitom vědomou součástí strategie opuštění kurzového závazku.

17 Pozorované tržní hodnoty sazby 3M EURIBOR plně neodrážejí zavedení nekonvenčních opatření ECB. Tato opatření jsou v prognóze zachycena prostřednictvím stínových sazeb, které se pohybovaly výrazněji v záporných hodnotách.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Meziroční růst spotřebitelských cen kulminoval v říjnu 2017 těsně pod 3% hranicí, poté postupně zvolňoval až na 2,4 % v prosinci. Růst spotřebitelských cen byl ovlivněn především vývojem jádrové inflace a růstem cen potravin (Graf III.1.2). Dynamika domácích cen pohonných hmot byla i přes rychlý růst cen ropy na světových trzích utlumená vlivem posilujícího kurzu CZK/USD. Měnověpolitická inflace ležela v říjnu a listopadu o 0,1 procentního bodu nad celkovou inflací, v prosinci se naopak posunula lehce pod ni.¹⁸

Jádrová inflace v závěru loňského roku zřetelně poklesla v důsledku odeznění jednorázových vlivů z prosince 2016 (Graf III.1.3). Toto zpomalení odráželo zejména vývoj cen neobchodovatelných statků, jejichž dynamika se snížila z úrovně kolem 4 % až na 3,1 % v prosinci. K nejvýraznějšímu zpomalení meziročního růstu došlo u cen v restauracích a kavárnách, kde odezněl vliv jejich skokového zvýšení ze závěrů předchozího roku souvisejícího se zavedením EET. Zvolnil také růst imputovaného nájemného a cen rekreačních a kulturních služeb. U ostatních neobchodovatelných statků zůstal meziroční cenový růst zhruba na předchozích úrovních. Růst cen obchodovatelných statků se v průběhu čtvrtého čtvrtletí rovněž snižoval, ovšem z výrazně nižší úrovně a pozvolněji než u neobchodovatelných statků. To bylo odrazem postupného promítání silnějšího měnového kurzu do cen v tomto segmentu spotřebního koše, které lehce převažovalo nad vlivem zesilujícího proinflačního působení domácí ekonomiky.

Ceny potravin se ve čtvrtém čtvrtletí rychle a téměř plošně zvyšovaly, přičemž jejich růst v říjnu kulminoval na 5 % (Graf III.1.4). K nejvýraznějšímu nárůstu cen došlo u mléčných výrobků, vajec, olejů a tuků. Mírnější meziroční růst pak vykázaly ceny dalších potravin, konkrétně pečárenských výrobků, masa a ovoce. Růst cen tabákových výrobků se v závěru loňského roku udržoval na hodnotách kolem 1,5 %. Jedinou skupinou, která vykázala pokles cen, bylo pivo (Graf III.1.5).

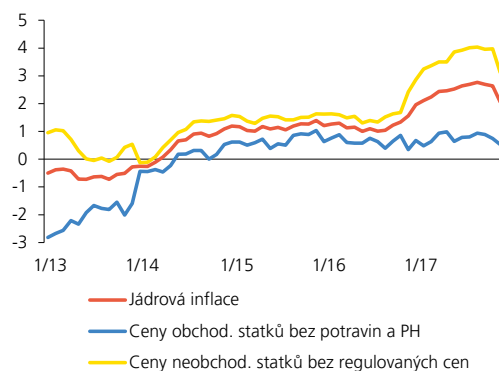
Regulované ceny v souhrnu nepatrně rostly, jednotlivé složky se však nadále vyvíjely různorodě. Jejich celkově nízká dynamika (Graf III.1.4) byla ovlivněna poklesy cen tepla a plynu pro domácnosti, mírně klesaly rovněž ceny za odvoz odpadu. Utlumený růst vykázaly ceny elektřiny, vodného a stočného a ceny v dopravě. Nejrychlejší růst v rámci regulovaných cen zaznamenaly ceny ve zdravotnictví, které se zvýšily o 4,5 %. V důsledku přetrvávajícího rychlého zvyšování cen potravin postupně zrychlovala také dynamika cen školního stravování.

¹⁸ Do listopadu v meziroční inflaci přetrvával vliv poklesu DPH pro restaurace a stravovací zařízení, ke kterému došlo v prosinci 2016. Aktuálně působí již jen zvýšení spotřební daně na cigarety a tabák od ledna 2017, které je pouze v malé míře kompenzováno poklesem DPH u novin a časopisů s platností od března 2017.

GRAF III.1.3

JÁDROVÁ INFLACE

Jádrová inflace v závěru roku 2017 klesla především vlivem zpomalení růstu cen neobchodovatelných statků (meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

Ceny pohonných hmot a regulované ceny rostly jen nevýrazně, naopak dynamika cen potravin byla nadále vysoká (meziroční změny v %)

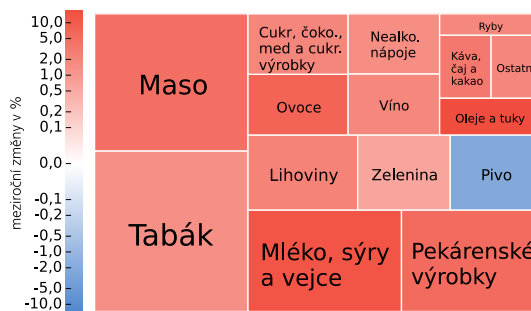


GRAF III.1.5

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

Ceny potravin převážně rostly

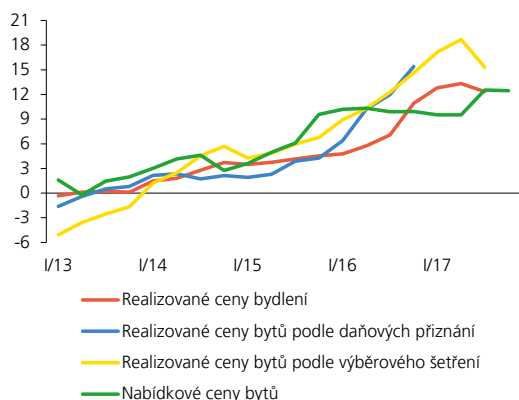
(plocha dlaždice – relativní váha ve spotřebním koši, barva dlaždice – meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

Růst realizovaných cen nemovitostí mírně zpomalil, nadále však zůstává zrychlený (meziroční změny v %)



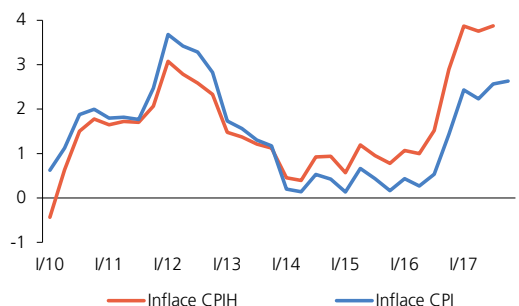
Přes rychlý růst dolarových cen ropy byla dynamika cen pohonných hmot umírněná vzhledem k posilujícímu kurzu koruny (Graf III.1.4). Ačkoli ceny ropy na světových trzích rostly ve čtvrtém čtvrtletí 2017 v průměru téměř o 21 %, růst cen pohonných hmot v České republice dosáhl pouze 2,6 %.

Růst realizovaných cen nemovitostí ve třetím čtvrtletí 2017 mírně zpomalil, přesto zůstává na vysoké úrovni. V jejich silné dynamice se nadále projevily rychlý ekonomický růst, pozitivní sentiment domácností a nízké úrokové sazby. Mírně tlumící vliv naopak zřejmě měla opatření makroobezřetnostní politiky. Dynamika realizovaných cen starších bytů se pohybovala lehce přes 15 % (Graf III.1.7).¹⁹ Růst realizovaných cen bydlení podle mezinárodně srovnatelného ukazatele (HPI) byl oproti tomu mírně nižší. Co se týče dynamiky nabídkových cen bytů, ta se ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku ještě dále zvýšila, přičemž dosáhla 12,5 %. Tento vývoj jde na vrub rychlému růstu nabídkových cen pražských bytů, který se vyšplhal téměř k 19 %, mimo jiné kvůli jejich omezené výstavbě v posledních letech. Naproti tomu růst nabídkových cen bytů v mimopražských regionech klesl pod 5 %.

GRAF III.1.7

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

Dynamika indexu CPIH ve třetím čtvrtletí 2017 zhruba stagnovala, stále se však pohybuje výrazně nad inflací dle CPI (meziroční změny v %)



Dynamika experimentálního indexu CPIH se ve třetím čtvrtletí 2017 nadále nacházela těsně pod 4 % (Graf III.1.7). Tento ukazatel, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků (a to s poměrně velkou vahou, viz BOX 1 v Zoi III/2017), tak předčil růst indexu spotřebitelských cen o více než 1 procentní bod.

III.1.3 Dovožní a produkční ceny

Pokles dovozních cen se dále prohloubil v důsledku posilování kurzu koruny a zvolnění růstu výrobních cen v eurozóně. K útlumu meziroční cenové dynamiky ve druhé polovině loňského roku došlo napříč všemi sledovanými skupinami. Nejvýznamněji k poklesu dovozních cen přispěl propad cen výrobků, a to zejména u strojů a dopravních prostředků a průmyslového spotřebního zboží. Spolu s tím došlo v důsledku nižšího meziročního růstu světových cen ropy v korunovém vyjádření k výraznému útlumu kladných příspěvků dovozních cen minerálních paliv z první poloviny minulého roku.

Klesající dovozní ceny vstupů se projevily i v útlumu dynamiky cen průmyslových výrobců. Podobně jako u dovozních cen k tomu v posledních měsících přispěly zejména snižující se ceny dopravních prostředků a slábnoucí dynamika cen v odvětvích spojených s energiemi a surovinami. Pomalejší růst cen ropy byl ve druhé polovině minulého roku doprovázen neměnnou meziroční dynamikou výrobních cen elektřiny a vody. Opačným směrem nadále působily ceny v odvětví zpracování kovů. Rostly též výrobní ceny potravin, což se návazně promítalo do zvyšování jejich spotřebitelských cen.

