ZPRÁVA O INFLACI / III

2019

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

ZPRÁVA O INFLACI / III

2019

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 8. srpna 2019 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 19. červenci 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.

Vážení čtenáři,

Zpráva o inflaci je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky. Publikujeme ji již od roku 1998. V průběhu let jsme ji postupně inovovali, přičemž svou aktuální podobu 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 očištění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebním koši, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by často využívat jiné, méně standardní nástroje.

Změny v nastavení měnové politiky se v ekonomice projevují s časovým odstupem. Proto je pro rozhodování bankovní rady České národní banky důležitý především budoucí vývoj české ekonomiky, nikoliv pouze její aktuální stav. Pro naše rozhodování je přitom nejvíce relevantní prognóza inflace na tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném 12–18 měsíců v budoucnosti). Jak se bude ekonomika s největší pravděpodobností vyvíjet, nám říká naše prognóza. Ta je sestavována odborníky ze sekce měnové pomocí strukturálního makroekonomického modelu.

Počínaje touto zprávou je prognóza zpracována pomocí rozšířeného modelu g3+, který navazuje na svého předchůdce g3. Opět se jedná o dynamický stochastický model všeobecné rovnováhy, jeho struktura je však bohatší, což umožňuje přesnější a detailnější analýzy a prognózy domácí ekonomiky (viz BOX 1). Jádrový model g3+ přináší ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. 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 hrají v novém modelu důležitou roli strukturální vazby v zahraničním vývoji, které ovlivňují zahraniční obchod a kurz koruny vůči euru. Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání postupně zohledňující výhledy exogenních veličin a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2% cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovovaných cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce měnové sestavena prognóza budoucího

nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jádrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře.

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

Hlavním nástrojem měnové politiky České národní banky je dvoutýdenní repo sazba. Spolu s ní nastavujeme též diskontní a lombardní sazbu. Změnou těchto měnověpolitických úrokových sazeb ovlivňujeme úrokové sazby na finančním trhu, ze kterých komerční banky odvozují úrokové sazby z úvěrů a vkladů pro své klienty. Zvýšení sazeb vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu ke zvolnění růstu poptávky v ekonomice, které má za následek zpomalení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci opačný dopad. Pokud prognóza ukazuje sílící inflační tlaky, které by mohly vést k nárůstu inflace nad 2% cíl, je to signál, že naše měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že úrokové sazby by měly být zvýšeny. Při útlumu inflačních tendencí je tomu samozřejmě naopak, protože měnová politika je v režimu cílování (budoucí) inflace symetrická na obě strany. Výjimkou jsou situace, kdy je cenový vývoj pod vlivem mimořádných nabídkových šoků, které nemůžeme ovlivnit a které vychýlí inflaci od cíle jen dočasně. Typickým příkladem těchto šoků jsou změny nepřímých daní nebo prudké změny ceny ropy. Snaha o udržení inflace v cíli navzdory těmto šokům by vedla ke zbytečnému rozkolísání ekonomického růstu a zaměstnanosti. Proto ve svém rozhodování od primárních dopadů těchto vlivů 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 byly měnověpolitické úrokové sazby sníženy na tzv. „technickou nulu" již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Kurzový závazek byl používán do dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o jeho ukončení. V rámci standardně fungujícího režimu řízeně plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme především za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makroobezřetnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makroobezřetnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makroobezřetnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz.

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

Jménem České národní banky

Jiří Rusnok

guvernér

PŘEDMLUVA 4
OBSAH 7

I. SHRNUTÍ 8
BOX 1 Představení rozšířeného predikčního modelu g3+ 10

II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA 13
II.1 Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy 13
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí 13
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj 14
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj 16
II.2 Prognóza 18
II.2.1 Inflace a měnová politika 18
BOX 2 Změny nepřímých daní a jejich vliv na prognózu v letech 2019–2021 19
II.2.2 Náklady a trh práce 23
II.2.3 Ekonomická aktivita 24
II.2.4 Platební bilance 26
II.2.5 Fiskální vývoj 27
II.3 Srovnání s minulou prognózou 29
II.4 Rizika a nejistoty prognózy 31
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB 31
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů 32
II.4.3 Alternativní scénář prognózy – model g3 33

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ 36
III.1 Cenový vývoj 36
III.1.1 Plnění inflačního cíle 36
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí 38
III.1.3 Dovozní a produkční ceny 39
III.2 Vývoj ekonomiky 41
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu 41
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky 41
III.2.3 Produkční strana ekonomiky 43
III.3 Trh práce 45
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 45
III.3.2 Mzdy a produktivita 46
III.4 Finanční a měnový vývoj 48
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby 48
III.4.2 Měnový kurz 50
III.4.3 Úvěry 50
III.4.4 Peníze 51

