

ZPRÁVA O INFLACI / II

2019

ZPRÁVA O INFLACI / II

2019

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. května 2019 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 18. dubnu 2019. 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.



Vážený 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 získala začátkem roku 2017. 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

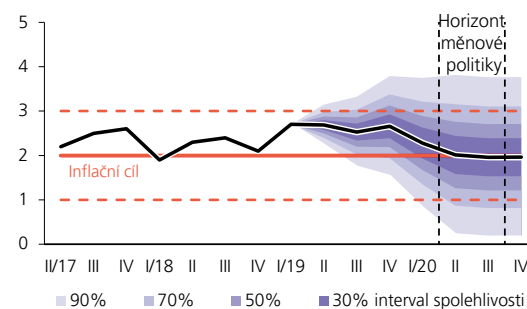
guvernér

PŘEDMLUVA	4
OBSAH	7
I. SHRNUTÍ	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	17
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	25
II.4.3 Alternativní scénář prognózy – model g3+	27
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	35
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	37
III.3 Trh práce	39
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	39
III.3.2 Mzdy a produktivita	40
III.4 Finanční a měnový vývoj	42
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	42
III.4.2 Měnový kurz	44
III.4.3 Úvěry	45
III.4.4 Peníze	46
SEZNAM ZKRATEK	47
GLOSÁŘ POJMŮ	48
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	52

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Inflace se bude letos nacházet v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží k 2% cíli ČNB
(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.

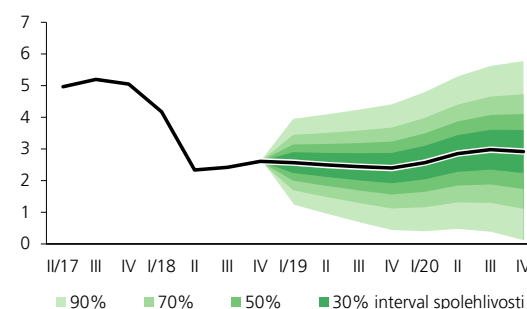
I. SHRUTÍ

Inflace se letos bude nacházet v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se vrátí k 2% cíli ČNB (Graf I.1). Na začátku letošního roku se inflace zvýšila (v březnu dosáhla 3 %). K růstu cen stále nejvíce přispívala jádrová inflace, která počátkem roku ještě dále vzrostla. V tom se odrážely přetrvávající fundamentální cenové tlaky. Významně se vedle toho projevilo také zrychlení růstu regulovaných cen a obnovení růstu cen potravin. Uvedené faktory budou udržovat inflaci na zvýšené úrovni i ve zbytku letošního roku. Celkové inflační tlaky nicméně již polevují především vlivem dočasného odeznění proinflačního působení dovozních cen. Také domácí inflační tlaky se přitom začínají zmírňovat, a to v souvislosti s postupně se snižující mzdovou dynamikou a zvolněným růstem ekonomické aktivity. V návaznosti na to se inflace začátkem příštího roku sníží, což bude podpořeno též odezněním aktuálně vysoké dynamiky regulovaných cen. K poklesu inflace k 2% cíli ČNB přispěje i další zpřísnění měnové politiky v kurzové i úrokové složce. Z hlediska struktury cenového vývoje dojde v nejbližším období k dalšímu zrychlení růstu regulovaných cen, a to vlivem zdražení elektřiny, zemního plynu a tepla. Také dynamika cen potravin se zvýší v návaznosti na nárůst cen potravinářských komodit. Naopak jádrová inflace se postupně sníží vlivem zmírnění celkových inflačních tlaků. Ceny pohonných hmot budou odrážet předpokládané snižování korunových cen ropy; ve druhé polovině letošního roku se proto začnou meziročně snižovat a v poklesu setrvají i po většinu příštího roku.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Česká ekonomika v letošním roce poroste stabilním tempem blízko 2,5 %, během příštího roku mírně zrychlí
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



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

Růst české ekonomiky po loňském zpomalení letos dosáhne 2,5 %, v příštím roce jeho tempo mírně zrychlí (Graf I.2). Růst HDP bude v letošním roce nadále tažen všemi složkami domácí poptávky. Solidní dynamika spotřeby domácností bude podpořena pokračujícím, byť postupně zvolňujícím, růstem jejich příjmů. Zvyšující se poptávka a zřetelný nedostatek volné pracovní síly motivují tuzemské firmy k investicím, které přispívají k růstu efektivity práce. Také vládní investiční výdaje dále porostou, a to zejména v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky v letošním roce přispívat i prostřednictvím zvýšení platů ve veřejné sféře, důchodů a sociálních dávek. Čistý vývoz naopak bude letos ekonomický růst brzdit v návaznosti na zpomalený růst zahraniční poptávky a přetrvávající kapacitní omezení v tuzemské ekonomice. V příštím roce záporný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP odezní vlivem zvýšené dynamiky vývozu. Trh práce se nachází za svým vrcholem, napjatá situace na něm však přetrvává. Dynamika mezd se ke své dlouhodobě rovnovážné úrovni bude snižovat jen zvolna, mimo jiné i v důsledku lednového zvýšení minimální mzdy. Míra nezaměstnanosti je rekordně nízká, což brání jejímu dalšímu poklesu. V návaznosti na nedostatek volné pracovní síly a zvolněný růst ekonomické aktivity pomaleji poroste i celková zaměstnanost.

Kurz koruny bude na prognóze postupně posilovat (Graf I.3). Prognózovaná trajektorie kurzu zohledňuje strnulost jeho vývoje od druhého čtvrtletí minulého roku. Prognóza kurzu očekává pro druhé

čtvrtletí 2019 jeho posílení na hodnotu 25,5 CZK/EUR. I v dalším průběhu roku 2019 bude koruna dále postupně zpevňovat, a to v důsledku výrazně kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně a pokračující reálné konvergence české ekonomiky spojené se stabilně rostoucí efektivitou práce. Kurz tak postupně posílí lehce pod 25 CZK/EUR na konci letošního roku. V roce 2020 tempo posilování zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB a koncem roku se kurz přiblíží ke 24,6 CZK/EUR. Také vůči dolaru koruna zpevní, přičemž se do vývoje CZK/USD promítne očekávané lehké posilování eura vůči dolaru.

S prognózou je konzistentní nejprve zvýšení domácích úrokových sazeb a poté jejich přibližná stabilita do poloviny roku 2020 (Graf I.4). Nárůst sazeb na začátku prognózy je reakcí především na přetrvávající domácí inflační tlaky a na růst dovozních cen. Ve stejném směru bude působit postupný průsak zvýšené dynamiky regulovaných cen do ostatních složek inflace. Následná přibližná stabilita domácích sazeb do poloviny roku 2020 odráží především přetrvávající záporné úrokové sazby v eurozóně.

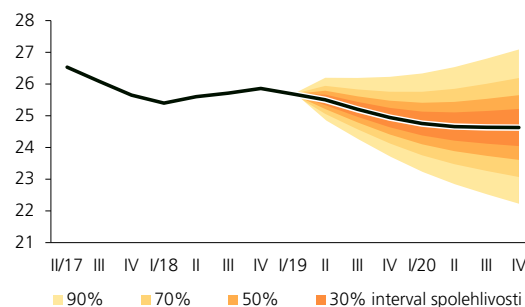
Bankovní rada ČNB na květnovém měnovém jednání jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 2 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 3 % a diskontní sazby na 1 %. Nově stanovené úrokové sazby jsou platné od 3. května 2019.

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace jako zhruba vyrovnaná. Riziko představuje výraznější a případně i dlouhodobější zpomalení růstu ekonomické aktivity v zemích eurozóny. Zdrojem vnějších nejistot zůstávají také dopady protekcionistických opatření ve světovém obchodě. Nejistota je spojena i s budoucím vývojem kurzu koruny.

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Kurz koruny bude na prognóze postupně posilovat
(CZK/EUR)

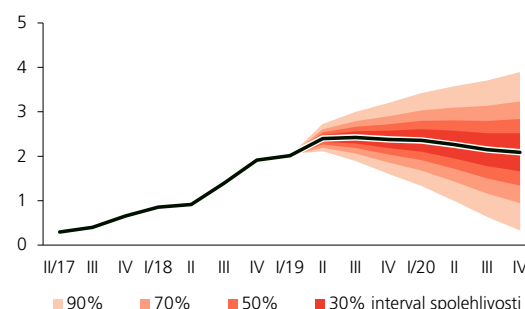


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve zvýšení domácích úrokových sazeb a poté jejich přibližná stabilita do poloviny roku 2020
(3M PRIBOR v %)



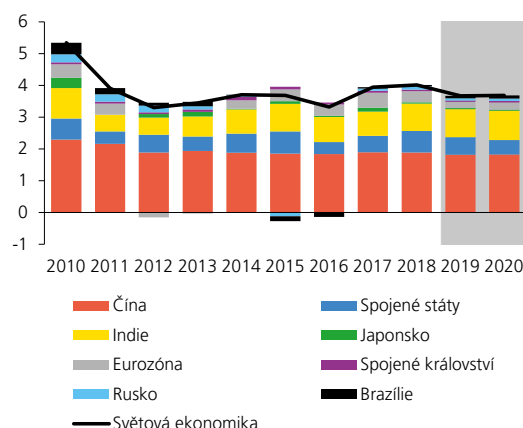
Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Dynamika světové ekonomiky v letošním roce zvolní

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



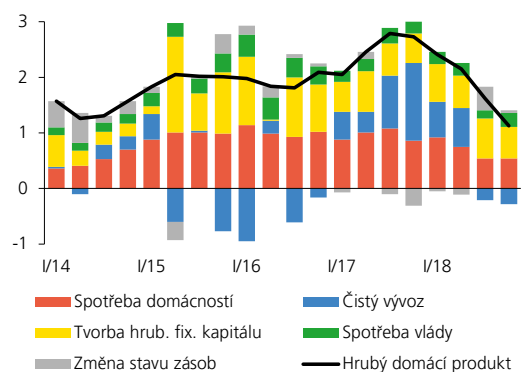
Poznámka: Růst globální ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik odpovídají jejich nominálnímu HDP v paritě kupní síly. Zdrojem výhledů jsou předpovědi CF a EIU.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP eurozóny na konci roku 2018 dále zpomalil kvůli poklesu čistého vývozu a snížení příspěvku tvorby hrubého kapitálu

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

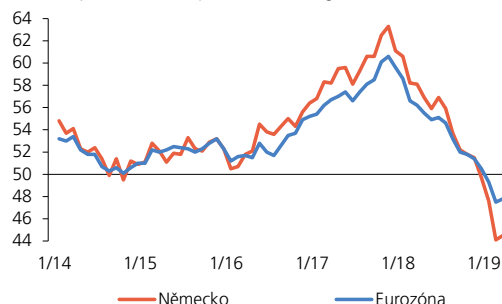


GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

V Německu i v celé eurozóně lze očekávat další pokles průmyslové výroby

(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Zpomalení růstu světové ekonomiky přetrvává i na počátku letošního roku. V eurozóně by dynamika HDP měla v první polovině letošního roku dále oslabovat, poté by se měla opět mírně zvýšit. Pozorovaný růst cen ropy ze začátku roku 2019 přechodně zbrzdí pokles inflace výrobních cen v eurozóně, která se poté ustálí nad 2 %. Inflace spotřebitelských cen by po letošním zvolnění měla příští rok mírně zrychlit, nicméně nedosáhne úrovně 2 %. ECB upřesnila, že své úrokové sazby ponechá na současné úrovni alespoň do konce roku 2019. Sazba 3M EURIBOR by tak měla dle tržního výhledu zůstat záporná na celém horizontu prognózy. Rozpětí mezi tříměsíční dolarovou a eurovou sazbou by se nicméně mělo postupně snižovat v důsledku trhem očekávaného poklesu dolarové sazby, což by mělo vést k lehkému posilování eura vůči dolaru.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky letos mírně zvolní, přičemž se sníží příspěvky téměř všech zemí.¹ Hlavním tahounem světového růstu zůstane Čína, jejíž zpomalování pozorované v posledních měsících by se mělo zastavit vlivem přijatých vládních opatření. V USA postupně vyprchají efekty fiskální expanze z minulého roku; nastavení základních sazeb Fedu by mělo zůstat beze změny. Celkově by měl vážený růst sledovaných ekonomik letos i v příštím roce dosáhnout 3,7 % (Graf II.1.1). Rizika ohledně globálního hospodářského vývoje jsou značná a pramení především z nejistého vývoje v mezinárodním obchodě a ze stále neukončených jednání o podobě brexitu. Tyto faktory se promítají nejen do zhoršení ukazatelů sentimentu, ale i do zpomalení světového obchodu a zpracovatelského průmyslu.

Ekonomika eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí 2018 pokračovala ve zpomalování. Růst HDP zvolnil na 1,1 % (Graf II.1.2), přičemž byl nadále tažen kladným, i když poněkud sníženým příspěvkem domácí poptávky. Záporný příspěvek čistého vývozu se lehce prohloubil. Zpomalení eurozóny ve druhé polovině loňského roku odráželo především nejistotu spojenou s nárůstem protekcionistických opatření v mezinárodním obchodě, což tlumilo světový obchod, a tím i vývoz z eurozóny (zejména z Německa). K dalším faktorům patřily nevyjasněná podoba brexitu, vyjednávání mezi italskou vládou a Evropskou komisí o podobě italského státního rozpočtu a přechod na nové emisní normy v automobilovém průmyslu. Z velkých zemí ke zvolnění dynamiky růstu měnové unie přispělo hlavně Německo, jehož ekonomika v závěru roku mezičtvrtletně stagnovala, a dále Itálie, která se ocitla v technické recesi. Naopak růst ve Francii setrval v mezičtvrtletním vyjádření na 0,3 % navzdory problémům

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

s protiviládními protesty. Ekonomika Španělska zrychlila na 0,7 %, Slovensko poněkud zvolnilo svou dynamiku na 0,8 %.

Předstihové ukazatele ze začátku letošního roku signalizují jen nízké tempo hospodářského růstu v eurozóně. Ekonomika se tak zřejmě nachází za vrcholem hospodářského cyklu. Vnější negativní faktory doléhají zejména na průmysl, zatímco spotřeba domácností a sektor služeb se vyvíjejí pozitivně. Průmyslová produkce v únoru v meziměsíčním i meziročním vyjádření zaznamenala pokles. Tento trend bude zřejmě pokračovat, jak naznačuje PMI ve zpracovatelském průmyslu (Graf II.1.3), který se v dubnu již čtvrtý měsíc v řadě pohyboval v pásmu kontrakce. Vývoj na trhu práce ale zůstává příznivý. Navzdory hospodářskému zpomalení růst mezd ve čtvrtém čtvrtletí 2018 setrval v meziročním vyjádření na 2,3 % a míra nezaměstnanosti v únoru 2019 zůstala stabilní na 7,8 %. Příznivý vývoj na trhu práce se odráží ve spotřebě domácností, což ilustruje například vývoj maloobchodních tržeb, které v únoru meziročně vzrostly o 2,8 %.

Růst HDP eurozóny v efektivním vyjádření² v letošním roce zpomalí na 1,2 %, v roce 2020 zrychlí na 1,6 %³ (Graf II.1.4). V eurozóně jako takové se v obou letech očekávají ještě mírně nižší tempa růstu. Zpomalení v letošním roce se očekává u většiny obchodních partnerů ČR, včetně Německa. Na základě odhadů ČNB lze pro nejbližší čtvrtletí očekávat pouze mírný růst německé ekonomiky, což implikuje, že celoroční růst dosáhne zřejmě nejnižší hodnoty za posledních šest let (0,6 %). Rizika výhledu zahraniční poptávky jsou přitom vychýlena směrem k nižšímu růstu. Pramení především z možnosti déletrvajícího utlumeného vývoje v německém průmyslu, který by se odrazil v horším spotřebitelském sentimentu, vývoji na trhu práce či v sektoru služeb.

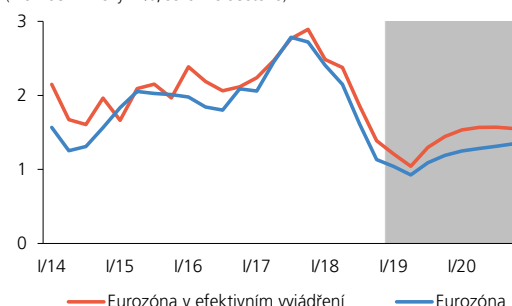
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Cena ropy během prvního čtvrtletí 2019 poměrně výrazně vzrostla, její výhled je mírně klesající. Na začátku dubna cena ropy Brent překonala hranici 70 USD/barel (Graf II.1.5). K tomu přispělo zejména omezení těžby ze strany kartelu OPEC a Ruska, které dle odhadu EIA vedlo k prvnímu poklesu globálních zásob ropy od konce roku 2017. Cenu ropy zvyšoval i mírný posun směrem k dosažení obchodní dohody mezi USA a Čínou, zlepšený výhled čínského zpracovatelského průmyslu a navšování čistých dlouhých pozic spekulativními fondy. Vyostření

GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

Růst ekonomické aktivity bude zvolňovat do poloviny letošního roku, poté dojde k jeho oživení
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

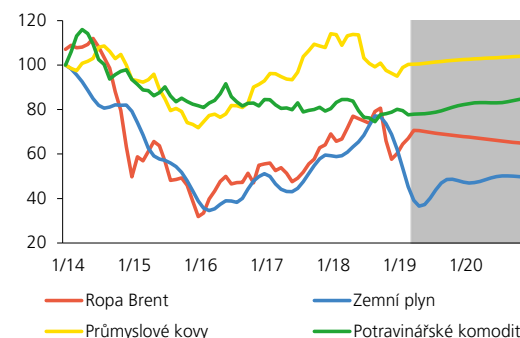


GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

Cena ropy by se měla z aktuální hodnoty kolem 70 USD/barel mírně snižovat; propad cen zemního plynu se ještě krátkodobě prohloubí

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

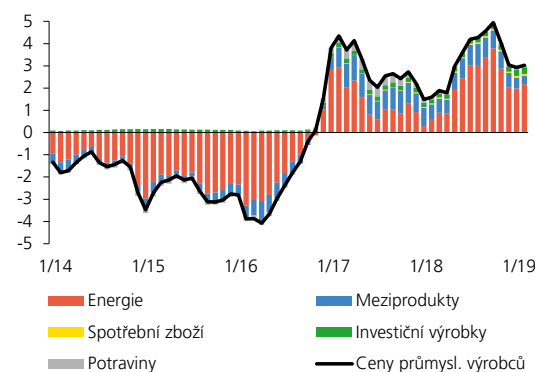


GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců od prosince setrvává na 3% úrovni s dominantním příspěvkem cen energií

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



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

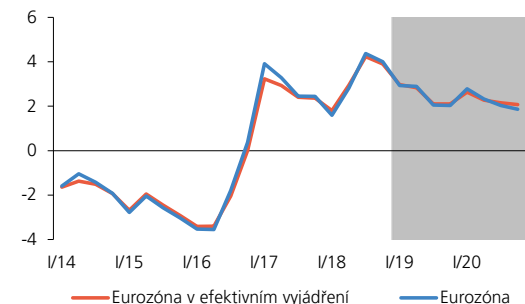
- Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz Glosář pojmů). Výhledy HDP, PPI a CPI pro jednotlivé země eurozóny vycházejí z dubnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER eura. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a ceny ropy Brent jsou odvozeny z tržních kontraktů k 8. dubnu 2019. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.
- Předpověď růstu efektivního ukazatele HDP v eurozóně je pro letošní a příští rok oproti výhledu dle dubnového CF na základě modelového propočtu ČNB snížena o 0,2, resp. 0,1 procentního bodu. Důvodem je nedostatečné zohlednění pokračujícího zhoršování pozorovaných dat a předstihových ukazatelů (zejména v průmyslu) ze strany CF.

GRAF II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců zpomalil ke 2 %

(meziročně v %, sezonně očištěno)

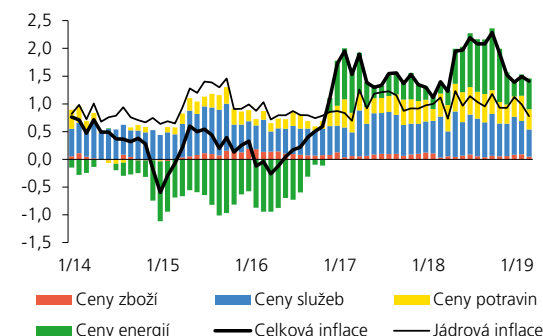


GRAF II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Do poklesu inflace se v posledních měsících promítaly nejdříve snížené příspěvky cen energií a později cen služeb

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



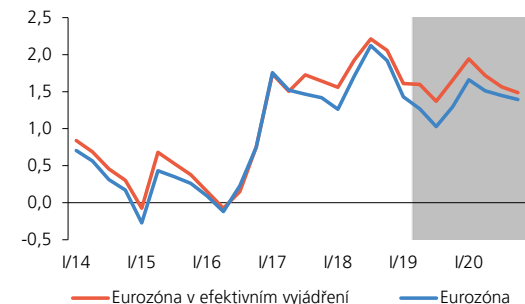
Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě indexu HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

GRAF II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace se bude nacházet pod 2% úrovní

(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



politické situace v Libyi a napětí mezi USA a Íránem zvyšují rizika na straně nabídky. Proti silnějšímu růstu cen ropy naopak působí mírné trendové posilování dolaru a růst těžby v USA. Tržní křivka termínovaných kontraktů na ropu Brent má lehce negativní sklon a naznačuje průměrnou cenu pro letošní a příští rok 68, resp. 66 USD/barel. Předpovědi EIA se nacházejí o něco níže, neboť očekávají v příštím roce opětovný růst globálních zásob ropy.

Souhrnný index cen neenergetických komodit nadále kolísá bez viditelného trendu při protisměrném vývoji jeho složek (Graf II.1.5).

Ceny většiny základních kovů zastavily v polovině února svůj růst a poté setrvaly na dosažených úrovních. Podporoval je mimo jiné zlepšený výhled čínského zpracovatelského průmyslu a pokrok v americko-čínských obchodních jednáních. Index cen potravinářských komodit naopak v březnu oslabil (zejména kvůli propadu cen pšenice). Výhledy obou dílčích indexů jsou rostoucí.

Meziroční růst cen průmyslových výrobců v eurozóně v únoru setrval na úrovni 3 % (Graf II.1.6).

Vývoj indexu v posledních měsících odrážel zejména dopady předchozího poklesu ceny ropy, změny v příspěvcích ostatních složek byly méně významné. Meziroční růst cen průmyslových výrobců bez cen energií v únoru dosáhl 1,2 %.

Meziroční dynamika efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně se dále sníží (Graf II.1.7).

K tomu přispěje zejména mírný meziroční pokles ceny ropy. Meziročně slabší kurz eura vůči dolaru bude letos podporovat růst cen výrobců, v roce 2020 bude silnější euro naopak růst cen brzdit. Dynamika cen průmyslových výrobců by se tak měla v letošním roce v průměru snížit na 2,5 % a v roce 2020 dále klesnout na 2,3 %.⁴ Tento vývoj přitom bude podobný pro eurozónu v běžném i efektivním vyjádření.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně v prvním letošním čtvrtletí zvolnila (Graf II.1.8).

Příspěvky neenergetických složek, hlavně cen potravin a služeb, se snížily, zatímco příspěvek cen energií vzrostl v reakci na nárůst cen ropy z počátku roku. Jádrová inflace tak poklesla více než celková.

Efektivní ukazatel spotřebitelské inflace v eurozóně se bude na horizontu prognózy pohybovat ztlačně pod 2 % (Graf II.1.9).

Důvodem nízkého očekávaného růstu spotřebitelských cen jsou slabé fundamentální inflační tlaky, doprovázené očekávaným mírným meziročním poklesem cen energií. V letošním roce by tak inflace měla klesnout na průměrných 1,6 % a jen nepatrně zrychlit v příštím roce. Růst efektivního ukazatele by se přitom měl nacházet nad růstem

4 Předpověď růstu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně byla (v návaznosti na zvýšený výhled ceny ropy) pro letošní i příští rok oproti dubnovému CF/EIU expertně zvýšena o 0,4 procentního bodu.

