

ZPRÁVA O INFLACI / II

2018

ZPRÁVA O INFLACI / II

2018

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 10. května 2018 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 20. dubnu 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. 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, 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

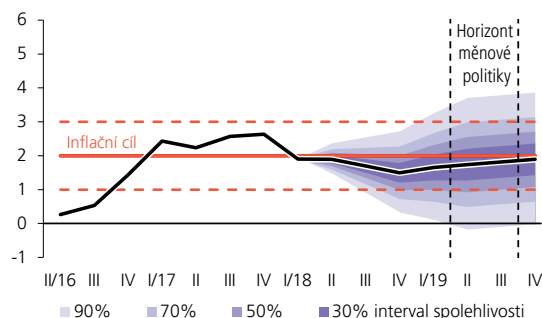
guvernér

PŘEDMLUVA	4
OBSAH	7
I. SHRNUÍ	8
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	10
II.1 Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy	10
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	10
BOX 1 Vývoj růstu mezd v eurozóně	11
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	13
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	15
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
BOX 2 Zdroje odchylek inflace od 2% cíle ČNB	31
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí	32
III.1.3 Dovozní a produkční ceny	33
III.2 Vývoj ekonomiky	35
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu	35
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky	36
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	37
III.3 Trh práce	39
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	39
III.3.2 Mzdy a produktivita	40
III.4 Finanční a měnový vývoj	42
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	42
BOX 3 Dopad zvýšení úrokových sazeb ČNB do klientských sazeb	44
III.4.2 Měnový kurz	46
III.4.3 Úvěry	47
III.4.4 Peníze	48
SEZNAM ZKRATEK	49
GLOSÁŘ POJMŮ	50
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	54

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Inflace se bude pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se vrátí do těsné blízkosti cíle
(meziročně v %)

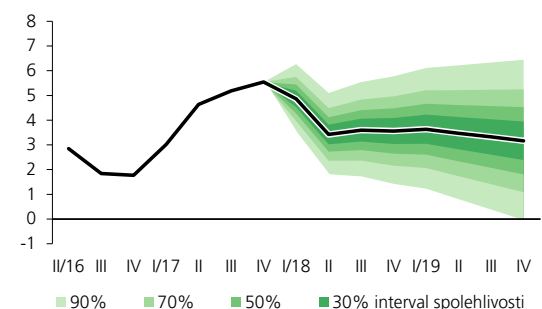


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst české ekonomiky z loňských vysokých temp zvolní, stále však bude znatelně přesahovat 3 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



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

I. SHRUTÍ

Inflace se letos bude pohybovat mírně pod 2% cílem, na horizontu měnové politiky se vrátí do jeho těsné blízkosti. Snížení inflace mírně pod cíl odráželo odeznění loňských jednorázových faktorů a pokles dovozních cen. Domácí inflační tlaky nicméně zůstávají silné, přičemž se v nich projevuje výrazná mzdová dynamika v podmínkách rychlého růstu domácí ekonomiky. Cenové tlaky z domácí ekonomiky se sice budou postupně zmírňovat, slábnout však bude na druhé straně i protiinflační působení dovozních cen. Do nich se v letošním roce nadále promítá posilující kurz koruny. V roce 2019 se pak již dovozní ceny začnou opět zvyšovat, což bude odrážet stabilní růst zahraničních cen při zřetelném zpomalení tempa posilování měnového kurzu. Na horizontu měnové politiky se tak inflace vrátí do těsné blízkosti 2% cíle ČNB (Graf I.1). Jádrová inflace zůstane letos stabilní. K jejímu zvýšení v příštím roce přispěje především obnovený růst dovozních cen. Dynamika cen potravin v letošním roce dále znatelně zvolní v důsledku odeznění rychlého růstu cen zemědělských výrobců a posílení koruny. Růst cen potravin se oživí až v roce 2019 v návaznosti na výhled cen agrárních komodit v kombinaci s jen pozvolným zpevňováním měnového kurzu. Regulované ceny se budou zvyšovat mírným tempem zejména v souvislosti s nárůstem cen elektřiny. Ceny pohonných hmot krátkodobě mírně porostou, v příštím roce budou ale opět meziročně klesat.

Růst české ekonomiky sice z loňských vysokých temp zpomalí, bude však i v letošním a příštím roce znatelně přesahovat 3 % (Graf I.2). Ekonomika tak setrvá nad svým potenciálem. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především svižným 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 investicím do strojů a zařízení. Ty přitom zlepšují produktivitu práce. Také investice ve vládním sektoru dále posílí 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. V důsledku zrychlení dovozně náročných složek domácí poptávky a posílení kurzu koruny odeznívá dosud kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP. Měnové podmínky se budou zpříšňovat ve své kurzové a později i v úrokové složce, a budou tak působit proti přehřívání domácí ekonomiky. Silný ekonomický růst se projevuje výrazně napjatou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti je rekordně nízká a prostor pro její další výrazné snížení je již malý. Důsledkem toho bude zpomalení růstu zaměstnanosti a nadále vysoká dynamika mezd.

Kurz koruny dle prognózy dále posílí především vlivem kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Prognóza kurzu pro druhé čtvrtletí 2018 na úrovni 25,2 CZK/EUR zohledňuje dosavadní vývoj na devizovém trhu. Ten odráží převažující očekávání finančního trhu ve směru pouze pozvolného zvyšování domácích úrokových sazeb. Na posilování kurzu v dalších čtvrtletích pak bude působit kladný rozdíl

úrokových sazeb vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB do září letošního roku spolu se solidně rostoucí zahraniční poptávkou. Zpevňování koruny bude současně odrážet pokračující reálnou konvergenci české ekonomiky k zemím eurozóny, k níž přispívá svižný růst efektivity práce. V průběhu příštího roku bude kurz zpevňovat podstatně mírněji (na 24,3 CZK/EUR v závěru roku 2019; Graf I.3). To bude důsledkem postupně zpomalujícího růstu zahraniční poptávky a předpokládaného návratu ECB ke konvenční měnové politice.

S prognózou je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb a od přelomu let 2018 a 2019 jejich další růst.

Úrokové sazby tak budou v průběhu příštího roku směřovat ke své dlouhodobě neutrální úrovni (tj. 3 % pro 3M PRIBOR; Graf I.4). Hlavním omezením rychlejšího zvyšování domácích úrokových sazeb bude nadále velmi uvolněná měnová politika ECB.

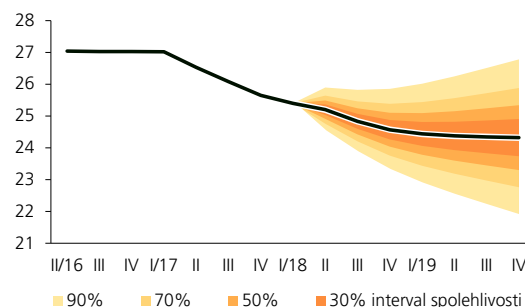
Bankovní rada ČNB na květnovém měnovém jednání výraznou většinou hlasů ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na 0,75 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1,50 %.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Současně konstatovala, že existují tři hlavní nejistoty této prognózy. První z nich souvisí se silou a skladbou celkových inflačních tlaků v podmínkách napjatého trhu práce a protisměrně působícího růstu produktivity. Druhou nejistotou zůstává vývoj měnového kurzu. Třetí nejistota je spojena s vývojem v zahraničí.

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Dle prognózy kurz dále posílí, zejména v letošním roce (CZK/EUR)

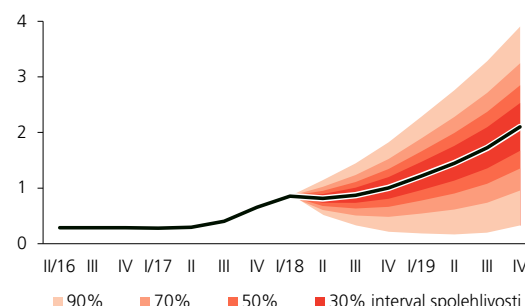


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (z období před přijetím kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb a od přelomu let 2018 a 2019 jejich další růst (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.

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 bude postupně zvolňovat, mimo jiné v důsledku aktuálně silnějšího kurzu eura. Pozvolna klesající trajektorie ceny ropy Brent při relativně silném kurzu eura vůči dolaru bude brzdit růst cen průmyslových výrobců. Na přetrvávající utlumený cenový vývoj v eurozóně reaguje ECB nadále uvolněnou měnovou politikou, inflace se však bude k 2% úrovni vracet jen pozvolna. Úroková sazba 3M EURIBOR se tak posune do kladných hodnot až koncem příštího roku. Záporný krátkodobý úrokový diferenciál eura vůči dolarové sazbě se letos dále rozšíří a teprve v roce 2019 se začne snižovat. Kurz eura vůči dolaru by měl zůstat na horizontu prognózy dle výhledu analytiků zhruba stabilní.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Světová ekonomika roste solidním tempem a v letošním roce její dynamika ještě v průměru mírně zrychlí.¹ Růst lze pozorovat ve všech sledovaných teritoriích, přičemž ke globálnímu růstu přispívají nejvíce rozvíjející se ekonomiky. Ve Spojených státech bude výkon ekonomiky podpořen daňovou reformou, opačným směrem bude působit přísnější měnová politika Fedu. Ekonomika Velké Británie poroste stabilním, i když jen mírným tempem. U Číny se očekává mírné zpomalení v souvislosti s vládními opatřeními zaměřenými na stabilizaci růstu úvěrů. Celkově by vážený růst všech sledovaných ekonomik měl letos mírně zrychlit na 3,3 %, lehce nižšího tempa pak dosáhne v příštím roce (Graf II.1.1). Rizikem tohoto výhledu ve středním a delším horizontu směrem dolů je protekcionistická obchodní politika USA a následné odvetné kroky dalších zemí, především Číny.

Ekonomika eurozóny pokračovala na konci loňského roku ve svižném růstu, který za celý rok 2017 zrychlil na 2,4 %. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2017 meziroční růst HDP setrval na 2,7 %. Příspěvek čistého vývozu přitom předstihl – díky rostoucí globální ekonomice – spotřebu domácností (Graf II.1.2), a to navzdory silnějšímu kurzu eura. V mezičtvrtletním vyjádření výkon ekonomiky nepatrně zpomalil na 0,6 %, zejména kvůli zápornému příspěvku tvorby zásob a zpomalení růstu spotřeby domácností. Z velkých zemí eurozóny k meziročnímu růstu přispělo především Německo, jehož dynamika zrychlila na 2,9 %, a dále Španělsko a Francie, ve kterých růst dosáhl 3,1 %, resp. 2,5 %. Ekonomika Slovenska pokračovala v růstu na úrovni 3,5 %.

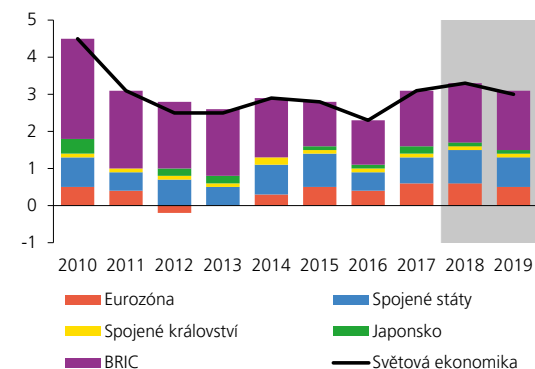
¹ Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace [Globální ekonomický výhled](#).

GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Světová ekonomika svižně poroste i nadále díky zvýšenému příspěvku rozvíjejících se zemí a USA při solidním růstu v eurozóně

(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)



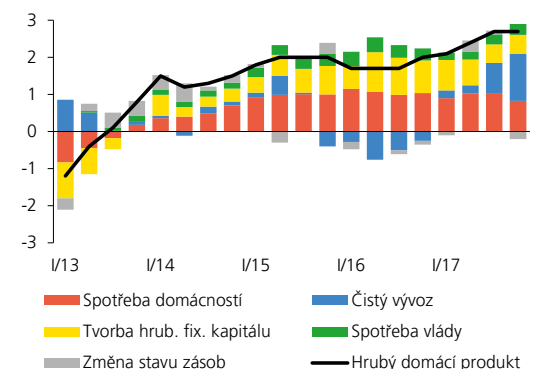
Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v období 2010–2015; skupina BRIC zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii a Čínu.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zůstal robustní, přičemž čistý vývoz nahradil spotřebu domácností na pozici hlavního tahouna expanze

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)



Na počátku letošního roku signalizují měsíční ukazatele zpomalení ekonomického růstu v eurozóně. Meziroční růst průmyslové produkce zvolnil v prvních dvou měsících o více než 2 procentní body na 2,9 %. Růst maloobchodních tržeb poklesl pouze mírně a v únoru dosáhl 1,8 %. Také předstihové ukazatele signalizují zvolnění dynamiky růstu v eurozóně. PMI ve zpracovatelském průmyslu v březnu poklesl třetí měsíc v řadě, i nadále se však nachází bezpečně v pásmu expanze (Graf II.1.3). Tento pokles odrážel zčásti jednorázové faktory, především výkyvy počasí, ale i mírně nižší optimismus ohledně výhledu ekonomiky související především se silnějším kurzem eura. Na trhu práce nicméně pokračuje zotavení, přičemž míra nezaměstnanosti v únoru poklesla na 8,5 %, tedy na nejnižší hodnotu od prosince 2008. Růst hodinových mzdových nákladů ale na základě dostupných dat zatím výrazněji nezrychlil (viz BOX 1). Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 jeho tempo v meziročním vyjádření dosáhlo pouze 1,7 %, přičemž v Německu, Francii a Itálii růst mezd dokonce zvolnil.

BOX 1 Vývoj růstu mezd v eurozóně

Dynamika mezd v eurozóně zůstává i deset let od velké finanční krize umírněná. Nominální růst mezd² od roku 2013 pouze výjimečně překročil 2 % (Graf 1). Ke zdatnému zrychlení jejich dynamiky nedošlo ani po roce 2014, kdy v eurozóně sílil hospodářský růst při klesající míře nezaměstnanosti. Po určitých náznacích zvyšující se dynamiky mezd v prvním pololetí došlo ve druhé polovině roku 2017 naopak k jejímu snížení. Růst mezd ve veřejném sektoru přitom mírně zaostával za růstem v soukromém sektoru (o 0,4 procentního bodu).

Vývoj mezd je napříč zeměmi eurozóny navíc značně různorodý. Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 rostly mzdy nejrychleji v pobaltských zemích a s určitým odstupem také např. na Slovensku (Graf 2). V Itálii naopak hodinové mzdy poklesly jak v nominálním, tak v reálném vyjádření (tj. po očištění o růst spotřebitelských cen). Reálně mzdy poklesly také ve Španělsku a Rakousku. V eurozóně dosáhl růst nominálních mezd ve čtvrtém čtvrtletí 1,7 %, přičemž v reálném vyjádření mzdy zhruba stagnovaly. Podobným tempem jako v celé eurozóně rostly mzdy také v Německu a ve Francii, tedy v zemích významných pro zahraniční obchod ČR.

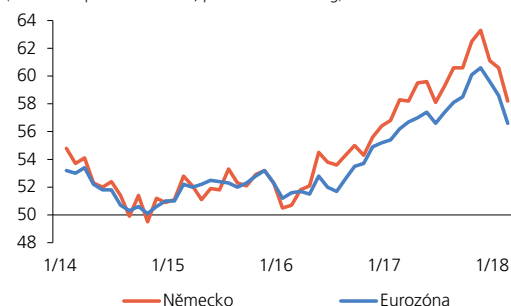
Nízké tempo růstu mezd v zemích s vysokou nezaměstnaností není překvapivé vzhledem k volným kapacitám v ekonomice. Přestože nezaměstnanost v posledních letech klesala ve všech zemích eurozóny, míra nezaměstnanosti zůstává v zemích jižního křídla nad hodnotami zaznamenanými před krizí. Celková míra nezaměstnanosti

GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

PMI v eurozóně i v Německu signalizuje zpomalení doposud vysokého tempa růstu

(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)

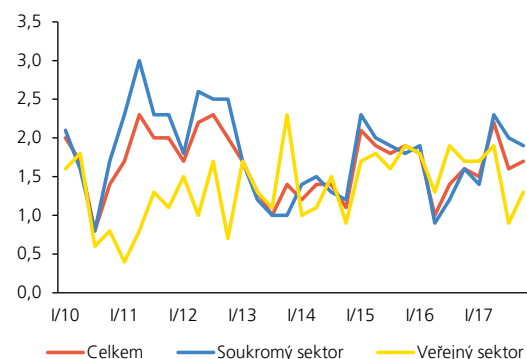


GRAF 1 (BOX)

NOMINÁLNÍ HODINOVÉ MZDY V EUROZÓNĚ

Přes zrychlující růst ekonomiky a snižující se nezaměstnanost zůstávají mzdové tlaky utlumené

(meziroční změny v %; pramen: Eurostat)

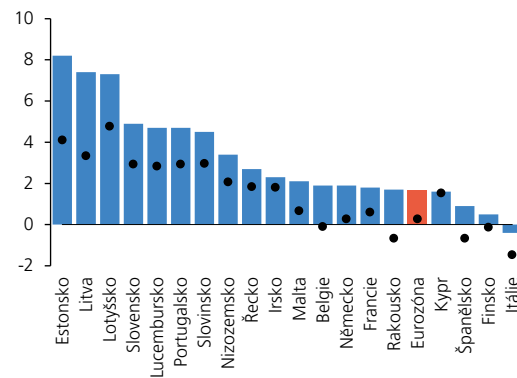


GRAF 2 (BOX)

HODINOVÉ MZDY V ZEMÍCH EUROZÓNY VE ČTVRTÉM ČTVRTLETÍ 2017

Tempa růstu mezd se napříč jednotlivými zeměmi eurozóny výrazně liší

(meziroční změny v %, sloupce – nominální růst, tečky – reálný růst; pramen: Eurostat, výpočet ČNB)



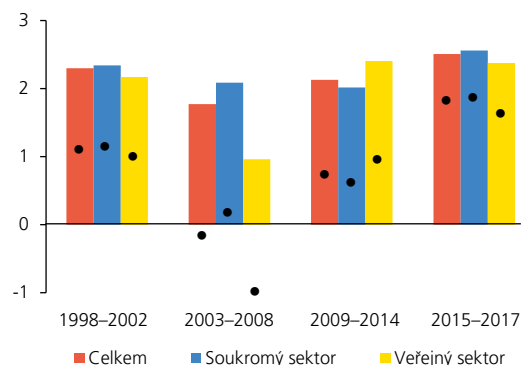
2 Jako indikátor růstu mezd BOX 1 používá meziroční růst hodinových mzdových nákladů. Tento ukazatel není přímo srovnatelný s růstem mezd v ČR, který komentuje Zpráva o inflaci v kapitole III.3.

GRAF 3 (BOX)

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ A REÁLNÉ HODINOVÉ MZDY V NĚMECKU

V důsledku nízké inflace byl růst reálných mezd z historického pohledu v posledním období relativně vysoký

(meziroční změny v %; sloupce – nominální růst, tečky – reálný růst; pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

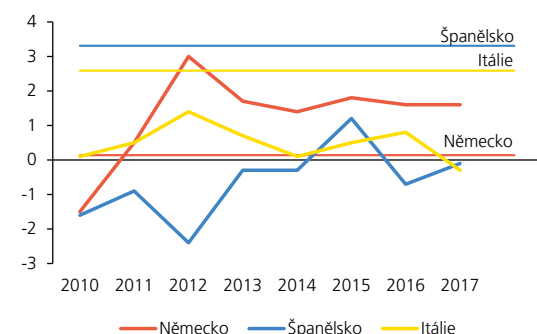


GRAF 4 (BOX)

JEDNOTKOVÉ MZDOVÉ NÁKLADY VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EUROZÓNY

Růst jednotkových mzdových nákladů v Německu je v období po finanční krizi vyšší než před ní, a to na rozdíl od zemí jižního křídla

(meziroční změny v %; horizontální čáry – průměrný růst v období 2002–2008; pramen: Eurostat, výpočet ČNB)



navíc volné kapacity v ekonomice podhodnocuje vzhledem k existenci nedobrovolných zkrácených úvazků. Dle odhadů ECB³ se šířeji pojatá míra nezaměstnanosti v eurozóně pohybovala téměř o 5 procentních bodů nad oficiální mírou nezaměstnanosti.

Naopak v Německu, kde nezaměstnanost dosahuje na historická minima, vzbuzuje mírné tempo růstu mezd pozornost.

Z historického pohledu ale nelze současný mzdový růst v Německu hodnotit jako znepokojivě nízký. Při srovnání dynamiky mezd ve čtyřech obdobích od roku 1998 (Graf 3) si mzdy vedly právě v posledním období nejlépe, a to zejména v reálném vyjádření vlivem nízké inflace. Období od roku 1998 do roku 2002 bylo charakteristické nízkým ekonomickým růstem a relativně vysokou nezaměstnaností, na kterou reagovaly reformy trhu práce (Hartz I–III) v navazujícím období 2003–2008. V této době také došlo k reálnému poklesu mezd ve veřejném sektoru. Po finanční krizi pak Německo dosahovalo paradoxně vyššího mzdového růstu než v předkrizovém období.

Vývoj mezd v Německu, který je navzdory historicky nízké nezaměstnanosti umírněný, lze vysvětlit několika faktory.

Velkou roli tu hraje migrace z východní Evropy, Itálie a Španělska⁴, která vzrostla především v souvislosti s finanční a dluhovou krizí. Pracovníci z těchto zemí zvyšují nabídku práce, přičemž jejich tlak na růst mezd může být oproti stávajícím pracovníkům nižší. Slabší vyjednávací sílu, a tedy i menší tlak na růst mezd, mají také zaměstnanci se zkrácenými úvazky, jejichž podíl na pracující populaci dosahuje téměř 30 %. Aktuálně navíc odbory kladou vyšší důraz na zkrácení pracovní doby a pro zaměstnance je často rovnováha mezi pracovním a soukromým životem důležitější než vyšší nárůst mezd. Určitou roli hraje také mechanismus stanovování mezd, který obsahuje jak v Německu, tak v jiných zemích vzádnostní prvky a v současnosti pravděpodobně reflektuje dlouhé období nízké pozorované inflace. Pomalý růst nominálních mezd odráží v neposlední řadě rovněž relativně slabou dynamiku produktivity práce v posledních letech.

Pozorovaná různorodost mzdového vývoje v zemích eurozóny je projevem korekce nerovnováh z doby před finanční krizí.

Po odeznění finanční a dluhové krize probíhá v zemích jižního křídla postupný proces obnovy konkurenceschopnosti, který se projevuje mj. poklesem či pouze mírným růstem jednotkových nákladů práce (Graf 4). K tomuto vývoji přispěly také reformy trhu práce, které země jižního křídla provedly. Ve srovnání s těmito zeměmi je nárůst jednotkových nákladů práce v Německu vyšší. Obrátil se tak vývoj zaznamenaný v letech 2002–2008, kdy země jižního křídla konkurenceschopnost oproti Německu ztrácely (viz horizontální čáry v grafu). V tomto prostředí

³ Economic Bulletin 3/2017, ECB

⁴ Čistý příliv obyvatel z těchto zemí v letech 2010–2016 dle Destatisu (Spolkový statistický úřad v Německu) činil 1,4 mil.

by návrat k inflačnímu cíli ECB urychlilo, kdyby nárůst mzdových nákladů v Německu zřetelně překročil 2 %. Vývoj v tomto směru naznačuje například únorový výsledek kolektivního vyjednávání odborové organizace IG Metall, zastřešující asi 3,9 milionu zaměstnanců, který počítá s nárůstem mezd o 4,3 %.

Dostupné výhledy růstu mezd pro eurozónu a především pro Německo ale nepočítají s jejich brzkým výraznějším zrychlením.

S vědomím určitých omezení při srovnávání mzdových ukazatelů pro různé země očekává únorový CF⁵ zrychlení růstu hodinových mzdových nákladů v eurozóně v letošním roce na 2 % a v příštím roce na 2,3 %. Stejný růst mezd pro letošní rok byl očekáván již v srpnovém CF, což dokládá strnulost a ukotvenost mzdových očekávání na relativně nízké úrovni. V samotném Německu očekává dubnový CF nárůst vyjednaných mezd v produkčním sektoru na úrovni 2,8 % v letošním i příštím roce. Rostoucí napětí na trhu práce by mělo přispět k postupnému zrychlení růstu nominálních mezd zřetelněji až v roce 2019 (u vyjednaných mezd na 2,9 %).⁶

Tempo růstu HDP eurozóny v efektivním vyjádření⁷ postupně zpomalí k 2% úrovni (Graf II.1.4). Očekává se, že od počátku letošního roku bude dynamika eurozóny zvolňovat z vysokého tempa z konce předchozího roku. Za celý letošní rok se ekonomická aktivita v efektivní eurozóně zvýší o 2,5 %, v příštím roce pak její růst dále zpomalí na 2,1 %. V eurozóně jako takové se očekávají lehce nižší tempa růstu. Riziko výhledu směrem dolů představuje především možný nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu, který by měl – vzhledem k orientaci Německa na vývoz do USA – podstatně nepříznivější dopad na eurozónu v efektivním vyjádření než na eurozónu jako takovou.