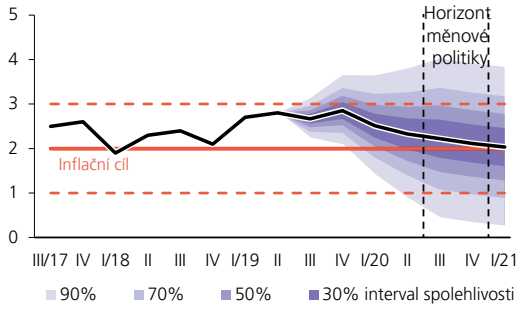
SEZNAM ZKRATEK 52
GLOSÁŘ POJMŮ 53
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY 58

I. SHRNUTÍ

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Inflace se bude v následujících čtvrtletích nacházet v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle ČNB
(meziročně v %)

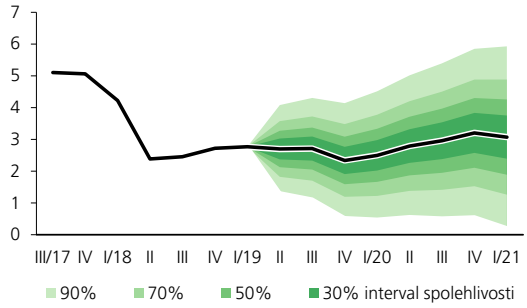


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulé predikční schopnosti, tak stabilizační roli měnové politiky.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Po přechodném zvolnění v letošním roce růst české ekonomiky během příštího roku zrychlí ke 3 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



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

Inflace se bude v následujících čtvrtletích nacházet nad 2% cílem ČNB, do jehož blízkosti se sníží na horizontu měnové politiky (Graf I.1). Ve druhém čtvrtletí 2019 inflace setrvala mírně pod 3 %. Ke svižnému cenovému růstu v posledních měsících nejvíce přispívala jádrová inflace, která odrážela přetrvávající silné domácí cenové tlaky. Vedle toho inflaci ovlivňovala i pokračující vysoká dynamika regulovaných cen a v posledním období také zesílený růst cen potravin. Naopak příspěvek cen pohonných hmot zůstal nevýrazný. Celkové inflační tlaky již nicméně polevují vlivem aktuálního protiinflačního působení dovozních jádrových cen. Postupně se budou zmírňovat i domácí nákladové tlaky, a to v důsledku zpomalování mzdové dynamiky. Začátkem příštího roku se inflace začne snižovat v souvislosti s předchozím zpřísněním měnové politiky a odezněním aktuálně vysokého růstu regulovaných cen. Pokles inflace však bude v celém roce 2020 brzděn dopady změn nepřímých daní. Z hlediska struktury bude růst tržních cen nadále nejvíce tažen jádrovou inflací, byť se v příštím roce začne její příspěvek zvolna snižovat. Dynamika cen potravin se ještě krátkodobě zvýší v návaznosti na nárůst cen potravinářských komodit, poté se sníží. Pokračující pokles cen pohonných hmot bude odrážet snižování korunových cen ropy.

Česká ekonomika letos vzroste o 2,6 %, v příštích dvou letech se její dynamika mírně zvýší do blízkosti tempa růstu potenciálu (Graf I.2). Růst HDP bude v letošním roce nadále tažen všemi složkami konečné domácí poptávky. Solidní dynamika spotřeby domácností bude podpořena pokračujícím, byť postupně zvolňujícím růstem jejich příjmů. Zvyšující se poptávka a stále zřetelný nedostatek volné pracovní síly nadále motivují tuzemské firmy k investicím, které přispívají k růstu efektivity práce. Také vládní investiční výdaje dále porostou, přičemž budou podpořeny čerpáním 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 bude naopak letos výkon ekonomiky snižovat v návaznosti na přechodné zpomalení růstu zahraniční poptávky a přetrvávající kapacitní omezení v tuzemské ekonomice. V příštím roce záporný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP odezní vlivem zvýšené dynamiky vývozu. Napjatá situace na trhu práce přetrvává. Dynamika mezd se tak bude ke své dlouhodobě rovnovážné úrovni snižovat jen zvolna, mimo jiné v důsledku lednového zvýšení minimální mzdy a růstu platů v netržní části ekonomiky. Míra nezaměstnanosti je rekordně nízká a dále se již snižovat nebude. V návaznosti na nedostatek volné pracovní síly a slábnoucí poptávku po práci 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 očekává pro třetí čtvrtletí 2019 jeho mírné posílení na hodnotu 25,4 CZK/EUR. I v dalších čtvrtletích bude koruna zpevňovat, a to v důsledku rozšířeného kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně a pokračující reálné konvergence české ekonomiky spojené se stabilním růstem efektivity práce. Kurz tak

postupně posílí k 25 CZK/EUR na začátku příštího roku. Následně tempo posilování zvolní v návaznosti na snížení úrokového diferenciálu, které bude vedle poklesu domácích sazeb v roce 2020 odrážet i pozvolný nárůst zahraničních úrokových sazeb v roce 2021.