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

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR zůstane dle tržního výhledu záporná na celém horizontu prognózy (Graf II.1.10). V průběhu prvního čtvrtletí 2019 nedošlo ke změnám v nastavení základních úrokových sazeb ECB. Na březnovém zasedání však bylo oznámeno, že ECB ponechá úrokové sazby na současně úrovni alespoň do konce roku 2019. Centrální banka také uskuteční od září 2019 do března 2021 novou sérii cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO-III), přičemž detaily programu budou teprve zveřejněny. Předmětem diskusí v Radě guvernérů je rovněž možnost zavedení opatření, která by zmírnila vedlejší efekty záporných úrokových sazeb na ziskovost bank. Uvedené kroky ECB a přehodnocení ekonomického výhledu směrem k nižšímu růstu se promítly v tržním výhledu sazby 3M EURIBOR. Ten se nachází v záporných hodnotách na celém horizontu prognózy, tj. do konce roku 2020. Analytici v rámci dubnového šetření CF očekávají 3M EURIBOR v horizontu jednoho roku na úrovni -0,1 %. Výnos německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností by se měl pozvolna zvyšovat ze současných nulových hodnot na 0,4 % v horizontu jednoho roku (Graf II.1.11).

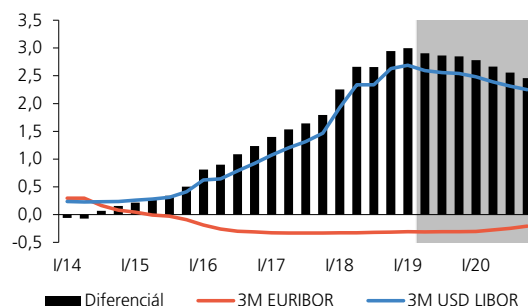
Posun v komunikaci Fedu se odrazil ve snížení tržního výhledu úrokové sazby 3M USD LIBOR (Graf II.1.10). Americká centrální banka na svém březnovém zasedání rozhodla ponechat cílové pásmo základních sazeb beze změny, tj. v rozmezí 2,25 % až 2,50 %. Překvapením však byla výrazná revize makroekonomických projekcí; podle mediánu odhadů členů FOMC lze očekávat stabilitu sazeb do konce roku 2019. Bylo také upřesněno ukončení procesu snižování velikosti bilance Fedu. Od října bude Fed znovu v plném rozsahu reinvestovat aktuálně držené dluhopisy, jež byly v daném měsíci splaceny. Aktuální tržní výhled tedy předpokládá pozvolný pokles sazby 3M USD LIBOR na celém horizontu prognózy, což přispěje ke snižování diferenciálu vůči eurové sazbě se stejnou splatností.

Dubnový výhled CF předpokládá posilování eura vůči americkému dolaru (Graf II.1.12). V prvním čtvrtletí 2019 euro vůči dolaru oslabilo. V neprospěch eura působila změna v komunikaci ECB, nejistota ohledně brexitu a slabší než očekávaná data z eurozóny. Dolar byl naopak podpořen uzavřením dohody o podmínkách financování federální vlády v USA a určitým pokrokem ve vyjednávání ohledně americko-čínských obchodních vztahů. Nicméně na výhledu by mělo euro vůči americkému dolaru postupně posilovat díky očekávanému oživení růstu v eurozóně a nezměněné měnové politice v USA. V efektivním vyjádření se však očekává přibližná stabilita kurzu eura.⁵

GRAF II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

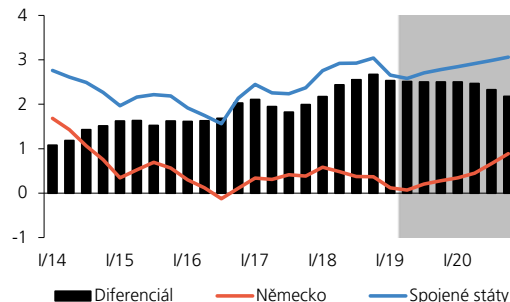
Aktuálně vysoké rozpětí mezi 3M sazbami ve Spojených státech a v eurozóně se bude pozvolna snižovat (v %, rozdíl v procentních bodech)



GRAF II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

Mírný nárůst výnosů desetiletých vládních dluhopisů se očekává v USA i Německu, jejich rozdíl se začne snižovat až ve druhé polovině roku 2020 (v %, rozdíl v procentních bodech)

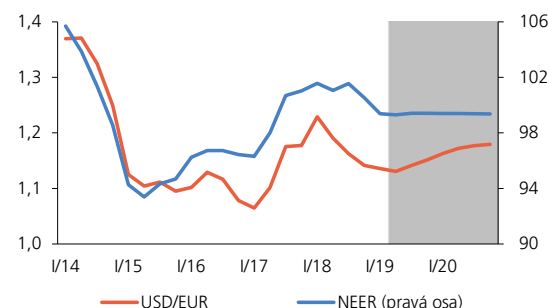


GRAF II.1.12

KURZ EURA

Vůči americkému dolaru euro posílí, v efektivním vyjádření ale zůstane stabilní

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



⁵ Posílení eura vůči dolaru bude vyvažováno mimo jiné oslabením vůči britské libře, polskému zlotému, české koruně či měnám severovýchodních zemí.

TAB. II.2.1

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

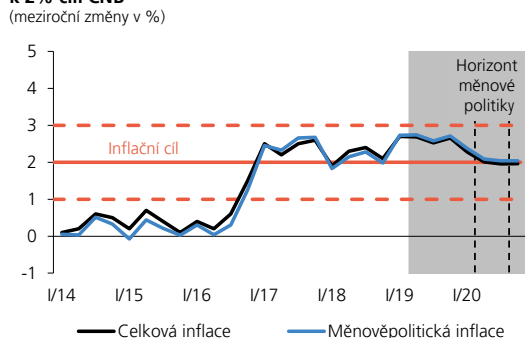
Pokračující zpříšňování domácích měnových podmínek přispěje ke snížení a následné stabilizaci inflace na cíli při růstu HDP mírně pod odhadovaným potenciálem
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

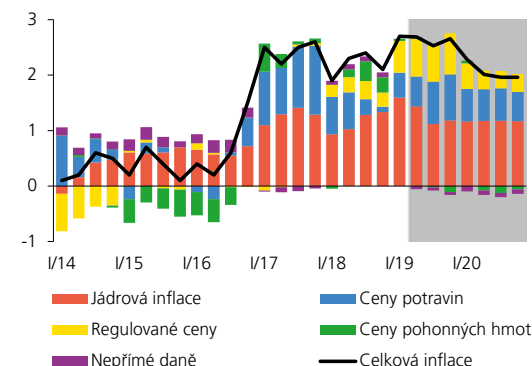
V letošním roce se inflace bude nacházet v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se vrátí k 2% cíli ČNB
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNOZA

K inflaci bude nadále nejvýrazněji přispívat jádrová inflace, zvýší se však i příspěvky cen potravin a regulovaných cen
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

II.2 PROGNOZA

Inflace se letos bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se vrátí k 2% cíli ČNB. Fundamentální domácí inflační tlaky se budou dále pozvolna zmírňovat, a to především v důsledku postupně se snižující dynamiky mezd. Po dočasném protiinflačním působení dovozních cen se ve druhé polovině letošního roku obnoví jejich proinflační vliv v návaznosti na opětovné zrychlení růstu zahraničních výrobních cen. Růst ekonomické aktivity letos dosáhne 2,5 % s přispěním všech složek domácí poptávky, v příštím roce mírně zrychlí. Kurz koruny bude dle prognózy postupně posilovat především vlivem rozšířeného kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně a pokračující reálné konvergence české ekonomiky. S prognózou je konzistentní nejprve zvýšení domácích úrokových sazeb a poté jejich přibližná stabilita do poloviny roku 2020.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace se letos bude nacházet v horní polovině tolerančního pásma, v příštím roce se sníží k 2% cíli (Graf II.2.1). Ke zvýšené inflaci v letošním roce přispěje především jádrová inflace, výrazný růst regulovaných cen a zrychlení růstu cen potravin. Meziročně nižší korunové ceny ropy se ve druhé polovině roku 2019 promítnou do meziročního poklesu cen pohonných hmot. Se zmírněním vysoké jádrové inflace, dynamiky regulovaných cen i cen potravin se celková inflace v příštím roce navrátí do blízkosti 2% cíle ČNB (Graf II.2.2). Inflace bude na celém horizontu prognózy tažena přetrvávajícími, avšak postupně se zmírňujícími domácími inflačními tlaky pocházejícími ze mzdového růstu při pokračujícím růstu ekonomiky. Po dočasném protiinflačním působení se od poloviny letošního roku obnoví proinflační vliv dovozních cen, a to v návaznosti na zvýšení dynamiky zahraničních cen a později též na zřetelně pomalejší posilování kurzu koruny. K návratu inflace k cíli v příštím roce přispěje další zpřísnění měnové politiky. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní, bude na celém horizontu prognózy oproti celkové inflaci pouze nepatrně vyšší.⁶

Jádrová inflace se ve druhém čtvrtletí udrží na vysokých hodnotách, poté zvolní do blízkosti 2% úrovně. Stále zřetelné domácí inflační tlaky ovlivní cenový růst především v sektoru služeb. V tomto sektoru se budou nadále projevovat jak poptávkové tlaky, tak i stále solidní – byť zpomalující – mzdový růst plynoucí z napjaté situace na trhu práce a dalšího zvýšení minimální mzdy od ledna 2019. Zmíněné

⁶ Důvodem rozdílu mezi celkovou a měnověpolitickou inflací jsou nejprve dopady snížení DPH ve veřejné dopravě z 15 % na 10 % s účinností od února 2019. Dopad této daňové změny do inflace činí -0,06 procentního bodu, přičemž prognóza očekává, že snížení DPH se v koncových spotřebitelských cenách neprojeví. Prognóza dále zahrnuje předpoklad snížení sazby DPH na teplo z 15 % na 10 % od počátku roku 2020 s dopadem ve výši -0,08 procentního bodu, které se promítne do spotřebitelských cen pouze v omezené míře.

faktory spolu s vlivem nízké srovnávací základny povedou k vysokým hodnotám jádrové inflace i ve druhém čtvrtletí letošního roku (Graf II.2.3). Jádrová inflace se poté sníží do blízkosti 2 % zejména vlivem postupně se zmírňujících domácích inflačních tlaků. Ve stejném směru bude působit i předchozí dočasný pokles dovozních cen z přelomu loňského a letošního roku související s postupným posilováním kurzu.

Dynamika cen potravin se bude dále zřetelně zvyšovat v návaznosti na nárůst cen potravinářských komodit. Ke zrychlení růstu cen potravin současně přispějí i přetrvávající inflační tlaky z domácí ekonomiky. Dynamika cen potravin by tak měla na konci letošního roku kulminovat nad hodnotou 3 % (Graf II.2.3). Poté se jejich růst zmírní vlivem odeznění aktuálně výrazné dynamiky cen zemědělských výrobců. V příštím roce se tak růst cen potravin bude pohybovat poblíž 2 %.

Ceny pohonných hmot začnou od poloviny letošního roku meziročně klesat. Dle krátkodobých indikátorů⁷ se ceny pohonných hmot na čerpacích stanicích v dubnu i nadále mírně meziročně zvyšovaly. Prognóza nicméně očekává, že se ceny v tomto segmentu začnou od poloviny letošního roku meziročně snižovat a v poklesu setrvají i po většinu roku příštího (Graf II.2.3). V následujících čtvrtletích totiž dojde k postupnému snižování světových cen ropy z aktuálních zvýšených hodnot. Ve stejném směru bude na domácí ceny pohonných hmot působit i obnovené posilování měnového kurzu CZK/USD.

Již tak výrazný růst regulovaných cen z počátku letošního roku v následujících čtvrtletích ještě dále zrychlí. Dynamika regulovaných cen byla v prvním čtvrtletí výrazně zvýšena růstem cen elektřiny, který dále mírně zrychlí v návaznosti na již ohlášené zdražení během druhého čtvrtletí 2019. Prognóza zároveň očekává, že aktuální propad cen plynu na světových trzích se v zákaznických cenách prozatím neprojeví a ceny plynu pro domácnosti i v letošním roce nadále výrazně porostou. Silný růst by měl pokračovat také u cen tepla pro domácnosti, a to v reakci na vyšší ceny energetických vstupů. Poroste rovněž většina ostatních regulovaných cen s výjimkou cen dopravních služeb. Jejich pokles je ovlivněn zavedením slev na jízdné pro studenty a seniory v září loňského roku. V příštím roce výrazný nárůst cen silové elektřiny, plynu i tepla odezní, což se promítne do zvolnění celkové dynamiky regulovaných cen. V souhrnu to bude znamenat, že regulované ceny vzrostou v letošním roce o 4,3 %, v příštím roce pak jejich růst zvolní na 2,3 % (Tab. II.2.2).

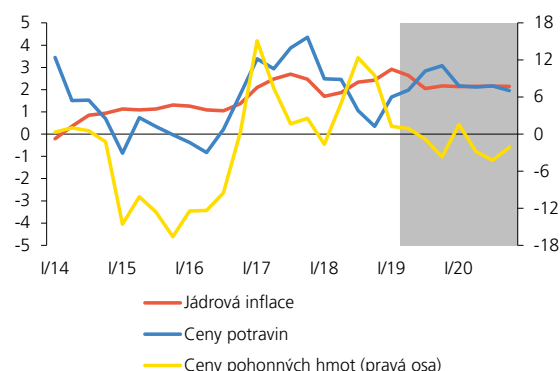
Kurz koruny bude na prognóze postupně posilovat (Graf II.2.4). Prognózovaná trajektorie kurzu zohledňuje strnulost jeho vývoje od druhého čtvrtletí minulého roku. Prognóza kurzu očekává pro druhé čtvrtletí 2019 jeho posílení na hodnotu 25,5 CZK/EUR. V dalším průběhu roku 2019 bude koruna dále postupně zpevňovat, a to v důsledku

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

Růst cen potravin dále zrychlí, ceny pohonných hmot začnou meziročně klesat, jádrová inflace se postupně sníží do blízkosti 2 %

(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLVŮ

Růst regulovaných cen letos zřetelně zrychlí především vlivem zvýšení cen energií

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k celkové inflaci)

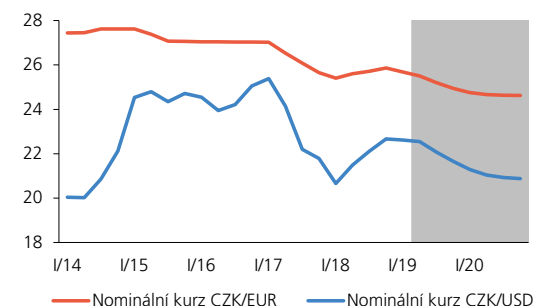
	2018		2019		2020	
	skut.		progn.		progn.	
REGULOVANÉ CENY ^{a)}	1,8	0,27	4,3	0,66	2,3	0,36
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	4,4	0,19	10,2	0,44	3,3	0,14
ceny zemního plynu	-0,7	-0,02	3,4	0,08	0,5	0,01
ceny tepla	-0,1	0,00	4,6	0,08	1,6	0,03
vodné a stočné	1,7	0,01	2,8	0,02	2,3	0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	5,0	0,06	2,2	0,03	3,5	0,05
ceny v dopravě	-1,9	-0,03	-4,9	-0,07	1,8	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.4

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Kurz koruny bude na prognóze postupně posilovat
(CZK/EUR a CZK/USD)



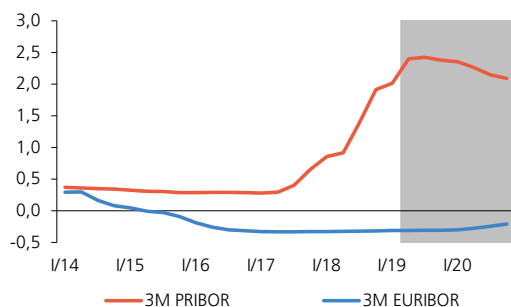
⁷ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

GRAF II.2.5

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve zvýšení domácích úrokových sazeb a poté jejich přibližná stabilita do poloviny roku 2020

(v %)

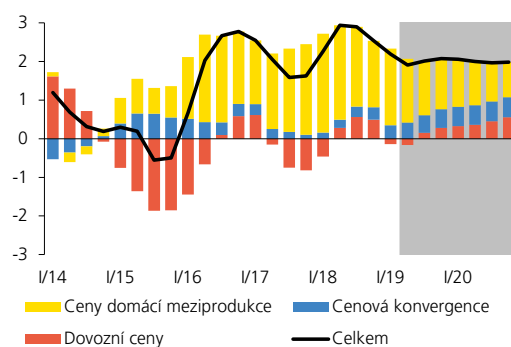


GRAF II.2.6

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Celkové inflační tlaky polevily, při jejich dalším vývoji bude zpomalující růst domácích nákladů vyvažován zvyšujícím se příspěvkem dovozních cen

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

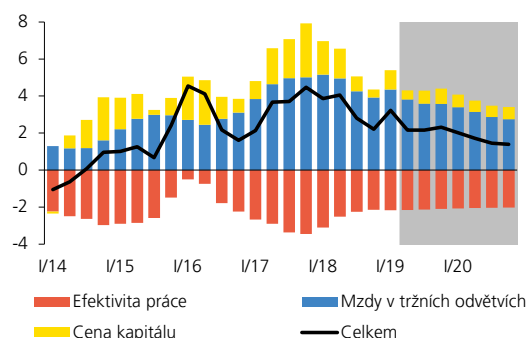


GRAF II.2.7

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Růst domácích nákladů bude zvolna slábnout především v důsledku postupně se snižující dynamiky mezd

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



výrazně kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně a pokračující reálné konvergence české ekonomiky spojené se stabilně rostoucí efektivitou práce. Kurz tak postupně posílí lehce pod 25 CZK/EUR na konci letošního roku. V roce 2020 tempo posilování zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB a koncem roku se kurz přiblíží ke 24,6 CZK/EUR. Také vůči dolaru koruna zpevní, přičemž se do vývoje CZK/USD promítne očekávané lehké posilování eura vůči dolaru (viz kapitola II.1).

S prognózou je konzistentní nejprve zvýšení domácích úrokových sazeb a poté jejich přibližná stabilita do poloviny roku 2020 (Graf II.2.5). Nárůst sazeb na začátku prognózy je reakcí především na přetrvávající domácí inflační tlaky a na růst dovozních cen. Ve stejném směru bude působit postupný průsak zvýšené dynamiky regulovaných cen do ostatních složek inflace. Následná přibližná stabilita domácích sazeb do poloviny roku 2020 odráží především přetrvávající záporné úrokové sazby v eurozóně. Ve druhé polovině roku 2020 se pak sazba 3M PRIBOR lehce sníží.

II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové nominální náklady porostou na celém horizontu prognózy stabilním tempem okolo 2 % (Graf II.2.6). V prvním čtvrtletí letošního roku růst celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru dále zpomalil v důsledku překmitnutí příspěvku dovozních cen do lehce záporných hodnot. To bylo dáno zejména mírným posílením kurzu koruny při dočasné stabilitě zahraničních cen. Záporný příspěvek dovozních cen přetrvává i ve druhém čtvrtletí 2019. Poté se však obnoví jejich proinflační působení, a to zejména vlivem opětovného zrychlení mezičtvrtletního růstu cen zahraničních výrobců. V příštím roce kladný příspěvek dovozních cen dále zesílí v důsledku zvolnění tempa posilování kurzu koruny. Inflační tlaky z domácí ekonomiky se budou na prognóze zmírňovat v návaznosti na postupné zvolňování dynamiky mezd. Proti zpomalování růstu celkových nákladů bude naopak působit lehce se zvyšující kladný příspěvek cenové konvergence.

Domácí nákladové tlaky budou postupně polevovat, přičemž budou odrážet pozvolna vychládající trh práce (Graf II.2.7). Růst domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce na začátku roku 2019 dočasně zrychlil. To bylo dáno zejména zvýšením minimální mzdy a zrychlením růstu domácí poptávky v návaznosti na nadstandardní zvýšení starobních důchodů. Na prognóze bude dynamika domácích nákladů pozvolna zpomalovat. Bude tomu tak v souvislosti s postupně zvolňujícím růstem nominálních mezd v tržních odvětvích a jen umírněným příspěvkem ceny kapitálu, který bude odrážet sníženou dynamiku ekonomické aktivity. Inflační tlaky pocházející ze mzdového růstu budou na celém horizontu prognózy vyvažovány zvyšováním efektivity práce. Růst domácích nákladů se tak v letošním roce udrží v blízkosti 2 %, v příštím roce pak v návaznosti na pokračující zpomalování dynamiky mezd dále lehce zvolní.

Růst zaměstnanosti bude zpomalovat v návaznosti na nedostatek volné pracovní síly a zvolnění růstu ekonomické aktivity (Graf II.2.8). Napětí na trhu práce, související s rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti, bude jen částečně zmírňováno růstem pracovní síly mimo jiné i v důsledku postupného zvyšování zákonného důchodového věku. Rovněž růst počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky dále zvolní. Kladně přitom ke zvyšování přepočteného počtu přispěje zejména zmíněný nárůst počtu zaměstnanců při nejprve mírně meziročně klesajícím a od konce letošního roku zhruba stabilním průměrném úvazku.

Aktuální rekordně nízká úroveň míry nezaměstnanosti brání jejímu dalšímu snížení. Obecná míra nezaměstnanosti se snížila již jen nepatrně a v příštím roce se stabilizuje poblíž 2 % (Graf II.2.8). Slabý 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.

Napětí na trhu práce trvá, růst mezd v tržních odvětvích se však již nachází za svým vrcholem. V prvním čtvrtletí 2019 mzdový růst v tržních odvětvích dále zpomalil na 7 % (Graf II.2.9). Vedle přetrvávajícího napjatého trhu práce bude letos na mzdovou dynamiku působit lednové zvýšení minimální mzdy o 1 150 Kč na 13 350 Kč. V opačném směru bude mít vliv zpomalení ekonomického růstu a snaha firem o zachování cenové konkurenceschopnosti a ziskovosti. Růst mezd tak v letošním roce zpomalí, udrží se však zřetelně nad dlouhodobě rovnovážnou 5% úrovní. Během roku 2020 se k ní postupně přiblíží. Nadále bude letos pokračovat i výrazný, byť oproti loňsku ztuhlý růst mezd v netržních odvětvích. Ten bude v letošním roce odrážet jak navýšení mezd pro pedagogické pracovníky, tak i pro ostatní zaměstnance státního sektoru. V roce 2020 prognóza předpokládá další zpomalení mzdové dynamiky v netržní části ekonomiky mírně pod 5 %.