II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Geopolitická rizika, pokles globálních zásob a silná poptávka v prvním čtvrtletí 2018 udržovaly ceny ropy zvýšené

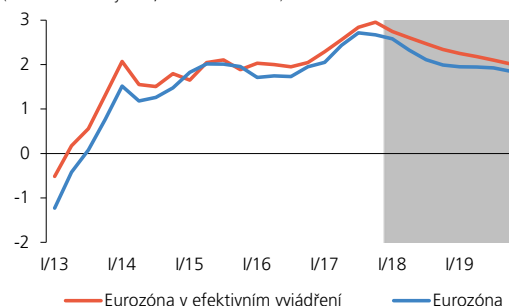
(Graf II.1.5). K dalším důvodům zvýšených cen patřil slabší dolar, vysoké čisté dlouhé pozice spekulativních fondů a nadále striktní dodržování dobrovolných produkčních kvót ze strany velkých producentů. Opačným směrem působily obavy z rostoucí těžby v USA a potenciální obchodní války mezi

GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně postupně zvolní ke 2 %

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

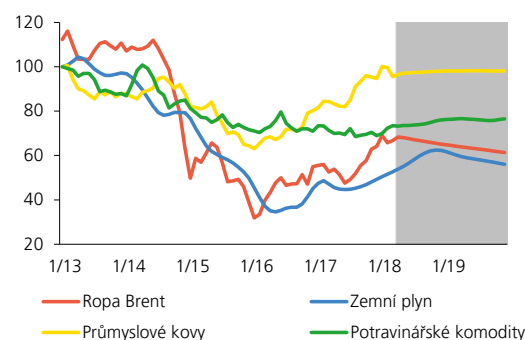


GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

Geopolitické napětí a pokles globálních zásob udržují ceny ropy od začátku letošního roku na zvýšené úrovni, jejich výhled ale zůstává klesající

(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2013 = 100], průměrná cena zemního plynu v Evropě, pramen: Bloomberg, Světová banka, výpočet ČNB)

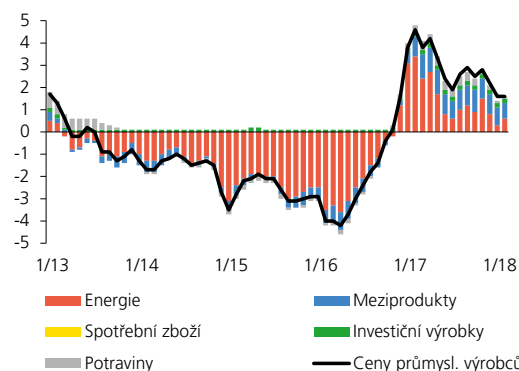


GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBKŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobků na začátku letošního roku zvolnil v důsledku sníženého příspěvku cen energií

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



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

5 CF zveřejňuje vždy v únoru a v srpnu přehled očekávaných trendů v růstu produktivity a mezd ve vybraných zemích.

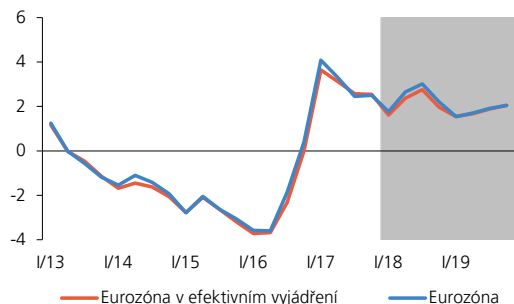
6 Monthly Report, December 2017, Deutsche Bundesbank

7 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 dubnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 9. dubnu 2018. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců bude kolísat kolem 2 %
(meziročně v %, sezonně očištěno)



USA a Čínou. Dle IEA byly komerční zásoby ropy v zemích OECD v únoru již jen 30 mil. barelů nad pětiletým průměrem (a zásoby ropných produktů již pod ním). Pokud by OPEC udržel těžbu na současné úrovni, docházelo by ve zbytku letošního roku k čerpání globálních zásob tempem 0,6 mil. barelů denně. Tržní křivka na základě futures kontraktů na ropy Brent má nadále negativní sklon a implikuje pro letošní a příští rok průměrné ceny 67, resp. 63 USD/barel. Dubnový CF očekává spíše stagnaci poblíž 65 USD/barel. Rovněž předpověď EIA je přibližně stabilní s očekávanou průměrnou cenou pro letošní i příští rok 63 USD/barel. Evidentně tak nezahrnuje aktuální rizikovou prémii, plynoucí z napjatého geopolitického vývoje ve světě, a spíše klade důraz na očekávaný budoucí růst produkce ropy v USA.

Rostoucí trend souhrnného indexu cen neenergetických komodit se v prvním čtvrtletí 2018 zastavil (Graf II.1.5). Vývoj dílčích indexů byl protisměrný. Index cen potravinářských komodit se v lednu odrazil od mnohaletých minim a jeho rostoucí výhled tak z větší části přispívá k rostoucímu výhledu celkového indexu. Index cen průmyslových kovů se naopak z lednového pětiletého maxima snížil. Příčinou bylo zpomalení zpracovatelského průmyslu zejména ve vyspělých zemích a nejistota ohledně obchodních vztahů mezi USA a Čínou. Proti většímu poklesu cen průmyslových kovů působí slabší dolar. Výhled indexu cen kovů naznačuje zhruba jeho stabilitu poblíž aktuálních hodnot.

Růst cen průmyslových výrobců v eurozóně na začátku letošního roku zvolnil vlivem zpomalení růstu cen energií. Meziročně přitom dosáhl v lednu i únoru 1,6 % (Graf II.1.6). Nejvíce k celkovému růstu přispěly ceny meziproduktů. U nejvýznamnějších obchodních partnerů ČR (Německo a Slovensko) byl vývoj protisměrný; v únoru meziroční růst cen průmyslových výrobců v Německu dále zpomalil na 1,8 %, na Slovensku naopak zrychlil na 2,7 %.

Výhled cen průmyslových výrobců předpokládá kolísání jejich dynamiky okolo 2 % (Graf II.1.7). V růstu cen se nadále budou projevovat poptávkové tlaky pramenící z robustního ekonomického růstu zemí eurozóny. Tyto tlaky však na horizontu prognózy lehce oslabí. To bude společně s očekávaným relativně silným kurzem eura vůči americkému dolaru a pozvolna klesající trajektorií ceny ropy Brent brzdit růst cen průmyslových výrobců. Výhled pro letošní rok tak očekává průměrný růst výrobních cen v efektivní eurozóně ve výši 2,2 %, pro rok 2019 pak 1,8 %.

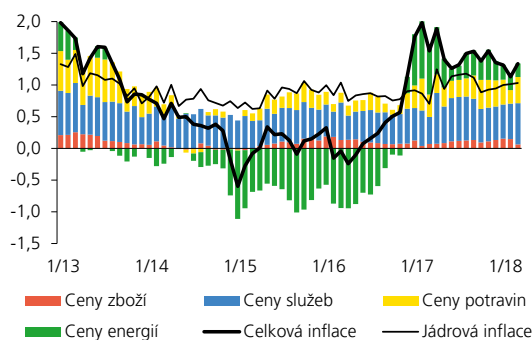
Inflace spotřebitelských cen v eurozóně zůstala v prvním čtvrtletí 2018 přibližně stabilní. V březnu mírně vzrostla na 1,3 % (Graf II.1.8), a nadále se tak nacházela pod definicí cenové stability ECB. Inflace byla přitom tažena zejména cenami služeb a potravin. Jádrová inflace setrvala v březnu na 1 %.

Efektivní ukazatel spotřebitelské inflace v eurozóně se bude na celém horizontu prognózy nacházet lehce pod 2% úrovní (Graf II.1.9). Inflace u nejvýznamnějších obchodních partnerů ČR bude ve

GRAF II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace byla v prvním čtvrtletí tažena zejména cenami služeb
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

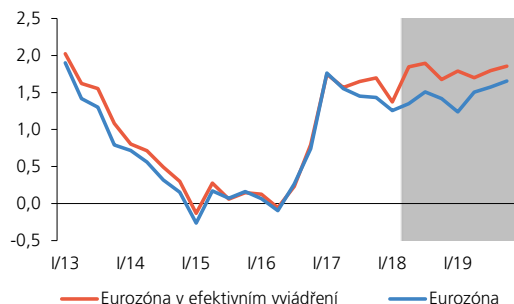


Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě indexu HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

GRAF II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace se bude nadále nacházet pod cílem ECB
(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



srovnání se zbytkem eurozóny vyšší, a proto se bude i ukazatel inflace v efektivním vyjádření pohybovat nad standardním ukazatelem pro eurozónu jako takovou. Ten se bude nadále nacházet pod definicí cenové stability, takže měnová politika ECB se bude k normálu vracet jen pozvolna.

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR se podle tržního výhledu zdola přiblíží nulové hranici až v závěru roku 2019 (Graf II.1.10). V průběhu roku 2018 zůstane na současné úrovni -0,3 %, což je v souladu s předpověďmi analytiků v rámci šetření dubnového CF. Výhled odráží záměr ECB ponechat základní sazby na stávající úrovni po delší dobu i po ukončení programu nákupů aktiv, k čemuž dojde nejdříve v září 2018.⁸ Na březnovém zasedání ECB nastavení měnové politiky nezměnila, ale z doprovodného prohlášení byla vypuštěna zmínka o možném zvýšení objemu měsíčních nákupů aktiv. Výnos německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností by měl dle dubnového výhledu CF postupně růst na 1,5 % v závěru roku 2019 (Graf II.1.11).

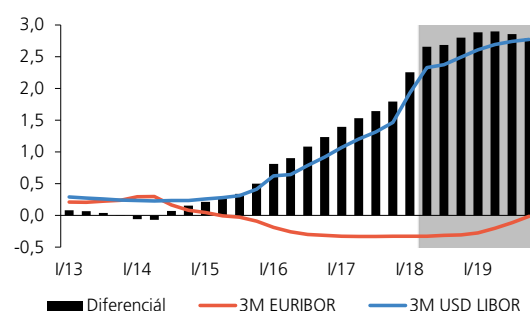
Úroková sazba 3M USD LIBOR se bude dle tržního výhledu zvyšovat v souvislosti s dalším zpřísňováním měnové politiky USA (Graf II.1.10). V souladu s očekáváním bylo na březnovém zasedání Fedu zvýšeno pásmo základní sazby o 25 bazických bodů na 1,50 až 1,75 %, přičemž dle mediánu odhadů členů FOMC lze letos očekávat další dvě zvýšení po 25 bazických bodech. Aktuální tržní výhled očekává postupný nárůst sazby 3M USD LIBOR až na 2,8 % na konci roku 2019. Zpřísňení měnové politiky ale může být v roce 2019 ještě výraznější, což naznačují výhledy členů FOMC a zápis z březnového jednání. Výnos desetiletého amerického vládního dluhopisu by podle dubnového CF měl vzrůst na 3,4 % (Graf II.1.11). Výnosový diferencál vůči německému vládnímu dluhopisu se stejnou splatností by se měl pohybovat okolo 2 procentních bodů.

Kurz eura vůči americkému dolaru by se měl dle dubnového CF nacházet poblíž současné posílené úrovně (Graf II.1.12). V průběhu prvního čtvrtletí 2018 se kurz pohyboval v pásmu 1,22 až 1,25 USD/EUR a krátkodobě byl ovlivněn výrazným nárůstem volatility na akciových trzích v USA a zvýšením geopolitických rizik. Spekulace ohledně možného výraznějšího zpřísňení měnové politiky Fedu dolar podporovaly. Směrem k oslabení dolaru naopak působilo zavedení dovozních cel ze strany USA a Číny. Slabší dolar (silnější euro) ale představuje podstatné protiinflační riziko pro ECB v situaci, kdy oživení v eurozóně není doprovázeno nárůstem inflačních tlaků. V nominálním efektivním vyjádření by mělo euro vůči měnám hlavních obchodních partnerů eurozóny zůstat stabilní na stávající úrovni.

GRAF II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

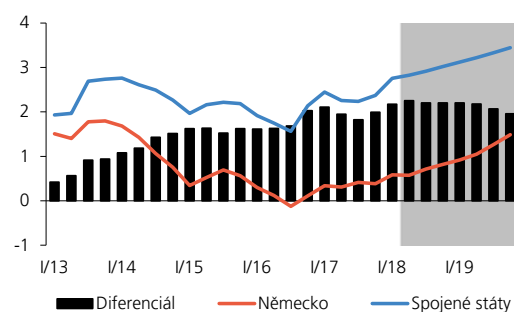
Zpřísňování měnové politiky v USA dále zvýší rozpětí mezi sazbami peněžního trhu ve Spojených státech a eurozóně (v %, rozdíl v procentních bodech)



GRAF II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

Diferencál mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu se v horizontu dvou let jen nepatrně sníží (v %, rozdíl v procentních bodech)

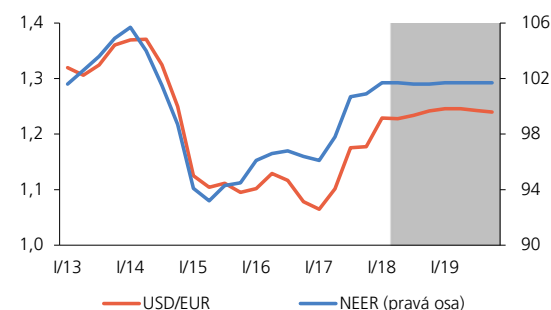


GRAF II.1.12

KURZ EURA

Dubnový CF očekává stabilitu kurzu amerického dolaru vůči euru poblíž 1,24 USD/EUR

(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2012 = 100, pravá osa)



⁸ 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.

TAB. II.2.1

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

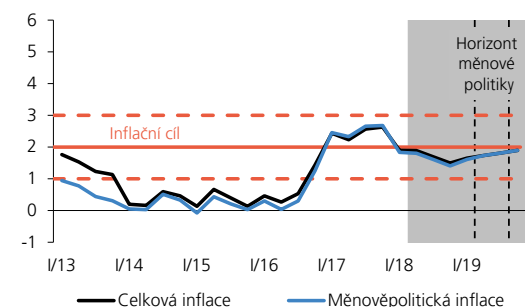
Celkový výhled ekonomiky zůstává pozitivní
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.
Celková inflace	2,5	1,7	1,8
HDP	4,6	3,9	3,4
Průměrná nominální mzda	7,0	7,9	5,6
Měnový kurz (CZK/EUR)	26,3	25,0	24,4
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,4	0,9	1,6

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

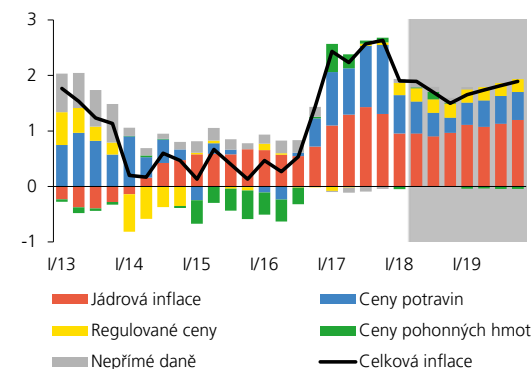
Inflace se bude nacházet v dolní polovině tolerančního pásma, koncem roku 2019 se vrátí k cíli
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNOZA

K inflaci budou nadále nejvíce přispívat jádrová inflace a v menší míře i ceny potravin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

II.2 PROGNOZA

Inflace se letos bude pohybovat mírně pod 2% cílem. Na horizontu měnové politiky se vrátí do jeho těsné blízkosti. Regulované ceny porostou jen mírně. Proinflační tendence bude naopak nadále vytvářet napjatá situace na trhu práce v prostředí rychlého ekonomického a mzdového růstu. Ekonomiku budou podporovat stabilně rostoucí zahraniční poptávka, svižná spotřeba domácností a silná investiční aktivita. Dynamika HDP sice zpomalí, přesto bude v letošním i příštím roce zřetelně přesahovat 3 %. Rostoucí poptávka po práci se při stále zřetelnějším nedostatku volné pracovní síly projeví pokračujícím robustním růstem mezd. Kurz koruny dle prognózy dále posílí především vlivem kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně a pokračující dlouhodobé reálné konvergence. S prognózou je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb a od přelomu letošního a příštího roku jejich další růst.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace se bude pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma 2% cíle, koncem roku 2019 se k němu vrátí (Graf II.2.1). Zpomalení inflace na začátku letošního roku ovlivnily především ceny potravin a jádrová inflace. Růst regulovaných cen naproti tomu zrychlil, stále však zůstává poměrně nízký (Graf II.2.2). K mírnému zpomalování inflace bude v letošním roce nadále přispívat posilování kurzu. V roce 2019 dovozní ceny naopak budou podporovat návrat inflace zdola zpět k cíli. V souhrnu v letošním i příštím roce celková inflace setrvá v dolní polovině tolerančního pásma cíle. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude nacházet v těsné blízkosti celkové inflace.⁹

Jádrová inflace zůstane v nejbližším období zhruba stabilní, v příštím roce se zvýší. Na jejím snížení těsně pod 2 % na přelomu minulého a letošního roku se podílelo odeznění jednorázových faktorů. Její vývoj zároveň ovlivňují klesající dovozní ceny, v nichž se promítá posilování měnového kurzu spolu s aktuálně zpomaleným růstem cen zahraničních výrobců. Pokles dovozních cen bude nadále působit především na ceny obchodovatelných statků. Bude však vyvažován silnými proinflačními tlaky z domácí ekonomiky, které ovlivní cenový růst zejména v sektoru služeb. V průběhu roku 2019 se pak jádrová inflace začne pozvolna zvyšovat až mírně nad 2 % (Graf II.2.3). Inflační působení domácí ekonomiky bude totiž přetrvávat, i když v nižší míře, a navíc se k němu přidá obnovený růst dovozních cen.

Dynamika cen potravin letos dále oslabí v návaznosti na odeznění rychlého růstu cen zemědělských výrobců. Ke zpomalení růstu cen

9 Dopad změn nepřímých daní do celkové inflace bude zanedbatelný, přičemž se předpokládá pouze již realizované harmonizační zvýšení daně na tabákové výrobky od ledna 2018 se souhrnným dopadem 0,1 procentního bodu do celkové inflace.

potravin zároveň bude nadále přispívat posílení měnového kurzu. V závěru letošního roku tak růst cen potravin poklesne až pod 1 %. V příštím roce by se pak jejich dynamika měla postupně navracet k úrovni 2 % v důsledku předpokládaného oživení růstu cen agrárních komodit v kombinaci s jen pozvolným posilováním měnového kurzu (Graf II.2.3).

Ceny pohonných hmot krátkodobě ožíví svůj růst, poté budou opět meziročně klesat. Dle krátkodobých indikátorů¹⁰ ceny pohonných hmot v dubnu 2018 v porovnání s předchozím měsícem mírně rostly. Prognóza očekává, že i v následujících měsících by se měly zvyšovat v návaznosti na pozorovaný nárůst cen ropy a benzínu, který bude pouze částečně kompenzován posílením kurzu CZK/USD. Od konce letošního roku by se ale ceny pohonných hmot měly znovu meziročně snižovat v souvislosti s předpokládaným poklesem světových cen paliv (Graf II.2.3).

K mírnému růstu regulovaných cen budou přispívat zejména vyšší ceny elektřiny. Prognóza očekává, že ceny plynu pro domácnosti budou v letošním roce ještě mírně meziročně klesat, neboť posílení kurzu koruny vůči dolaru a v předchozím období zvýšené marže prozatím vyvažují pozorovaný nárůst globálních cen této komodity. To v menší míře platí i pro ceny tepla, u nichž se předpokládá slabý meziroční růst až ve druhé polovině roku. Proti tomu bude působit rychlý růst cen elektřiny, stravování a zdravotnictví. V souhrnu tak regulované ceny vzrostou v letošním roce o 1,6 % (Tab. II.2.2). V roce 2019 již odezní záporné příspěvky všech složek, přesto regulované ceny lehce zvolní svou dynamiku v souvislosti s předpokládaným zmírněním růstu cen elektřiny.

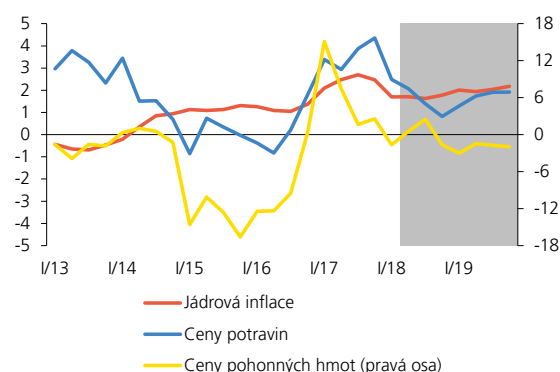
Kurz koruny dle prognózy dále posílí především vlivem kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Prognóza kurzu pro druhé čtvrtletí 2018 na úrovni 25,2 CZK/EUR zohledňuje dosavadní vývoj na devizovém trhu. Ten odráží převažující očekávání finančního trhu ve směru pouze pozvolného zvyšování domácích úrokových sazeb. Na posilování kurzu v dalších čtvrtletích pak bude působit kladný rozdíl úrokových sazeb vůči eurozóně a pokračující nákupy aktiv ze strany ECB do září letošního roku spolu se solidně rostoucí zahraniční poptávkou. Zpevňování koruny bude současně odrážet pokračující reálnou konvergenci české ekonomiky k zemím eurozóny, k níž přispívá svislý růst efektivity práce. V průběhu příštího roku bude kurz zpevňovat podstatně mírněji (na 24,3 CZK/EUR v závěru roku 2019; Graf II.2.4). To bude důsledkem postupně zpomalujícího růstu zahraniční poptávky a předpokládaného návratu ECB ke konvenční měnové politice.

S prognózou je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb a od přelomu let 2018 a 2019 jejich další růst. Úrokové sazby tak budou v průběhu příštího roku směřovat ke své dlouhodobě neutrální úrovni (tj. 3 % pro 3M PRIBOR; Graf II.2.5).

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

V letošním roce zvolní růst cen potravin, jádrová inflace zůstane zhruba stabilní, poté se mírně zvýší
(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Regulované ceny mírně porostou s přispěním většiny svých složek

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

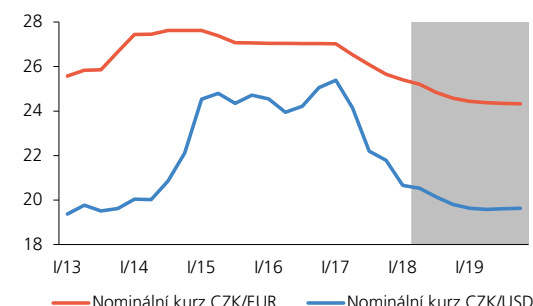
	2017		2018		2019	
	skut.	0,00	progn.	0,24	progn.	0,24
REGULOVANÉ CENY ^{a)}	0,0	0,00	1,6	0,24	1,5	0,24
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	0,3	0,01	2,9	0,12	2,0	0,09
ceny zemního plynu	-2,8	-0,08	-0,5	-0,01	0,0	0,00
ceny tepla	-1,6	-0,03	-0,1	0,00	0,8	0,01
vodné a stočné	1,4	0,01	1,7	0,01	1,9	0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	4,4	0,05	4,5	0,05	2,6	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.4

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Dle prognózy kurz dále posílí, zejména v letošním roce
(CZK/EUR a CZK/USD)

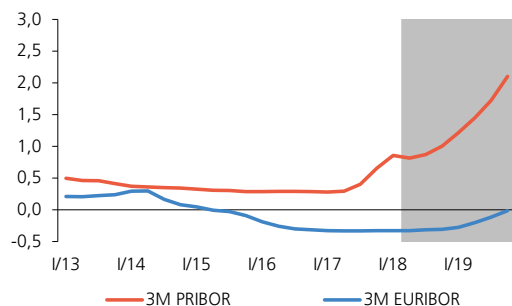


¹⁰ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

GRAF II.2.5

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb a od přelomu let 2018 a 2019 jejich další růst (v %)

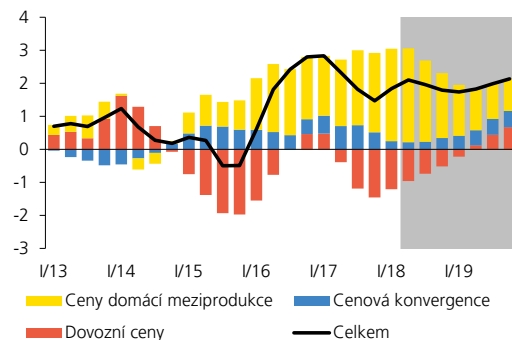


GRAF II.2.6

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky postupně mění svou strukturu; růst domácích nákladů zvolní a současně odezní protiinflační působení dovozních cen

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

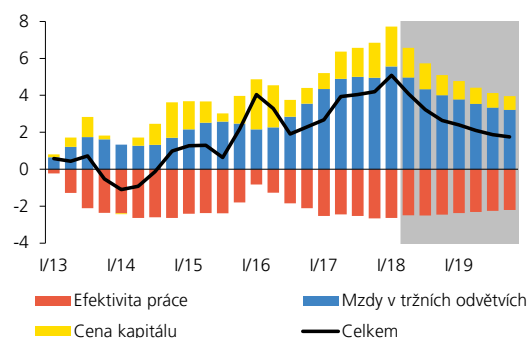


GRAF II.2.7

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Domácí náklady porostou mírnějším tempem než v současnosti především v důsledku postupně se snižujících příspěvků mezd i ceny kapitálu

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



Hlavním omezením rychlejšího zvyšování domácích úrokových sazeb bude nadále velmi uvolněná měnová politika ECB.

