

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2018

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2018

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 8. listopadu 2018 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 19. říjnu 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

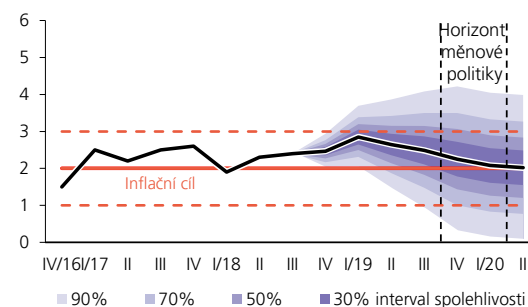
PŘEDMLUVA	4
OBSAH	7
I. SHRNUÍ	8
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	10
II.1 Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy	10
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	10
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	11
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	13
II.2 Prognóza	14
II.2.1 Inflace a měnová politika	14
II.2.2 Náklady a trh práce	16
II.2.3 Ekonomická aktivita	18
II.2.4 Platební bilance	19
II.2.5 Fiskální vývoj	21
II.3 Srovnání s minulou prognózou	23
II.4 Rizika a nejistoty prognózy	25
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB	25
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	26
BOX 1 Vyhodnocení předpovědí inflace očekávané analytiky finančního trhu	26
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	30
III.1 Cenový vývoj	30
III.1.1 Plnění inflačního cíle	30
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
BOX 2 Vliv firemních investic na produktivitu práce	37
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	39
III.3 Trh práce	41
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	41
III.3.2 Mzdy a produktivita	42
III.4 Finanční a měnový vývoj	44
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	44
III.4.2 Měnový kurz	46
III.4.3 Úvěry	47
BOX 3 Čisté jmění a vývoj příjmů, úspor a dluhu domácností	47
III.4.4 Peníze	50
SEZNAM ZKRATEK	51
GLOSÁŘ POJMŮ	52
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	58

I. SHRUTÍ

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Inflace setrvává v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se shora přibližuje k 2% cíli
(meziročně v %)



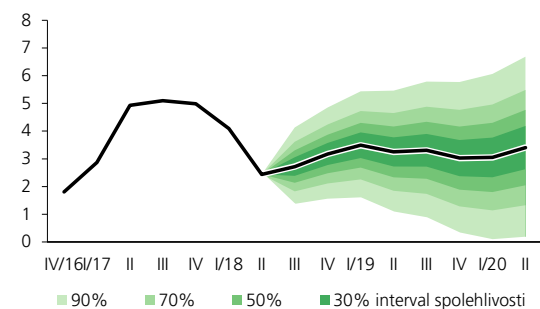
Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a rozšiřující se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Inflace se bude v roce 2019 pohybovat nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se vrátí do jeho blízkosti (Graf I.1). Ve třetím čtvrtletí 2018 se inflace lehce zvýšila v důsledku nárůstu jádrové inflace a zrychlení růstu regulovaných cen při nadále vysoké dynamice cen pohonných hmot. Naopak růst cen potravin výrazně zpomalil. Celkové fundamentální inflační tlaky v tuzemské ekonomice zůstávají silné zejména v souvislosti s výraznou mzdovou dynamikou a pokračujícím růstem reálné ekonomiky. Současně se obnovilo proinflační působení dovozních cen, do něhož se vedle svízňného růstu zahraničních cen promítá nedávné oslabení kurzu koruny v důsledku negativního sentimentu na světových trzích. Na přelomu letošního a příštího roku se inflace dále zvýší. V dalším období se však celkové inflační tlaky zmírní v návaznosti na zvyšování úrokových sazeb, obnovené posilování kurzu a postupné zvolňování dynamiky mezd. Na horizontu měnové politiky se tak inflace shora přiblíží k 2% cíli ČNB, na němž pak setrvává i v dalším průběhu roku 2020. Z hlediska struktury cenového vývoje dojde v nejbližším období k dalšímu zvýšení jádrové inflace v důsledku vývoje dovozních cen, ta se následně vlivem zmírnění celkových inflačních tlaků opět sníží. Dynamika cen potravin zřetelně zrychlí v návaznosti na očekávaný nárůst cen potravinářských komodit. Aktuálně rychlý růst cen pohonných hmot bude naopak postupně zvolňovat a na konci příštího roku přejde do meziročního poklesu v souvislosti s předpokládaným pozvolným snižováním světových cen ropy. K pokračujícímu růstu regulovaných cen budou přispívat zejména ceny elektřiny a zemního plynu.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst české ekonomiky z loňských vysokých temp zvolnil, letos i v příštích dvou letech však bude v průměru přesahovat 3%
(meziroční změny v %, seznámené očistěno)



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

Růst české ekonomiky sice zpomalil, z celoročního pohledu se však nadále udržuje nad 3% (Graf I.2). Ekonomika se tak bude pohybovat mírně nad svým potenciálem. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především růstem spotřeby domácností, který odráží rychlou dynamiku jejich příjmů a optimistická očekávání. Rostoucí poptávka a stále zřetelnější nedostatek volné pracovní síly motivují tuzemské firmy k investicím, které přispívají ke zvyšování efektivity práce. Také veřejné investiční výdaje dále porostou v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky v letošním i příštím roce přispívat rovněž prostřednictvím výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře, důchodů a sociálních dávek. Ekonomika bude těžit i z pokračujícího, byť zpomalujícího, růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Dosud záporný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP krátkodobě odezní v návaznosti na zrychlující vývoz. V příštím roce bude mít čistý vývoz opět tlumící příspěvek k ekonomickému růstu vlivem zvyšování dovozně náročných částí domácí poptávky a posílení kurzu koruny. Měnové podmínky se dále zpřísní v úrokové složce a s obnoveným posilováním koruny posléze i ve složce kurzové. Pokračující ekonomický růst se projevuje napjatou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti je rekordně nízká a prostor pro její další snížení je již malý. Důsledkem toho bude zpomalení růstu zaměstnanosti a nadále vysoká – i když zvolňující – dynamika mezd.

Kurz koruny se z aktuálních oslabených hodnot vrátí v roce 2019 k posilujícímu trendu.

Prognóza kurzu pro čtvrté čtvrtletí 2018 na hodnotě 25,7 CZK/EUR zohledňuje přetrvávající negativní sentiment na devizových trzích a odliv krátkodobého kapitálu z rozvíjejících se trhů do aktiv, která investoři vnímají jako méně riziková. Prognóza přitom předpokládá, že uvedený globální vliv bude částečně přetrvávat i v následujících dvou čtvrtletích. V příštím roce nicméně dojde k obnovení posilování koruny, které bude taženo zřetelně kladným úrokovým diferenciálem vůči eurozóně a pokračující reálnou konvergencí české ekonomiky spojenou s růstem efektivity práce. Kurz tak začátkem roku 2019 posílí lehce nad úroveň 25 CZK/EUR a poté se rychle dostane zřetelně pod ni (Graf I.3). V dalším období tempo posilování kurzu zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB a v roce 2020 se kurz dočasně ustálí nad hranicí 24 CZK/EUR.

S prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni (Graf I.4).

Nárůst sazeb na začátku prognózy je zejména reakcí na oslabení koruny, které vede k obnovení proinflačního vlivu dovozních cen. Ve stejném směru působí také výrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky, které budou dále podpořeny výrazným zvýšením minimální mzdy a starobních důchodů od ledna příštího roku. Následná přibližná stabilita sazeb v průběhu roku 2019 je důsledkem prognózovaného posilování kurzu v podmínkách nadále velmi uvolněné měnové politiky v eurozóně. Zhruba stabilní kurz koruny při zpříšňování politiky ECB poté vytvoří prostor pro další postupný růst domácích sazeb v roce 2020. Na jeho konci se budou sazby zdola blížit ke své předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (tj. 3 % pro 3M PRIBOR).

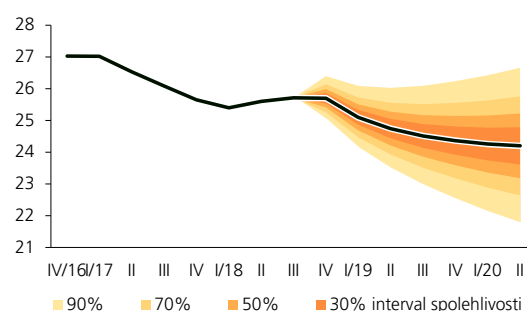
Bankovní rada ČNB na listopadovém měnovém jednání zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 1,75 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 2,75 % a diskontní sazby na 0,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady. Jeden její člen hlasoval pro ponechání úrokových sazeb beze změny, jeden pro jejich zvýšení o 50 bazických bodů. Nově stanovené úrokové sazby jsou platné od 2. listopadu 2018.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. V tomto hodnocení se odráží riziko oproti predikci slabšího kurzu, které souvisí s možným delším trváním negativní nálady na globálních trzích. To by mohlo vést k rychlejšímu a plynulejšímu zvyšování úrokových sazeb než v prognóze. Zdroji vnějších nejistot zůstávají nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodě a způsob odchodu Spojeného království z Evropské unie. K nim se aktuálně přidala nejistota spojená se schvalováním státního rozpočtu Itálie. Nejistý je i budoucí vývoj světových cen ropy, které v poslední době výrazně kolísají.

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Po nedávném oslabení se dle prognózy v příštím roce obnoví posilující trend kurzu koruny (CZK/EUR)

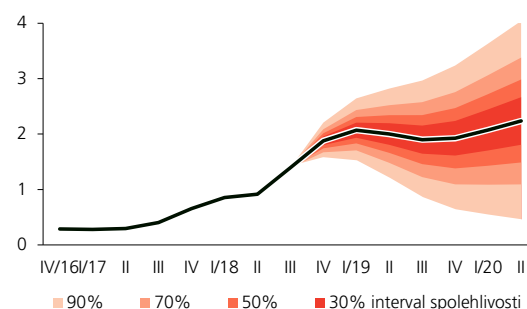


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (z období před přijetím kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Pokračující zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku a poté i v roce 2020 přispěje ke stabilizaci inflace na cíli (3M PRIBOR v %)

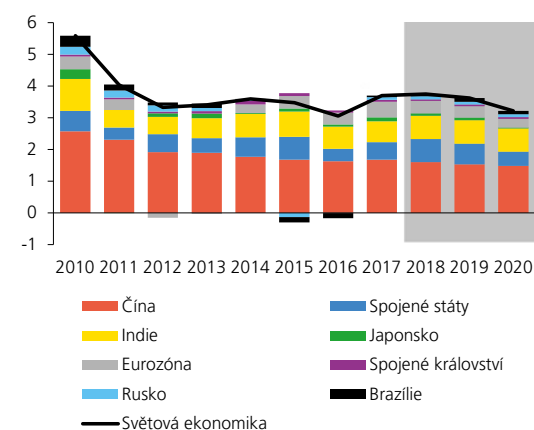


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (z období před přijetím kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Dynamika světové ekonomiky v příštích dvou letech zvolní
(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)



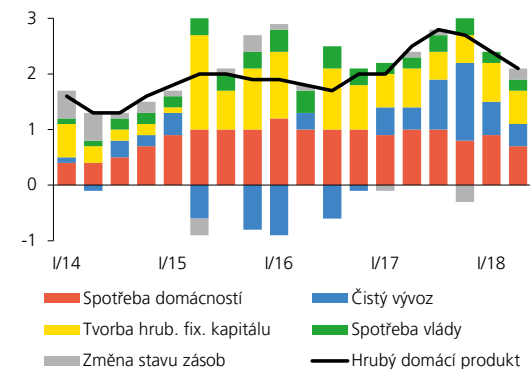
Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v paritě kupní síly. Zdrojem výhledů je CF a EIU.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP ve druhém čtvrtletí dále zpomalil, přičemž příspěvek všech jeho složek byl kladný

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

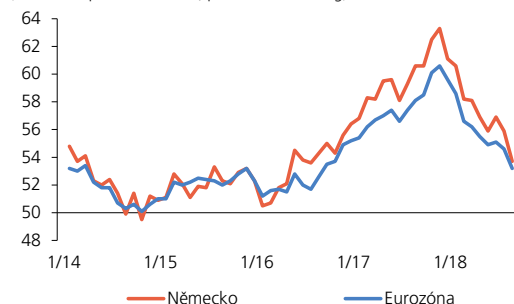


GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

Další zvolnění dynamiky průmyslové aktivity lze očekávat jak v Německu, tak i v celé eurozóně

(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Světová ekonomika roste solidním tempem, její dynamika však v následujících letech mírně zpomalí. Rizika pro růst jsou navíc vychýlena směrem dolů. V eurozóně mírné ochlazení ekonomického růstu probíhá již letos. To se promítá do aktuálně oslabeného kurzu eura vůči americkému dolaru. Slabší euro spolu se zřetelně vyššími cenami energií posouvá vzhůru výhled růstu výrobních i spotřebitelských cen. V následujících dvou letech se bude inflace pohybovat okolo 2% úrovně. To umožní ECB na konci letošního roku ukončit program nákupu aktiv. Úrokové sazby však ECB dle svého vyjádření začne zvyšovat až s poměrně značným odstupem. Sazba 3M EURIBOR by tak měla zůstat záporná až do konce roku 2019. V důsledku rychlejšího zpřísňování měnové politiky v USA se proto záporný diferenciál krátkodobé eurové sazby vůči obdobné dolarové sazbě dále prohloubí. Tento výhled rovněž přispěl k aktuálnímu oslabení kurzu eura vůči dolaru, na prognóze se nicméně očekává postupně lehké posilování společné evropské měny.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky pokračuje poměrně svižným tempem, které ovšem v následujících dvou letech postupně zvolní.¹ Ve Spojených státech je robustní růst letos podporován snížením daňové zátěže a zvýšením veřejných výdajů, na druhé straně Fed zpřísňuje měnovou politiku. Ekonomiky Japonska a Spojeného království porostou nižšími tempy než v loňském roce. Ekonomika Číny letos zpomalí především v souvislosti se změnami obchodní politiky USA. Naproti tomu čínská centrální banka provedla v posledních měsících řadu opatření zaměřených na podporu financování ekonomiky (cílový růst HDP činí 6,5 %). Celkově by měl vážený růst sledovaných ekonomik letos setrvat na 3,7 % (Graf II.1.1) a postupně zpomalovat na 3,2 % v roce 2020. Riziko směrem dolů představuje případná další eskalace napětí v mezinárodních obchodních vztazích a následné negativní dopady na sentiment, ceny aktiv a investice. Další riziko pramení z případného nadměrného zpřísňování finančních podmínek v některých rozvíjejících se ekonomikách, zvláště v těch, které vykazují vnější makroekonomické nerovnováhy.

Ekonomika eurozóny pokračovala ve druhém čtvrtletí v solidním růstu, jehož tempo se ale oproti loňskému roku výrazně snížilo.

V meziročním vyjádření růst HDP zpomalil o 0,3 procentního bodu na 2,1 % (Graf II.1.2), mezičtvrtletně stagnoval na 0,4 %. Hospodářský růst byl tažen i nadále domácí poptávkou, i když se sníženým příspěvkem spotřeby domácností. Zmírnil se také příspěvek čistého vývozu vlivem zpomalení růstu vývozu zboží a služeb. Z velkých zemí měnové unie

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

nepatrně zvolnila dynamika v Německu na 1,9 %, ve Francii růst zpomalil výrazněji na 1,7 % a v Itálii na 1,2 %. Slovenská ekonomika naopak zrychlila na 3,9 %.

Údaje za třetí čtvrtletí naznačují nadále zpomalující dynamiku ekonomického růstu v eurozóně. Předstihové ukazatele navázaly na klesající trend ze začátku roku (Graf II.1.3), přičemž odrážely především obavy z vývoje v globálním obchodě, ale i politickou nejistotu a vyšší ceny energií. Přesto nadále signalizují pokračování hospodářské expanze. Průmyslová produkce se v srpnu po dvou měsících vrátila k růstu, nicméně její meziroční dynamika dosáhla pouze 0,9 %. V Německu průmyslová produkce po dvouměsíčním poklesu stagnovala a odrážela tak dočasné obtíže výrobců automobilů spojené s přechodem na nové emisní normy. Spotřebu domácností podporuje nadále uvolněná měnová politika ECB a příznivý vývoj na trhu práce, opačným směrem působí vyšší ceny energií. Míra nezaměstnanosti v srpnu klesla na 8,1 % a růst mzdových nákladů ve druhém čtvrtletí zrychlil na 1,9 %. Maloobchodní tržby nicméně poklesly v červenci i v srpnu.

Na horizontu prognózy se očekává postupné zvolnění tempa růstu HDP eurozóny v efektivním vyjádření² (Graf II.1.4). V letošním roce by průměrné tempo růstu mělo dosáhnout 2,2 %, v následujících dvou letech zpomalí na 2 %, resp. 1,8 %. V eurozóně jako takové se očekávají lehce nižší tempa růstu. Rizika směrem dolů i nadále představují nárůst protekcionistických opatření, stále nevyjasněná podoba brexitu a také možnost výraznějšího zhoršení ekonomického vývoje v rozvíjejících se zemích.

II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

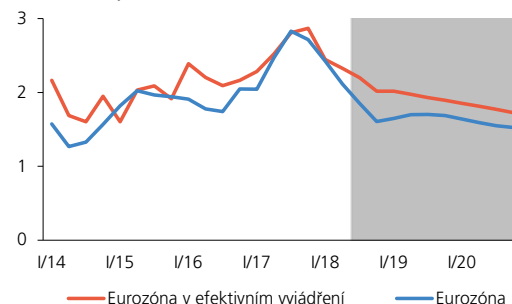
Cena ropy Brent skokově vzrostla, v následujících letech by se však měla dle tržního výhledu pozvolna snižovat (Graf II.1.5). V srpnu na trhu s ropou převládaly obavy, zda kartel OPEC a Rusko budou schopny nahradit očekávané výpadky těžby v Íránu a Venezuele. Tyto obavy postupně zesilovaly, neboť některé velké země s předstihem omezily nákupy íránské ropy, a vývoz z Íránu tudíž klesal rychleji, než se původně očekávalo. Cena ropy Brent tak na začátku října 2018 zaznamenala nejvyšší hodnotu za poslední čtyři roky. Následně však došlo k prudké korekci v souvislosti s propadem globálních akciových trhů a v polovině října se cena ropy Brent vrátila k hranici 80 USD/barel. Tržní křivka je klesající a implikuje pro zbytek letošního roku průměrnou cenu

2 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz také Glosář pojmů). V nich mají významní obchodní partneři ČR (zejména Německo a Slovensko) větší váhu (50 %, resp. 14 %) oproti jejich podílu na eurozóně jako takové (váhy použité při výpočtu 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 říjnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 8. říjnu 2018. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

Růst ekonomické aktivity v eurozóně bude dále zvolňovat
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

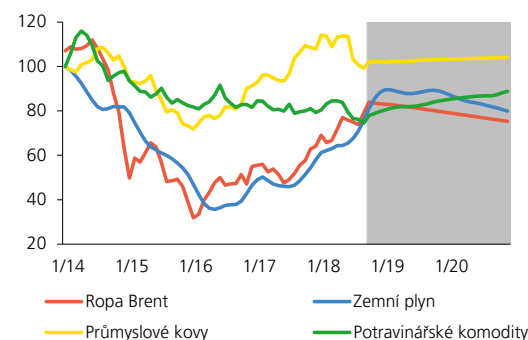


GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

Cena ropy i po korekci v polovině října zůstává zvýšená, její dlouhodobější výhled je však nadále klesající

(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2014 = 100], průměrná cena zemního plynu v Evropě, pramen: Bloomberg, Světová banka, výpočet ČNB)

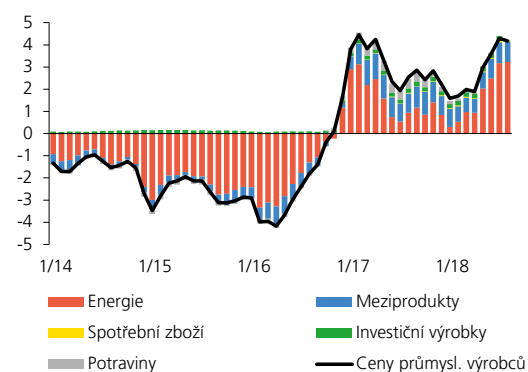


GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců v létě zrychlil vlivem vyšších cen energií

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

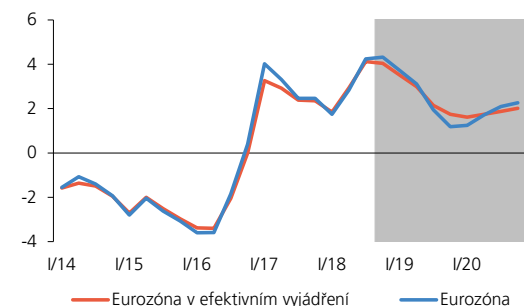


Poznámka: Potravinářské komodity včetně nápojů a tabáku; spotřební zboží bez potravin.

GRAF II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

Aktuálně rychlý růst cen průmyslových výrobců během příštího roku zpomalí pod 2% úroveň
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



83,6 USD/barel a pro příští rok 81,4 USD/barel. Předpověď říjnového CF je přitom v horizontu jednoho roku znatelně níže (76 USD/barel). Dle EIA by měla globální těžba ropy v příštím roce zhruba odpovídat poptávce (jejíž růst byl přehodnocen směrem dolů) a cena ropy Brent by se měla pohybovat kolem 75 USD/barel.

Pokles souhrnného indexu cen neenergetických surovin se v polovině září zastavil, v polovině října pak index mírně vzrostl. Obdobně se vyvíjely oba jeho dílčí indexy (Graf II.1.5). Index cen potravinářských komodit se sice nadále pohybuje poblíž jedenáctiletého minima, do konce roku 2020 by měl ale zřetelně růst. Výhled indexu cen průmyslových kovů je jen nepatrně rostoucí, neboť ceny zůstávají pod tlakem kvůli slábnoucímu výhledu globálního zpracovatelského průmyslu a obavám z obchodních sporů mezi USA a Čínou.

Meziroční růst cen průmyslových výrobců v eurozóně zrychloval až do července, v srpnu setrval na 4,2 % (Graf II.1.6). Tento vývoj odrážel zejména zvýšený příspěvek cen energií. Po očištění o jejich vliv tempo růstu cen v srpnu dosáhlo 1,5 %.

Ve třetím čtvrtletí 2018 dosáhne meziroční dynamika cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně svého vrcholu (Graf II.1.7). Očekávaný růst výrobních cen v letošním roce ve výši 3,2 %³ zohledňuje především silné nákladové tlaky – růst cen ropy a oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru. V roce 2019 dynamika cen průmyslových výrobců zvolní na 2,6 %, v průběhu roku 2020 opětovně lehce zrychlí. Tento vývoj přitom bude podobný pro eurozónu v běžném i efektivním vyjádření.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně dosáhla v září 2,1 % (Graf II.1.8). Za současnou úroveň inflace stojí zejména ceny energií. Jádrová inflace setrvává na relativně nízkých hodnotách okolo 1 %. Fundamentální inflační tlaky přitom zůstávají utlumené, a to i z pohledu nominálního růstu mezd, který se zvyšuje pouze zvolna.

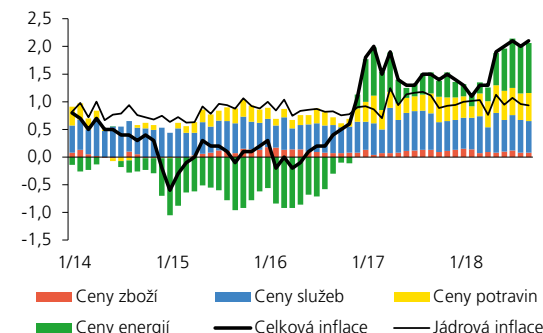
Efektivní ukazatel spotřebitelské inflace v eurozóně se bude na horizontu prognózy pohybovat okolo 2% úrovně (Graf II.1.9). V nejbližších čtvrtletích bude tuto hladinu překračovat a poté zvolní s tím, jak bude odeznívat příspěvek vysokých cen ropy a ostatních energií. Růst cen by přitom měl být postupně více podporován vnitřními fundamentálními faktory. Ty budou odrážet zvýšenou míru využití kapacit v podmínkách silícího napětí na trhu práce (zejména v Německu), což by se mělo promítnout do rychlejšího růstu mezd. Efektivní ukazatel inflace spotřebitelských cen se bude nacházet nad standardním ukazatelem

³ Předpověď růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně je pro letošní i příští rok nad rámec CF expertně zvýšena o 0,6 procentního bodu z důvodu nedostatečného zohlednění zřetelně vyššího výhledu ceny ropy Brent a slabšího kurzu eura vůči americkému dolaru ze strany analytiků v rámci CF. Samotný říjnový výhled CF předpokládá růst cen průmyslových výrobců v letošním roce v průměru o 2,6 %, v roce 2019 o 2 %.

GRAF II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Zvýšení inflace spotřebitelských cen bylo v posledních měsících taženo zejména cenami energií
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)

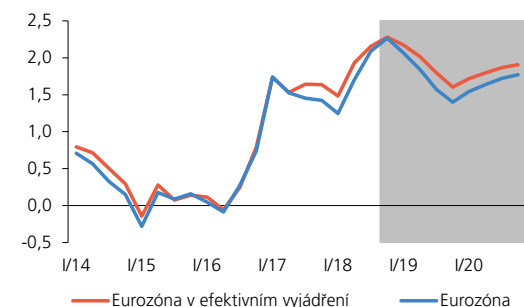


Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě indexu HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

GRAF II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace bude kolísat okolo 2 %
(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



inflace pro eurozónu, neboť u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů je očekávána vyšší inflace než ve zbytku eurozóny.

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR dosáhne kladných hodnot dle tržního výhledu na počátku roku 2020 (Graf II.1.10). Výhled odráží komunikovaný záměr ECB ponechat základní sazby na stávající úrovni minimálně do léta 2019.⁴ Program nákupu aktiv byl od října 2018 snížen na 15 mld. EUR měsíčně s platností do konce letošního roku, kdy by měl být s přihlédnutím k aktuálnímu ekonomickému vývoji ukončen. Tržní výhled sazeb se shoduje s předpověďmi analytiků v rámci říjnového CF, kteří očekávají 3M EURIBOR na úrovni -0,3 % v horizontu tří měsíců a -0,1 % v horizontu jednoho roku. Na dluhopisových trzích byla od začátku září patrná vyšší riziková averze. Zdrojem obav bylo vyjednávání pravidel EU a udržitelnosti italského veřejného zadlužení. Výnos italského dluhopisu s desetiletou splatností vzrostl na 3,5 % a rozpětí vůči německému dluhopisu přesáhlo 300 bazických bodů. V případě ostatních členských zemí eurozóny rostly výnosy jen omezeně. Dle říjnového CF by se měl výnos německých vládních dluhopisů pozvolna zvyšovat, a to na 1,2 % v závěru roku 2020 (Graf II.1.11).