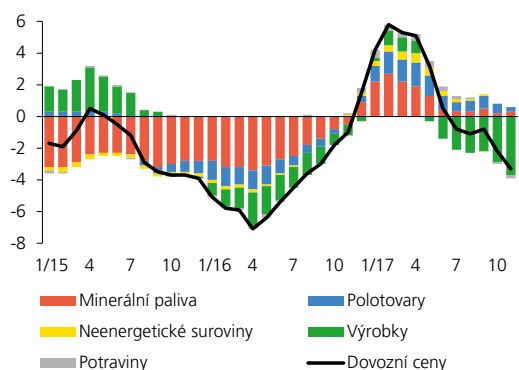
¹⁹ Pro rok 2016 ČSÚ výrazně revidoval předchozí odhady realizovaných cen bytů podle daňových přiznání směrem k rychlejšímu růstu.

GRAF III.1.8

DOVOZNÍ CENY

Dovozní ceny prohloubily svůj meziroční pokles, propadly se zejména ceny výrobků

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Potravin zahrnují také nápoje a tabák.

V členění podle užití rostly v posledním čtvrtletí minulého roku nejrychleji ceny meziproductů a zboží krátkodobé povahy. Naopak výrobky investiční a dlouhodobé povahy zaznamenaly v meziročním vyjádření cenový pokles.

Ceny zemědělských výrobců i přes mírné zpomalení nadále výrazně rostly. V roce 2017 na růst cen zemědělských výrobců působilo hned několik významných faktorů. Došlo k odeznění deflačních vlivů z minulých let, přičemž z mimořádně nízké úrovně výrazně vzrostly zejména ceny mléka a masa. U komodit rostlinného původu oživily ceny obilovin, zeleniny a ovoce. Na růst cen zemědělských výrobců působilo také oživení světové poptávky po agrárních komoditách a pokles světových zásob. Zpomalení jejich dynamiky v závěru roku 2017 tak bylo do značné míry dáno pouze statistickým efektem vyšší srovnávací základny.

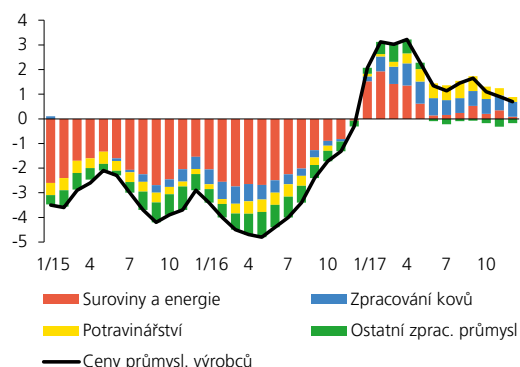
Růst cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru i cen stavebních prací koncem roku dále zrychloval (Graf III.1.11). Jak ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru, tak ceny stavebních prací v prosinci vzrostly meziročně o 1,9 %. Citelný cenový růst zaznamenaly zejména služby v oblasti zprostředkování zaměstnání, bezpečnostních agentur a také reklamy. Nadále naopak mírně klesaly ceny telekomunikačních služeb a služeb v oblasti pronájmu a operativního leasingu. V cenovém vývoji se projevovaly mzdovénákladové tlaky v prostředí zvyšující se poptávky. Růst cen stavebních prací, který nyní dosáhl nejvyšší hodnoty od dubna 2009, odrážel rovněž zvýšení cen materiálů spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.1.9

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Vývoj cen průmyslových výrobců byl ovlivněn zvolněním růstu cen energií a surovin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

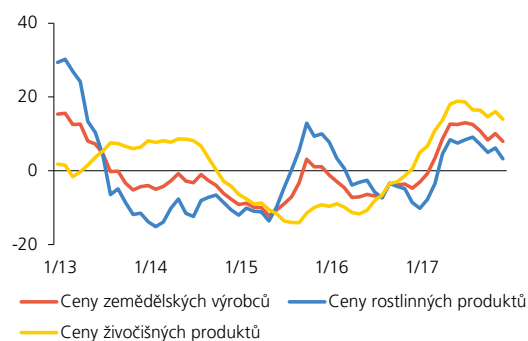


GRAF III.1.10

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Růst cen v rostlinné i živočišné výrobě zůstal i přes své zpomalení poměrně výrazný

(meziroční změny v %)

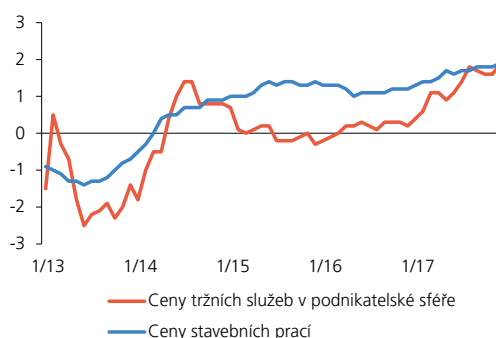


GRAF III.1.11

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Dynamika cen tržních služeb i cen stavebních prací ke konci roku dále zrychlila

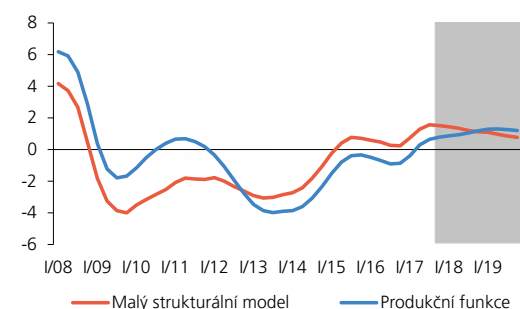
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

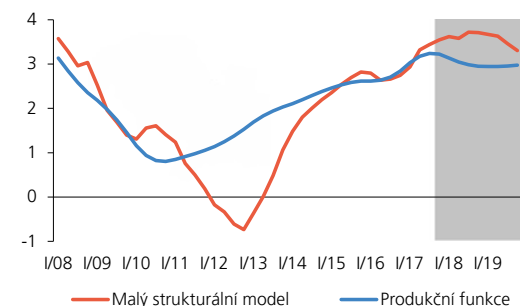
Mezera výstupu je aktuálně otevřená do kladných hodnot, nad nulou zůstává i na prognóze (v % potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

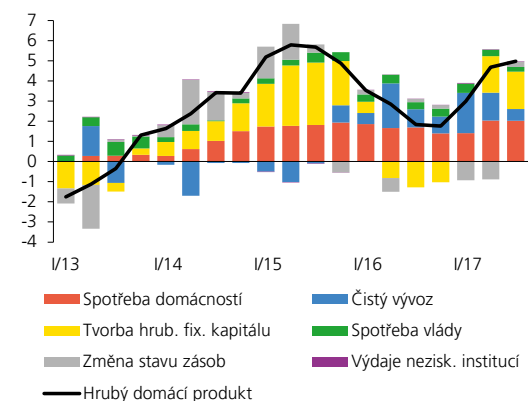
Růst potenciálního produktu se dle odhadu z malého strukturálního modelu pohybuje nad 3 % (meziroční změny v %)



GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2017 mírně zrychlil na 5 %, a to především vlivem odeznění poklesu tvorby zásob (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. Stabilním základem růstové dynamiky HDP zůstává spotřeba domácností, která odráží silný růst mezd i optimistická očekávání spotřebitelů. K růstu ekonomické aktivity významně přispívá také nárůst investic v soukromém sektoru. Dynamika vládních investic je naproti tomu stále utlumená. Rychlý růst dovozně náročných soukromých investic spolu s méně výrazným růstem vývozu vedl ke snížení kladného příspěvku čistého vývozu. Příznivý vývoj ekonomické aktivity lze sledovat ve většině odvětví. Na růstu hrubé přidané hodnoty se stále více podílí odvětví obchodu a sektor tržních služeb. Zpracovatelský průmysl pokračuje přes mírné zpomalení v robustním růstu. Pozitivní vývoj v podnikovém sektoru potvrzuje stále vysoká důvěra podnikatelů, ačkoli výrazný růst mezd zastavil zlepšování hospodářských výsledků nefinančních podniků. Silící bariéru růstu nadále představuje nedostatek zaměstnanců.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Mezera výstupu české ekonomiky je otevřená do kladných hodnot. Ve třetím 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 impuls vedl k dočasnému návratu ekonomiky shora na úroveň jejího potenciálu. Tento vliv však v minulém 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 robustní růst ekonomické aktivity spojený s jen umírněnými inflačními tlaky (Graf III.2.2). Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce došlo k výraznému zlepšení 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. V závěru prognózovaného období se bude růst potenciálního produktu nacházet poblíž 3 % úrovně.

III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Meziroční dynamika hrubého domácího produktu dosáhla ve třetím čtvrtletí loňského roku 5 % (Graf III.2.3). Růst ekonomické aktivity podporuje stabilně silná spotřeba domácností a stejně jako v předchozím čtvrtletí se vysoko držel také příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu. V rámci něj proti sobě působilo zrychlování tempa

soukromých investic a naopak zpomalování dynamiky investic vlády. Rychlý růst dovozně náročných soukromých investic přitom spolu s nižším růstem vývozu vedly k nižšímu příspěvku čistého vývozu. Opačným směrem působil v rámci struktury HDP přechod záporného příspěvku změny stavu zásob do mírně kladných hodnot.

Spotřeba domácností nadále svižně rostla ve všech segmentech.

Na zvyšování reálné spotřeby domácností se podílely především výdaje na krátkodobou spotřebu a služby. V růstu však pokračovaly také výdaje na střednědobou a dlouhodobou spotřebu.

Růst spotřeby domácností odrážel růst hrubého disponibilního důchodu v prostředí nízkých úrokových sazeb. Významné zrychlení hrubého disponibilního důchodu bylo dáno vyšší dynamikou příjmů z podnikání a méně záporným příspěvkem daní, což převážilo mírně nižší příspěvek důchodů z vlastnictví. Nadále platí, že hlavním zdrojem růstu hrubého disponibilního důchodu zůstává robustně se zvyšující objem mezd a platů (Graf III.2.4).

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). Očekávání vývoje nezaměstnanosti zůstává neutrální. S narůstajícím objemem příjmů domácnosti sice deklarují zvýšenou ochotu spořit, nicméně míra úspor zatím meziročně klesá. O přetrvávajícím optimismu spotřebitelů svědčí pokračující silný růst maloobchodních tržeb, a to jak v segmentu potravinářského, tak nepotravinářského zboží.