S prognózou je konzistentní nejprve mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 2020 (Graf I.4). Mírný nárůst domácích sazeb na začátku prognózy odráží především přetrvávající silné domácí inflační tlaky, do kterých se promítá rychlý růst mezd a spotřeby domácností, spolu s předpokládanými sekundárními dopady změn nepřímých daní v příštím roce. V následném poklesu tuzemských úrokových sazeb v roce 2020 se projeví zejména přetrvávající hluboce záporné úrokové sazby v eurozóně v podmínkách zmírnění domácích inflačních tlaků na úroveň odpovídající střednědobému plnění 2% cíle.

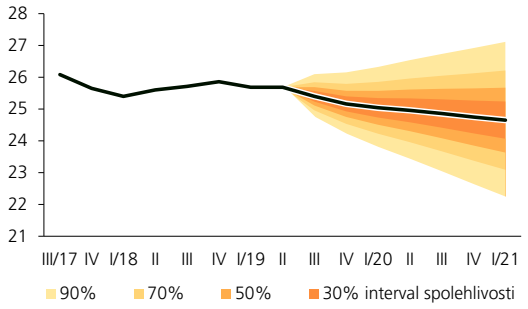
Bankovní rada ČNB na srpnovém měnovém jednání jednomyslně ponechala úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na 2 %, diskontní sazba na 1 % a lombardní sazba na 3 %.

Bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační. Tímto směrem působí zejména riziko výraznějšího zpomalení růstu poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů České republiky. Zdrojem vnějších nejistot zůstávají dopady protekcionistických opatření ve světovém obchodě a neřízený brexit.

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

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

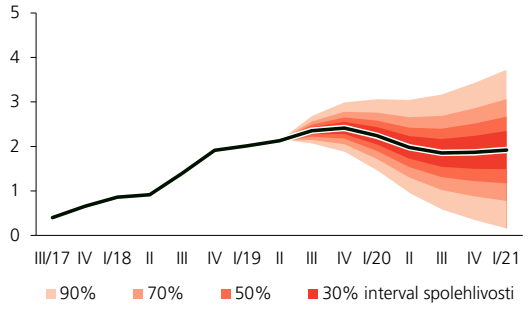


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 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.

BOX 1 Představení rozšířeného predikčního modelu g3+

Model g3+ odráží dosavadní zkušenosti ČNB a aktuální trendy v makroekonomickém modelování pro účely měnové politiky. Z hlediska ekonomické teorie se nadále jedná o dynamický stochastický model všeobecné rovnováhy. Oproti modelu g3 obsahuje nový model propracovanější zahraniční blok, přičemž zahraniční výrobní ceny rozděluje na energetickou a jádrovou složku. V modelu g3+ se též upravuje modelování sektoru domácností a zavádí se nový způsob zapracování exogenních výhledů. V neposlední řadě přechod na model g3+ znamená úpravu nastavení některých rovnovážných hodnot a parametrů. Prověření teoretických základů i empirických vlastností modelu g3+ (včetně historických simulací, analýzy impulzních odezev a spektrální analýzy) a zejména jeho testování v několika kolech interní stínové prognózy prokázalo jeho vyšší predikční přesnost a intuitivnější interpretaci vývoje základních makroekonomických veličin. Nový jádrový model ČNB byl poprvé zmíněn ve Zprávě o inflaci II/2019, kde byl použit pro vyhotovení alternativního scénáře.

Jednou z motivací modelové změny bylo obohacení struktury zahraničního bloku a zvýšení jeho vnitřní konzistence. To vede k vylepšení predikčních schopností celého modelu. Dosavadní model g3 pracoval s HDP a PPI v efektivní eurozóně a úrokovou sazbou 3M EURIBOR, přičemž tyto veličiny byly modelovány jako vzájemně neprovázané autoregresní procesy. V modelu g3+ je však nově zahraniční blok reprezentován formou malého strukturálního gapového modelu nové keynesovské ekonomie, ve kterém jsou již zahraniční proměnné vzájemně provázané. I přes rozšíření počtu proměnných[1] zůstává zahraniční blok modelu dostatečně operativní. Jeho bohatší struktura umožňuje detailnější analýzu zahraničního vývoje včetně dopadů na českou ekonomiku. Nabízí přitom výrazné zlepšení identifikace pozice zahraniční ekonomiky v rámci hospodářského cyklu i detailnější náhled na interpretaci ostatních zahraničních veličin. Například u vývoje cen průmyslových výrobců je možno mimo jiné identifikovat příspěvek měnové politiky Evropské centrální banky či příspěvek výrazného snížení ceny ropy v průběhu roku 2014. Přitom platí, že zahraniční blok tvoří uzavřený systém nezávislý na české ekonomice.

Díky nové strukturální podobě zahraničního bloku je modelová odezva domácí ekonomiky na zahraniční vývoj blíže realitě. Například vyšší zahraniční poptávka již nezpůsobuje výrazné posílení kurzu koruny vůči euru, neboť zároveň dochází ke zvyšování zahraničních sazeb, které toto posilování tlumí.[2] Významné rozšíření

1 V modelové struktuře jsou nyní přímo zahrnuty tyto zahraniční veličiny: HICP v efektivní eurozóně, energetická a jádrová složka PPI v efektivní eurozóně, trend a mezera výstupu v efektivní eurozóně, kurz EUR/USD, cena ropy Brent a zahraniční rovnovážná reálná úroková sazba.