II.2.3 Ekonomická aktivita

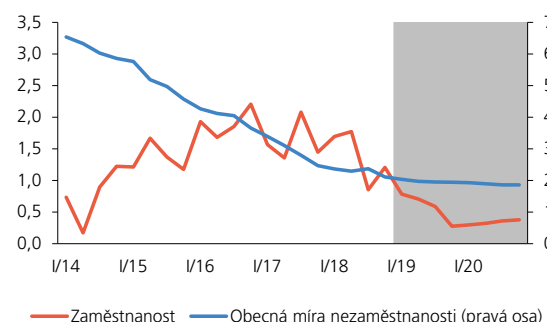
HDP po zpomalení ve druhé polovině minulého roku poroste letos stabilním tempem okolo 2,5 %, v roce 2020 mírně zrychlí. Růst ekonomické aktivity bude v letošním roce nadále tažen všemi složkami domácí poptávky (Graf II.2.10) při pokračujícím, avšak zvolněném růstu zahraniční poptávky. Zvyšování spotřeby domácností bude odrážet přetrvávající, byť postupně zpomalující, růst objemu mezd a platů a dalších příjmů. Dynamika tvorby hrubého fixního kapitálu zůstane vysoká v důsledku pokračujícího růstu soukromých i vládních investic (spolufinancovaných z fondů EU). Růst spotřeby vlády v průběhu letošního roku sice zpomalí z vysokých hodnot dosažených v loňském roce, i nadále však zůstane solidní. Čistý vývoz bude přispívat během roku 2019 k ekonomickému růstu záporně vlivem utlumené dynamiky vývozu. Ta bude dána jak zvolněním růstu zahraniční poptávky, tak i zhoršováním cenové konkurenceschopnosti tuzemských vývozců v důsledku postupného posilování kurzu koruny a pokračujícího svižného růstu domácích nákladů. Záporný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP pak

GRAF II.2.8

PROGNOZA TRHU PRÁCE

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

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

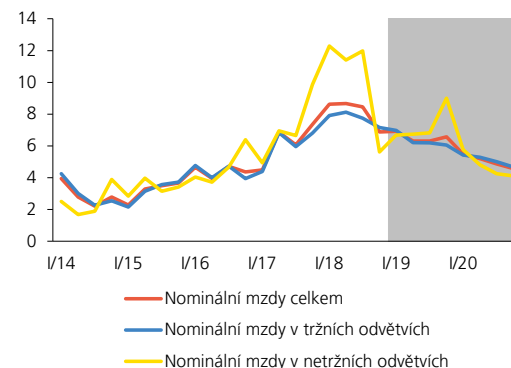


GRAF II.2.9

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

V tržních odvětvích bude růst mezd dále postupně zpomalovat, v netržních odvětvích bude dynamika rozkolísaná se ztuhlší tendencí ke zpomalení v roce 2020

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

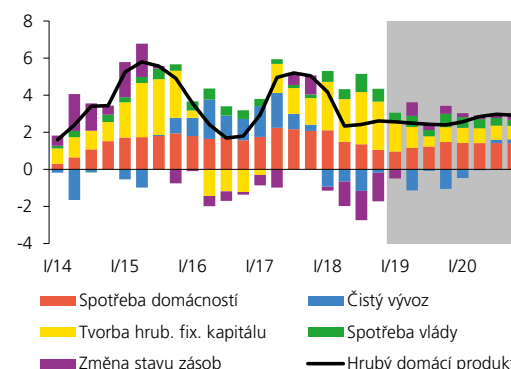


GRAF II.2.10

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

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

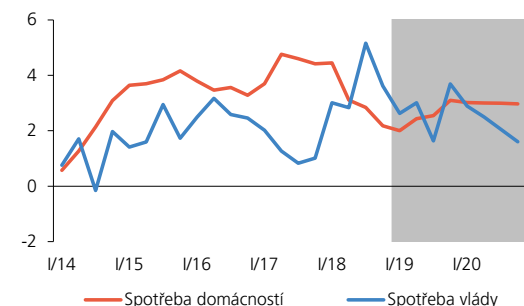
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.11

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

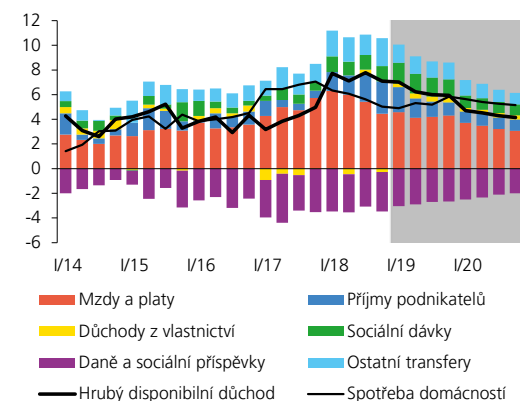
Růst spotřeby domácností zrychlí a v příštím roce bude předstihovat dynamiku vládní spotřeby
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Nadále solidní dynamika disponibilního důchodu bude dána zejména pokračujícím, byť postupně zvolňujícím růstem mezd a platů i dalších příjmů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

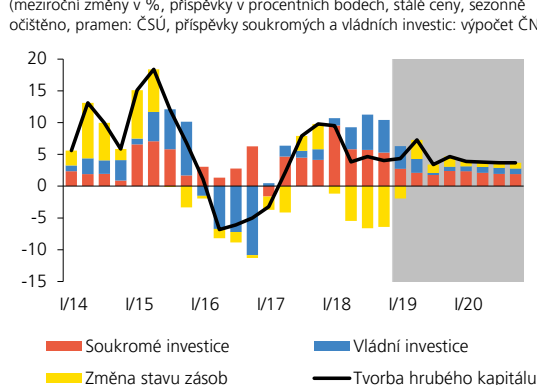


Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF II.2.13

ROZKLAD INVESTIC

Tvorba hrubého kapitálu poroste vlivem pokračujícího zvyšování soukromých i vládních investic, obnoví se i kladný příspěvek změny stavu zásob
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno, pramen: ČSÚ, příspěvky soukromých a vládních investic: výpočet ČNB)



v návaznosti na zvýšení dynamiky zahraniční poptávky v roce 2020 odezní, což povede k mírnému zrychlení ekonomického růstu v příštím roce.

Aktuálně zpomalený růst spotřeby domácností zrychlí a bude se pohybovat v blízkosti své dlouhodobě rovnovážné hodnoty.

Postupné zpomalování dynamiky spotřeby domácností v průběhu loňského roku lze částečně připsat nárůstu míry úspor v podmínkách zvýšených obav spotřebitelů z budoucího makroekonomického vývoje. V letošním roce dynamika spotřeby postupně zrychlí (Graf II.2.11), přičemž se nárůst míry úspor zastaví. Urychlení růstu spotřeby je podporováno i lednovým mimořádným zvýšením starobních důchodů nad rámec běžné valorizace, neboť domácnosti důchodců vykazují vysoký sklon ke spotřebě. Rozpočty domácností budou nadále profitovat ze svížného růstu disponibilního důchodu, který bude odrazem sice zpomalujícího, ale stále solidního růstu objemu mezd a platů i zvyšujících se příjmů podnikatelů (Graf II.2.12). Kladně budou k růstu disponibilního důchodu přispívat také příjmy ze sociálních dávek. Růst kupní síly domácností bude v příštím roce podpořen i kvůli poklesu inflace. V souhrnu se tak spotřeba domácností letos zvýší o 2,5 %, v roce 2020 její růst zrychlí na 3 %.

Zvyšování spotřeby vlády bude pokračovat jak vlivem růstu nemzdových výdajů, tak platů ve vládním sektoru. V letošním roce růst reálné vládní spotřeby dosáhne 2,7 % a v příštím roce jen mírně zpomalí (Graf II.2.11). Spotřební výdaje vlády v nominálním vyjádření porostou výrazně především letos vlivem rychlého zvyšování náhrad zaměstnancům, v reálném vyjádření však bude dynamika spotřeby vlády tlumena zrychleným růstem deflátoru. Zvyšovat se budou i nadále jak běžné výdaje, tak naturální sociální transfery vládního sektoru.

Tvorba hrubého kapitálu bude nadále podporována soukromými i vládními investicemi, k nimž se přidá i obnovená tvorba zásob

(Graf II.2.13). Růst fixních investic v letošním roce zpomalí na necelá 4 %, a to především vlivem vysoké srovnávací základny loňského roku. K tomu dojde jak u soukromých, tak vládních investic. Růst investic v podnikovém sektoru bude navíc brzděn pozvolnějším růstem zahraniční poptávky a zvýšenými úrokovými sazbami. Soukromá investiční aktivita zůstane i přesto solidní a bude i nadále motivována zejména vysokým využitím stávajících výrobních kapacit při napjatém trhu práce. Pokračovat budou rovněž investice vlády s významným podílem investic spolufinancovaných z fondů EU.

V současnosti utlumená dynamika vývozu znatelně oživí až v příštím roce

(Graf II.2.14). Zatímco někteří tuzemští vývozci stále narážejí na vysoké využití výrobních kapacit a napjatý trh práce, který je charakterizován nedostatkem volné pracovní síly, u jiných se v utlumené dynamice vývozu zřejmě projevuje snížený zahraniční ekonomický růst. Dynamika zahraniční poptávky v příštím roce posílí, což se spolu se stabilním růstem soukromých investic promítne také ve zrychleném

růstu vývozu zboží a služeb, který v závěru roku 2020 překročí hranici 6 %.

Růst dovozu bude odrážet solidní vývoj domácí poptávky a později také oživení vývozu. Dynamiku dovozu nadále táhne především zvyšování dovozně náročných investic a spotřeby domácností. Projeví se také očekávané posilování kurzu koruny. Celkově letos dovoz zboží a služeb vzroste přibližně o 5 % (Graf II.2.14). V roce 2020 se začne do růstu dovozu promítat zvýšení dynamiky vývozu a zrychlení růstu spotřeby domácností. V souhrnu tak růst dovozu v příštím roce mírně zesílí.

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP zůstane v letošním roce záporný. K tomu dojde při vyšší dynamice dovozu oproti vývozu. V roce 2020 se tempa růstu vývozu a dovozu sblíží a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude v průměru nulový.

II.2.4 Platební bilance

V roce 2018 se přebytek běžného účtu podle předběžných údajů prudce snížil na 0,3 % HDP.⁸ Příčinou byl především vliv zvýšených výdajů na dovoz ropy zejména z důvodu růstu její ceny, nižší čisté saldo operací ČR vůči EU a růst příjmů nerezidentů v ČR transferovaných do zahraničí. Navíc přestal růst přebytek obchodu se zbožím ve skupině motorových vozidel včetně dílů, který byl klíčovým tahounem kladného salda běžného účtu (Tab. II.2.3) v minulosti. Výrazné snížení přebytku kapitálového účtu bylo spojeno především s poklesem příjmů z EU a v menší míře se záporným saldem z obchodování s emisními povolenkami. Celkově tak lze říci, že po očištění o vliv kladného salda operací ČR vůči EU (které je jen dočasné a navíc eliminované ze strany ČNB přímým nákupem do devizových rezerv) přestala česká reálná ekonomika generovat přebytky vůči zahraničí.

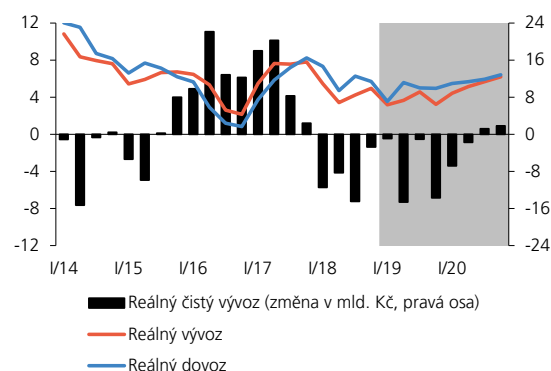
Na finančním účtu loni docházelo k opouštění korunových pozic vybudovaných nerezidenty před ukončením kurzového závazku. Tento odliv kapitálu byl koncentrován do poklesu držby krátkodobých vládních dluhopisů a pokladničních poukázek (z velké části držených prostřednictvím repo operací), v menším rozsahu se týkal též korunových depozit u bankovního sektoru. Proti tomuto odlivu na finančním účtu stálo navýšení cizoměnových závazků ostatních sektorů a bankovního sektoru. V oblasti přímých investic se po roce obnovil čistý příliv kapitálu, který však byl spojen výhradně s reinvestovaným ziskem. Po jeho očištění převažoval mírný čistý odliv kapitálu do zahraničí.

Pro letošní rok prognóza očekává další mírné snížení přebytku běžného účtu na 0,1 % HDP (Graf II.2.15). V tom se promítne mírný pokles salda obchodní bilance (zpomalení růstu zahraniční poptávky

GRAF II.2.14

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Přechodně utlumený růst vývozu postupně zrychlí a koncem roku 2020 se přiblíží dynamice dovozu, což bude odrážet zrychlení růstu zahraniční poptávky (meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Přebytky běžného účtu budou v letošním i příštím roce mírně nižší než v roce 2018, na finančním účtu (bez operací bankovního sektoru) dojde k mírnému odlivu kapitálu (v mld. Kč)

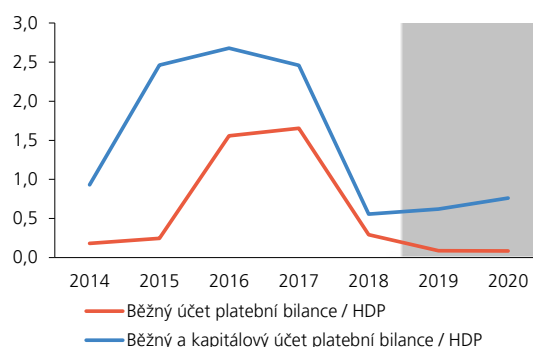
	2018 předb. skut.	2019 progn. progn.	2020 progn. progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	15,5	5,0	5,0
Zboží	217,2	210,0	220,0
Služby	120,7	125,0	130,0
Prvotní důchody	-282,5	-300,0	-310,0
Druhotné důchody	-39,9	-30,0	-35,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,0	30,0	40,0
C. FINANČNÍ ÚČET^{a)}	12,2	20,0	30,0
Přímé investice	-91,3	-70,0	-60,0
Portfoliové investice	22,5	-40,0	-40,0
Finanční deriváty	-15,3	-	-
Ostatní investice	46,3	40,0	40,0
Rezervní aktiva	50,0	90,0	90,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

GRAF II.2.15

POMĚRY ÚČTŮ PLATEBNÍ BILANCE K HDP

Přibytok běžného účtu v poměru k HDP oproti roku 2018 dále klesne (v %)



Poznámka: Údaje za rok 2018 představují předběžnou skutečnost.

⁸ V roce 2017 činil přebytek 1,7 % HDP.

částečně kompenzované zvolněním domácí poptávky a meziročním poklesem cen plynu) a hlubší deficit prvotních důchodů (růst zisků nerezidentů z přímých investic a pokles přebytku náhrad zaměstnancům). V opačném směru bude působit mírné zlepšení bilance služeb (zejména ostatních služeb) a druhotných důchodů (růst příjmů z EU).

Pro rok 2020 je prognózována stabilita běžného účtu v absolutním i relativním vyjádření v poměru k HDP na úrovni letošního roku.

Mírně rostoucí výkonová bilance bude odrážet posílení zahraniční poptávky; nárůst kladného salda přitom bude tlumen očekávaným posilováním kurzu koruny. Důchodové bilance mírně prohloubí deficit: zvýší se záporná salda výnosů z investic a soukromých transferů do zahraničí.

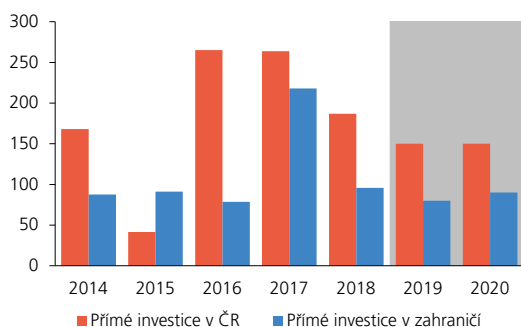
Vývoj přebytku na kapitálovém účtu bude v obou letech ovlivňován především čerpáním zdrojů z fondů EU. Meziroční zvýšení přebytku v roce 2020 je navíc spojeno s očekávaným výnosem z připravované aukce kmitočtů. Nejistota panuje ohledně obchodování s emisními povolenkami, jehož rozsah a směr toků je obtížné odhadnout, a proto je prognóza na roky 2019 a 2020 nezahrnuje.

V letošním roce vykáže finanční účet mírný odliv kapitálu spojený s růstem rezervních aktiv a odlivem v rámci ostatních sektorů. Čistý příliv kapitálu v rámci přímých investic do ČR se mírně sníží, a to zejména vlivem očekávaného poklesu salda reinvestovaných zisků. Zpomalení globálního růstu se promítne ve snížení objemu přímých investic v tuzemsku i v zahraničí (Graf II.2.16). U nových přímých investic (po odečtení reinvestovaných zisků) prognóza očekává mírný čistý odliv kapitálu do zahraničí. V rámci portfoliových investic (Graf II.2.17) dojde dle prognózy na straně aktiv k dalšímu mírnému poklesu držby zahraničních cenných papírů ze strany rezidentů vlivem vysoce kladného úrokového diferenciálu, přičemž pokles držby dluhopisů převyší nad očekávaným růstem držby akcií. Na straně pasiv se sníží objem vládních korunových dluhopisů v držení nerezidentů. To bude částečně kompenzováno růstem objemu dluhopisů denominovaných v EUR (vládních i podnikových) v rukách nerezidentů. Celkový přebytek dílčí bilance portfoliových investic pak bude dán obvyklými operacemi bankovního sektoru optimalizujícími odvody do Fondu pro řešení krizí. V rámci ostatních investic (bez bankovního sektoru) se nadále očekává čistý odliv kapitálu spojený s aktivitami podnikového sektoru (exportní úvěry a převody volných zdrojů na zahraniční účty). U vládního sektoru se předpokládá revolving krátkodobého zahraničního úvěru vlivem přetrvávajících příznivých podmínek pro cizoměnové financování (úvěr však může být nahrazen emisí dluhopisů). Prognózovaný vyšší růst rezervních aktiv oproti minulému roku je spojen s očekávaným nárůstem výnosů z rezerv ČNB a meziročně vyšším kladným saldem operací vůči EU. V příštím roce se celkový obrázek finančního účtu oproti roku 2019 zásadně nezmění.

GRAF II.2.16

STRUKTURA PŘÍMÝCH INVESTIC

V letech 2019 a 2020 se oproti předchozím rokům sníží objem přímých zahraničních investic v tuzemsku, v menší míře to bude platit i pro přímé investice rezidentů v zahraničí (v mld. Kč)

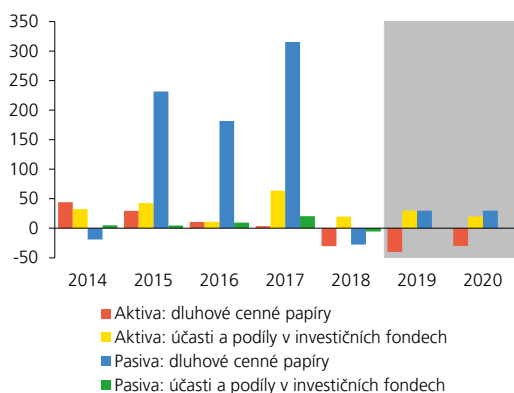


Poznámka: Údaje za rok 2018 představují předběžnou skutečnost.

GRAF II.2.17

STRUKTURA PORTFOLIOVÝCH INVESTIC

Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru bude snižovat atraktivitu zahraničních dluhopisů pro rezidenty (v mld. Kč)



Poznámka: Údaje za rok 2018 představují předběžnou skutečnost.

Tuzemská reálná ekonomika nebude generovat přebytky deviz, hlavním faktorem kurzového vývoje tak zůstane dluhový kapitál.

Vysoce kladný úrokový diferenciál vůči euru, který bude motivovat firmy i vládu k podstatně levnějšímu financování svých závazků na evropských trzích, bude přispívat k posilování koruny. Současně bude tlumit zájem rezidentů o portfoliové investice v zahraničí. Posilování kurzu koruny bude naopak bržděno stále ještě významným objemem postupně odcházejícího zahraničního krátkodobého kapitálu umístěného do korunových aktiv před ukončením kurzového závazku a nadále vysokou atraktivitou dolarových investic.

II.2.5 Fiskální vývoj

Přebytky veřejných rozpočtů se na horizontu prognózy významně sníží. V roce 2018 skončilo hospodaření vládního sektoru přebytkem ve výši 0,9 % HDP. V letošním a příštím roce přebytek vládního sektoru klesne na hodnotu 0,3, respektive 0,2 % HDP (Tab. II.2.4). V souvislosti s očekávaným zpomalením růstu soukromé spotřeby a celkového objemu mezd se sníží dynamika růstu daňových příjmů i příspěvků na sociální a zdravotní pojištění. Nepříznivě budou na straně příjmů vládního sektoru v roce 2019 působit i nově schválená daňová opatření. Těmi jsou přehrazení jízdného ve veřejné dopravě do druhé snížené sazby DPH, zvýšení výdajových paušálů u podnikatelů a snížení sazby pojistného na sociální zabezpečení pro zaměstnavatele. V roce 2020 se v nižších příjmech projeví přehrazení tepla do druhé snížené sazby DPH. Výdaje vlády bude v letošním roce naproti tomu zvyšovat pokračující růst mezd ve vládním sektoru a vládních investic podporovaných spolufinancováním z fondů EU. Ve stejném směru působí navýšení sociálních dávek v souvislosti s letošní štedřejší valorizací penzí⁹ a nárůstem příspěvku na péči, stejně jako zavedení slevy na jízdné pro studenty a seniory od září 2018.

Působení fiskální politiky bude v letošním roce expanzivní, v roce 2020 neutrální (Tab. II.2.5). Expanzivní působení fiskální politiky v letošním roce souvisí především s nadstandardním zvýšením starobních důchodů, pokračujícím růstem vládních investic a svižným růstem mezd ve vládním sektoru. Neutrální působení fiskální politiky v roce 2020 odráží skutečnost, že prognóza zohledňuje pouze dosud schválená fiskální diskreční opatření, jejichž dopad je v souhrnu zanedbatelný. S ohledem na nedávno představené návrhy na zvyšování mandatorních výdajů (např. vyšší valorizaci důchodů a nárůst rodičovského příspěvku) je zde riziko expanzivního působení fiskální politiky i v roce 2020. To by ovšem mohlo být částečně tlumeno navrhovaným zvýšením některých daní (např. sazeb daní z hazardních her, další harmonizační změnou zákona o spotřebních daních apod.).

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Přebytky hospodaření vládního sektoru se sníží, poměr vládního dluhu k HDP bude pokračovat v poklesu
(v % nominálního HDP)

	2018 skut.	2019 progn.	2020 progn.
Příjmy vládního sektoru	41,7	41,4	41,2
Výdaje vládního sektoru	40,8	41,1	40,9
z toho: úrokové platby	0,8	0,7	0,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,9	0,3	0,2
z toho:			
primární saldo ^{a)}	1,7	1,0	0,9
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,0	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	0,9	0,2	0,2
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	0,5	0,3	0,2
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	0,4	-0,1	0,0
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{e)}	-0,8	-0,5	0,1
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	0,1	0,0	0,0
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	0,8	0,3	0,2
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{e)}	-0,4	-0,5	-0,1
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	32,7	30,9	29,3

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z primárního prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, realizované záruky a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz bude v letošním roce kladný, a to prostřednictvím podpory spotřeby domácností a růstu vládních investic
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2018 skut.	2019 progn.	2020 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	0,8	0,4	0,0
z toho dopad skrze:			
spotřebu domácností	0,4	0,3	0,0
soukromé investice	0,0	0,0	0,0
vládní investice domácí	0,2	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,2	0,1	0,0

9 Od letošního roku se zvýšila základní výměra důchodů z 9 % na 10 % průměrné mzdy a seniorům nad 85 let se přidala částka 1 000 Kč měsíčně, což v souhrnu zvýší výdaje na penze o 0,3 % HDP.

Hospodaření vládního sektoru ve strukturálním vyjádření bude přibližně vyrovnané, vládní dluh v poměru k HDP dále klesne.

I přes expanzivní působení fiskální politiky v letošním roce, které se projeví zhoršením strukturálního salda hospodaření vládního sektoru, bude na horizontu prognózy plněn střednědobý rozpočtový cíl. Tím je od roku 2020 strukturální schodek ve výši 0,75 % HDP. Vládní dluh se postupně sníží pod 30 % HDP v roce 2020, a to zejména vlivem růstu nominálního HDP při přibližné stabilitě úrovně vládního dluhu.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Nejvýznamnější změny vůči minulé prognóze představují pozvolnější posilování kurzu koruny a přehodnocení výhledu zahraničních veličin. V jejich rámci se zvýšil výhled cen zahraničních výrobců vlivem vyšších cen ropy. V důsledku zhoršujícího se sentimentu se naopak snížil očekávaný růst efektivního HDP eurozóny a taktéž dlouhodobější výhled zahraničních sazeb. Síla celkových inflačních tlaků v tuzemské ekonomice se letos přehodnocuje lehce směrem nahoru, a to i přes mírně slabší domácí inflační tlaky v návaznosti na pomalejší růst mezd. Důvodem uvedeného vyššího růstu nákladů je více proinflační působení dovozních cen, ve kterých se promítá i pozvolněji posilující kurz. S ohledem na vyšší pozorovanou inflaci se tak zvyšuje i její výhled pro letošní rok. Také trajektorie úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou se posouvá nahoru, a to téměř na celém výhledu. Růst domácí ekonomické aktivity je nižší především v návaznosti na zhoršený výhled zahraniční poptávky.