Růst reálné spotřeby vlády zpomalil, vládní investice zhruba stagnovaly. Zpomalení růstu reálné vládní spotřeby bylo způsobeno především silnou dynamikou deflátoru, která odrážela zrychlený růst mezd ve vládním sektoru. Vládní investice se meziročně prakticky nezměnily, a nenavázaly tak na obnovení svého růstu ze druhého čtvrtletí 2017. Stále tak platí, že objem vládních investic financovaných z fondů EU zůstává utlumený a náběh čerpání prostředků z nové finanční perspektivy je zatím velmi pozvolný.

Za růstem soukromých investic stály v dominantní míře investice nefinančních podniků (Graf III.2.6). Z pohledu věcného členění zrychlily zejména investice 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. Poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy přitom naznačují stále solidní růst soukromých investic v nejbližších čtvrtletích.

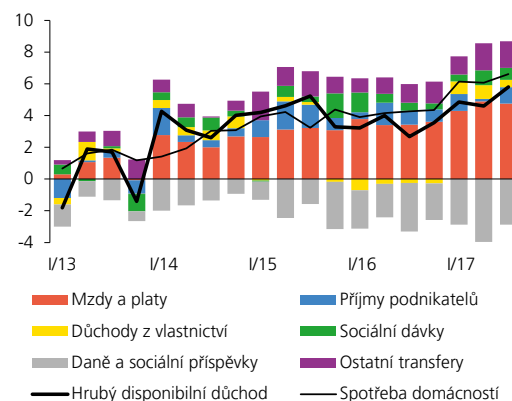
Pokračoval také růst investic domácností, z nichž velkou část tvoří investice do nemovitostí. Nabídka nových bytů přitom zůstává omezená, což při silné dynamice úvěrů na bydlení vede k tlaku na růst cen nemovitostí. V posledních čtvrtletích již nicméně dochází ke zvyšování

GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Zrychlený růst disponibilního důchodu souvisel především s obnovenou dynamikou příjmu podnikatelů a méně záporným příspěvkem placených daní

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



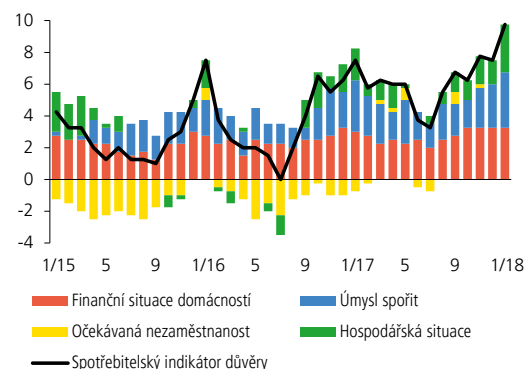
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

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 odpovědní vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



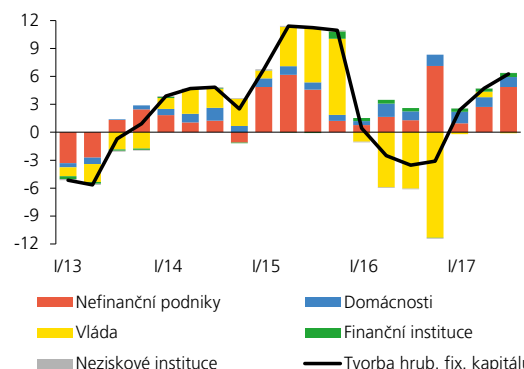
Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Růst investic byl tažen nefinančními podniky, příspěvek vládních investic byl zanedbatelný

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

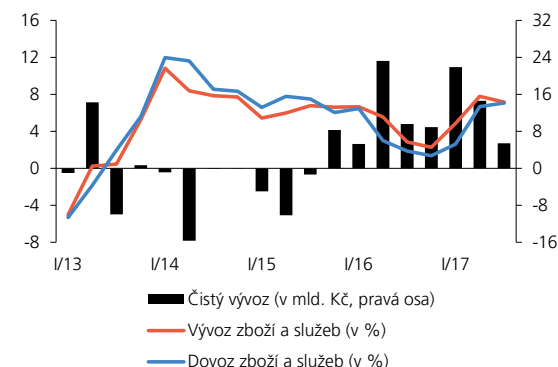


GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

Růst čistého vývozu zpomalil, přičemž dynamika dovozu po dlouhé době dohnala tempo růstu vývozu

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

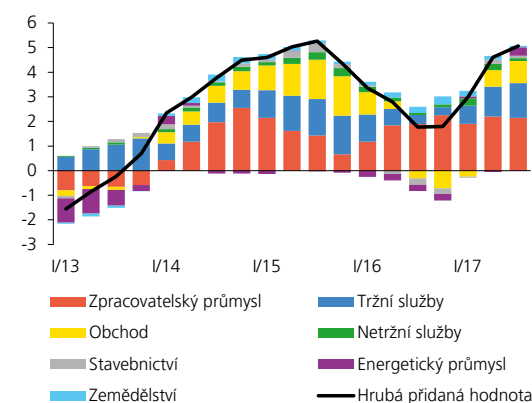


GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Na zrychlení růstu HPH se ve třetím čtvrtletí 2017 podílely obchod, tržní služby a energetický průmysl

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



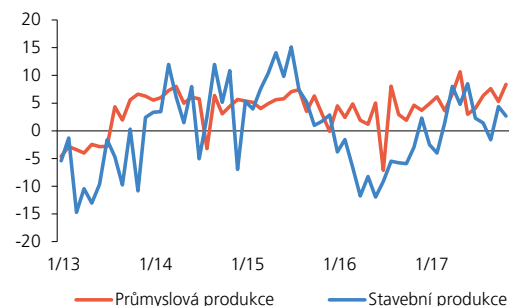
Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Růst průmyslové i stavební produkce ve třetím čtvrtletí zpomalil, podle posledních dat však pouze dočasně

(meziroční změny v %)



počtu zahájených bytů, což by mělo podporovat růst investic domácností do budoucna.

Investice do zásob přešly ve třetím čtvrtletí z předchozího poklesu do meziročního růstu. Zrychlila zejména tvorba zásob zboží a výrobků, nižší příspěvek naopak zaznamenaly zásoby nedokončené výroby. Zásoba materiálu roste setrvalým tempem. K tvorbě zásob nadále silně přispívaly především velké podniky zpracovatelského průmyslu.

Zatímco vývoz zpomalil, dynamika dovozu se zvýšila a kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se snížil (Graf III.2.7). Ke zpomalení meziročního růstu vývozu došlo i přes mírně rychlejší růst zahraniční ekonomické aktivity. Oproti první polovině loňského roku byla dynamika vývozu nižší především v automobilovém průmyslu. Mírnější tempo růstu vývozu ve třetím čtvrtletí přitom může být ovlivněno nepravidelnostmi ve výrobě v letních měsících. Rostoucí poptávka po statických investiční povahy včetně zásob vedla zároveň k urychlení tempa dovozu. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se ve výsledku významně snížil.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Růst hrubé přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí 2017 dále mírně zesílil, za čímž stál především sektor služeb (Graf III.2.8). Jeho souhrnný příspěvek předčil doposud dominantní příspěvek zpracovatelského průmyslu. Hlavní zásluhu na tom měl nárůst v odvětví obchodu a tržních službách. Na zrychlení růstu hrubé přidané hodnoty se podílel také energetický průmysl. Ostatní příspěvky včetně zpracovatelského průmyslu nepatrně poklesly. Celkově zůstává růst hrubé přidané hodnoty vysoký a plošný, což dokládá, že se firmám v České republice daří napříč všemi sektory.

Významný růst tržeb zaznamenalo zejména odvětví dopravy a skladování a sektor informačních a komunikačních činností. Silně rostly rovněž tržby v administrativních a podpůrných činnostech, a to především v důsledku rychlého zvyšování tržeb cestovních kanceláří a pracovních agentur. Na rozdíl od první poloviny roku 2017 se zmínil výrazný růst tržeb v odvětví ubytování, stravování a pohostinství.

Dynamika průmyslové produkce zvolnila jen dočasně, a to vlivem zpomalení růstu ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.2.9). Ten tak zaostal za nadprůměrnými výsledky z druhého čtvrtletí, přičemž nižší nárůst produkce vykazala většina zpracovatelských odvětví. Výrazný meziroční nárůst produkce zaznamenal naopak energetický průmysl. Produkce i nadále klesala v odvětví těžby a dobývání. Poslední dostupná data za říjen a listopad indikují pokračující silný růst hodnoty průmyslových zakázek, na který navazuje postupně zrychlující růst produkce.

Nedostatek zaměstnanců je i nadále nejvýznamnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků. Podle lednových výsledků konjunkturálního průzkumu ČSÚ se význam tohoto omezení

dále zvýšil (Graf III.2.10). Významným omezením nicméně zůstává také nedostatečná poptávka. Podíl podniků, které se potýkají s nedostatkem materiálu, začátkem letošního roku poklesl. Využití výrobních kapacit v průmyslu mírně vzrostlo a přesáhlo 85 %.

Obdobně jako v průmyslu byl útlum růstu ve třetím čtvrtletí pouze dočasný i ve stavební produkci (Graf III.2.9). Nejvíce se tento vývoj projevil v pozemním stavitelství, jehož dynamika v průběhu srpna a září zvolnila, od října však opětovně vzrostla. Říjnová a listopadová data navíc ukazují také na obnovení růstu produkce v inženýrském stavitelství. Na zrychlení ve stavební produkci ukazuje i nárůst počtu vydaných stavebních povolení a výrazné zvýšení jejich orientační hodnoty.