2 Podobně má v modelu g3+ šok do zahraničních úrokových sazeb dopad na vývoj HDP v eurozóně, kurzu USD/EUR a zahraničních cen průmyslových výrobců. Kladný šok do

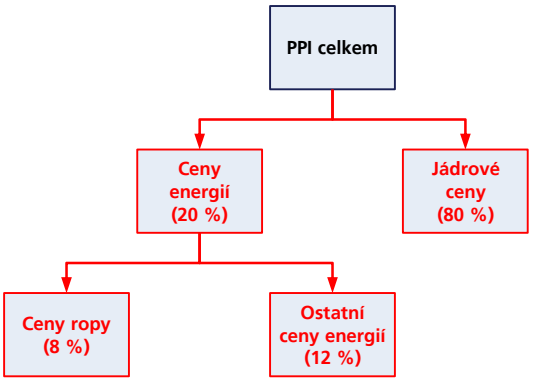
představuje také rozdělení zahraničních výrobních cen na jádrovou a energetickou složku. Jádrová složka zohledňuje převážně fundamentální makroekonomický vývoj v zahraničí. Energetická složka pak zachycuje cenový vývoj v zahraničních průmyslových odvětvích, který je odvozen od světových cen ropy a cen ostatních energií (schematicky viz Graf 1, aktuální rozklad viz Graf II.1.6 v kapitole II.1). Při zvýšení zahraničních cen v rámci energetické složky kurz koruny oslabuje v důsledku zhoršení směnných relací, zatímco při zvýšení jádrové části zahraničních cen kurz posiluje v reakci na zlepšení cenové konkurenceschopnosti domácích výrobců.

Novinkou v domácí části modelu je rozšíření výrobních faktorů o energie. V modelu g3+ tak figurují dva typy dovozců – dovozci energií a dovozci ostatních statků a služeb. Oba typy dovozů jsou pak v různém poměru kombinovány s domácí meziprodukcí při výrobě finálních statků v jednotlivých sektorech ekonomiky (schematicky viz Graf 2, aktuální rozklad nákladů ve spotřebitelském sektoru viz Graf II.2.6 v kapitole II.2). Nové členění dovozů přitom lépe zachycuje skladbu zahraničního obchodu v ČR, kde dovoz energií několikanásobně převyšuje jejich vývoz. Vzhledem ke struktuře vývozu domácí ekonomiky nemá změna cen energií přímý vliv na cenovou konkurenceschopnost českých vývozců, neboť většina domácích vývozců konkuruje na zahraničních trzích statky a službami neenergetické povahy. Modelové rozdělení dovozu tuto skutečnost odráží a má za následek odlišný vývoj české ekonomiky – včetně inflace a reakce měnové politiky – v případě nákladových šoků do cen energií oproti šokům do cen ostatního dovozu.

Další rozšíření modelu se týká soukromé spotřeby, kterou nově určují dva typy domácností. První, z pohledu původního modelu tradiční, typ domácností vyhlazuje spotřebu v čase díky přístupu na finanční trh, kde si může na spotřebu půjčit, či naopak uspořený příjem uložit. Druhý, nově zavedený, typ domácností přístup na finanční trh nemá a veškerý svůj příjem v průběhu daného období spotřebuje (jde o tzv. *„rule-of-thumb"* či *„hand-to-mouth"* domácnosti). Zavedení druhého typu odráží pozorované systematické odchylování spotřeby domácností od hypotézy permanentního příjmu, na které poukazují dostupná data i ekonomický výzkum. Podíl domácností bez přístupu na finanční trh v modelu činí 30 %. U prvního typu domácností se zároveň změnila jejich užitková funkce. V modelu g3+ tyto domácnosti při optimalizaci nově zohledňují úroveň své spotřeby z předešlého období, která přímo vstupuje do jejich užitkové funkce (tzv. *„internal habit formation"*). To znamená, že jsou si vědomy svých vlastních spotřebních zvyklostí a jejich dopadu na svůj užitek. V modelu g3 naopak spotřební zvyklost a její dopad do užitku daná domácnost ovlivňovala jen nepřímo. Užitková funkce brala v úvahu celkovou spotřebu z minulého období, na

GRAF 1 (BOX)