II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové inflační tlaky jsou nadále poměrně silné, a to i přes protiinflační působení dovozních cen. Nedávné zvolnění růstu celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru odráželo zesilující protiinflační působení dovozních cen (Graf II.2.6). To souviselo s posilováním kurzu a výrazným snížením dynamiky zahraničních cen. Začátkem roku 2018 růst celkových nákladů opětovně mírně zrychlil, neboť protiinflační vliv dovozních cen oslaboval a naopak zesilovaly domácí inflační tlaky v důsledku setrvalého silného růstu reálné ekonomiky a dalšího urychlení dynamiky mezd. Zvyšování celkových nákladů ještě krátkodobě zrychlí. Následně se jejich růst bude pohybovat okolo 2 % v návaznosti na posilující kurz a postupné zmírňování domácích inflačních tlaků. Během roku 2019 se pak obnoví kladný příspěvek dovozních cen, který bude odrážet stabilní růst zahraničních cen při zřetelném zpomalování tempa posilování kurzu koruny. Naopak inflační tlaky z domácí ekonomiky budou dále zvolna slábnout vlivem postupného zpomalování ekonomického růstu i dynamiky mezd souběžně s pokračujícím zvyšováním efektivity práce. Příspěvek cenové konvergence se z momentálně snížené úrovně postupně zvýší.

V současnosti výrazné domácí inflační tlaky, odrážející zrychlený ekonomický i mzdový růst, se budou postupně zmírňovat.

Dynamika domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce na začátku letošního roku dosáhla vysoké úrovně ztlačené přesahující dlouhodobé rovnovážné tempo. To bylo dáno rychlým růstem nominálních mezd v tržních odvětvích. Zvýšila se také dynamika ceny kapitálu, v níž se odráží vývoj celkové ekonomické aktivity a zahraniční poptávky v rostoucí fázi cyklu. Tyto protiinflační tlaky však byly zčásti tlumeny rostoucí efektivitou práce, která odrážela zvýšenou investiční aktivitu soukromých firem. V následujících čtvrtletích se projeví zpomalování růstu mezd, které však bude jen pozvolné vzhledem k přetrvávajícímu pnutí na trhu práce, jež je patrné i ve výsledcích kolektivního vyjednávání ve firmách. Současně bude postupně zpomalovat i růst ekonomické aktivity, k čemuž přispěje mimo jiné zpřísnění měnových podmínek. Protiinflačně bude na celé prognóze působit ztlačené rostoucí efektivita práce díky pokračujícímu vysokému růstu investic do strojů a zařízení. Růst domácích nákladů tak bude celkově zvolňovat až ke 2 % na konci roku 2019 (Graf II.2.7).

Dynamika růstu zaměstnanosti zpomalí v návaznosti na nedostatek 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 rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti, bude jen částečně tlumeno slabým růstem pracovní síly. K němu bude i nadále přispívat postupné zvyšování zákonného důchodového věku. Nárůst počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude zvolňovat. Tento vývoj bude výsledkem zpomalujícího růstu počtu zaměstnanců, který bude v první polovině letošního roku navíc

doprovázen slabým poklesem průměrného úvazku. Poté převáží vliv cyklického napětí na trhu práce a průměrný úvazek se naopak začne mírně zvyšovat.

Aktuálně rekordně nízká míra nezaměstnanosti již dále výrazně neklesne. Obecná míra nezaměstnanosti se sníží již jen mírně a v roce 2019 se přiblíží ke 2 % (Graf II.2.8). Mírný pokles prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob. Ten bude odrážet zpomalující snižování počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pozvolném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Napětí na trhu práce bude letos udržovat mzdovou dynamiku v tržních odvětvích na vysoké úrovni, následně mzdy zvolní. Na počátku letošního roku mzdový růst dle prognózy dále zrychlil. K tomu vedle napjatého trhu práce přispělo další navýšení minimální mzdy¹¹. V důsledku toho se mzdová dynamika v tržních odvětvích na začátku roku 2018 pohybovala těsně nad 8% hladinou (Graf II.2.9). V dalších čtvrtletích bude růst mezd postupně zvolňovat, mimo jiné i s přispěním zpříšňování měnových podmínek a snahy firem o zachování cenové konkurenceschopnosti. Avšak i nadále se bude tempo růstu mezd pohybovat nad předpokládanou dlouhodobě rovnovážnou 5% úrovní.¹² Prognóza zároveň letos očekává pokračování výrazného meziročního mzdového růstu v netržních odvětvích, který odráží navýšení platů ze strany vlády v listopadu 2017. Prognóza nicméně předpokládá, že takto výrazné navýšení mezd se již nebude v závěru letošního roku opakovat, a jejich růst se proto v netržní části ekonomiky v roce 2019 sníží mírně nad 4 %.

II.2.3 Ekonomická aktivita

Růst HDP zpomalí z vysokých loňských hodnot, i tak ale bude v letošním a příštím roce znatelně přesahovat 3 %. Domácí ekonomická aktivita je dlouhodobě tažena především spotřebou domácností, k níž se již v průběhu minulého roku připojil zrychlený růst investic (Graf II.2.10). Obě složky odrážejí přetrvávající optimismus spotřebitelů a firem v prostředí vysoké dynamiky objemu mezd a platů, svižný růst zahraniční poptávky a s tím spojené pozitivní očekávání ohledně budoucího ekonomického vývoje. Výrazně kladné, i když postupně mírně klesající příspěvky těchto složek k růstu ekonomické aktivity se očekávají jak v letošním, tak i v příštím roce. Čistý vývoz bude naopak růst HDP tlumit. To bude souviset s dalším posílením kurzu koruny a zvyšováním domácí poptávky (s výjimkou tvorby zásob)

11 Od ledna 2018 se minimální mzda zvýšila z 11 000 Kč na 12 200 Kč. To přispělo k růstu průměrné mzdy v tržních odvětvích zhruba v rozsahu 0,4 procentního bodu. Odeznění tohoto efektu přispěje ke zpomalení růstu mezd v roce 2019.

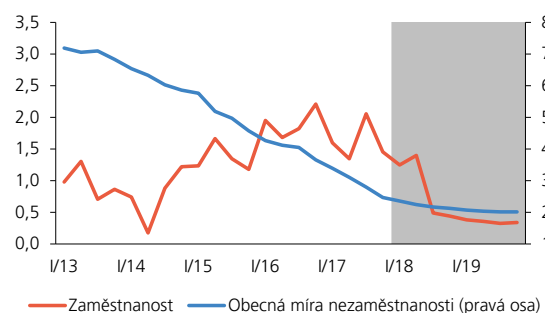
12 V prognóze je expertně zapracován silnější růst mezd ve druhé polovině letošního roku, který zčásti přetrvá i v roce 2019. Z toho plynoucí proinflační vliv je však výrazně tlumen expertním zvýšením růstu efektivity práce, což je v souladu s aktuálně vysokou dynamikou soukromých investic do strojů a zařízení i národohospodářské produktivity práce.

GRAF II.2.8

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale znatelně pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím téměř zastaví

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

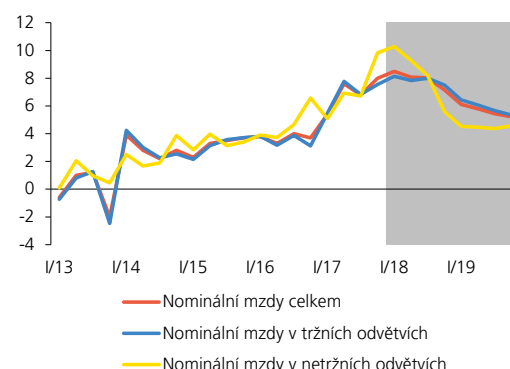


GRAF II.2.9

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

Růst mezd v tržních i netržních odvětvích dosáhne letos vrcholu, poté se bude postupně zmírňovat

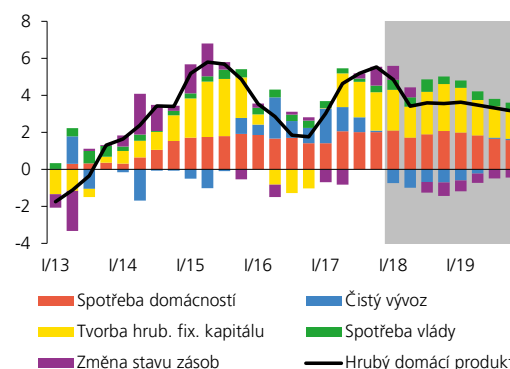
(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)



GRAF II.2.10

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

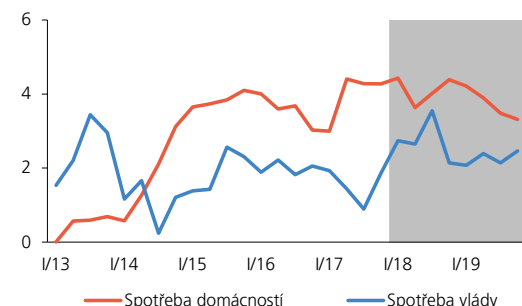
K růstu HDP budou na celém horizontu prognózy přispívat spotřeba a investice, příspěvek čistého vývozu bude záporný
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.11

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

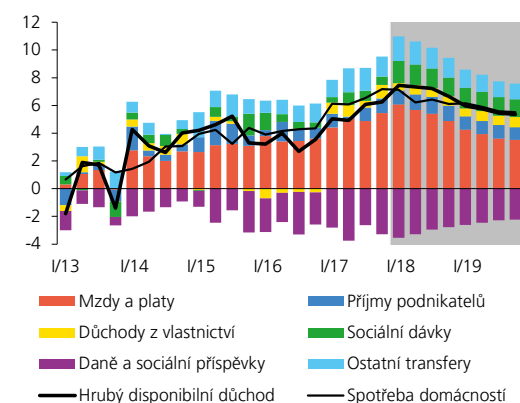
Svížné tempo růstu spotřeby domácností bude předstihovat dynamiku reálné vládní spotřeby (meziroční změny v %, seznámené očištěno)



GRAF II.2.12

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

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



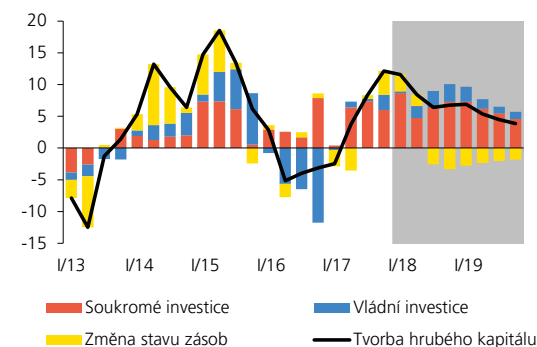
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF II.2.13

ROZKLAD INVESTIC

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

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



zrychlujícím dovoz. V souhrnu HDP letos vzroste o 3,9 %, v příštím roce jeho tempo zvolní na 3,4 %.

Růst spotřeby domácností bude odrážet silnou dynamiku objemu mezd a platů i dalších příjmů. Meziroční růst spotřeby domácností na počátku letošního roku dle prognózy lehce zrychlil a s dílčími výkyvy zůstane svižný na celém horizontu prognózy (Graf II.2.11). Výdaje domácností budou taženy silnou dynamikou disponibilního důchodu v návaznosti na výrazný růst objemu mezd a platů i zvyšující se příjmy podnikatelů (Graf II.2.12). Vzroste i příspěvek důchodů a sociálních dávek. Během letošního roku růst spotřeby dosáhne v průměru 4,1 %, v příštím roce zvolní jen mírně na 3,7 %. To bude odrážet postupně zpomalující růst mzdových příjmů a zvýšení míry úspor při 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 výrazně nad 2 %, kde se udrží i v příštím roce (Graf II.2.11). Nominální spotřeba vlády bude tažena především růstem náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru, to však bude v reálném vyjádření tlumeno růstem deflátoru vládní spotřeby. Prognóza vládní spotřeby zahrnuje i plánovanou slevu na jízdné ve veřejné dopravě pro studenty a seniory.¹³

Růst tvorby hrubého kapitálu bude tažen soukromými i vládními investicemi. V loňském roce došlo k výraznému zrychlení investiční aktivity, a to souhrnným vlivem silného růstu soukromých fixních investic, obnoveného růstu vládních investic a v závěru roku také výrazné tvorby zásob. V letošním i příštím roce bude růst investic pokračovat, i když slabšími tempy (Graf II.2.13). Rostoucí zahraniční poptávka a napjatý trh práce vyvolají další soukromé investice v podnikovém sektoru, které podpoří zvyšování efektivity práce. Mírně brzdící vliv na investice bude mít postupné zvyšování úrokových sazeb od přelomu let 2018 a 2019. Vládní investice letos dále posílí, a to díky zrychlenému čerpání prostředků z fondů EU. Naopak odezní v současnosti výrazná tvorba zásob, jejichž příspěvek přejde do záporných hodnot. Růst celkových investic tak v letošním roce dosáhne 8 %. V roce 2019 pak dynamika soukromých i vládních investic mírně zvolní a tvorba zásob bude přispívat nadále záporně. Celkové investice tak porostou o 5 %.

Dynamika vývozu zboží a služeb zpočátku mírně zpomalí, poté se vrátí k tempům odpovídajícím vývoji zahraniční poptávky. Dočasný pokles dynamiky vývozu v první polovině letošního roku je způsoben mimo jiné zvolněním tempa vývozu automobilového průmyslu. V tomto odvětví prognóza neočekává opakování výjimečně silných údajů ze začátku loňského roku. V tom se vedle dočasného zpomalení poptávky projevuje i nedostatek volné pracovní síly a výrobních kapacit. Tento efekt

¹³ Rizikem prognózy vládní spotřeby na rok 2018 je odsunutí platnosti tohoto opatření z června na září letošního roku.

postupně odezní a vývoz zboží a služeb opět zrychlí, nadále však bude tlumen posílením kurzu i zvyšováním domácích mzdových nákladů. Vývoz zboží a služeb tak vzroste v roce 2018 o necelých 7 %, v roce 2019 pak jeho tempo zrychlí nad 8 % (Graf II.2.14).

Silný růst celkové domácí poptávky povede k dalšímu nárůstu dynamiky dovozu. Ta bude tažena především růstem dovozně náročných investic i spotřeby domácností. Dílčí vliv bude mít i posilující kurz. V souhrnu se tak letos dovoz zboží a služeb zvýší o necelých 9 %. Obdobným tempem poroste také v příštím roce (Graf II.2.14).

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude záporný v důsledku znatelného růstu investic a posílení koruny. Na začátku letošního roku přešel příspěvek čistého vývozu zřejmě do záporných hodnot, kde setrvá až do poloviny roku 2019. V tom se bude odrážet předstih dynamiky dovozu před vývozem.

II.2.4 Platební bilance

Přebytek běžného účtu za rok 2017 se oproti roku 2016 znatelně snížil, zejména vlivem růstu deficitu druhotných důchodů. V souhrnu dosáhl přebytek běžného účtu dle předběžných údajů hodnoty 54,2 mld. Kč (Tab. II.2.3), což v poměru k HDP představuje 1,1 %. Kladné saldo obchodní bilance se meziročně nepatrně snížilo zejména vlivem vyšších cen ropy. Bilance služeb naopak zvýšila svůj přebytek díky mírnému zlepšení salda všech dílčích bilancí. Malé meziroční zvýšení deficitu prvotních důchodů souviselo především s odhadovaným růstem záporného salda důchodů z investic. Ve směru zmírnění přebytku běžného účtu nejvýznamněji působil prudký růst deficitu druhotných důchodů spojený s poklesem příjmů z evropských fondů a růstem ostatních (především soukromých) transferů do zahraničí.

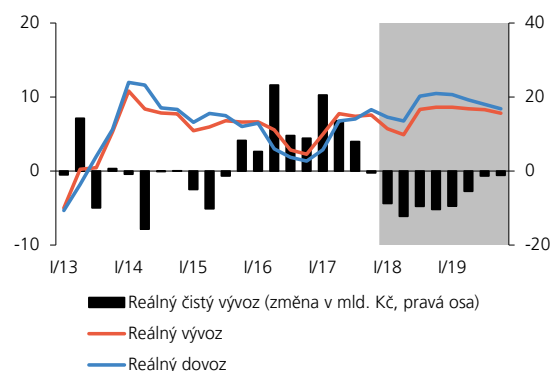
V letošním roce prognóza očekává stabilitu salda běžného účtu. V poměru k HDP jeho přebytek dosáhne 1 %. Přebytek bilance zboží zůstane na úrovni roku 2017, přičemž mírné zlepšení směnných relací u strojírenských výrobků bude vyváženo zejména zrychlením dynamiky domácí poptávky. K malému zvýšení dojde u kladného salda bilance služeb díky nepatrnému zlepšení sald všech dílčích bilancí. Ve směru zvýšení přebytku běžného účtu bude působit také snížení deficitu druhotných důchodů v souvislosti s vyšším čistým čerpáním fondů EU. Na druhou stranu se mírně zvýší deficit prvotních důchodů, a to z důvodu očekávaného růstu záporného salda důchodů z přímých investic.

Pro rok 2019 je prognózován vyšší přebytek běžného účtu, lehce nad 1 % HDP. Očekávané mírné zlepšení 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 posilující koruny na tuzemský vývoz. Ke zvýšení přebytku běžného účtu přispěje i očekávaný růst příjmů z evropských fondů. Ve směru snižování přebytku běžného účtu budou naopak působit zejména rostoucí zisky nerezidentů z přímých investic a růst soukromých transferů do zahraničí.

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

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

Přebytek běžného účtu zůstane letos stabilní a v roce 2019 mírně vzroste (v mld. Kč)

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	54,2	55,0	65,0
Zboží	240,9	240,0	250,0
Služby	122,0	125,0	130,0
Prvotní důchody	-260,8	-270,0	-280,0
Druhotné důchody	-47,9	-40,0	-35,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	46,5	20,0	30,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	131,3	-255,0	-65,0
Přímé investice	-135,3	-100,0	-70,0
Portfoliové investice	-268,3	-190,0	-55,0
Finanční deriváty	-14,2	-	-
Ostatní investice	-711,5	-40,0	-40,0
Rezervní aktiva	1246,4	75,0	100,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

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. Celková výše přebytku kapitálového účtu však byla částečně snižována nákupem emisních povolenek rezidenty. Letos tyto jednorázové faktory odezní. Zároveň se projeví i vliv pomalého náběhu čerpání v prvních letech současného programového období. Přebytek kapitálového účtu se proto výrazně sníží. V roce 2019 pak jen mírně vzroste.

Vývoj na finančním účtu v roce 2017 ovlivnil masivní příliv krátkodobého kapitálu před ukončením kurzového závazku. Ten směřoval zejména do českých korunových vládních dluhopisů a krátkodobých korunových vkladů nerezidentů v tuzemských bankách. Ve druhé polovině roku pak docházelo k poměrně významným přesunům mezi jednotlivými korunovými aktivy v držení nerezidentů, na konci roku i k mírnému poklesu celkových korunových aktiv v držení nerezidentů. V důsledku vyššího úrokového diferenciálu vůči euru a bilančního kurzového zajištění zároveň mírně vzrostl zájem tuzemských firem o zahraniční dluhové financování.

V letošním roce se na finančním účtu výrazně sníží objem transakcí a mírně klesnou korunová aktiva nerezidentů. U dílčí bilance přímých investic se podstatně zmírní čistý příliv vlivem omezení přílivu dluhového kapitálu do ČR.¹⁴ Proti zmírnění záporného salda bude naopak působit mimo jiné očekávaná dezinvestice firmy ČEZ v Bulharsku. Čistý příliv portfoliových investic se výrazně zmírní. Kladný a dále rostoucí úrokový diferenciál koruny vůči euru a očekávané posilování kurzu koruny bude tlumit zájem rezidentů o investice v zahraničí a současně udržovat zájem nerezidentů o tuzemské dluhové cenné papíry, avšak ne v rozsahu roku 2017. Prognóza zahrnuje i předpokládané účetní operace bankovního sektoru v závěru roku s cílem optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.¹⁵ V rámci ostatních investic v podnikovém sektoru bude pokračovat čistý příliv kapitálu v důsledku zájmu domácích exportních podniků o cizoměnové úvěry¹⁶ a ochoty firem vlastněných nerezidenty udržovat finanční kapitál ve větší míře v ČR. Prognózovaný růst rezervních aktiv v letošním roce odráží předpokládané výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči EU.

V roce 2019 se očekávaný čistý přebytek na finančním účtu sníží. Čistý příliv přímých investic bude ovlivněn odezněním letošních mimořádných vlivů. Příliv portfoliových investic výrazně klesne, a to zejména v důsledku nižší držby vládních dluhopisů nerezidenty. Zároveň se zvýší zájem rezidentů o investice v zahraničí v návaznosti na zmírnění

14 Obrát v tocích dluhového kapitálu v rámci přímých investic byl patrný již ve druhé polovině roku 2017.

15 Ve stejném objemu jsou tyto operace s opačným znaménkem zaznamenány na účtu ostatních investic bankovního sektoru, který však není součástí prognózy.

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

očekávání ohledně posilování koruny. Čistý příliv dluhového kapitálu však bude nadále podporován relativně vysokým kladným diferencíalem mezi domácími a eurovými úrokovými sazbami. Prognózovaný vyšší růst rezervních aktiv oproti roku 2018 je spojen s očekávaným nárůstem výnosů z rezerv ČNB a meziročně vyšším kladným saldem operací vůči EU.

II.2.5 Fiskální vývoj

Přebytky veřejných rozpočtů odrážejí především nárůst daňových příjmů. Veřejné rozpočty loni hospodařily s historicky rekordním přebytkem ve výši 1,6 % HDP. V letošním i v příštím roce dosáhne přebytek vládního sektoru obdobné hodnoty (Tab. II.2.4). Příjmy vládního sektoru jsou vedle vlivu ekonomického růstu posilovány 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, pokračující růst vládních investic a zrychlené zvyšování sociálních transferů. Ty porostou v souvislosti se zavedením štedřejší valorizace penzí¹⁷, balíčku nových sociálních opatření¹⁸ a slevy na jízdné pro studenty a seniory. 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 ke 30 % HDP v roce 2019 bude důsledkem primárních přebytků vládního sektoru, nízkých úrokových sazeb z vládního dluhu a poměrně rychlého růstu nominálního HDP.

Působení fiskální politiky zůstane expanzivní (Tab. II.2.5). Po lehce kladném působení fiskální politiky v loňském roce bude fiskální impuls v letošním roce zřetelně kladný, a to ve výši 0,4 procentního bodu. Fiskální expanze bude souviset především s opatřeními podporujícími spotřebu domácností a se svižným růstem mezd ve vládním sektoru. Dynamiku české ekonomiky v roce 2018 podpoří i zrychlený růst vládních investic. Kladný fiskální impuls ve výši 0,3 procentního bodu očekává prognóza pro příští rok, kdy se v něm bude odrážet razantní zvýšení starobních důchodů a pokračující růst vládních investic.

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

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

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,4	40,5	40,6
Výdaje vládního sektoru	38,8	39,0	39,1
z toho: úrokové platby	0,7	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	1,6	1,5	1,5
z toho:			
primární saldo ^{a)}	2,3	2,2	2,1
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,1	0,0	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	1,5	1,5	1,4
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	0,1	0,5	0,5
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	1,4	1,1	1,0
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,6	-0,3	-0,1
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	0,1	0,3	0,4
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	1,4	1,2	1,1
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{e)}	0,5	-0,2	-0,2
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	34,6	32,2	30,1

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, realizované záruky 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 impuls bude nadále kladný, a to prostřednictvím podpory spotřeby domácností a růstu vládních investic
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

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

a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

17 Letos došlo k úpravě valorizačního vzorce, který zohledňuje jednu polovinu růstu reálných mezd namísto jedné třetiny, jak tomu bylo doposud. Dále se od příštího roku zvýší základní výměra důchodů na 10 % průměrné mzdy a seniorům nad 85 let se přidá částka 1000 Kč měsíčně, což zvedne výdaje na penze o 0,3 % HDP.