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

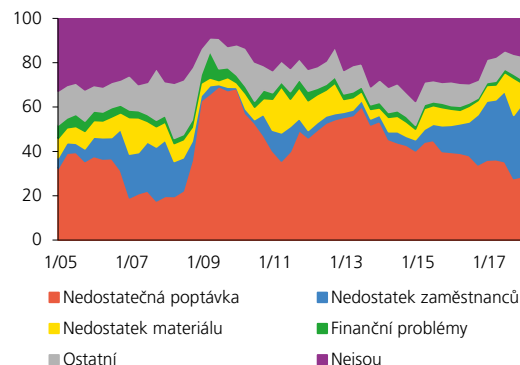
Růst výkonů podniků mírně zpomalil, což při vysoké dynamice mzdových nákladů vedlo k poklesu hrubého provozního přebytku. Ten se ve třetím čtvrtletí loňského roku meziročně prohloubil na -2,6 % (Graf III.2.12). Růst výkonů nefinančních podniků ve druhém i třetím čtvrtletí zaostal za výsledky z počátku roku, a to především ve zpracovatelském průmyslu. Rostoucí ceny vstupů v důsledku meziročně vyšších cen energetických a neenergetických komodit vedly k růstu materiálové náročnosti výkonů. Spolu se zpomalením výkonů tak přispívaly k postupnému oslabování meziroční dynamiky účetní přidané hodnoty.

GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Hlavní bariérou průmyslové produkce je podle posledního šetření nedostatek zaměstnanců

(v %)

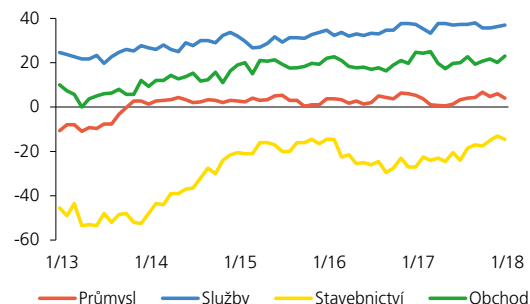


GRAF III.2.11

SALDA PODNIKATELSKÉ DŮVĚRY

Podnikatelská důvěra zůstává s výjimkou stavebnictví pozitivní

(saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)

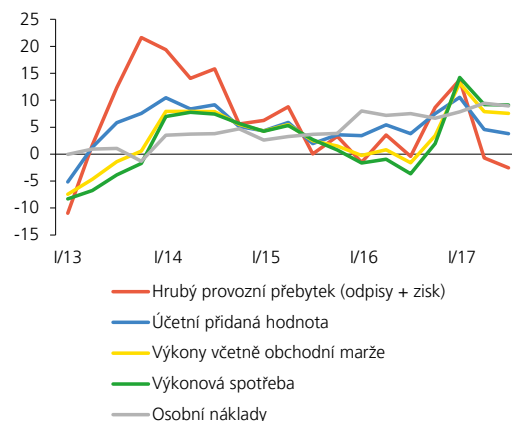


GRAF III.2.12

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Vlivem lehce zpomalujícího růstu výkonů při stále výrazné dynamice mzdových nákladů se pokles hrubého provozního přebytku prohloubil

(meziroční změny v %)

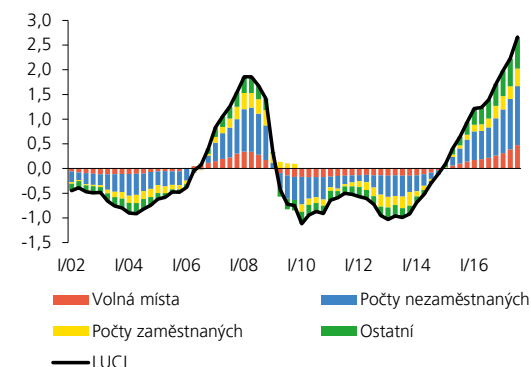


GRAF III.3.1

LUCI – SOUHRNNÝ INDIKÁTOR TRHU PRÁCE

Současné napětí na trhu práce překonává vrchol předchozího cyklu

(směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru)



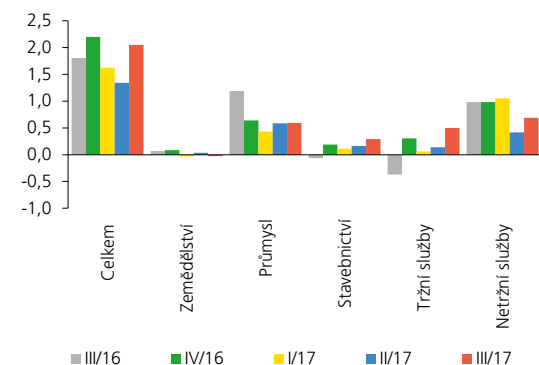
Poznámka: Příspěvky jsou výsledkem agregace příspěvků jednotlivých časových řad v rámci daných skupin.

GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

K nárůstu zaměstnanosti přispěly v obdobné míře netržní služby, průmysl i tržní služby

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, pramen: VŠPS)

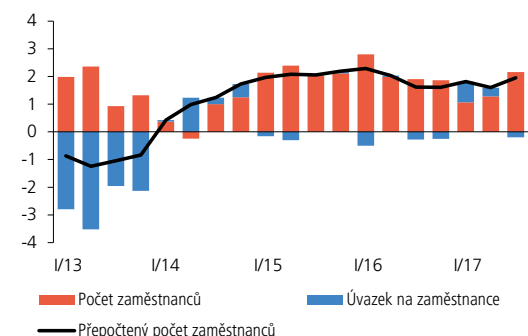


GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Zvyšování počtu zaměstnanců bylo doprovázeno mírným snížením průměrné délky úvazku

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.3 TRH PRÁCE

Celkově napjatou situaci dokumentuje souhrnný indikátor trhu práce, který se zvýšil dále nad vrchol minulého cyklu. Pokračující ekonomický růst vedl ve třetím čtvrtletí 2017 k dalšímu výraznému zvýšení zaměstnanosti a prohloubení historického minima míry nezaměstnanosti. Podniky zaplňují volná pracovní místa stále obtížněji. Zvyšování pracovní síly totiž není z pohledu poptávky po práci dostatečné. Tlak na růst mezd je podporován také nárůstem minimální mzdy v posledních letech. Dynamika průměrné mzdy v tržních odvětvích se i přes dílčí zpomalení pohybovala poblíž 7% úrovně. Obdobně se vyvíjely rovněž mzdy v netržních odvětvích. Růst národohospodářské produktivity práce ve třetím čtvrtletí loňského roku mírně zesílil, dynamika nominálních jednotkových mzdových nákladů zvolnila.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Rychle rostoucí ekonomická aktivita tlačí na zvyšování zaměstnanosti a dále posiluje napětí na trhu práce (Graf III.3.1). Přes pocítovaný nedostatek volné pracovní síly zůstal růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2017 výrazný (2 %; Graf III.3.2). Podílelo se na něm přitom zejména zvyšování počtu zaměstnanců. Z pohledu věkové struktury k nárůstu zaměstnanosti zhruba z poloviny přispěla věková skupina 45–59 let, ve které byla rostoucí zaměstnanost přibližně z jedné třetiny spojena s poklesem počtu nezaměstnaných.

Ke zvyšování zaměstnanosti přispěly nejvíce netržní služby (Graf III.3.2). V nich byl rostoucí počet osob zaměstnán především ve zdravotnictví. Jen slabě nižší ve srovnání s netržními službami byl příspěvek průmyslu a tržních služeb. Zatímco v průmyslu se nárůst zaměstnanosti tradičně koncentroval do zpracovatelského průmyslu, v tržních službách k němu přispělo jak odvětví dopravy a skladování, tak i profesní vědecké a technické činnosti. Na druhou stranu pokračoval pokles počtu zaměstnaných v obchodu a rovněž v ubytování a stravování. Kladně k růstu zaměstnanosti přispělo i stavebnictví.

Přepočtený počet zaměstnanců se vlivem silného růstu počtu zaměstnanců dále výrazně zvyšoval.²⁰ Na rozdíl od první poloviny loňského roku byl ve třetím čtvrtletí růst počtu zaměstnanců tlumen mírně se snižujícím průměrným úvazkem (Graf III.3.3). Ten odrážel výrazný podíl kratších úvazků na zvyšování zaměstnanosti. Zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců bylo z hlediska jednotlivých odvětví ekonomiky poměrně plošné. Vzhledem ke své váze k němu nejvýrazněji přispěl zpracovatelský průmysl.

Snižování počtu nezaměstnaných posunulo již poněkolkáté v řadě historické minimum obecné míry nezaměstnanosti (Graf III.3.4).

²⁰ I přes dlouhou dobu trvající silný meziroční růst se však přepočtený počet zaměstnanců pohybuje pod svou úrovní z počátku roku 2008.

Česká míra nezaměstnanosti dosáhla v listopadu 2,5 %, a zůstává tak nadále nejnižší ze všech zemí EU. Za tímto vývojem stojí zejména pokračující pokles počtu dlouhodobě nezaměstnaných. Silné napětí na trhu práce je částečně tlumeno mírně se zvyšujícím počtem ekonomicky aktivních obyvatel, což posunulo míru ekonomické aktivity od srpna nad 76 %. Dle informací z Úřadu práce se podíl nezaměstnaných osob v listopadu snížil na 3,6 % a na této hodnotě setrval i v prosinci. To odráželo téměř zastavení poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání v závěru loňského roku při pokračujícím mírném poklesu populace ve věkové skupině 15–64 let.

Počet volných pracovních míst ve čtvrtém čtvrtletí strmě rostl, zatímco snižování počtu nezaměstnaných se takřka zastavilo. Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce dosáhl v prosinci více než 230 tisíc (po sezonním očištění), z čehož výraznou část nabízelo odvětví zpracovatelského průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance byl také v odvětví obchodu a stavebnictví. Solidní růst ekonomiky zároveň vedl ke znatelnému meziročnímu poklesu počtu registrovaných nezaměstnaných, a to zejména ve skupině dlouhodobě nezaměstnaných. Jejich počet v prosinci meziročně poklesl zhruba o 50 tisíc na necelých 100 tisíc osob. Snižování počtu nezaměstnaných se však koncem minulého roku téměř zastavilo. 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 ve výrazném mzdovém růstu, který přispěl k udržení zřetelně kladné jádrové inflace i po odeznění jednorázových faktorů (např. zavedení EET).