V rámci zahraničních veličin byl zvýšen výhled výrobních cen, naopak ekonomická aktivita byla přehodnocena směrem dolů (Graf II.3.1). Oproti minulé prognóze se výhled růstu zahraničních cen v efektivní eurozóně zvýšil v letošním a příštím roce přibližně o 0,6 procentního bodu. To zohledňuje zejména silnější nákladové tlaky pramenící z výraznějšího růstu ceny ropy a slabšího kurzu eura vůči americkému dolaru. Pomalejší dynamika ekonomické aktivity v efektivní eurozóně oproti minulé prognóze (o 0,3 procentního bodu letos a 0,1 procentního bodu v roce 2020) plyne z výraznějšího snížení růstu spotřebitelské poptávky. To vyplývá jak z nižších pozorovaných hodnot, tak i ze zhoršených předstihových indikátorů. Výhled spotřebitelské inflace v eurozóně se tak snižuje. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR se posouvá na celém horizontu prognózy do více záporných hodnot (zejména v roce 2020), což odráží prodloužení závazku ECB ohledně stability základních úrokových sazeb na současné úrovni alespoň do konce letošního roku.

Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se mírně snižuje v souvislosti s horším vývojem zahraniční poptávky. Ve sníženém růstu HDP (Graf II.3.2) se letos promítá také aktuálně utlumená dynamika spotřeby domácností a investic. Snížení výhledu růstu HDP bude po většinu letošního roku naopak tlumeno méně zápornými příspěvky čistého vývozu, v nichž se projevuje i pozvolnější posilování kurzu koruny. Také spotřeba vlády bude přispívat k růstu HDP lehce silněji než v minulé prognóze. V příštím roce budou k nižšímu růstu HDP přispívat všechny jeho složky, v souhrnu se však nejedná o výrazné přehodnocení.

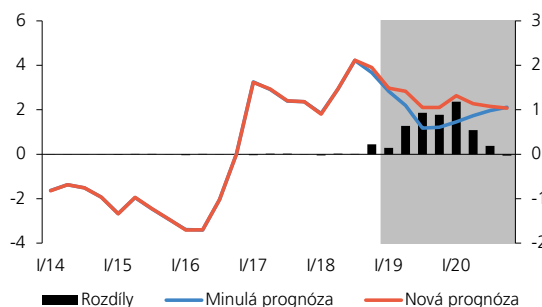
Mzdová dynamika bude zvolňovat podobným tempem jako v minulé prognóze, avšak z mírně nižších počátečních hodnot (Graf II.3.3). Růst mezd bude pomalejší v důsledku nižších pozorovaných hodnot na konci minulého roku, předstihových indikátorů z počátku letošního roku a také slabšího prognózovaného ekonomického růstu. Mzdový růst se tak vrátí do blízkosti svého dlouhodobého rovnovážného tempa o něco dříve, než předpovídala minulé prognóza. Umírněnější

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNY

V rychlejším růstu výrobních cen v eurozóně se odráží vyšší výhled ceny ropy Brent spolu se slabším kurzem eura vůči dolaru

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

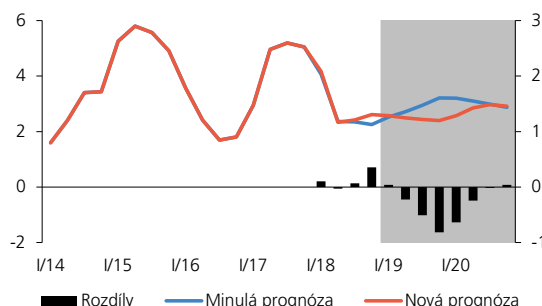


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se posouvá níže

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

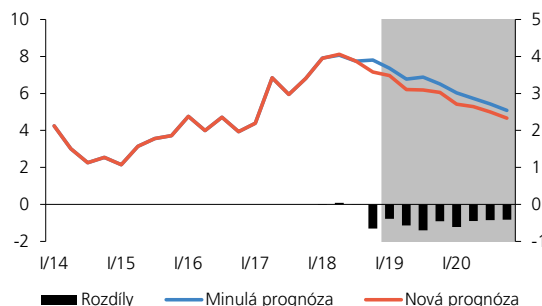


GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÁCH

Nižší predikce dynamiky mezd zohledňuje především pozorované slabší hodnoty a pozvolnější růst HDP

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

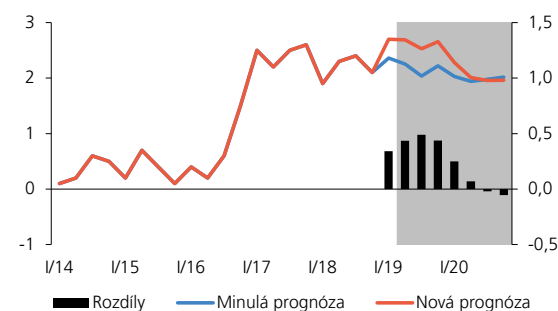


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se v horizontu jednoho roku posouvá znatelně výše, ve vzdálenějším horizontu jsou změny malé

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

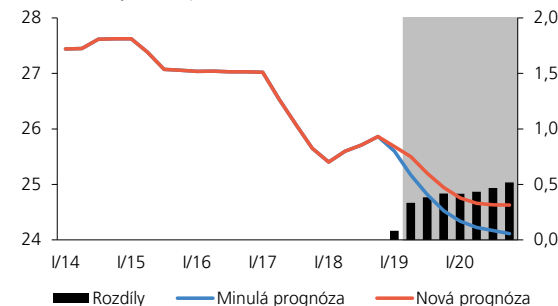


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Kurz koruny bude posilovat pozvolněji v důsledku déletrvajících dopadů negativního sentimentu na finančních trzích

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

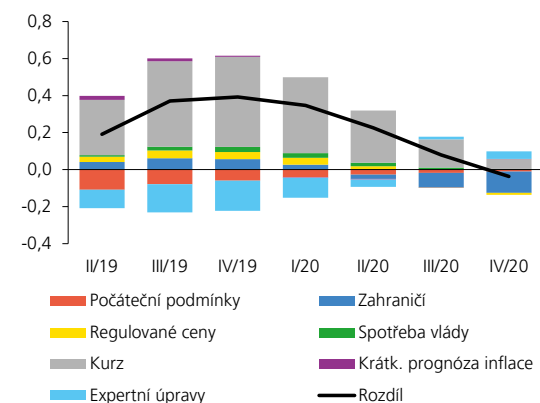


GRAF II.3.6

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

K vyššímu výhledu úrokových sazeb dominantně přispívá pomaleji posilující kurz koruny

(3M PRIBOR, v procentních bodech)



vývoj mezd a nižší růst domácí ekonomické aktivity povedou v souhrnu ke slabším domácím inflačním tlakům ve srovnání s minulou predikcí.

Prognóza inflace se pro letošní rok zvyšuje, avšak na horizontu měnové politiky se téměř nemění (Graf II.3.4). Zvýšení výhledu inflace oproti minulé prognóze je způsobeno zejména výraznějším cenovým růstem na začátku roku. K němu přispěla zejména vyšší jádrová inflace, ve které se silněji projevil růst cen některých neobchodovatelných položek. O něco vyšší byly i ceny potravin. Růst regulovaných cen je pro rok 2019 přehodnocen jen mírně nahoru zejména vlivem vyšších cen tepla. Celkové inflační tlaky se pro letošní rok oproti minulé prognóze mírně zvyšují. Méně protiinflační působení dovozních cen přitom převládá nad lehce nižšími domácími inflačními tlaky v jejich návaznosti na pomalejší dynamiku mezd v tržních odvětvích. V roce 2020 se prognóza inflace téměř nemění. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní nově zohledňují snížení sazby DPH na teplo v příštím roce. Proto je v nové prognóze přehodnocení měnověpolitické inflace směrem nahoru lehce větší než u celkové inflace.

Pozvolnější posilování kurzu koruny zohledňuje především jeho slabší pozorované hodnoty v posledním roce. Nová prognóza zohledňuje déletrvající dopady globálních faktorů spojených se změnou sentimentu na světových trzích, které působí na oslabení kurzu koruny.¹⁰ Nová prognóza tak hodnotí vývoj kurzu v posledních čtyřech čtvrtletích jako z větší části tažený déle působícími faktory než prognóza minulé. V návaznosti na změnu vnímání jeho dosavadního vývoje tak bude kurz koruny posilovat v letošním i příštím roce pozvolněji (Graf II.3.5). Ve stejném směru působí zhoršení výhledu zahraniční poptávky.

Nová prognóza implikuje vyšší trajektorii domácích úrokových sazeb téměř na celém horizontu (Graf II.3.6). K vyšším sazbám oproti minulé prognóze bude přispívat především slabší kurz koruny, který odráží změněné vnímání jeho dosavadního vývoje.¹¹ Toto přehodnocení má déletrvající dopad do trajektorie úrokových sazeb v porovnání s minulou prognózou. Do začátku roku 2020 bude působit ve směru vyšších sazeb také očekávaný vývoj v zahraničí, zejména zvýšený růst zahraničních cen včetně cen ropy. V průběhu příštího roku se naopak ve směru nižších domácích úrokových sazeb projeví snížená trajektorie sazby 3M EURIBOR. Na celém horizontu prognózy budou působit směrem k nižším sazbám počáteční podmínky v domácí ekonomice, především pozorované hodnoty mezd a spotřeby domácností. Dopady pomalejšího růstu spotřeby domácností se odrážejí rovněž v expertních úpravách působících směrem k nižším sazbám.

¹⁰ Vnímání kurzového vývoje je nově zapracováno pomocí dlouhodoběji působícího vlivu zvýšené rizikové prémie. Ten nahrazuje působení jednorázových šoků v podmínce nekryté úrokové parity, pomocí nichž bylo počáteční posilování kurzu tlumeno v minulé prognóze.

¹¹ Příspěvek „Kurz“ v Grafu II.3.6 zohledňuje nejen hodnotu krátkodobé prognózy pro druhé čtvrtletí 2019, ale také změnu zapracování této hodnoty do prognózy.

II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace jako zhruba vyrovnaná. První z nich souvisí se zpomalením růstu ekonomické aktivity v zemích hlavních obchodních partnerů ČR. Zdrojem vnějších rizik zůstávají i dopady protekcionistických opatření ve světovém obchodě. Další z nejistot obestírá budoucí vývoj kurzu koruny. Nejistota pramení též z vývoje spotřeby domácností, která na konci minulého roku překvapivě znatelně zpomalila. Vedle základního scénáře prognózy byl sestaven i alternativní scénář, který budoucí vývoj ekonomiky popisuje pomocí rozšířeného predikčního modelu g3+.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace jako zhruba vyrovnaná. Riziko představuje výraznější a případně i dlouhodobější zpomalení růstu ekonomické aktivity v zemích eurozóny. Zdrojem vnějších nejistot zůstávají také dopady protekcionistických opatření ve světovém obchodě.¹² Nejistota je spojena i s budoucím vývojem kurzu koruny. Výhledy ostatních subjektů přitom v ročním horizontu naznačují slabší kurz než prognóza ČNB, a to při lehce vyšší úrovni úrokových sazeb a téměř shodné predikci inflace.

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 nepatrně nad 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu leží inflační očekávání na cíli. Inflace by se podle analytiků měla v nejbližším období dále pohybovat v rámci horní poloviny tolerančního pásma cíle. V dalším průběhu roku by pak měla pozvolna zpomalovat směrem ke 2 %. Hlavním proinflačním faktorem podle analytiků nadále zůstává napjatá situace na trhu práce generující silný růst mezd, v opačném směru působí zpomalování růstu domácí ekonomiky a výhled pozvolna klesajících cen ropy na světových trzích. Také inflační očekávání podnikových manažerů se v ročním horizontu nacházejí poblíž cíle centrální banky (Tab. II.4.1).

Indikátory domácnostmi vnímané i očekávané inflace nezaznamenaly v poslední době významnějších změn. Nadále 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 zůstal v průměru stabilní. Jeho úroveň signalizuje, že stále převažuje podíl respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících stejný nebo rychlejší cenový růst než v minulosti.

¹² Již zavedená a zvažovaná protekcionistická opatření popisoval box v Zol III/2018. Riziko spojené s brexitem s ohledem na aktuální vývoj dočasně polevilo, resp. se posunulo do budoucnosti. Dopady případného neřízeného brexitu popisoval citlivostní scénář v Zol I/2019.

TAB. II.4.1

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 stabilním tempem 2,5 %

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

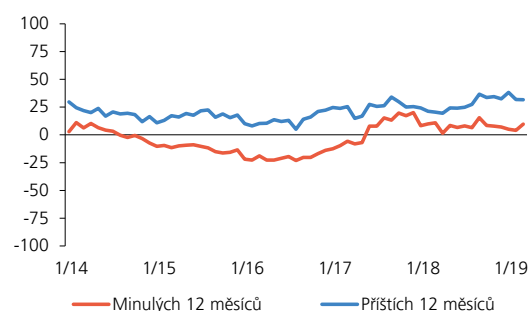
	12/18	1/19	2/19	3/19	4/19
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0
Reálný HDP v roce 2019	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2020		2,5	2,6	2,5	2,5
Nominální mzdy v roce 2019	6,7	6,8	6,8	6,4	6,4
Nominální mzdy v roce 2020		5,2	5,3	4,7	4,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,1	25,1	25,1	25,0	25,3
2T repo (v %)	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
1R PRIBOR (v %)	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,2			2,2	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,8			2,7	
CF:					
Reálný HDP v roce 2019	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6
Reálný HDP v roce 2020		2,6	2,6	2,6	2,5
Nominální mzdy v roce 2019	6,7	6,8	6,7	6,6	6,1
Nominální mzdy v roce 2020		5,0	5,3	5,2	5,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,3	25,2	25,3	25,2	25,3
3M PRIBOR (v %)	2,5	2,5	2,3	2,4	2,3

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátory vnímané i očekávané inflace se příliš nezměnily

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

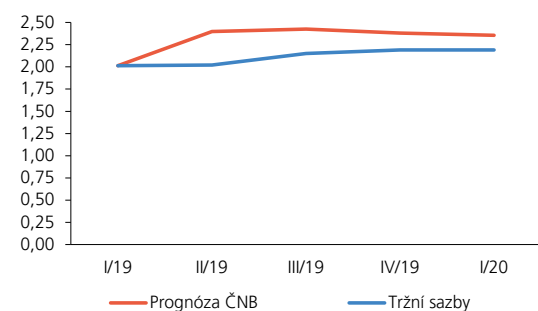


Analyticky odhadované tempo růstu české ekonomiky pro letošní i příští rok dosahuje zhruba 2,5 % (Tab. II.4.1). Mezi důvody jeho zpomalení ve srovnání s minulými roky jsou uváděny zpřísňování domácích měnových podmínek v úrokové i kurzové složce, zvolnění růstu světové ekonomiky, ale i působení globálních rizik, která se mohou projevit v nižší investiční aktivitě soukromého sektoru. Podmínky na trhu práce jsou nadále hodnoceny jako napjaté. Míra nezaměstnanosti by se však měla postupně lehce zvyšovat, což podle analytiků bude doprovázeno snižováním dynamiky mzdového růstu. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny k hladině mírně nad 25 CZK/EUR. Analytici se shodují, že z dlouhodobého hlediska bude koruna posilovat v návaznosti na příznivý vývoj domácí ekonomiky, přebytek běžného účtu a rozšiřující se úrokový diferenciál. Krátkodobě ji však mohou vychylovat vnější nejistoty, zejména obchodní jednání mezi USA a Čínou, ekonomické dopady spojené s brexitem nebo případné zavedení cel na vývoz automobilů do USA. Pozvolnější posilování by při přetrvávajících inflačních tlacích vyžadovalo přísnější úrokovou složku indexu měnových podmínek. Uvedené nejistoty se odrážejí i v poměrně širokém rozpětí mezi maximální a minimální očekávanou hodnotou měnového kurzu.¹³ Těsná většina analytiků v dubnovém šetření IOFT očekávala, že bankovní rada ČNB na květnovém zasedání ponechá základní úrokové sazby beze změny, zbyvající část předpokládala jejich zvýšení o 0,25 procentního bodu.¹⁴ V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činil 2,2 %.

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

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



Poznámka: Tržní sazby představují pro I/19 a II/19 3M PRIBOR, pro III/19 až I/20 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 18. dubnu 2019.

V porovnání s ČNB očekávají analytici letos stejný růst HDP při téměř shodné inflaci, avšak při jiné skladbě měnových podmínek.

Měnový kurz se v ročním horizontu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB, zatímco výhled úrokových sazeb leží lehce výše (Tab. II.4.1). Důvody ke zpřísnění měnové politiky někteří analytici spatřují především v solidním hospodářském růstu, inflaci nad cílem a slabé koruně. Jiní se domnívají, že ČNB z omezitelných důvodů se zvyšováním sazeb bude vyčkávat, až bude více jasné, jakým způsobem dopadne brexit; zároveň postupně přicházející data poskytnou lepší představu o kondici světové ekonomiky. Mzdová očekávání analytiků se příliš neodlišují od predikcí ČNB.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich pozvolný růst v ročním horizontu. S prognózou ČNB je konzistentní nejprve zvýšení domácích úrokových sazeb a poté jejich přibližná stabilita do poloviny roku 2020. Na horizontu jednoho roku tak tržní výhled leží jen lehce níže než sazby z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

13 V dubnovém šetření IOFT dosahuje rozpětí kurzu v ročním horizontu 24,6–26,7 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,4–26,5 CZK/EUR.

14 Toto šetření mělo uzávěrku 15. dubna. V později zveřejněných průzkumech zpravodajských agentur těsně před zasedáním bankovní rady, tj. na konci dubna, již většina respondentů očekávala zvýšení základních sazeb ČNB.

II.4.3 Alternativní scénář prognózy – model g3+

S využitím rozšířené verze stávajícího jádrového predikčního modelu ČNB byl zpracován alternativní scénář prognózy. Jeho účelem není zachytit konkrétní riziko základního scénáře, ale stručně představit model g3+ a s jeho pomocí vytvořenou prognózu. Počínaje příští Zprávou o inflaci se tento model stane hlavním predikčním nástrojem ČNB.

Model g3+ reflektuje dosavadní zkušenosti ČNB a trendy v oblasti makroekonomického modelování pro účely měnové politiky.

Z hlediska ekonomické teorie se nadále jedná o dynamický stochastický model všeobecné rovnováhy inspirovaný novou keynesovskou ekonomikou, která spojuje teorii reálného hospodářského cyklu s nominálními strnulostmi. Rozšíření stávajícího modelu g3 spočívá především v detailnější a vnitřně provázané struktuře zahraničního bloku, rozdělení zahraničních cen na energetickou a fundamentální (neenergetickou) část, realističtější zachycení spotřebního chování domácností a novém způsobu práce s exogenními výhledy. Zároveň došlo k úpravě hodnot některých modelových parametrů včetně snížení rovnovážné úrovně zahraničních sazeb. Provedené změny ve svém souhrnu přibližují modelovou strukturu skutečnosti v domácí i zahraniční ekonomice, a umožňují tak věrněji zachytit a detailněji popsat ekonomické jevy v prognózách. To v konečném důsledku vede k přiblížení modelového rámce současným makroekonomickým podmínkám a ke zlepšení predikčních vlastností modelu.

V rozšířeném zahraničním bloku je zachycena bohatší a vnitřně provázaná struktura zahraničního vývoje. Zahraniční blok stávajícího jádrového predikčního modelu g3 již obsahoval HDP a PPI v efektivní eurozóně a 3M EURIBOR. Nově však byly přímo do modelové struktury zařazeny HICP v efektivní eurozóně, kurz USD/EUR a cena ropy Brent.¹⁵ Tyto veličiny jsou navíc v modelu g3+ vzájemně provázány prostřednictvím malého strukturálního modelu ekonomiky eurozóny, což umožní lepší interpretaci vývoje v zahraničí.

Další výraznou změnou je rozdělení zahraničního PPI na energetickou a neenergetickou, tedy fundamentální část. Příspěvek energetické části je odvozen od vývoje cen ropy Brent, zatímco příspěvek neenergetické části odráží zahraniční fundamentální nákladové tlaky. Toto rozdělení je důležité vzhledem k asymetrii ve struktuře zahraničního obchodu české ekonomiky, která energetické suroviny dováží a vyváží naopak převážně zboží s vyšší přidanou hodnotou a služby. V rozkladu nominálních mezních nákladů v sektoru spotřeby je tak možno nově identifikovat i příspěvek cen energií.

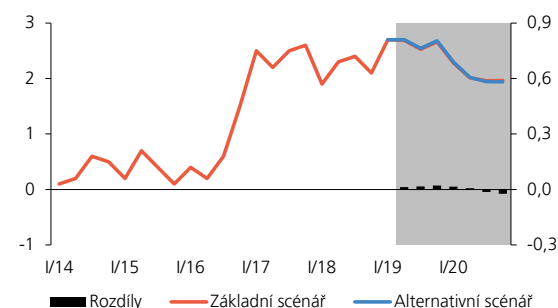
¹⁵ Dopady vývoje cen světových ropy a kurzu eura vůči dolaru dosud v prognózách ČNB figurovaly pouze skrze jejich expertní zohlednění ve vývoji zahraničního PPI, dovozních cen a navazujících domácích cenových okruhů (PPI, regulovaných cen apod.).

GRAF II.4.3

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3+ – CELKOVÁ INFLACE

Inflace se v základním i alternativním scénáři vrací v příštím roce ke 2% cíli, rozdíly jsou nepatrné

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

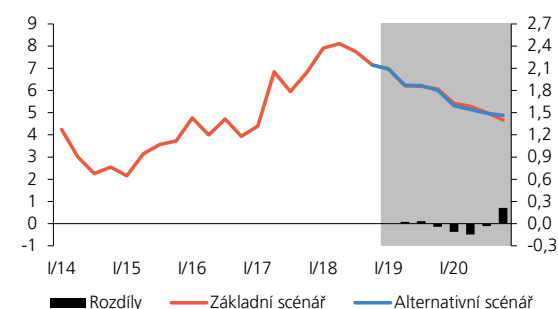


GRAF II.4.4

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3+ – NOMINÁLNÍ MZDY V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Růst nominálních mezd zpomaluje v podobném rozsahu v obou scénářích

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

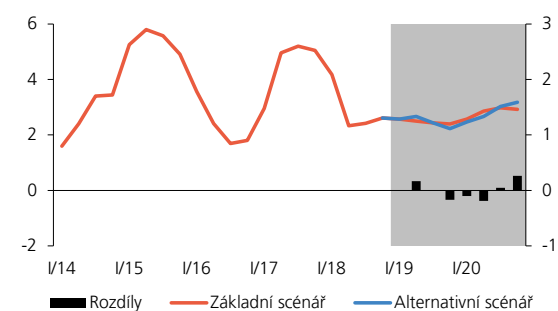


GRAF II.4.5

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3+ – REÁLNÝ HDP

Rozdíly v dynamice HDP mezi oběma scénáři jsou zanedbatelné

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



V modelové struktuře g3+ je rozšířen blok domácností. Modelové domácnosti jsou nově rozděleny na dva typy. První má přístup na finanční trh a může tedy spořit nebo si naopak půjčovat a vyhlazovat tak svoji spotřebu v čase. Druhý typ domácností přístup na finanční trh nemá a veškerý získaný příjem utratí ve stejném čtvrtletí na spotřebu. Toto rozšíření umožňuje lépe zachytit spotřební chování domácností a výrazně přispívá k vylepšení predikčních vlastností rozšířeného modelu.

Nad rámec uvedených modelových změn se zavádí nový způsob práce s exogenními výhledy. V rámci stávajícího modelu g3 je pro rozhodování modelových agentů využívána veškerá dostupná informace z výhledů i na horizontu několika let, zvláště v případě zahraničních veličin. To se však ukazuje jako silný předpoklad zejména s ohledem na dostupnost a spolehlivost výhledů veličin, kterými je prognóza podmíněna. Nově model g3+ předpokládá, že se informace z výhledů do očekávání a rozhodování agentů promítají pouze postupně.