Další očekávané zpřísnění měnové politiky Fedu se odráží v rostoucím tržním výhledu úrokové sazby 3M USD LIBOR (Graf II.1.10). Americká centrální banka v září zvýšila v souladu s očekáváním cílové pásmo základních sazeb o 25 bazických bodů na 2 až 2,25 %. Dle mediánu odhadů členů FOMC lze očekávat ještě jedno zvýšení ve stejném rozsahu v prosinci 2018 a tři zvýšení v roce 2019. Aktuální tržní výhled proto předpokládá postupný nárůst sazby 3M USD LIBOR až na 3,3 % v závěru roku 2019. Jen o 0,1 procentního bodu výše by se měl ve stejném horizontu pohybovat výnos amerického dluhopisu s desetiletou splatností (Graf II.1.11).

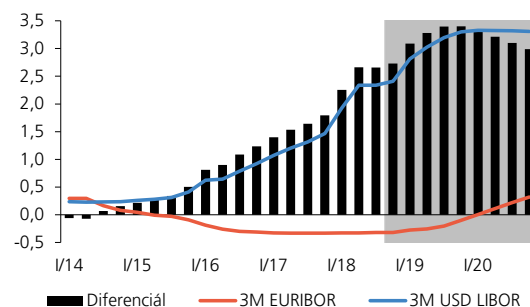
Dle říjnového výhledu CF bude euro vůči americkému dolaru postupně posilovat (Graf II.1.12). K aktuálně slabšímu euru přispěl zejména politický vývoj v Itálii, ale i náznaky zpomalení průmyslové aktivity v eurozóně. Ve stejném směru působilo zveřejnění řady pozitivních zpráv z americké ekonomiky, další zpřísnění měnové politiky Fedu i zvýšení rizikové averze v důsledku obchodních sporů s Čínou. V efektivním vyjádření ale zůstalo euro stabilní, neboť se projevilo jeho posílení vůči měnám rozvíjejících se ekonomik (turecká lira, brazilský real či ruský rubl). Dle říjnového CF by mělo euro v efektivním vyjádření zvolna oslabovat.

GRAF II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

Rozpětí mezi 3M sazbami ve Spojených státech a v eurozóně bude přesahovat 3 procentní body, a to zejména vlivem přísnější politiky Fedu

(v %, rozdíly v procentních bodech)

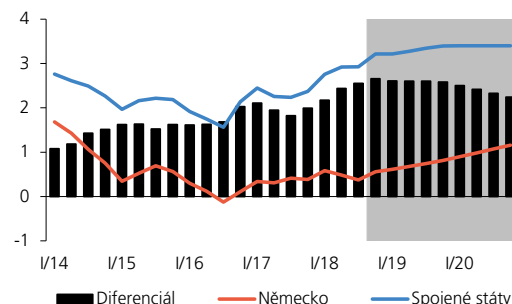


GRAF II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

Diferenciál mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu by měl postupně klesat

(v %, rozdíly v procentních bodech)

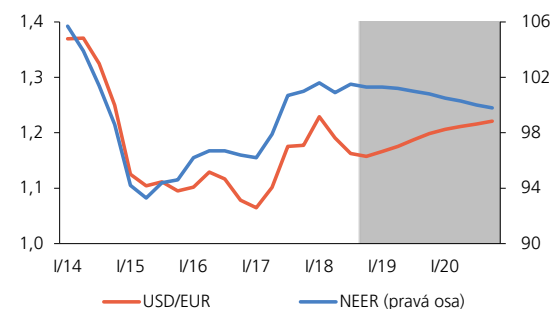


GRAF II.1.12

KURZ EURA

Vůči americkému dolaru bude euro posilovat, v efektivním vyjádření ale zvolna oslabí

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



4 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

Pokračující návrat domácích měnových podmínek k neutrálnímu nastavení přispěje ke stabilizaci inflace na cíli a růstu HDP poblíž potenciálu

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

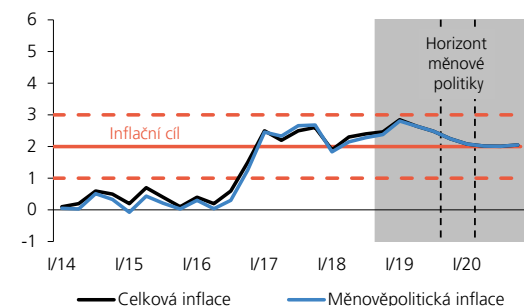
	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
Celková inflace	2,5	2,2	2,6	2,0
HDP	4,5	3,1	3,3	3,3
Průměrná nominální mzda	7,0	8,2	6,9	5,6
Měnový kurz (CZK/EUR)	26,3	25,6	24,7	24,2
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,4	1,3	2,0	2,3

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Inflace setrvává v příštím roce v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle, poté se k němu vrátí

(meziroční změny v %)

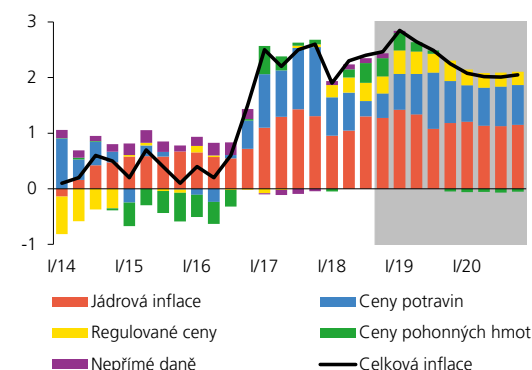


GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNOZA

K dočasnému zvýšení inflace na přelomu letošního a příštího roku přispěje většina jejích složek

(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 v nejbližším období dále zvýší v rámci horní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB. Na horizontu měnové politiky se pak shora přiblíží k cíli, a to i s přispěním dalšího zvyšování úrokových sazeb. Inflační tlaky nadále vytváří hlavně napjatá situace na trhu práce, charakterizovaná vysokým růstem mezd v prostředí rekordně nízké nezaměstnanosti. Nedávné oslabení měnového kurzu v důsledku negativního sentimentu na světových trzích zároveň přispívá ke zvyšování dovozních cen. Prognóza však předpokládá, že uvedený globální faktor odezní a koruna bude pod vlivem kladného úrokového diferenciálu a pokračující reálné konvergence opět posilovat. Spolu s postupně zpomalujícím růstem mezd to povede ke zmírnění celkových inflačních tlaků a tím ke stabilizaci inflace na cíli v roce 2020. Více než 3% růst české ekonomiky bude nadále tažen zejména spotřebou domácností a investiční aktivitou v podmínkách setrvalého růstu zahraniční poptávky.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace se bude v roce 2019 nacházet v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se shora přiblíží k 2% cíli (Graf II.2.1). K pokračujícímu zvyšování inflace na přelomu letošního a příštího roku přispěje nárůst jádrové inflace, opětovné oživení růstu cen potravin i zrychlení růstu regulovaných cen (Graf II.2.2). Inflace bude nadále tažena především výraznými domácími inflačními tlaky zesilovanými dalším zvýšením minimální mzdy a starobních důchodů počátkem příštího roku. Dočasně se také obnovil kladný příspěvek dovozních cen k růstu nákladů vlivem oslabeného kurzu a svižné dynamiky zahraničních cen. Zároveň zrychluje růst regulovaných cen. Celková inflace tak v roce 2019 setrvává v horní polovině tolerančního pásma cíle. Poté se vrátí k cíli, k čemuž přispěje i zpřísňování měnové politiky. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní, bude v následujících dvou letech shodná s celkovou inflací.⁵

Jádrová inflace krátkodobě dále zrychlí, ve druhé polovině příštího roku se vrátí k 2% úrovni. Prognóza očekává pokračující působení silných inflačních tlaků z domácí ekonomiky, které ovlivní cenový růst zejména v sektoru služeb. Předchozí oslabení měnového kurzu spolu se zrychlujícím růstem cen zahraničních výrobců se budou v nejbližších čtvrtletích promítat především do vývoje cen obchodovatelných statků. Zmíněné faktory, spolu s vlivem nízké srovnávací základny ze začátku letošního roku, způsobí nárůst jádrové inflace na 2,6 % počátkem roku 2019 (Graf II.2.3). Ta poté začne pozvolna klesat ke 2 % vlivem postupně

5 Prognóza zahrnuje pouze zvýšení daně na tabákové výrobky od ledna 2018 se souhrnným dopadem 0,1 procentního bodu do celkové inflace. Tento vliv plně odezní na počátku druhého čtvrtletí 2019, a poté již bude dopad změn nepřímých daní do celkové inflace dle předpokladů prognózy nulový.

se zmírňujícího inflačního působení domácí ekonomiky a obnoveného poklesu dovozních cen.

Dynamika cen potravin se zřetelně zvýší v návaznosti na očekávaný nárůst cen potravinářských komodit. V něm se promítne letošní nižší úroda řady klíčových plodin ve světě. Nedávné oslabení kurzu koruny i silné inflační tlaky z domácí ekonomiky se budou rovněž podílet na zvyšování cen potravin. Ten by tak měl kulminovat ve třetím čtvrtletí příštího roku téměř na úrovni 4 % (Graf II.2.3). Poté by měl zvolnit vlivem očekávané stability zemědělských cen v podmínkách posílení měnového kurzu.

Aktuálně rychlý růst cen pohonných hmot bude postupně zvolňovat a na konci příštího roku přejde do meziročního poklesu. Dle krátkodobých indikátorů⁶ se ceny pohonných hmot na čerpacích stanicích v říjnu 2018 dále zvýšily. Prognóza nicméně očekává, že v následujících čtvrtletích jejich rychlý meziroční růst postupně odezní v návaznosti na předpokládaný pozvolný pokles světových cen ropy a benzínu. Směrem k nižším cenám začne působit i obnovené posilování měnového kurzu CZK/USD. Od konce roku 2019 by se tak ceny pohonných hmot měly mírně meziročně snižovat (Graf II.2.3).

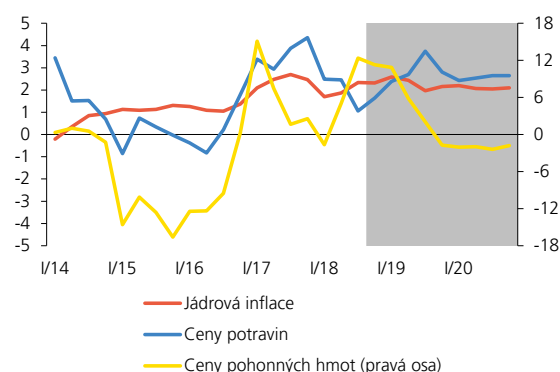
Rychle rostoucí ceny energetických komodit budou působit na zvýšenou dynamiku regulovaných cen. Současný růst cen elektřiny se dále mírně zvýší vlivem promítnutí předchozího výrazného nárůstu ceny na burzách. Ceny plynu pro domácnosti sice doposud meziročně klesají, nicméně prognóza očekává rychlé obnovení jejich růstu v důsledku promítání aktuálně vysokých cen plynu na světových trzích do zákaznických cen. Rovněž ceny tepla by měly zrychlit svoji dynamiku a reagovat tak na vyšší světové ceny energetických vstupů při současně přetrvávající oslabené úrovni kurzu koruny. Růst regulovaných cen bude naopak v ročním horizontu brzděn klesajícími cenami dopravních služeb, které jsou ovlivněny zářijovým snížením jízdného pro studenty a seniory. Růst zbývajících položek regulovaných cen se bude pohybovat poblíž 2% úrovně. V souhrnu to bude znamenat, že regulované ceny vzrostou v letošním roce o necelá 2 %, v příštím roce pak jejich růst zrychlí na 2,5 % (Tab. II.2.2). Podle výhledů z burz by aktuální rychlý nárůst cen silové elektřiny i plynu měl během příštího roku postupně odeznívat, což se spolu s obnoveným posilováním kurzu promítne do opětovně nižší dynamiky regulovaných cen v roce 2020.

Kurz koruny se z aktuálních oslabených hodnot vrátí v roce 2019 k posilujícímu trendu. Prognóza kurzu pro čtvrté čtvrtletí 2018 na hodnotě 25,7 CZK/EUR zohledňuje přetrvávající negativní sentiment na devizových trzích a odliv krátkodobého kapitálu z rozvíjejících se trhů do aktiv, která investoři vnímají jako méně riziková. Prognóza přitom předpokládá, že uvedený globální vliv bude částečně přetrvávat

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

Růst cen potravin i jádrová inflace zrychlí, dynamika cen pohonných hmot během příštího roku ztlačí
(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Regulované ceny porostou především vlivem cen energií
(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

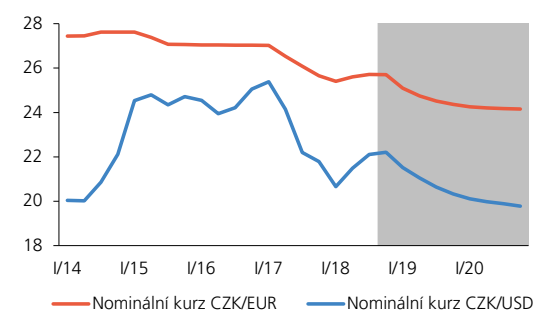
	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
REGULOVANÉ CENY ^{a)}	0,0 0,00	1,8 0,28	2,5 0,38	1,7 0,26
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	0,3 0,01	4,4 0,19	3,9 0,17	2,0 0,09
ceny zemního plynu	-2,8 -0,08	-0,5 -0,01	5,0 0,12	0,3 0,01
ceny tepla	-1,6 -0,03	-0,1 0,00	2,0 0,04	1,5 0,03
vodné a stočné	1,4 0,01	1,7 0,01	1,9 0,02	2,0 0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	4,5 0,05	5,2 0,06	3,3 0,04	2,3 0,03
ceny v dopravě	0,2 0,00	-1,8 -0,03	-4,0 -0,06	1,5 0,02

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.4

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Po nedávném oslabení se dle prognózy v příštím roce obnoví posilující trend kurzu koruny
(CZK/EUR a CZK/USD)

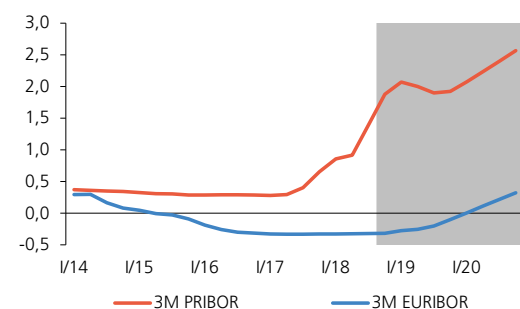


⁶ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

GRAF II.2.5

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Pokračující zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku a poté i v roce 2020 přispěje ke stabilizaci inflace na cíli (v %)

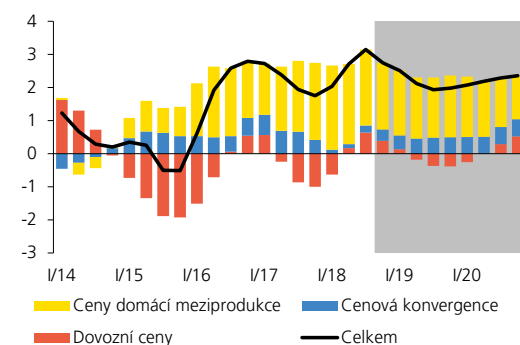


GRAF II.2.6

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky se ze současné vysoké úrovně zmírňují, k čemuž přispěje obnovený pokles dovozních cen a posléze i nižší růst domácích nákladů

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

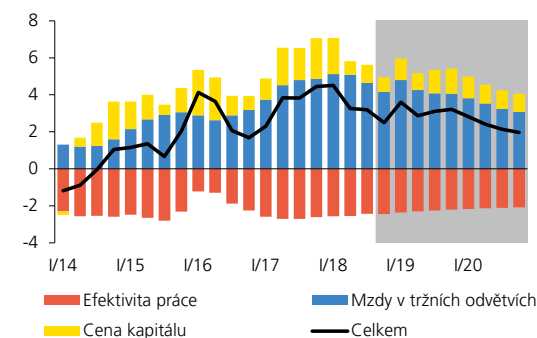


GRAF II.2.7

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Růst domácích nákladů je silný, bude však zvolna slábnout především v důsledku snižující se dynamiky mezd

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



i v následujících dvou čtvrtletích. V příštím roce nicméně dojde k obnovení posilování koruny, které bude taženo zřetelně kladným úrokovým diferenciálem vůči eurozóně a pokračující reálnou konvergencí české ekonomiky spojenou s růstem efektivitu práce. Kurz tak začátkem roku 2019 posílí lehce nad úroveň 25 CZK/EUR a poté se rychle dostane zřetelně pod ni (Graf II.2.4). V dalším období tempo posilování kurzu zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB a v roce 2020 se kurz dočasně ustálí nad hranicí 24 CZK/EUR.

S prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni (Graf II.2.5). Nárůst sazeb na začátku prognózy je zejména reakcí na oslabení koruny, které vede k obnovení proinflačního vlivu dovozních cen. Ve stejném směru působí také výrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky, které budou dále podpořeny výrazným zvýšením minimální mzdy a starobních důchodů od ledna příštího roku. Následná přibližná stabilita sazeb v průběhu roku 2019 je důsledkem prognózovaného posilování kurzu v podmínkách nadále velmi uvolněné měnové politiky v eurozóně. Zhruba stabilní kurz koruny při zpřísňování politiky ECB poté vytvoří prostor pro další postupný růst domácích sazeb v roce 2020. Na jeho konci se budou sazby zdola blížit ke své předpokládané dlouhodobě neutrální úrovni (tj. 3 % pro 3M PRIBOR).

II.2.2 Náklady a trh práce

Růst celkových nákladů kulminoval na vysokých hodnotách a bude postupně slábnout zejména vlivem posilování kurzu (Graf II.2.6). Celkové náklady ve spotřebitelském sektoru ve třetím čtvrtletí 2018 zesílily v důsledku obnovení kladného příspěvku dovozních cen. To souviselo s předchozím oslabením kurzu koruny při poměrně svižném růstu zahraničních výrobních cen. Do silných fundamentálních inflačních tlaků se vedle toho nadále promítal pokračující růst domácí reálné ekonomiky spolu s přetrvávajícím napětím na trhu práce. Během příštího roku růst celkových nákladů postupně zvolní ke 2 % v návaznosti na obnovené posilování kurzu. Proti zpomalování růstu celkových nákladů bude naopak působit oživení příspěvku cenové konvergence. Inflační tlaky z domácí ekonomiky začnou zřetelněji slábnout až během roku 2020. V té době se však zároveň obnoví kladný příspěvek dovozních cen. Ten bude odrážet stabilní růst zahraničních cen při dočasném zpomalení trendu posilování koruny.

Silné domácí inflační tlaky, odrážející vývoj na trhu práce a pokračující ekonomický růst, přetrvají i v příštím roce (Graf II.2.7). Růst domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziproductce v průběhu letošního roku zpomaloval. To bylo dáno jak zmírněním mezičtvrtletního růstu nominálních mezd v tržních odvětvích, tak i snížením příspěvku ceny kapitálu v důsledku zvolnění dynamiky ekonomické aktivity. Proinflační tlaky byly zároveň tlumeny nadále rostoucí efektivitou práce, odrážející svižná tempa růstu soukromých investic do strojů a zařízení, což bude přetrvávat i na prognóze. Na začátku roku 2019 se projeví výrazné zvýšení minimální mzdy, poté však bude pokračovat zpomalování dynamiky mezd v tržních odvětvích.

Zvýšení minimální mzdy spolu s nadstandardním zvýšením starobních důchodů zároveň podpoří celkovou ekonomickou aktivitu v příštím roce, což vytvoří tlak na opětovné zrychlení dynamiky ceny kapitálu. Silné domácí inflační tlaky tak přetrvávají i v příštím roce. Dynamika mezd se poté postupně vrátí ke svým dlouhodobě rovnovážným hodnotám. Růst domácích nákladů tak zvolní ke 2 % na konci roku 2020.

Růst zaměstnanosti bude postupně zpomalovat v návaznosti na nedostatek volné pracovní síly. Tempo zvyšování zaměstnanosti však zůstane zřetelně kladné (Graf II.2.8). Napětí na trhu práce, související s rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti, bude jen částečně tlumeno růstem pracovní síly. K němu bude i nadále přispívat postupné zvyšování zákonného důchodového věku. Rovněž dynamika počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude zvolňovat. Tento vývoj bude určován zejména zpomalujícím růstem počtu zaměstnanců. Od konce příštího roku by ke zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců mělo kladně přispívat mírné prodlužování průměrného úvazku. Jeho příspěvek však bude relativně slabý, neboť cyklický nárůst průměrného úvazku bude i nadále do značné míry vyvažován trendově se zvyšujícím počtem kratších úvazků.

Aktuálně velmi nízká úroveň míry nezaměstnanosti již dále výrazně neklesne. Obecná míra nezaměstnanosti se sníží již jen lehce a koncem roku 2020 dosáhne 2 % (Graf II.2.8).⁷ Mírný pokles prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob. Ten bude odrážet již jen nevýrazné snižování počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pokračujícím pozvolném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Mzdová dynamika v tržních odvětvích kulminuje při napjatém trhu práce na vysoké úrovni, postupně však bude klesat. Ve třetím čtvrtletí 2018 dle prognózy mzdový růst v tržních odvětvích zůstal stabilní na cca 8 % (Graf II.2.9), v mezičtvrtletním vyjádření však dále zpomalil. V roce 2019 bude směrem nahoru působit lednové zvýšení minimální mzdy.⁸ V opačném směru bude mít vliv zpříšňování měnových podmínek a snaha firem o zachování své cenové konkurenceschopnosti a ziskovosti. Růst mezd tak v příštím roce zpomalí, udrží se však zřetelně nad dlouhodobě rovnovážnou 5% úrovní. Během roku 2020 se k ní pak postupně přiblíží. Nadále bude pokračovat i výrazný, byť zvolňující, meziroční mzdový růst v netržních odvětvích. Ten bude v příštím roce odrážet navýšení mezd pro pedagogické pracovníky a v menší míře i pro ostatní zaměstnance státního sektoru. V roce 2020 prognóza předpokládá zpomalení mzdové dynamiky v netržní části ekonomiky mírně pod 5 %.

⁷ Její zvýšení na 2,7 % v srpnu 2018 je přitom interpretováno jako jednorázový výkyv neměnní dosavadní trend.

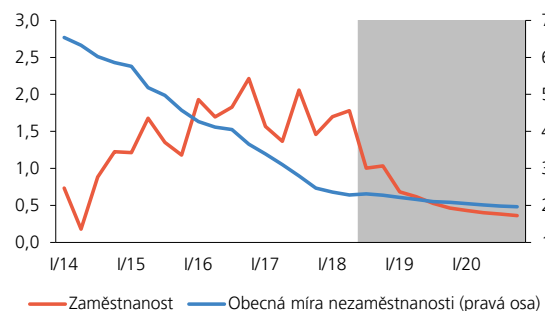
⁸ V prognóze je zapracován záměr MPSV, který počítá se zvýšením minimální mzdy o 1 200 Kč na 13 400 Kč.

GRAF II.2.8

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude zvyšovat ztlačně pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti bude již jen slabý

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

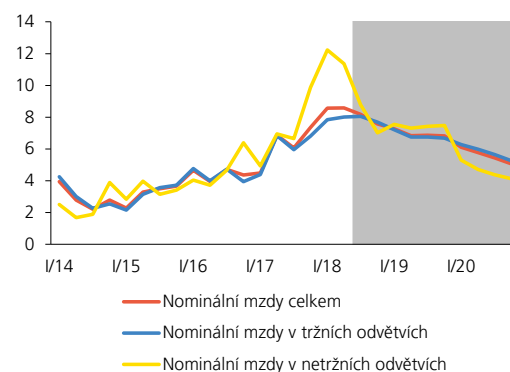


GRAF II.2.9

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

Růst mezd bude z aktuálních vysokých temp postupně zpomalovat v tržních a ještě více v netržních odvětvích

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

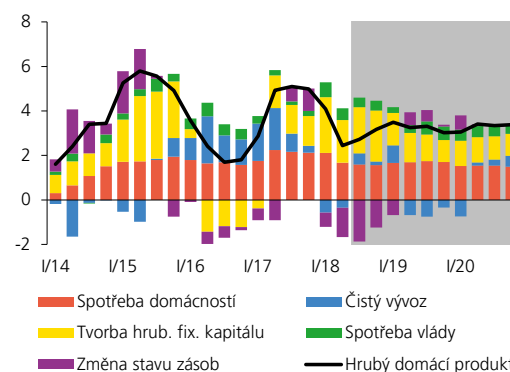


GRAF II.2.10

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP budou na celém horizontu prognózy přispívat zejména spotřeba a fixní investice

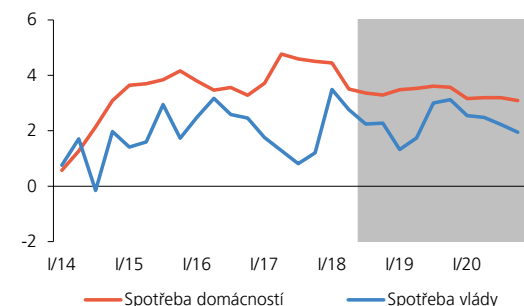
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.11

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

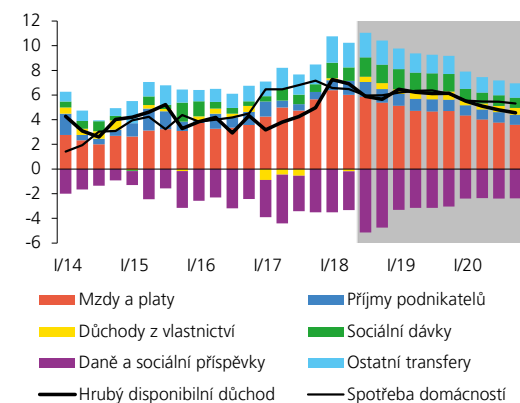
Růst spotřeby domácností bude nadále předstihovat reálnou dynamiku vládní spotřeby
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

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



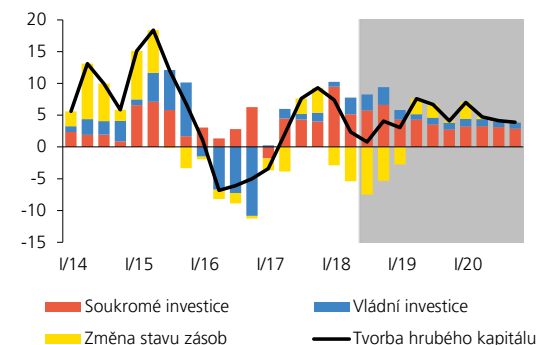
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF II.2.13

ROZKLAD INVESTIC

Tvorba hrubého kapitálu poroste díky pokračujícímu zvyšování soukromých i vládních investic

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



II.2.3 Ekonomická aktivita

Růst HDP z loňských vysokých hodnot zpomalil, z celoročního pohledu se letos i v příštích letech bude pohybovat mírně nad 3 %.