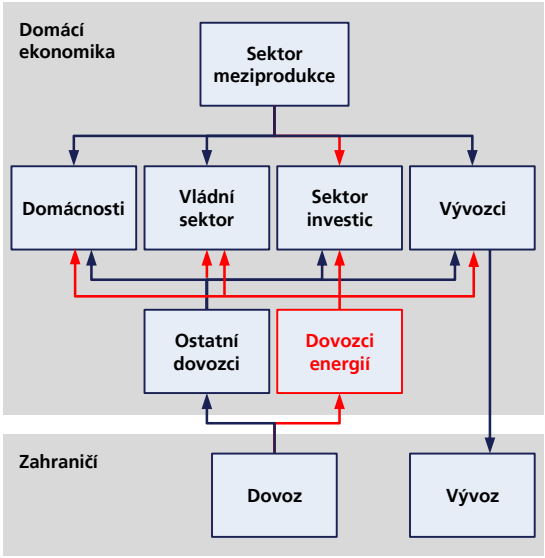
SCHÉMA ROZKLADU ZAHRANIČNÍCH CEN PPI V MODELU G3+



Poznámka: Červeně jsou vyznačeny nové prvky a vazby v modelu g3+. V závorkách jsou uvedeny podíly složek v celkovém indexu.

GRAF 2 (BOX)

PRODUKČNÍ SCHÉMA MODELU G3+



Poznámka: Červeně jsou vyznačeny nové prvky a vazby v modelu g3+.

zahraničních sazeb přitom nyní působí silněji ve směru nižšího růstu českého HDP ve srovnání s efektem původního modelu, protože vyšší zahraniční sazby zpomalují růst zahraniční poptávky. Tím je dosaženo intuitivnější modelové odezvy a přesnější predikce růstu domácí ekonomiky.

kterou jednotlivá domácnost neměla vliv (tzv. *„external habit formation"*). Uvedená rozšíření rovnice spotřeby domácností přibližují modelovou strukturu blíže skutečnosti a přinášejí zlepšení predikčních vlastností zejména v oblasti spotřeby domácností, a tedy i zpřesnění prognóz HDP.

Součástí změn je i úprava některých rovnovážných hodnot a parametrů modelu (Tab. 1). S ohledem na vývoj v eurozóně byla snížena zahraniční dlouhodobá rovnovážná hodnota nominální úrokové sazby (tzv. měnověpoliticky neutrální zahraniční úroková sazba). Oproti předkrizovým létům pomalejší růst zahraniční ekonomické aktivity pozorovaný i po odeznění finanční krize vedl k přehodnocení dlouhodobého rovnovážného růstu HDP v efektivní eurozóně mírně směrem dolů. To se promítá ve snížení rovnovážného tempa růstu českého vývozu, a to vlivem i nadále uvažované elasticity poptávky po českém vývozu odpovídající přibližně čtyřnásobku růstu HDP v efektivní eurozóně. Nově je v modelu zahrnuta dovozní náročnost spotřeby vlády, naopak u investic byla dovozní náročnost snížena. Všechny složky HDP jsou tak nyní v modelu g3+ tvořeny kombinací dováženého vstupu a domácí meziprodukce. Další úpravy zahrnují mírné snížení vpředhledícnosti kurzové rovnice (podmínka nepokryté úrokové parity) a zvýšení strnulosti mezd a vývozních cen.

Nad rámec uvedených modelových změn a úprav kalibrace byl zaveden také nový způsob práce s exogenními výhledy. I nadále jsou při tvorbě prognózy využívány výhledy exogenních veličin (včetně regulovaných cen a spotřeby vlády), které pokrývají celý horizont prognózy a v případě zahraničních veličin i několik let za ním. Nově se však informace z těchto výhledů promítají do očekávání a rozhodování agentů pouze postupně. To odráží omezenou dostupnost a zejména spolehlivost vzdálenějších výhledů. Nejbližší část dostupných výhledů se v každém prognózovaném čtvrtletí promítne do rozhodování a utváření očekávání ekonomických agentů plně, vzdálenější již jen částečně a nejvzdálenější část informace se do chování agentů v daném období nepromítá vůbec.[3] Začátek prognózovaného horizontu tak není ovlivněn velmi vzdálenými výhledy. Výhodou nového přístupu je skutečnost, že očekávání se utvářejí v každém období prognózy konzistentně bez ohledu na to, kdy daná prognóza vzniká. Změny mezi prognózami plynoucí z výhledů exogenních veličin jsou tak dány výhradně změnou těchto výhledů, a nikoli posunem horizontů, se kterými prognóza pracuje.

TAB.1 (BOX)

NASTAVENÍ KLÍČOVÝCH DLOUHODOBÝCH ROVNOVÁH

Rovnovážné hodnoty byly upraveny zejména u zahraničních veličin
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	Model g3	Model g3+
Zahraniční růst	1,8	1,6
Zahraniční úroková sazba (p. a. v %)	3,5	2,5
Domácí růst	3,0	3,0
Domácí úroková sazba (p. a. v %)	3,0	3,0
Zhodnocování kurzu CZK/EUR	1,5	1,5
Riziková prémie ČR (v %)	1,0	2,0

3 Konkrétně platí, že v případě zahraničních veličin je následujících 5 čtvrtletí výhledů zohledněno plně všemi agenty. Podíl agentů, kteří zohledňují výhledy vzdálené 6 až 9 čtvrtletí, postupně klesá a výhledy vzdálené 10 a více čtvrtletí už ekonomičtí agenti nezohledňují vůbec. Výhledy pro domácí exogenní proměnné pracují s kratšími horizonty, na rozdíl od předchozí verze modelu jsou ale nyní v g3+ také zčásti očekávané.