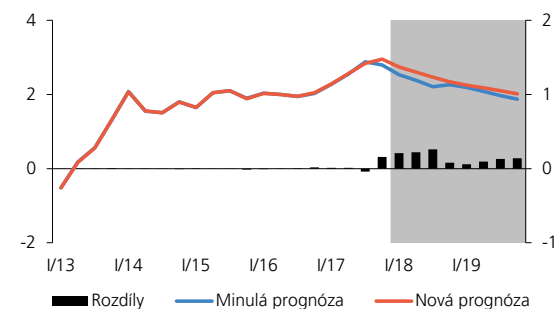
18 Jedná se o vyšší nemocenskou, zavedení otcovské dovolené, ošetřovatelského volna, vyšší přídatky na děti, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a vyšší péčovské dávky. Rozpočtový dopad vyjmenovaných opatření činí 0,25 % HDP.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY EFEKTIVNÍHO HDP EUROZÓNY

Vyšší pozorované hodnoty posouvají výhled zahraniční ekonomické aktivity nahoru

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



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Nejvýznamnější změnu vůči minulé prognóze představuje snížení výhledu inflace pro letošní rok, a to i přes mírně vyšší fundamentální inflační tlaky. Důvodem jsou hlubší pokles dovozních cen v závěru minulého roku, nižší pozorovaná inflace na počátku letošního roku a snížený výhled regulovaných cen. Tyto faktory celkově převažují nad mírně silnějšími inflačními tlaky, které plynou zejména z rychlejšího mzdového růstu, svižnější dynamiky domácí ekonomické aktivity a slabšího kurzu koruny vůči euru v letošním roce. V příštím roce pak kurz naopak posílí oproti minulé prognóze nepatrně více. Růst mezd setrvá ve srovnání s minulou prognózou na vyšších hodnotách, což však bude z velké části vyvažováno rychlejším zvyšováním efektivity práce. Prognóza inflace na horizontu měnové politiky se tak v souhrnu nemění, stejně jako výhled úrokových sazeb.

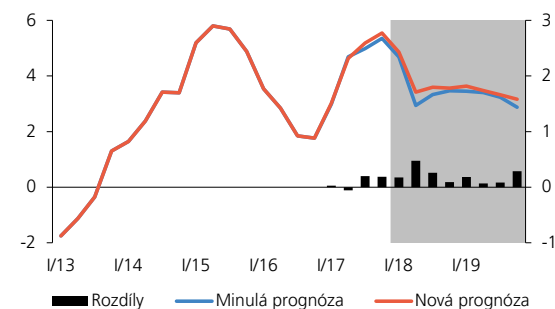
V rámci zahraničních veličin došlo k přehodnocení růstu ekonomické aktivity v eurozóně směrem nahoru (Graf II.3.1). Oproti minulé prognóze je výhled v letech 2018 a 2019 vyšší o 0,2, resp. 0,1 procentního bodu. Tento posun zohledňuje zejména vyšší pozorovaný růst HDP v eurozóně, který se promítl i do výhledu kurzu eura vůči americkému dolaru. Ten je pro letošní a příští rok ve srovnání s minulou prognózou zřetelně silnější. Výraznější cenové požadavky pramenící z vyššího ekonomického růstu zemí eurozóny při lehce vyšším výhledu ceny ropy Brent jsou v příštím roce převaženy právě silnějším eurem. Prognóza cen průmyslových výrobců se tak v příštím roce posouvá o 0,5 procentního bodu níže. Očekávání utlumenějšího cenového vývoje se odráží ve sníženém tržním výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR, zejména pak na jeho delším konci. Vzhledem k tomu, že nedošlo ke změně parametrů programu nákupu aktiv ECB, výhled stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR se posouvá ve stejném směru a rozsahu jako tržní výhled.

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)

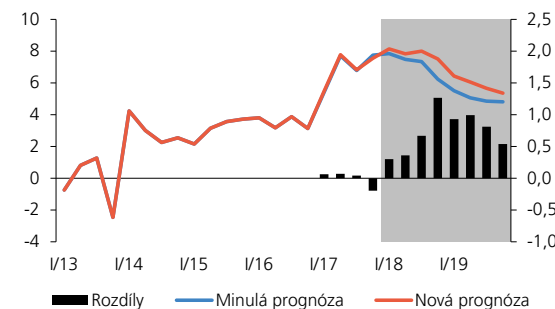


GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Podstatně vyšší predikce mezd na roky 2018 a 2019 zohledňuje pozorovaný vývoj na trhu práce a s ním související expertní úpravu

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



Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se v příštích dvou letech lehce zvyšuje (Graf II.3.2). V letošním roce za tím stojí především vyšší výhled zahraniční poptávky, který bude zvyšovat příspěvek čistého vývozu a soukromých investic. Kladně se na lehce zvýšené predikci růstu bude podílet i vyšší vládní spotřeba. Naopak příspěvek spotřeby domácností bude letos nižší v důsledku mírně slabších hodnot pozorovaných v závěru minulého roku. V příštím roce se předpokládá silnější fiskální impuls do spotřeby domácností a do vládních investic prostřednictvím evropských fondů. Také soukromé investice nadále porostou rychleji oproti minulé prognóze. V opačném směru bude na vývoj HDP působit nižší příspěvek čistého vývozu odrážející silnější domácí poptávku i měnový kurz.

Mzdová dynamika bude oproti minulé prognóze výrazně rychlejší, přičemž zohledňuje více napjatý trh práce (Graf II.3.3). Tato změna odráží robustnější ekonomický růst a vyšší výhled zahraniční poptávky. Vedle toho se v ní projevuje i expertní úprava zohledňující tlaky na růst mezd a předpokládaný rychlejší růst efektivity práce. Prognóza tak očekává silnější růst mezd ve druhé polovině letošního roku, který bude

trvalejší a následně se přenesl i do roku 2019. Z toho plynoucí proinflační vliv je však v prognóze výrazně tlumen expertním zvýšením růstu efektivity práce, což je v souladu s aktuálně vysokou dynamikou soukromých investic do strojů a zařízení. Celkově tak budou domácí inflační tlaky během letošního i příštího roku oproti minulé prognóze lehce silnější.

Prognóza inflace se letos snižuje, avšak na horizontu měnové politiky zůstává beze změny (Graf II.3.4). Snížení výhledu inflace v letošním roce je způsobeno jejími překvapivě nízkými hodnotami z počátku roku. K výraznějšímu než očekávanému zpomalení cenového růstu přitom došlo zejména v důsledku výpadku loňských jednorázových vlivů, které byly vyšší, než minulé prognóza předpokládala. Naopak fundamentální inflační tlaky se mírně zvyšují, což odráží vyšší domácí i zahraniční ekonomickou aktivitu, pozvolnější posilování kurzu v nejbližších čtvrtletích a nárůst celkových nákladů v důsledku mzdového vývoje; ten však bude výrazně kompenzován vyšší efektivitou práce. Růst regulovaných cen je pro rok 2018 přehodnocen směrem dolů vlivem nižšího růstu cen plynu na počátku roku. V roce 2019 se prognóza inflace téměř nemění. Proti očekávanému pozvolnějšímu růstu dovozních cen totiž bude působit rychlejší růst domácích mezd a poptávky. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní zůstávají beze změny, proto i výhled měnověpolitické inflace je v obou letech přehodnocen stejnou měrou jako u celkové inflace.

Kurz koruny je na začátku prognózy lehce slabší, poté se naopak posouvá na nepatrně silnější hodnoty (Graf II.3.5). Změna výhledu kurzu koruny v krátkém období odpovídá dosavadnímu tržnímu vývoji. V něm se odrazilo přehodnocení očekávání finančního trhu směrem k jen pozvolnému zvyšování domácích úrokových sazeb. V delším výhledu pak na pevnější kurz bude působit robustnější domácí i zahraniční ekonomická aktivita spolu s vyšší dynamikou efektivity práce a také více uvolněná měnová politika ECB v roce 2019.

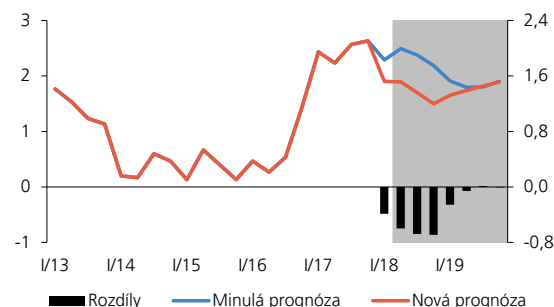
Trajektorie tržních úrokových sazeb se výrazně nemění (Graf II.3.6). Mírně nižší úrokové sazby pro první dvě čtvrtletí prognózy vyplývají zejména z více protiinflačních počátečních podmínek, které převažují nad změnou krátkodobé prognózy kurzu a vyšší zahraniční poptávkou. Působení počátečních podmínek je přitom dáno především nižší pozorovanou inflací v prvním čtvrtletí letošního roku. Vývoj úrokových sazeb je od konce letošního roku mírně ovlivněn expertním zvýšením mzdového růstu a efektivity, což odráží pozorovanou situaci na trhu práce a vývoj soukromých investic do strojů a zařízení. Tento rychlejší růst efektivity práce zmírňuje dopad nákladových tlaků plynoucích ze zvyšování mezd a zároveň tlačí na výraznější posilování kurzu koruny. Zatímco na přelomu let 2018/2019 lehce převládne vliv vyššího mzdového růstu, ve druhé polovině roku 2019 mírně převáží rychlejší dynamika efektivity práce.

GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se v letošním roce snižuje v návaznosti na pozorovaná data, v příštím roce jsou změny zanedbatelné

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

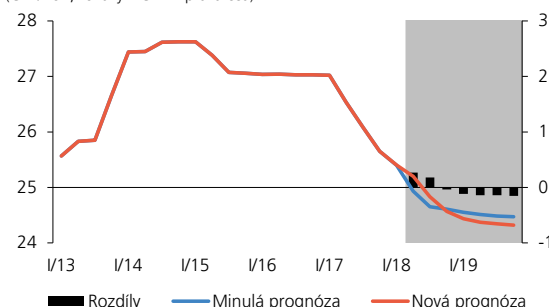


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Kurz bude zpočátku mírně slabší v důsledku vývoje pozorovaného na počátku druhého čtvrtletí, v delším horizontu posílí nepatrně více, než naznačovala minulá predikce

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

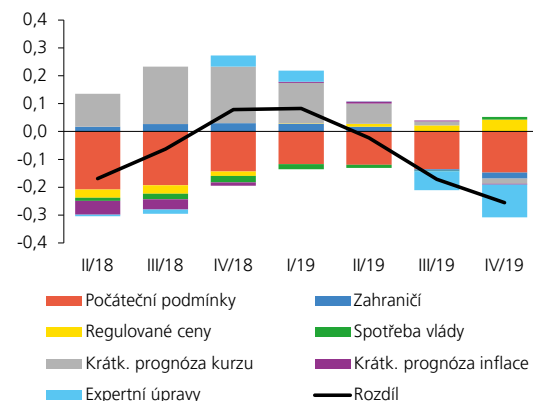


GRAF II.3.6

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Na výhled sazeb působí směrem dolů především počáteční podmínky, jejichž vliv je zhruba vyvažován krátkodobou prognózou kurzu

(3M PRIBOR, v procentních bodech)



II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada na svém květnovém zasedání vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. V průběhu zpracování prognózy byly identifikovány dvě hlavní nejistoty, se kterými se následně bankovní rada ztotožnila. První z nich souvisí se silou a skladbou celkových inflačních tlaků v podmínkách pokračujícího proinflačního působení domácí ekonomiky a rostoucí efektivity práce. Tato nejistota byla popsána citlivostním scénářem efektivity práce. Druhou nejistotou, která je zachycena standardním kurzovým citlivostním scénářem, zůstává vývoj měnového kurzu. Navíc bankovní rada identifikovala nejistotu spojenou s vývojem v zahraničí. Výhledy ostatních subjektů očekávají v ročním horizontu slabší kurz než prognóza ČNB při obdobné úrovni úrokových sazeb a mírně vyšším inflačním výhledu.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Síla a skladba celkových inflačních tlaků v podmínkách rostoucí efektivity práce představuje hlavní nejistotu prognózy. Prognóza zahrnuje významné dopady napjatého pracovního trhu a zvyšování efektivity práce na mzdový růst. Trh práce i efektivity ovlivňují mzdový růst v kladném směru, ovšem s odlišnými dopady do inflace a na reálnou ekonomiku. Zatímco napjatý trh práce působí proinflačně, protože představuje nejen poptávkový impuls, ale zvyšuje i náklady, rostoucí efektivity naopak představuje příznivý nabídkový šok a působí protiinflačně. Mzdový nárůst vyvažovaný vyšší efektivitou tak nemusí představovat inflační riziko. Prognóza přitom zachycuje nejpravděpodobnější vývoj obou faktorů, který je však zatížen nejistotou. Proto byl zpracován citlivostní scénář efektivity práce, jehož cílem je zjistit dopady odlišné struktury zdrojů mzdového růstu. V citlivostním scénáři je jejich skladba expertně upravena směrem k vyššímu příspěvku napjatého trhu práce a nižšímu podílu efektivity.

V citlivostním scénáři vyvolává napjatý trh práce při nižším růstu efektivity vyšší inflační tlaky ve srovnání s prognózou. Na to reaguje měnová politika zvyšováním sazeb a následně se tento vývoj v souhrnu promítá do mírně nižší reálné ekonomické aktivity oproti prognóze. Trajektorie měnového kurzu se v citlivostním scénáři příliš nemění, neboť se vzájemně téměř kompenzuje působení vyšších domácích úrokových sazeb a nižší efektivity práce. Výsledky simulace, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1. Varianta citlivostního scénáře s vyšším růstem efektivity má pak stejné výsledky, jen s opačným znaménkem.

Obecnou nejistotou prognózy, zachycenou standardním citlivostním scénářem, je vývoj měnového kurzu. Tento symetrický citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyv nominálního kurzu o ± 3 % při stejných úrokových sazbách v tomto čtvrtletí jako v prognóze. Hodnota kurzu je tak pro druhé čtvrtletí 2018 nastavena na 26,0 CZK/EUR, resp. 24,4 CZK/EUR, oproti 25,2 CZK/EUR v prognóze. Výsledky simulace ve variantě se slabším kurzem, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.2. Varianta scénáře se

TAB. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ EFEKTIVITY PRÁCE

Nižší efektivita práce v citlivostním scénáři vyvolává vyšší inflaci ve srovnání s prognózou, na což reaguje měnová politika růstem úrokových sazeb
(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	Růst HDP (v p. b.)	Růst efektivity práce (v p. b.)
II/18	0,1	0,1	0,0	-0,1
III/18	0,2	0,2	-0,1	-0,2
IV/18	0,2	0,3	-0,2	-0,4
I/19	0,2	0,3	-0,2	-0,5
II/19	0,1	0,3	-0,3	-0,5
III/19	0,1	0,3	-0,3	-0,5
IV/19	0,1	0,3	-0,2	-0,5

TAB. II.4.2

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)
II/18	0,0	0,0	0,2	0,8
III/18	0,1	0,3	0,2	0,3
IV/18	0,1	0,4	0,1	0,1
I/19	0,2	0,3	0,0	0,0
II/19	0,2	0,1	-0,2	0,0
III/19	0,1	0,0	-0,3	0,1
IV/19	0,1	0,0	-0,2	0,1

silnějším nominálním kurzem má stejné výsledky, jen s opačným znaménkem.

V citlivostním scénáři vede dočasně slabší měnový kurz k vyšší trajektorii úrokových sazeb než v 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. Inflation 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 tři hlavní nejistoty této prognózy. První z nich souvisí se silou a skladbou celkových inflačních tlaků v podmínkách napjatého trhu práce a protisměrně působícího růstu produktivity. Druhou nejistotou zůstává vývoj měnového kurzu. Třetí nejistota je spojena s vývojem v zahraničí. Jejím zdrojem je mimo jiné nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu, jejichž dopady jsou však zatím obtížně kvantifikovatelné. Vedle toho bankovní rada diskutovala pokles některých zahraničních předstihových ukazatelů reálné ekonomické aktivity.

II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání v ekonomice jsou i nadále pevně ukotvena 2% cílem ČNB. Inflation prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází jen nepatrně nad 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu leží inflační očekávání přesně na cíli. Také inflační očekávání podnikových manažerů se v obou uvedených horizontech nacházejí poblíž cíle centrální banky (Tab. II.4.3).

Indikátor domácnostmi vnímané inflace se mírně snížil. Jeho lehce kladná hodnota naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců sice pociťovaly nárůst cen, ale jen slabě (Graf II.4.1). Také indikátor očekávané inflace se posunul níže. Jeho úroveň 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.4.3). 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. Aktuální přehřívání české ekonomiky, jak současnou ekonomickou situaci v ČR někteří analytici hodnotí, by mělo být zmírňováno zpřísněním měnových podmínek. V ročním horizontu analytici v průměru prognózuji

TAB. II.4.3

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT, CF A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí u 2% cíle ČNB; růst ekonomiky bude podle analytiků zpomalovat

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

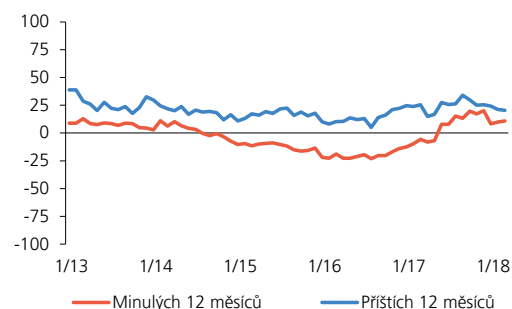
	12/17	1/18	2/18	3/18	4/18
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2018	3,2	3,4	3,5	3,4	3,5
Reálný HDP v roce 2019		2,9	2,8	2,9	2,9
Nominální mzdy v roce 2018	7,0	7,2	6,9	7,1	7,2
Nominální mzdy v roce 2019		5,0	5,0	5,2	5,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,8	24,7	24,7	24,6
2T repo (v %)	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3
1R PRIBOR (v %)	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,1			2,1	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,6			2,6	
CF:					
Reálný HDP v roce 2018	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5
Reálný HDP v roce 2019		2,8	3,0	3,0	3,0
Nominální mzdy v roce 2018	6,9	6,9	7,0	7,0	7,1
Nominální mzdy v roce 2019		5,2	5,4	5,5	5,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,0	25,0	24,9	24,8	24,8
3M PRIBOR (v %)	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátory vnímané i očekávané inflace jsou mírně kladné

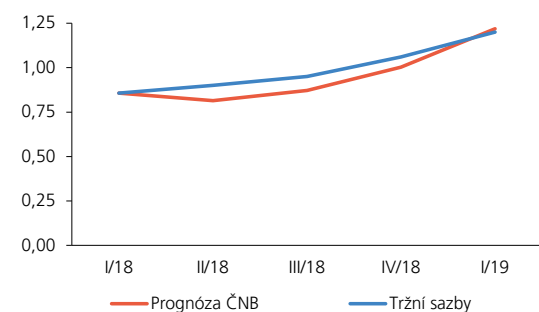
(saldo odpovědí, pramen: European Commission Business and Consumer Survey)



GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je zvolna rostoucí, v horizontu jednoho roku je v souladu se sazbami z prognózy ČNB (v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro I/18 a II/18 3M PRIBOR, pro III/18 až I/19 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 20. dubnu 2018.

posílení měnového kurzu koruny pod hladinu 25 CZK/EUR.¹⁹ Před květnovým zasedáním bankovní rady všichni analytici ze šetření IOFT očekávali, že na tomto zasedání ČNB ponechá základní úrokové sazby beze změny. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činí 1,3 %.

V porovnání s ČNB očekávají analytici mírně pomalejší růst HDP při mírně vyšší inflaci. Mzdová očekávání analytiků se ve srovnání s ČNB pohybují níže, zejména pro letošní rok. Výhled úrokových sazeb je obdobný, zatímco měnový kurz se v ročním horizontu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich jen pozvolný růst v ročním horizontu. S prognózou ČNB je konzistentní nejprve přibližná stabilita tržních úrokových sazeb a poté od přelomu letošního a příštího roku jejich další růst. V horizontu jednoho roku je tak tržní výhled v souladu s úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

¹⁹ Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 24,0–25,0 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,3–25,3 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Oproti prognóze z podzimu 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. Na počátku letošního roku však tyto jednorázové vlivy rychle odezněly a inflace se snížila v průměru na 1,9 %, tedy nepatrně pod cíl. S výhodou zpětného pohledu tak lze hodnotit měnovou politiku ČNB v minulém období jako přiměřenou. Snížení inflace bylo v prvním čtvrtletí dáno zejména utlumenějším růstem cen potravin a zvolněním jádrové inflace. V jádrové inflaci se však nadále nejvýrazněji projevují domácí inflační tlaky. Růst regulovaných cen byl na začátku roku podpořen zvýšením cen elektřiny. Posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru převážilo nad vlivem rychle rostoucích světových cen ropy, což ve výsledku přineslo mírný pokles domácích cen pohonných hmot. Vlivem posilování kurzu koruny vůči euru a zvolnění růstu výrobních cen v eurozóně došlo k prohloubení poklesu dovozních cen. To se promítlo jak do spotřebitelských cen, tak do zastavení růstu cen průmyslových výrobců. Proinflační působení domácí ekonomiky na druhou stranu vedlo ke zrychlení růstu cen stavebních prací i služeb pro podnikatelskou sféru.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

Inflace se v prvním čtvrtletí 2018 snížila pod prognózu ze Zol IV/2016²⁰, přičemž poklesla nepatrně pod cíl ČNB (Graf III.1.1). Prognóza ze Zol IV/2016 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 mírně přesáhnout 2% cíl. Rostoucí ekonomika a mzdy měly nadále působit na zvyšování domácích nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň mělo odeznít tehdejší protiinflační působení dovozních cen.

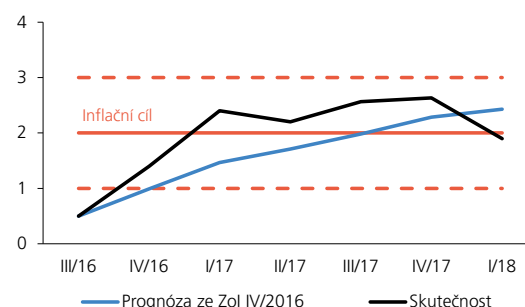
Celková inflace se téměř v celém období pohybovala nad prognózou, až počátkem letošního roku se dostala pod ni. V prvním čtvrtletí 2018 dosáhl tento rozdíl 0,5 procentního bodu (Tab. III.1.1). Tato záporná odchylka skutečnosti od predikce byla zaznamenána u všech složek spotřebitelského koše (s výjimkou dopadů změn nepřímých daní). Nižší než očekávaný byl především růst cen potravin, v menší míře to však

20 Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je vhodné zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro posouzení plnění cíle v prvním čtvrtletí 2018 je přitom nutné zkoumat období od léta 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 IV/2016 s následným vývojem.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se pohybovala nad prognózou, až letos se dostala pod ni
(meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Směrem dolů od predikce se v prvním čtvrtletí odchýlily všechny složky inflace s výjimkou dopadů změn nepřímých daní

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol IV/2016	Skutečnost 1. čtvrtletí 2018	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,4	1,9	-0,5
z toho:			
regulované ceny	1,7	1,4	-0,1
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,1	0,1	0,0
jádrová inflace ^{b)}	2,0	1,8	-0,1
ceny potravin ^{b)}	3,5	2,5	-0,3
ceny pohonných hmot ^{b)}	1,8	-1,6	-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)

		IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17	I/18
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	1,8	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8
	s	2,0	2,3	2,6	2,8	3,0	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-1,0	1,2	1,7	1,7	1,8	1,9
	s	0,0	3,6	3,1	2,6	2,5	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,11	1,10	1,09	1,09	1,09	1,09
	s	1,08	1,06	1,10	1,18	1,18	1,23
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	53,8	55,2	56,0	56,5	56,8	57,2
	s	51,1	54,6	50,8	52,2	61,5	67,2

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol IV/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)

		IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17	I/18
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	1,0	1,5	1,7	2,0	2,3	2,4
	s	1,4	2,4	2,2	2,6	2,6	1,9
3M PRIBOR (v %)	p	0,3	0,3	0,3	0,9	1,2	1,3
	s	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9
Kurz CZK/EUR ^{a)}	p	27,0	27,0	27,0	26,3	26,0	25,8
	s	27,0	27,0	26,5	26,1	25,7	25,4
Reálný HDP ^{b)}	p	3,1	3,4	3,1	2,7	2,4	2,5
	s	1,8	3,0	4,6	5,2	5,5	-
Nominální mzdy ^{c)}	p	4,4	4,7	5,0	5,0	5,0	4,7
	s	3,1	5,5	7,8	6,8	7,6	-

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

b) sezonně očištěno

c) v tržních odvětvích

platilo i pro jadrovou inflaci a růst regulovaných cen. Ceny pohonných hmot mírně poklesly, zatímco očekáván byl jejich nevýrazný růst.