Domácí ekonomická aktivita bude nadále tažena spotřebou domácností a investicemi. Obě tyto složky domácí poptávky budou podpořeny přetrvávajícím optimismem spotřebitelů i firem při pokračujícím růstu zahraniční poptávky. Lehce v opačném směru bude působit zvyšování úrokových sazeb. Kladný příspěvek bude nadále mít i spotřeba vlády. Naopak čistý vývoz bude mít během roku 2019 na ekonomický růst tlumící vliv kvůli poměrně vysoké dynamice dovozu, jež bude odrážet rychle rostoucí domácí poptávku. V průměru zhruba neutrální příspěvek k růstu HDP pak čistý vývoz vykáže v roce 2020 (Graf II.2.10). V souhrnu HDP letos vzroste o 3,1 %, v následujících dvou letech bude jeho růst lehce vyšší.

Pokračující růst spotřeby domácností bude odrážet silnou dynamiku objemu mezd, platů i dalších příjmů.

Meziroční růst spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí letošního roku dle prognózy mírně zpomalil, částečně vlivem vysoké srovnávací základny loňského roku. I tak dynamika spotřeby domácností zůstává robustní (Graf II.2.11). Výdaje domácností budou nadále podporovány svižným růstem disponibilního důchodu v návaznosti na pokračující výrazný růst objemu mezd a platů i zvyšující se příjmy podnikatelů (Graf II.2.12). Kladně budou přispívat také příjmy ze sociálních dávek. Prognóza zahrnuje mimořádné zvýšení starobních důchodů nad rámec běžné valorizace od ledna 2019, což vlivem vysokého sklonu ke spotřebě u domácností důchodců podpoří dynamiku soukromé spotřeby v příštím roce. Ta se tak v letošním i příštím roce udrží poblíž 3,5 %, v roce 2020 pak mírně zvolní.

Zvyšování reálné spotřeby vlády bude pokračovat zejména v souvislosti s růstem běžných výdajů i platů ve vládním sektoru.

V letošním roce její růst zrychlí na necelá 3 % (Graf II.2.11). Mírně nižšího tempa pak bude reálná vládní spotřeba dosahovat v následujících dvou letech. Nominální spotřeba vlády bude tažena především růstem náhrad zaměstnancům, v reálném vyjádření však bude její dynamika tlumena rychlým zvyšováním deflátoru. K růstu vládní spotřeby budou nadále přispívat i běžné výdaje a dočasně též naturální sociální transfer v podobě slevy na jízdné ve veřejné dopravě pro studenty a seniory od září 2018.

Tvorba hrubého kapitálu bude nadále podporována soukromými i vládními investicemi.

Zatímco růst celkových investic je v současnosti brzděn záporným působením tvorby zásob, fixní investice pokračují ve svižném růstu (Graf II.2.13). Stále solidní růst zahraniční poptávky spolu s napjatým trhem práce povedou k pokračování investiční aktivity v podnikovém sektoru, což bude podporovat další zvyšování efektivity práce. Mírně brzdící vliv na investice bude mít naopak postupné zvyšování úrokových sazeb. Vládní investice letos dále posílí, a to v důsledku

zrychleného čerpání prostředků z fondů EU. Rozpouštění vysokého stavu zásob bude pokračovat i ve zbytku letošního roku a růst celkových investic proto zůstane utlumený.⁹ V letech 2019 a 2020 tento faktor odezní a dynamika celkových investic zrychlí k 5 %.

Růst vývozu z aktuálně utlumených temp postupně oživí. Dynamika vývozu zboží bude i ve zbývající části letošního roku brzděna vývojem v automobilovém průmyslu, a to v důsledku omezení na nabídkové straně a krátkodobého výpadku ve vývozu v důsledku zavádění nových ekologických norem na výrobu a testování nových automobilů v EU. S odeznáním těchto krátkodobých vlivů vývoz zboží a služeb v následujících dvou letech opět zrychlí. Bude však tlumen pokračujícím zvyšováním domácích mzdových nákladů a obnoveným posilováním kurzu. Vývoz zboží a služeb tak v letošním roce vzroste o přibližně 5 %, v následujících letech pak jeho tempo postupně zrychlí až nad 7 % (Graf II.2.14).

Robustní celková domácí poptávka a oživení vývozu budou působit na poměrně silný růst dovozu. Ten bude tažen zejména zvyšováním dovozně náročných investic i spotřeby domácností. Od příštího roku bude mít dílčí vliv i posilující kurz. Na přelomu letošního a příštího roku bude naopak ve směru pozvolnějšího růstu dovozu působit meziročně nižší tvorba zásob. V souhrnu se tak letos dovoz zboží a služeb zvýší o více než 5 %. Vlivem obnovené vyšší dynamiky vývozu a částečně také působením kladné tvorby zásob pak růst dovozu v letech 2019 a 2020 zrychlí na 7 %, resp. 8 % (Graf II.2.14).

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude v příštím roce záporný. Na kratším konci prognózy se však dočasně posune do kladných hodnot. K tomu přispěje zrychlení růstu vývozu při stabilním růstu dovozu. Vyšší tvorba dovozně náročných zásob v příštím roce pak povede k návratu příspěvku čistého vývozu do záporných hodnot. V roce 2020 se dynamiky vývozu a dovozu sblíží a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude v průměru nulový.

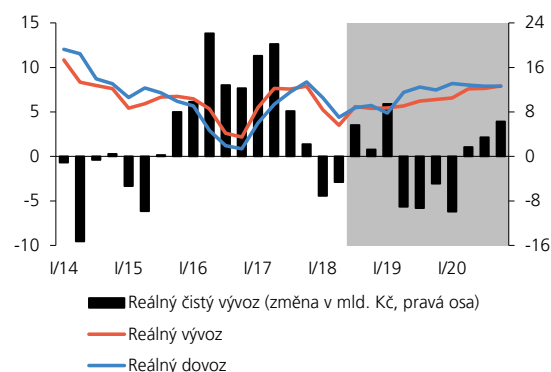
II.2.4 Platební bilance

V letošním roce prognóza očekává snížení přebytku běžného účtu na 0,8 % HDP. Přebytek bilance zboží (Tab. II.2.3) se sníží pod hodnoty dosažené v minulých dvou letech vlivem zpomalení růstu vývozu (pokles vývozu osobních automobilů včetně dílů) a zvýšení nominálního tempa růstu dovozu, které souvisí mimo jiné se znatelným meziročním nárůstem cen energetických surovin. Deficit prvotních důchodů se prohloubí v důsledku zvýšení schodku důchodů z investic a snížení přebytku náhrad zaměstnancům vlivem rychlého růstu výplat náhrad nerezidentům. Proti snižování přebytku běžného účtu bude působit pokračující zvyšování kladného salda bilance služeb vlivem nárůstu kladných sald všech dílčích

GRAF II.2.14

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu i dovozu postupně zrychlí, což bude odrážet pozitivní výhled zahraniční i domácí poptávky
(meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Přebytky běžného i kapitálového účtu budou dosahovat nižších hodnot než v roce 2017
(v mld. Kč)

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	54,2	40,0	35,0	35,0
Zboží	240,9	225,0	215,0	225,0
Služby	122,0	135,0	140,0	145,0
Prvotní důchody	-260,8	-275,0	-285,0	-295,0
Druhotné důchody	-47,9	-45,0	-35,0	-40,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	46,5	15,0	30,0	30,0
C. FINANČNÍ ÚČET^{a)}	117,1	25,0	5,0	70,0
Přímé investice	-135,3	-80,0	-60,0	-60,0
Portfoliové investice	-268,3	10,0	-70,0	-10,0
Finanční deriváty	-14,2	-	-	-
Ostatní investice	-711,5	35,0	40,0	40,0
Rezervní aktiva	1246,4	60,0	95,0	100,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

⁹ Na vývoj zásob budou krátkodobě působit problémy s homologací nově vyrobených aut, nejprve ve směru jejich krátkodobého nárůstu a poté naopak poklesu na předchozí úroveň.

bilanci. Ve stejném směru bude působit i nepatrné snížení deficitu druhotných důchodů v souvislosti s očekávaným oživeným čerpáním fondů EU.

Pro rok 2019 je prognózováno další mírné meziroční snížení přebytku běžného účtu na 0,6 % HDP. Pokles přebytku obchodní bilance bude odrážet především zrychlení růstu domácí poptávky při pomalejší dynamice zahraniční poptávky a další nárůst průměrných cen energetických surovin (zejména zemního plynu). Ve směru snižování přebytku běžného účtu budou působit i zvyšující se zisky nerezidentů z přímých investic a soukromé transfery do zahraničí. Pokles přebytku běžného účtu bude tlumen především očekávaným růstem příjmů z evropských fondů a v menší míře i dalším zlepšením bilance služeb.

V roce 2020 prognóza očekává stabilitu přebytku běžného účtu v absolutní výši na úrovni roku 2019 (Tab. II.2.3). Ve směru zvyšování přebytku by mělo působit mírně rostoucí saldo výkonové bilance z důvodu zpomalení dynamiky domácí poptávky a poklesu cen energetických surovin. Přebytek běžného účtu bude naopak zmiřován vyšším deficitem důchodových bilancí (zvýšení záporného salda důchodů z investic a růst soukromých transferů do zahraničí).

Vývoj na kapitálovém účtu bude po celé prognózované období nadále ovlivňován zejména čerpáním evropských fondů. Výrazně nižší očekávané kladné saldo na celém horizontu prognózy (zejména však v letošním roce) oproti hodnotám let 2015 až 2017 je dáno zejména obvyklým pozvolným náběhem čerpání fondů EU v programovém období. Rozsah přebytku mohou ovlivnit i příjmy a výdaje spojené s obchody s emisními povolenkami, jejichž cena v posledním roce prudce vzrostla; rozsah těchto obchodů s nerezidenty je však obtížné odhadnout a prognóza na roky 2019 a 2020 je proto neobsahuje.

V letošním roce se na finančním účtu výrazně meziročně sníží objem transakcí a bude vykázán mírný odliv zdrojů¹⁰. V letošním roce se totiž neopakují masivní pohyby kapitálu související s ukončením kurzového závazku v roce 2017. Čistý příliv přímých investic do ČR se v letošním roce výrazně sníží. Hlavní příčinou bude výrazné zmírnění přílivu dluhového kapitálu do ČR v rámci přímých investic.¹¹ Proti snížení čistého přílivu bude naopak působit předpokládaná dezinvestice firmy ČEZ v Bulharsku a dokončení investice firmy Nexen v ČR. Masivní čistý příliv portfoliových investic zaznamenaný v loňském roce bude v letošním roce vystřídán slabým odlivem kapitálu. Ten bude na straně aktiv prakticky výhradně důsledkem investic rezidentů do zahraničních majetkových cenných papírů. Naopak u zahraničních dluhopisů se očekává mírný pokles držby ze strany rezidentů. Na straně pasiv nedojde

¹⁰ Bez operací bankovního sektoru v rámci ostatních investic, které vždy musejí zajistit celkovou vyrovnanost platební bilance.

¹¹ Celkový čistý příliv v roce 2018 snížil i jednorázová finanční operace významné tuzemské firmy se zahraničním vlastníkem spojená s vyplacením části nerozděleného zisku z minulých let zahraničnímu majiteli.

ke změně oproti konci roku 2017. Prognóza zahrnuje předpokládané účetní operace bankovního sektoru v závěru roku s cílem optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.¹² V rámci ostatních investic v podnikovém sektoru se obnoví čistý odliv kapitálu v důsledku tradičního poskytování exportních úvěrů, ale i nižšího zájmu firem se zahraničními vazbami udržovat finanční kapitál v ČR. Tento odliv kapitálu v rámci ostatních investic však bude zmírněn čerpáním krátkodobého zahraničního úvěru ze strany vládního sektoru využívajícího mimořádně výhodných podmínek cizoměnového financování. Prognózovaný růst rezervních aktiv v letošním roce odráží předpokládané výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči EU.

V roce 2019 bude finanční účet (včetně změny rezervních aktiv) prakticky vyrovnaný. Čistý příliv přímých investic se mírně sníží kvůli odeznění jednorázových vlivů (dezinvestice ČEZu a investice firmy Nexen). Čistý příliv portfoliových investic se naopak obnoví, a to zejména vlivem zájmu nerezidentů o investice do vládních dluhopisů. V opačném směru však bude působit postupné obnovování zájmu rezidentů o investice v zahraničí. Čistý příliv dluhového kapitálu bude nadále podporován relativně vysokým a mírně rostoucím kladným diferencíalem mezi domácími a eurovými úrokovými sazbami. Výrazné meziroční snížení čistého odlivu kapitálu z podnikového sektoru v rámci ostatních investic je dáno předpokladem, že část prudkého odlivu kapitálu z počátku roku 2018 měla jednorázový charakter – jednalo se o návrat kapitálu dočasně přesunutého do ČR v minulém roce. U vládního sektoru se předpokládá revolving krátkodobého zahraničního úvěru vlivem přetrvávajících příznivých podmínek pro cizoměnové financování. Prognózovaný vyšší růst rezervních aktiv oproti roku 2018 je spojen s očekávaným mírným nárůstem výnosů z rezerv ČNB a meziročně vyšším kladným saldem operací vůči EU.

Prognóza na rok 2020 předpokládá opětovné výrazné snížení čistého přílivu kapitálu v rámci portfoliových investic. Dále přitom poroste zájem rezidentů o investice v zahraničí. Současně odezní zájem nerezidentů o další investování do tuzemských vládních dluhopisů v prostředí předpokládaného růstu sazeb v eurozóně. Ostatní položky finančního účtu by měly setrvat zhruba na hodnotách z roku 2019.

II.2.5 Fiskální vývoj

Přebytky veřejných rozpočtů, odrážející především nárůst daňových příjmů, budou přetrvávat. V letošním roce dosáhne přebytek vládního sektoru – stejně jako loni – 1,5 % HDP a na obdobné hodnotě setrvá i v následujících dvou letech (Tab. II.2.4). Příjmová strana vládního sektoru je vedle vlivu ekonomického růstu posilována dopadem kontrolních hlášení DPH a prvních dvou fází EET, zavedených v předchozích letech, a dalším zvýšením spotřební daně na cigarety od

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

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

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,5	41,5	41,8	41,6
Výdaje vládního sektoru	39,0	40,0	40,4	40,1
z toho: úrokové platby	0,7	0,7	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	1,5	1,5	1,3	1,5
z toho:				
primární saldo ^{a)}	2,3	2,2	2,0	2,1
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,1	0,0	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	1,5	1,5	1,3	1,5
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	0,2	0,5	0,4	0,4
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	1,3	1,0	0,8	1,1
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,5	-0,2	-0,2	0,3
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	0,2	0,0	0,1	0,1
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	1,3	1,5	1,2	1,3
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{e)}	0,3	0,2	-0,3	0,1
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	34,7	33,1	30,9	28,9

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.

¹² Ve stejném objemu jsou tyto operace s opačným znaménkem zaznamenány na účtu ostatních investic bankovního sektoru, který však není součástí prognózy.

ledna 2018. V opačném směru lehce působí zvýšení daňového zvýhodnění na dítě. Výdaje vlády budou nadále zvyšovány silnou dynamikou mezd ve vládním sektoru, pokračujícím růstem vládních investic (podporovaným také oživením investic spolufinancovaných z fondů EU) a zrychleným zvyšováním sociálních transferů. V jejich prognóze je zahrnuta štedřejší valorizace penzí¹³, balíček sociálních opatření¹⁴ a slevy na jízdné pro studenty a seniory.

Pozitivní fiskální vývoj bude patrný i v pokračujících strukturálních přebytkách a dalším poklesu vládního dluhu. Strukturální přebytky vládního sektoru budou nadále přesahovat 1 % HDP. I na horizontu prognózy tak bude s velkou rezervou plněn střednědobý rozpočtový cíl, jímž je strukturální schodek ve výši do 1 % HDP. Postupný pokles vládního dluhu pod 30 % HDP v roce 2020 bude důsledkem primárních přebytků vládního sektoru a nadále nízkých úrokových sazeb z vládního dluhu ve srovnání s rychlým růstem nominálního HDP.

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz bude i v letech 2018 a 2019 kladný, a to prostřednictvím podpory spotřeby domácností i růstu vládních investic

(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ ^{a)}	0,2	0,5	0,4	0,0
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,2	0,3	0,2	0,0
soukromé investice	-0,1	0,0	0,0	0,0
vládní investice domácí	0,1	0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,0	0,1	0,1	0,0

a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

Působení fiskální politiky zůstane letos a v příštím roce expanzivní (Tab. II.2.5). Po lehce kladném působení fiskální politiky v loňském roce bude fiskální impulz v letošním roce zřetelně kladný, a to ve výši 0,5 procentního bodu. Fiskální expanze bude souviset především s opatřeními podporujícími spotřebu domácností, se svižným růstem mezd ve vládním sektoru a v neposlední řadě též se zrychleným růstem vládních investic. Pro příští rok prognóza očekává kladný fiskální impulz ve výši 0,4 procentního bodu, v němž se bude odrážet nadstandardní zvýšení starobních důchodů, pokračující růst vládních investic a silná mzdová dynamika. V roce 2020 bude dle předpokladů prognózy působení fiskální politiky neutrální.

13 Letos došlo k úpravě valorizačního vzorce, který nově zohledňuje jednu polovinu růstu reálných mezd namísto jedné třetiny, jak tomu bylo doposud. Dále se dle předpokladů prognózy 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.

14 Jedná se o letos zavedenou vyšší nemocenskou, otcovskou dovolenou, ošetřovatelské volno, vyšší přídatky na děti, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a vyšší péčovské dávky. Souhrnný rozpočtový dopad těchto opatření pro letošní rok činí 0,25 % HDP.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Celkový příběh prognózy se v zásadě nemění. Nejvýznamnější změnu oproti minulé prognóze představuje pozdější obnovení posilování koruny. To spolu s rychlejším růstem cen zahraničních výrobců vede k vyšší dynamice dovozních cen. Naopak mírně směrem dolů se letos přehodnocuje síla domácích inflačních tlaků v důsledku méně výrazného pozorovaného růstu mezd. V příštím roce budou mzdové tlaky naopak slábnout o něco pozvolněji vlivem nově zohledněného zvýšení minimální mzdy. Prognóza inflace se posouvá zejména v ročním horizontu vzhůru; vedle uvedených fundamentálních faktorů se do ní promítá zvýšený výhled regulovaných cen. Nová prognóza tak v souhrnu vede k mírně vyšší trajektorii úrokových sazeb v průběhu příštího roku, přičemž nejvýrazněji se do tohoto přehodnocení promítá kurzový vývoj. Predikce domácí ekonomické aktivity se prakticky nemění.

Ve výhledu zahraničních veličin došlo především k přehodnocení růstu cen výrobců v efektivní eurozóně směrem nahoru (Graf II.3.1).¹⁵ Oproti minulé prognóze se výhled výrobních cen zvýšil nejvíce v roce 2019, a to o 0,8 procentního bodu.¹⁶ Tento posun zohledňuje zejména výrazně vyšší ceny ropy. Zároveň je pozorován, resp. očekávan slabší kurz eura vůči americkému dolaru, což odráží lehce pomalejší tempo růstu ekonomické aktivity v eurozóně i vývoj globálního sentimentu. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR se do poloviny příštího roku nemění a zůstává v souladu s komunikací ECB, která nadále avizuje setrvávání úrokových sazeb na stávajících hodnotách minimálně do léta 2019. Poté se tržní výhled sazeb posouvá mírně výše, především v souvislosti se silnějšími inflačními tlaky. Výhled stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR se změnil ve stejném směru a rozsahu jako tržní výhled, neboť zůstaly zachovány totožné předpoklady o ukončení programu nákupu aktiv ECB.

Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se pro letošní i příští rok jen nepatrně snižuje (Graf II.3.2). V prognóze se na kratším konci odráží mírně slabší než očekávané tempo domácího ekonomického růstu pozorované ve druhém čtvrtletí 2018 a lehce pomalejší růst zahraniční poptávky. V dynamice celkových investic se promítá více rozkolísaný vývoj změny stavu zásob, takže jejich příspěvek k růstu HDP bude zpočátku nižší a od druhého čtvrtletí 2019 vyšší oproti minulé predikci. V případě čistého vývozu tomu bude naopak. Ve vyšším příspěvku spotřeby domácností k ekonomickému růstu oproti minulé prognóze se promítne zvýšení minimální mzdy a starobních důchodů nad rámec běžné valorizace. Reálná spotřeba vlády bude působit do poloviny příštího roku směrem k nižším hodnotám hospodářského růstu.

¹⁵ Viz kapitola II.1. Rozdíly na minulosti jsou dány revizemi časových řad, resp. změnou vah v indexu PPI u některých zemí eurozóny.

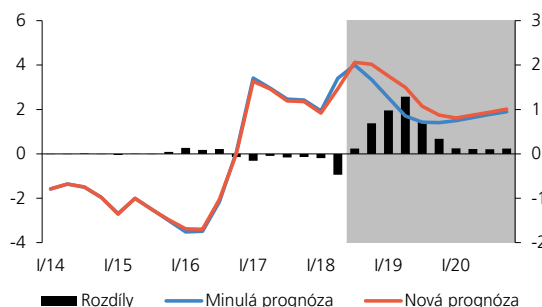
¹⁶ Ze tří čtvrtin se přitom jedná o důsledek nově zpracované expertní úpravy pro rok 2019. Jejím důvodem je pravděpodobně nedostatečné zohlednění zřetelně zvýšeného výhledu ceny ropy Brent a slabšího kurzu eura vůči americkému dolaru ze strany analytiků v rámci CF.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNY

Rychlejší růst výrobních cen v eurozóně odráží výrazně vyšší výhled ceny ropy Brent spolu se slabším kurzem eura vůči americkému dolaru

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

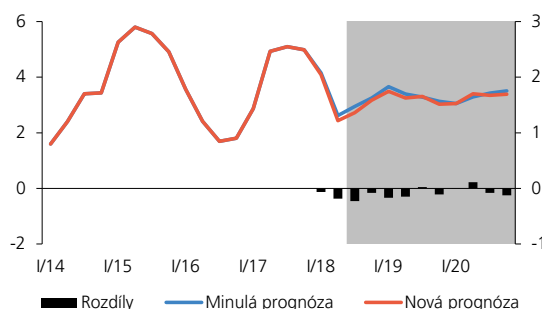


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje domácí ekonomické aktivity se téměř nemění

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

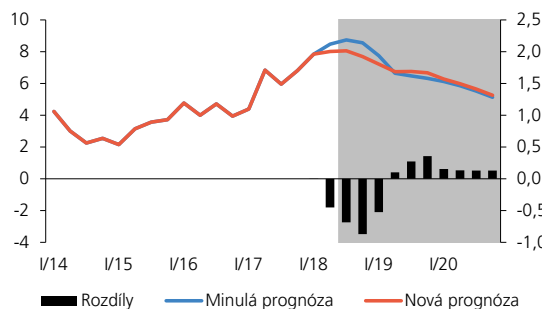


GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Nižší predikce dynamiky mezd na nejbližší tři čtvrtletí zohledňuje poslední vývoj a předstihové ukazatele, poté se projeví nově zohledněné zvýšení minimální mzdy

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

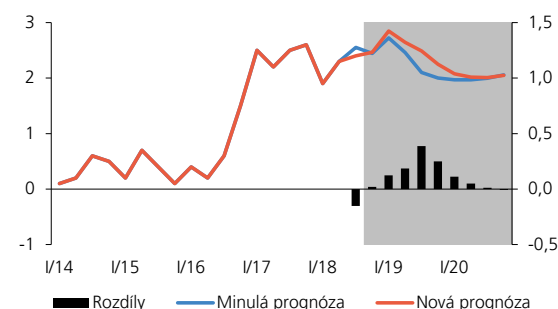


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se v horizontu do jednoho roku posouvá výše vlivem souběhu řady faktorů, ve vzdálenějším horizontu jsou změny malé

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

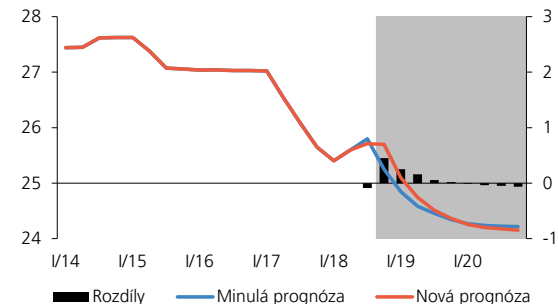


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Kurz koruny bude zpočátku slabší v důsledku dlouhodoběji přetrvávajícího negativního sentimentu na finančních trzích, v delším horizontu se vrátí k hodnotám z minulé predikce

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

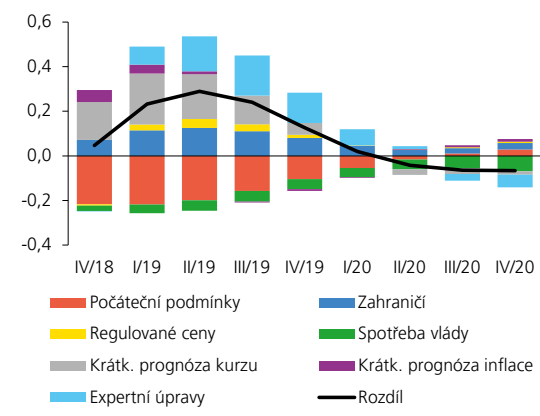


GRAF II.3.6

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

K vyššímu výhledu sazeb v horizontu do jednoho roku přispívají především slabší kurz koruny a výhled zahraničí, opačným směrem působí domácí počáteční podmínky

(3M PRIBOR, v procentních bodech)



Mzdová dynamika bude zpočátku slabší, ovšem v delším horizontu bude oproti minulé prognóze zvlňovat o něco pomaleji (Graf II.3.3). Dostupné indikátory ukazují, že mzdový růst kulminoval ve třetím čtvrtletí 2018 na nižší úrovni, než jakou předpokládala minulé prognóza. Od druhého čtvrtletí 2019 pak bude mzdová dynamika naopak o něco svižnější vlivem zapracování zvýšení minimální mzdy od počátku příštího roku do prognózy. Mzdový růst se tak bude vracet ke svému dlouhodobému rovnovážnému tempu poněkud pozvolněji. Celkově budou domácí inflační tlaky během následujících dvou let oproti minulé prognóze lehce silnější.

Prognóza inflace je vyšší pro nejbližší rok, na delším konci se téměř nemění (Graf II.3.4). Zvýšení výhledu inflace na začátku roku 2019 oproti minulé prognóze je dáno souběhem několika faktorů. K nim patří vyšší výhled regulovaných cen (především cen energií) a rychlejší růst cen zahraničních výrobců. V nejbližším období bude k vyšším cenám přispívat i slabší kurz, v jehož důsledku se celkové inflační tlaky oproti minulé prognóze nepatrně zvyšují. V delším horizontu budou silnější domácí inflační tlaky, dané robustnějším mzdovým růstem, zhruba vyvažovány nižší dynamikou dovozních cen v důsledku rychleji zpevňujícího kurzu koruny. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní zůstávají beze změny, proto i výhled měnověpolitické inflace je přehodnocen stejnou měrou jako celková inflace.