Alternativní scénář je založen na stejných předpokladech a výhledech jako základní scénář. Proto prognóza modelem g3+ hodnotí současnou fázi ekonomického vývoje podobně jako základní scénář, a to jako sestup z vrcholu hospodářského cyklu, který je doprovázen dominantním působením domácích inflačních tlaků plynoucích z napjatého trhu práce.

Inflace spotřebitelských cen se stejně jako v základním scénáři na horizontu měnové politiky vrátí k 2% cíli (Graf II.4.3). Za tím stojí zvlňňování růstu domácích nákladů a pokles celkových dovozních cen v letošním roce. Model g3+ navíc podrobněji popisuje působení jednotlivých složek dovozních cen. Růst cen energetických statků na začátku prognózy překmitne do kladného příspěvku, který však rychle odezní v návaznosti na očekávaný pokles cen ropy. Oproti základnímu scénáři je příspěvek celkových dovozních cen ve druhé polovině roku 2019 více záporný, což je dáno nižší dynamikou fundamentální složky PPI, v níž se promítne předchozí pokles cen energií a zpomalení růstu zahraničního HDP. Shodně oba scénáře prognózuji pokračování postupného zpomalování růstu mezd v tuzemské ekonomice (Graf II.4.4), a to až k jeho rovnovážné hodnotě na konci predikčního horizontu. V roce 2020 se příspěvek domácích nákladových tlaků ustálí na hodnotě konzistentní s inflací na úrovni 2 %. Fundamentální dovozní ceny budou přispívat mírně proinflačně při jen pozvolném posilování kurzu koruny.

Růst české ekonomiky bude dle obou scénářů letos zhruba stabilní, v příštím roce mírně zrychlí (Graf II.4.5). V celoročních dynamikách prognóza pomocí modelu g3+ zcela odpovídá základnímu scénáři. Také u spotřeby domácností a investic je vývoj na horizontu prognózy obdobný. Vyšší tempo růstu vývozu oproti základnímu scénáři je v alternativním scénáři podpořeno slabším kurzem, což zlepšuje

cenovou konkurenceschopnost vývozců. Vyšší růst dovozu pak odpovídá rychlejší dynamice vývozu.¹⁶

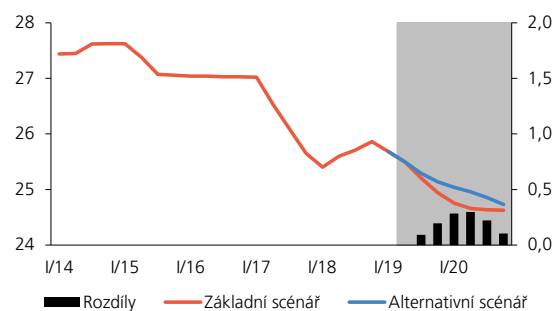
Nominální kurz posiluje oproti základnímu scénáři poněkud pozvolněji (Graf II.4.6). Za tím stojí pomalejší růst fundamentální (neenergetické) části cen zahraničních výrobců na začátku prognózy, který snižuje konkurenceschopnost českých vývozců a vytváří tak tlak na pozvolnější posilování kurzu. V nastavení počáteční podmínky i na prognóze je v trajektorii kurzu, analogicky jako v základním scénáři, expertně zohledněn pozorovaný vývoj kurzu koruny.

Prognózovaný vývoj úrokových sazeb je v roce 2019 zhruba v souladu se základním scénářem (Graf II.4.7). S prognózou z alternativního scénáře je rovněž konzistentní zvýšení domácích úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí tohoto roku a poté jejich přibližná stabilita po dobu několika čtvrtletí. Oproti základnímu scénáři jsou v roce 2019 domácí sazby nepatrně nižší v návaznosti na více protiinflační působení dovozních cen. Znatelnější snížení domácích sazeb v příštím roce pak odráží nový způsob práce s exogenními výhledy.

GRAF II.4.6

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3+ – NOMINÁLNÍ MĚNOVÝ KURZ

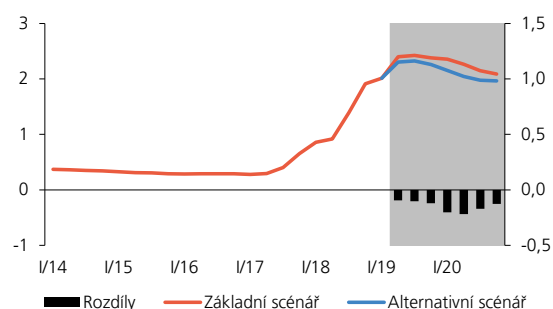
V rozšířeném modelu g3+ posiluje koruna vůči euru pozvolněji (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



GRAF II.4.7

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3+ – 3M PRIBOR

V alternativním scénáři leží úrokové sazby lehce níže, profil jejich vývoje je však obdobný jako v základním scénáři (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



¹⁶ Dovošní náročnost investic v modelu g3+ klesá zavedením podílu domácí výroby na jejich realizaci, u spotřeby vlády se naopak nově předpokládají částečně i dovozní vstupy.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

V porovnání s prognózou z podzimu 2017, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace pohybovala až do konce roku 2018 níže. V prvním čtvrtletí 2019 však spotřebitelské ceny rostly v průměru tempem 2,7 %, což již bylo znatelně nad uvedenou predikcí. Při zpětném pohledu lze přitom měnovou politiku ČNB v minulém období označit jako o něco více uvolněnou, než by bylo bývalo optimální z hlediska plnění inflačního cíle. Ke zrychlenému růstu cen v posledních měsících přispěla zejména jádrová inflace, významně se však projevila také zvýšená dynamika regulovaných cen a obnovující se růst cen potravin. Dynamika cen pohonných hmot byla naopak utlumená. V rámci jádrové inflace pokračoval výrazný růst cen neobchodovatelných statků, což ukazuje na nadále silnou domácí poptávku v prostředí pokračujícího svižného růstu mezd. Dynamika dovozních cen v letošním roce mírně zrychlovala v důsledku oslabeného kurzu koruny a stále solidního růstu zahraničních cen, a to i přes nedávný pokles cen ropy. Obdobně se vyvíjela také dynamika cen průmyslových výrobců. Ceny zemědělských výrobců strmě vzrostly. Na trhu nemovitostí se postupně zmírňovala dynamika nabídkových cen bytů, naopak růst realizovaných cen se ve druhé polovině loňského roku opět zvyšoval. Tempo růstu cen stavebních prací se koncem prvního čtvrtletí prudce zvýšilo. Vlivem silné poptávky svižně rostly také ceny služeb pro podnikatelskou sféru.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

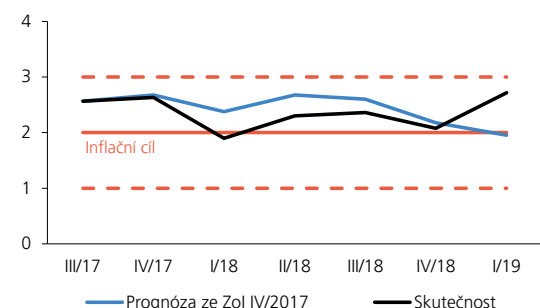
Dle prognózy ze Zol IV/2017¹⁷ měla inflace setrvat do konce roku 2018 nad cílem a na horizontu měnové politiky se k němu vrátit (Graf III.1.1). Růst domácích nákladů se měl do konce roku 2017 dále zvýšit v návaznosti na napjatou situaci na trhu práce. Poté se domácí nákladové tlaky s přispěním stabilizačního působení měnové politiky měly zmírnit, stále však měly převažovat nad protiinflačním působením dovozních cen. Jejich vývoj měl odrážet zejména posilující kurz koruny při dočasně slábnoucí dynamice zahraničních výrobních cen.

Pozorovaná inflace se do konce roku 2018 nacházela pod prognózou, na počátku letošního roku naopak znatelně nad ní. Rozdíl mezi skutečností a prognózou v prvním čtvrtletí 2019 dosáhl 0,7 procentního bodu (Tab. III.1.1). K tomu přispěl zejména v posledních čtvrtletích slabší kurz koruny, který se promítal především v jádrové inflaci

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se do konce roku 2018 nacházela mírně pod prognózou, na začátku letošního roku naopak znatelně nad ní (meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Vyšší než prognózovaná byla zejména jádrová inflace a růst regulovaných cen, ceny potravin celkovou odchylku od prognózy naopak částečně kompenzovaly (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol IV/2017	Skutečnost 1. čtvrtletí 2019	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{c)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,0	2,7	0,7
z toho:			
regulované ceny	1,7	3,7	0,3
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,0	0,0	0,0
jádrová inflace ^{b)}	2,1	2,9	0,5
ceny potravin ^{b)}	2,0	1,7	-0,1
ceny pohonných hmot ^{b)}	-1,7	1,3	0,1

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

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

c) Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

17 Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je vhodné zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro posouzení plnění cíle v prvním čtvrtletí 2019 je přitom – s ohledem na zpoždění v transmisi měnové politiky – nutné zkoumat období od července 2017 do března 2018 (tzv. rozhodné období). Analýza naplnění prognóz se v této kapitole zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci IV/2017 s následným vývojem.

a spolu s předchozím vlivem zvýšených cen ropy také v cenách pohonných hmot. Ve stejném směru působil také nečekaně rychlý nárůst regulovaných cen začátkem letošního roku v souvislosti se zdražením elektrické energie pro domácnosti. V opačném směru působil vývoj cen potravin.

Z hlediska vnějších faktorů se od předpokladů prognózy počátku odchylovala silnější zahraniční poptávka. Ta se spolu s výrazně vyšší cenou ropy Brent promítala do rychlejšího růstu výrobních cen v efektivní eurozóně, než předpokládala prognóza. Od poloviny minulého roku byl však růst zahraniční ekonomické aktivity oproti předpokladům prognózy pomalejší, přičemž zmírnění poptávkových tlaků na růst výrobních cen bylo vyvažováno slabším kurzem eura vůči dolaru. Předpoklad setrvání zahraničních úrokových sazeb v záporných hodnotách¹⁸ se naplnil (Tab. III.1.2). V souhrnu měl skutečný vývoj v zahraničí – dle simulace stávajícím jádrovým predikčním modelem ČNB – oproti hodnocené prognóze působit ve směru strmějšího posílení koruny při zhruba neutrálním dopadu do domácích úrokových sazeb a cenového vývoje. V realitě to však k silnějším než prognózovaným hodnotám kurzu nevedlo vlivem negativního sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům.

Domácí ekonomická aktivita po většinu období působila směrem k nižší inflaci ve srovnání s prognózou. Pozorovaná dynamika reálného HDP zaostávala za očekáváním vlivem nižšího růstu spotřeby domácností a menšího příspěvku zásob. Také příspěvek čistého vyvozu se odchýlil od prognózy směrem dolů v důsledku zpomalení růstu zahraniční poptávky, které odráželo vznik nejistot ve světovém obchodě. Naopak mzdová dynamika byla v roce 2018 výrazně vyšší oproti predikci, a to kvůli pokračujícímu přehřívání trhu práce při současně vysokém růstu efektivity práce.

Skladba měnových podmínek se mírně odchylovala od prognózy. Měnový kurz nejprve posiloval pozvolněji ve srovnání s prognózou, od jara 2018 pak v důsledku globálních faktorů dokonce nečekaně oslaboval. Na to reagovala měnová politika dřívějším a výraznějším zvyšováním úrokových sazeb ve srovnání s prognózou (Tab. III.1.3). Měnové podmínky tak byly oproti očekávání 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 července 2017 do března 2018 hodnotit jako více uvolněnou, než by bylo bývalo optimální. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V rozhodném období bankovní rada zpočátku hodnotila rizika prognóz jako vychýlená v mírně proinflačním směru, poté jako vyrovnaná a následně mírně protiinflační.

¹⁸ 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.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraněční ekonomická aktivita zpočátku rostla oproti prognóze výrazněji; vyšší byla i cena ropy, což vyústilo v rychlejší dynamiku výrobních cen

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

		IV/17	I/18	II/18	III/18	IV/18	I/19
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,4	2,2	2,0	2,1	2,1	2,1
	s	2,9	2,5	2,4	1,9	1,4	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	1,5	0,0	1,0	1,9	2,3	2,6
	s	2,4	1,8	2,9	4,2	3,9	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,18	1,17	1,17	1,18	1,18	1,18
	s	1,18	1,23	1,19	1,16	1,14	1,14
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	55,5	55,0	54,7	54,4	54,2	54,1
	s	61,5	67,2	75,0	75,8	68,6	63,8

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol IV/2017

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Měnové podmínky byly více uvolněné v kurzové složce a naopak přísnější v úrokové složce

(p – prognóza, s – skutečnost)

		IV/17	I/18	II/18	III/18	IV/18	I/19
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	2,7	2,4	2,7	2,6	2,2	2,0
	s	2,6	1,9	2,3	2,4	2,1	2,7
3M PRIBOR (v %)	p	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,3
	s	0,7	0,9	0,9	1,4	1,9	2,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,8	25,3	24,9	24,8	24,8	24,8
	s	25,7	25,4	25,6	25,7	25,9	25,7
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	5,2	4,4	2,7	3,2	3,5	3,7
	s	5,0	4,2	2,3	2,4	2,6	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	7,9	7,8	7,3	6,9	6,3	5,5
	s	6,8	7,9	8,1	7,7	7,2	-

a) sezonně očištěno

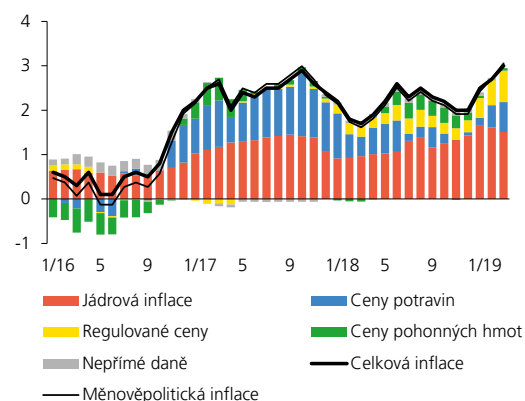
b) v tržních odvětvích

GRAF III.1.2

STRUKTURA INFLACE

Inflace se v průběhu prvního čtvrtletí zvýšila ke 3 %, a to vlivem rostoucího příspěvku cen potravin a regulovaných cen při nadále silné jádrové inflaci

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

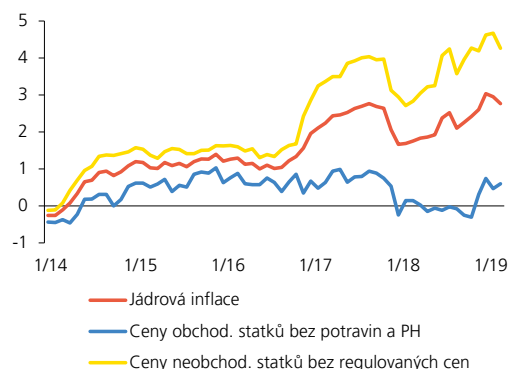


Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

GRAF III.1.3

JÁDROVÁ INFLACE

K nárůstu jádrové inflace přispělo zejména zrychlení růstu cen neobchodovatelných statků, ceny obchodovatelných statků přitom také mírně rostly
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

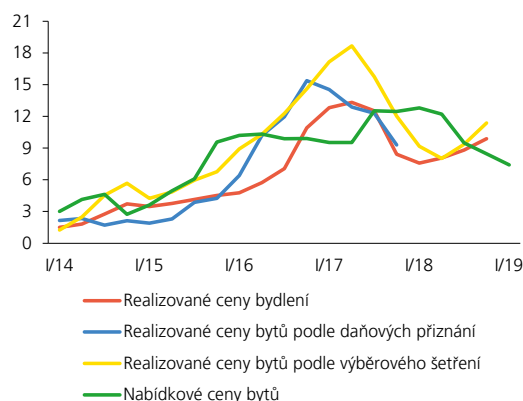
Růst cen potravin i regulovaných cen počátkem roku zrychloval, naopak dynamika cen pohonných hmot byla nevýrazná
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.5

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLNÍ

Dynamika nabídkových cen bytů se postupně zmírňovala, naopak růst realizovaných cen opět zrychloval
(meziroční změny v %)



Pozorovaná inflace se v prvním čtvrtletí 2019 zvýšila do horní poloviny tolerančního pásma 2% cíle, když v březnu dosáhla jeho 3% horní hranice. S výhodou zpětného pohledu tak lze říci, že měnová politika v uvedeném období měla být o něco přísnější.¹⁹

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Dynamika spotřebitelských cen se v prvním čtvrtletí zvýšila na 2,7 % a v březnu dosáhla 3 % (Graf III.1.2). Největší příspěvek měla nadále jádrová inflace, ve které se projevil pokračující růst spotřebitelské poptávky a svižný růst mezd. Zvýšení celkové inflace významně ovlivnil také nárůst regulovaných cen. V průběhu prvního čtvrtletí se navíc obnovil kladný příspěvek cen potravin. Růst cen pohonných hmot se v průběhu prvního čtvrtletí v reakci na předchozí propad cen ropy dočasně zastavil, k jeho konci však opětovně oživil. Měnověpolitická inflace se nacházela nejprve lehce pod celkovou inflací, v průběhu prvního čtvrtletí se však dostala nepatrně nad ni.²⁰

Ke zvýšení jádrové inflace přispěly jak ceny neobchodovatelných, tak obchodovatelných statků (Graf III.1.3). Ve skupině neobchodovatelných statků se v prvních dvou měsících letošního roku výrazně zvýšily ceny zimních dovolených v ČR. Zároveň pokračoval – i přes lehké zvolnění v průběhu čtvrtletí – výrazný růst imputovaného nájemného. Vysokou dynamiku zaznamenaly také ostatní ceny spojené s bydlením i ceny v restauracích a kavárnách. Ceny obchodovatelných statků se v průběhu prvního čtvrtletí mírně zvyšovaly zejména vlivem rostoucích cen zboží určeného pro osobní péči a bytové vybavení. Zároveň lehce vzrostly také ceny dopravních prostředků. Na růst cen obchodovatelných statků měla vliv i meziročně slabší úroveň kurzu, a to jak k euru, tak především k dolaru.

Růst cen potravin se počátkem letošního roku postupně obnovil (Graf III.1.4). Nejvýrazněji rostly ceny zeleniny, a to především ceny brambor, což odráželo loňskou špatnou úrodu ovlivněnou suchem. Zvyšovaly se také ceny alkoholických nápojů a pekárenských výrobků. Na druhou stranu působil setrvalý propad cen cukru a pokračující pokles cen ovoce, ke kterému přispěla dobrá úroda z loňského roku.

Vlivem značného zdražení elektřiny pro domácnosti výrazně stoupla dynamika regulovaných cen (Graf III.1.4). Tomu předcházela silný růst cen silové elektřiny na komoditních burzách. Ve stejném směru na regulované ceny působilo i zrychlení růstu cen tepla a plynu. Dynamika regulovaných cen byla naopak tlumena slevami žákovského

19 Měnová politika v období po ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 postupovala vzhledem k okolnostem obezřetně při zpřísňování měnových podmínek; vývoj inflace nad 2% cílem ČNB byl přitom do určité míry vědomou součástí strategie opuštění kurzového závazku.

20 V březnu 2019 odezněl kladný daňový dopad daný zvýšením spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2018. V opačném směru působilo snížení DPH ve veřejné dopravě od letošního února. V souhrnu byl dopad změn nepřímých daní od února 2019 lehce záporný.

a důchodcovského jízdného ve vlacích a autobusech, které byly zavedeny v loňském roce. Celkově tak regulované ceny v březnu vzrostly o 4,5 %.

Prudké snížení cen ropy se v závěru loňského roku promítlo do útlumu dynamiky cen pohonných hmot (Graf III.1.4). Jejich růst se v únoru v podstatě zastavil, a to i přes více než 10% oslabení kurzu koruny vůči americkému dolaru. Návrat korunových cen ropy k meziročnímu růstu v posledních měsících vedl v březnu k obnovení kladné dynamiky cen pohonných hmot.

Vysoká dynamika nabídkových cen bytů se postupně zmírňovala, naopak růst realizovaných cen v roce 2018 lehce zrychloval (Graf III.1.5). Ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl meziroční růst realizovaných cen bydlení zhruba 10 %. Významným faktorem celkově rychlého růstu cen nemovitostí zůstává nedostatečná nabídka bytů ve velkých městech. Nadále velmi silný růst pokračuje zejména u realizovaných cen pražských novostaveb, u kterých se ve čtvrtém čtvrtletí ceny meziročně zvýšily o téměř 18 %.

Meziroční růst indexu CPIH ve čtvrtém čtvrtletí 2018 dočasně zvolnil podobně jako dynamika spotřebitelských cen. Experimentální index CPIH, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků, zvolnil v závěru loňského roku na 3,1 % (Graf III.1.6). V porovnání s inflací dle CPI byla ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku dynamika indexu CPIH vyšší o 1 procentní bod.

III.1.3 Dovozní a produkční ceny

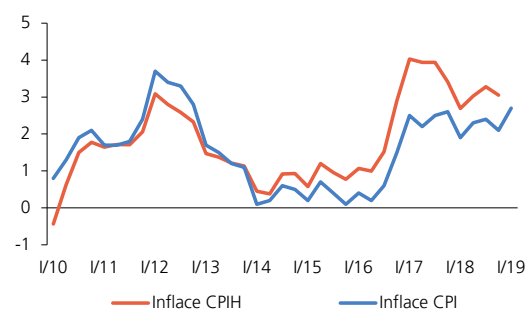
Po dočasném zvolnění koncem loňského roku růst dovozních cen následně mírně zesílil v důsledku zvýšení dynamiky cen výrobků (Graf III.1.7). To odráželo předchozí oslabení kurzu koruny při přetrvávajícím růstu cen výrobců v efektivní eurozóně vyjma cen energií. Vzrostly především ceny strojů a dopravních prostředků. Příspěvek skupiny minerálních maziv zůstal v důsledku loňského poklesu cen ropy nízký. Dovozní ceny neenergetických surovin, polotovarů i potravin rostly jen velmi mírně.

Růst cen průmyslových výrobců během prvního čtvrtletí postupně zrychloval (Graf III.1.8). K tomu přispěla především zvyšující se dynamika cen výrobců elektřiny, plynu a páry a také postupně zrychlující růst cen v potravinářském průmyslu v důsledku loňské neúrody. Příspěvek cen koksu a rafinovaných ropných produktů v lednu dočasně poklesl, v únoru však opět zesílil. Dynamika cen v odvětví těžby a dobývání zůstala i přes dílčí zvolnění výrazná. Podobný profil zaznamenaly i ceny výrobců v odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků, které se v únoru zvýšily o téměř 3 %. Oproti čtvrtému čtvrtletí loňského roku zároveň došlo ke zrychlení růstu cen dopravních prostředků. V prvním čtvrtletí tak došlo ke zvýšení všech ostatních výrobních cen v průmyslu, a to v návaznosti na oslabení kurzu a stále silnou domácí poptávku.

GRAF III.1.6

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

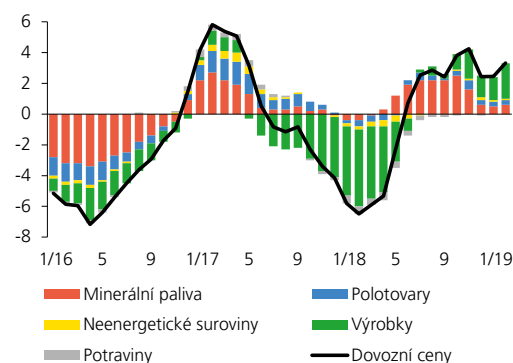
Dynamika indexu CPIH se ve čtvrtém čtvrtletí 2018 snížila v podobném rozsahu jako spotřebitelská inflace
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

DOVOZNÍ CENY

Dominantní vliv na zrychlení růstu dovozních cen v prvním čtvrtletí mělo zvýšení příspěvku cen výrobků
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

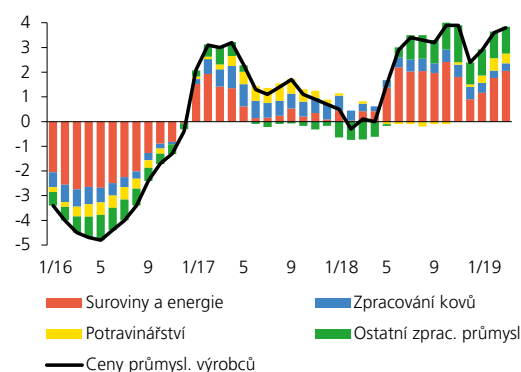


Poznámka: Potravinový zahrnuje také nápoje a tabák.