III.3.2 Mzdy a produktivita

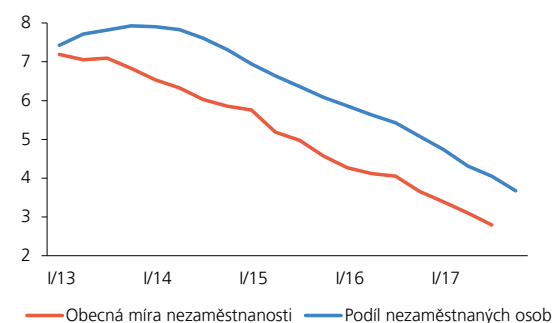
I přes dílčí zpomalení zůstal ve třetím čtvrtletí růst průměrné mzdy v důsledku silného napětí na trhu práce vysoký. Výrazný růst výdělků přitom zaznamenala tržní i netržní odvětví. V tržních odvětvích se nominální mzdy meziročně zvýšily o 6,8 %. Nadprůměrně se zvyšovaly mzdy v odvětví průmyslu, obchodu, dopravy a skladování a ve zdravotnictví. Relativně nejvíce narostly mzdy v ubytování a stravování, což souviselo s navýšením minimální mzdy z 9 900 Kč na 11 000 Kč od počátku roku 2017. Dynamika mezd v netržních odvětvích zůstala na podobné úrovni jako ve druhém čtvrtletí a dosáhla 6,7 %. Tento vývoj byl dán více než 9% růstem platů v kultuře, rovněž ve veřejné správě a obraně mzdová dynamika překonala 8 %. Naopak ve vzdělávání se stejně jako v předchozích čtvrtletích nárůst výdělků pohyboval okolo 5 %. Co se týče posledního čtvrtletí loňského roku, nová měsíční data z průmyslu naznačují, že by měl růst průměrné nominální mzdy znovu zrychlit.

GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob překonávají svá historická minima

(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)

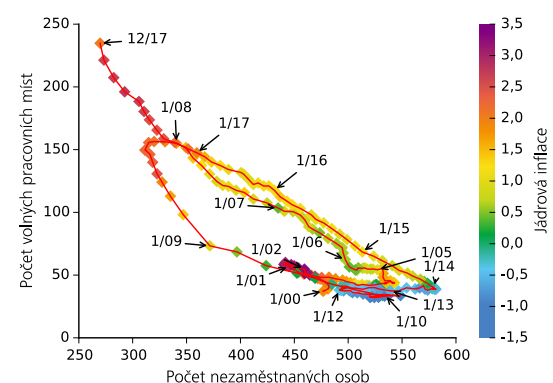


GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘÍVKKA

Pokles počtu nezaměstnaných postupně zvolnil, počet volných pracovních míst dosáhl rekordně vysokých hodnot

(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)

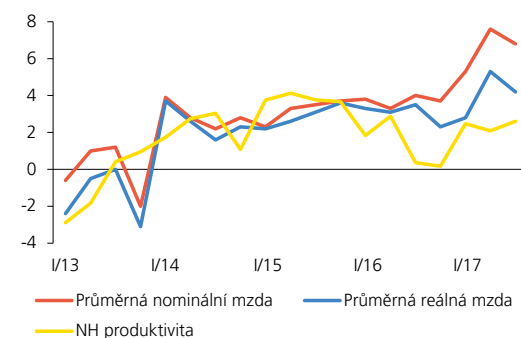


GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Produktivita práce rostla oproti mzdám znatelně pomaleji, její dynamika byla v roce 2017 zhruba stabilní

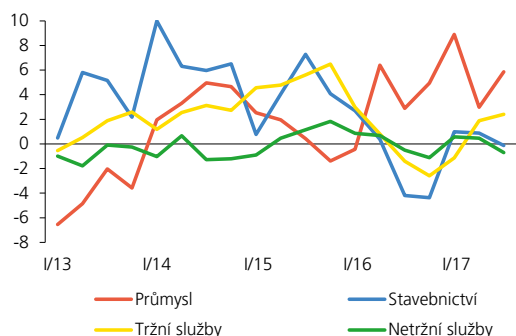
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÁCH

Růst národohospodářské produktivity práce i nadále táhlo zejména odvětví průmyslu
(meziroční změny v %)



Růst produktivity práce zesílil pouze mírně, souběžně totiž došlo ke zrychlení dynamiky ekonomické aktivity a růstu zaměstnanosti.

Národohospodářská produktivita práce²¹ se tak ve třetím čtvrtletí meziročně zvýšila o 2,6 % (Graf III.3.6), čímž navázala na obdobná tempa z první poloviny loňského roku. V rámci jednotlivých odvětví byl vývoj produktivity nejednotný (Graf III.3.7). V průmyslu a v tržních službách její růst zesílil, a to zejména v souvislosti se znatelně vyšší dynamikou HPH. Opačná situace byla v netržních službách, kde produktivita po předchozím nevýrazném růstu dokonce slabě klesla. Meziročně se slabě zhoršila také produktivita práce ve stavebnictví kvůli rychlému růstu zaměstnanosti.

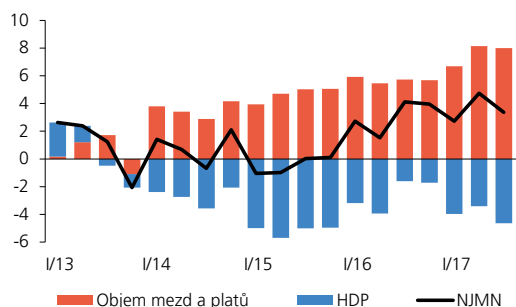
Růst NJMN zvolnil vlivem zrychlení tempa HDP při stabilním růstu objemu mezd a platů, nadále však zůstal poměrně vysoký.

V meziročním srovnání vzrostly NJMN o 3,4 % (Graf III.3.8). Napříč ekonomikou se však jejich vývoj znatelně lišil. Mzdové náklady na jednotku výroby rostly nejsilněji v netržních službách (o více než 8 %), zatímco v ostatních odvětvích byla dynamika NJMN výrazně nižší. V tržních službách růst NJMN jen mírně překonal 2 % a v průmyslu i přes silný růst objemu mezd a platů dosáhl jen 1,6 %. Ještě mírně pomalejším tempem potom jednotkové náklady vzrostly ve stavebnictví.

GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Ke zvolnění dynamiky NJMN vedlo ve třetím čtvrtletí 2017 zesílení růstu ekonomické aktivity
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



²¹ Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl sezonně neočištěného HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Nárůst měnověpolitických sazeb po ukončení kurzového závazku ČNB znamenal v srpnu a listopadu 2017 a v únoru 2018 další kroky v postupném návratu měnové politiky k normálu. Na růst dvoutýdenní repo sazby reagovaly úrokové sazby na finančním trhu a pozvolna také klientské úrokové sazby. Kurz koruny v souhrnu mírně posílil. Dynamika úvěrů soukromému sektoru lehce zvolnila, což bylo dáno zejména pomalejším růstem úvěrů na bydlení a snížením úvěrování činnosti v oblasti nemovitostí. Růst peněžních agregátů v závěru loňského roku výrazně zpomalil vlivem odeznívání specifických tržních podmínek, které vedly k předchozímu dočasnému urychlení růstu peněžní zásoby.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Po zvýšení měnověpolitických sazeb v listopadu 2017 je ČNB zvýšila i začátkem února 2018.²² Tato rozhodnutí znamenala druhé a třetí zvýšení domácích úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku ČNB počátkem dubna 2017. Pokračuje tak postupný návrat celkových měnových podmínek k normálu.

Úrokové sazby PRIBOR vzrostly v rozsahu odpovídajícím zvýšení základních sazeb ČNB (Graf III.4.1). Sazba 3M PRIBOR se ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zvýšila v průměru na 0,65 % a dále mírně rostla, přičemž průměr za první polovinu ledna činil 0,76 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se pohybovala v blízkosti čtvrtiny procentního bodu. Derivátové sazby FRA se v posledním loňském čtvrtletí postupně zvyšovaly, a to i po listopadovém zasedání. Výhled sazeb FRA z konce ledna naznačuje očekávání plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR v letošním roce.

Také domácí úrokové sazby s delší splatností (IRS) se celkově zvýšily. Dále se tak odchýlily od vývoje na eurových trzích, kde sazby kolísaly vlivem měnících se názorů trhu na rychlost opouštění dosavadních podpůrných opatření ECB²³, v souhrnu se ale změnily jen mírně. Domácí úrokové sazby se splatností nad 1R přitom reagují převážně na přijaté a očekávané měnověpolitické kroky ze strany ČNB a během posledního půlroku vzrostly o 0,5–0,6 procentního bodu (Graf III.4.1). O něco méně se zvýšily na nejdelších splatnostech. Obdobný vývoj platí i pro výnosy domácích státních dluhopisů, jejichž výnosová křivka se posouvá výše a od konce října se již celá pohybuje v kladném pásmu (Graf III.4.2).

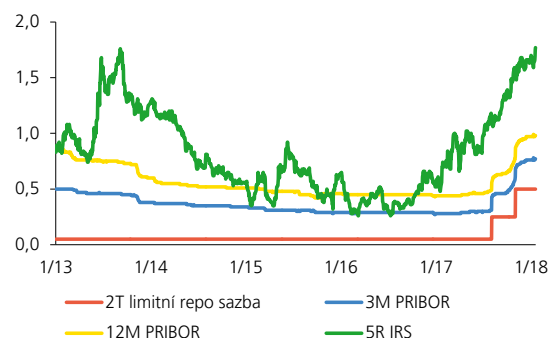
22 S účinností od 2. února 2018 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,75 % a lombardní sazba na 1,50 %, diskontní sazba byla ponechána na 0,05 %. V důsledku úpravy základních úrokových sazeb ČNB (zejména odpoutání 2T repo sazby od technicky nulové hladiny) se následně změnila struktura sterilizované likvidity: výrazně se snížil objem depozitní facility ve prospěch více úročených repo operací.

23 Ta se sice rozhodla od ledna 2018 snížit měsíční objemy nákupů aktiv na 30 mld. EUR měsíčně, ale zároveň oznámila, že bude v nákupech pokračovat nejméně do září letošního roku. Se zrychlující inflací a příznivým ekonomickým výhledem lze dle mínění trhů do budoucna očekávat rostoucí význam komunikace ECB ohledně úrokových sazeb.