Slabší výhled kurzu koruny v nejbližších čtvrtletích zohledňuje dosavadní tržní vývoj daný přetrvávajícími globálními faktory. Prognóza předpokládá, že vliv negativního sentimentu by měl odeznít až v prvním pololetí 2019, a kurz koruny tak začne zpevňovat později než v minulé predikci (Graf II.3.5). Od druhé poloviny příštího roku se pak trajektorie kurzu vrací k hodnotám z minulé prognózy. Tento návrat přitom bude mimo jiné podpořen vyššími domácími úrokovými sazbami ve srovnání s předchozí predikcí.

Prognóza obsahuje vyšší trajektorii domácích úrokových sazeb do počátku roku 2020 oproti minulé predikci (Graf II.3.6). K tomu přispívá především déle přetrvávající oslabení kurzu koruny. Ve stejném směru působí také rychlejší očekávaný návrat úrokových sazeb v eurozóně ke kladným hodnotám. Od počátku příštího roku mají na rychlejší zvyšování domácích úrokových sazeb vliv také zapracované expertní úpravy. Ty zahrnují zejména dopady politiky vlády (zvýšení minimální mzdy, nadstandardní zvýšení starobních důchodů) a předpoklad o pozdějším odeznění negativního sentimentu na devizovém trhu. Naopak směrem k nižším sazbám působí počáteční podmínky prognózy, tj. lehce slabší pozorovaný růst mezd, inflace a domácí poptávky. Uvedené faktory během příštího roku postupně odezní, a v roce 2020 se tak trajektorie úrokových sazeb oproti minulé prognóze významně nemění.

II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. Hlavním rizikem prognózy je délka trvání globálních faktorů spojených se změnou sentimentu na světových trzích, které působí na kurz koruny. Výhledy ostatních subjektů přitom v ročním horizontu naznačují slabší kurz než prognóza ČNB, a to při vyšší úrovni úrokových sazeb a podobné predikci inflace. Toto riziko slabšího kurzu bylo popsáno citlivostním scénářem. Zdrojem vnějších nejistot vedle toho zůstávají nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodě¹⁷ a způsob odchodu Spojeného království z EU.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Hlavním rizikem prognózy, zachyceným jednostranným citlivostním scénářem, je vývoj měnového kurzu. Přibližně od dubna letošního roku se na světových finančních trzích projevuje změna sentimentu, která vede k odlivu krátkodobého kapitálu z rozvíjejících se trhů do aktiv, která investoři vnímají jako méně riziková. Koruna tak spolu s ostatními středoevropskými měnami oslabila vůči euru i dolaru.

Citlivostní scénář předpokládá oproti prognóze déletrvající a všemi očekávané působení negativního sentimentu na kurz.¹⁸ Proto byl v citlivostním scénáři zapracován očekávaný déletrvající kurzový šok, který odráží z pohledu investorů vyšší atraktivitu dolarových aktiv oproti tuzemským aktivům. Kurz tedy v citlivostním scénáři zůstává na celém horizontu slabší oproti prognóze, a to navzdory výrazně vyšším domácím úrokovým sazbám. Výsledky simulace, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1.

V citlivostním scénáři vede déletrvající tlak na slabší kurz ke zřetelně vyšší trajektorii úrokových sazeb než v prognóze. Měnová politika tak reaguje výrazným zvyšováním úrokových sazeb, aby zabránila silnějším inflačním tlakům, které by výrazně slabší kurz jinak vytvořil prostřednictvím urychlení růstu dovozních cen. Zvyšování úrokových sazeb rozšiřuje úrokový diferenciál a působí proti tlaku na oslabování kurzu, kterému však nedokáže plně zabránit. Inflace se tak sice v reakci na přísnější měnové podmínky navrácí k cíli, ale o něco později než v prognóze. Dalším efektem slabšího kurzu je zlepšení cenové konkurenceschopnosti vývozců, což prostřednictvím vyššího čistého vývozu působí pozitivně na růst HDP. Zvyšující se úrokové sazby naopak tlumí domácí poptávku. Růst domácí ekonomické aktivity je tedy v souhrnu obdobný jako v prognóze.

TAB. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Tlak na déletrvající oslabení kurzu vede k výrazně vyšším úrokovým sazbám a mírně vyšší inflaci
(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	Růst HDP (v p. b.)	Nominální kurs (CZK/EUR)
IV/18	0,0	0,5	-0,1	0,0
I/19	0,1	0,8	0,0	0,3
II/19	0,1	0,9	0,0	0,4
III/19	0,2	0,8	0,1	0,3
IV/19	0,2	0,6	0,1	0,2
I/20	0,2	0,4	0,0	0,2
II/20	0,1	0,2	-0,1	0,1
III/20	0,1	0,1	-0,1	0,1
IV/20	0,0	0,0	-0,1	0,1

¹⁷ Již zavedená a zvažovaná protekcionistická opatření popisoval box v Zol III/2018.

¹⁸ Kurzový citlivostní scénář, který bývá zpracován standardně, předpokládá jednorázový výkyv nominálního kurzu o $\pm 3\%$ pouze v prvním čtvrtletí prognózy bez další setrvačnosti. Nyní se však depreciační kurzový šok již delší dobu projevuje a v prvních čtvrtletích prognózy je zapracován do základního scénáře. Rizikem je však možnost větší setrvačnosti tohoto šoku.

Díličí domácí nejistotou jsou případné administrativní vlivy v příštích letech, s nimiž prognóza nepočítá. K nim patří třetí a čtvrtá vlna elektronické evidence tržeb a návrhy změn v DPH. Ke dni zpracování prognózy také nebyl definitivně schválen rozsah zvýšení minimální mzdy v příštím roce; prognóza zahrnuje její zvýšení o 1 200 Kč.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační. V tomto hodnocení se odráží riziko oproti predikci slabšího kurzu, které souvisí s možným delším trváním negativní nálady na globálních trzích. To by mohlo vést k rychlejšímu a plynulejšímu zvyšování úrokových sazeb než v prognóze. Zdroji vnějších nejistot zůstávají nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodě a způsob odchodu Spojeného království z Evropské unie. K nim se aktuálně přidala nejistota spojená se schvalováním státního rozpočtu Itálie. Nejistý je i budoucí vývoj světových cen ropy, které v poslední době výrazně kolísají.

II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání v ekonomice jsou i nadále pevně ukotvena 2% cílem ČNB. Inflace 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. Za dvaceti lety měření inflačních očekávání finančního trhu se ohlíží BOX 1. Také inflační očekávání podnikových manažerů se v ročním horizontu nachází poblíž cíle centrální banky (Tab. II.4.2).

BOX 1 Vyhodnocení předpovědí inflace očekávané analytiky finančního trhu

Centrální banky v režimu cílování inflace zpravidla sledují či přímo samy měří inflační očekávání. Také v ČNB je analýza jejich vývoje součástí procesu formulace měnové politiky. Vývoj inflačních očekávání napomáhá identifikovat případná rizika makroekonomické prognózy ČNB a může rovněž zpětně pomoci při hodnocení, zda měla minulá měnověpolitická rozhodnutí žádoucí efekt či zda byla trhem považována za kredibilní. Současně platí, že ukotvenost inflačních očekávání představuje jednu z klíčových podmínek úspěšného provádění měnové politiky v režimu cílování inflace. Tento box vyhodnocuje informace z dotazníků Inflační očekávání finančního trhu (IOFT) za období posledních zhruba dvaceti let, tedy téměř za celou dobu cílování inflace v české ekonomice.¹⁹

¹⁹ Kompletní výsledky šetření jsou dostupné s měsíční periodicitou od května 1999, viz: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/inflacni_cekavani_ft/index.html. Respondenty jsou analytici velkých bank a brokerských firem, které vykazují na finančním trhu vysokou aktivitu. Aktuální skupina zahrnuje 17 analytiků, z toho 14 tuzemských a 3 zahraniční.

Tab. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT, CF A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí u 2% cíle ČNB; ekonomika podle analytiků poroste cca 3% tempem

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

	6/18	7/18	8/18	9/18	10/18
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2018	3,4	3,4	3,1	3,1	3,1
Reálný HDP v roce 2019	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0
Nominální mzdy v roce 2018	7,8	7,8	7,9	8,2	8,3
Nominální mzdy v roce 2019	5,6	5,7	5,8	6,3	6,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,6	24,8	24,9	24,8	24,9
2T repo (v %)	1,4	1,6	2,0	2,2	2,3
1R PRIBOR (v %)	1,8	2,0	2,3	2,5	2,6
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,0			2,2	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,6			2,8	
CF:					
Reálný HDP v roce 2018	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1
Reálný HDP v roce 2019	3,0	3,0	3,1	3,0	3,0
Nominální mzdy v roce 2018	7,6	7,5	7,6	8,1	8,3
Nominální mzdy v roce 2019	6,0	5,9	6,1	6,5	6,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,8	25,0	25,1	25,1	25,1
3M PRIBOR (v %)	1,5	1,6	2,1	2,2	2,3

Kolísavost inflačních očekávání analytiků se trendově snižovala. Rané fázi cílování inflace – na přelomu tisíciletí – dominovala vysoká míra nejistoty. Byla to doba neustáleného makroekonomického prostředí a vysoké citlivosti tuzemské inflace na vnitřní i vnější šoky. Skutečné hodnoty inflace přitom byly ještě více rozkolísané než průměrné hodnoty očekávané analytiky. Odhady jednotlivých analytiků v rámci daného kola šetření se přitom mezi sebou také značně lišily. Interval definovaný jako rozdíl maximálního a minimálního odhadu v horizontu 1R v průměru za celé období činil 1,4 procentního bodu, přičemž na podzim 1999 a v létě 2003 se přiblížil až ke 4 procentním bodům. Ve stejné době dosahoval svého maxima i rozpětí prognóz napříč individuálními odhady v jednotlivých šetřeních měřený směrodatnou odchylkou. Na charakteristiky odhadů měly vliv i cíle ČNB, jejichž forma a výše se v čase měnily (Graf 1). Tabulka 1 ukazuje, že výše uvedené ukazatele nejistoty se v průběhu času znatelně snižovaly. V tříletém horizontu kolísala očekávaná inflace méně (Graf 2) než v ročním výhledu (hodnoty směrodatné odchylky 0,6, resp. 0,9), ovšem rozpětí mezi maximálním a minimálním odhadem u dlouhodobých očekávání bylo lehce vyšší.

V porovnání se skutečností byly očekávané hodnoty inflace v průměru nadhodnocovány. Ukazatel průměrné chyby předpovědi (ME, mean error) dosahuje záporných hodnot (Tab. 1), prognózované hodnoty tedy byly vyšší než následná skutečnost. V tom se promítala především období mimořádně nízké inflace v letech 2002–2003, 2009 a 2014–2016, kdy se inflace v několika měsících pohybovala dokonce v záporných hodnotách. Vyšší hodnoty statistiky MAE (mean absolute error) vůči ME pak ukazují, že analytici vykazovali chyby odhadu v kladném i záporném směru. Nejvýraznějším obdobím, kdy analytici podhodnocovali skutečnou inflaci, byl počátek roku 2008. V tomto období se vedle přehřáté tuzemské ekonomiky ve vývoji inflace projevovala též nečekaná kumulace vnitřních i vnějších nákladových šoků (zvýšení nepřímých daní, vysoké nárůsty cen potravin a energií, deregulace nájemného). Proto nejsou překvapující relativně vysoké chyby odhadů. Ze statistiky RMSE (root mean squared error) pak vyplývá, že chybovost odhadů v jednotlivých šetřeních v horizontu 3R je vyšší než v horizontu 1R. To je zřejmě dáno tím, že krátkodobé prognózy se mohou více opírat o určitou strnulost inflace, lépe reflektovat dopady realizovaných šoků a jejich naplnění není ovlivněno šoky, které nastanou v horizontu dvou až tří let. Při posouvání vyhodnocovaného časového období blíže k současnosti se statistiky v obou horizontech snižují, predikční schopnosti ukazatelů se tedy postupem času zlepšují (Tab. 1).

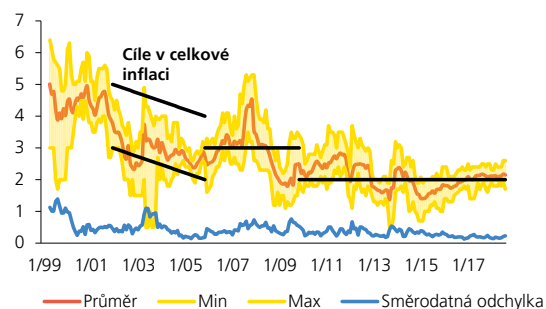
Stabilita inflačních očekávání v tříletém horizontu je současně odrazem silné důvěry ve schopnost ČNB navracet inflaci k cíli. Dlouhodobější očekávání jsou úzce spojena s kredibilitou střednědobého inflačního cíle centrální banky. Dlouhodobější prognózy by totiž neměly být ovlivněny krátkodobými výkyvy či šoky, které lze v tomto horizontu předvídat jen obtížně. Nižší kolísavost dlouhodobějších inflačních

GRAF 1 (BOX)

OČEKÁVANÁ INFLACE V HORIZONTU 1R

V období po zavedení režimu cílování inflace byla v inflačních očekáváních patrná vysoká míra nejistoty; ta se však časem znatelně snížila

(průměr, min a max v %, směrodatná odchylka v procentních bodech)



TAB. 1 (BOX)

CHARAKTERISTIKY ŠETŘENÍ IOFT

Standardní očekávání dokážou lépe predikovat inflaci než implicitní očekávání odvozená z ekonomického růstu a mezd
(průměr v %, rozpětí max – min a směrodatná odchylka v procentních bodech)

	průměr	rozptyl prognóz a)	rozpětí max - min	směr. odchylka b)	ME	MAE	RMSE
období 5/99–9/18							
stand. očekávání v hor. 1R	2,7	0,4	1,4	0,9	-0,6	1,2	1,6
stand. očekávání v hor. 3R	2,6	0,4	1,5	0,6	-0,8	1,5	1,9
období 1/07–9/18							
stand. očekávání v hor. 1R	2,3	0,4	1,2	0,6	-0,3	1,1	1,5
stand. očekávání v hor. 3R	2,2	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,4	1,7
implic. očekávání v hor. 1R	1,6	0,7	2,1	0,9	0,4	1,3	1,8
období 1/12–9/18							
stand. očekávání v hor. 1R	2,0	0,3	1,0	0,3	-0,6	1,0	1,1
stand. očekávání v hor. 3R	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,8	1,2	1,4
implic. očekávání v hor. 1R	1,4	0,5	1,8	0,8	0,2	0,8	1,0

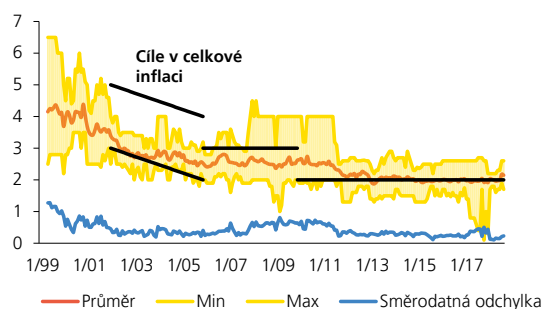
a) rozpětí prognóz napříč individuálními odhady v jednotlivých šetřeních měřený směrodatnou odchylkou

b) směrodatná odchylka střední hodnoty prognóz mezi jednotlivými šetřeními

GRAF 2 (BOX)

OČEKÁVANÁ INFLACE V HORIZONTU 3R

V tříletém horizontu jsou očekávání inflace jen málo volatilní
(průměr, min a max v %, směrodatná odchylka v procentních bodech)

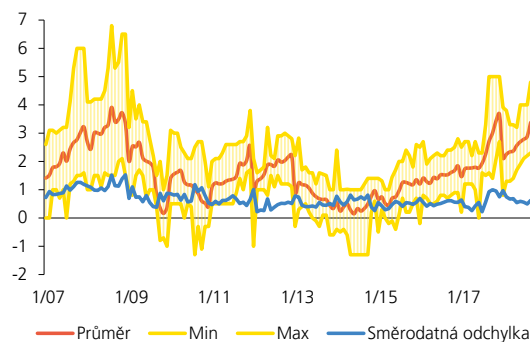


GRAF 3 (BOX)

IMPLICITNÍ OČEKÁVANÁ INFLACE V HORIZONTU 1R

Očekávaná inflace odvozená z predikovaného vývoje HDP a mezd je poměrně rozkolísaná

(průměr, min a max v %, směrodatná odchylka v procentních bodech)



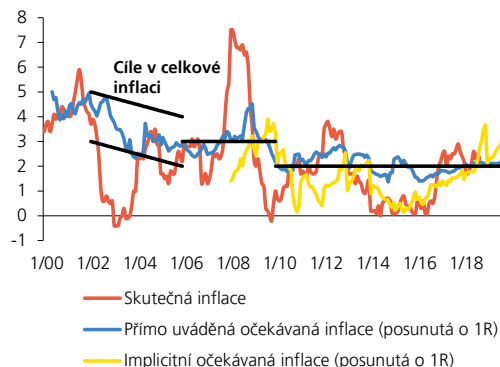
Poznámka: Při výpočtu implicitní inflace se v případě předpovědi mezd a HDP jedná o tzv. pevnou prognózu (fixed-event forecast), která se vztahuje k určitému časovému okamžiku v budoucnosti. Postupem času se tedy zkracuje časový interval, pro který se předpověď provádí; v tomto případě jsou použity údaje očekávané pro následující rok. Implicitní inflace je k dispozici od roku 2007, kdy byly do dotazníků IOFT zařazeny odhady očekávaného vývoje nominálních mezd.

GRAF 4 (BOX)

POROVNÁNÍ OČEKÁVANÉ INFLACE V ROČNÍM HORIZONTU SE SKUTEČNOSTÍ

Inflační očekávání jsou v posledních letech pevně ukotvena v blízkosti 2 % cíle ČNB

(v %)

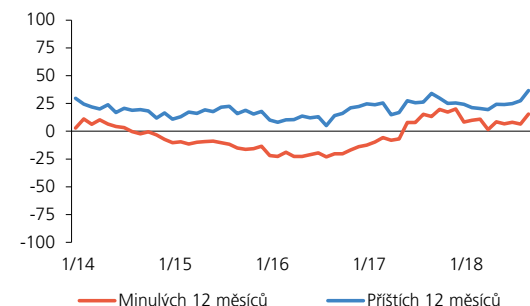


GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátory vnímané i očekávané inflace se mírně zvýšily

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



očekávání je odrazem toho, že se ekonomické šoky (např. úpravy sazby daně z přidané hodnoty, ropný šok) nepromítají do dlouhodobějších očekávání. Koeficient korelace změn inflačních očekávání v horizontu 1R a 3R dosahuje nízké hodnoty 0,2. Dlouhodobá očekávání k 2 % cíli ČNB (platnému od počátku roku 2010) poklesla koncem roku 2011 a od té doby vykazují jen malou kolísavost.

Alternativou k přímo uváděným očekáváním jsou implicitní očekávání odvozená z ekonomického růstu a mzdového vývoje²⁰

(Graf 3). Rozdíl mezi oběma veličinami, které analytici také predikují v rámci IOFT, lze považovat za indikátor očekávané inflace za podmínky, že růst produktivity se v obdobné míře promítá do růstu reálného ekonomického výkonu i reálných mezd; rozdíl mezi očekávaným růstem nominálních mezd a reálného HDP pak odráží očekávanou inflaci v horizontu jednoho roku. Implicitní očekávání inflace mají v souhrnu horší predikční schopnost než přímo uváděná očekávání. Na rozdíl od standardních očekávání inflaci v průměru podhodnocovala. Současné vykazují větší rozptýlení. Je však zajímavé, že v období kurzového závazku implicitní inflační očekávání lépe vystihovala nízkou inflaci (Graf 4), která se v té době nacházela pod dolní hranici tolerančního pásma cíle ČNB.

V souhrnu lze říci, že predikční schopnost měřených očekávání se v čase zlepšuje a současně se snižuje jejich rozptýlení a kolísavost. Cíl ČNB ve výši 2 % tak v posledních letech představuje pro finanční trh dobrou nominální kotvu. Tento cíl zůstal na základě měřených inflačních očekávání kredibilní i v období kurzového závazku, kdy se – z historického hlediska – uváděná očekávání od cíle ČNB odchýlila v ročním horizontu jen málo a ve tříletém horizontu prakticky vůbec.

Indikátory domácnostmi vnímané i očekávané inflace se mírně zvýšily. Lehce kladná hodnota indikátoru vnímané inflace naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců sice pociťovaly nárůst cen, ale jen slabě (Graf II.4.1). Indikátor očekávané inflace vzrostl na nejvyšší hodnotu od počátku roku 2013. Jeho úroveň signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, mírně převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud.

Analyticky odhadované tempo růstu české ekonomiky pro letošní i příští rok dosahuje zhruba 3 % (Tab. II.4.2). Současné zpomalování domácí ekonomiky podle nich do značné míry souvisí s nedostatkem pracovní síly a dalšími kapacitními omezeními. Produktivita práce, jejíž

²⁰ Implicitním očekáváním se věnoval box Ukotvenost inflačních očekávání v ČR, viz: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_l/boxy_a_prilohy/zoi_2_017_l_box_1.html, který byl součástí Zol I/2017. Mezi implicitními a přímo uváděnými očekáváním jsou patrné značné rozdíly, což může být částečně způsobeno odlišnou konstrukcí obou ukazatelů očekávané inflace. Druhým důvodem je zřejmě ne zcela perfektní vzájemná konzistence predikovaných údajů o inflaci, reálném HDP a nominálních mzdách ze strany analytiků.

zvyšování je pro pokračující udržitelný ekonomický růst nezbytný, podle analytiků vykazuje relativně nízkou dynamiku, a to navzdory silné investiční aktivitě v soukromém sektoru. Analytici předpokládají, že růst HDP se bude nadále opírat především o spotřebu domácností a investiční aktivitu firem. Významným prorůstovým impulzem by pro českou ekonomiku mohlo být opětovné zrychlení hospodářského růstu v Německu, opačným směrem budou podle analytiků působit zpřísňující se domácí měnové podmínky, a to jak v kurzové, tak úrokové složce. I přes zvolnění ekonomického růstu napětí na tuzemském pracovním trhu stále trvá a poptávka po pracovní síle nepolevuje. Výsledkem je silný tlak na růst mezd v soukromém i veřejném sektoru. V letošním roce se tak dynamika nominálních mezd podle respondentů ještě zvýší, zpomalení – až o 2 procentní body – se očekává až v příštím roce. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny k hladině 25 CZK/EUR.²¹ Většina analytiků v říjnovém šetření IOFT očekávala, že bankovní rada ČNB na listopadovém zasedání zvýší základní úrokové sazby o 0,25 procentního bodu, menší část předpokládala jejich ponechání beze změny. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činil 2,3 %.

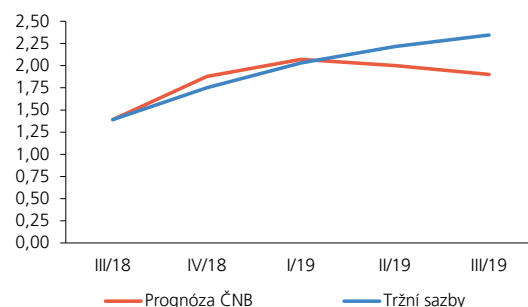
V porovnání s ČNB očekávají analytici obdobný růst HDP při téměř shodné inflaci, avšak při jiné skladbě měnových podmínek. Mzdová očekávání analytiků se ve srovnání s ČNB pohybují mírně níže. Měnový kurz se v ročním horizontu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB, zatímco výhled úrokových sazeb leží výše.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich plynulý růst v ročním horizontu. S prognózou ČNB je přitom konzistentní další zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku následované obdobím jejich stability. Zpočátku jsou tak obě trajektorie v souladu, na horizontu jednoho roku leží tržní výhled mírně výše (Graf II.4.2).

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je plynule rostoucí, v horizontu jednoho roku se nachází mírně nad sazbami z prognózy ČNB (v %)



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

²¹ V několika posledních šetřeních se v odhadech analytiků rozšířilo očekávané rozpětí mezi maximální a minimální hodnotou měnového kurzu, což pravděpodobně souvisí s nedávnou změnou sentimentu na trhu a nejistotou ohledně délky jejího trvání. V říjnovém šetření IOFT dosahuje toto rozpětí 24,0–25,4 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,5–26,0 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Ve srovnání s prognózou z jara 2017, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace příliš nelišila. Jedná se přitom o hodnocení první prognózy po ukončení kurzového závazku. Při zpětném pohledu lze měnovou politiku ČNB v minulém období označit za přiměřenou. Ve třetím čtvrtletí 2018 se inflace v průměru lehce zvýšila na 2,4 %. Za tímto vývojem stál zejména nárůst jádrové inflace při pokračujícím rychlém růstu cen pohonných hmot. Naopak předchozí silný příspěvek cen potravin se snížil. Jádrová inflace byla tažena výhradně růstem cen neobchodovatelných statků, což ukazuje na nadále silnou domácí poptávku a vliv zvyšování mzdových nákladů. Růst regulovaných cen nejprve zrychloval, v září však poklesl v souvislosti se zavedením slev na jízdné. Na trhu nemovitostí začíná docházet k mírnému ochlazení dřívější překotné dynamiky. V důsledku nedávného oslabení kurzu koruny vůči euru i rychle rostoucích cen energetických surovin přešly dovozní ceny do meziročního růstu, na což navázalo zvýšení dynamiky také u cen průmyslových výrobců. Pokles cen zemědělských výrobců se téměř zastavil vlivem zvýšení cen rostlinných produktů. V prostředí zvyšující se poptávky a mezd výrazně zrychlila rovněž dynamika cen stavebních prací. Růst cen služeb pro podnikatelskou sféru se drží na stabilní mírné úrovni.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

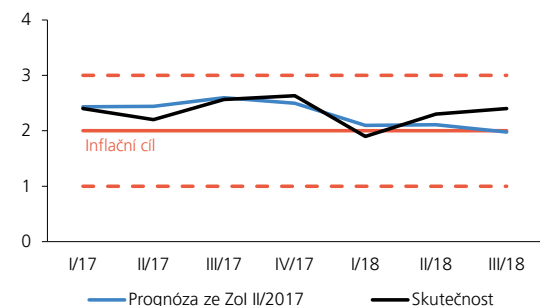
Inflace se ve třetím čtvrtletí 2018 nacházela mírně nad hodnotou z prognózy ze Zol II/2017²², a tedy i nad cílem ČNB (Graf III.1.1). Tato prognóza – první po ukončení kurzového závazku na začátku dubna 2017 – byla založena na předpokladu standardního režimu měnové politiky s endogenním měnovým kurzem i měnověpolitickými úrokovými sazbami. Podle prognózy měla inflace setrvat v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle ČNB, k němuž se měla vrátit počátkem roku 2018. Rostoucí domácí ekonomika měla především prostřednictvím zrychlování dynamiky mezd přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Tehdejší proinflační působení dovozních cen se mělo rychle změnit na protiinflační v důsledku zvolnění dynamiky cen zahraničních výrobců v kombinaci s předpokládaným posilováním kurzu.