Nejvýznamnější odchylku od prognózy z hlediska vnějších faktorů zaznamenal vývoj zahraničních výrobních cen. Jejich pokles odezněl rychleji, než bylo očekáváno, a následně rostly oproti prognóze výrazněji (Tab. III.1.2). To odráželo zejména silnější poptávkové tlaky pramenící z vyššího růstu ekonomické aktivity v eurozóně. Dynamika průmyslových cen byla nicméně od poloviny roku 2017 tlumena silnějším kurzem eura vůči americkému dolaru. Předpoklad stabilizace zahraničních úrokových sazeb v mírně záporných hodnotách²¹ se naplnil. V souhrnu vývoj v zahraničí působil – dle hodnocení jadrovým predikčním modelem ČNB – na tuzemskou inflaci zhruba v souladu s prognózou, z hlediska měnových podmínek však měl vliv ve směru většího posílení koruny a nižších domácích úrokových sazeb.

Domácí ekonomická aktivita přispívala k vyšší inflaci během roku 2017 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 IV/2016 byla délka kurzového závazku zkrácena o necelé jedno čtvrtletí. Měnový kurz setrval na hodnotách v blízkosti vyhlášeného závazku ČNB do 6. dubna 2017, kdy byl tento závazek ukončen; následně koruna postupně posilovala. Tržní úrokové sazby zůstaly zpočátku stabilní, následně reagovaly na trojí zvýšení základních sazeb ČNB počínaje srpnem 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 července 2016 do června 2017 jako přiměřenou. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Bankovní rada zpočátku hodnotila rizika prognóz jako vyrovnaná a poté jako vychýlená v mírně proinflačním směru. Pozorovaná inflace se téměř v celém období pohybovala nad 2% cílem ČNB (avšak v rámci tolerančního pásma), až v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku se snížila nepatrně pod cíl. Odchylky pozorovaného vývoje inflace od cíle ČNB za poslední dva roky vysvětluje BOX 2. Vedle srovnání prognózy celkové inflace ze Zol IV/2016 se skutečností tak nabízí alternativní pohled na plnění inflačního cíle.

21 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.

BOX 2 Zdroje odchylek inflace od 2% cíle ČNB

Tento box popisuje hlavní zdroje odchylek pozorovaného vývoje měnověpolitické inflace od 2% inflačního cíle. Analýza vychází z dat, která byla použita při přípravě prognózy pro Zol II/2018 a soustředí se na období posledních osmi čtvrtletí, tedy od druhého čtvrtletí 2016 do prvního čtvrtletí 2018. K analýze byl využit jádrový predikční model g3, a její výsledky jsou proto plně konzistentní s hodnocením počátečních podmínek aktuální prognózy. Výsledky současně poskytují další pohled na původ inflačních tlaků, kterým byla měnová politika v posledních dvou letech vystavena. Odchytky inflace od cíle jsou prezentovány formou rozkladu na příspěvky jednotlivých skupin faktorů (Graf 1).²²

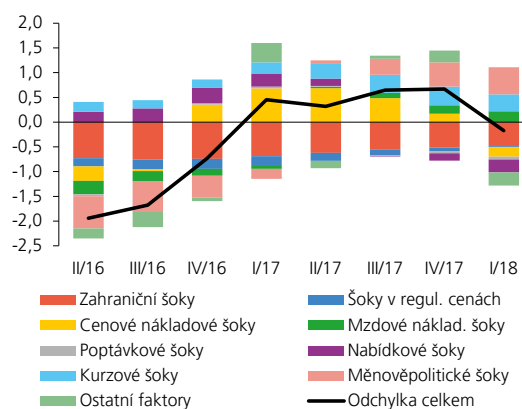
Nejvýznamnějším setrvalým zdrojem záporných odchylek od cíle byl v posledních dvou letech vývoj v zahraničí. V jeho rámci má nadále výrazný vliv pokračující uvolněná nekonvenční měnová politika ECB vytvářející tlak na posílení kurzu koruny vůči euru. Během roku 2016 přispíval protiinflačně také pokles cen zahraničních výrobců v efektivní eurozóně. Tento trend se však na začátku roku 2017 rychle obrátil, a výrobní ceny tak začaly přispívat ke zvyšování inflace. Proto se celkový rozsah protiinflačního působení zahraničních veličin poněkud zmírnil.

Souhrnné působení domácí ekonomiky začalo od konce roku 2016 tlačit inflaci nad cíl. V roce 2016 se česká ekonomika nacházela v prostředí pokračujícího ekonomického růstu. Postupně tak odezněly předchozí protiinflační domácí cenové a mzdově-nákladové vlivy. Rychlé překlacení příspěvku cenových šoků do proinflační polohy na konci 2016 pak souviselo mimo jiné s působením jednorázových faktorů, kterými bylo zavedení EET a zrychlení růstu imputovaného nájemného. Vedle toho došlo také k překotnému vývoji cen potravin. Uvedené faktory nejprve posilovaly tlaky ve směru vyšší inflace v roce 2017, na počátku letošního roku však působily v opačném směru. Regulované ceny, jejichž růst se téměř v celém hodnoceném období pohyboval zřetelně pod 2 %, do konce roku 2017 inflaci tlumily.²³ Fundamentální nabídkové šoky, které do poloviny roku 2017 přispívaly k růstu inflace nad cíl, již v současnosti působí v opačném směru, což odráží zejména zrychlující růst efektivity práce. Sílicí napětí na trhu práce způsobené nedostatkem volných pracovních sil se v poslední době promítá do zrychlující mzdové dynamiky, jejíž proinflační působení postupně zesiluje.

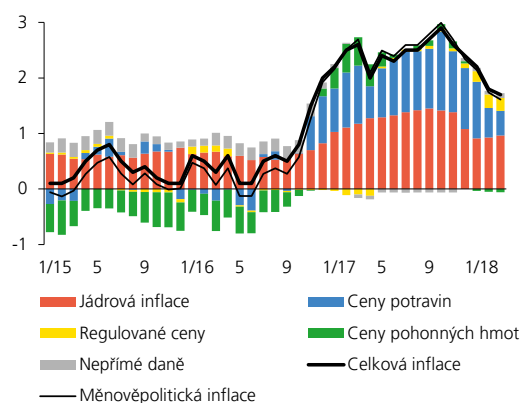
Měnová politika a jen postupné posilování kurzu kompenzovaly v posledních čtvrtletích protiinflační tlaky ze zahraničí. Protože

GRAF 1 (BOX)**ODCHYLKY MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE OD 2% CÍLE**

Vliv zahraničí tlačí tuzemskou inflaci setrvale pod 2% cíl; v opačném směru působí v poslední době měnová politika, která se zpřísňuje obezřetným tempem, a oproti jádrovému modelu pozvolnější posilování koruny
(v procentních bodech)

**GRAF III.1.2****STRUKTURA INFLACE**

Růst spotřebitelských cen v prvním čtvrtletí dále zvolňoval, za čímž stálo především zpomalení růstu cen potravin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

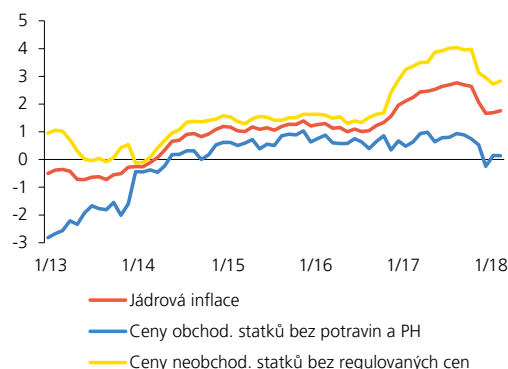
22 Při přípravě prognózy jsou pozorovaná data interpretována pomocí jádrového predikčního modelu g3, který zachycuje strukturální vazby mezi ekonomickými veličinami. Odchytky pozorovaných dat od hodnot, které by odpovídaly těmto vazbám, jsou modelem vyhodnoceny jako neočekávané strukturální šoky. Tyto šoky jsou agregovány podle typů do jednotlivých skupin, které se souhrnně nazývají faktory. V Grafu 1 jsou pak zobrazeny příspěvky těchto faktorů do odchylek měnověpolitické inflace od cíle.

23 Dynamika regulovaných cen byla během roku 2016 dokonce záporná.

GRAF III.1.3

JÁDROVÁ INFLACE

Jádrová inflace poklesla vlivem zpomalování dynamiky cen neobchodovatelných statků a zastavení růstu cen obchodovatelných statků
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

Dynamika cen potravin se výrazně snížila, ceny pohonných hmot mírně poklesly, naopak růst regulovaných cen zrychlil
(meziroční změny v %)

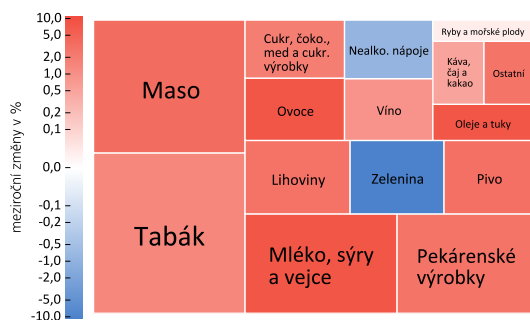


GRAF III.1.5

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU V PRVNÍM ČTVRTLETÍ 2018

Růst cen potravin byl nadále převážně plošný, i když nižší než v předchozím období

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



měnová politika byla v roce 2016 stále omezena nulovou hranicí úrokových sazeb, nedošlo jejich prostřednictvím k dostatečnému uvolnění úrokové složky měnových podmínek, která tak působila protiinflačně. Prodloužení používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky až do jara 2017 však vliv nedostatečně nízkých sazeb částečně kompenzovalo.²⁴ Rozklad přitom naznačuje, že – s výhodou zpětného pohledu – měla být měnová politika v době kurzového závazku ještě o něco uvolněnější. Ve druhé polovině roku 2017 zůstal příspěvek kurzu nadále proinflační, a to i přes jeho pozorované zhodnocování vůči euru. Kurz totiž posiloval pozvolněji, než by naznačoval jádrový predikční model, pravděpodobně vlivem překoupenosti trhu s korunou. Postupný nárůst úrokových sazeb ve druhém pololetí 2017 byl v tomto kontextu méně razantní, než by odpovídalo standardní reakční funkci měnové politiky. To lze přisoudit mimo jiné obezřetnému přístupu, který se přirozeně prosazoval v měnověpolitickém rozhodování v roce, kdy došlo k ukončení kurzového závazku.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Meziroční růst spotřebitelských cen v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku dále postupně zvolňoval až na březnových 1,7 %.

Toto zpomalení bylo dáno především výrazně nižším růstem cen potravin, došlo však také ke snížení jádrové inflace (Graf III.1.2). Regulované ceny v prvním čtvrtletí naopak zrychlily svůj růst, především v důsledku vyšších cen elektřiny. Dynamika domácích cen pohonných hmot byla lehce záporná vlivem posilujícího kurzu CZK/USD, který převážil nad růstem cen ropy. Měnověpolitická inflace ležela zhruba o 0,1 procentního bodu pod celkovou inflací²⁵.

Pokles jádrové inflace na počátku roku byl dán zejména snížením růstu cen neobchodovatelných statků (Graf III.1.3). Tento vývoj odrážel postupné vyprchávání jednorázových vlivů EET z přelomu let 2016/2017 a zvolnění růstu imputovaného nájemného v souvislosti se zmírněním dynamiky cen nových bytů. Růst cen čistého nájemného a rekreačních a kulturních služeb zůstal v posledních měsících stabilní. Ceny obchodovatelných statků se přestaly zvyšovat. To bylo odrazem postupného promítání silnějšího měnového kurzu do cen v tomto segmentu spotřebního koše, které bylo nicméně zčásti vyvažováno zesilujícím proinflačním působením domácí ekonomiky.

²⁴ Kurzovými šoky se rozumí odchylky pozorovaného vývoje kurzu od hodnot, které by odpovídaly modelové rovnici popisující vývoj kurzu (tzv. nepokryté úrokové parity). Podle nepokryté úrokové parity se očekávaný vývoj kurzu odvíjí od dalších veličin, zejména úrokového diferenciálu v domácích a zahraničních sazbách a rizikové premie země.

²⁵ Daňový dopad je dán zvýšením spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2017 i ledna 2018. Tyto daňové dopady jsou vzhledem k postupnému promítání do spotřebitelských cen rozloženy v prvních třech měsících každého roku. V lednu a únoru 2018 byly tyto vlivy pouze částečně kompenzovány poklesem DPH u novin a časopisů s platností od března 2017.

Ceny potravin rostly ještě v lednu téměř o 4 %, poté se však jejich dynamika prudce snížila (Graf III.1.4). Zpomalení o zhruba 2 procentní body bylo taženo odezníváním předchozích rychlých růstů cen mléčných výrobků, sýrů a vajec, olejů a tuků i pekárenských výrobků. Mírně zpomalil také růst cen masa a ovoce. K poklesu cen zeleniny, který trvá již řadu měsíců, se navíc v průběhu prvního čtvrtletí přidaly také ceny nealkoholických nápojů (Graf III.1.5). Růst cen tabákových výrobků a alkoholu se v prvním čtvrtletí 2018 udržoval poblíž 2 %.

Růst regulovaných cen na počátku roku 2018 zrychlil, zejména vlivem zvýšení cen elektřiny (Graf III.1.4). To bylo odrazem vyšších cen silové elektřiny na burzách i zvýšení regulované složky ceny. Růst přesahující 3 % vykázaly ceny ve zdravotnictví a také ceny školního stravování, které s určitým zpožděním reagovaly na rychlý růst cen potravin v loňském roce. Výraznějšímu růstu regulovaných cen však bránily nadále klesající ceny plynu a tepla pro domácnosti a utlumený růst cen ve vzdělávání a v dopravě.

Posilující kurz koruny převážil nad rychle rostoucími dolarovými cenami ropy, v důsledku čehož ceny pohonných hmot lehce klesaly (Graf III.1.4). Ačkoli ceny ropy na světových trzích meziročně rostly v prvním čtvrtletí 2018 v průměru zhruba o více než 20 %, vlivem posílení koruny vůči dolaru ceny pohonných hmot v České republice mírně poklesly, v průměru o 1,6 %.

Růst realizovaných cen nemovitostí ve čtvrtém čtvrtletí 2017 podruhé v řadě zpomalil. Snížení dynamiky vykázaly jak realizované ceny bydlení (zpomalení na 8,4 %), tak realizované ceny bytů (zvolnění na 12,7 %; Graf III.1.6). Týkalo se to přitom Prahy i zbytku ČR. Naproti tomu u nabídkových cen byl vývoj různorodější. Rychlý růst nabídkových cen pražských bytů, který byl pozorován v průběhu druhé poloviny loňského roku na téměř 19% úrovni, v prvním čtvrtletí 2018 mírně zpomalil. Naopak u mimopražských nabídkových cen se dynamika po předchozím útlumu znovu zvýšila. V průměru si tak nabídkové ceny bytů udržely zhruba stabilní tempo přesahující 12 %.

Dynamika experimentálního indexu CPIH ve čtvrtém čtvrtletí 2017 výrazně zpomalila a nacházela se na úrovni 3,5 % (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 Zol III/2017), se tak posunul blíže k indexu spotřebitelských cen, stále je však téměř o 1 procentní bod nad ním.

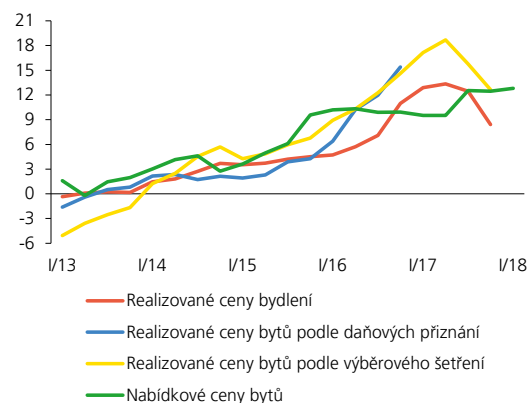
III.1.3 Dovozní a produkční ceny

Pokles dovozních cen se dále prohloubil v důsledku posilování kurzu koruny a zvolnění růstu výrobních cen v eurozóně. K meziročnímu snížení dovozních cen na začátku letošního roku došlo napříč všemi sledovanými skupinami (Graf III.1.8). Nejvýznamněji však k jejich poklesu přispěl propad cen výrobků, a to zejména u strojů a dopravních prostředků, průmyslového spotřebního zboží a chemikálií. Spolu s tím měly mírně záporný příspěvek i dovozní ceny minerálních

GRAF III.1.6

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

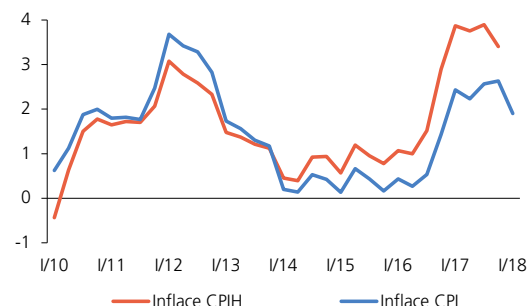
Růst realizovaných cen nemovitostí mírně zpomalil
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

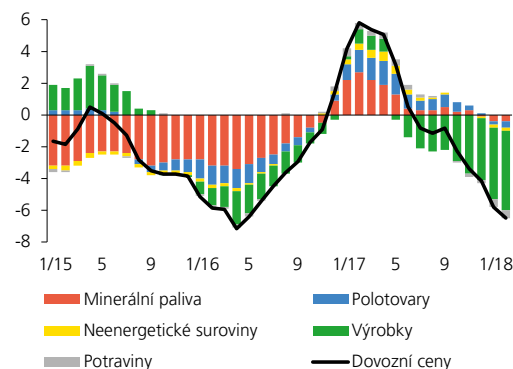
Dynamika indexu CPIH ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zvolnila, stále se však pohybovala výrazně nad inflací dle CPI
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.8

DOVOZNÍ CENY

Pokračovalo prohlubování meziročního poklesu dovozních cen, snížily se zejména ceny výrobků
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

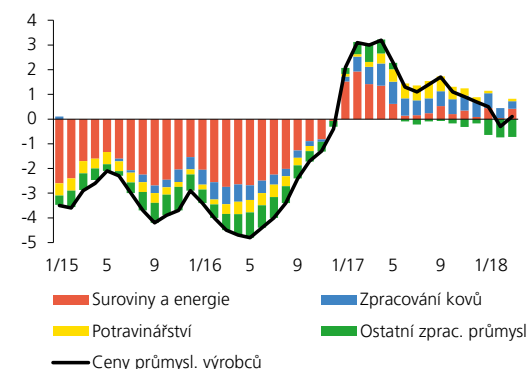


Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

GRAF III.1.9

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

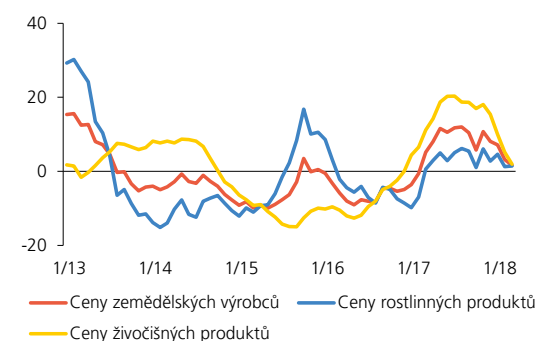
Růst cen průmyslových výrobců se zastavil zejména vlivem poklesu cen ve zpracovatelském průmyslu
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.10

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

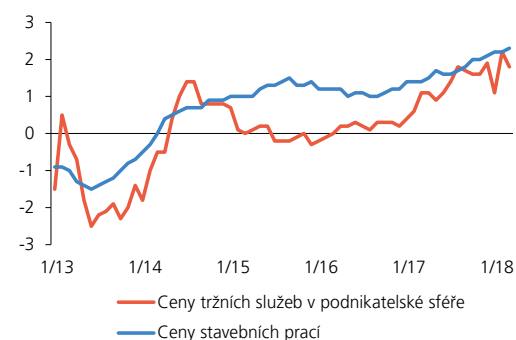
K výraznému poklesu dynamiky cen zemědělských výrobců přispěla především živočišná výroba
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.11

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

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



paliv, neboť v korunovém vyjádření převážil posilující kurz nad meziročním růstem světových cen ropy.

Klesající dovozní ceny vstupů se projevily i v útlumu dynamiky cen průmyslových výrobců až k nulovým hodnotám (Graf III.1.9). Podobně jako u dovozních cen k tomu v posledních měsících přispěly zejména snižující se ceny dopravních prostředků. Významně se však projevily i poklesy cen v chemickém průmyslu. Ceny naopak rostly v oblasti zpracování kovů, surovin a energií a slabě též v potravinářství. V členění podle užití rostly v prvním čtvrtletí letošního roku nejrychleji ceny energií a meziproduktů. Naopak výrobky dlouhodobé a zejména pak investiční povahy zaznamenaly v meziročním vyjádření setrvalý cenový pokles.

Růst cen zemědělských výrobců počátkem letošního roku výrazně zpomalil, a to v obou hlavních složkách (Graf III.1.10). Odezníval vliv loňského oživení světové poptávky po agrárních komoditách, spojený s přechodným poklesem jejich zásob, což se v minulosti projevilo výrazným cenovým růstem zejména u mléka a masa. Současně se v cenách domácích producentů v narůstající míře promítal vliv posilujícího kurzu koruny. To vedlo v souhrnu k výraznému a všeobecnému zpomalení dynamiky cenového růstu, a to zejména u živočišné výroby. V této skupině viditelně rostly již jen ceny mléka, zatímco ostatní významné komodity zřetelně meziročně klesaly. Zmírnil se i růst u většiny hlavních položek rostlinné výroby s výjimkou ovoce.

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru i ceny stavebních prací pokračovaly na začátku roku ve zrychlujícím růstu (Graf III.1.11). Citelný cenový růst zaznamenaly v tržních službách zejména oblasti zprostředkování zaměstnání, bezpečnostních agentur a také staveb a úpravy krajiny. Opačným směrem působil vliv setrvalé klesající cen telekomunikačních služeb a služeb v oblasti skladování a dopravy. Cenový vývoj odrážel domácí inflační tlaky v prostředí zvyšující se poptávky a mezd. Růst cen stavebních prací postupně zrychloval na nejvyšší hodnoty od počátku roku 2009, na čemž se podepsala i vyšší dynamika cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví.

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 příjmů i optimistická očekávání. K růstu ekonomické aktivity významně přispívá také růst investic v soukromém a v poslední době i ve vládním sektoru. Rychlý růst dovozně náročných soukromých investic spolu s méně výrazným růstem vývozu vedl ke snížení příspěvku čistého vývozu k dynamice HDP. Příznivý vývoj ekonomické aktivity lze sledovat ve většině odvětví. Na růstu hrubé přidané hodnoty se stále výrazněji podílí odvětví obchodu a tržních služeb. Také zpracovatelský průmysl pokračuje přes mírné zpomalení v robustním růstu. Pozitivní vývoj potvrzuje stále vysoká důvěra podnikatelů. Jejich rostoucí mzdové náklady totiž kompenzují klesající ceny dovážených vstupů. Silící bariéru růstu nadále představuje nedostatek zaměstnanců.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Mezera výstupu české ekonomiky je otevřená do kladných hodnot. Ve čtvrtém čtvrtletí 2017 se dle odhadu z malého strukturálního modelu nacházela poblíž 2 % (Graf III.2.1). To odpovídá nadále napjaté situaci na trhu práce při silné domácí i zahraniční poptávce. Obnovený růst poptávky v předchozích letech vedl k uzavření dříve záporné mezery výstupu a jejímu přechodu do kladných hodnot, k čemuž přispěla 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 k úrovni jejího potenciálu. Tento vliv však v minulém roce odezněl a mezera výstupu se začala opět otevírat. Na horizontu prognózy se bude mezera výstupu postupně uzavírat, přičemž bude působit vliv přísnějších měnových podmínek. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj míry inflace a vliv měnové politiky, počítá naopak s otevřenou mezerou výstupu na celém horizontu prognózy.