II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Růst světové ekonomiky v letošním roce zvolní. Dynamika HDP v eurozóně po překvapivě slušném růstu začátkem letošního roku následně ve druhém čtvrtletí zpomalila, její růst by měl ale ve druhé polovině roku opět mírně zrychlit. Inflace výrobních cen v eurozóně bude v letošním roce zpomalovat zejména v důsledku vývoje cen ropy, snižovat se však bude i příspěvek jádrové složky výrobních cen. Inflace spotřebitelských cen by po letošním zvolnění měla v příštích dvou letech nepatrně zrychlovat, nicméně nedosáhne úrovně 2 %. ECB deklarovala připravenost ještě více uvolnit měnovou politiku, což vedlo k dalšímu poklesu tržního výhledu sazby 3M EURIBOR hlouběji do záporu. V USA se očekává brzké snižování pásma základních sazeb, což bude přispívat k poklesu rozpětí mezi tříměsíční dolarovou a eurovou sazbou a rovněž k posilování eura vůči dolaru.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

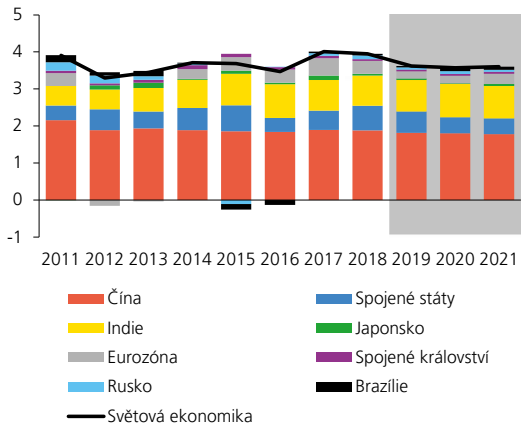
Růst světové ekonomiky letos mírně zvolní, přičemž se očekává zpomalení ve většině hlavních zemí.[4] Na globální hospodářství doléhá přetrvávající nejistota spojená s nárůstem protekcionismu, což se odráží nejen ve zhoršeném sentimentu, ale i ve vývoji mezinárodního obchodu a zpracovatelského průmyslu. Hlavním tahounem světového růstu zůstane Čína, jejíž meziroční růst ale ve druhém čtvrtletí navzdory přijatým vládním podpůrným opatřením zvolnil na 6,2 %. Americká ekonomika zažívá nejdelší období expanze, ale i zde se objevují náznaky zpomalování, a proto trhy očekávají obrat ve směřování měnové politiky Fedu. Celkově by měl vážený růst sledovaných ekonomik letos i v příštích dvou letech dosáhnout 3,6 % (Graf II.1.1)[5]. Rizika předpovědi, pramenící především z pokračující nejistoty v mezinárodním obchodě a ze stále neukončených jednání o podobě brexitu, jsou však značná a jsou vychýlena směrem k nižšímu ekonomickému růstu.

Ekonomický růst v eurozóně v prvním čtvrtletí letošního roku dále nezpomaloval (Graf II.1.2). V meziročním vyjádření setrval na hodnotě 1,2 %, přičemž byl nadále tažen domácí poptávkou. Příspěvek čistého vývozu dosáhl podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích záporné hodnoty. V mezičtvrtletním vyjádření přitom růst HDP překvapivě zrychlil na 0,4 % především vlivem jednorázových vlivů (mírná zima, vyšší poptávka ze Spojeného království před původně očekávaným odchodem z EU, nárůst registrací automobilů po přechodu na nové emisní normy). Z velkých zemí měnové unie k růstu eurozóny v mezičtvrtletním vyjádření přispělo zejména Německo, jehož ekonomika po stagnaci v předchozím čtvrtletí vzrostla o 0,4 %. Mezičtvrtletní růst oživil také ve Španělsku (na

GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Dynamika světové ekonomiky v letošním roce zvolní a její růst setrvá na obdobných úrovních i v dalších dvou letech
(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)

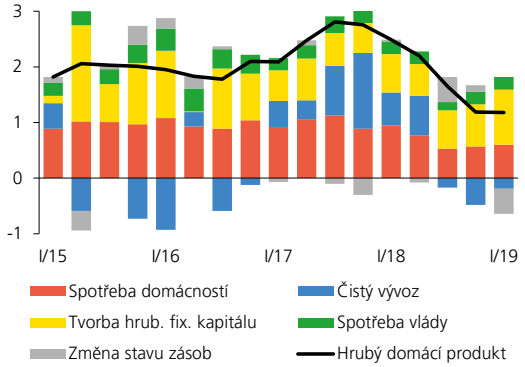


Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v paritě kupní síly. Zdrojem výhledů je CF a EIU.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP eurozóny zůstal na počátku roku 2019 utlumený, přičemž byl i nadále tažen domácí poptávkou
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)