GRAF III.1.8

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

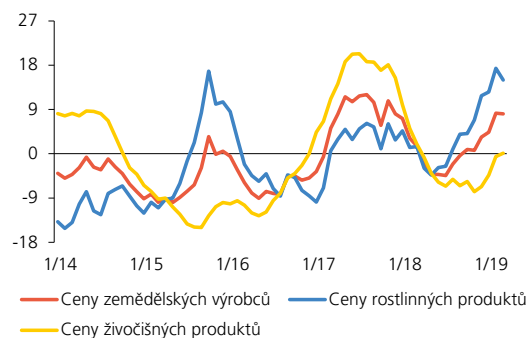
Růst cen průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí opětovně nabral na síle zejména vlivem zvyšujícího se příspěvku surovin a energií
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.9

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Vedle silného růstu cen v rostlinné výrobě se ve zvyšování dynamiky cen zemědělských výrobců projevilo také odeznění poklesu cen v živočišné výrobě (meziroční změny v %)



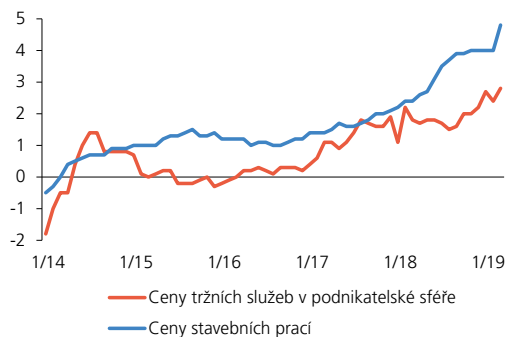
Ceny zemědělských výrobců se na začátku roku dále zvyšovaly, přičemž silná byla zejména dynamika cen rostlinných produktů (Graf III.1.9). Podobně jako u dovozních cen byl i zde růst cen od konce loňského roku ovlivňován oslabením kurzu koruny. Na zrychlení růstu cen v rostlinné výrobě se podílela téměř 20% dynamika cen obilovin spolu s obnovením výrazného růstu cen olejnin. To bylo do značné míry důsledkem vývoje v loňském roce, kdy se spojil efekt nižší domácí sklizně s poklesem produkce významných světových producentů z Austrálie a Ruska, což vedlo ke snížení světových zásob. V rámci rostlinné výroby dále znatelně zrychlil také růst cen zeleniny. Pokles cen v živočišné výrobě v průběhu prvního čtvrtletí odezněl. To souviselo mimo jiné s pozvolným oživením růstu cen mléka po jeho loňském výrazném poklesu v důsledku nadprodukce v EU. Současně se zastavil předchozí propad cen většiny komodit živočišné výroby.

Dynamika cen stavebních prací v březnu skokově zrychlila k 5 %, svižně rostly i ceny tržních služeb pro podnikatele (Graf III.1.10). Zrychlený růst cen stavebních prací odráží silnou poptávku po stavební produkci a rychle se zvyšující ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví. V rámci tržních služeb pro podnikatele zaznamenaly citelný nárůst zejména ceny za služby v oblasti řízení, pojištění, zajištění a penzijního financování a za služby v oblasti zaměstnání. Naopak klesaly ceny za skladování a podpůrné služby v dopravě.

GRAF III.1.10

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Růst cen stavebních prací koncem prvního čtvrtletí skokově zrychlil, ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru rovněž svižně rostly (meziroční změny v %)



III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Kladná meze výstupu české ekonomiky se postupně přivírá. Růst HDP v závěru loňského roku lehce zrychlil na 2,6 %, což zčásti souviselo s jednorázovými efekty, které vedly ke snížení záporného salda čistého vývozu. Příspěvek spotřeby domácností se přitom opět lehce snížil, její dynamika však stále zůstává solidní. K růstu ekonomické aktivity ve čtvrtém čtvrtletí největší měrou přispěly soukromé a vládní investice. Kladný zůstal také příspěvek spotřeby vlády. Zrychlení růstu hrubé přidané hodnoty bylo taženo především vyšším příspěvkem zpracovatelského průmyslu. Nejvyšší příspěvky však vykazovaly i nadále tržní služby a obchod. Dynamika průmyslové produkce byla na začátku letošního roku utlumená, zatímco stavební produkce pokračovala v solidním růstu. Podnikatelský i spotřebitelský sentiment se mírně snížil.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Výkon české ekonomiky se postupně shora přibližuje svému potenciálu. Podle malého strukturálního modelu se kladná meze výstupu v uplynulém roce pozvolna snižovala pod 1 %, a to v návaznosti na zpomalování HDP a kulminaci proinflačního působení trhu práce (Graf III.2.1). Na horizontu prognózy se bude meze výstupu dále postupně uzavírat v reakci na další zpřísňování měnových podmínek a jen zvolna rostoucí zahraniční poptávku, přičemž fiskální impuls bude v letošním roce nadále kladný. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj míry inflace a vliv měnové politiky, naopak naznačuje, že se ekonomika již ke svému potenciálu přiblížila a na horizontu prognózy u něj také setrvává.

V loňském roce kulminoval odhadovaný růst potenciálního produktu lehce pod 4 %, na prognóze se vrátí ke 3 % (Graf III.2.2). K jeho postupnému zrychlování docházelo v průběhu předchozích let po překonání dozvuků hospodářské krize a obnovení výrazného růstu ekonomické aktivity při jen umírněných inflačních tlacích. Na horizontu prognózy dle obou metod růst potenciálního produktu mírně zpomalí. Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce došlo v posledních letech 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 rozkolísaný vlivem nerovnoměrného čerpání evropských fondů. Pozitivní vliv zvyšování kapitálové zásoby se přitom bude nadále projevovat v růstu produktivity práce.

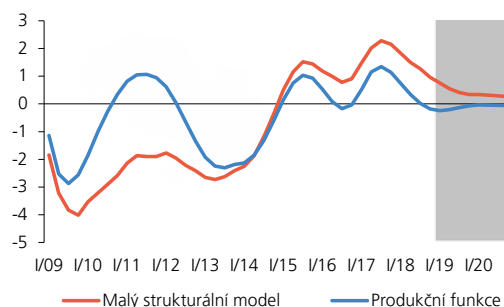
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Růst hrubého domácího produktu v posledním čtvrtletí loňského roku nepatrně zrychlil na 2,6 % (Graf III.2.3). Za nárůstem dynamiky stálo zmírnění záporného příspěvku čistého vývozu, které odráželo zrychlení růstu vývozu a naopak jeho zpomalení u dovozu. S výjimkou stabilně záporného příspěvku změny stavu zásob se příspěvky všech ostatních složek poptávky mírně snížily. Nadále nejvyšší příspěvek

GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

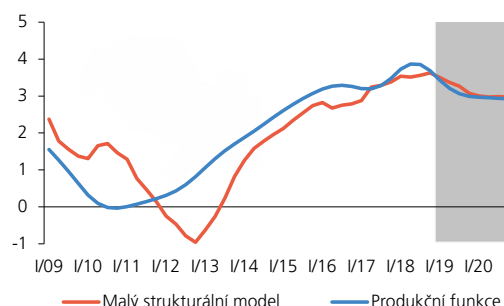
Podle malého strukturálního modelu se bude dosud kladná meze výstupu dále postupně uzavírat; podle produkční funkce se ekonomika do blízkosti svého potenciálu již vrátila (v % potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Růst potenciálního produktu kulminoval ve třetím čtvrtletí 2018, na prognóze bude pozvolna zpomalovat ke 3 % (meziroční změny v %)

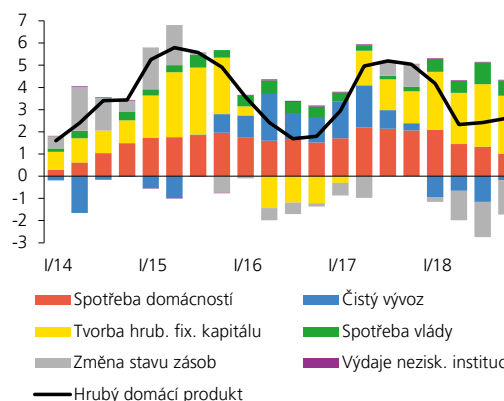


GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Za nepatrným zrychlením růstu české ekonomiky stálo ve čtvrtém čtvrtletí zejména snížení záporného příspěvku čistého vývozu

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

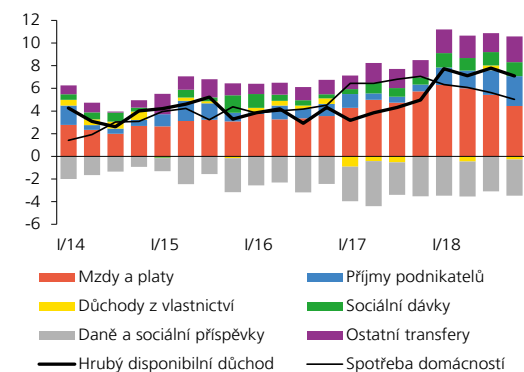


GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst spotřeby domácností nadále zaostával za dynamikou hrubého disponibilního důchodu, k jehož růstu přispívaly zejména mzdy a platy a příjmy podnikatelů

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



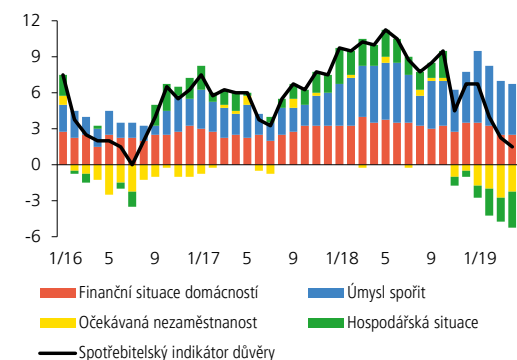
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a snížený důchod.

GRAF III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Optimistická očekávání spotřebitelů začala polevovat, zhoršila se zejména očekávání budoucího ekonomického výhledu a nezaměstnanosti

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



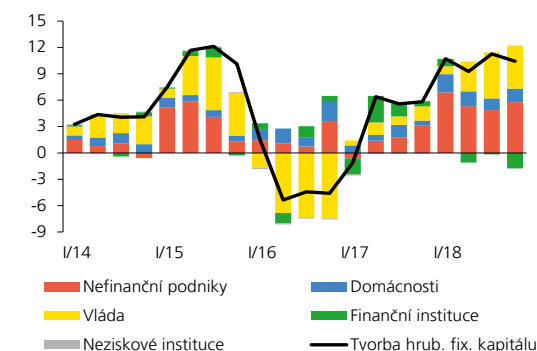
Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu následujících 12 měsíců.

GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Za vysokou investiční aktivitou stály v posledním období zejména investice nefinančních podniků a vlády

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



k růstu HDP vykazuje tvorba hrubého fixního kapitálu, která již od začátku roku 2018 převyšuje příspěvek spotřeby domácností.

Ačkoli spotřeba domácností v loňském roce postupně oslabovala, měla stále významný podíl na růstu české ekonomiky. Podle věcného členění přispívaly k celkové dynamice všechny její složky, rostla jak krátkodobá, střednědobá, tak dlouhodobá spotřeba. Pokles spotřeby zboží byl částečně kompenzován vyššími výdaji na služby.

Dynamika hrubého disponibilního důchodu přesahovala po celý loňský rok 7 % (Graf III.2.4). Snížení příspěvku objemu mezd a platů bylo ve čtvrtém čtvrtletí zčásti kompenzováno nárůstem příspěvku příjmů podnikatelů. Tempo růstu hrubého disponibilního důchodu nadále převyšovalo dynamiku spotřeby domácností, což vedlo k dalšímu zvýšení míry úspor, která od poloviny roku 2017 narůstá.

Donedávna vysoká spotřebitelská důvěra začala od podzimu loňského roku postupně slábnout (Graf III.2.5). České domácnosti po delší době vnímají především možné budoucí zhoršení celkové ekonomické situace a očekávají nárůst nezaměstnanosti. Svou finanční situaci však posuzují stále optimisticky, o čemž svědčí také silný růst maloobchodních tržeb v prvních měsících letošního roku.

Růst reálné spotřeby vlády na konci roku zpomalil, zůstal však nadále svižný. Zvyšování vládní spotřeby v nominálním vyjádření táhl v posledním čtvrtletí 2018 především pokračující růst mezd ve veřejném sektoru. Ten však zároveň vedl k vysoké dynamice deflátoru spotřeby vlády. Růst nemzdových výdajů byl stále svižný.

Vysoké tempo růstu investic zaznamenala téměř všechna odvětví v ekonomice (Graf III.2.6). Dominantní pozici v investování do fixního kapitálu si nadále drží nefinanční podniky. Velmi solidně však rostou také investice vlády. K rychlejšímu tempu veřejných investic dochází jak na úrovni centrální vlády, tak zejména u místních samospráv, k čemuž přispívá narůstající čerpání evropských fondů. Podnikové investice směřovaly z pohledu věcného členění do všech oblastí, což odráží pokračující růst domácí i zahraniční poptávky a snahu podniků o zefektivnění výroby při napjatém trhu práce. K růstu tvorby hrubého fixního kapitálu nejvíce přispěly investice do strojů a zařízení a investice do budov a staveb.

Významně rostly také investice domácností, které své kapitálové výdaje směřovaly především do pořízování obydlí. Pokračující svižná investiční aktivita koresponduje s pozorovaným vysokým tempem dokončených bytů, počet zahájených bytů naopak mírně poklesl. I nadále vysoká poptávka domácností po bydlení je tlumena zpřísněnými podmínkami pro poskytování hypotečních úvěrů.

Příspěvek tvorby zásob k růstu HDP setrvává od začátku loňského roku na výrazně záporných hodnotách. Za tím stojí pravděpodobně postupné rozpouštění vysokého stavu zásob nahromaděných v průběhu

předchozího období. Děje se tak v situaci vysokého využití výrobních kapacit a nadále silné poptávky.

Záporný příspěvek čistého vývozu ve čtvrtém čtvrtletí téměř odezněl vlivem zrychlení vývozu zboží i služeb (Graf III.2.7).

V důsledku náročnějšího procesu certifikace²¹ nových osobních automobilů tak nejspíše došlo k odsunu části produkce a vývozu až na čtvrté čtvrtletí. Podle individuálních dat nefinančních podniků se to v ČR týkalo především výrobců dílů. Tuto domněnku podporuje také produktová struktura vývozu zboží, kde se oproti třetímu čtvrtletí znatelně zvýšil příspěvek motorových vozidel, zatímco v ostatních segmentech se významně nezměnil. Naopak dovoz mírně zpomalil v důsledku slabšího růstu domácí poptávky a vlivem odeznění jednorázového navýšení dovozu služeb ve třetím čtvrtletí. I tak ale růst dovozu setrval na vysokých hodnotách.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Růst hrubé přidané hodnoty v závěru loňského roku opět lehce zrychlil (Graf III.2.8). Podobně jako ve třetím čtvrtletí se na dynamice HPH nejvíce podílely tržní služby a obchod. Zrychlení růstu přidané hodnoty však bylo taženo zejména zpracovatelským průmyslem, kde se projevilo zrychlení růstu produkce automobilového sektoru určené na vývoz. Firmy v tomto odvětví se přitom již delší dobu potýkají s velmi vysokým využitím výrobních kapacit.

Dynamika tržeb ve službách znatelně zvolnila napříč všemi sektory. Nadále nejvyšší růst tržeb si udržel sektor informačních a komunikačních činností, za kterým následoval sektor dopravy a skladování. V ostatních sektorech tržby převážně meziročně klesaly.

Růst průmyslové produkce byl v posledních měsících převážně utlumený (Graf III.2.9). Nižší dynamiku vykazovala v posledním čtvrtletí roku 2018 všechna odvětví. Zatímco pro část podniků byly stále hlavní bariérou omezené výrobní kapacity, jinde vede k útlumu produkce slabší zahraniční poptávka, o čemž svědčí také nevýrazná dynamika průmyslových zakázek.

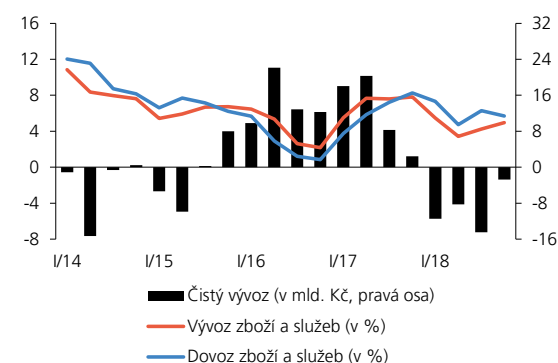
Za největší překážku zvyšování průmyslové produkce podniky považují nedostatečnou poptávku (Graf III.2.10). Ta se po delší době stala opět dominantním faktorem brzdícím jejich produkci. Stále významné omezení však představuje také nedostatek zaměstnanců, který je odrazem přetrvávajícího napětí na trhu práce. Naopak příznivě podniky vnímají svou finanční situaci. Využívání výrobních kapacit se drží přes 85 %.

²¹ Jedná se především o metodiku WLTP (World Harmonized Light Vehicle Test Procedures), která pro výrobce automobilů a náhradních dílů znamenala vyšší operační a administrativní zátěž. S výjimkou posledního čtvrtletí vedly zpřísněné standardy k oslabené produkci a utlumenému vývozu těchto výrobků z ČR v celém roce 2018.

GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

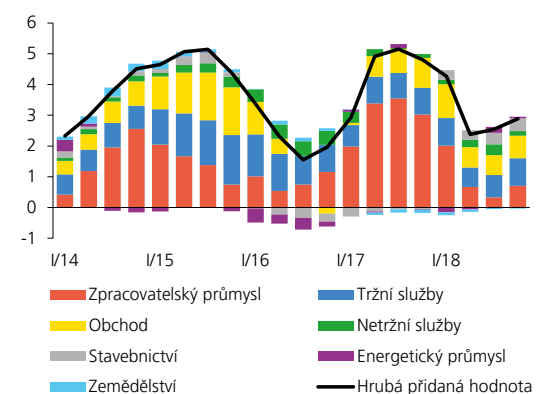
Sbližení dynamik vývozu a dovozu mělo za následek snížení záporného salda čistého vývozu
(meziroční změny v % a mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Růst hrubé přidané hodnoty lehce zrychlil, k její dynamice nejvýrazněji přispěla odvětví tržních služeb spolu s obchodem
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)

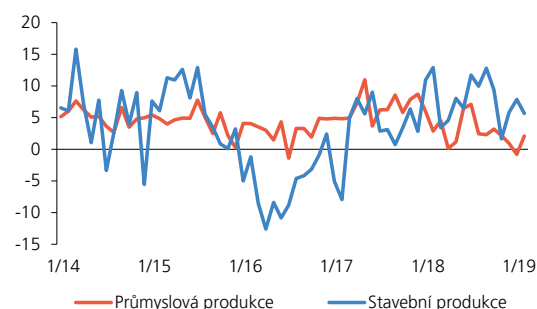


Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Dynamika průmyslové produkce je na počátku letošního roku utlumená, stavebnictví naopak pokračuje ve svižném růstu
(meziroční změny v %)

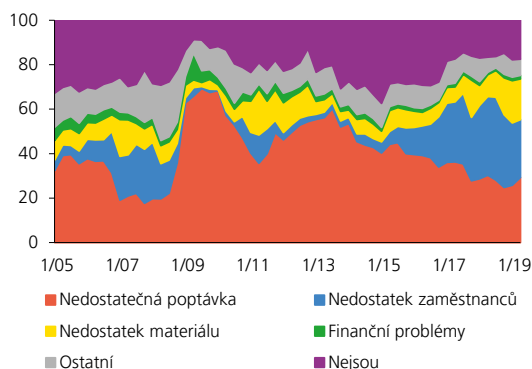


GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Hlavní bariérou průmyslové produkce je nedostatečná poptávka, významným omezením však zůstává také nedostatek zaměstnanců

(v %)

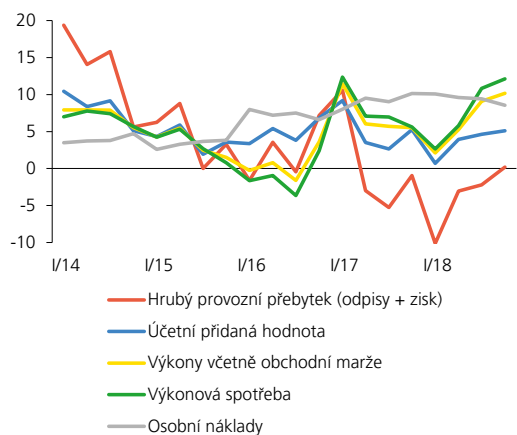


GRAF III.2.11

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Propad hrubého provozního přebytku se po delší době zastavil, což bylo dáno zesílením dynamiky výkonů a mírně oslabujícím růstem osobních nákladů

(meziroční změny v %)



Vývoj ve stavebnictví je na začátku letošního roku příznivý (Graf III.2.9). Krátkodobé zpomalení dynamiky v průběhu čtvrtého čtvrtletí loňského roku bylo způsobeno především efektem vysoké srovnávací základny a nižší hodnotou nových zakázek. Začátek roku přinesl opětovné oživení, a to jak v pozemním, tak především v inženýrském stavitelství. To i nadále těží z rychlého růstu vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů.

Podnikatelský sentiment se mírně snížil, zůstává nicméně pozitivní. Zhoršený globální sentiment se však spolu s omezenými výrobními kapacitami negativně projevil v důvěře podnikatelů v průmyslu a v menší míře také v sektoru obchodu a služeb. Ve stavebnictví se naproti tomu indikátor podnikatelské důvěry zvýšil.

Pokles hrubého provozního přebytku se ve sledovaných podnicích po delší době zastavil (Graf III.2.11). Růst výkonů i výkonové spotřeby totiž v závěru roku dále zrychloval, přičemž přesáhl 10% úroveň. Tento vývoj byl tažen především těžebním a energetickým průmyslem. Výrazněji vzrostla i dynamika účetní přidané hodnoty, což spolu s dalším oslabením růstu osobních nákladů vedlo k zastavení poklesu hrubého provozního přebytku. Dle odvětvové struktury se na tom podílel zpracovatelský, konkrétně automobilový průmysl.

III.3 TRH PRÁCE

Souhrnný indikátor trhu práce dokumentuje jeho nadále velmi napjatou situaci. Poslední data však již naznačují dosažení vrcholu v rámci současné fáze hospodářského cyklu. Růst zaměstnanosti mírně zrychlil a míra nezaměstnanosti opět prohloubila svá historická minima. Pracovní síla však roste z pohledu poptávky po práci nedostatečně, přičemž volná pracovní místa zaplňují podniky stále obtížně. Tato situace vytváří spolu se zvyšováním minimální mzdy tlak na pokračující růst průměrné mzdy. Ten přitom ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku mírně zpomalil na necelých 7 %. Za tímto vývojem stálo jak zvolnění růstu mezd v tržních, tak zejména v netržních odvětvích. Tempo růstu národohospodářské produktivity práce mírně zrychlilo. Zpomalení růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů bylo vedle toho dáno i zpomalením dynamiky objemu mezd a platů. Celkově však růst produktivity práce za vývoj mezd stále výrazně zaostává.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pokračující růst ekonomické aktivity udržuje silnou poptávku po práci (Graf III.3.1). Při výrazném napětí na trhu práce a nedostatku volné pracovní síly se dynamika zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí mírně zvýšila na 1,2 %. Z hlediska odvětvové struktury byl růst zaměstnanosti tažen zejména tržními službami, přičemž ve srovnání se třetím čtvrtletím se zvýšil výrazně také příspěvek průmyslu (Graf III.3.2). Zde byl růst zaměstnanosti tažen především vývojem ve zpracovatelském segmentu. V tržních službách měla největší příspěvek odvětví informačních a komunikačních činností, ubytování a profesních a vědeckých činností. Celkově byl nárůst zaměstnanosti zhruba z jedné třetiny spojen se snížením počtu nezaměstnaných. Potenciální rezerva pracovních sil, tvořená osobami, které aktivně práci nehledají, ale jsou ochotny pracovat, se na konci loňského roku dále snížila. Tato nevyužitá pracovní síla ve čtvrtém čtvrtletí poklesla přibližně na 102 tis. osob, a byla tak zhruba srovnatelná s počtem nezaměstnaných podle výběrového šetření pracovních sil (111 tis.).