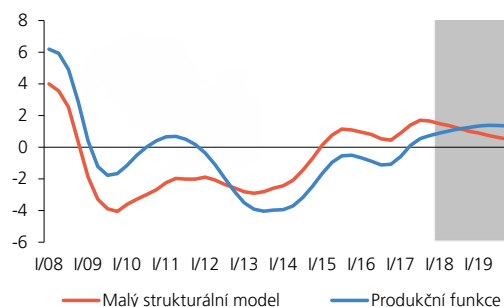
Růst potenciálního produktu je malým strukturálním modelem aktuálně odhadován v blízkosti 4 %. K jeho zrychlení došlo již v předchozích letech po překonání dozvuků hospodářské krize a obnovení robustního růstu ekonomické aktivity při jen umírněných inflačních tlacích (Graf III.2.2). V závěru prognózovaného období se bude růst potenciálního produktu shora navracet ke 3 %. 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 investic se projeví také v letošním roce, kdy je prognózováno další zrychlení tempa růstu produktivity práce.

GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

Podle malého strukturálního modelu se bude aktuálně kladná mezera výstupu postupně uzavírat, podle produkční funkce zůstane otevřená

(v % potenciálního produktu)

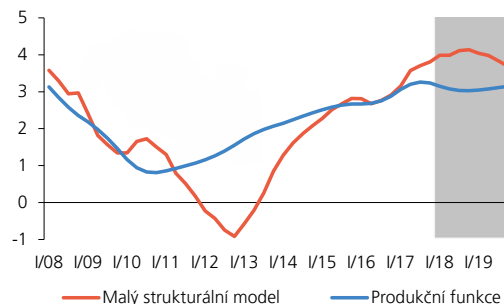


GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Růst potenciálního produktu dle odhadu z malého strukturálního modelu zrychlil ke 4 %, poté zpomalil, podle produkční funkce se bude pohybovat kolem 3 %

(meziroční změny v %)

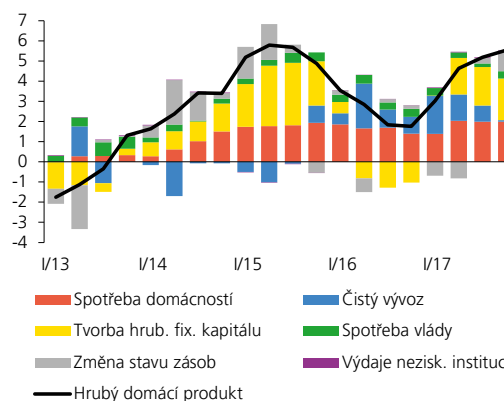


GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky v posledním čtvrtletí 2017 dále zrychlil, k čemuž přispěl především nárůst zásob, ale také fixních investic a spotřeby vlády

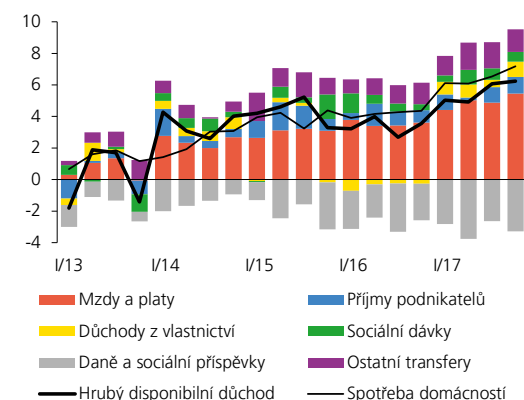
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Nárůst disponibilního důchodu souvisel zejména s vyšším příspěvkem mezd a platů a důchodů z vlastnictví
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěno)

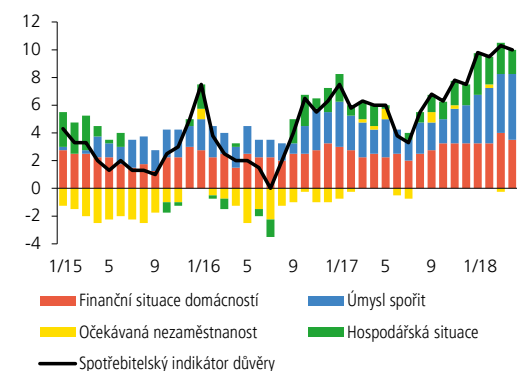


Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

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

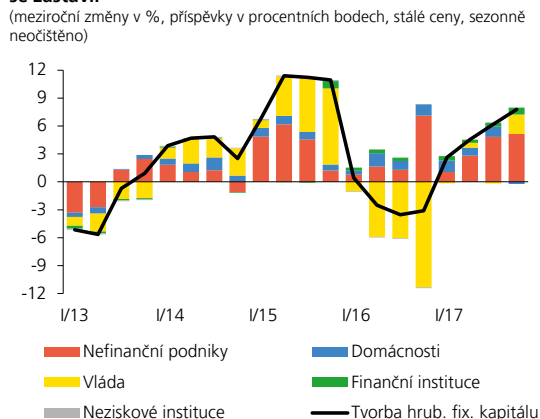


Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Růst investic byl tažen nefinančními podniky, po delší době vzrostly také vládní investice, naopak růst investic domácností se zastavil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Meziroční růst hrubého domácího produktu dosáhl v posledním čtvrtletí loňského roku 5,5 % (Graf III.2.3). Růst ekonomické aktivity podporuje stabilně silná spotřeba domácností a dále posilující příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu. V jeho rámci zrychlilo tempo růstu soukromých investic a obnovil se i růst investic vlády. Významně se zvýšil také příspěvek tvorby zásob. Silný růst dovozně náročných soukromých investic včetně zásob měl naopak za následek nižší příspěvek čistého vývozu.

Spotřeba domácností nadále svižně rostla ve všech segmentech.

Na růstu reálné spotřeby domácností se podílely především výdaje na krátkodobou spotřebu a služby. Kladně však k celkové dynamice přispívaly také výdaje na střednědobou a dlouhodobou spotřebu.

V růstu spotřeby domácností se odrážel příznivý vývoj hrubého disponibilního důchodu díky robustní dynamice mezd.

Další zrychlení hrubého disponibilního důchodu bylo dáno zejména nárůstem příspěvku objemu mezd a platů a dále důchodů z vlastnictví. Nadále kladně působily i příjmy z podnikání. Růst hrubého disponibilního důchodu byl naopak tlumen vyšším výběrem daní a sociálních příspěvků (Graf III.2.4).

Přetrvává silná spotřebitelská důvěra. K jejímu růstu přispívá pozitivní výhled celkové hospodářské situace a očekávání dobré finanční situace domácností, přičemž hodnoty těchto indikátorů překonávají historická maxima (Graf III.2.5). Optimismus spotřebitelů potvrzuje i nadále silný růst maloobchodních tržeb, a to jak v segmentu potravinářského, tak nepotravinářského zboží. Ačkoliv domácnosti současně deklarují také zvýšenou ochotu šetřit, míra úspor stále meziročně klesala, přičemž spotřeba domácností rostla o něco rychleji než disponibilní důchod.

Zrychlil růst reálné spotřeby vlády a obnovil se růst vládních investic.

Zesílení dynamiky vládní spotřeby na konci loňského roku souviselo jak s růstem mezd ve veřejném sektoru, tak zřejmě i s nárůstem nemzdových vládních výdajů ve zdravotnictví. K obnovení meziročního růstu došlo i v případě vládních investic, kde pozvolna oživuje čerpání evropských fondů. To se projevilo v rostoucím příspěvku fixních investic do budov a staveb, které v rámci věcného členění investiční aktivity typicky zachycují vývoj infrastrukturních investic většího rozsahu.

Za růstem soukromých investic stály v dominantní míře investice nefinančních podniků

(Graf III.2.6). Z pohledu věcného členění došlo k dalšímu zrychlení investic do strojů a zařízení. To může vedle vlivu rostoucí zahraniční poptávky naznačovat další posuny v automatizaci výroby ze strany podniků v prostředí nedostatku zaměstnanců a rychle rostoucích mezd a současně vést k urychlení růstu efektivity práce. Šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy naznačují stále solidní růst soukromých investic v nejbližších čtvrtletích.

Odezněl naopak růst investic domácností, z nichž velkou část tvoří investice do nemovitostí. Nabídka zachycená počtem nově dokončených bytů je nadále omezená, na konci roku jejich počet dokonce mírně klesal. To vedlo při silném růstu příjmů i výrazné dynamice úvěrů na bydlení k růstu cen nemovitostí, který poptávku domácností přibrzdil. K útlumu investic domácností přispělo také zvýšení úrokových sazeb a zpřísnění úvěrových standardů. V posledních čtvrtletích však již dochází k růstu počtu zahájených bytů, což by mělo investice domácností opět zvýšit.

Tvorba zásob se koncem roku meziročně výrazně zvýšila, a to zejména ve velkých podnicích zpracovatelského průmyslu. Posílila hlavně tvorba zásob materiálu a nedokončené výroby. Růst zásob výrobků a hotového zboží naopak mírně zpomalil.

Zatímco růst vývozu stagnoval, dynamika dovozu se zvýšila, což snížilo kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP k nule. Meziroční růst vývozu zůstal poblíž hodnot z předchozího čtvrtletí i přes další zrychlení dynamiky zahraniční ekonomické aktivity (Graf III.2.7). Oproti první polovině loňského roku byla dynamika vývozu nižší především v automobilovém průmyslu. Rostoucí poptávka po dovozně náročných investicích (včetně zásob) vedla zároveň k urychlení tempa dovozu. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se ve výsledku dále snížil.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Růst hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2017 dále mírně zesílil, za čímž stál především sektor služeb (Graf III.2.8). Jeho souhrnný příspěvek tak již třetí čtvrtletí v řadě předčil do té doby dominantní příspěvek zpracovatelského průmyslu. Hlavní zásluhu na tom měl nárůst v odvětví obchodu a tržních službách. Na zrychlení růstu přidané hodnoty se podílel také energetický průmysl. Příspěvek zpracovatelského průmyslu naproti tomu nepatrně poklesl. Celkově zůstává růst hrubé přidané hodnoty vysoký a plošný, což dokládá, že se české ekonomice 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. Na rozdíl od první poloviny roku 2017 se zmírnil výrazný růst tržeb v odvětví ubytování, stravování a pohostinství, ten však i přesto zůstává robustní.

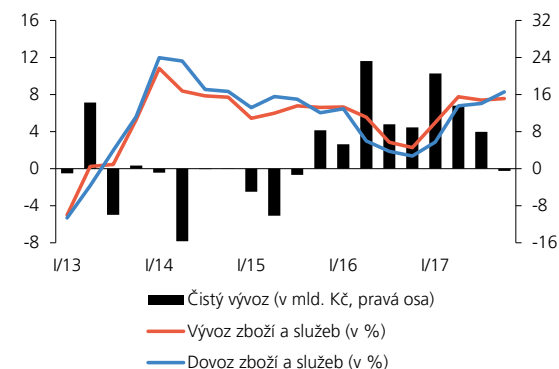
Růst průmyslové produkce ve čtvrtém čtvrtletí zrychlil, a to především vlivem rychlejšího růstu ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.2.9). Ten se přitom týkal všech významných zpracovatelských odvětví. Meziroční nárůst produkce zaznamenal rovněž energetický průmysl a mírně se zvýšila produkce i v odvětví těžby a dobývání. Podle lednových dat svižný růst produkce ve zpracovatelském průmyslu dále pokračoval, v únoru však již došlo k jeho mírnému ochlazení. Dynamika produkce energetického a těžebního průmyslu se začátkem roku vrátila do záporných hodnot.

GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika dovozu překonala poprvé po dvou letech dynamiku vývozu

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

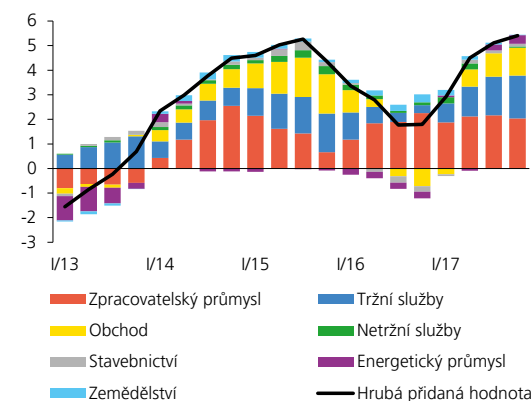


GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

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

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



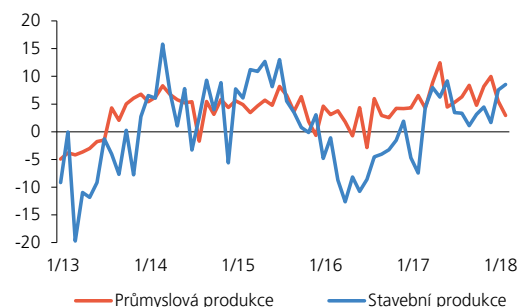
Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Po zrychlení růstu průmyslové produkce v posledním čtvrtletí 2017 přišlo začátkem roku jeho zpomalení; stavební produkce naproti tomu své tempo dále zvýšila

(meziroční změny v %)

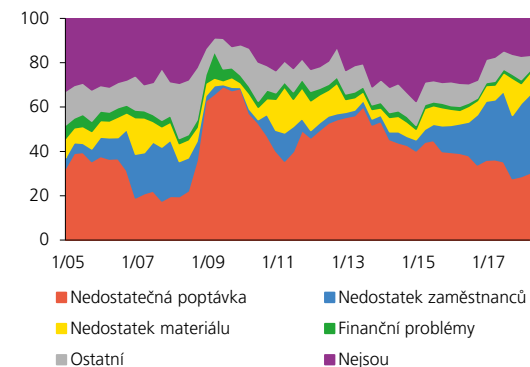


GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Hlavní bariérou průmyslové produkce je podle posledního šetření stále nedostatek zaměstnanců

(v %)

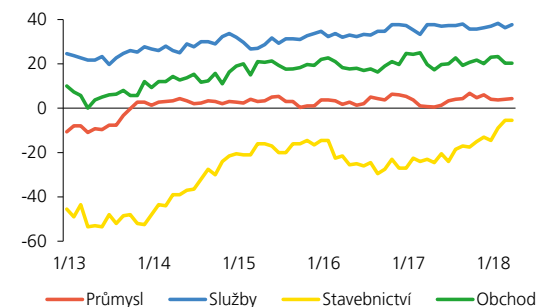


GRAF III.2.11

SALDA PODNIKATELSKÉ DŮVĚRY

Podnikatelská důvěra zůstává pozitivní, pesimistická nálada ve stavebnictví rychle odeznívá

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

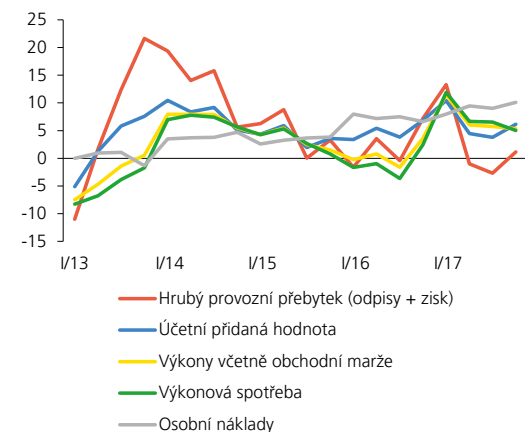


GRAF III.2.12

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Za mírným oživením dynamiky hrubého provozního přebytku nefinančních podniků stály především meziročně nižší ceny dovážených vstupů

(meziroční změny v %)



Nedostatek zaměstnanců je i nadále nejvýznamnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků. Podle dubnových výsledků konjunkturálního průzkumu ČSÚ se význam tohoto omezení dále zvýšil (Graf III.2.10). Zvýšil se také podíl podniků, které se potýkají s nedostatečnou poptávkou, a těch, jež čelí nedostatku materiálu. Využití výrobních kapacit v průmyslu zůstává kolem 85 %.

Rychlejší růst produkce ve čtvrtém čtvrtletí vykázalo také stavebnictví (Graf III.2.9). Za tím stála především zvyšující se dynamika pozemního stavitelství, které rostlo rychle také v lednu a únoru. V důsledku obnovené dynamiky vládních investic začalo v prvních dvou měsících letošního roku meziročně růst také inženýrské stavitelství.

Podnikatelská důvěra zůstává na vysoké úrovni. Pozitivní nálada převažuje u podnikatelů v průmyslu, obchodu i službách (Graf III.2.11). Obnovený růst stavební produkce navíc postupně zmírňuje pesimismus ve stavebnictví, které se dlouhou dobu potýkalo s klesající poptávkou.

Provozní přebytek nefinančních podniků se mírně zvýšil, a to přes vysokou dynamiku mzdových nákladů. V posledním čtvrtletí 2017 provozní přebytek vzrostl o 1,1 % (Graf III.2.12). Obnovení jeho růstu přitom souviselo s vyšší dynamikou účetní přidané hodnoty. Ta ve čtvrtém čtvrtletí zrychlila na hodnoty lehce přes 6 %, a to především v důsledku meziročně nižších cen dovážených vstupů. Růst výkonů naopak nepatrně zvolnil.

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 čtvrtém čtvrtletí 2017 k dalšímu zvýšení zaměstnanosti a opětovnému překonání historického minima míry nezaměstnanosti. Podniky zaplňují volná pracovní místa stále obtížněji, neboť pracovní síla roste z pohledu poptávky po práci nedostatečně. Tato situace vytváří silný tlak na růst mezd, který je navíc podporován nárůstem minimální mzdy v posledních letech. Dynamika průměrné mzdy v tržních odvětvích po dílčím zpomalení v předchozím období opět zrychlila na 7,6 %. Ještě rychleji se zvyšovaly mzdy v netržních odvětvích. Růst národohospodářské produktivity práce ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku výrazně zesílil, dynamika nominálních jednotkových mzdových nákladů se tak příliš nezměnila.

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 čtvrtém čtvrtletí 2017 výrazný (1,5 %; Graf III.3.2). Podílelo se na něm přitom výhradně zvyšování počtu zaměstnanců, které bylo částečně kompenzováno poklesem počtu podnikatelů. Z pohledu věkové struktury přispěla k nárůstu zaměstnanosti zhruba ze tří pětiny věková skupina 45–59 let, ve které byla rostoucí zaměstnanost přibližně z jedné třetiny spojena s poklesem počtu nezaměstnaných. Za zvyšováním zaměstnanosti stál v posledním čtvrtletí loňského roku dominantně sektor služeb. Nejvyšší nárůst v netržních službách zaznamenala veřejná správa a zdravotnictví. V tržních službách k růstu zaměstnanosti přispíval obchod, doprava, skladování a činnosti v oblasti nemovitostí. Zaměstnanost rostla také v průmyslu, a to zejména ve zpracovatelských odvětvích. K mírnému poklesu zaměstnanosti došlo naopak v odvětvích kulturní, zábavní a rekreační činnosti, zemědělství a stavebnictví.

Přepočtený počet zaměstnanců se vlivem silného růstu počtu zaměstnanců dále výrazně zvyšoval. Na rozdíl od první poloviny loňského roku byl v jeho druhé polovině růst počtu zaměstnanců částečně kompenzován mírně se snižujícím průměrným úvazkem (Graf III.3.3). Ten odrážel výrazný příspěvek kratších úvazků ke zvyšující se zaměstnanosti. Růst přepočteného počtu zaměstnanců byl z hlediska jednotlivých odvětví ekonomiky převážně plošný. Vzhledem ke své váze k němu nejvýrazněji přispěl zpracovatelský průmysl.

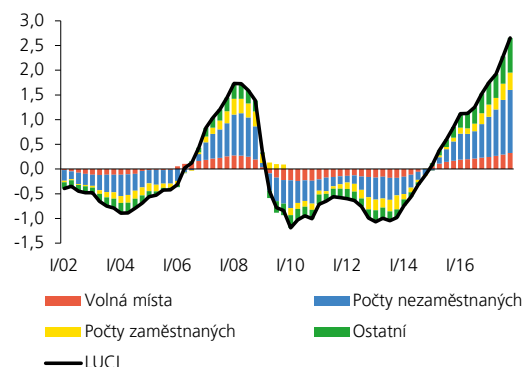
Snižování počtu nezaměstnaných posunulo již poněkolkáté v řadě historické minimum obecné míry nezaměstnanosti (Graf III.3.4). Česká míra nezaměstnanosti dosáhla v únoru 2,4 % a zůstává nejnižší ze všech zemí EU. Za tímto vývojem stojí zejména pokračující pokles počtu dlouhodobě nezaměstnaných. Silné napětí na trhu práce je částečně tlumeno mírně se zvyšujícím počtem ekonomicky aktivních obyvatel, což posunulo míru ekonomické aktivity v únoru na 76,6 %. Podíl nezaměstnaných osob se dle informací z Úřadu práce v březnu dále snížil

GRAF III.3.1

LUCI – SOUHRNNÝ INDIKÁTOR TRHU PRÁCE

Současné napětí na trhu práce překonává vrchol předchozího cyklu

(směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru)



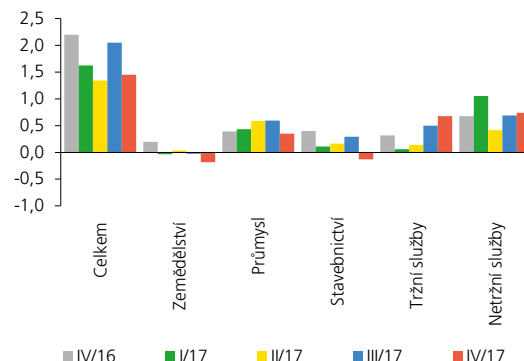
Poznámka: Příspěvky jsou výsledkem agregace příspěvků jednotlivých časových řad v rámci daných skupin.

GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

K dalšímu nárůstu zaměstnanosti přispěl nejvíce sektor služeb

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

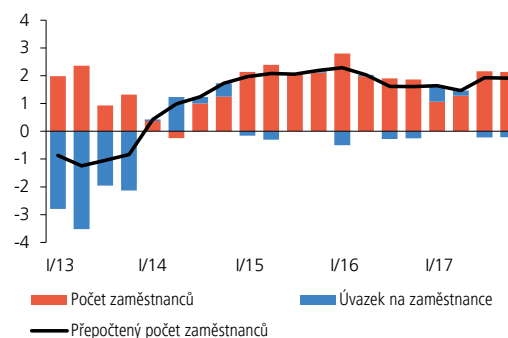


GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Zvyšování počtu zaměstnanců bylo doprovázeno mírným snížením průměrné délky úvazku

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

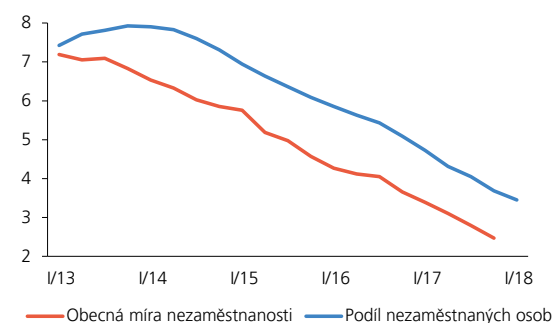


GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob překonávají svá historická minima

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

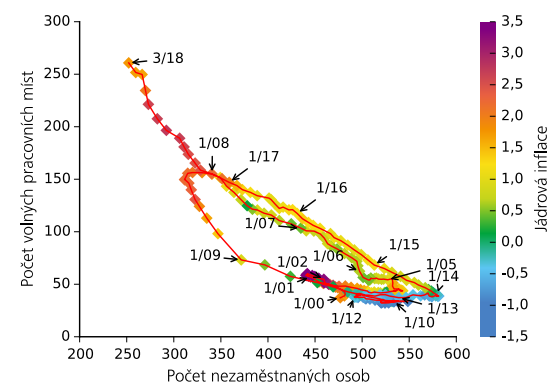


GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘÍVKKA

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

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

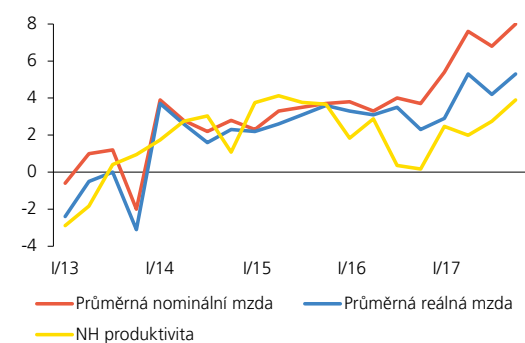


GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Produktivita práce navzdory svému zrychlení rostla v porovnání s reálnými mzdami v průběhu roku 2017 ztelně pomaleji

(meziroční změny v %)



na 3,5 %. To odrazilo snižující se počet dosažitelných uchazečů o zaměstnání při velmi mírném růstu populace ve věkové skupině 15–64 let.

Růst počtu volných pracovních míst i pokles počtu nezaměstnaných v prvním čtvrtletí letošního roku mírně zvolnily.

Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce dosáhl v březnu více než 260 tisíc (po sezonním očištění), z čehož výraznou část nabízelo odvětví zpracovatelského průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance byl také v odvětví obchodu a stavebnictví. Robustní růst ekonomiky zároveň vedl k dalšímu meziročnímu poklesu počtu registrovaných nezaměstnaných, který se však začátkem letošního roku zmírnil. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) je aktuálně na trhu práce historicky nejnižší počet nezaměstnaných a zároveň nejvyšší 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.