GRAF III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

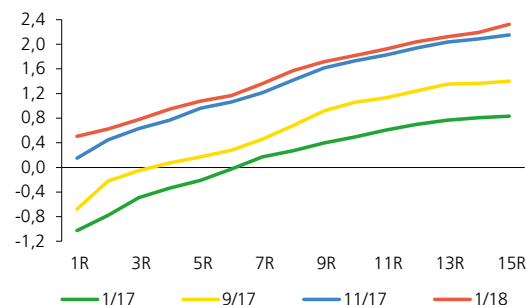
Úrokové sazby na finančním trhu reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB a vzrostly ve všech splatnostech (v %)



GRAF III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

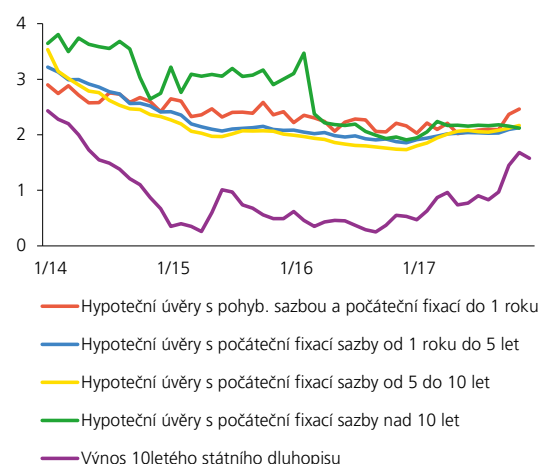
Výnosová křivka se posunula na vyšší hladinu (v %)



GRAF III.4.3

ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ

Úrokové sazby z nových hypotečních úvěrů jenom pozvolna reagují na nárůst úrokových sazeb na finančním trhu (nové obchody včetně navýšení, v %)

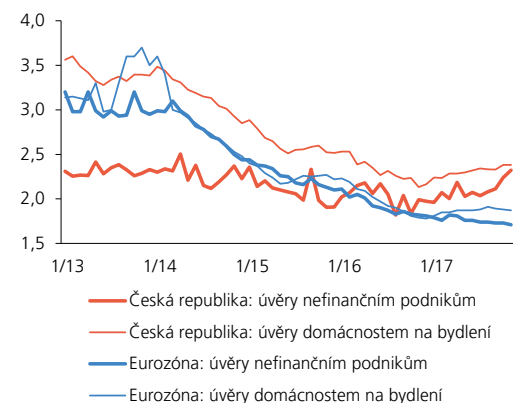


GRAF III.4.4

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Rozdíly mezi klientskými úrokovými sazbami v ČR a v eurozóně narůstají

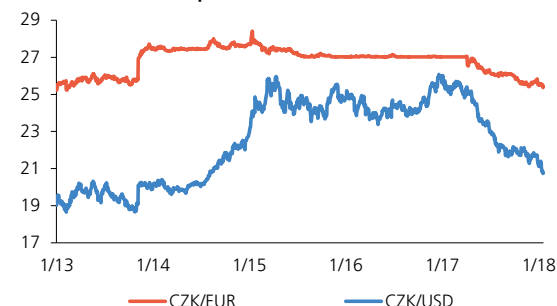
(celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, v %)



GRAF III.4.5

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna se ve čtvrtém čtvrtletí vrátila k posilování, v samém závěru roku nicméně přechodně oslabila



Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů klesla od konce kurzového závazku přibližně o 147 mld. Kč, přičemž ke konci prosince 2017 dosahovala 571 mld. Kč; podíl nerezidentů na celkové držbě těchto dluhopisů činil 42 %, a od ukončení kurzového závazku tak poklesl zhruba o 5 procentních bodů.

Na primárním trhu byla i nadále významnější emisní aktivita státu v pokladničních poukázkách oproti státním dluhopisům.

Ministerstvo financí využívalo příležitost emitovat pokladniční poukázky ještě se záporným výnosem²⁴, zatímco v aukcích státních dluhopisů již záporné výnosy²⁵ dosahovány nebyly. Objem vydaných poukázek tak od začátku října dosáhl 133,4 mld. Kč v devíti aukcích. Vedle toho se ve stejném období uskutečnilo 23 aukcí dluhopisů se splatností nad 1R, objem emitovaných dluhopisů dosáhl 59,7 mld. Kč. Průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* činila 1,7.

Úrokové sazby z hypotečních úvěrů se zvyšují zatím jen pozvolně, rychlejší nárůst zaznamenaly pouze sazby u kratších fixací.

Vzhledem k předpokládané velké citlivosti poptávky na úrokovou sazbu přistupují banky ke zdražování hypoték opatrně. Od konce roku 2016, kdy úrokové sazby z hypoték dosáhly svého minima, došlo u delších fixací k jejich nárůstu o 0,3 procentního bodu. V porovnání s dlouhodobými sazbami finančního trhu se hypoteční sazby zvyšují pomaleji, přičemž v listopadu dosáhla úroková sazba z nových hypoték v průměru 2,2 % (Graf III.4.3).

Úrokové sazby z podnikových úvěrů v průběhu čtvrtého čtvrtletí mírně vzrostly.

V listopadu přitom dosáhly 2,3 %, což bylo oproti eurozóně v průměru o 0,6 procentního bodu výše (Graf III.4.4).²⁶ Reálné klientské úrokové sazby z úvěrů českým podnikům a domácnostem na bydlení zůstávají vlivem zvýšené inflace záporné a odrážejí přetrvávající uvolněnost úrokové složky měnových podmínek.

Náklady financování bank se zvýšily. Zatímco výnosová křivka finančního trhu se posunula vzhůru, úrokové sazby z vkladů domácností vzrostly jen mírně na 0,35 % a u nefinančních podniků se držely kolem 0,05 %.

III.4.2 Měnový kurz

Po většinu čtvrtého čtvrtletí 2017 koruna postupně posilovala, pouze před koncem roku dočasně ztrácela. Zatímco převážnou část třetího čtvrtletí byl kurz koruny vůči euru relativně stabilní, po zářijovém

²⁴ Lednové emise byly již vydávány s mírně kladným výnosem.

²⁵ Ministerstvo financí bylo na trhu státních dluhopisů výrazně aktivní v období platnosti kurzového závazku, kdy využívalo nízkých a v některých případech i záporných výnosů. Aktuálně se průměrné výnosy v aukcích pohybovaly od 0,8 % do 2,6 % v závislosti na parametrech dluhopisu a zájmu investorů.

²⁶ Odlišná je situace u spotřebitelských úvěrů, kde i přes minulý pokles sazeb pod 9 % činil rozdíl ve srovnání s eurozónou zhruba 3 procentní body.

měnověpolitickém zasedání začala koruna vůči euru opět posilovat (Graf III.4.5). Důvodem bylo očekávání dalšího rychlého zvyšování domácích úrokových sazeb podpořené i komunikací ČNB. Vzhledem k tomu, že sazby v listopadu nakonec vzrostly „jen“ o čtvrt procentního bodu, tempo zhodnocování koruny vůči euru následně zpomalilo. Směrem ke zpevnění koruny působilo také posilování eura na světových trzích v souvislosti s příznivým ekonomickým vývojem v eurozóně. K prolomení hranice 25,5 CZK/EUR došlo koncem listopadu, zde se však koruna udržela jen několik dní a poté korigovala zpět. V oslabování pokračovala až téměř do konce prosince. Tento vývoj souvisel do značné míry s blížícím se koncem roku, kdy účastníci na finančních trzích optimalizují svá portfolia mimo jiné ve vazbě na regulační požadavky. Ještě před Silvestrem ovšem koruna většinu prosincových ztrát umazala. Průměrná hodnota kurzu za čtvrté čtvrtletí dosáhla 25,7 CZK/EUR, což odpovídá meziročnímu zhodnocení koruny o 5,1 %. Od počátku ledna 2018 pak kurz koruny zpevnil zhruba na 25,4 CZK/EUR.

Také vůči dolaru koruna v průběhu čtvrtého čtvrtletí posilovala. Tento trend byl přerušen jen třemi krátkými epizodami. Jednou z nich bylo výše uvedené prosincové oslabování koruny v souvislosti s blížícím se koncem roku. Zbývající dvě pak byly způsobeny krátkodobým posilováním dolaru na světových trzích. Koncem října dolar posílil, respektive euro oslabilo, po zasedání ECB, a to v návaznosti na holubičí vyznění tiskové konference M. Draghiho; podruhé pak k dočasnému vzepětí dolaru došlo v první lednové dekádě (Graf III.4.5). Průměrný kurz koruny k dolaru dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí hodnoty 21,8 CZK/USD. V meziročním srovnání tak koruna vůči dolaru posílila o výrazných 13,1 %. Do poloviny ledna se přitom kurz dostal až na úroveň 20,8 CZK/USD.

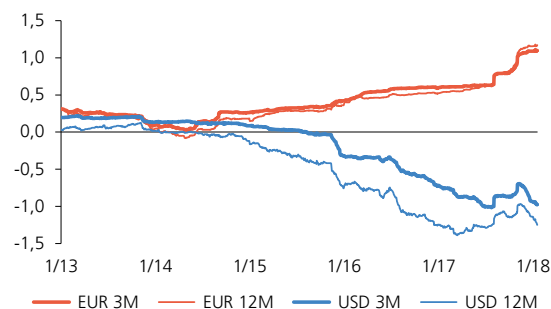
Zvýšení sazeb ČNB dále rozevřelo krátkodobý úrokový diferenciál k euru, u diferenciálu vůči dolaru převážilo zvýšení sazeb Fedu. Rozdíl mezi sazbami peněžního trhu 3M PRIBOR a 3M EURIBOR se v důsledku listopadového zvýšení českých měnověpolitických sazeb rozšířil na 1,1 procentního bodu (Graf III.4.6). Obdobně reagovala na krok ČNB posunem vzhůru rovněž úroveň krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči dolaru, který je ovšem v důsledku dřívější divergence měnových politik ČNB a Fedu už dva roky záporný. Poté, co Fed na svém prosincovém zasedání také přistoupil ke zvýšení sazeb, se však tento záporný diferenciál opět rozevřel. Aktuálně jeho hodnota dosahuje -1 procentního bodu.