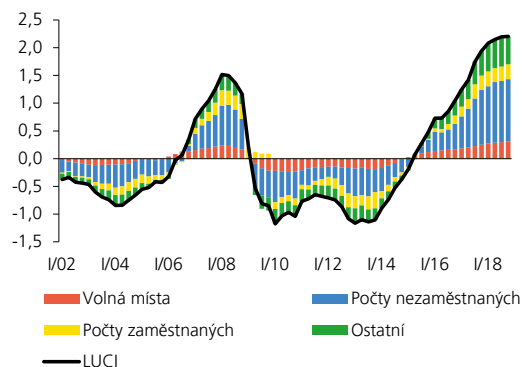
Dynamika přepočteného počtu zaměstnanců se v průběhu roku 2018 postupně snižovala. Kladný příspěvek mělo i nadále zvyšování počtu zaměstnanců, proti němuž působilo ve čtvrtém čtvrtletí zkrácení průměrného úvazku (Graf III.3.3). Ke snížení úvazku došlo zejména v průmyslu, který tak k výslednému nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců přispěl jen nepatrně. Naopak nejvýznamnější podíl na růstu tohoto ukazatele měly služby, kde oproti předchozím čtvrtletím sice na jednu stranu zpomalil nárůst počtu zaměstnanců, ale na druhou stranu zmínil pokles průměrného úvazku. V tržních službách se na nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců podílel zejména obchod, zatímco v netržních službách to bylo vzdělávání a zdravotnictví.

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob dále prohloubily svá dosavadní minima (Graf III.3.4). Obecná míra nezaměstnanosti je stále nejnižší ze všech zemí EU. Její meziroční pokles byl ve čtvrtém čtvrtletí opět doprovázen snižováním počtu dlouhodobě

GRAF III.3.1

LUCI – SOUHRNNÝ INDIKÁTOR TRHU PRÁCE

Trh práce naznačuje dosažení vrcholu v současné fázi cyklu (směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru)



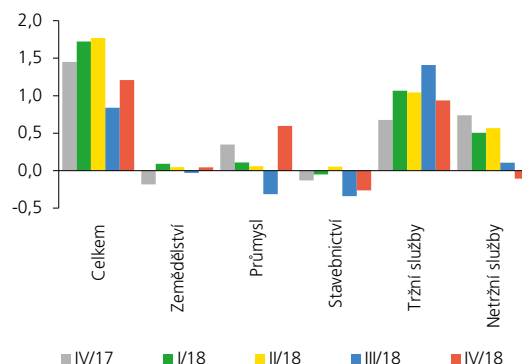
Poznámka: Příspěvky jsou výsledkem agregace příspěvků jednotlivých časových řad v rámci daných skupin.

GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Za růstem zaměstnanosti stál ve čtvrtém čtvrtletí zejména sektor tržních služeb a průmysl

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

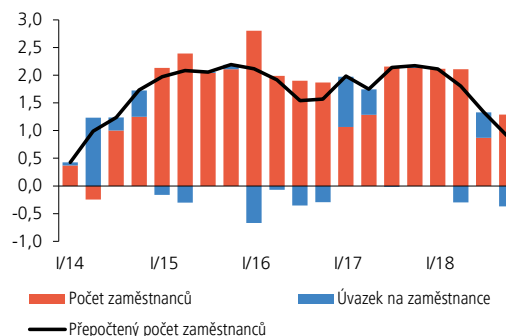


GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Dynamika přepočteného počtu zaměstnanců opětovně poklesla vlivem zkrácení průměrného úvazku

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

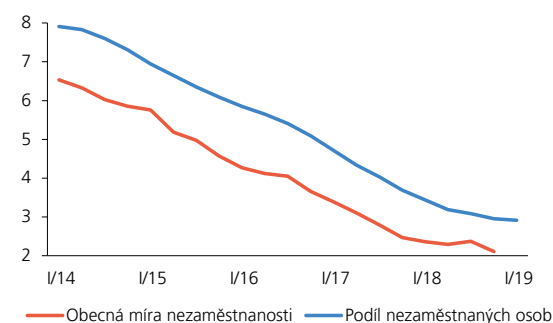


GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob mírně snižují svá dosavadní minima

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

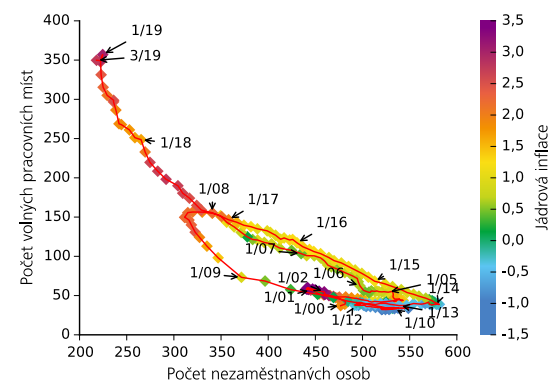


GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Volných pracovních míst je výrazně více než registrovaných nezaměstnaných, jádrová inflace je na vysokých hodnotách

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

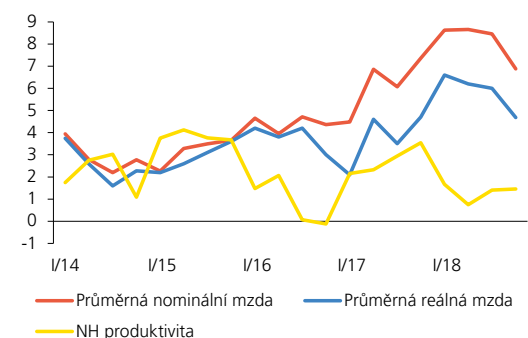


GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst produktivity práce stále znatelně zaostává za dynamikou mezd

(meziroční změny v %)



nezaměstnaných, který se na poklesu počtu nezaměstnaných podílel zhruba z jedné třetiny. Napětí na trhu práce je částečně tlumeno zvyšujícím se počtem ekonomicky aktivních obyvatel, což se odráží v historicky nejvyšší míře ekonomické aktivity. Ta v únoru dosáhla 77,1 %. Sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob dle informací z Úřadu práce v březnu setrval na 2,9 %. Tento vývoj odrážel mírný pokles počtu dosažitelných uchazečů na úřadech práce i populace ve věkové skupině 15–64 let.

Zhruba stabilní je jak počet volných pracovních míst, tak počet nezaměstnaných. Nejvíce volných míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce je evidováno ve zpracovatelském průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance mají také odvětví obchodu a stavebnictví. Téměř dvě třetiny volných míst bylo v únoru určeno pro zaměstnance se základním vzděláním, další necelá šestina pro středoškoláky s výučním listem. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) byl v prvním čtvrtletí historicky nejvyšší počet volných pracovních míst a nejnižší počet nezaměstnaných (a to navíc při nejvyšší úrovni zaměstnanosti a pracovní síly). To se projevuje ve výrazném mzdovém růstu, což přispívá k udržení jádrové inflace na vysokých hodnotách. Ta je vyšší i ve srovnání s vrcholem předchozího cyklu v roce 2008.

III.3.2 Mzdy a produktivita

Meziroční mzdový růst ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku zpomalil, a to jak v tržních, tak zejména v netržních odvětvích. Dynamika průměrné nominální mzdy je však nadále solidní (6,9 %), přičemž odráží vedle přetrvávajících tlaků na trhu práce i navýšení minimální mzdy z 11 000 Kč na 12 200 Kč od začátku roku 2018. V tržních odvětvích dosáhl růst průměrné mzdy 7,2 %, pozorované zpomalení bylo přitom poměrně plošné. Nejvyššími tempy rostly nadále mzdy zejména v ubytování, obchodě a zdravotnictví. V netržních odvětvích průměrná mzda zpomalila ve stejném období o něco výrazněji, konkrétně na 5,6 %. To odráželo především vývoj ve veřejné správě a kultuře, kde se mzdový růst pohyboval pod 6 %. Mediánová mzda se zvýšila o 7,1 %, čímž nepatrně přesáhla dynamiku průměrné mzdy, a pozvolné snižování mzdové diferenciace tak pokračovalo.

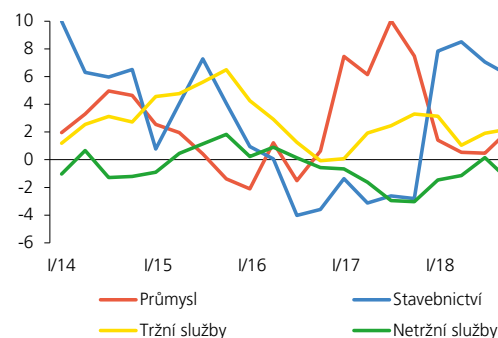
Růst produktivity práce zůstal nadále nízký, při pokračujícím růstu ekonomické aktivity se totiž nadále zvyšovala i zaměstnanost. Národohospodářská produktivita práce se ve čtvrtém čtvrtletí zvýšila o 1,5 %, a stále tak výrazně zaostávala za růstem průměrné reálné mzdy (4,7 %, Graf III.3.6). V rámci jednotlivých odvětví se produktivita vyvíjela různorodě (Graf III.3.7). Nejsilněji rostla ve stavebnictví, ačkoli zde se její dynamika současně mírně snížila. Zhruba shodným tempem rostla produktivita v tržních službách a průmyslu. Naopak v netržních službách se obnovil pokles produktivity. Přibližně totožné tempo růstu národohospodářské produktivity práce jako ve třetím čtvrtletí bylo v závěru roku do značné míry dáno vzájemnou kompenzací jejího zrychlení v průmyslu a obnovením jejího poklesu v netržních službách.

Vlivem zvolnění růstu objemu mezd se ve čtvrtém čtvrtletí dynamika NJMN dále snížila (Graf III.3.8). Růst mzdové náročnosti produktu zůstal nicméně relativně vysoký. Jednotkové náklady rostly nejsilněji v netržních službách, konkrétně o 6,6 %. V ostatních odvětvích byla dynamika NJMN nižší. V průmyslu a tržních službách se NJMN zvýšily zhruba o 4 %. Ve stavebnictví byl jejich růst umírněný vzhledem k silné dynamice produktivity práce.

GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÁCH

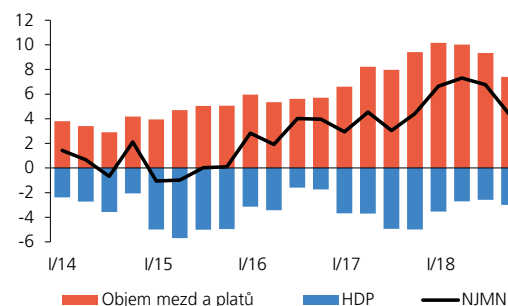
Produktivita práce v průmyslu a tržních službách mírně oživila, v netržních službách se vrátila do poklesu, nejvyšší tempo vykazuje nadále produktivita práce ve stavebnictví (meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

K dalšímu zvolnění růstu NJMN dominantně přispělo zpomalení dynamiky objemu mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

ČNB v prvním čtvrtletí 2019 ponechala měnověpolitické úrokové sazby beze změny, na květnovém zasedání je zvýšila o 25 bazických bodů. Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní, sazby s delší splatností kolísaly bez zjevného trendu. Klientské úrokové sazby u úvěrů na bydlení se rovněž zásadněji neměnily, u úvěrů na spotřebu zůstaly v blízkosti historického minima a u úvěrů podnikům mírně poklesly. Kurz koruny se v prvním čtvrtletí pohyboval v úzkém pásmu kolem hodnoty 25,7 CZK/EUR. Růst úvěrů soukromému sektoru zpomalil, a to ve všech segmentech úvěrového trhu. Objemy nově sjednaných úvěrů na bydlení jsou výrazně nižší než před rokem, což odráží zejména zpřísnění úvěrových podmínek a související předzásobení trhu na podzim 2018. Dynamika peněžního agregátu M3 se rovněž snížila.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Na únorovém i březnovém zasedání ponechala ČNB své měnověpolitické sazby beze změny, v květnu je zvýšila o 25 bodů. S účinností od 3. května 2019 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 2 %, lombardní sazba na 3 % a diskontní sazba na 1 %.

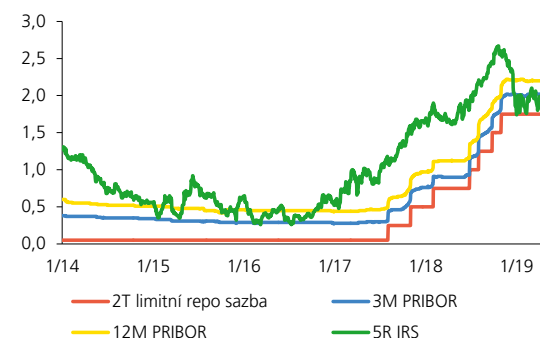
Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní od počátku listopadu 2018 (Graf III.4.1). Sazba 3M PRIBOR dosáhla v prvním čtvrtletí 2019 v průměru 2 % a na stejné úrovni se nacházela i během dubna. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou je tak stále blízko úrovně 0,25 procentního bodu. Sazby FRA v době okolo únorového zasedání bankovní rady naznačovaly delší období předpokládané stability úrokových sazeb. V polovině února se však posunuly výše, zřejmě v reakci na vyšší než očekávanou hodnotu lednové inflace. Během března pak korigovaly zpět. Důvodem byly mimo jiné komentáře některých členů bankovní rady, podle kterých bude další zvyšování úrokových sazeb ČNB vzhledem k vnějším nejistotám pozvolné. Výhled sazeb FRA z konce dubna naznačoval očekávání jen lehkého nárůstu sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku.

Domácí úrokové sazby s delší splatností se vyvíjely bez zjevného trendu. Kratší konec výnosové křivky je ovlivněn především nastavením základních sazeb ČNB, takže se v něm vývoj zahraničních sazeb promítal jen omezeně. Sazby v eurozóně i USA během února zastavily předchozí propad, který souvisel s několika faktory (zdlouhavé vyjednávání o podobě brexitu, obavy z překážek v mezinárodním obchodě, zpomalení globálního růstu). Další impuls směrem k nižším sazbám však na začátku března představovalo prohlášení ECB, podle kterého její měnověpolitické sazby setrvávají na stávajících úrovních po celý letošní rok. Stejným směrem později působilo i vyjádření prezidenta M. Draghiho, že ECB je připravena dále odkládat první zvýšení sazeb, neboť ekonomika eurozóny čelí trvalejšímu zpomalování růstu. Rovněž komunikace Fedu naznačovala, že úrokové sazby v USA by se již letos nemusely zvyšovat. Celkově se tak od začátku letošního roku sazby v zahraničí mírně snížily, zatímco domácí derivátové úrokové sazby IRS se téměř nezměnily (Graf III.4.1). Také

GRAF III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

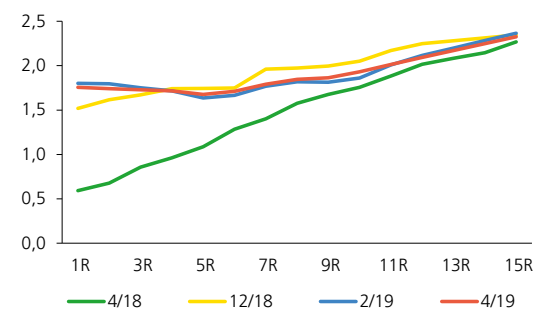
Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní, zatímco sazby s delší splatností kolísaly bez zřetelného trendu (v %)



GRAF III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se postupně výrazně zploštila (v %)



výnosy domácích státních dluhopisů zaznamenaly malé změny, přičemž výnosová křivka se ještě více zploštila (Graf III.4.2).

Na primárním trhu státních dluhopisů se od počátku roku obnovila emisní aktivita MF. Objem krátkodobých pokladničních poukázek zůstává nízký (cca 2 mld. Kč), od začátku ledna však byly emitovány korunové státní dluhopisy za 110 mld. Kč.²² MF se přitom – vzhledem k tvaru výnosové křivky – zaměřilo na delší splatnosti; nejkratší splatnost emitovaného dluhopisu tak činila 7 let. Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů se v posledních měsících příliš nemění. Ke konci března dosahovala 603 mld. Kč; podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů činil 40 %. Potvrzuje se, že mnozí zahraniční investoři, kteří otevřeli své korunové pozice v průběhu kurzového závazku ČNB, zaujali dlouhodobější strategie a snaží se profitovat z vyššího výnosu z investice v korunách v porovnání například s eurovými pozicemi. MF také vydalo ve třech tranších dluhopisy denominované v EUR s nepatrně záporným výnosem (celkový objem 450 mil. EUR se splatností 2,5 roku) a pokračovalo v prodeji státních spořicí dluhopisů pro občany (tzv. Dluhopis Republiky).

Úrokové sazby u úvěrů na bydlení a na spotřebu se zásadněji nezměnily, u úvěrů nefinančním podnikům se mírně snížily. Sazba z nových hypoték setrvala v únoru na úrovni 2,8 % a její předchozí zvyšování se tak na počátku letošního roku prozatím zastavilo. Od svého minima koncem roku 2016 vzrostla sazba z hypoték o 0,9 procentního bodu (Tab.III.4.1). Výnos desetiletého státního dluhopisu, od kterého se sazba z hypoték z velké míry odvíjí, po předchozím propadu stagnoval na úrovni 1,8 %. Rozpětí mezi sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem státního dluhopisu se od závěru loňského roku zvýšilo. Úroková marže bank vyjádřená rozpětím sazeb z úvěrů na bydlení a vkladů se po předchozím zvýšení zásadněji nemění. Dle aktuálních údajů Fincentra Hypoindexu se úroková sazba z hypoték v březnu mírně snížila. Úroková sazba z úvěrů na spotřebu zůstává v blízkosti historického minima. Sazba z korunových podnikových úvěrů po předchozím rychlém růstu mírně poklesla na 3 % především v důsledku snížení sazby z velkých úvěrů nad 30 mil. Kč. U úvěrů s objemem do 7,5 mil. Kč, poskytovaných obvykle malým podnikům, naopak sazba dále rostla. Celkové náklady financování podniků vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing* se mírně snížily, ve srovnání s eurozónou zůstávají o 1,5 procentního bodu výše (Graf III.4.3). Reálné úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení dosahují necelé 1 %.

Klientské depozitní sazby se na počátku letošního roku rovněž výrazněji neměnily a v reálném vyjádření jsou záporné. Úrokové sazby z vkladů dosahují u domácností 0,4 % a u nefinančních podniků 0,3 %. Úroková sazba z nových vkladů domácností s dohodnutou splatností v únoru setrvala na úrovni 1,5 %, sazba z jednodenních vkladů,

TAB. III.4.1

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ A VKLADŮ

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení se na počátku letošního roku zásadněji neměnily, u úvěrů podnikům mírně poklesly (úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

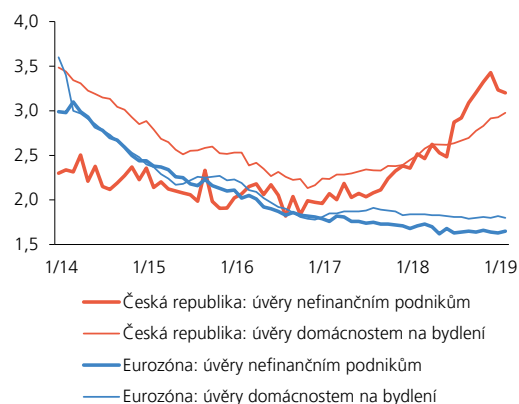
	Úroková sazba			
	2/19	12/18	2/18	11/16
DOMÁCNOSTI				
Hypoteční úvěry	2,8	0,0	0,5	0,9
Hypoteční úvěry s fixací sazby 1–5 let	2,8	0,1	0,5	0,8
Hypoteční úvěry s fixací sazby 5–10 let	2,8	0,0	0,5	1,0
Čisté nové hypoteční úvěry	3,0	0,1	0,7	1,2
Refinancované hypoteční úvěry	2,8	0,0	0,5	1,0
Spotřebitelské úvěry	8,5	-0,1	-0,3	-1,7
Vklady				
Jednodenní vklady	0,1	0,0	0,1	0,0
Nové vklady s dohodnutou splatností	1,5	0,1	0,6	0,4
NEFINANČNÍ PODNIKY				
Nové úvěry celkem	3,0	-0,3	0,6	1,1
Malé úvěry (do 30 mil. Kč)	3,8	0,0	0,8	1,4
Velké úvěry (nad 30 mil. Kč)	2,8	-0,4	0,5	1,0
Stavy úvěrů celkem	3,7	0,0	0,8	1,2

GRAF III.4.3

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Rozdíly mezi klientskými úrokovými sazbami v ČR a v eurozóně jsou nadále výrazné

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

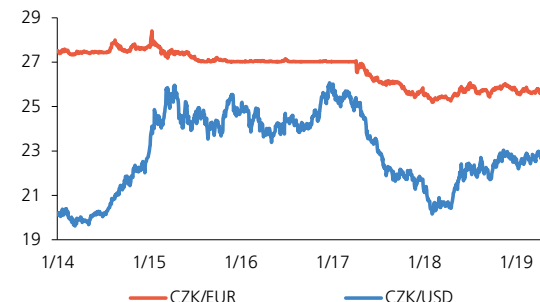


²² Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2019 předpokládá emise na domácím trhu v objemu minimálně 150 mld. Kč.

GRAF III.4.4

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Kurz koruny vůči euru byl i v prvním čtvrtletí relativně stabilní, vůči dolaru pozvolna oslaboval



které představují čtyři pětiny z celkových vkladů domácností, zůstává v blízkosti nuly.

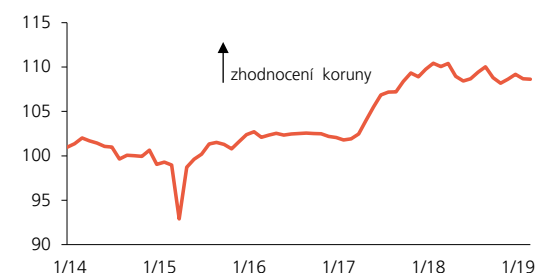
III.4.2 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru se v průběhu prvního čtvrtletí pohyboval v úzkém pásu kolem hodnoty 25,7 CZK/EUR (Graf III.4.4). V průměru tak byla koruna o 0,7 % (tj. o 20 haléřů) silnější než ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku. I dlouhodobější pohled na vývoj kurzu ukazuje, že koruna je vůči euru velmi stabilní. Od dubna 2018 se, až na velmi krátkodobé výjimky, pohybuje v intervalu 25,5 až 26 CZK/EUR. Oproti prvnímu čtvrtletí 2018, kdy koruna dosáhla nejsilnějších hodnot od uvolnění kurzového závazku, byl její kurz letos v prvním čtvrtletí o 1,1 % slabší. V polovině dubna se kurz nacházel v blízkosti 25,6 CZK/EUR.

GRAF III.4.5

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

V efektivním vyjádření se kurz koruny pohyboval v prvním čtvrtletí kolem své prosincové úrovně (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 žen-min-pi, 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.