Po většinu hodnoceného období se inflace pohybovala poblíž prognózy. Rozdíl ve třetím čtvrtletí 2018 dosáhl 0,4 procentního bodu (Tab. III.1.1), přičemž odchylky skutečnosti od predikce byly zaznamenány

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Skutečný vývoj inflace zhruba odpovídal prognóze (meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Ve třetím čtvrtletí se skutečná inflace nacházela mírně nad prognózou, přičemž odchylky jednotlivých složek se částečně vzájemně kompenzovaly

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol II/2017	Skutečnost 3. čtvrtletí 2018	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,0	2,4	0,4
z toho:			
regulované ceny	1,1	2,1	0,2
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,1	0,1	0,0
jádrová inflace ^{b)}	1,9	2,3	0,2
ceny potravin ^{b)}	2,6	1,1	-0,4
ceny pohonných hmot ^{b)}	-0,2	12,4	0,4

a) Jedná se o dopad do celkové inflace výjima regulovaných cen.

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

22 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 ve třetím čtvrtletí 2018 je přitom – s ohledem na zpoždění v transmisi měnové politiky – nutné zkoumat období od ledna do září roku 2017 (tzv. rozhodné období). Analýza naplnění prognóz se v této kapitole zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci II/2017 s následným vývojem.

u všech složek spotřebitelského koše (s výjimkou dopadů změn nepřímých daní). Kladná odchylka vyplývala z výrazného meziročního nárůstu cen pohonných hmot, vyšší než očekávané jádrové inflace a též regulovaných cen, zejména pak cen elektřiny. V opačném směru působil utlumenější vývoj cen potravin.

Nejvýznamnější odchylku od prognózy z hlediska vnějších faktorů představovala silnější zahraniční poptávka. Růst průmyslových cen byl zpočátku zřetelně pomalejší oproti předpokladům, což bylo důsledkem zejména výrazně silnějšího kurzu eura vůči americkému dolaru a také nižší ceny ropy. Silnější poptávkové tlaky pramenící z vyššího růstu ekonomické aktivity v eurozóně se spolu s nečekaně zvýšenou cenou ropy naopak v roce 2018 promítly do rychlejšího růstu výrobních cen. Předpoklad setrvání zahraničních úrokových sazeb v mírně záporných hodnotách²³ se naplnil (Tab. III.1.2). V souhrnu působil vývoj v zahraničí – dle hodnocení jádrovým predikčním modelem ČNB – na tuzemskou inflaci zhruba neutrálně prostřednictvím tlaku na mírně větší posílení kurzu koruny a nepatrně nižší domácí úrokové sazby.

Domácí ekonomická aktivita a mzdy působily směrem k vyšší inflaci ve srovnání s prognózou. Z hlediska složek HDP byla zaznamenána robustnější dynamika zejména u soukromých investic a spotřeby domácností; vyšší byl i vývoz v důsledku vyšší zahraniční poptávky. V návaznosti na nečekaně silný ekonomický růst se dále přirovnávala situace na trhu práce. To se promítlo v silicím nedostatku pracovních sil a nad očekávání výrazném zrychlování mzdové dynamiky.

Skladba měnových podmínek se s postupem času částečně odchylovala od prognózy. Měnový kurz zpočátku posiloval pozvolněji, na jaře a v létě 2018 pak v důsledku globálních faktorů nečekaně oslabil. Na to reagovala měnová politika rychlejšími zvyšováními úrokových sazeb (Tab. III.1.3). Měnové podmínky tak byly v závěru hodnoceného období v kurzové složce uvolněnější, naopak úroková složka byla oproti prognóze posouvána rychleji směrem k neutrálnímu nastavení.

Měnovou politiku ČNB lze v období od ledna do září 2017 hodnotit 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, což představovalo jeden z důvodů pro o něco dřívejší opuštění kurzového závazku oproti původním předpokladům. Pozorovaná inflace se ve třetím čtvrtletí 2018 pohybovala mírně nad cílem v rámci horní poloviny tolerančního pásma. S výhodou zpětného pohledu a s ohledem na strategii ukončení závazku (podmínkou pro něj bylo udržitelné plnění 2% cíle ČNB po ukončení

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraniční ekonomická aktivita rostla oproti prognóze výrazněji, vyšší byla i v roce 2018 i cena ropy

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

		II/17	III/17	IV/17	I/18	II/18	III/18
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	1,6	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
	s	2,5	2,8	2,9	2,4	2,3	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	4,0	4,2	3,5	2,1	2,1	2,0
	s	2,9	2,4	2,4	1,8	2,9	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,06	1,06	1,06	1,06	1,07	1,07
	s	1,10	1,18	1,18	1,23	1,19	1,16
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	56,2	56,7	56,7	56,5	56,2	55,9
	s	50,8	52,2	61,5	67,2	75,0	75,8

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol II/2017

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

Růst domácího HDP i nominálních mezd převyšoval prognózu, a působil tak směrem k vyšší inflaci

(p – prognóza, s – skutečnost)

		II/17	III/17	IV/17	I/18	II/18	III/18
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	2,4	2,6	2,5	2,1	2,1	2,0
	s	2,2	2,6	2,6	1,9	2,3	2,4
3M PRIBOR (v %)	p	0,3	0,6	0,7	0,6	0,6	0,8
	s	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	26,5	25,5	25,1	25,0	25,0	24,9
	s	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,7
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	2,6	3,2	3,3	2,8	2,5	2,7
	s	4,9	5,1	5,0	4,1	2,4	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	5,5	5,9	4,3	5,7	5,7	4,5
	s	6,8	6,0	6,8	7,8	8,0	-

a) sezonně očištěno

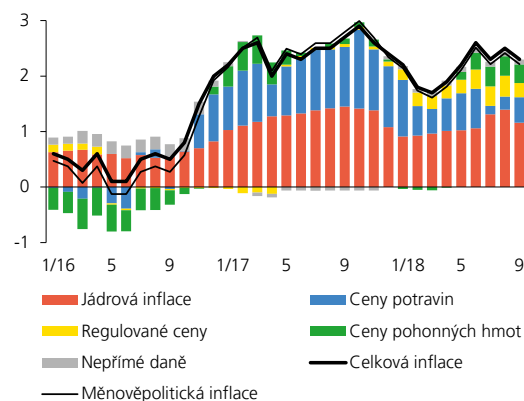
b) v tržních odvětvích

GRAF III.1.2

STRUKTURA INFLACE

Inflace se ve třetím čtvrtletí udržovala nad 2 % při protisměrném rozkolísaném vývoji jádrové inflace a cen potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



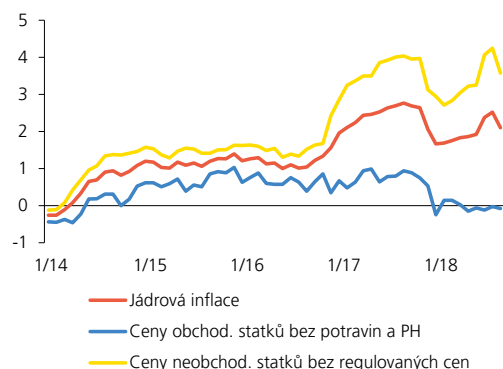
Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

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

GRAF III.1.3

JÁDROVÁ INFLACE

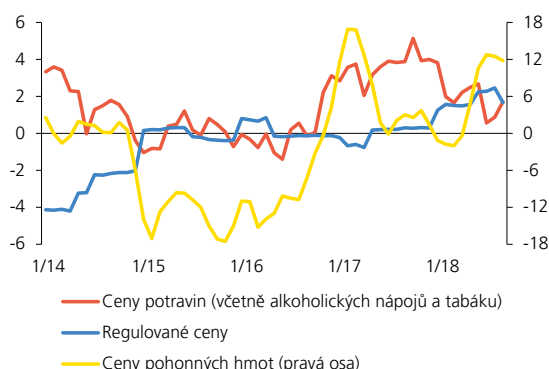
Jádrová inflace se zvýšila vlivem rychlejšího růstu cen neobchodovatelných statků (meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

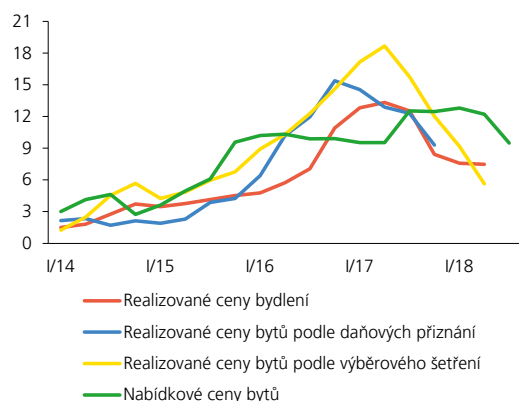
Nejvýrazněji v poslední době rostly ceny pohonných hmot, růst cen potravin zpomalil (meziroční změny v %)



GRAF III.1.5

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLNÍ

Ke zpomalování růstu realizovaných cen nemovitostí se připojil také mírný pokles dynamiky nabídkových cen (meziroční změny v %)



závazku i při postupném zpřísňování měnových podmínek) tak lze měnovou politiku v rozhodném období označit za adekvátní.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Růst spotřebitelských cen byl ve třetím čtvrtletí nadále tažen nejvíce jádrovou inflací, naopak příspěvek cen potravin poklesl (Graf III.1.2). Na zvýšení jádrové inflace působila silná spotřebitelská poptávka. Do nižší dynamiky cen potravin se promítaly klesající ceny agrárních komodit, navíc sezonní propad cen ovoce a zeleniny nastal v předstihu již v červenci. Ceny pohonných hmot si udržovaly dvouciferný růst, který byl dán výrazným zvýšením cen ropy při oslabené úrovni měnového kurzu. V důsledku dalšího pozvolného zrychlování růstu cen elektřiny se zvýšila mírně i dynamika regulovaných cen. Měnověpolitická inflace ležela zhruba 0,1 procentního bodu pod celkovou inflací.²⁴

Ke zvýšení jádrové inflace přispěly v létě zejména rostoucí ceny rekreací, nicméně vyšší byly i ceny bydlení a dalších služeb. Výrazné zrychlení cen rekreací však s koncem letní sezóny v září odeznělo a jádrová inflace mírně poklesla (Graf III.1.3). Imputované nájemné i ceny ostatních služeb²⁵ od srpna dále zrychlovaly, a to v důsledku vyšší spotřebitelské poptávky podporované silnou mzdovou dynamikou. Růst nájemného z bytu rovněž pozvolna zrychloval. Ceny obchodovatelných statků v průběhu třetího čtvrtletí nadále slabě meziročně klesaly. To odráželo postupné promítání předchozího posílení měnového kurzu²⁶ do cen v tomto segmentu spotřebního koše, které bylo nicméně vyvažováno zesilujícím proinflačním působením domácí ekonomiky.

Růst cen potravin byl rozkolísaný, celkově však dále zpomalil (Graf III.1.4). Za červencovým propadem dynamiky cen potravin o více než 2 procentní body na 0,6 % stál zejména výrazný pokles cen zeleniny, který však v září zaznamenal korekci. Současně v důsledku působení klesajících cen agrárních komodit došlo u řady dalších potravinových skupin k poklesu jejich dynamiky, v případě cen pečiva až do záporných hodnot. K dalšímu prohloubení meziročního poklesu došlo u cen cukru, což souviselo se zrušením kvót v Evropě a nadbytkem této suroviny na světových trzích. Oproti předchozímu čtvrtletí zvolnil i růst cen alkoholických nápojů, zatímco dynamika cen tabákových výrobků stagnovala.

Růst regulovaných cen v červenci a srpnu zrychloval, v září však poklesl vlivem slev na jízdné (Graf III.1.4). Slevy se týkají žákovského a důchodcovského jízdného ve vlacích a autobusech a byly zavedeny na základě rozhodnutí vlády. V řadě velkých měst se navíc přidaly také slevy v MHD. Regulované ceny v dopravě se tak propadly o více než 6 %.

24 Daňový dopad je dán zvýšením spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2018.

25 Jedná se zejména o ceny drobných oprav, kadeřnické služby, finanční služby a pojištění.

26 I přes oslabení kurzu v posledních měsících koruna v průměru za třetí čtvrtletí vůči euru meziročně posílila zhruba o 1,5 %.

Naopak ceny elektřiny dále mírně rostly. Tempem přes 5 % se zvyšovaly i regulované položky ve zdravotnictví. Vyššímu růstu regulovaných cen naopak bránily nadále klesající ceny plynu a stagnující ceny tepla pro domácnosti. Celkově tak regulované ceny v září vzrostly o 1,7 %.

Rychle rostoucí ceny ropy vedly ke svižnému růstu cen pohonných hmot (Graf III.1.4). Dynamika cen ropy na světových trzích – i přes mírné zvolnění v průběhu třetího čtvrtletí – přesahovala 40 %. Oslabení kurzu koruny vůči dolaru navíc způsobilo, že odezněl jeho předchozí tlumící efekt na vývoj korunových cen. To v souhrnu působilo na přetrvávající růst cen pohonných hmot dvouciferným tempem.

Ke snížení dynamiky realizovaných cen nemovitostí se přidalo zvolnění růstu nabídkových cen (Graf III.1.5). Výrazné zpomalení vykazaly ve druhém čtvrtletí zejména realizované ceny starších bytů v Praze, jejichž meziroční růst se dostal pod 1 %. Ve zbytku republiky se dynamika realizovaných cen pohybovala kolem 7 %, mírně výše se udržela dynamika u nových pražských bytů. Zhruba po roce, kdy se růst nabídkových cen bytů držel nad 12 %, došlo ve třetím čtvrtletí k jeho snížení na jednocifernou úroveň. Zpomalení růstu nabídkových cen přitom bylo pozorováno jak v Praze, tak v mimopražských regionech.

Dynamika experimentálního indexu CPIH se ve druhém čtvrtletí 2018 vyvíjela paralelně s indexem spotřebitelských cen. 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), zrychlil na 3 % (Graf III.1.6). Udržel si tak zhruba stejnou vzdálenost od inflace dle CPI jako v předchozím čtvrtletí, konkrétně je výše o 0,7 procentního bodu.

III.1.3 Dovožní a produkční ceny

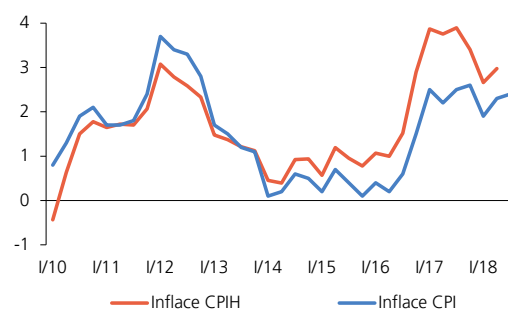
Růst dovozních cen zrychloval vlivem zvyšujících se cen energetických surovin a odeznívání meziročního posílení kurzu (Graf III.1.7). Silný růst zaznamenaly zejména světové ceny ropy. Nedávné oslabení kurzu i zrychlený růst cen výrobců v efektivní eurozóně pak působily ve směru vyšších cen dovážených výrobků, konkrétně strojů a dopravních prostředků i průmyslového spotřebního zboží. K růstu začaly kladně přispívat také ceny polotovarů. Nadále klesaly již jen ceny potravin, jejichž záporný příspěvek se však postupně snižoval.

Také ceny průmyslových výrobců reagovaly na rychle rostoucí ceny surovin a energií (Graf III.1.8). Podobně jako u dovozních cen byl vývoj cen výrobců ovlivněn zejména značným zvýšením cen ropy. Růst cen energetických surovin však působil i na růst cen u navazujících průmyslových výrob – chemických látek, pryžových a plastových výrobků. V odvětví kovů a kovodělných výrobků se růst cen ustálil lehce nad 3 %. V návaznosti na kurzový vývoj se zvýšila dynamika cen elektronických a optických zařízení. Naopak meziročně nadále klesaly ceny dopravních prostředků i ceny v potravinářském průmyslu. V členění podle užití rostly ve třetím čtvrtletí nejrychleji ceny energií a meziproduktů. Naopak výrobky krátkodobé povahy setrvaly v cenovém poklesu.

GRAF III.1.6

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

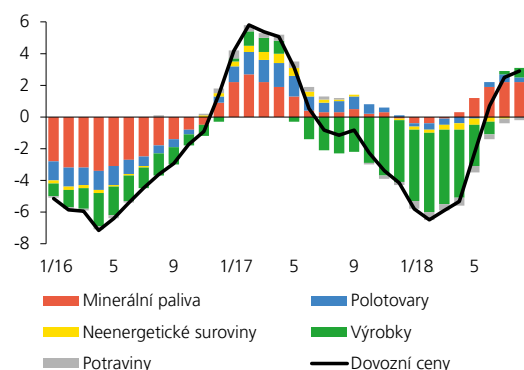
Dynamika indexu CPIH ve druhém čtvrtletí 2018 mírně zrychlila, stejně jako spotřebitelská inflace
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

DOVOZNÍ CENY

Zvýšené ceny minerálních paliv spolu s vyprcháváním protiinflačního vlivu kurzu působily na zrychlení růstu dovozních cen
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

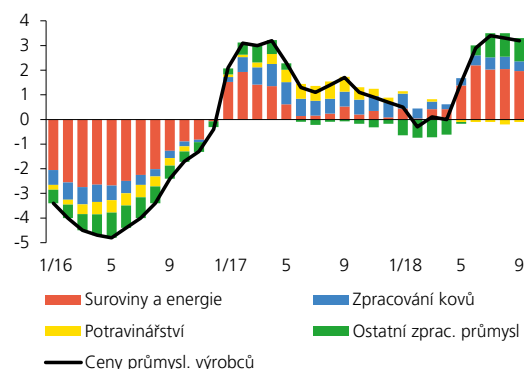


Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

GRAF III.1.8

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

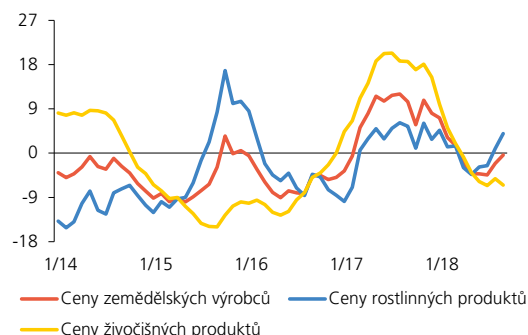
Růst cen průmyslových výrobců se udržoval nad 3 % zejména vlivem výrazného příspěvku cen surovin a energií
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.9

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Pokles cen zemědělských výrobců se v průběhu třetího čtvrtletí zmírňoval
(meziroční změny v %)



Pokles cen zemědělských výrobců v průběhu třetího čtvrtletí téměř odezněl vlivem oživení růstu cen v rostlinné výrobě (Graf III.1.9).

K výraznému zrychlení růstu cen došlo především u obilovin. To bylo dáno jak nižší domácí sklizní v letošním roce, tak především poklesem produkce významných světových producentů (Austrálie a Rusko) a s tím spojeným snížením světových zásob. Cenový růst dovážených surovin byl na rozdíl od první poloviny letošního roku kompenzován již jen v omezené míře odeznívajícím meziročním posílením koruny. V rámci rostlinné výroby meziročně zrychlil také růst cen zeleniny. Naproti tomu ceny většiny zbývajících položek i nadále klesaly. V živočišné výrobě ceny výrazně klesaly napříč všemi skupinami.

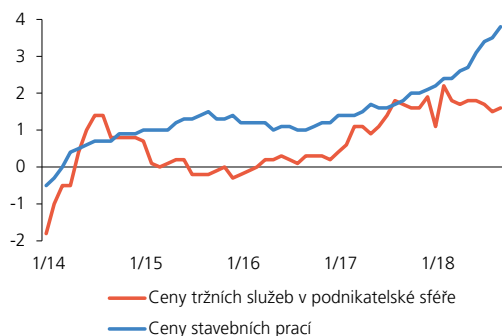
Ceny tržních služeb pro podnikatele rostly stabilním mírným tempem, naopak dynamika cen stavebních prací se dále zvýšila (Graf III.1.10).

Citelný cenový růst zaznamenaly v tržních službách zejména oblasti zprostředkování zaměstnání, bezpečnostních agentur a nemovitostí. Opačným směrem působil vliv setrvale klesajících cen telekomunikačních služeb a služeb v oblasti skladování a dopravy. Růst cen stavebních prací postupně zrychloval až ke 4 %, což představuje nejvyšší hodnotu od roku 2009. Tento vývoj odráží rostoucí poptávku po stavební produkci i rychle se zvyšující ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.1.10

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Dynamika cen stavebních prací se dále zvýšila, ceny tržních služeb setrvale mírně rostly
(meziroční změny v %)



III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Růst české ekonomiky ve druhém čtvrtletí zpomalil na 2,4 %, což vedlo k mírnému přivření kladné mezery výstupu. Snížil se příspěvek fixních investic, jejichž růst však byl nadále robustní díky vývoji v soukromém i vládním sektoru. Obdobně se zmínil i kladný příspěvek spotřeby domácností. Její nadále svižná dynamika přitom odrážela silný růst příjmů i optimistická očekávání. V případě tvorby zásob došlo k výraznému poklesu. Záporný příspěvek čistého vývozu se naopak zmínil vlivem zpomalení růstu dovozně náročných soukromých investic a nižší tvorby zásob, a to i přes zpomalení růstu vývozu. Nadále příznivý, i když zpomalující růst ekonomické aktivity lze sledovat ve většině odvětví. Za zmírněním dynamiky hrubé přidané hodnoty stál zejména vývoj ve zpracovatelském průmyslu, k němuž se přidalo také mírné utlumení růstu v odvětví obchodu a tržních službách. Důvěra podnikatelů zůstává nadále vysoká, přičemž pokles sentimentu ve zpracovatelském průmyslu byl kompenzován jeho zlepšením ve stavebnictví. Nejvýznamnější bariérou růstu průmyslových podniků představuje nadále nedostatek zaměstnanců.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

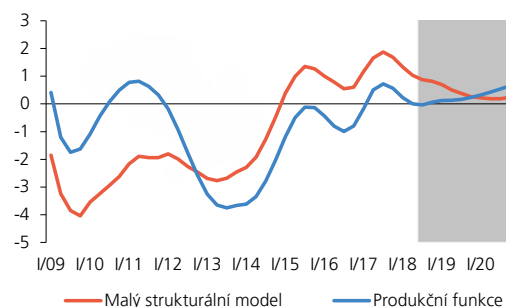
Mezera výstupu české ekonomiky zůstává otevřená do kladných hodnot, poněkud se však přivřela. Ve druhém čtvrtletí 2018 se dle odhadu z malého strukturálního modelu nacházela poblíž 1 % (Graf III.2.1). To odpovídá nadále napjaté situaci na trhu práce při pokračujícím růstu domácí i zahraniční poptávky. 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 vedl naopak záporný fiskální impuls k dočasnému přiblížení ekonomiky shora k úrovni jejího potenciálu. Tento vliv však v minulém roce odezněl a kladná mezera výstupu se opět otevřela. Na horizontu prognózy se bude mezera výstupu postupně uzavírat, přičemž bude působit vliv přísnějších měnových podmínek a zvolna zpomalující zahraniční poptávky, zatímco fiskální impuls bude až do roku 2019 nadále kladný. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj míry inflace a vliv měnové politiky, naopak naznačuje uzavření dříve kladné mezery výstupu. Na horizontu prognózy pak dochází k jejímu opětovnému mírnému otevírání.

Růst potenciálního produktu je odhadován těsně pod 4 %. K jeho zrychlování na tuto úroveň docházelo již v předchozích letech po překonání dozvuků hospodářské krize a obnovení výrazného růstu ekonomické aktivity při jen umírněných inflačních tlacích (Graf III.2.2). Na prognóze se bude růst potenciálního produktu navracet ke 3 %. Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce došlo ke 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 zároveň prognózováno zrychlení tempa růstu produktivity práce.

GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

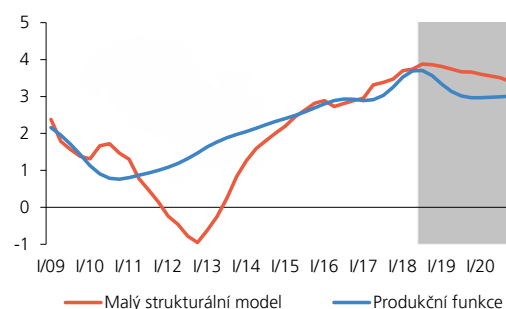
Podle malého strukturálního modelu se bude kladná mezera výstupu dále postupně uzavírat; podle produkční funkce se bude naopak z nízké současné úrovně pozvolně zvyšovat (v % potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

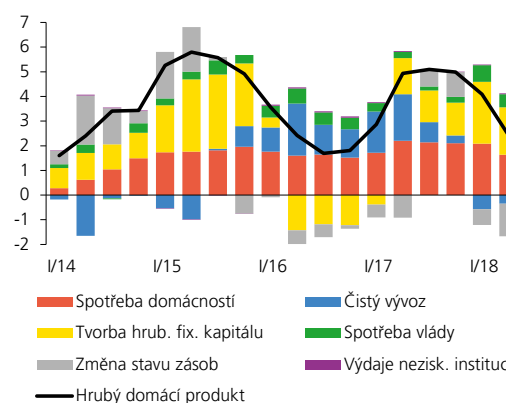
Růst potenciálního produktu podle odhadu z malého strukturálního modelu zrychlil ke 4 %, postupně však zvolnil; podle produkční funkce se bude pohybovat kolem 3 % (meziroční změny v %)



GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky zpomalil vlivem snížení příspěvku všech složek domácí poptávky, zejména tvorby zásob (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)

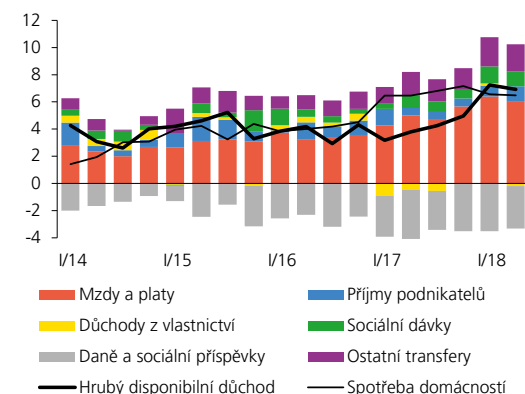


GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Ke svižnému růstu mezd a platů se přidalo lehké zvýšení příspěvku příjmů podnikatelů, růst disponibilního důchodu se tak letos pohybuje kolem 7 %

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



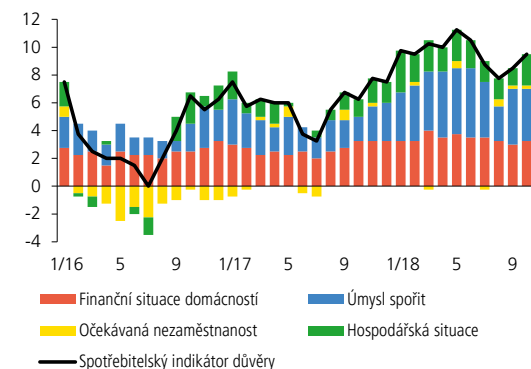
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Přes mírný pokles zůstává spotřebitelská důvěra nadále silná

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



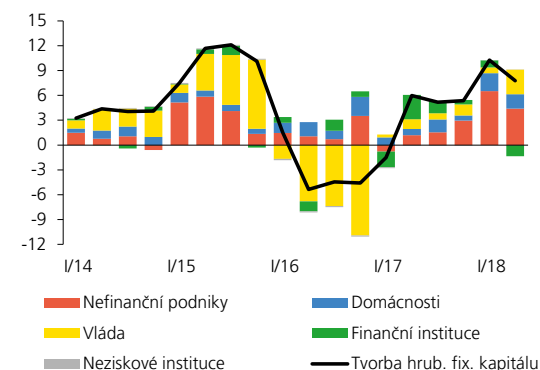
Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Zatímco růst investic nefinančních podniků ve druhém čtvrtletí mírně zpomalil, investice vlády výrazně zrychlily, pokles investic byl naopak zaznamenán u finančních institucí

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



III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Růst hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí letošního roku zpomalil na 2,4 % (Graf III.2.3). Zvolnil růst fixních investic i spotřeby domácností, jejich tempa však zůstala robustní. Snížila se i reálná dynamika spotřeby vlády. Zároveň byl vykázán meziroční pokles tvorby zásob. Ke snižování jejich vysokého stavu přitom dochází již od počátku roku, a to nejspíše v souladu s cyklickým vývojem ekonomiky. Svižný růst dovozně náročných soukromých investic a zvyšující se spotřeba domácností vyústily v záporný příspěvek čistého vývozu, který se však oproti počátku roku zmírnil.