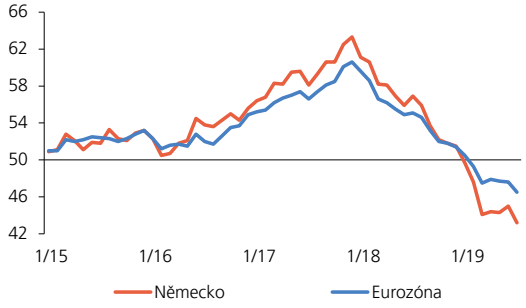


4 Podrobnější, měsíčně aktualizovaný popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace Globální ekonomický výhled.
5 Výhled je v grafu označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

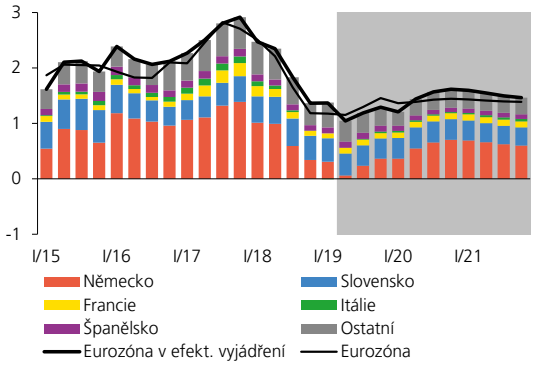
V Německu i v celé eurozóně lze očekávat další pokles průmyslové výroby
(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

Růst ekonomické aktivity bude zvolňovat do poloviny letošního roku, poté dojde k jeho postupnému oživení
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)

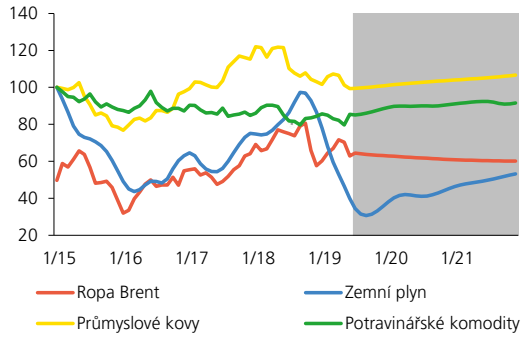


Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje zbývajících 12 zemí eurozóny. Její růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

Výhled ceny ropy Brent je lehce klesající z aktuální hodnoty cca 65 USD/barel; cena zemního plynu v Evropě se blíží svému minimu a poté by se měla začít zvyšovat
(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2015 = 100], průměrná cena zemního plynu v Evropě, pramen: Bloomberg, Světová banka, výpočet ČNB)



0,7 %) a v Itálii (na 0,1 %), která se tak vymanila z technické recese. Naopak hospodářská dynamika ve Francii nepatrně poklesla na 0,3 %.

Dostupné ukazatele signalizují zpomalení hospodářského růstu v eurozóně ve druhém čtvrtletí. Vnější negativní faktory doléhají zejména na zpracovatelský průmysl. Přestože průmyslová produkce v květnu po dvou měsících kontrakce meziměsíčně vzrostla, v meziročním vyjádření zaznamenala pokles o 0,5 %. V nejbližších měsících přitom pravděpodobně k výraznějšímu oživení výroby nedojde, což signalizuje mimo jiné i PMI ve zpracovatelském průmyslu (Graf II.1.3), který se v červenci nadále pohyboval v pásmu poklesu. Vývoj na trhu práce ale zůstává příznivý. Meziroční růst mezd v prvním čtvrtletí zrychlil na 2,5 % a míra nezaměstnanosti v květnu dále poklesla na 7,5 %. Maloobchodní tržby nicméně v květnu i v červnu meziměsíčně poklesly a jejich meziroční růst v květnu dosáhl pouze 1,3 %.

Růst HDP eurozóny v efektivním vyjádření[6] v letošním roce zpomaluje, v následujících dvou letech mírně zrychlí (Graf II.1.4). Zpomalení se letos odehrává zejména u Německa, na jehož průmysl negativně doléhá vývoj v mezinárodním obchodě. Na základě odhadů ČNB došlo ve druhém čtvrtletí ke stagnaci německé ekonomiky a za celý rok 2019 pak Německo dosáhne nejnižšího tempa růstu za posledních šest let (0,6 %), a to i přes očekávané zrychlení růstu v druhé polovině roku. V dalších dvou letech se bude růst efektivní eurozóny pohybovat poblíž rovnovážného tempa. Rizika tohoto výhledu jsou nicméně vychýlena směrem k nižšímu růstu. Pramení především z možnosti déletrvajícího utlumeného vývoje v německém průmyslu, který by se odrazil v horším spotřebitelském sentimentu, ve vývoji na trhu práce a v sektoru služeb. Zpomalení německé ekonomiky může také negativně ovlivnit hospodářský vývoj u dalších obchodních partnerů ČR. Riziko nižší zahraniční poptávky popisuje citlivostní scénář v kapitole II.4.