Nominální efektivní kurz koruny pokračoval v posilování (Graf III.4.7). To v prosinci dosáhlo 6,6 % meziročně. Rozhodujícím faktorem bylo vzhledem k vahám měn v indexu zhodnocení koruny vůči euru. Výrazně menší, avšak patrný vliv na vývoj efektivního kurzu ovšem mělo i meziroční posílení koruny vůči čínskému renminbi, americkému dolaru a britské libře. Koruna výrazně posílila také oproti japonskému jenu, švýcarskému franku a ruskému rublu (ve všech případech o více než 10 %), jejich váha v indexu je však nižší. Jedinou měnou koše NEER, vůči níž koruna v daném období nepatrně oslabila, byl polský zlotý.

GRAF III.4.6

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokový diferenciál koruny vůči euru se po nárůstu sazeb ČNB zvýšil, zvýšení sazeb Fedu pak přineslo opětovné prohloubení záporného diferenciálu vůči dolaru
(v procentních bodech)



GRAF III.4.7

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Kurz koruny v efektivním vyjádření ve čtvrtém čtvrtletí dále posílil
(bazický index, rok 2015 = 100)

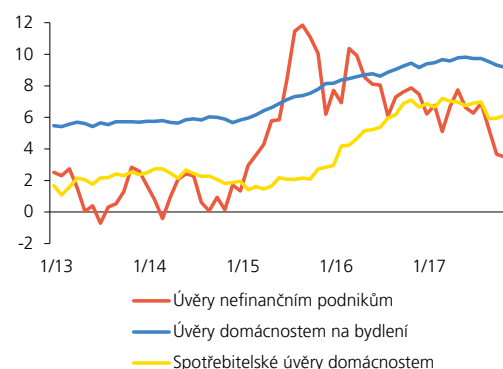


Poznámka: Při výpočtu nominálního efektivního kurzu koruny (NEER) má největší podíl v koši měn euro (64,3 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,8 až 2,6 %) mají dále čínský renminbi, polský zlotý, britská libra, maďarský forint, americký dolar a ruský rubl. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují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

GRAF III.4.8

ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

Zpomalení dynamiky úvěrů soukromému sektoru je patrné zejména v segmentu úvěrů nefinančním podnikům
(roční míry růstu v %)

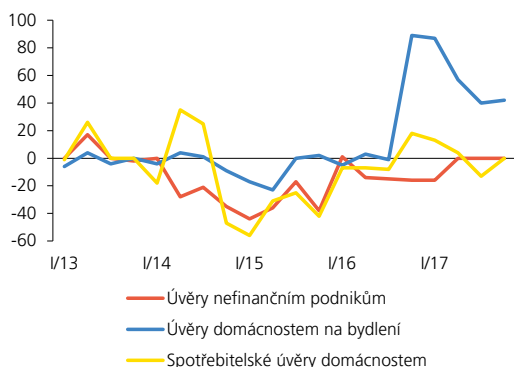


GRAF III.4.9

ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

Zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení pokračuje

(čisté procentní podíly bankovního trhu v %, kladné hodnoty znamenají zpřísnění standardů a naopak)

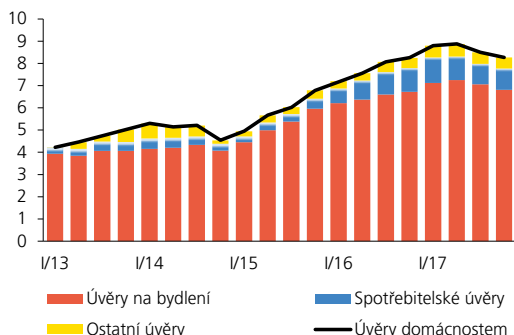


GRAF III.4.10

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Zvolnění vysokého růstu úvěrů na bydlení se promítlo do snížení dynamiky celkových úvěrů domácnostem

(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za listopad 2017)

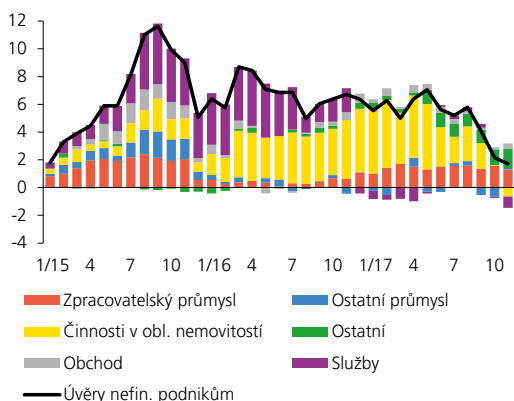


GRAF III.4.11

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

K růstu podnikových úvěrů přispívaly nejvíce úvěry pro zpracovatelský průmysl, stavebnictví a obchod

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

III.4.3 Úvěry

Dynamika úvěrů soukromému sektoru poklesla zejména v důsledku zpomalení růstu úvěrů nefinančním podnikům. Vedle toho ke zmírňování růstu úvěrové aktivity přispívalo též snížení růstu úvěrů v cizí měně finančním institucím. Dynamika úvěrů domácnostem v posledním období také postupně zvolňuje (Graf III.4.8). Podle [Šetření úvěrových podmínek bank](#) očekávají banky v prvním čtvrtletí letošního roku mírný růst poptávky po úvěrech nefinančním podnikům, zatímco poptávka po úvěrech domácnostem by měla zůstat beze změny.

Banky dále zpřísnily úvěrové standardy u úvěrů na bydlení, standardy v ostatních segmentech zůstávají nezměněny (Graf III.4.9). Zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení bylo i nadále ovlivňováno makroobezřetnostními opatřeními ČNB a rostoucími náklady financování bank. Současně banky vnímaly rizika ohledně vývoje trhu rezidenčních nemovitostí a celkové ekonomické situace. U úvěrů domácnostem přetrvává tlak na snižování úrokových marží, u firemních úvěrů marže naopak rostly, a to zejména u úvěrů velkým podnikům.

Postupné zpřísnění úvěrových podmínek přispělo k přibrzdění růstu úvěrů na bydlení (Graf III.4.8). 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 začaly promítat do sazeb hypoték. Dynamika hypoték tak v listopadu zvolnila na 9,7 %, což se projevilo i ve zpomalení tempa růstu celkových úvěrů domácnostem (Graf III.4.10). Absolutní objemy nových hypoték se snížily, přesto však zůstávají vysoké.

Spotřebitelské úvěry v posledních dvou letech setrvale rostou (Graf III.4.8). Růst těchto úvěrů ve výši lehce nad 6 % je v podmínkách zvýšeného optimismu domácností podporován sníženými úrokovými sazbami, které odrážejí pokles průměrných úrokových marží bank v tomto segmentu trhu. Dle šetření úvěrových podmínek očekávají banky zhruba nezměněnou poptávku po spotřebitelských úvěrech i pro první čtvrtletí letošního roku.

Úvěry nefinančním podnikům v posledním čtvrtletí zpomalily svůj růst v důsledku snížení úvěrů do oblasti nemovitostí. Naproti tomu rostly úvěry v průmyslu, dopravě, stavebnictví a obchodu. (Graf III.4.11). Dynamika úvěrů v cizí měně je vlivem předchozího bilančního zajišťování podniků proti kurzovému riziku stále vysoká a pohybuje se nad dlouhodobým průměrem. Nedosahuje však vrcholu z dubna 2017 a postupně se snižuje (aktuálně činí cca 15 %). Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech nefinančním podnikům mírně klesl na zhruba 28 %. Ve čtvrtém čtvrtletí banky vnímaly růst poptávky po úvěrech na financování fixních investic, fúzí, akvizic, a restrukturalizací podniků a dluhů. Příznivě působila nízká hladina úrokových sazeb. Naopak poptávku po úvěrech dle bank nadále snižovalo využití vnitřních zdrojů podniků a nově i emise dluhových cenných papírů.

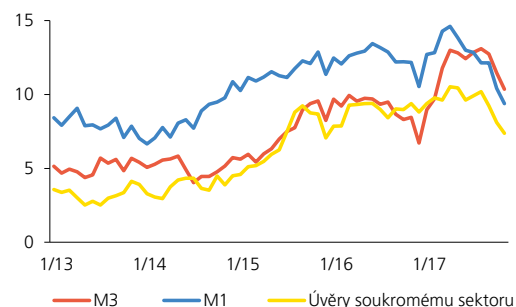
III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 v závěru loňského roku výrazně zpomalil (Graf III.4.12). Dochází tak k postupné korekci jeho předešlé dočasně vysoké dynamiky ovlivňované specifickými tržními podmínkami spojenými s překoupeností trhu s korunou a zápornými výnosy státních dluhopisů. Z hlediska struktury vývoje M3 se to projevuje ve snížení meziročního růstu vkladů v rámci repo operací finančních investorů s bankami doprovázeného zvolněním dynamiky vkladů domácností a nefinančních podniků.

GRAF III.4.12

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžního agregátu M3 zpomalil
(roční míry růstu v %)



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

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/slovník/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 neobchodovatelných statků: zahrnují ceny položek ze spotřebitelského koše ČSÚ, které mají charakter služeb. Tyto položky lze rozdělit na regulované (např. vodné, stočné, odvoz odpadků, MHD, elektřinu a plyn, zdravotní péči, vzdělávání) a ostatní (např. imputované nájemné aproximující ceny bydlení, nájemní bydlení, opravárenské služby, rekreaci a ubytování, restaurace a jídelny, služby péče o tělo, finanční a pojistné služby). Tyto ostatní ceny jsou součástí jádrové inflace.

Ceny obchodovatelných statků: zahrnují ceny položek ze spotřebitelského koše ČSÚ, které jsou součástí jádrové inflace a mají charakter zboží. Jedná se např. o odívání, obuv, vybavení a potřeby pro bydlení a zahradničení, dopravní prostředky a IT vybavení. Do této skupiny však nepatří ceny potravin, alkoholu a tabáku a pohonných hmot, jejichž ceny se vyznačují specifickým chováním.

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 impuls: 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 restrikcí, 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 něhož 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 bytů: odhady nabídkových cen starších bytů podle ČSÚ.

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 diferencíál 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 pasív 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 bydlení: mezinárodně porovnatelný cenový index bydlení (*House Price Index, HPI*), který měří vývoj cenové hladiny bytů a rodinných domů včetně souvisejících pozemků, a to dle jednotné harmonizované normy EU. Zahrnuje jak nové, tak starší (již dříve obývané) bytové nemovitosti. Zdrojem dat je ČSÚ.