Přes mírné zpomalení zůstává růst spotřeby domácností solidní 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.

Růst spotřeby domácností odrážel silnou dynamiku hrubého disponibilního důchodu. Tu i nadále nejvýznamněji podporuje rychlý růst objemu mezd a platů, jehož příspěvek se však mírně snížil (Graf III.2.4). S tím korespondovalo také lehké utlumení záporného příspěvku daní a sociálních příspěvků. Drobné zvýšení ve druhém čtvrtletí naopak zaznamenal příspěvek příjmů z podnikání.

Spotřebitelská důvěra sice ve třetím čtvrtletí letošního roku mírně poklesla, její úroveň však zůstává vysoká. Přispívá k tomu pozitivní výhled české ekonomiky a očekávání dobré finanční situace domácností (Graf III.2.5). S dynamickým vývojem příjmů zároveň vzrostl úmysl spořit, který se od konce loňského roku promítá do lehkého zvýšení míry úspor. Optimismus spotřebitelů se zrcadlí i v nadále silném růstu maloobchodních tržeb.

Dynamika reálné spotřeby vlády zpomalila, růst vládních investic naopak výrazně zrychlil. Vládní spotřebu v nominálním vyjádření táhly především rychle rostoucí mzdy ve veřejném sektoru, které však zároveň vedly ke zvýšené dynamice jejího deflátoru. Zpomalil též růst nemzdových vládních výdajů. K rychlejšímu tempu vládních investic dochází jak na úrovni centrální vlády, tak zejména místních samospráv, k čemuž přispívá narůstající čerpání evropských fondů.

Za růstem soukromých investic stály zejména investice nefinančních podniků (Graf III.2.6). Z pohledu věcného členění přispívaly ke zvyšování fixních investic opět všechny složky. Vedle investic do budov a staveb pokračovaly v růstu investice do strojů a zařízení i investice do dopravních prostředků. Tento vývoj odráží pokračující růst domácí i zahraniční poptávky a snahu podniků o zefektivnění výroby při omezeních z trhu práce, která souvisí s nedostatkem pracovní síly a rychle rostoucími mzdovými náklady. Dopady investic podniků ve zpracovatelném průmyslu do produktivity práce se zabývá BOX 2.

BOX 2 Vliv firemních investic na produktivitu práce

Produktivita práce je pro měnovou politiku jednou z klíčových veličin, její růst totiž tlumí domácí nákladové inflační tlaky. Ty jsou v současnosti v české ekonomice poměrně silné a odrážejí zejména napjatou situaci na trhu práce, která vede k rychlému růstu mezd. Jedním ze způsobů, jak čelit vysokým nákladovým tlakům je zvyšovat produktivitu práce. K tomu napomáhají investice. Cílem tohoto boxu je analyzovat dopad prováděných investic do produktivity práce ve zpracovatelském průmyslu, který je nejvýznamnějším odvětvím a do jisté míry rovněž určuje celkovou investiční aktivitu v domácí ekonomice.

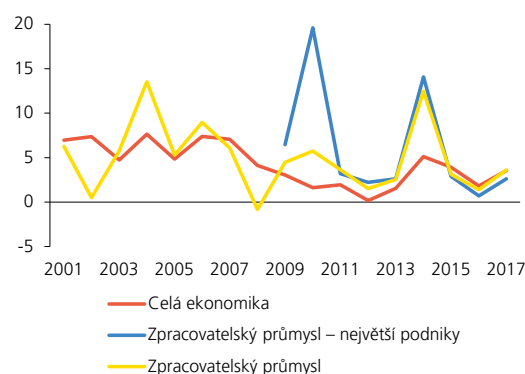
Fixní investice mohou přispívat k budoucímu růstu produktivity práce. Je tomu tak minimálně ze dvou důvodů. V první řadě pořízení nových výkonnějších strojů a zařízení představuje pro firmy technologický pokrok, který jim umožňuje zvyšovat produkci při neměnných vstupech faktoru práce, což přímo zvyšuje produktivitu práce. Za druhé, pokud ekonomické subjekty očekávají příznivou hospodářskou situaci, investují za účelem rozšiřování výrobních kapacit. Vzhledem k úsporám z rozsahu má tedy pozorovaný růst produktivity práce i částečně cyklický charakter. Investice tak mohou být na mikroúrovni předstihovým indikátorem produktivity i bez technologického pokroku. Rozhodování o investicích nicméně ovlivňují také netržní faktory jako například evropské fondy. Je tedy empirickou otázkou, nakolik jsou výše uvedené tržní mechanismy silné a zda firemní investice skutečně signalizují budoucí růst produktivity.

Vztah mezi produktivitou a firemními investicemi lze hodnotit na základě mikrodát ze zpracovatelského průmyslu. K analýze byla použita data ČSÚ zahrnující informace o více než 800 velkých firmách z tohoto sektoru.²⁷ Vedle poměrně velkého rozsahu informací o vybraných podnicích je výhodou databáze také to, že zde lze produktivitu práce definovat jako podíl přidané hodnoty a počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky²⁸ (Graf 1). V datech je dostupná zároveň průměrná mzda v Kč na zaměstnance s plným úvazkem, což je jeden z hlavních nákladových faktorů firem, který může být právě růstem produktivity tlumen.

Převážnou část investic firem ve zpracovatelském průmyslu tvoří investice do strojů a zařízení. Jejich podíl na celku se v rámci skupiny sledovaných podniků dlouhodobě pohybuje okolo 70 %²⁹. V poměru na

GRAF 1 (BOX)**POROVNÁNÍ UKAZATELŮ PRODUKTIVITY PRÁCE**

I přes dílčí odchylky mají různá vymezení produktivity práce v posledním období podobnou dynamiku
(meziroční změny v %, pramen: data ČSÚ, výpočet ČNB)



Poznámka: Produktivita práce je definována jako podíl přidané hodnoty a přepočteného počtu zaměstnanců.

27 Jedná se o data z dotazníku P6-04, který v rámci šetření zahrnuje informace o zhruba 2000 největších podnicích podle výše aktiv v české ekonomice. V rámci těchto dat je k dispozici téměř poloviční pokrytí zpracovatelského průmyslu podle počtu zaměstnanců a zároveň tato data reprezentují více než polovinu přidané hodnoty vytvořené v tomto odvětví. Rozdíl v míře pokrytí mezi počtem zaměstnanců a přidanou hodnotou ukazuje na fakt, že firmy s vyšším počtem zaměstnanců jsou vzhledem k pravděpodobně vyšší úrovni technologií produktivnější. Čtvrtletní data jsou v rámci analýzy agregována do ročních hodnot.

28 Tato definice je mírně odlišná od produktivity práce konstruované z národních účtů jako podíl HDP (či přidané hodnoty) a zaměstnanosti, kterou lze standardně najít ve Zprávě o inflaci v kapitole III.3.

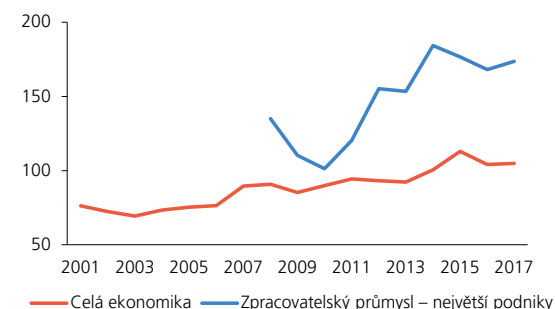
29 To zároveň odpovídá přibližně pětina všech investic do strojů a zařízení v rámci české ekonomiky.

GRAF 2 (BOX)

INVESTICE DO STROJŮ A ZAŘÍZENÍ

Úroveň investic do strojů a zařízení je v přepočtu na zaměstnance ve zpracovatelském průmyslu znatelně vyšší než v ekonomice jako celku

(investice na přepočteného zaměstnance v tis. Kč, pramen: data ČSÚ, výpočet ČNB)

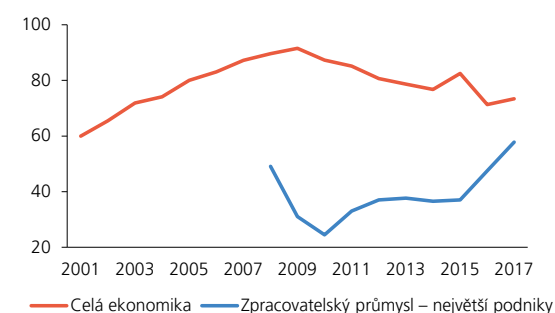


GRAF 3 (BOX)

INVESTICE DO BUDOV A STAVEB

V úrovni investic do budov a staveb zpracovatelský průmysl za zbytkem ekonomiky zaostává

(investice na přepočteného zaměstnance v tis. Kč, pramen: data ČSÚ, výpočet ČNB)



jednoho zaměstnance pak tyto investice výrazně převyšují průměr české ekonomiky (Graf 2). Zhruba 20 % investic sledovaných podniků jde do budov a staveb, což je naopak znatelně pod průměrem celé ekonomiky (Graf 3).

Investice ve zpracovatelském průmyslu mají významný vliv na produktivitu práce v tomto odvětví zejména s ročním zpožděním.

Pro analýzu výše uvedených dat byla použita metoda založená na regresi typu Lasso³⁰. Výhodou této metody je to, že umožňuje do regrese zahrnout také další vysvětlující proměnné jako tzv. kontrolní proměnné³¹. Analýza průmyslových dat z let 2008–2017 ukázala, že investice znatelně zvyšují produktivitu práce, a to především s ročním zpožděním. Pokud bude v typické firmě zpracovatelského průmyslu investováno 1000 Kč na přepočteného zaměstnance do strojů a zařízení, dojde následující rok v průměru ke zvýšení jeho produktivity práce o 1050 Kč. Stejně velká investice do budov a staveb pak zvýší budoucí roční produktivitu o 730 Kč.³²

Z analýzy tedy vyplývá, že nákladové tlaky jsou ve zpracovatelském průmyslu významně tlumeny růstem investic.

Nejvýraznější efekt mají investice do strojů a zařízení. Kvantitativně menší, nicméně stále signifikantní vliv mají také investice do budov a staveb. Celkově tak vzhledem k vysoké investiční aktivitě ve zpracovatelském průmyslu provedená analýza napomáhá – spolu s posílením kurzu koruny – vysvětlit, proč nebylo výrazné zrychlení mzdové dynamiky v roce 2017 doprovázeno následným zvýšením růstu cen v rámci skupiny obchodovatelných statků.

Silný zůstává také růst investic domácností, z nichž velkou část tvoří investice do nových nemovitostí. To se odráží i ve věcné struktuře tvorby fixního kapitálu, v jejímž růstu mají významný příspěvek investice do obydlí. Pozitivním signálem na straně nabídky je pokračování svižného růstu počtu zahájených i dokončených bytů. Naopak poptávku domácností začíná poněkud tlumit zpřísňování standardů bank u úvěrů na bydlení.

Ve srovnání s loňským rokem přešel příspěvek tvorby zásob do výrazně záporných hodnot. Záporný přitom nebyl pouze ve druhém, ale podle revidovaných dat také v prvním čtvrtletí. Pravděpodobně tak dochází k postupnému rozpouštění vysokého stavu zásob

30 Pro podrobnější popis metody viz W. Hess, M. Persson, S. Rubenbauer, J. Gertheis (2013): Using Lasso-Type Penalties to Model Time-Varying Covariate Effects in Panel Data Regressions. Working Paper 2013:5, School of Economics and Management, Lund University.

31 Jak ukazuje literatura, takovými proměnnými mohou být velikost firmy a zpožděná dynamika produktivity. Tyto proměnné byly kontrolovány proto, aby byl odstraněn vliv falešné korelace mezi investicemi a produktivitou.

32 Je potřeba zdůraznit, že nárůst produktivity nelze zaměňovat s nárůstem ziskovosti. Dosažené výsledky je tak třeba interpretovat výhradně jako signál budoucího zvýšení produktivity.

nahromaděných v průběhu předchozího období. To se děje v situaci vysokého využití výrobních kapacit a nadále silné poptávky.

Čistý vývoz meziročně poklesl, a to vlivem výraznějšího zpomalení růstu vývozu oproti dovozu (Graf III.2.7). Na zvolnění dynamiky celkového obratu zahraničního obchodu v první polovině letošního roku mělo dominantní vliv zpomalení zahraniční poptávky. To se projevilo zejména v nižším vývozu dopravních prostředků. Působilo i předchozí posílení kurzu koruny a kapacitní omezení na straně podniků. Vzhledem k vysoké dovozní náročnosti vývozu došlo také k mírnému zpomalení dovozu, který byl na druhou stranu podporován silnou domácí poptávkou.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Růst hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2018 znatelně oslabil, a to zejména ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.2.8). Jeho příspěvek se snížil potřeby v řadě, což pravděpodobně souvisí s pozorovaným zvolněním růstu zahraniční poptávky. Nezanedbatelnou roli hraje rovněž vysoká srovnávací základna z minulého roku. Ke zpomalení tempa růstu přidané hodnoty došlo také v odvětví obchodu a v tržních službách, příspěvek ostatních odvětví byl stabilní.

Tržby rostly ve druhém čtvrtletí téměř ve všech odvětvích sektoru služeb i v průmyslu. K nejvýraznějšímu nárůstu došlo v segmentu dopravy a skladování, dařilo se také sektoru informačních a komunikačních činností. Oproti minulému čtvrtletí kladně přispěl i zpracovatelský průmysl. K meziročnímu poklesu tržeb naopak došlo u činností v oblasti nemovitostí.

Růst průmyslové produkce ve druhém čtvrtletí zpomalil na 2,2 % (Graf III.2.9). I přesto, že se dynamika ve zpracovatelském segmentu snížila, zůstává nejvýznamnějším tahounem celkového růstu průmyslové produkce. Odvětví těžby a dobývání stagnovalo a energetický sektor mírně poklesl. Útlum růstu ve zpracovatelském odvětví byl do značné míry způsoben vysokou srovnávací základnou předchozího roku, která bude tláčit na nižší růst i v příštím období, což částečně potvrzují srpnová data. Rostoucí počet nových zakázek v červenci a srpnu však naznačuje relativně příznivé vyhlídky tohoto segmentu ekonomiky.

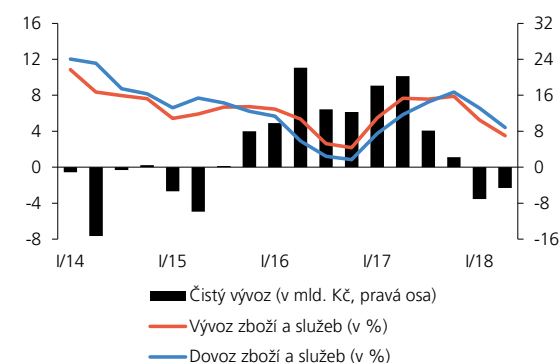
Nedostatek zaměstnanců je i nadále nejvýznamnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků (Graf III.2.10). Druhým, i když v čase se snižujícím omezením zůstává nedostatečná poptávka. Podle říjnového konjunkturálního průzkumu se zároveň dále zvýšil podíl podniků, jež čelí nedostatku materiálu. Využití výrobních kapacit v průmyslu setrvává kolem 85 %.

Růst stavební produkce ve druhém čtvrtletí mírně zpomalil, přesto zůstává svižný (Graf III.2.9). Zvolnění růstu v pozemním stavitelství bylo do určité míry kompenzováno nárůstem dynamiky v inženýrském stavitelství, které pravděpodobně těžilo z finančních prostředků čerpaných z fondů EU. Pozitivní kondici stavební produkce nahrává

GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

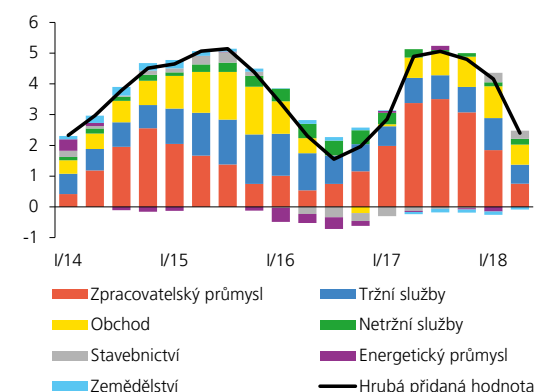
Dynamika vývozu setrvala pod dynamikou dovozu, čistý vývoz pokračoval v meziročním poklesu
(meziroční změny v % a mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Růst hrubé přidané hodnoty dále zpomalil, k čemuž nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)

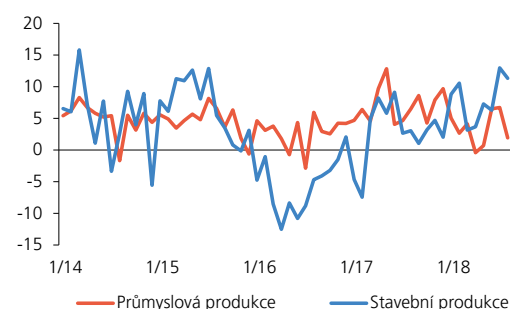


Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Meziroční růst průmyslové produkce zpomalil, zatímco stavební produkce pokračuje ve svižném růstu
(meziroční změny v %)

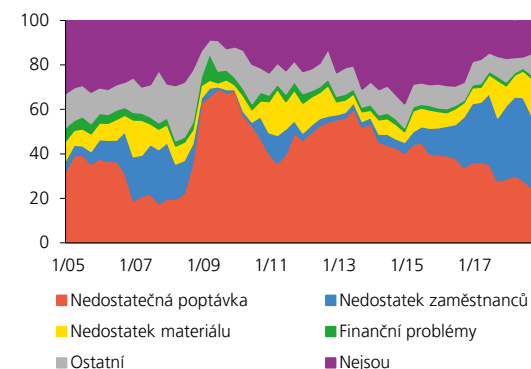


GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Hlavní bariérou průmyslové produkce je stále nedostatek zaměstnanců

(v %)



rostoucí hodnota zakázek, která se zvýšila o bezmála 26 %. Podle posledních měsíčních dat růst ve stavebnictví zřetelně zrychlil.

Podnikatelský sentiment se drží na vysoké úrovni. Pokles důvěry podnikatelů zaznamenaný v průmyslu byl zhruba kompenzován nárůstem důvěry ve stavebnictví. V odvětví obchodu a služeb zůstává podnikatelský sentiment stabilní.

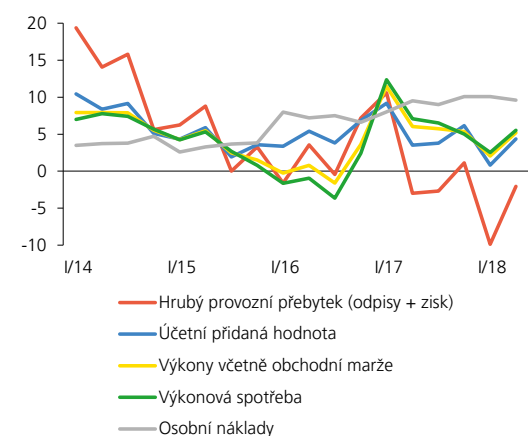
Růst výkonů se téměř navrátil k hodnotám z konce předchozího roku, což zmírnilo pokles hrubého provozního přebytku. Nejvýraznější příspěvky k růstu výkonů nefinančních podniků byly zaznamenány ve zpracovatelském průmyslu a v segmentu informačních a komunikačních činností. I díky tomu zrychlil růst účetní přidané hodnoty na 4,4 %. Nadále však platí, že vzhledem k přehřátému trhu práce a rostoucím cenám energetických komodit výrazně rostou jak mzdové, tak materiálové náklady. Hrubý provozní přebytek tedy nadále klesal, i když zřetelně pomaleji než v předchozím čtvrtletí (Graf III.2.11).

GRAF III.2.11

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Rostoucí dynamika výkonů přispěla ke zmírnění poklesu hrubého provozního přebytku nefinančních podniků

(meziroční změny v %)



III.3 TRH PRÁCE

Souhrnný indikátor trhu práce nadále dokumentuje jeho celkově napjatou situaci, i když některé ukazatele již naznačují přiblížení se k vrcholu aktuálního cyklu. Pokračující ekonomický růst vedl ve druhém čtvrtletí 2018 k dalšímu zvýšení zaměstnanosti a již jen nepatrnému snížení 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 zvýšením minimální mzdy v posledních letech. Dynamika průměrné mzdy v tržních odvětvích ve druhém čtvrtletí dosáhla 8 %, v mezičtvrtletním pohledu se ale její růst zmírnil. V netržních odvětvích se mzdy zvyšovaly stále dvouciferným tempem. Růst národohospodářské produktivity práce ve druhém čtvrtletí letošního roku dále zvolnil, dynamika nominálních jednotkových mzdových nákladů tak zůstává vysoká.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pokračující růst ekonomické aktivity tlačí na zvyšování zaměstnanosti a přetrvávající napětí na trhu práce (Graf III.3.1). Přes nedostatek volné pracovní síly zůstal růst zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2018 svižný (1,8 %; Graf III.3.2). Přispěl k němu zejména růst počtu zaměstnanců, který byl nepatrně podpořen také zvyšujícím se počtem podnikatelů. Z pohledu věkové struktury se na zvýšení zaměstnanosti podílela především věková skupina 45–59 let. Stejně jako v předchozích čtvrtletích byl nárůst výrazně tažen zaměstnanci s vysokoškolským vzděláním, kteří tvořili přibližně 60 % z meziročního přírůstku. Ke zvýšení celkové zaměstnanosti přispěly zhruba stejnou měrou nárůst pracovní síly a snížení počtu nezaměstnaných. Potenciální rezerva pracovních sil, tvořená osobami, které aktivně práci nehledají³³, ale jsou ochotny pracovat, se dále snížila. Z hlediska odvětvové struktury se na zvýšení zaměstnanosti nadále podílel zejména sektor služeb. V tržních službách měla největší příspěvek odvětví obchodu, informačních a komunikačních činností a ubytování. Růst zaměstnanosti v netržních službách byl tažen odvětvími veřejné správy a vzdělávání. V průmyslu se zaměstnanost zvyšovala jen slabě vlivem jejího nepatrného poklesu ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu, který kompenzovaly nárůsty zaměstnanosti v odvětvích těžby a výroby elektřiny.

Dynamika přepočteného počtu zaměstnanců mírně zpomalila, za čímž stál pokles průměrného úvazku na zaměstnance (Graf III.3.3). Nové úvazky byly totiž z významné části sjednávány na kratší pracovní dobu. Na růstu přepočteného počtu zaměstnanců se podílel zhruba z jedné čtvrtiny prodlužující se úvazek v průmyslu. Zbývající část nárůstu šla na vrub sektoru služeb, kde došlo k výraznému zvýšení počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrného úvazku. V tržních službách

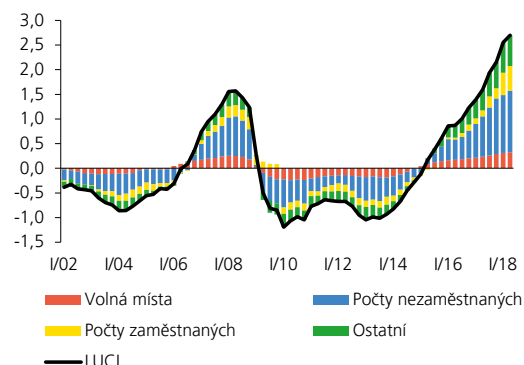
³³ Tyto osoby nejsou tedy z pohledu metodiky ILO označeny jako nezaměstnané. Jejich počet ve druhém čtvrtletí meziročně poklesl o zhruba 12 tisíc na 108 tisíc.

GRAF III.3.1

LUCI – SOUHRNNÝ INDIKÁTOR TRHU PRÁCE

Současné napětí na trhu práce výrazně překonává vrchol předchozího cyklu

(směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru)



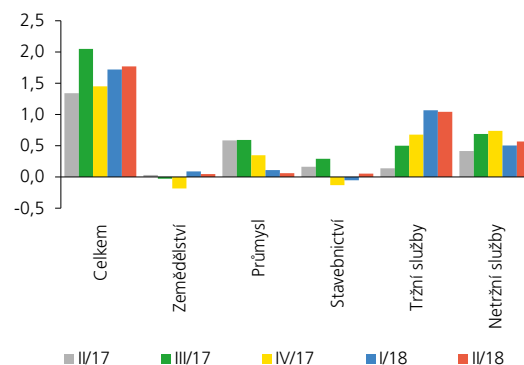
Poznámka: Příspěvky jsou výsledkem agregace příspěvků jednotlivých časových řad v rámci daných skupin.

GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

K výraznému růstu zaměstnanosti přispěl téměř výhradně sektor služeb

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

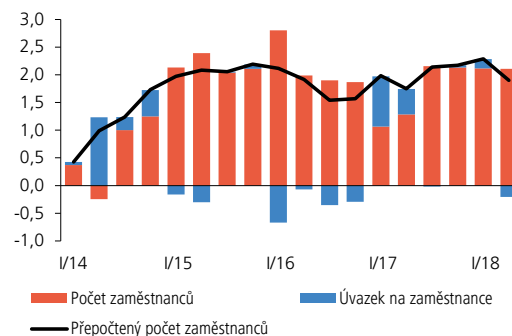


GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Zvyšování počtu zaměstnanců doprovázel pokles průměrné délky úvazku

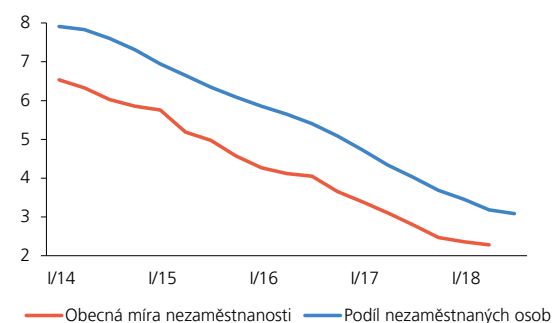
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

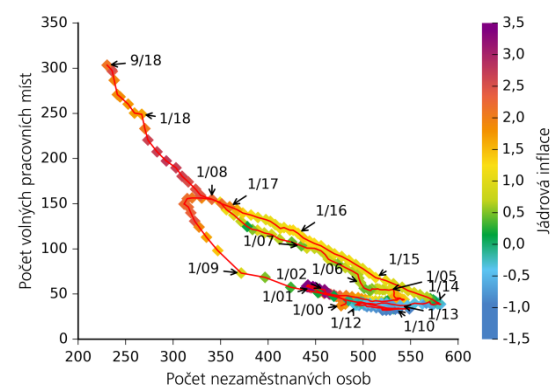
Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob překonávají svá historická minima, snižují se však již jen slabě (v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

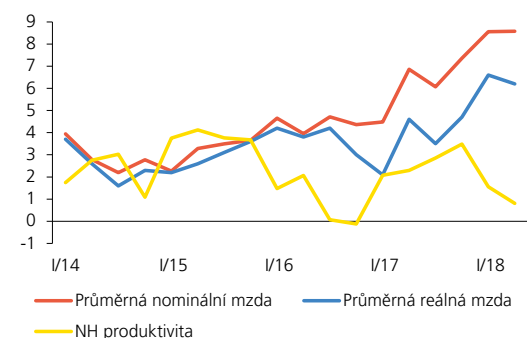
Počet volných pracovních míst dosahuje rekordně vysokých hodnot a překonává počet nezaměstnaných, ve srovnání s předchozím vývojem ale dochází již jen k malým změnám (počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst produktivity práce v dosavadním průběhu letošního roku znatelně zaostává za dynamikou reálných mezd (meziroční změny v %)



se přitom na nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců podílel zejména obchod, zatímco v netržních službách vzdělávání.

Podíl nezaměstnaných osob i obecná míra nezaměstnanosti klesají již jen velmi mírně (Graf III.3.4). Při dosažení historického minima tak zůstává obecná míra nezaměstnanosti nejnižší ze všech zemí EU.³⁴ Za tímto vývojem stojí zejména pokračující pokles počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se na snížení počtu nezaměstnaných podílel z více než poloviny. Napětí na trhu práce je částečně tlumeno mírně se zvyšujícím počtem ekonomicky aktivních obyvatel, což posunulo míru ekonomické aktivity v srpnu na nové historické maximum ve výši 77,3 %. Sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob dle informací z Úřadu práce v září dále nepatrně poklesl na 3 %. Tento vývoj i nadále odráží snižující se počet dosažitelných uchazečů o zaměstnání (zejména ve skupině nezaměstnaných jeden rok a déle) při mírném poklesu populace ve věkové skupině 15–64 let.

Volných pracovních míst je v současnosti zřetelně více než nezaměstnaných osob. Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce ČR dosáhl v září 316 tisíc, z čehož výraznou část nabízel odvětví zpracovatelského průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance byl také v odvětví obchodu a stavebnictví. Téměř 60 % volných míst bylo v srpnu určeno pro zaměstnance se základním vzděláním, další šestina pro středoškoláky s vyučným listem. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) je aktuálně historicky nejvyšší poměr počtu volných pracovních míst a nezaměstnaných (a to navíc při nejvyšší úrovni zaměstnanosti a pracovní síly). To se projevuje ve výrazném mzdovém růstu, což přispělo k udržení zřetelně kladné jádrové inflace, která je ve srovnání s vrcholem předchozího cyklu v roce 2008 na obdobné úrovni.

III.3.2 Mzdy a produktivita

Meziroční mzdový růst se ve druhém čtvrtletí udržel na vysoké úrovni. Výrazný nárůst výdělků přitom zaznamenala jak tržní, tak netržní odvětví. K rychlému růstu mezd přispělo mimo jiné také navýšení minimální mzdy z 11 000 Kč na 12 200 Kč od začátku roku 2018. V tržních odvětvích se nominální mzdy meziročně zvýšily o 8 % (i když v mezičtvrtletním pohledu jejich růst již zvolnil). K tomu přispělo zrychlení mzdového růstu ve většině odvětví, přičemž nejrychleji se zvyšovaly mzdy v těžbě a dobývání a zpracovatelském průmyslu. Ještě vyšší dynamiku (přes 11 %) zaznamenala netržní odvětví. V nich nejrychleji rostly mzdy v kultuře. Jen lehce nižšího tempa dosáhly mzdy ve vzdělávání a ve veřejné správě a obraně. Mediánová mzda se ve druhém čtvrtletí 2018 zvýšila meziročně o 9,4 %, tedy více než průměrná mzda za celou ekonomiku (8,6 %). Po jednorázovém přerušení v prvním čtvrtletí tak pokračovalo snižování mzdové diferenciace.

³⁴ Dle měsíčních ukazatelů za srpen se míra nezaměstnanosti zvýšila na 2,7 %, pravděpodobně se však jedná o krátkodobý výkyv.

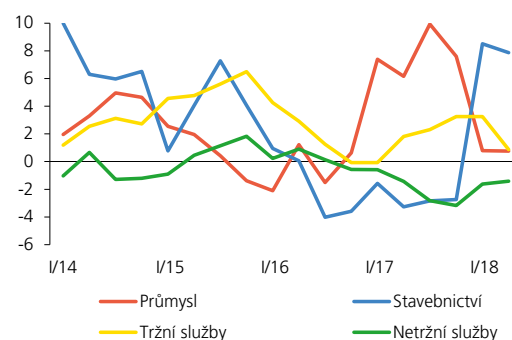
Růst produktivity práce se dále snížil zejména v důsledku zvolnění růstu ekonomické aktivity. Národohospodářská produktivita práce se ve druhém čtvrtletí zvýšila pouze o 0,8 % (Graf III.3.6). V rámci jednotlivých odvětví se však vyvíjela různorodě (Graf III.3.7). V tržních službách její růst výrazně oslabil vlivem současně vyššího růstu zaměstnanosti a zvolnění dynamiky HPH. Ve stavebnictví, průmyslu a netržních službách se dynamika produktivity práce oproti prvnímu čtvrtletí příliš nezměnila. Ve stavebnictví nadále silně rostla, v průmyslu a tržních službách byla utlumená a v mírném poklesu zůstala u netržních služeb.

Vzhledem ke zmírnění růstu HDP došlo při stabilním příspěvku objemu mezd a platů k dalšímu lehkému zvýšení dynamiky NJMN. Ty meziročně vzrostly o 7,3 % (Graf III.3.8). S výjimkou netržních služeb došlo ke zrychlení jejich dynamiky ve všech hlavních odvětvích ekonomiky. Právě v netržních službách však mzdové náklady na jednotku výroby rostly nejrychleji (o téměř 12 %). V ostatních odvětvích byla dynamika NJMN výrazně nižší. V průmyslu a tržních službách se NJMN zvýšily zhruba o 6 %. Naopak ve stavebnictví došlo díky výraznému zvýšení produktivity k jejich meziroční stagnaci.

GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

Produktivita práce ve stavebnictví dále svižně rostla, v průmyslu a tržních službách byl její vývoj utlumený, v netržních službách produktivita nadále klesala
(meziroční změny v %)

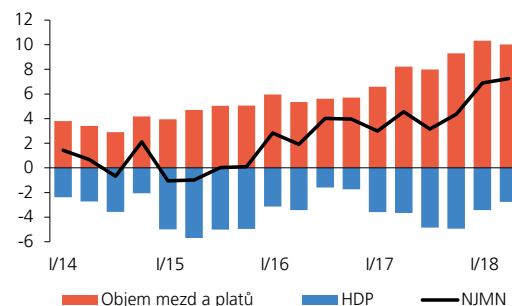


GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Zpomalení dynamiky ekonomické aktivity přispělo k mírnému zrychlení růstu NJMN

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB počátkem srpna, na konci září a na začátku listopadu 2018 představovalo další kroky při jejich postupném návratu k dlouhodobě neutrálnímu nastavení. Na nárůst dvoutýdenní repo sazby reagovaly úrokové sazby na finančním trhu a pozvolna také některé klientské úrokové sazby. Kurz koruny v průběhu třetího čtvrtletí nejprve posiloval, poté opět oslabil. Dynamika úvěrů soukromému sektoru se lehce zvýšila, a to v důsledku mírného zrychlení růstu úvěrů nefinančním podnikům při setrvalém výrazném zvyšování úvěrů domácnostem. Růst peněžního agregátu M3 se stabilizoval v blízkosti úvěrové dynamiky.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

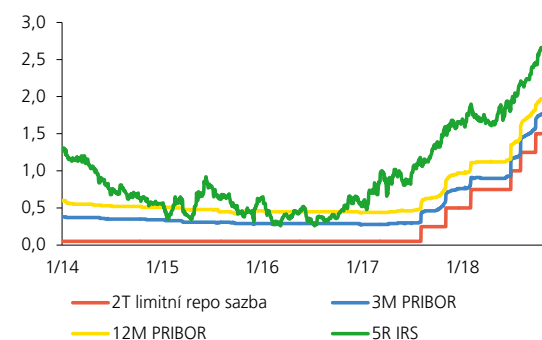
Bankovní rada ČNB na svém srpnovém, zářijovém i listopadovém zasedání zvýšila měnověpolitické úrokové sazby.³⁵ Poslední rozhodnutí znamenalo sedmé zvýšení sazeb od ukončení kurzového závazku ČNB počátkem dubna 2017. Pokračuje tak postupný posun nominálních úrokových sazeb k jejich dlouhodobě neutrálnímu nastavení.

Úrokové sazby na peněžním trhu reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB dalším nárůstem (Graf III.4.1). Sazba 3M PRIBOR ve třetím čtvrtletí 2018 dosáhla v průměru 1,4 % a od začátku listopadu se ustálila těsně pod 2 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se tak nadále udržovala okolo úrovně 0,2 procentního bodu. Také sazby FRA se posouvaly na vyšší hladinu. Trh reagoval na silná data z domácí ekonomiky (růst mezd, maloobchodní tržby, průmysl, stavebnictví, nové zakázky) a komentáře několika členů bankovní rady, podle kterých proces normalizace úrokových sazeb ČNB bude pokračovat. Výhled sazeb FRA z konce října naznačoval očekávání plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku.

GRAF III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

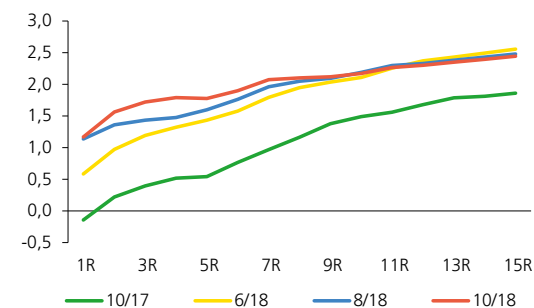
Úrokové sazby na finančním trhu reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB a vzrostly ve všech splatnostech (v %)



GRAF III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se ve své kratší a střední části posunula na vyšší hladinu, čímž se zploštila (v %)



Zvyšování základních sazeb ČNB je určující také pro vývoj domácích úrokových sazeb IRS a výnosů státních dluhopisů. Podstatně méně se do tuzemských sazeb promítaly zahraniční faktory, k nimž patřily obavy z překážek v mezinárodním obchodu, situace v Itálii, oslabení a následná stabilizace turecké liry a některých dalších měn rozvíjejících se trhů. Celkově se od začátku července 2018 domácí úrokové sazby IRS zvýšily až o 0,7 procentního bodu (Graf III.4.1), v USA i v eurozóně byl rozsah nárůstu sazeb podstatně nižší. Také výnosy domácích státních dluhopisů se posunuly výše, a to především v nejkratších splatnostech (Graf III.4.2).

Na primárním trhu se český stát v poslední době financoval téměř výhradně prostřednictvím dluhopisů s delší splatností. Na počátku

35 S účinností od 2. listopadu 2018 byla limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 1,75 %, lombardní sazba na 2,75 % a diskontní sazba na 0,75 %.

tohoto roku byly vydávány emise krátkodobých pokladničních poukázek ve velkých objemech mimo jiné s cílem zhodnotit získané prostředky na peněžním trhu. Odpovídající sazby PRIBOR se totiž v té době pohybovaly znatelně výše, než byly úrokové náklady z emitovaných pokladničních poukázek v primárních aukcích. Relativní výhodnost pokladničních poukázek se však oproti dřívějšímu snížila a ministerstvo financí již tímto způsobem nepostupuje.³⁶ Důvodem nižší emise je i menší potřeba finančních zdrojů vzhledem k dosavadnímu přebytkovému hospodaření státního rozpočtu. Podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů ke konci září činil dle údajů MF ČR 39,9 %, v absolutním objemu 568 mld. Kč. Celkový objem korunových aktiv nerezidentů v ČR (včetně krátkodobých vkladů u bank) tak zůstává vysoký, přestože se od ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 snížil. Současně zřejmě dochází ke změně struktury investorů; krátkodobé spekulativní pozice z období kurzového závazku jsou nahrazovány pozicemi s delším investičním horizontem.

Úroková sazba z úvěrů na bydlení se slabě zvýšila. Sazba z nových hypoték dosáhla v srpnu 2,5 % a jen pozvolna naznačovala bankami avizované zvyšování sazeb. Oproti konci roku 2016, kdy úroková sazba z nových hypoték dosáhla svého minima, došlo k nárůstu sazby z hypoték o 0,7 procentního bodu (Tab. III.4.1). Ve srovnání s dlouhodobějšími sazbami finančního trhu se sazba z hypoték zvyšovala výrazně pomaleji. Úroková marže ovlivňující ziskovost bank zůstala u hypoték z historického pohledu nízká. V reakci na zářijové zvýšení měnověpolitických sazeb již banky avizovaly další růst úrokové sazby z hypoték. Podle aktuálních údajů Fincentrum Hypoindexu úroková sazba v září dále slabě vzrostla na 2,6 %. U sazby z úvěrů na spotřebu se její předchozí dlouhodobý pokles zastavil, což naznačuje obrát ve vývoji sazeb i v tomto segmentu úvěrového trhu.

Pokračoval růst úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům. V srpnu průměrná sazba dosáhla 2,8 %, což bylo oproti eurozóně o 1,3 procentního bodu výše (Graf III.4.3). Vzhledem k rychlému přenosu změn sazeb finančního trhu do sazeb z nových podnikových úvěrů se dále zvýšila i úroková sazba z celkového stavu úvěrů. Sazba ze stavu krátkodobých úvěrů vzrostla od srpna 2017 o 0,9 procentního bodu a z dlouhodobých úvěrů o 0,4 procentního bodu. Úroková marže se u podnikových úvěrů dále mírně zvýšila. Reálné úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení jsou lehce nad nulou.

Náklady financování bank vzrostly. Výnosová křivka finančního trhu se v porovnání s polovinou loňského roku nachází značně výše. Zvýšila se i úroková sazba z nových vkladů s dohodnutou splatností, zatímco sazba z jednodenních vkladů na běžných účtech, které tvoří 81 % z celkových vkladů domácností, zůstává v blízkosti nuly. Úrokové sazby z celkových

TAB. III.4.1

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ A VKLADŮ

Růst měnověpolitické sazby se promítá skrze tržní sazby zatím nejvýrazněji do úrokových sazeb z úvěrů podnikům
(úroková sazba v srpnu 2018 v %, změna od procentních bodů)

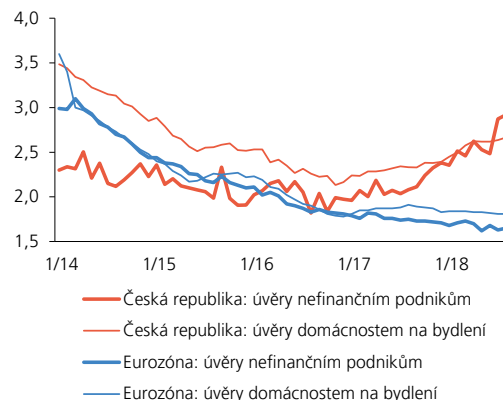
	Úroková sazba	Změna od	
		listopadu 2016	srpna 2017
DOMÁCNOSTI			
Hypoteční úvěry	2,5	0,6	0,4
Hypoteční úvěry s fixací sazby 1-5 let	2,5	0,5	0,4
Hypoteční úvěry s fixací sazby 5-10 let	2,5	0,7	0,4
Čisté nové hypoteční úvěry	2,5	0,7	0,5
Refinancované hypoteční úvěry	2,5	0,7	0,5
Spotřebitelské úvěry	8,5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

GRAF III.4.3

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Rozdíly mezi clientskými úrokovými sazbami v ČR a v eurozóně dále narůstají

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

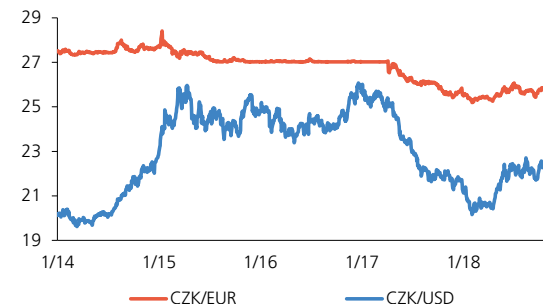


36 V první polovině roku 2018 byly emitovány státní pokladniční poukázky v objemu 170 mld. Kč a státní dluhopisy se splatností nad 1R v objemu 173 mld. Kč. Od července 2018 emitované objemy dosáhly 5 mld. Kč, resp. 72 mld. Kč.

GRAF III.4.4

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

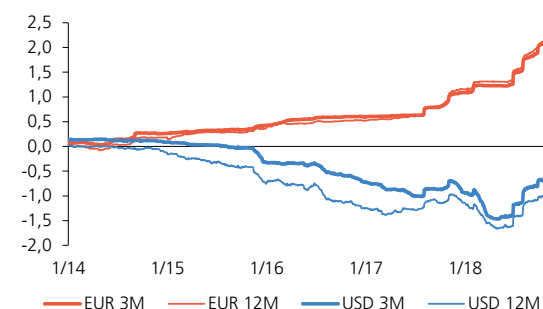
Koruna ve třetím čtvrtletí lehce posilovala oproti euru i americkému dolaru, poté opět oslabila



GRAF III.4.5

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

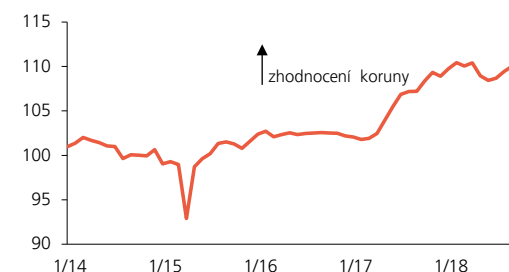
Úrokový diferenciál koruny vůči euru vlivem pokračujícího zvyšování sazeb ČNB vzrostl, záporný diferenciál vůči dolaru se v obdobné výši zúžil, když reagoval pouze na kroky ČNB (v procentních bodech)



GRAF III.4.6

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

V efektivním vyjádření kurz koruny během třetího čtvrtletí zřetelně posílil, na čemž mělo podíl především výrazné posílení vůči renminbi a rublu i mírné zhodnocení k euru (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.

vkladů jsou tak nadále velmi nízké, přičemž u domácností činí 0,3 % a u nefinančních podniků 0,1 %.

III.4.2 Měnový kurz

Po většinu třetího čtvrtletí koruna vůči euru posilovala, poté přišlo její oslabení. Z hodnot nepatrně nad 26 CZK/EUR, jichž kurz dosáhl na počátku července, koruna postupně posílila až na 25,4 CZK/EUR ve druhé polovině září (Graf III.4.4). K viditelnému posilování přitom docházelo ve druhé polovině července a poté i v polovině září v souvislosti se změnami očekávání ohledně rychlosti dalšího zvyšování základních úrokových sazeb ČNB. Proti posilování koruny nicméně po celé období působily globální faktory, především zhoršující se sentiment finančních trhů vůči měnám rozvíjejících se trhů. Tento negativní sentiment v poslední zářijové dekádě převládl a koruna oslabila na 25,8 CZK/EUR. Kolem této hodnoty se poté kurz pohyboval i v první polovině října. Průměrná hodnota kurzu za třetí čtvrtletí činila 25,7 CZK/EUR, což odpovídá meziročnímu zhodnocení o 1,4 %.

Vývoj kurzu koruny vůči dolaru nevykazoval od konce června zjevný směr, spíše zvýšenou volatilitu (Graf III.4.4). Průměrná hodnota kurzu ve třetím čtvrtletí přitom činila 22,1 CZK/USD, což je jen nepatrně silnější úroveň než ve stejném období loňského roku. Na přelomu září a října pak koruna vůči dolaru oslabila až na hodnotu 22,6 CZK/USD, do poloviny října však kurz zaznamenal částečnou korekci.

Zvyšování sazeb ČNB vede k růstu krátkodobého úrokového diferenciálu k euru a zužování záporného rozpětí vůči dolaru. Rozdíl mezi korunovými a eurovými tříměsíčními sazbami peněžního trhu se v reakci zvyšování měnověpolitických sazeb ČNB rozšířil v průběhu třetího čtvrtletí na 2 procentní body (Graf III.4.5). Růst tříměsíční mezibankovní korunové sazby se promítl rovněž do vývoje krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči dolaru. Ten se ve stejném období posunul vzhůru taktéž o půl procentního bodu. Tříměsíční dolarová sazba totiž vzrostla navzdory zářijovému zvýšení amerických základních úrokových sazeb jen nepatrně. Hodnota krátkodobého úrokového rozpětí koruny vůči dolaru se tak nachází v polovině října na úrovni -0,7 procentního bodu.

V efektivním vyjádření koruna rovněž posílila, přičemž výrazně zhodnotila především vůči měnám rozvíjejících se trhů (Graf III.4.6). Vůči ruskému rublu a čínskému renminbi přesáhla míra zhodnocení za třetí čtvrtletí 5 %. Koruna nicméně posílila i v daném období i vůči všem dalším měnám koše NEER s výjimkou švýcarského franku. Meziroční zhodnocení nominálního efektivního kurzu koruny činilo v září 2,6 %. Nejvýznamnějším faktorem zůstává meziroční posílení koruny vůči euru (což je dáno jeho vahou v indexu), následované výrazným zpevněním vůči ruskému rublu (téměř o 15 %).

III.4.3 Úvěry

Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru se v posledním období lehce zvýšila a v srpnu dosáhla 6,5 %. Na tomto zvýšení se v posledních třech měsících podílel mírně zrychlený růst úvěrů nefinančním podnikům při stabilně svižném růstu úvěrů na bydlení a zvyšující se dynamice spotřebitelských úvěrů (Graf III.4.7). Růst úvěrů je podporován stále relativně nízkou hladinou úrokových sazeb a růstem ekonomiky. Dle [Šetření úvěrových podmínek bank](#) však došlo na straně nabídky k dalšímu zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení vlivem zvýšení požadavků na bonitu klientů a růstu nákladů financování bank. Standardy u úvěrů nefinančním podnikům zůstaly nezměněny (Graf III.4.8). Ve čtvrtém čtvrtletí banky očekávají pokles poptávky po úvěrech na bydlení, její stabilitu u úvěrů na spotřebu a zvýšení u nefinančních podniků.

Přetrvává vysoká dynamika úvěrů na bydlení (Graf III.4.7). Ta byla ovlivněna zvýšením poptávky před říjnovou účinností změn v doporučeních ČNB stanovujících limity DTI a DSTI. Zájem domácností o úvěry byl přitom zatím jen lehce tlumen pozvolně rostoucí hladinou úrokových sazeb z hypoték. Dynamika úvěrů na bydlení tak v srpnu setrvala na úrovni 8,4 %, což se promítlo i do stabilní dynamiky celkových úvěrů domácnostem (Graf III.4.9).

Spotřebitelské úvěry poměrně svižně rostou. Na poptávku domácností po úvěrech v tomto segmentu již delší dobu příznivě působí růst spotřeby, převažující optimismus a předchozí snižování úrokových sazeb u těchto úvěrů. Trh se spotřebitelskými úvěry se v letošním roce vyznačuje poskytováním nových úvěrů, zatímco loni dominovala konsolidace úvěrů z minulosti.

Celková 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 %. Finanční závazky domácností nicméně rostou dlouhodobě pomaleji než finanční aktiva (viz BOX 3).

BOX 3 Čisté jmění a vývoj příjmů, úspor a dluhu domácností

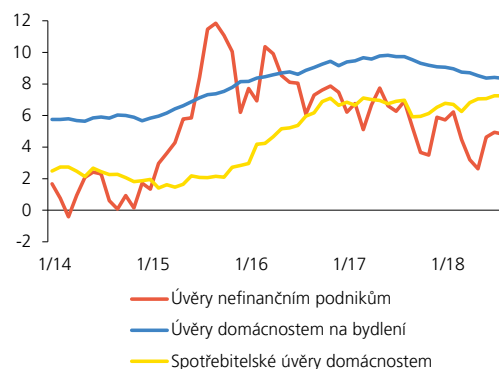
Růst příjmů domácností se promítá do zvyšování spotřeby i zadluženosti a je doprovázen snížením míry hrubých úspor. Ta od roku 2016 poklesla zřejmě vlivem optimistických očekávání plynoucích z vývoje na trhu práce a nízké hladiny úrokových sazeb. Tento box analyzuje čisté jmění domácností a vývoj příjmů, úspor a dluhu dle jednotlivých příjmových skupin.