Vůči dolaru koruna během prvního čtvrtletí pozvolna oslabovala, v průměru přesto zaznamenala nepatrné mezičtvrtletní posílení (Graf III.4.4). Kurz kolísal kolem oslabujícího trendu plynoucího z posilování dolaru na světových trzích. Z hodnoty 22,2 CZK/USD zaznamenané v první lednové dekádě oslabil až k 23 CZK/USD na konci března. V průměru dosáhl kurz 22,6 CZK/USD, což byla hodnota jen nepatrně silnější než průměr za čtvrté čtvrtletí 2018. Meziročně byla koruna vůči dolaru slabší o výrazných 9,4 %. V první polovině dubna koruna posílila na 22,6 CZK/USD.

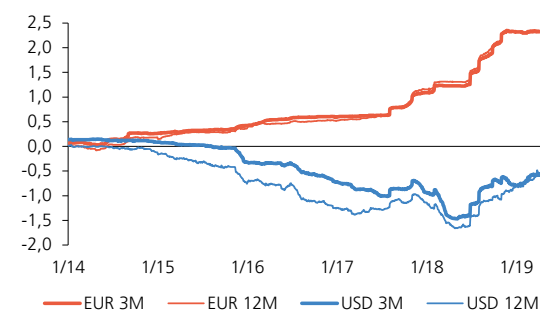
V efektivním vyjádření zůstal kurz koruny zhruba stabilní (Graf III.4.5). Jeho lednové mírné zhodnocení bylo v únoru plně kompenzováno, v březnu ke změně kurzu nedošlo, nominální efektivní kurz se tak nacházel na stejné úrovni jako v prosinci. Z pohledu jednotlivých měn koše NEER se v mezičtvrtletním vývoji vyvažovalo posílení koruny vůči euru s jejím oslabením k čínskému žen-min-pi a britské libře, vůči níž koruna od prosince oslabila vůbec nejvíce ze sledovaných měn (o 4 %). Meziročně byla koruna v efektivním vyjádření v březnu slabší o 1,3 %.

GRAF III.4.6

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokový diferenciál koruny vůči euru se ustálil na hodnotách z konce loňského roku, záporný diferenciál vůči dolaru se mírně zúžil

(v procentních bodech)



Krátkodobý úrokový diferenciál k euru se držel na konstantní úrovni, záporné rozpětí vůči dolaru se mírně zúžilo. Rozdíl mezi tříměsíčními mezibankovními korunovými a eurovými sazbami v průběhu prvního čtvrtletí setrval na úrovni 2,3 procentního bodu (Graf III.4.6). Odpovídající diferenciál vůči dolaru se ve stejném období zúžil na -0,6 procentního bodu vlivem mírného snížení tříměsíčních dolarových sazeb.

Pozorovaná stabilita kurzu koruny vůči euru je výsledkem protichůdného působení několika faktorů. Na jedné straně na posilování koruny působí kladný úrokový diferenciál k euru. V opačném směru ji pak ovlivňuje negativní globální sentiment vůči rozvíjejícím se trhům při stále objemných pozicích zahraničních finančních investorů v ČR a zvýšené atraktivitě dolarových aktiv. Záporný, byť klesající úrokový diferenciál koruny vůči dolaru tak zřejmě v prvním čtvrtletí působil proti posilování koruny odlivem části krátkodobého kapitálu. Vysoce kladný

úrokový diferenciál koruny vůči euru naopak výraznějšímu odlivu kapitálu bránil, a to zejména u investorů orientovaných dominantně na Evropu. Na alokaci krátkodobého kapitálu a aktuální vývoj kurzu má vliv i rétorika ČNB, která je jednou z mála centrálních bank nevylučující pokračování zvyšování úrokových sazeb.

III.4.3 Úvěry

Růst úvěrů soukromému sektoru zpomalil napříč všemi segmenty úvěrového trhu. Roční míra růstu úvěrů se v průběhu prvního čtvrtletí snížila, přičemž v únoru dosáhla 6 %. Na tomto zpomalení se podílel nižší růst úvěrů ve všech segmentech úvěrového trhu (Graf III.4.7). Nabídka je v segmentu úvěrů domácností ovlivněná předchozím zpřísněním úvěrových standardů v závěru roku 2018. Dle dubnového šetření úvěrových podmínek bank se standardy v prvním čtvrtletí již dále zásadněji neměnily, a to ani u úvěrů domácnostem, ani nefinančním podnikům. Poptávka po úvěrech dle vnímání bank přitom poklesla napříč úvěrovým trhem.

Vysoká dynamika úvěrů domácnostem se snížila. Roční míra růstu úvěrů na bydlení se v únoru mírně snížila na 8,2 % (oproti 8,6 % v prosinci 2018). Objemy nově sjednaných čistých úvěrů na bydlení jsou meziročně nižší zhruba o čtvrtinu (Graf III.4.8). Snížení poptávky odráží makroobezřetnostní opatření ČNB, které od října loňského roku zahrnují doporučené limity DTI a DSTI a související předzásobení trhu ve třetím čtvrtletí 2018. Poptávka byla též tlumena vysokými cenami rezidenčních nemovitostí a částečně i zvýšenou hladinou úrokových sazeb z úvěrů na bydlení. Další mírné snížení poptávky banky očekávají i v aktuálním čtvrtletí. Růst úvěrů na spotřebu jen lehce zvolnil. Na nižší poptávku působilo zhoršení spotřebitelské důvěry a stanovení limitů DTI a DSTI u klientů s hypotékou. Celková zadluženost domácností v poměru k úhrnnému disponibilnímu důchodu se stabilizovala v blízkosti historického maxima 62 %.

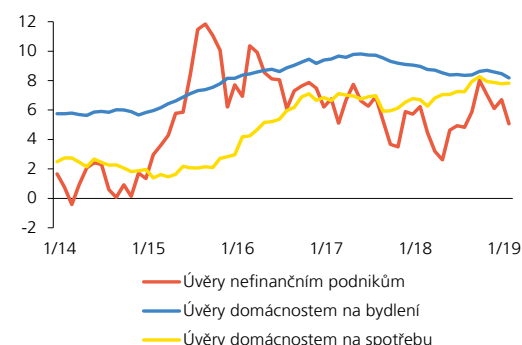
Zpomalil i růst úvěrů nefinančním podnikům. Banky dle šetření úvěrových podmínek vnímaly v prvním čtvrtletí snížení poptávky po úvěrech ze strany podniků na financování fixních investic. V únoru dosáhla roční míra růstu úvěrů podnikům 5,1 %. Ke zpomalení dynamiky úvěrů přispěl zejména průmysl; ve zpracovatelském průmyslu dynamika úvěrů zpomalila, v ostatních průmyslových odvětvích úvěry poklesly. Nadále rostly úvěry v oblasti nemovitostí, služeb, obchodu a stavebnictví (Graf III.4.9). Podíl úvěrů v cizí měně na celkových podnikových úvěrech se v posledním období stabilizoval okolo 31 %. Podniky se současně v prvním čtvrtletí více zajišťovaly proti kurzovému riziku klasickými finančními instrumenty, podíl zajištěného vývozu v následujících dvanácti měsících se zvýšil na 43 %.

Toky vnějšího financování podniků se v posledním období snížily (Graf 4.III.10). To odráželo zejména pokles ostatních zdrojů (včetně obchodních úvěrů). V posledním období se zvýšily toky nebankovních úvěrů (zahrnující úvěry od nebankovních finančních institucí, úvěry ze zahraničí a mezipodnikové úvěry). V jejich struktuře ke zvýšení toků

GRAF III.4.7

ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

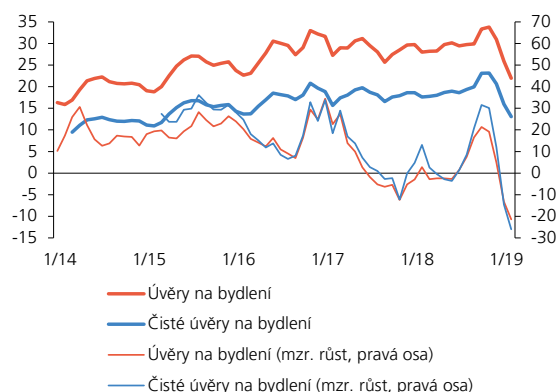
Dynamika úvěrů se v průběhu prvního čtvrtletí snížila ve všech segmentech úvěrového trhu
(roční míry růstu v %)



GRAF III.4.8

NOVĚ POSKYTNUTÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ DOMÁCNOSTEM

Objemy nově sjednaných úvěrů na bydlení výrazně poklesly
(měsíční objemy v mld. Kč a meziroční změna v %)



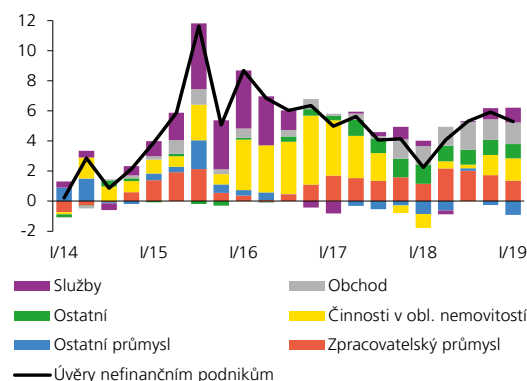
Poznámka: Údaje jsou vyhlazeny pomocí tříměsíčních klouzavých průměrů. Nové úvěry na bydlení zahrnují čisté úvěry (tj. nově poskytnuté úvěry do ekonomiky), refinancované úvěry a ostatní nová ujednání.

GRAF III.4.9

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Snížil se příspěvek úvěrů průmyslu celkem, úvěry ve zbývajících odvětvích stabilně rostou

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za únor 2019)



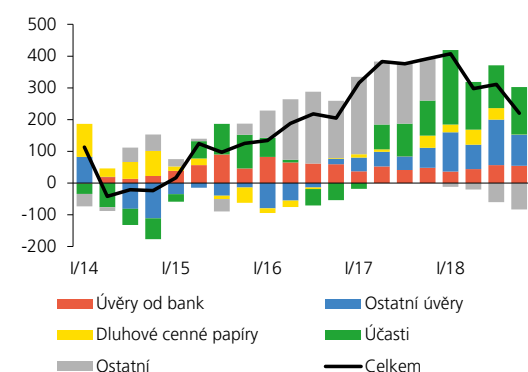
Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

GRAF III.4.10

VNĚJŠÍ FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Toky vnějšího financování po předchozím zvyšování v roce 2018 zvolnily

(čisté roční toky v mld. Kč)



Poznámka: Ostatní úvěry zahrnují úvěry od nebankovních finančních institucí, úvěry ze zahraničí a od jiných nefinančních podniků. Kategorie ostatní zahrnuje finanční deriváty a ostatní finanční závazky (včetně obchodních úvěrů).

TAB. III.4.2

CELKOVÉ ÚVĚRY A EMISE DLUHOPISŮ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Objemy úvěrů jsou v dluhovém financování podniků dominantní, v roce 2018 se zvýšily i emise dluhopisů nakoupené zejména nerezidenty

(stavy objemů úvěrů a emise dluhopisů a absolutní změny v mld. Kč)

	Objem			Abs. změna v roce 2018 oproti roku	
	2015	2017	2018	2015	2017
ÚVĚRY	2338	2491	2658	320	167
Úvěry od bank	939	1035	1091	152	56
Ostatní úvěry	1399	1456	1567	168	111
Úvěry od fin. nebankovních institucí	254	346	459	205	113
Úvěry od nefinančních podniků	422	363	341	-81	-22
Úvěry ze zahraničí	723	747	767	44	20
DLUHOVÉ CENNÉ PAPIRY	370	355	370	0	15
z toho:					
Dluhové c.p. nakoup. v zahraničí	244	209	244	0	35
Dluhové c.p. nakoup. domácnostmi	42	42	41	-1	-1
Dluhové c.p. nakoup. podniky	32	29	25	-7	-4
Dluhové c.p. nakoup. bankami	25	34	35	10	1
Dluhové c.p. nakoup. ost. fin. institucemi	22	31	17	-5	-14

přispívaly především úvěry od nebankovních finančních institucí, a to ze zhruba 60 % úvěry od finančních zprostředkovatelů. Mezi ostatní úvěry spadají také úvěry čerpané českými podniky v zahraničí, které tvoří necelou třetinu celkových úvěrů podnikům. Toky úvěrů od tuzemských bank v loňském roce mírně vzrostly. Ve struktuře financování podniků se zvýšil i význam účastí. To odráželo navýšení nekotovaných akcií a účastí ve společnostech s ručením omezeným, zatímco emise kotovaných akcií zůstává nulová. K vnějšímu financování podniků v průběhu roku 2018 částečně přispívaly i emise dluhopisů.

Emise podnikových dluhopisů byly v roce 2018 umísťovány zejména v zahraničí (Tab. III.4.2). Jejich zvýšení proti roku 2017 souviselo s eurovým financováním velkých soukromých podniků. To bylo motivováno mimo jiné i nižšími náklady eurového financování oproti financování v domácí měně. Objem podnikových dluhopisů nakoupených nerezidenty dosáhl koncem roku 2018 výše 244 mld. Kč (66 % z celkového objemu emitovaných dluhopisů). Podnikové dluhopisy v hodnotě zhruba 41 mld. Kč drží české domácnosti.

III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 zpomalil v prvním čtvrtletí na 5,5 %.

K růstu M3 nadále nejvýrazněji přispívají vysoce likvidní jednodenní vklady zahrnuté v M1 a postupně i vklady s dohodnutou splatností do dvou let. Z hlediska sektorové struktury vkladů mají nadále hlavní příspěvek k růstu M3 vklady domácností a v menší míře i vklady nefinančních podniků. Dynamika vkladů obou sektorů se v posledním období snížila (na 7,8 %, resp. 2,6 %), u podniků zejména v důsledku poklesu jejich ziskovosti.

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

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

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

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

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

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

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

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 významnějších 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“.

Experimentální cenový index CPIH: na rozdíl od indexu spotřebitelských cen (CPI) zahrnuje i ceny starších nemovitostí, tj. transakce, které domácnosti provádějí mezi sebou. Váha bydlení je tak výrazně vyšší. Takto sestavený index lze chápat jako experimentální analytický nástroj pro makrofinanční úvahy. Blíže viz BOX 1 v ZOI III/2017.

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 diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

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

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

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

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

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

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

Prvotní důchody: jsou položkou běžného účtu platební bilance zahrnující výnosy z práce, kapitálu, poskytnutých finančních zdrojů a nevyrobených nefinančních aktiv (pracovní příjmy, dividendy, reinvestované zisky, úroky, renty a rovněž daně a dotace na produkci a dovoz, představující část finančních toků ve vztahu k rozpočtu EU). V podrobnějším členění je tvoří tři dílčí bilance: náhrady zaměstnancům, důchody z investic a ostatní prvotní důchody.

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

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

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

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

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

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

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

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

		roky										
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	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	4610,3	4742,8	4860,2	4997,8
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	2,9	2,5	2,8
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	3,1	2,5	3,0
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	3,7	2,7	2,3
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,2	1,8	-3,9	-5,1	8,5	13,0	-4,3	4,1	5,4	4,9	3,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-3,3	4,1	10,4	3,9	2,9
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,3	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,1	7,1	4,5	3,7	5,4
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,4	6,7	2,8	0,1	10,1	6,9	2,6	6,3	6,0	4,8	5,9
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,1	193,5	246,5	250,4	233,8	226,8	283,9	333,0	296,0	265,8	260,3
Koincidenční ukazatele												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	8,6	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	3,2	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	9,2	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	2,5	-	-
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Míra inflace	%, konec období	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,7	2,1
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,3	2,3
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	1,6	2,4	2,1
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,4	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	6,3	-0,6	-1,9
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,7	2,1
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,4	2,1	3,6	2,3
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,9	1,7
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	6,7	-0,8
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7	3,2	-	-
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	30,5	-4,9	-2,6
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	7,0	8,1	6,5	5,0
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	4,4	6,0	3,9	3,0
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,6	0,7	0,4
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,2	3,8	6,2	4,1	2,4
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-6,2	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	4,3	-0,4	5,0	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,3	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	0,8	2,8	1,3	1,9	2,5
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	2,0	1,9
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,9	2,7
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-166,0	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-28,3	34,3	78,8	47,4	16,8	13,2
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	0,9	0,3	0,2
Dlůh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1480,2	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	1749,5	1735,1	1741,2	1734,6
Dlůh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	32,7	30,9	29,3
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	259,1	217,3	210,0	220,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	5,1	4,1	3,7	3,7
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	78,5	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	127,7	120,7	125,0	130,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	83,5	15,5	5,0	5,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	0,1	0,1
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-91,3	-70,0	-60,0
Měnové kurzy												
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,2	21,0
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,3	24,7
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-4,5	-1,9	1,5	3,5	6,2	-0,9	-1,3	-3,4	-2,8	-2,2	-2,9
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,9	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,8	-1,5	-1,6	-2,1
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	1,3	0,0
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-0,7	0,5	-0,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3	%, meziročně, průměr	0,2	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,6	5,6	8,3
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,04	1,95
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,3	2,2

* 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	1127,8	1153,8	1160,6	1168,1	1174,9	1180,7	1188,7	1198,6	1205,1	1210,2	1217,7	1227,3	1236,0	1244,7	1253,9	1263,1
3,6	2,4	1,7	1,8	3,0	5,0	5,2	5,0	4,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4	2,6	2,9	3,0	2,9
3,8	3,5	3,6	3,3	3,7	4,8	4,6	4,4	4,4	3,1	2,8	2,2	2,0	2,4	2,5	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
2,5	3,2	2,6	2,5	2,0	1,3	0,8	1,0	3,0	2,8	5,2	3,6	2,6	3,0	1,6	3,7	2,9	2,5	2,0	1,6
1,1	-6,8	-6,1	-5,0	-3,2	2,2	7,9	9,8	9,5	3,8	4,7	4,0	4,4	7,3	3,4	4,7	3,9	3,8	3,7	3,7
1,5	-5,4	-4,4	-4,6	-1,2	6,4	5,6	5,8	10,7	9,3	11,3	10,4	6,3	4,3	2,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,8
6,5	5,4	2,6	2,2	5,5	7,7	7,6	7,8	5,5	3,4	4,2	5,0	3,2	3,7	4,6	3,2	4,4	5,2	5,7	6,2
5,7	2,9	1,2	0,8	3,7	5,8	7,2	8,3	7,3	4,7	6,3	5,7	3,6	5,6	5,0	5,0	5,5	5,7	5,9	6,4
65,9	69,1	71,2	77,8	83,9	89,4	79,5	80,2	72,4	81,1	65,0	77,4	71,5	66,5	64,0	63,8	64,7	64,8	65,2	65,6
3,2	6,1	0,8	3,5	8,4	4,3	5,5	7,8	2,3	3,3	3,6	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
-6,8	-8,8	-6,2	-1,6	0,9	7,2	1,6	3,0	14,1	7,8	12,3	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-
7,1	8,5	4,7	4,3	7,0	3,5	3,3	4,6	2,7	2,9	2,3	2,1	-	-	-	-	-	-	-	-
0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,7	2,2	2,5	2,3	2,3	2,3	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	-
0,4	0,2	0,6	1,5	2,5	2,2	2,5	2,6	1,9	2,3	2,4	2,1	2,7	2,7	2,5	2,7	2,3	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	1,7	3,7	4,4	4,2	4,8	3,0	2,2	2,0	2,1
-0,4	-0,8	0,2	1,8	3,4	2,9	3,9	4,4	2,5	2,5	1,1	0,4	1,7	2,0	2,8	3,1	2,2	2,1	2,2	2,0
1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,5	1,7	1,9	2,3	2,4	2,9	2,6	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1
-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	5,0	12,4	9,5	1,3	0,9	-0,8	-3,7	1,6	-2,8	-4,2	-2,1
0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	2,1	2,3	2,0	2,7	2,7	2,6	2,7	2,4	2,1	2,0	2,0
1,4	1,1	1,3	1,2	0,7	1,0	1,7	2,4	2,3	2,2	2,0	2,1	3,0	4,2	3,8	3,5	2,7	2,0	2,1	2,2
-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	1,5	3,3	3,4	3,5	3,3	2,5	2,3	2,3	1,7	1,5	1,5
-3,2	-8,2	-7,0	-4,9	0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-3,4	-2,3	1,7	6,9	10,0	7,3	1,9	-2,2	-1,5	0,0	1,0
1,2	1,1	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	2,0	2,3	2,8	3,7	4,0	4,3	-	-	-	-	-	-	-
-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	11,0	20,8	22,9	47,6	45,8	11,6	-4,8	-5,9	-8,6	2,4	6,0	-5,3	-5,1	-5,1
4,7	4,0	4,7	4,4	4,5	6,9	6,1	7,4	8,6	8,7	8,5	6,9	6,9	6,3	6,3	6,6	5,5	5,2	4,9	4,6
4,2	3,8	4,2	3,0	2,1	4,6	3,5	4,7	6,6	6,2	6,0	4,7	4,2	3,6	3,8	3,9	3,2	3,2	2,9	2,6
2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,3	2,2	2,1	2,1	2,1	0,9	1,3	0,9	0,8	1,0	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
2,8	1,9	4,0	4,0	2,9	4,5	3,0	4,4	6,6	7,3	6,8	4,4	4,4	3,9	4,0	4,3	3,1	2,5	2,1	1,9
6,4	3,1	5,4	2,5	-1,1	1,9	-2,9	0,1	5,0	6,2	5,8	3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	2,1	0,1	-0,1	2,2	2,3	2,9	3,5	1,7	0,7	1,4	1,5	1,8	1,8	1,8	2,1	2,3	2,5	2,6	2,5
4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	1,9	2,0	1,9	2,0	1,8	1,9	1,8
6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,1	3,0	2,9	3,1	2,7	2,8	2,8	3,0	2,6	2,7	2,7
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
83,1	80,5	44,7	37,4	95,1	77,2	46,5	40,4	81,2	68,9	30,9	36,2	73,0	67,0	37,0	33,0	76,0	69,0	39,0	36,0
7,5	6,7	3,7	3,0	8,2	6,1	3,6	3,0	6,6	5,2	2,3	2,6	5,6	4,7	2,6	2,2	5,6	4,6	2,6	2,3
25,3	26,4	28,7	27,2	29,8	34,4	31,8	31,7	31,3	36,5	23,1	29,8	31,0	35,0	28,0	31,0	32,0	36,0	30,0	32,0
119,5	-10,0	-19,2	-16,1	110,5	-2,1	-30,1	5,1	51,5	5,4	-52,4	11,1	63,0	-16,0	-50,0	8,0	73,0	-20,0	-56,0	8,0
10,8	-0,8	-1,6	-1,3	9,5	-0,2	-2,3	0,4	4,2	0,4	-3,9	0,8	4,9	-1,1	-3,5	0,5	5,3	-1,3	-3,7	0,5
-1,8	-95,6	-63,0	-26,2	-40,3	-3,8	10,3	-12,0	7,7	-26,4	-37,1	-35,5	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	21,5	22,1	22,7	22,6	22,6	22,1	21,7	21,3	21,0	20,9	20,9
27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,7	25,9	25,7	25,5	25,2	24,9	24,8	24,7	24,6	24,6
-2,4	-1,6	-0,5	-0,7	-0,8	-2,6	-4,3	-6,0	-6,3	-3,8	-1,6	0,8	0,1	-1,5	-3,1	-4,4	-3,8	-3,5	-2,5	-1,7
-1,5	0,0	1,1	1,0	0,4	-1,3	-2,6	-3,7	-4,4	-2,1	-0,5	1,3	0,6	-0,8	-2,3	-3,8	-3,3	-2,7	-1,6	-0,7
-4,1	-4,3	-2,6	-1,3	2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-1,6	1,6	3,4	3,1	2,0	0,7	-0,4	-0,3	-0,3	0,1	0,6
-5,7	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-2,3	2,6	3,5	2,9	1,2	-0,7	-1,3	-0,4	-0,5	-0,3	0,2
9,7	9,6	9,0	8,0	10,3	12,7	12,7	11,1	8,7	6,1	5,4	6,4	5,5	5,5	5,4	5,9	7,0	7,9	8,9	9,5
0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50	1,75	1,75	2,14	2,16	2,12	2,09	2,00	1,88	1,83
0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,4	1,9	2,0	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,1	2,1

Vydává:

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

Kontakt:

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

www.cnb.cz

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

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