III.3.2 Mzdy a produktivita

Růst průměrné mzdy v závěru loňského roku opětovně zrychlil.

Výrazný růst výdělků přitom zaznamenala ve čtvrtém čtvrtletí tržní i netržní odvětví. V tržních odvětvích se nominální mzdy meziročně zvýšily o 7,6 %. Nadprůměrně se zvyšovaly mzdy v odvětví těžby a dobývání²⁶, obchodě, ubytování, stravování a pohostinství, činnostech v oblasti nemovitostí, administrativě a zdravotnictví. Výrazné zrychlení dynamiky mezd v netržních odvětvích na úroveň 9,8 % souviselo s navýšením platů zaměstnanců sektoru vládních institucí od listopadu 2017. Více než 10% tempem rostly platy ve veřejné správě a kultuře. Ke ztelnému zrychlení však došlo i u platů ve vzdělávání. Co se týče prvního čtvrtletí letošního roku, nová měsíční data z průmyslu naznačují, že by měl růst průměrné nominální mzdy dále mírně zrychlit.

Zvýšený růst produktivity odrazil zrychlení dynamiky ekonomické aktivity, která výrazně překonala zvyšování zaměstnanosti.

Národohospodářská produktivita práce se ve čtvrtém čtvrtletí meziročně zvýšila o 3,9 % (Graf III.3.6) a dosáhla tak nejrychlejšího tempa růstu od poloviny roku 2015. V rámci jednotlivých odvětví však byl vývoj produktivity nejednotný (Graf III.3.7). V průmyslu a v tržních službách její růst dále zesílil, a to zejména v souvislosti se ztelně vyšší dynamikou HPH. Opačná situace byla v netržních službách, kde produktivita prohloubila svůj pokles. Ve stavebnictví produktivita práce mírně meziročně vzrostla.

Růst NJMN se zvýšil jen nepatrně, avšak zůstal i nadále poměrně vysoký. To bylo odrazem souběžně vyšší dynamiky HDP i objemu mezd

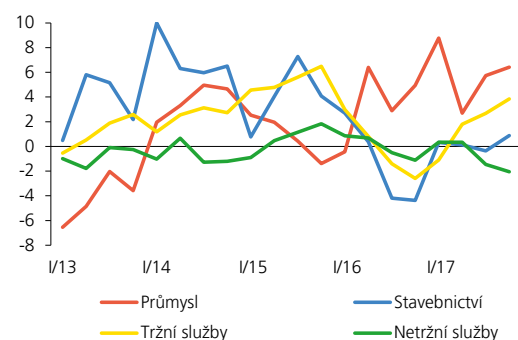
²⁶ Relativně vysoký meziroční růst mezd v těžbě a dobývání byl dán do značné míry jejich předchozím poklesem v závěru roku 2016.

a platů. V meziročním srovnání vzrostly NJMN o 3,5 % (Graf III.3.8). Napříč ekonomikou se nicméně jejich vývoj zřetelně lišil. Mzdové náklady na jednotku výroby rostly nejrychleji v netržních službách (o více než 11 %), zatímco v ostatních odvětvích byla dynamika NJMN výrazně nižší. Ve stavebnictví se NJMN zvýšily o více než 4 % a v tržních službách přibližně o 2 %. V průmyslu vzrostly – i přes silný růst objemu mezd a platů – jen o necelých 0,5 %.

GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÁCH

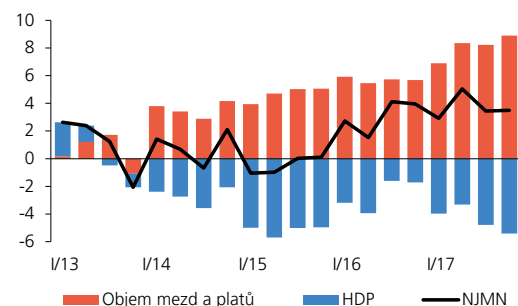
Růst národohospodářské produktivity práce táhlo i nadále zejména odvětví průmyslu
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Růst NJMN zůstal zhruba stabilní, neboť zrychlení růstu objemu mezd a platů kompenzovala vyšší dynamika HDP
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB v únoru 2018 představuje další krok k postupnému návratu měnové politiky k normálu. Na růst dvoutýdenní repo sazby reagovaly úrokové sazby na finančním trhu a pozvolna také klientské úrokové sazby. Kurz koruny dále mírně posílil. Dynamika úvěrů soukromému sektoru se lehce zvýšila, což bylo dáno mírným zrychlením růstu úvěrů nefinančním podnikům. Naopak vysoká dynamika úvěrů na bydlení při zpřísnění úvěrových podmínek zvolnila. Růst peněžního agregátu M3 na počátku letošního roku dále zpomalil.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Po zvýšení měnověpolitických sazeb v únoru 2018 ponechala ČNB na březnovém i květnovém zasedání své sazby nezměněny.²⁷ Únorové rozhodnutí znamenalo třetí zvýšení domácích úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku ČNB počátkem dubna 2017. Pokračuje tak posun celkových měnových podmínek k jejich neutrálnímu nastavení.

Úrokové sazby na peněžním trhu reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB (Graf III.4.1). Sazba 3M PRIBOR se v prvním čtvrtletí 2018 zvýšila v průměru na 0,9 %; stejné výše dosahovala i na konci dubna. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se lehce snížila a ustálila se na úrovni 0,15 procentního bodu. Naopak derivátové sazby FRA se po únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB posunuly níže. Trh totiž před tímto zasedáním očekával rychlejší tempo zvyšování základních sazeb ČNB v následujících měsících, než jaké vyplynulo ze zveřejněné prognózy úrokových sazeb a související komunikace. Výhled sazeb FRA z konce dubna naznačuje očekávání jen pozvolného nárůstu sazby 3M PRIBOR v nejbližším roce.

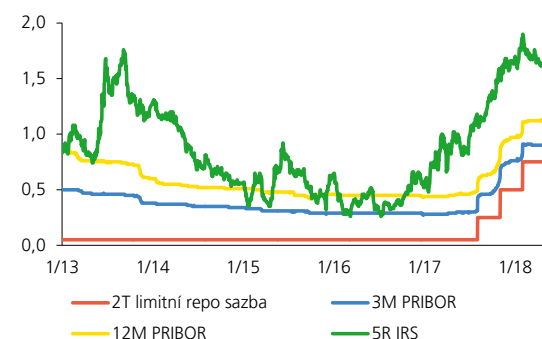
Domácí úrokové sazby s delší splatností (IRS) se v poslední době lehce snížily ve všech splatnostech. Tuzemské sazby se splatností nad 1R reagovaly především na komunikaci členů bankovní rady po únorovém měnovém zasedání, podobně jako v případě sazeb FRA. V posledních měsících byly pro vývoj tuzemských sazeb rozhodující domácí faktory včetně poklesu inflace, které vedly k tomu, že se domácí sazby částečně odchýlily od vývoje na hlavních zahraničních trzích. To platí zejména v případě USA, kde sazby reagují na silná ekonomická data a s tím související očekávané zpřísnění měnové politiky. Také v eurozóně se střednědobé a dlouhodobé sazby zvolna zvyšují, ovšem znatelně pomaleji než v USA. Celkově se od počátku letošního roku domácí úrokové sazby IRS snížily o 0,1–0,2 procentního bodu (Graf III.4.1), zatímco v USA

²⁷ 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.

GRAF III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

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



vzrostly cca o 0,5 procentního bodu a v eurozóně o 0,1 procentního bodu. Částečně odlišný vývoj oproti sazbám IRS byl přitom zároveň patrný u výnosů domácích státních dluhopisů. Jejich výnosová křivka se ve srovnání s koncem minulého roku posunula lehce výše (Graf III.4.2).

Na primárním trhu trvala snaha státu financovat se ve větší míře prostřednictvím emise krátkodobých pokladničních poukázek. Od ledna již sice byly v jejich aukcích dosahovány kladné výnosy, ty se však pohybovaly relativně hluboko pod úrovní odpovídající sazby PRIBOR.²⁸ Od začátku letošního roku byly emitovány poukázky v objemu 141,8 mld. Kč a státní dluhopisy se splatností nad 1R přibližně v polovičním objemu. Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů nadále klesá: od konce kurzového závazku se snížila cca o 200 mld. Kč, přičemž ke konci března dosahovala 518 mld. Kč.

Úroková sazba z hypotečních úvěrů se mírně zvýšila. Sazba z nových hypoték dosáhla v únoru 2,4 % (Graf III.4.3). Podle aktuálních údajů Fincentrum Hypoindexu úroková sazba z hypoték v březnu dále vzrostla na 2,5 % a odrážela tak pokračující reakci bank na předchozí zvýšení hlavní měnověpolitické sazby. V porovnání s dlouhodobějšími sazbami finančního trhu se však dosud úroková sazba z hypoték zvyšovala pomaleji (viz BOX 3).

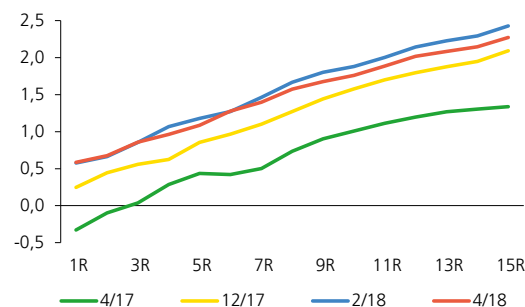
Pokračoval i růst úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům. V únoru průměrná sazba dosáhla 2,5 %, což bylo oproti eurozóně o 0,8 procentního bodu výše (Graf III.4.4).²⁹ Reálné klientské úrokové sazby z úvěrů českým podnikům a domácnostem na bydlení se nacházejí po delší době vlivem zvýšení nominálních sazeb a souběžného poklesu inflace v lehce kladných hodnotách.

Náklady financování bank byly ovlivněny zvýšenými úrokovými sazbami finančního trhu. Výnosová křivka finančního trhu se v porovnání s polovinou loňského roku nachází výše, náklady bank na zdroje jsou tak nyní zhruba dvojnásobné. Naproti tomu úrokové sazby z celkových vkladů zůstávají na velmi nízké úrovni, přičemž u domácností činí 0,32 % a u nefinančních podniků 0,07 %.

GRAF III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

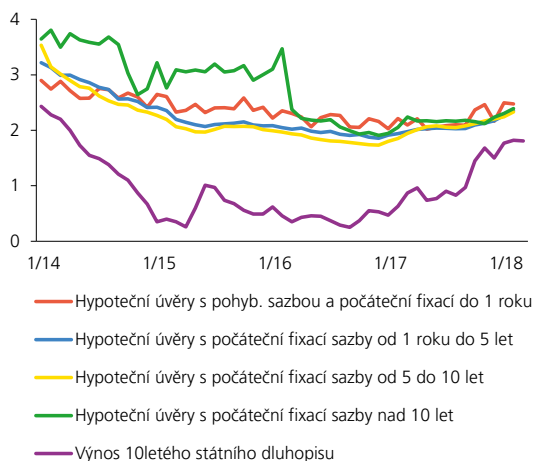
Výnosová křivka se posunula na vyšší hladinu, přestože v posledních měsících zaznamenala drobnou korekci směrem dolů (v %)



GRAF III.4.3

ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚRŮ

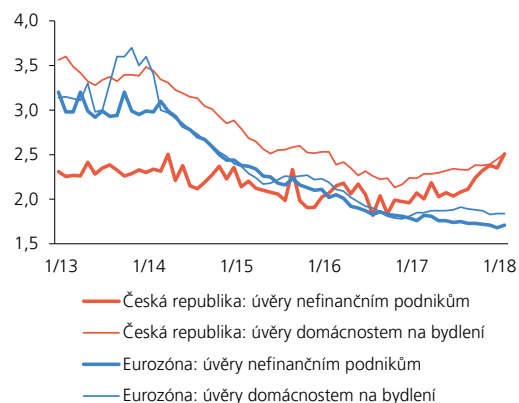
Úrokové sazby z nových hypotečních úvěrů pozvolna reagovaly na růst úrokových sazeb na finančním trhu (nové obchody včetně navýšení, v %)



GRAF III.4.4

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Rozdíly mezi klientskými úrokovými sazbami v ČR a v eurozóně narůstají (celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem cost of borrowing, v %)



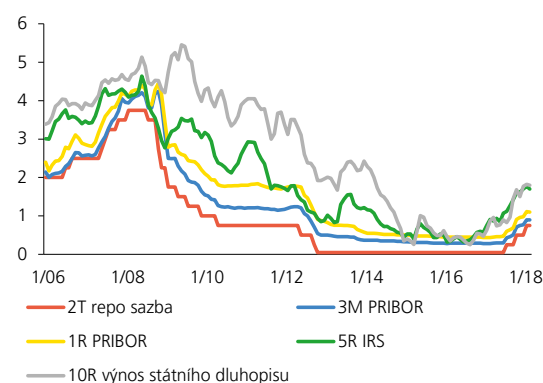
²⁸ Průměrné výnosy v aukcích státních dluhopisů se pohybovaly proti sazbám PRIBOR výše, a to v rozmezí 0,9 % až 2,4 % v závislosti na parametrech dluhopisu a zájmu investorů.

²⁹ Odlišná situace zůstává v segmentu spotřebitelských úvěrů, kde se vlivem dlouhodobého poklesu tuzemských úrokových sazeb (které se nyní nacházejí pod 9 %) snížil v minulosti pozorovaný vysoký rozdíl oproti sazbám v eurozóně na zhruba 3 procentní body.

GRAF 1 (BOX)

MĚNOVĚPOLITICKÁ SAZBA A SAZBY FINANČNÍHO TRHU

Zvýšení měnověpolitické sazby se standardně promítlo do vývoje sazeb na finančním trhu (v %)



TAB. 1 (BOX)

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ A VKLADŮ

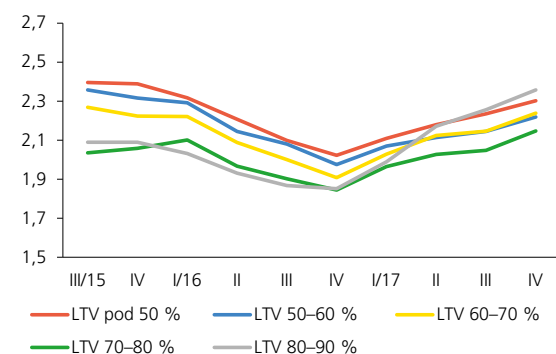
Růst měnověpolitické sazby se postupně promítá i do vývoje klientských úrokových sazeb (úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

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

GRAF 2 (BOX)

ÚROKOVÉ SAZBY Z NOVÝCH HYPOTÉK DLE PÁSEM LTV

Sazby z hypoték vzrostly ve všech pásmech LTV, nejvýrazněji pak vlivem makroobezřetnostních opatření u LTV v rozmezí 80–90 % (v %)



BOX 3 Dopad zvýšení úrokových sazeb ČNB do klientských sazeb

ČNB od srpna 2017 do února 2018 zvýšila dvoutýdenní repo sazbu ve třech krocích celkově o 0,7 procentního bodu na 0,75 %. Cílem tohoto boxu je prozkoumat detailněji dopady zvyšování měnověpolitické sazby do klientských úrokových sazeb.

Posun výnosové křivky finančního trhu vzhůru se nejvíce projevil u úvěrů nefinančním podnikům.

Růst měnověpolitické sazby se nejprve promítl do vývoje sazeb na finančním trhu, a to ve standardním rozsahu pozorovaném i v minulosti (Graf 1). Drtivá většina (83 %) nových podnikových úvěrů je přitom poskytována s pohyblivou sazbou navázanou na sazbu peněžního trhu nebo s fixní sazbou do tří měsíců. Proto je přenos změn na finančním trhu do klientských sazeb v tomto segmentu rychlý. Sazba z podnikových úvěrů se v posledním období zvýšila obdobně jako sazba 3M PRIBOR a aktuálně obě sazby dosahují úrovně ze září 2012. Výrazněji přitom vzrostla sazba z malých úvěrů s objemem do 30 mil. Kč než z úvěrů velkých. Rozpětí mezi sazbami z malých a velkých úvěrů však stále zůstává pod dlouhodobým průměrem v důsledku minulého výraznějšího poklesu sazby z malých úvěrů oproti sazbě z velkých úvěrů. Zvýšení tržních úrokových sazeb se již projevilo i v průměrných úrokových sazbách počítaných ze stavu podnikových úvěrů (Tab.1). Sazba z krátkodobých úvěrů vzrostla o 0,5 procentního bodu a z úvěrů s delší splatností o 0,3–0,4 procentního bodu. Plošný pokles úrokových marží zaznamenaný v minulosti se u úvěrů nefinančním podnikům zastavil a tyto marže začaly pozvolna růst.

Úroková sazba z úvěrů na bydlení se naproti tomu zvyšuje pomaleji než sazby finančního trhu.

Podíl úvěrů na bydlení s delší fixací sazeb v posledním období vzrostl. Podíl úvěrů s fixací sazby od pěti do deseti let dosahuje 39 %, i když nejvyšší podíl mají nadále úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (52 %). Úroková sazba z hypoték se odvíjí zejména od výnosu dlouhodobých státních dluhopisů. Výnos desetiletého státního dluhopisu se aktuálně pohybuje na úrovni 1,8 % a za poslední více než půlrok se zvýšil o 0,9 procentního bodu. Sazba z hypoték vzrostla za stejné období jen o 0,2 procentního bodu a od svého historického minima v listopadu 2016 o 0,4 procentního bodu (Tab. 1). Výnos desetiletého státního dluhopisu nyní dosahuje úrovně z dubna 2014, zatímco sazba z hypoték byla tehdy o zhruba jeden procentní bod výše, než je aktuálně. Úrokové sazby z hypoték vzrostly ve všech pásmech LTV, přičemž nejvýrazněji vlivem makroobezřetnostních opatření ČNB u LTV v rozmezí 80–90 % (Graf 2).

Vedle obav ze ztráty tržního podílu je jedním z faktorů pomalejší transmise sazeb u úvěrů na bydlení i likviditní situace bank.

Zatímco náklady financování bank na finančním trhu od loňského podzimu vzrostly, banky vlivem předpokládané vysoké citlivosti poptávky na změnu úrokové sazby z hypoték přistupují ke zvyšování úrokových sazeb z hypoték pozvolna, neboť se obávají ztráty tržního podílu. Proto

nebyly zvýšené náklady financování některých bank zatím plně přeneseny do sazeb z hypoték (Graf 3). Úrokové marže ovlivňující ziskovost bank jsou přitom z historického pohledu stále nízké (Graf 4). Vedle toho je jedním z faktorů pomalejší transmise pravděpodobně i sjednávání úrokových sazeb nejen u refinancovaných, ale i nových hypoték na delší období dopředu.³⁰

U spotřebitelských úvěrů se úroková sazba dále snižovala, přestože sazby finančního trhu vzrostly (Tab. 1). V tom se projevoval zejména pokračující dlouhodobý sestupný trend sazeb v tomto segmentu úvěrového trhu, který měl částečně strukturální³¹ a částečně cyklické vysvětlení. Úroková marže se proto u spotřebitelských úvěrů dále snižuje (Graf 4). Tržní aktivita se koncentruje zejména do refinancování stávajících úvěrů (konsolidace) a do prodlužování jejich splatnosti. Klesají sazby s delší fixací, které tvoří 94 % všech nových spotřebitelských úvěrů. Sazba s krátkodobou fixací naopak vzrostla, podíl úvěrů s touto sazbou je však zanedbatelný.

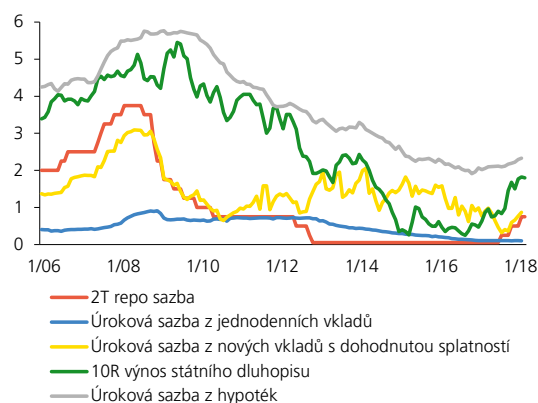
Úrokové sazby z vkladů jsou stále velmi nízké (Graf 3). Banky mají v podmínkách nízkých úrokových marží a vysoké likvidity slabší motivaci výrazněji zvyšovat depozitní sazby. Sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností se sice v reakci na změnu tržních sazeb u domácností zvýšila na 0,9 %, podíl těchto vkladů na celkových vkladech je však nízký (okolo 10 %). Na uvedeném růstu sazeb s dohodnutou splatností se podílela zejména skupina středních bank, která zvýšila sazbu u domácností na 1,5 %. U velkých bank disponujících významnou částí těchto vkladů sazba kolísá v blízkosti úrovně 0,3 %. Úroková sazba z jednodenních vkladů na běžných účtech zůstává v blízkosti nuly (Tab. 1). Sazba z těchto vkladů i v minulosti obvykle odrážela změnu měnověpolitické sazby velmi pozvolna. Podíl jednodenních vkladů na celkových vkladech přitom dosahuje 83 % a oproti období před rokem 2008 výrazně vzrostl.

Celkově lze shrnout, že zvýšení měnověpolitické sazby se promítá skrze tržní sazby zejména do úrokových sazeb z úvěrů. Nejvýrazněji se to projevuje u podnikových úvěrů, u úvěrů na bydlení je přenos pomalejší. Úrokové sazby z vkladů jsou v prostředí stlačených úrokových marží stále velmi nízké.

GRAF 3 (BOX)

ÚROKOVÁ SAZBA Z HYPOTÉK A VKLADŮ DOMÁCNOSTÍ

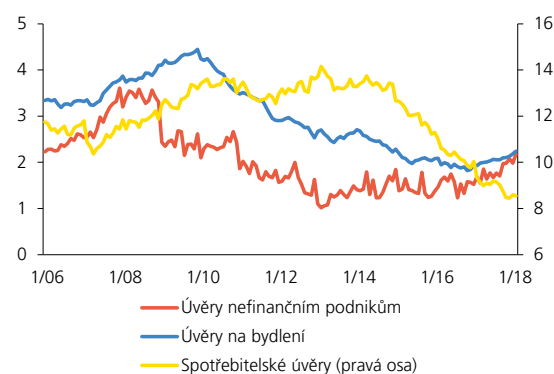
Úroková sazba z hypoték se zvyšuje pomaleji než sazby finančního trhu, úrokové sazby z vkladů jsou nadále velmi nízké (v %)



GRAF 4 (BOX)

ÚROKOVÉ MARŽE BANK Z NOVÝCH ÚVĚRŮ

Úrokové marže bank jsou stále nízké, i když se u úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení v posledním období mírně zvýšily (v procentních bodech)



Poznámka: Úrokové marže jsou propočteny z úrokové sazby z nových úvěrů a vážené úrokové sazby z celkových vkladů nefinančního sektoru.

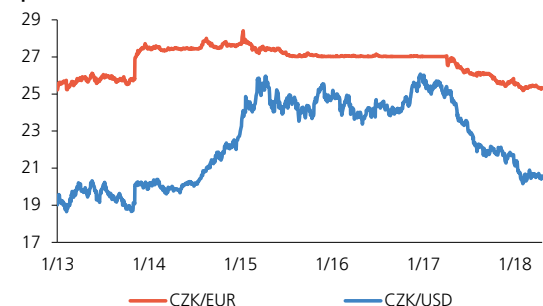
30 Dle dílčích informací se klienti snaží refinancovat hypotéky i s určitým předstihem. Někteří poskytovatelé nabízejí při refinancování garanci úrokové sazby před uplynutím stávajícího fixačního období na určitou dobu dopředu.

31 Podle připravované publikace z řady Working Papers ČNB – Brož a Hlaváček (2018) – byl hlavním hybatelem poklesu klientských sazeb úvěrů na spotřebu pokles koncentrace, resp. nárůst konkurence.

GRAF III.4.5

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

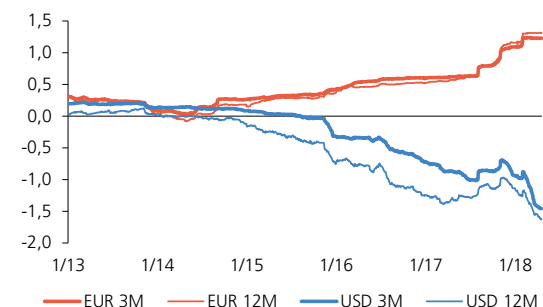
Koruna v prvním čtvrtletí pokračovala v posilování, výrazněji oproti dolaru než vůči euru



GRAF III.4.6

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokový diferenciál koruny vůči euru vlivem únorového zvýšení sazeb ČNB vzrostl, záporný diferenciál vůči dolaru se výrazně rozšířil v důsledku růstu krátkodobých sazeb v USA (v procentních bodech)

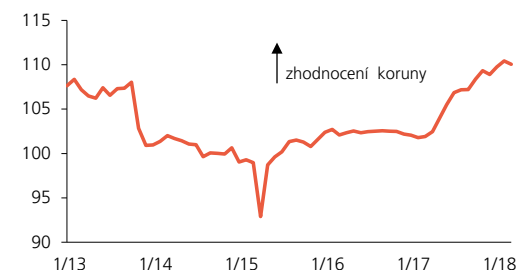


GRAF III.4.7

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Kurz koruny v efektivním vyjádření v prvním 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.