Čisté jmění domácností se zvýšilo zejména vlivem růstu finančních aktiv. V podmínkách růstu cen nemovitostí se zvýšily i investice do

GRAF III.4.7

ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

Dynamika podnikových úvěrů aktuálně mírně zrychlila a byla doprovázena stabilním růstem úvěrů na bydlení a zrychlujícím růstem úvěrů na spotřebu domácností
(roční míry růstu v %)

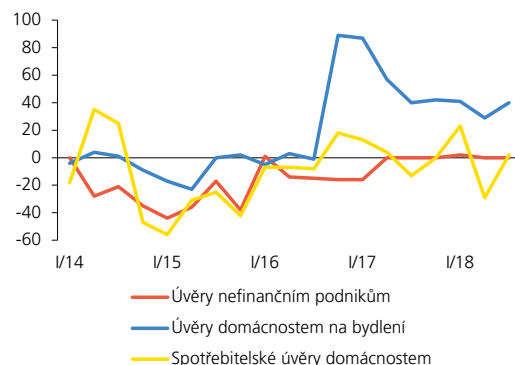


GRAF III.4.8

ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

Zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení pokračuje, zatímco u podnikových úvěrů zůstávají standardy nezměněny

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

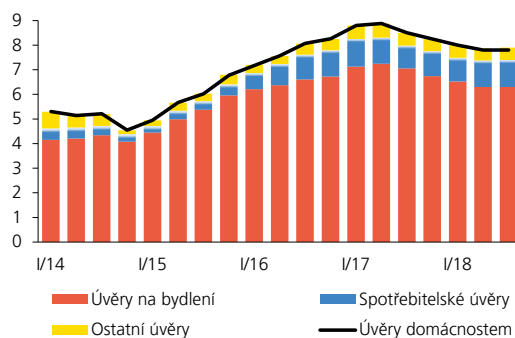


GRAF III.4.9

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Stabilita růstu úvěrů na bydlení se projevila i ve vývoji celkových úvěrů domácnostem

(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za srpen 2018)

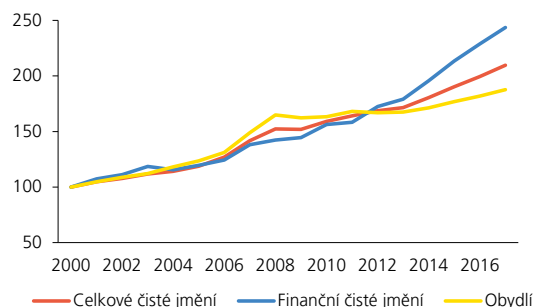


GRAF 1 (BOX)

ČISTÉ JMĚNÍ DOMÁCNOSTÍ

Čisté jmění domácností se v posledních letech zvýšilo

(index, rok 2000=100)

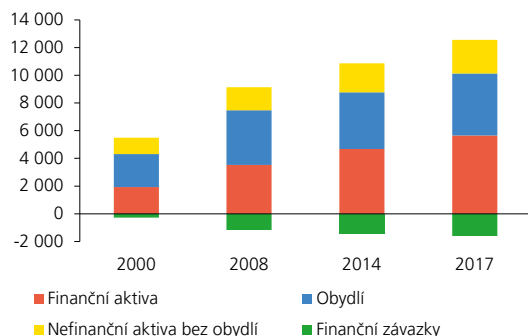


GRAF 2 (BOX)

STRUKTURA ČISTÉHO JMĚNÍ DOMÁCNOSTÍ

Finanční a nefinanční aktiva domácností výrazně převyšují finanční závazky

(objemy v mld. Kč)

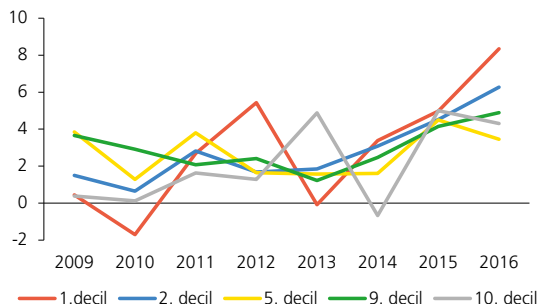


GRAF 3 (BOX)

ČISTÉ PENĚŽNÍ PŘÍJMY VYBRANÝCH PŘÍJMOVÝCH SKUPIN DOMÁCNOSTÍ

Příjmy domácností vzrostly napříč všemi příjmovými decily

(meziroční změny v %, v nominálním vyjádření)



obydli.³⁷ Bilance domácností je tak v souhrnu silnější než v minulosti (Graf 1). Čisté jmění, které je významné pro vyhlazování vývoje spotřeby v čase, vzrostlo za posledních deset let o 38 %. Tento vývoj byl až do roku 2016 doprovázen pohybem míry hrubých úspor v blízkosti dlouhodobého průměru (okolo 12 %). Objem finančních a nefinančních aktiv je nadále znatelně vyšší než objem finančních závazků domácností (Graf 2). Finanční čisté jmění se za stejné období zvýšilo ještě výrazněji, a to o 71 %. K tomu významně přispíval růst likvidních vkladů a oběživa a v menší míře zvýšení podílů v investičních fondech, pojistných a penzijních rezerv a nákupy dlouhodobých dluhových cenných papírů. Obdobný vývoj finančního čistého jmění domácností je pozorován také v eurozóně, kde je však jeho poměr k anualizovanému příjmu značně vyšší než v ČR (dosahuje 243 %, oproti tuzemskému poměru 157 %).³⁸

Od závěru roku 2016 se začal rychlejší růst spotřeby oproti příjmům promítat do snížení míry hrubých úspor. Míra investic domácností (9 %) se přitom dále zvyšovala a byla doprovázena růstem zadluženosti. Růst finančního čistého jmění zpomalil, zejména v důsledku nižší dynamiky vkladů u bank. Z pohledu čtvrtletních transakcí byly domácnosti ve třetím čtvrtletí 2017 poprvé od roku 1999 krátkodobě v pozici čistých vypůjčovateli. Konjunkturální průzkum ČSÚ v roce 2018 však ukazuje, že domácnosti následně začaly vnímat očekávané zpomalení ekonomického růstu, zvýšila se jejich motivace spořit a míra hrubých úspor se lehce odrazila od svého dna (na 10 %). Optimismus domácností ohledně jejich finanční situace v horizontu následujících dvanácti měsíců nicméně přetrvává na historickém maximu.

Příjmy domácností vzrostly u všech příjmových skupin (Graf 3). Podle statistiky Příjmů a životních podmínek za rok 2017 rostly příjmy v předcházejícím roce nejrychleji v prvních dvou příjmových decilech, o něco pomaleji pak v posledních třech decilech.³⁹ Domácnosti vnímaly v roce 2017 svoji finanční situaci jako příznivější než v předchozím období. Podíl domácností, které neměly problém vyjít s příjmy, se zvýšil na 42 %. Toto zlepšení se týká domácností v prvním až sedmém decilu, zatímco vnímání domácností v nejvyšších příjmových decilech se zásadněji nezměnilo. Třetina domácností si nicméně i tak nemohla dovolit zaplatit neočekávaný běžný výdaj, u domácností s nejnižšími příjmy to bylo dokonce 65 %.

37 Dopad zvyšování hodnoty obydlí na rozhodování domácností o spotřebě a úsporách však není českými daty potvrzován, neboť vlastníci nemovitostí mají obvykle vyšší míru úspor a nižší míru spotřeby než domácnosti bydlící v nájmech, a to bez ohledu na směr změny cen nemovitostí (Working Paper ČNB 11/2017: House Price and Household Consumption: The Case of the Czech Republic, autoři Brůha, Hlaváček, Komárek).

38 Dle Eurostatu je poměr finančního čistého jmění domácností k příjmům v ČR v rámci středoevropského regionu jedním z vyšších (na Slovensku dosahuje 68 %, v Polsku 107 % a v Maďarsku 179 %).

39 Rozdělení domácností do příjmových decilů je uvedeno podle ročního příjmu na osobu.

Podíl domácností s úvěry na bydlení vzrostl u středněpříjmových a vysokopříjmových skupin (Graf 4). Zatímco v minulosti podíl domácností s úvěry na bydlení nejvýrazněji rostl u nejvyššího příjmového decilu, mezi lety 2013 a 2017 narůstal tento podíl i u většiny středněpříjmových a nízkopříjmových domácností.⁴⁰ Podíl domácností s úvěry na bydlení se v roce 2017 v souhrnu zvýšil na 18 %, u nejvyššího příjmového decilu dosáhl 24 %. Na přibližně 9 % naopak poklesl podíl domácností, které využívají úvěry na spotřebu, přičemž jeho snížení bylo patrné u všech příjmových skupin. Poměr celkové zadluženosti k ročním příjmům je nejvyšší u nízkopříjmových domácností (zhruba 50 %), u středněpříjmových a vysokopříjmových domácností se pohybuje okolo 35 %, resp. 46 %.

Míra peněžních úspor roste s výší příjmu (Graf 5). Nejvyšší úroveň míry úspor byla v roce 2017 zaznamenána v devátém a desátém příjmovém decilu, zatímco v ostatních příjmových decilech byla míra úspor značně nižší a pod úrovní souhrnné míry úspor. V roce 2016 se míra úspor začala u nejvyššího příjmového decilu a v některých nižších příjmových skupinách snižovat vlivem rychlejšího růstu spotřeby oproti příjmům. Ve srovnání s předkrizovým obdobím se však podíl spotřeby k příjmům snížil u všech příjmových skupin. Domácnostem tak zbyla o něco větší část jejich příjmů, a to i po uhrazení splátek úvěrů.

Tvar Lorenzovy křivky dokládá přetrvávající nerovnoměrnost v tvorbě peněžních úspor (Graf 6). Na domácnosti s vyššími než mediánovými příjmy připadalo v roce 2017 zhruba 76 % z celkových úspor. Giniho koeficient, měřící míru relativní nerovnosti, dosáhl u úspor 0,41.⁴¹ Nerovnoměrnost v rozložení příjmů se mírně snížila. Na domácnosti s vyššími než mediánovými příjmy připadá 67 % příjmů. Tomu odpovídal i vývoj Giniho koeficientu, který se snížil na 0,25.

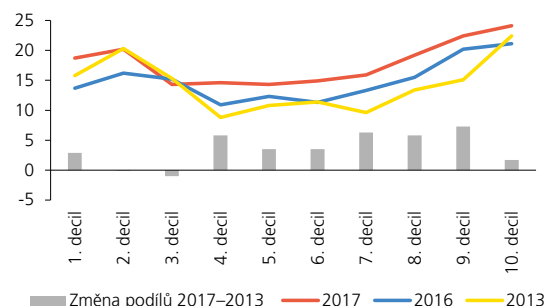
Celkově lze shrnout, že bilance domácností je silnější než v minulosti, rozdíly mezi příjmovými skupinami však přetrvávají. Finanční aktiva rostla výrazněji než závazky. Na úrovni příjmových skupin se podíl domácností s úvěry na bydlení zvýšil u většiny příjmových skupin. Míra peněžních úspor přitom zůstává rozložena značně nerovnoměrně.

GRAF 4 (BOX)

PODÍLY DOMÁCNOSTÍ S ÚVĚRY NA BYDLENÍ DLE PŘÍJMOVÝCH SKUPIN

Podíly domácností s úvěry na bydlení se zvýšily ve většině příjmových skupin

(podíly v %, změny podílů v procentních bodech)

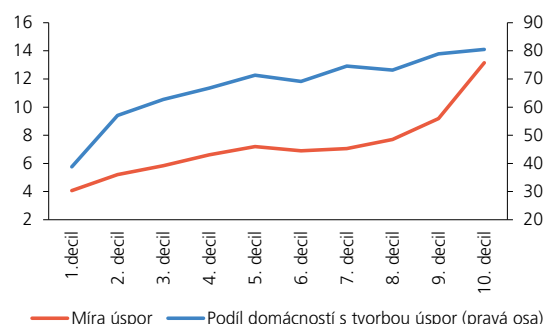


GRAF 5 (BOX)

MÍRA PENĚŽNÍCH ÚSPOR JEDNOTLIVÝCH PŘÍJMOVÝCH SKUPIN DOMÁCNOSTÍ

Míra peněžních úspor ve dvou nejvyšších příjmových decilech je výrazně vyšší než v ostatních příjmových skupinách domácností

(v %, rok 2017)

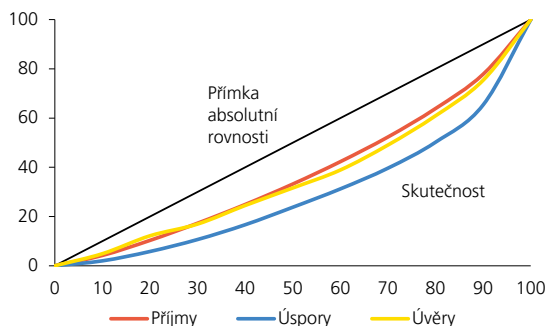


GRAF 6 (BOX)

LORENZOVA KŘIVKA

Nerovnoměrnost v rozdělení peněžních úspor byla vyšší oproti nerovnoměrnosti u příjmů a úvěrů

(v % na obou osách, rok 2017)



Poznámka: Osa x je procentní kumulativní podíl domácností podle příjmů a osa y je procentní kumulativní podíl domácností na příjmech, úsporách a úvěrech.

40 Poměrně vysoký podíl domácností s úvěry na bydlení v nízkých příjmových skupinách je ovlivněn rozdělením domácností do jednotlivých příjmových decilů podle ročního příjmu na osobu, kde významnou roli hraje počet členů domácností.

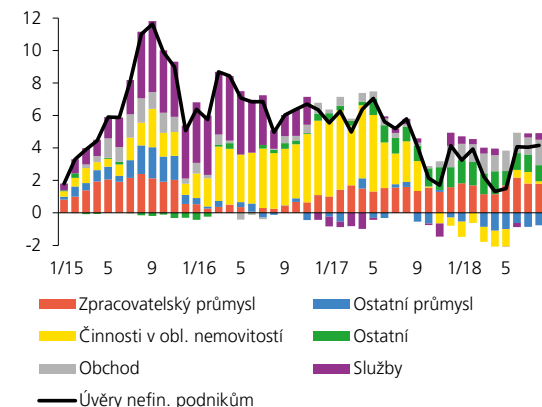
41 Giniho koeficient se pohybuje na hodnotách od 0 do 1, přičemž vyšší hodnota značí větší nerovnost a naopak.

GRAF III.4.10

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Při stabilním příspěvku úvěrů zpracovatelskému průmyslu se v posledním období zvýšila dynamika úvěrů v odvětví obchodu a služeb

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



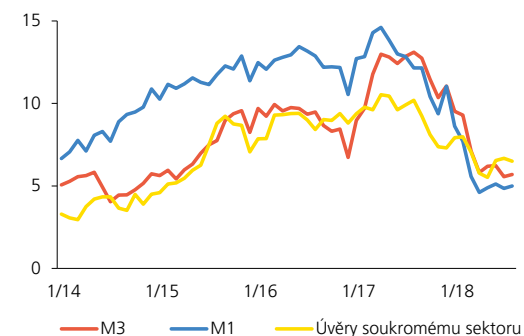
Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

GRAF III.4.11

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžních agregátů se po předchozí korekci stabilizoval poblíž dynamiky úvěrů

(roční míry růstu v %)



Růst úvěrů podnikům v posledních třech měsících mírně zrychlil.

V srpnu dosáhla roční míra růstu těchto úvěrů 4,8 %. Vzrostla dynamika úvěrů v odvětví obchodu a služeb při nadále svižném růstu úvěrů ve zpracovatelském průmyslu a stavebnictví (Graf III.4.10). Silná dynamika v odvětví nemovitostí pozorovaná v předchozích letech výrazně ochladla, objemy poskytnutých úvěrů však zůstávají poměrně vysoké. Rostla poptávka po dlouhodobých úvěrech podporovaná financováním fixních investic, restrukturalizací dluhů a zatím stále nízkou hladinou úrokových sazeb. Stav úvěrů v cizí měně zůstává – vlivem vývoje před koncem kurzového závazku – i nadále vysoký. Jejich růst navíc začal v podmínkách nižší úrokové sazby z eurových úvěrů oproti sazbě z korunových úvěrů opětovně zrychlovat. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových podnikových úvěrech se tak mírně zvýšil na 31 %.

Ve struktuře vnějšího financování podniků vzrostl podíl emitovaných dluhových cenných papírů.

Nejvýznamnějším zdrojem vnějšího financování podniků byly ve druhém čtvrtletí úvěry od domácích bank a v menší míře i úvěry ze zahraničí doprovázené emisí dluhových cenných papírů, která meziročně vzrostla o 15 %. Naopak obchodní úvěry, které podniky významně využívaly k financování v loňském roce, poklesly. Poměr dluhu podniků k HDP se pohyboval v blízkosti dlouhodobého průměru, ve vztahu k hrubému provoznímu přebytku se však zvýšil a byl doprovázen poklesem finančních aktiv podniků.

III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 setrval v průběhu třetího čtvrtletí

v blízkosti 6 % (Graf III.4.11). Dynamika M3 se po korekci vysokých hodnot zaznamenaných v období kolem ukončení kurzového závazku pohybuje na průměrné úrovni pozorované od roku 2009. K růstu M3 nadále nejvýrazněji přispívají vysoce likvidní jednodenní vklady zahrnuté v M1. V posledním období se však zvýšila dynamika vkladů s dohodnutou splatností do dvou let ovlivněná růstem úrokových sazeb v tomto segmentu. Z hlediska sektorové struktury mají nejvýznamnější příspěvek vklady domácností, jejichž tempo růstu se po předchozím zpomalení opět zvýšilo a v srpnu dosáhlo 8,4 %. Naopak meziroční růst vkladů nefinančních podniků v srpnu znatelně zpomalil na zhruba 1 %.

BoE	centrální banka UK	Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
BoJ	centrální banka Japonska	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
CF	Consensus Forecasts	IOFT	inflační očekávání finančního trhu
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	IRI	Institut regionálních informací
CZK, Kč	česká koruna	ISPV	informační systém o průměrném výděлку
ČEB	Česká exportní banka	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČSÚ	Český statistický úřad	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
DPH	daň z přidané hodnoty	M1, M3	peněžní agregát
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MFI	měnové finanční instituce
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	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	Hodrickův-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
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		

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.).

Efektivita práce: ovlivňuje množství produktu na jednotku práce. Z modelového hlediska se jedná o produktivitu výrobního faktoru práce v Cobb-Douglasově produkční funkci. Růst efektivity práce umožňuje dosažení vyššího reálného objemu

produkce při použití stejného množství výrobních faktorů; zvyšuje tedy nabídku a vyvolává tak pokles relativní ceny výstupu vůči cenám vstupů.

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

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

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

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

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

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

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

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), 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. zápůjční 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 také efektivita práce. 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 diferenciál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice 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	2020
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3958,4	4028,9	3999,6	3980,2	4088,2	4308,3	4409,9	4607,3	4750,2	4905,4	5067,2
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	3,1	3,3	3,3
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,5	4,4	3,6	3,5	3,2
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,5	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	2,7	2,3	2,3
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,2	1,8	-3,9	-5,1	8,5	13,0	-4,3	3,8	3,6	5,3	4,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-3,3	3,7	8,9	4,8	4,2
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,3	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,1	7,2	4,9	5,9	7,4
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,4	6,7	2,8	0,1	10,1	6,9	2,6	6,3	5,5	6,8	8,0
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,1	193,5	246,5	250,4	233,8	226,8	283,9	332,7	327,8	314,0	315,5
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	2,2	2,6	2,0
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	2,5	1,7
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	0,9	4,3	2,9	3,1	1,8	0,0	0,2	3,6	1,9	2,9	2,6
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,3	2,1
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	12,8	7,2	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,8	4,3	-2,1
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,2	2,5	2,0
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,5	2,0	2,4	2,0
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,1	2,5	1,2
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,3	4,8	-0,3
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	37,5	7,9	-5,1
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	7,0	8,2	6,9	5,6
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	4,4	6,0	4,4	3,5
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,7	0,8	0,5
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,2	3,8	6,5	4,1	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-6,2	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	4,3	-0,4	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,3	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	0,8	2,7	1,5	2,7	2,9
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,1	2,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	3,0	2,9
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	78,2	80,0	75,0	89,0
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,5	1,5	1,3	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	1749,5	1753,2	1734,1	1710,0
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	33,1	30,9	28,9
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	225,0	215,0	225,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	4,8	4,2	3,8	3,8
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	78,5	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	122,0	135,0	140,0	145,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	54,2	40,0	35,0	35,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,1	0,8	0,6	0,6
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	-80,0	-60,0	-60,0
Měnové kurzy												
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,6	20,9	19,9
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	24,7	24,2
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-4,5	-1,9	1,5	3,5	6,3	-1,2	-1,3	-3,4	-3,0	-4,1	-1,7
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,9	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,8	-1,6	-3,5	-1,4
Ceny zahraničního obchodu												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-0,3	1,1	-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	6,8	7,6	9,3
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,07	1,77	2,12
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,0	2,3

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2016				čtvrtletí roku 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019				čtvrtletí roku 2020			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1095,5	1099,2	1103,3	1112,0	1126,9	1153,4	1159,5	1167,4	1173,0	1181,5	1191,1	1204,5	1214,0	1219,9	1230,5	1241,0	1251,0	1261,5	1271,7	1283,0
3,6	2,4	1,7	1,8	2,9	4,9	5,1	5,0	4,1	2,4	2,7	3,2	3,5	3,2	3,3	3,0	3,1	3,4	3,3	3,4
3,8	3,5	3,6	3,3	3,7	4,8	4,6	4,5	4,4	3,5	3,4	3,3	3,5	3,5	3,6	3,6	3,2	3,2	3,2	3,1
2,5	3,2	2,6	2,5	1,8	1,3	0,8	1,2	3,5	2,8	2,2	2,3	1,3	1,7	3,0	3,1	2,5	2,5	2,2	2,0
1,1	-6,8	-6,1	-5,0	-3,4	2,1	7,6	9,3	7,4	2,4	0,8	4,1	3,0	7,6	6,7	4,1	7,0	4,7	4,2	3,9
1,5	-5,4	-4,4	-4,6	-1,5	6,0	5,2	5,4	10,3	7,8	8,3	9,4	5,8	5,1	4,6	3,8	4,4	4,4	4,0	3,8
6,5	5,4	2,6	2,2	5,5	7,7	7,6	7,9	5,3	3,5	5,6	5,4	5,4	5,7	6,2	6,4	6,6	7,6	7,7	7,9
5,7	2,9	1,2	0,8	3,7	5,8	7,2	8,4	6,6	4,4	5,5	5,7	4,9	7,2	7,8	7,5	8,2	8,0	7,9	7,9
65,9	69,1	71,2	77,8	84,0	89,4	79,3	80,0	76,9	84,8	85,0	81,2	86,3	75,7	75,7	76,3	76,4	77,4	79,1	82,6
3,2	6,1	0,8	3,5	8,4	4,3	5,5	7,8	1,9	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-6,8	-8,8	-6,2	-1,6	0,9	7,2	1,6	3,0	11,9	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,1	8,5	4,7	4,3	7,0	3,5	3,3	4,6	2,7	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,4	0,2	0,6	1,5	2,5	2,2	2,5	2,6	1,9	2,3	2,4	2,5	2,8	2,6	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
0,7	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,3	1,4	1,8	2,1	2,0	2,8	2,6	2,2	2,4	1,8	1,7	1,6	1,6
-0,4	-0,8	0,2	1,8	3,4	2,9	3,9	4,4	2,5	2,5	1,1	1,6	2,4	2,7	3,7	2,8	2,4	2,5	2,6	2,6
1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,5	1,7	1,9	2,3	2,3	2,6	2,4	2,0	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1
-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	5,0	12,4	11,3	10,9	5,8	2,1	-1,7	-2,0	-2,0	-2,4	-1,8
0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	2,1	2,3	2,4	2,8	2,6	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
1,4	1,1	1,3	1,2	0,7	1,0	1,7	2,4	2,6	2,3	1,3	2,0	1,9	2,5	2,8	2,2	2,3	2,2	2,1	1,7
-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	1,5	3,3	3,6	3,8	2,9	1,9	1,4	1,1	1,1	1,3	1,5
-3,2	-8,2	-7,0	-4,9	0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-3,4	-2,3	1,1	3,7	8,1	5,9	0,6	-1,0	-1,2	-0,2	1,4
1,2	1,1	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	2,0	2,3	2,8	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	11,0	20,8	22,9	47,6	45,8	36,1	23,3	9,5	6,6	-4,4	-4,8	-5,1	-5,2	-5,3
4,7	4,0	4,7	4,4	4,5	6,9	6,1	7,4	8,6	8,6	8,2	7,6	7,3	6,8	6,9	6,8	6,1	5,8	5,4	5,1
4,2	3,8	4,2	3,0	2,1	4,6	3,5	4,7	6,6	6,2	5,8	5,1	4,4	4,2	4,4	4,6	4,0	3,7	3,4	3,0
2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,3	2,2	2,1	2,1	2,1	1,4	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
2,8	1,9	4,0	4,0	3,0	4,6	3,1	4,4	6,9	7,3	6,6	5,2	4,2	4,0	3,9	4,1	3,4	2,7	2,4	2,0
6,4	3,1	5,4	2,5	-1,0	1,9	-2,8	-0,1	5,6	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	2,1	0,1	-0,1	2,1	2,3	2,9	3,5	1,6	0,8	1,7	2,1	2,8	2,6	2,8	2,6	2,6	3,0	2,9	3,0
4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,3	2,2	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9
6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,1	3,0	3,0	3,3	2,8	2,9	2,9	3,2	2,8	2,8	2,8
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
83,1	80,5	44,7	37,4	88,8	71,7	42,7	37,8	83,4	71,6	34,0	36,0	80,0	67,0	35,0	33,0	81,0	70,0	38,0	36,0
7,5	6,7	3,7	3,0	7,7	5,7	3,3	2,8	6,8	5,4	2,5	2,6	6,2	4,8	2,5	2,2	5,9	4,7	2,5	2,3
25,3	26,4	28,7	27,2	28,5	33,3	31,5	28,7	33,6	36,2	34,0	31,2	35,0	37,0	35,0	33,0	36,0	38,0	37,0	34,0
119,5	-10,0	-19,2	-16,1	97,5	-8,1	-34,5	-0,7	55,8	8,5	-30,0	5,7	96,0	-5,0	-49,0	-7,0	92,0	-7,0	-45,0	-5,0
10,8	-0,8	-1,6	-1,3	8,4	-0,6	-2,7	-0,1	4,5	0,6	-2,2	0,4	7,4	-0,4	-3,4	-0,5	6,7	-0,5	-3,0	-0,3
-1,8	-95,6	-63,0	-26,2	-62,7	-26,2	-12,1	-34,3	-9,6	-46,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	21,5	22,1	22,2	21,5	21,0	20,6	20,3	20,1	20,0	19,9	19,8
27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,7	25,7	25,1	24,7	24,5	24,4	24,3	24,2	24,2	24,2
-2,4	-1,5	-0,4	-0,7	-0,7	-2,6	-4,3	-6,0	-6,3	-3,8	-1,7	0,0	-1,8	-3,9	-5,2	-5,5	-3,3	-2,0	-1,0	-0,6
-1,5	0,0	1,1	1,0	0,4	-1,3	-2,6	-3,7	-4,4	-2,1	-0,6	0,6	-1,5	-3,3	-4,4	-4,9	-2,8	-1,6	-0,8	-0,3
-4,1	-4,3	-2,6	-1,3	2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-1,6	1,7	3,2	2,4	0,6	-0,9	-1,8	-1,0	-0,3	0,3	0,8
-5,7	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-2,3	2,8	4,9	4,9	2,3	-0,4	-2,3	-1,8	-1,0	-0,4	0,2
9,7	9,6	9,0	8,0	10,2	12,7	12,7	11,1	8,7	6,1	5,6	6,7	6,8	7,3	7,8	8,6	9,1	9,4	9,5	9,4
0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50	1,68	1,87	1,80	1,70	1,72	1,88	2,04	2,20	2,37
0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,4	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6

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)