Realizované ceny bytů podle daňových přiznání: ceny vycházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitostí MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám bytů, jsou však publikovány s časovým zpožděním.

Realizované ceny bytů podle výběrového šetření: alternativní zdroj realizovaných cen starších bytů, který vychází z výběrového šetření ČSÚ v realitních kancelářích a je dostupný s menším časovým zpožděním.

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.

		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	4614,9	4781,1	4936,0
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,5	4,5	3,6	3,2
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,0	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,6	4,2	4,6	3,3
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	2,5	2,2
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	4,0	1,8	-3,8	-5,1	8,5	13,1	-2,4	4,7	7,7	4,2
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-2,5	5,8	8,8	5,7
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,2	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,3	6,9	6,5	8,1
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,3	6,7	2,8	0,1	10,1	7,0	3,1	6,2	8,7	8,7
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,6	193,7	245,8	249,7	233,1	224,9	271,8	312,5	256,7	253,5
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	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,3	1,9
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	2,1	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	3,6	3,2	2,3
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,7	-0,4	-0,6	0,5	1,2	1,2	2,4	1,8	1,9
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	12,8	9,9	6,0	-2,3	0,2	-13,5	-8,5	6,7	2,7	-2,0
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,3	1,8
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,2	1,5	2,8	2,0
Dílčí cenové ukazatele											
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	1,3	1,5
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	5,0	4,7	-6,7	-5,1	7,9	2,7	2,3
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,2	1,6	-	-
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	19,9	-5,6
TRH PRÁCE											
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	6,9	7,4	4,9
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálně	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	4,5	5,0	3,1
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,6	1,0	0,4
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,1	3,7	4,5	2,1
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	2,7	2,5	2,8
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	3,0	2,3	2,2
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,4	3,3
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	81,3	88,4	99,3
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-1,9	-0,6	0,7	1,6	1,6	1,8
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1480,2	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	1752,4	1724,7	1690,7
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	32,1	29,8
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	245,0	245,0	255,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,3	4,8	4,6	4,5
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	50,0	45,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,1	0,9	0,9	0,8
Přímé zahraniční investice											
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-141,0	-145,0	-80,0	-70,0
Měnové kurzy											
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,0	20,6
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	24,9	24,5
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr	-4,5	-1,9	1,5	3,5	6,2	-1,2	-1,3	-3,4	-6,0	-1,4
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr	-3,9	-3,0	2,5	2,4	4,9	-0,4	-0,1	-1,6	-4,7	-0,9
Ceny zahraničního obchodu											
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-2,7	0,7
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-2,3	0,1
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY											
M3	%, meziročně, průměr	0,2	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	7,0	8,3
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	0,74	1,52
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,9	1,7

* 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	1155,8	1161,1	1170,3	1180,5	1189,8	1199,8	1211,0	1221,2	1230,3	1238,7	1245,8
5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	4,7	5,0	5,4	4,7	2,9	3,3	3,5	3,4	3,4	3,2	2,9
3,7	3,7	3,8	4,1	4,0	3,6	3,7	3,0	3,0	4,4	4,4	4,8	5,2	4,4	4,4	4,3	3,7	3,4	3,2	3,0
1,4	1,4	2,6	2,3	1,9	2,2	1,8	2,1	2,4	1,6	1,2	1,4	2,1	2,5	2,9	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2
14,8	18,5	13,4	6,2	2,8	-5,2	-4,0	-3,1	-3,4	3,5	8,0	11,0	12,2	7,4	5,3	6,1	5,3	4,3	3,8	3,6
8,4	12,0	12,4	8,6	2,1	-3,1	-4,8	-3,9	-0,1	7,3	7,5	8,5	10,3	6,9	8,9	9,1	7,4	6,0	5,1	4,6
5,4	6,0	6,8	6,6	6,7	5,6	2,8	2,3	4,9	7,8	7,2	7,8	5,7	4,3	8,0	8,0	8,4	8,5	8,1	7,3
6,6	7,8	7,5	6,0	6,5	3,0	1,9	1,4	2,6	6,7	7,1	8,6	8,1	6,9	9,8	9,8	9,5	9,1	8,5	7,8
56,6	45,6	57,6	65,0	61,9	68,8	67,2	73,9	83,8	83,4	72,6	72,6	67,7	64,0	62,2	62,8	64,1	64,3	63,5	61,7
5,1	5,6	4,1	3,7	3,5	6,2	0,7	3,3	7,5	3,2	5,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9,5	12,3	7,3	1,5	-6,9	-8,9	-6,6	-2,0	-0,3	5,4	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8,3	8,7	6,2	9,1	7,4	8,9	5,1	4,6	6,8	3,6	3,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	2,0	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-
0,1	0,7	0,4	0,1	0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6	2,6	2,3	2,5	2,4	2,2	1,9	1,8	1,8	1,9
0,2	0,3	-0,2	-0,4	0,7	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,3	1,7	2,0	2,2	2,3	1,9	1,7	1,5	1,5
-0,9	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,8	0,2	1,8	3,4	2,9	3,9	4,4	3,2	3,7	3,3	2,7	2,4	2,3	2,1	2,2
1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,5	2,0	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,1
-14,6	-10,1	-12,6	-16,6	-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	1,7	2,6	-0,5	3,9	5,9	1,7	-0,9	-3,4	-2,0	-1,5
-0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,7	2,2	2,4	2,3	2,1	1,9	1,8	1,8	1,9
1,5	1,3	1,0	0,8	1,5	1,1	1,3	1,1	0,5	1,0	1,6	2,7	3,4	3,0	2,5	2,3	1,9	2,1	2,1	1,8
-3,3	-2,3	-3,6	-3,5	-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,4	0,9	0,7	1,1	1,8	1,8	1,4	1,5	1,6	1,7
-9,3	-10,9	-6,5	1,8	-2,9	-6,9	-5,7	-4,1	-0,2	11,3	12,1	8,8	7,0	2,6	1,1	-0,1	2,1	1,6	2,8	2,9
1,0	1,3	1,4	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-
-48,9	-42,1	-50,6	-41,6	-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	11,0	20,8	23,0	30,4	25,4	4,6	-5,9	-5,9	-5,6	-5,1
2,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,3	4,0	3,7	5,3	7,6	6,8	8,1	8,2	7,8	7,6	6,0	5,3	4,9	4,8	4,7
2,2	2,6	3,1	3,6	3,3	3,1	3,5	2,3	2,8	5,3	4,2	5,4	6,0	5,3	5,2	3,8	3,4	3,1	3,0	2,8
2,1	2,4	2,0	2,1	2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,3	2,2	1,9	1,6	1,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4
-1,0	-1,0	0,0	0,1	2,7	1,5	4,1	4,0	2,7	4,7	3,4	3,8	4,4	5,7	4,9	3,1	2,3	2,0	1,9	2,3
-0,7	0,4	3,0	4,4	5,3	-1,3	1,5	-1,2	-1,8	5,6	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,8	4,1	3,8	3,7	1,8	2,9	0,4	0,2	2,5	2,1	2,6	3,6	3,2	1,4	2,7	3,0	3,0	3,0	2,8	2,5
6,1	5,0	4,9	4,5	4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,8	2,5	2,4	2,2	2,3	2,2	2,3	2,1	2,1	2,1
7,5	6,4	6,2	6,0	6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,6	3,8	3,3	3,3	3,3	3,7	3,2	3,2	3,3
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
74,4	45,9	33,1	34,6	83,7	81,5	45,5	39,9	90,9	72,8	42,8	38,5	85,0	76,0	43,0	41,0	87,0	79,0	45,0	44,0
7,0	4,0	2,8	2,9	7,5	6,7	3,8	3,2	7,8	5,7	3,3	2,9	6,8	5,7	3,2	2,9	6,6	5,6	3,1	3,0
19,2	19,4	20,2	19,3	24,5	24,8	27,4	24,4	26,7	32,0	27,7	28,7	28,0	32,0	31,0	29,0	29,0	33,0	33,0	30,0
93,4	-48,4	-48,4	14,7	109,9	-11,6	-22,8	-22,8	97,6	-8,6	-37,7	-6,3	99,0	-6,0	-39,0	-4,0	102,0	-12,0	-45,0	0,0
8,8	-4,2	-4,1	1,2	9,9	-1,0	-1,9	-1,8	8,4	-0,7	-2,9	-0,5	7,9	-0,4	-2,9	-0,3	7,7	-0,8	-3,1	0,0
3,3	-1,4	20,2	27,6	9,6	-84,2	-51,6	-14,8	-62,7	-26,2	-11,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	24,8	24,3	24,7	24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	22,2	21,8	21,4	21,2	20,9	20,7	20,7	20,6	20,6	20,6
27,6	27,4	27,1	27,1	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,6	26,1	25,6	25,4	24,9	24,7	24,6	24,6	24,5	24,5	24,5
0,4	-0,7	-2,3	-2,1	-2,4	-1,5	-0,5	-0,7	-0,7	-2,5	-4,3	-5,9	-6,7	-6,8	-6,0	-4,5	-3,6	-1,5	-0,3	-0,1
1,2	0,0	-1,0	-1,7	-1,9	-0,3	0,8	1,0	0,8	-1,0	-2,4	-3,7	-5,5	-5,1	-4,6	-3,6	-2,5	-0,9	-0,1	0,0
-0,5	-0,5	-2,7	-3,3	-4,2	-4,3	-2,7	-1,3	2,2	1,0	-1,1	-2,5	-4,5	-3,6	-1,8	-0,8	-0,4	0,5	1,2	1,4
-1,5	0,0	-2,5	-3,8	-5,6	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	2,9	-0,9	-3,2	-4,9	-3,2	-0,7	-0,1	-0,5	-0,1	0,5	0,6
5,7	6,4	8,0	9,2	9,7	9,5	9,0	8,1	10,2	12,6	12,7	11,1	8,5	6,2	6,0	7,2	8,0	8,4	8,5	8,1
0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25	0,50	0,72	0,78	0,73	0,72	0,94	1,27	1,70	2,16
0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	1,0	0,9	0,9	1,1	1,5	1,9	2,4

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)