III.4.2 Měnový kurz

Vlivem domácích faktorů koruna vůči euru v prvním čtvrtletí 2018 dále lehce posílila.

Ke zhodnocování docházelo především v průběhu ledna (Graf III.4.5) v očekávání zvýšení základních úrokových sazeb ČNB na únorovém měnověpolitickém jednání bankovní rady a v dalším průběhu roku. Na kurz v této souvislosti působil pokračující výrazný hospodářský růst české ekonomiky v situaci napjatého trhu práce a inflace v horní polovině tolerančního pásma. Vliv domácích informací byl natolik silný, že převážil i nad prudkým posilováním eura na světových trzích. Na začátku února však došlo na základě zveřejněné prognózy ČNB i komunikace členů bankovní rady k přehodnocení tržních očekávání ohledně tempa dalšího zvyšování úrokových sazeb. Ve stejné době zároveň na světových trzích vzrostla averze k riziku v důsledku propadu na amerických akciových trzích. Kurz koruny reagoval na tyto skutečnosti částečnou korekcí svého předchozího posílení. V březnu pak zůstal zhruba stabilní, přičemž proti jeho posilování působilo rychlejší než očekávané zpomalení inflace. Průměrná hodnota kurzu za první čtvrtletí dosáhla 25,4 CZK/EUR, což odpovídá meziročnímu zhodnocení koruny o 6 %. V prvních dvou dubnových dekádách koruna k euru lehce posílila na 25,3 CZK/EUR.

Vůči dolaru koruna rovněž posílila. Lednové posílení koruny vůči dolaru bylo ovšem mnohem výraznější než proti euru, a to kvůli souběžnému oslabování dolaru na světových trzích (Graf III.4.5). To mělo hned několik příčin. Jednou z nich byl rostoucí optimismus ohledně hospodářského vývoje v Evropě a v Asii a s ním spojená důvěra v měny těchto regionů, která ostře kontrastovala s nejistotou plynoucí z nevyzpytatelnosti současné americké hospodářské politiky. Druhým faktorem byl posun očekávání ohledně budoucího vývoje měnových politik, přičemž předpokládaná trajektorie zvyšování základních úrokových sazeb v USA zůstávala neměnná, zatímco u eurozóny docházelo v důsledku pozitivního ekonomického vývoje k přehodnocení dosavadních očekávání ve směru dřívější normalizace měnové politiky. Třetím důvodem byl rostoucí obchodní schodek USA. Hospodářský růst Spojených států je totiž dlouhodobě tažen zejména domácí poptávkou, která podporuje růst dovozu. Růst HDP eurozóny, který v loňském roce dosáhl stejného tempa jako růst v USA, plynul namísto toho do značné míry z čistého vývozu, což rovněž přispělo k oslabování dolaru vůči euru. Koncem ledna se nicméně kurz dolaru stabilizoval. Koruna následně v průběhu února lehce oslabila a od března se její kurz drží poblíž 20,6 CZK/USD. Průměrný kurz za první čtvrtletí dosáhl hodnoty 20,7 CZK/USD. V meziročním srovnání tak koruna vůči dolaru posílila o velmi výrazných 18,6 %.

Únorové zvýšení sazeb ČNB dále rozšířilo krátkodobý úrokový diferenciál k euru, vůči dolaru výrazně převážil růst sazeb v USA.

Rozdíl mezi sazbami peněžního trhu 3M PRIBOR a 3M EURIBOR se v důsledku únorového zvýšení českých měnověpolitických sazeb rozšířil na 1,2 procentního bodu (Graf III.4.6). Obdobně (posunem vzhůru) reagovala na krok ČNB rovněž úroveň krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči dolaru, který je ovšem již přes dva roky záporný.

Následně se však tento diferencíál značně rozevřel a aktuálně dosahuje -1,4 procentního bodu. Za tím stál růst sazby 3M USD LIBOR v průběhu února a března. Ten reagoval zejména na vyšší než očekávaný růst mezd a fiskální expanzi v USA, což se promítalo do očekávání ohledně vývoje základních úrokových sazeb Fedu. Fed poté na svém březnovém zasedání překročil k očekávanému zvýšení základních úrokových sazeb a navíc zveřejnil výhled, který pro další roky skutečně předpokládá rychlejší tempo jejich dalšího zvyšování než předchozí prosincový odhad.

Nominální efektivní kurz koruny pokračuje ve zhodnocování (Graf III.4.7). Jeho meziroční tempo v březnu dosáhlo 8 %. Rozhodujícím faktorem bylo vzhledem k vahám měn v indexu posílení koruny vůči euru, byť patřilo k těm nejmírnějším. Koruna přitom v posledním roce zpevnila vůči všem měnám koše NEER, nejvýrazněji vůči dolaru (o téměř 19 %) a rublu (o více než 17 %). Dvojciferného zhodnocení dosáhla dále vůči korejskému wonu, švýcarskému franku, japonskému jenu, švédské koruně a čínskému renminbi. Posílení vůči zbývajícím evropským měnám koše bylo mírnější, i to nejméně výrazné (vůči polskému zlotému) však činilo více než 4 %.

III.4.3 Úvěry

Dynamika úvěrů soukromému sektoru na počátku letošního roku lehce zrychlila na 8 %. Růst úvěrů domácnostem v posledním období zpomalil, nadále však zůstává svižný. Dynamika úvěrů nefinančním podnikům se naopak mírně zvýšila (Graf III.4.8). Banky podle [Šetření úvěrových podmínek bank](#) očekávají, že poptávka domácností po úvěrech se ve druhém čtvrtletí 2018 příliš nezmění a u podniků mírně vzroste. Úvěrové standardy se u úvěrů domácnostem dále zpřísnily a u úvěrů nefinančním podnikům se nemění (Graf III.4.9).

Zpřísnování úvěrových standardů v kombinaci s vysokou úrovní cen nemovitostí zvolňuje růst úvěrů na bydlení (Graf III.4.8). Poptávka po úvěrech na bydlení se v poslední době snížila zejména vlivem nárůstu cen rezidenčních nemovitostí, makroobezřetnostních opatření ČNB a zvýšení úrokových sazeb z hypoték. Spotřebitelská důvěra podporovala růst poptávky po úvěrech výrazně méně než v minulosti, přestože zůstává silná. Dynamika hypoték tak v únoru dále zvolnila na 9,4 %, což se v posledním období promítalo i ve vývoji celkových úvěrů domácnostem (Graf III.4.10). Objem poskytnutých nových hypoték přitom poklesl.

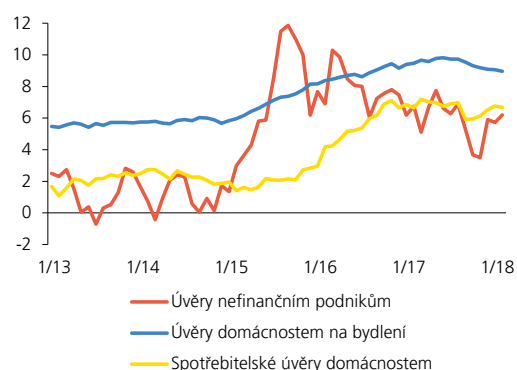
Spotřebitelské úvěry si udržují svižnou dynamiku (Graf III.4.8). Poptávka po nových úvěrech na financování spotřebních výdajů roste jen mírně. Trh se spotřebitelskými úvěry se v podmínkách dlouhodobého snižování úrokových sazeb v tomto segmentu vyznačuje zejména refinancováním a konsolidací stávajících úvěrů. Růst spotřebitelských úvěrů tak od listopadu 2016 kolísá okolo 7 % úrovně.

Zadluženost domácností setrvává v blízkosti historického maxima. Poměr úvěrů a ostatních závazků domácností k úhrnnému disponibilnímu důchodu se pohybuje od poloviny loňského roku poblíž 66 %.

GRAF III.4.8

ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

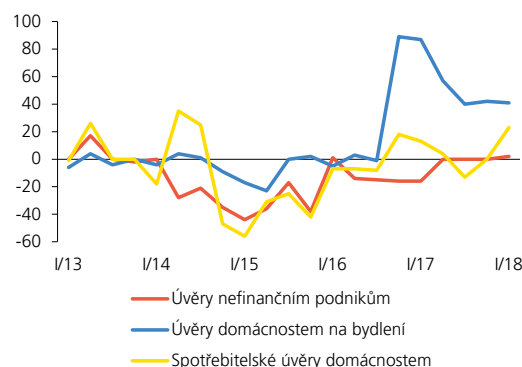
Vysoká dynamika úvěrů na bydlení zvolnila, růst podnikových úvěrů naopak mírně zrychlil
(roční míry růstu v %)



GRAF III.4.9

ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

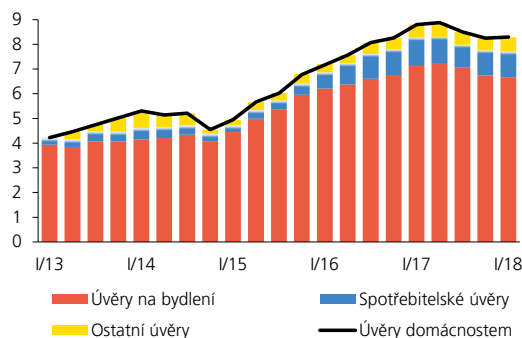
Zpřísnování úvěrových standardů u úvěrů na bydlení pokračuje, u podnikových úvěrů se standardy nemění
(čisté procentní podíly bankovního trhu v %, kladné hodnoty znamenají zpřísnění standardů a naopak)



GRAF III.4.10

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Zpomalení rychlého růstu úvěrů na bydlení se projevilo i ve snížení dynamiky celkových úvěrů domácnostem
(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za únor 2018)

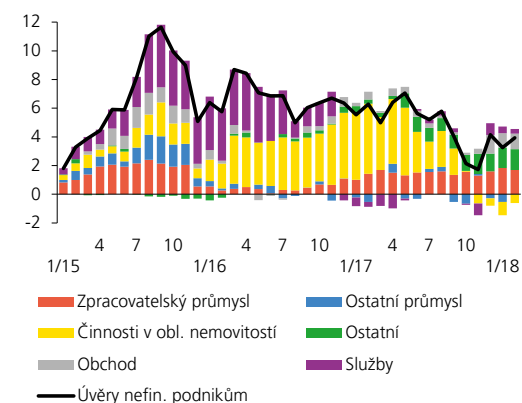


GRAF III.4.11

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Růst úvěrů je z hlediska odvětví poměrně plošný, klesají však úvěry do oblasti nemovitostí

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



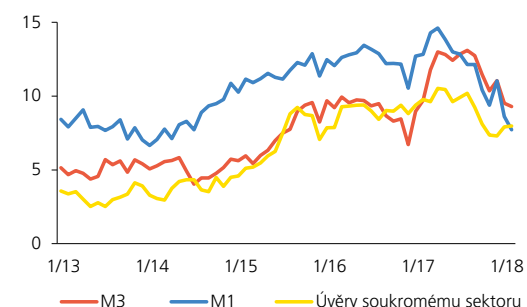
Podpínka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

GRAF III.4.12

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžních agregátů dále zpomalil a dostal se do blízkosti dynamiky úvěrů

(roční míry růstu v %)



Růst úvěrů podnikům podporovaný příznivými úvěrovými podmínkami a růstem ekonomiky zrychlil na zhruba 6 %.

K meziročnímu zvyšování úvěrů přispívají úvěry zpracovatelskému průmyslu, obchodu a ve zvyšující míře i stavebnictví (Graf III.4.11). Naopak mírně klesají úvěry činnostem v oblasti nemovitostí. Poptávka podniků po úvěrech mírně rostla zejména vlivem financování fixních investic a provozního kapitálu. Naopak ji tlumí využití vnitřních zdrojů podniků a emise dluhových cenných papírů.

Vysoká dynamika podnikových úvěrů v cizí měně zvolnila, naopak vzrostlo měnové zajištění vývozu finančními instrumenty.

Růst úvěrů v cizí měně zpomalil zhruba na 16 %. V jeho vývoji tak postupně doznívá vliv předchozího bilančního zajišťování podniků proti kurzovému riziku při zdražení klasických zajišťovacích instrumentů v období kolem ukončení kurzového závazku. Podíl těchto úvěrů na celkových podnikových úvěrech se tak stabilizoval okolo 30 %. Naproti tomu od konce kurzového závazku roste měnové zajištění vývozu podniků pomocí finančních instrumentů. To v prvním čtvrtletí 2018 dosáhlo 46 %, což byla nejvyšší hodnota zaznamenaná za posledních několik let (Šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích).

III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 v průběhu prvního čtvrtletí dále zpomalil na 9,3 % (Graf III.4.12).

To bylo dáno pokračující korekcí předešlé vysoké dynamiky M3, která byla ovlivněna specifickými tržními podmínkami kolem ukončení kurzového závazku. V podmínkách posunu výnosové křivky finančního trhu vzhůru se uvedený vývoj projevuje v nižším růstu jednodenních vkladů finančních investorů u bank, resp. jejich vkladů v rámci repo operací s bankami. To je současně doprovázeno zvolněním růstu vkladů domácností a nefinančních podniků. Růst vkladů domácností se nicméně pohybuje v blízkosti dlouhodobého průměru.

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/obecně/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.

Ceny průmyslových výrobců: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na základě údajů z vybraných organizací. Jde o ceny sjednané mezi dodavatelem a odběratelem v tuzemsku bez daně z přidané hodnoty a spotřební daně (bez nákladů na dopravu k zákazníkovi a nákladů s ní spojených) fakturované za významnější obchodní případy.

Ceny tržních služeb: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ a zahrnují ceny vnitrostátní nákladní dopravy, služeb pošt a telekomunikací, peněžnictví, pojišťovnictví, ostatních podnikatelských služeb a stočného.

Ceny zemědělských výrobců: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na bázi realizačních smluvních cen (bez vlastní spotřeby), které jsou určeny výhradně pro tuzemský trh a jsou uváděny bez daně z přidané hodnoty.

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 balance: 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 transmisí 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), tvorbu 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.

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. záůjční facility.

LTV (loan-to-value ratio): poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti.

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. Patří mezi ně 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 bytů podle ČSÚ.

Národohospodářská produktivita práce: 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).

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 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 a jsou propočteny z likvidních pasiv měnového charakteru rezidentských měnových finančních institucí (tzv. sektoru tvorby peněz) vůči jiným rezidentským sektorům (tzv. sektoru držby peněz). Kromě domácností sem patří nefinanční podniky a finanční instituce, které nejsou měnovými finančními institucemi, spolu s místními vládními institucemi a fondy sociálního zabezpečení (mimo ústřední vládní instituce). Eurosystem definuje agregát úzký (M1), střední (M2) a široký (M3). Tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů ČR. Peněžní agregáty zahrnují i likvidní aktiva v cizí měně rezidentů ČR uložená u měnových finančních institucí nacházejících se v ČR.

Úzké peníze (M1) tvoří oběživo a jednodenní vklady. Střední peníze (M2) zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Široké peníze (M3) obsahují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace, které jsou blízkými substituty vkladů.

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.

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 nemovitosti 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	4619,0	4796,9	4959,8
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,5	4,6	3,9	3,4
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,6	4,0	4,1	3,7
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,5	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,0	1,5	2,8	2,3
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,0	1,8	-3,8	-5,1	8,5	13,1	-2,4	5,4	8,2	5,1
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-2,5	5,9	8,6	7,4
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,2	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,3	6,9	6,9	8,3
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,3	6,7	2,8	0,1	10,1	7,0	3,1	6,2	8,7	9,3
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,6	193,7	245,8	249,7	233,1	224,9	271,8	313,5	272,6	255,3
Koincidenční ukazatele											
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	8,6	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	-	-
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	1,7	1,8
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,6	1,5
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	0,9	3,9	2,9	3,1	1,8	0,0	0,2	3,6	1,7	1,7
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,7	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	1,7	2,0
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	12,8	9,9	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	-0,1	-2,0
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	1,7	1,8
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,2	1,4	2,1	1,7
Dílčí cenové ukazatele											
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	0,5	1,0
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	5,0	-12,4	-6,2	-6,0	7,4	-0,4	0,7
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7		
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	21,9	-5,6
TRH PRÁCE											
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	7,0	7,9	5,6
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	4,4	6,1	3,9
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,2	0,6
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,1	3,7	4,8	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-6,2	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	1,0	1,8	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,3	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	1,3	2,8	2,9	3,0
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,3	3,2
VEŘEJNÉ FINANCE											
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-166,0	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-27,9	34,6	80,6	81,3	85,5
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	1,5	1,5
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1480,2	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	1749,1	1726,7	1697,2
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,6	32,2	30,1
VNĚJŠÍ VZTAHY											
Běžný účet platební bilance											
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	40,4	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	245,7	240,9	240,0	250,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,1	4,8	4,5	4,4
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	78,5	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	122,0	125,0	130,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	54,2	55,0	65,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,1	1,0	1,2
Přímé zahraniční investice											
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-135,3	-100,0	-70,0
Měnové kurzy											
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	20,3	19,6
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,0	24,4
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-4,5	-1,9	1,5	3,5	6,2	-1,2	-1,3	-3,4	-5,0	-2,4
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,9	-3,0	2,5	2,4	4,9	-0,4	-0,1	-1,5	-3,5	-1,7
Ceny zahraničního obchodu											
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-2,5	-0,3
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-3,4	-0,7
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	8,0
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	0,73	1,47
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,9	1,6

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

vyrázněná 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	1128,0	1155,2	1163,3	1172,4	1182,8	1194,7	1205,2	1214,2	1225,8	1236,2	1245,2	1252,6
5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	4,6	5,2	5,5	4,9	3,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,3	3,2
3,7	3,7	3,8	4,1	4,0	3,6	3,7	3,0	3,0	4,4	4,3	4,3	4,4	3,6	4,0	4,4	4,2	3,9	3,5	3,3
1,4	1,4	2,6	2,3	1,9	2,2	1,8	2,1	1,9	1,4	0,9	1,9	2,7	2,6	3,5	2,1	2,1	2,4	2,1	2,5
14,8	18,5	13,4	6,2	2,8	-5,2	-4,0	-3,1	-2,5	3,8	8,3	12,1	11,6	8,4	6,4	6,7	6,9	5,4	4,5	3,9
8,4	12,0	12,4	8,6	2,1	-3,1	-4,8	-3,9	0,1	7,3	7,7	8,4	8,9	6,6	9,0	10,1	9,6	7,7	6,5	5,7
5,4	6,0	6,8	6,6	6,7	5,6	2,8	2,3	5,0	7,8	7,4	7,6	5,7	4,9	8,3	8,6	8,6	8,4	8,3	7,8
6,6	7,8	7,5	6,0	6,5	3,0	1,9	1,4	2,9	6,8	7,0	8,3	7,3	6,8	10,1	10,5	10,3	9,6	9,0	8,4
56,6	45,6	57,6	65,0	61,9	68,8	67,2	73,9	82,4	82,4	75,2	73,4	73,7	70,2	65,6	63,1	64,3	64,7	64,3	61,9
5,0	5,4	3,6	3,2	3,2	6,1	0,8	3,5	8,5	4,3	5,5	7,9	-	-	-	-	-	-	-	-
9,4	12,0	6,9	1,3	-6,8	-8,8	-6,2	-1,6	0,9	7,2	1,6	3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
7,9	8,3	5,9	8,5	7,1	8,5	4,7	4,3	6,9	3,5	3,4	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-
0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	2,0	2,5	2,4	-	-	-	-	-	-	-
0,1	0,7	0,4	0,1	0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6	2,6	1,9	1,9	1,7	1,5	1,7	1,7	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	1,4	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	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	2,5	2,1	1,4	0,8	1,3	1,7	1,9	1,9
1,1	1,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,5	1,7	1,7	1,6	1,8	2,0	1,9	2,0	2,2
-14,6	-10,1	-12,6	-16,6	-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	0,5	2,5	-1,6	-3,0	-1,5	-1,7	-2,0
-0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	1,8	1,6	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9
1,5	1,3	1,0	0,8	1,5	1,1	1,3	1,1	0,6	1,1	1,7	2,4	2,7	2,7	1,8	1,4	1,5	1,4	1,9	2,1
-3,3	-2,3	-3,6	-3,5	-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	0,4	1,0	0,6	0,7	0,8	1,1	1,4
-9,1	-9,3	-5,7	1,3	-3,2	-8,2	-7,0	-4,9	0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-1,7	-1,4	-2,1	-0,9	1,1	1,0	1,6
1,0	1,2	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	2,0	2,2	-	-	-	-	-	-	-
-48,9	-42,1	-50,6	-41,6	-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	11,0	20,8	22,9	33,9	28,2	6,7	-4,0	-6,5	-6,1	-5,9
2,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,3	4,0	3,7	5,4	7,6	6,8	8,0	8,5	8,1	8,0	7,2	6,1	5,8	5,4	5,2
2,2	2,6	3,1	3,6	3,3	3,1	3,5	2,3	2,9	5,3	4,2	5,3	6,6	6,2	6,3	5,7	4,5	4,1	3,6	3,3
2,1	2,4	2,0	2,1	2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,3	2,2	2,1	1,8	1,8	0,9	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
-1,0	-1,0	0,0	0,1	2,7	1,5	4,1	4,0	2,9	5,0	3,4	3,5	4,5	5,5	5,1	4,1	2,9	2,7	2,4	2,3
-0,7	0,4	3,0	4,4	5,3	-1,3	1,5	-1,2	-1,7	5,9	1,7	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
3,8	4,1	3,8	3,7	1,8	2,9	0,4	0,2	2,5	2,0	2,8	3,9	3,6	2,0	3,1	3,1	3,2	3,1	3,0	2,8
6,1	5,0	4,9	4,5	4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
7,5	6,4	6,2	6,0	6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,2	3,1	3,2	3,5	3,0	3,1	3,1
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
74,4	45,9	33,1	34,6	83,1	80,5	44,7	37,4	88,8	71,7	42,7	37,8	80,0	76,0	45,0	39,0	85,0	77,0	46,0	42,0
7,0	4,0	2,8	2,9	7,5	6,6	3,7	3,0	7,7	5,7	3,3	2,8	6,4	5,6	3,3	2,8	6,5	5,5	3,2	2,8
19,2	19,4	20,2	19,3	25,3	26,4	28,7	27,2	28,5	33,3	31,5	28,7	29,0	34,0	32,0	30,0	30,0	35,0	34,0	31,0
93,4	-48,4	-48,4	14,7	119,5	-10,0	-19,2	-16,1	97,5	-8,1	-34,5	-0,7	89,5	-2,5	-31,5	-0,5	101,0	-2,0	-34,0	0,0
8,8	-4,2	-4,1	1,2	10,8	-0,8	-1,6	-1,3	8,4	-0,6	-2,7	-0,1	7,2	-0,2	-2,3	0,0	7,7	-0,1	-2,4	0,0
3,3	-1,4	20,2	27,6	-1,8	-95,6	-63,0	-26,2	-62,7	-26,2	-12,1	-34,3	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	24,8	24,3	24,7	24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	20,5	20,1	19,8	19,6	19,6	19,6	19,6
27,6	27,4	27,1	27,1	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,2	24,8	24,6	24,4	24,4	24,3	24,3
0,4	-0,7	-2,3	-2,1	-2,4	-1,5	-0,5	-0,7	-0,7	-2,5	-4,3	-5,9	-6,5	-5,1	-4,6	-3,9	-3,5	-3,2	-1,9	-0,9
1,2	0,0	-1,0	-1,7	-1,9	-0,3	0,8	1,0	0,8	-1,0	-2,4	-3,6	-4,6	-3,2	-3,1	-2,9	-3,0	-2,4	-1,2	-0,3
-0,5	-0,5	-2,7	-3,3	-4,1	-4,3	-2,6	-1,3	2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-3,0	-1,5	-1,1	-1,1	-0,8	0,1	0,8
-1,5	0,0	-2,5	-3,8	-5,7	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-4,0	-1,7	-1,7	-1,2	-1,2	-0,5	0,3
5,7	6,3	8,0	9,2	9,7	9,5	9,0	8,1	10,2	12,6	12,7	11,1	8,8	6,2	5,9	7,1	7,4	8,1	8,3	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	0,75	0,66	0,72	0,85	1,07	1,30	1,57	1,95
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	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4	1,7	2,1

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)