II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Cena ropy ve druhém čtvrtletí 2019 kolísala, její výhled je lehce klesající (Graf II.1.5). Ještě během dubna převládaly na trhu obavy z nedostatečné nabídky a cena ropy Brent se udržovala nad hranicí 70 USD/barel. V květnu postupně začaly sílit signály slábnoucího růstu světové poptávky po ropě v důsledku vyostřování obchodních sporů mezi USA a jejich obchodními partnery, což vedlo k poklesu cen ropy. K otočení trendu těsně nad úrovní 60 USD/barel na začátku června přispělo až další vyostření politického napětí mezi USA a Íránem. Výhled poptávky po ropě pak byl podpořen komunikací centrálních bank v USA a eurozóně, že jsou připraveny uvolnit měnovou politiku, a také nadějí na

6 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz Glosář pojmů). Výhledy HDP, PPI a HICP pro jednotlivé země eurozóny vycházejí z modelových propočtů ČNB a červencového 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. červenci 2019.

pokračování obchodních rozhovorů mezi USA a Čínou. Naopak prodloužení dohody mezi zeměmi OPEC+ o omezení produkce ropy až do března 2020 bylo trhem očekáváno a k bezprostřední cenové reakci nevedlo. EIA očekává, že spotové ceny ropy Brent se v průměru budou ve druhé polovině letošního roku i v roce 2020 pohybovat na úrovni 67 USD/barel. Odhady z červencového CF i tržní křivka futures kontraktů leží o něco níže.

Indexy cen neenergetických komodit se vyvíjely diferencovaně, jejich výhled je mírně rostoucí (Graf II.1.5). Dílčí index cen základních kovů začal ve druhém čtvrtletí 2019 klesat kvůli zhoršujícímu se výhledu globálního zpracovatelského průmyslu. Až v pořadí druhé příměří v obchodní válce mezi USA a Čínou a naděje na obnovení vzájemných rozhovorů přinesly na trhy ve druhé polovině června částečné zotavení. Naopak dílčí index cen potravinářských komodit pokračoval až do května v poklesu, poté ale vzrostl. Výhledy obou dílčích indexů jsou mírně rostoucí.

Celkové inflační tlaky z produkční sféry zeslabují v důsledku snižování příspěvku energetické složky (Graf II.1.6). Ta je dána vývojem v průmyslových odvětvích se silnou vazbou na cenu ropy, která v druhé polovině loňského roku poklesla. Zbývající část z indexu PPI v efektivním vyjádření představuje jádrová složka, jejíž příspěvek byl doposud relativně silný. Podle posledních dat za květen meziroční růst cen průmyslových výrobců v eurozóně výrazně zpomalil na 1,6 % zejména vlivem nižšího příspěvku cen energií. Snížil se však i příspěvek jádrové složky indexu PPI.

Meziroční dynamika cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně bude během letošního roku dále zvolňovat (Graf II.1.6). V průměru by měl růst cen průmyslových výrobců v letošním roce zpomalit na 1,8 %. K tomu přispěje zejména energetická složka, jejíž příspěvek bude záporný. Jádrová složka bude působit kladně, ale její meziroční růst bude v průběhu letošního roku zpomalovat. Očekávaný vyšší růst cen u našich hlavních obchodních partnerů je důvodem vyšší inflace cen výrobců v efektivním vyjádření oproti eurozóně jako takové v letošním roce. V následujících dvou letech dosáhne dynamika výrobních cen v průměru 2 % s přispěním obou složek, které se navrátí ke svému dlouhodobému trendu. Tento vývoj přitom bude podobný pro eurozónu v běžném i efektivním vyjádření.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně v červnu nepatrně vzrostla na hodnotu 1,3 % (Graf II.1.7). Dále se snížil příspěvek cen energií, a naopak příspěvek cen služeb vzrostl. Jádrová inflace tak v červnu vzrostla na 1,1 %. Za celé druhé čtvrtletí dosáhla inflace stejně jako v prvním čtvrtletí hodnoty 1,4 %.

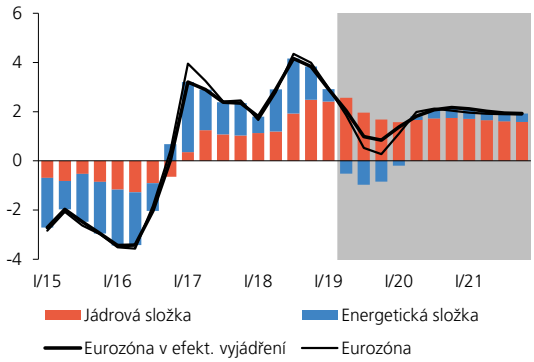
Spotřebitelská inflace v efektivní eurozóně se bude na horizontu prognózy pohybovat mírně pod 2 % (Graf II.1.8). Důvodem jsou stále relativně utlumené fundamentální inflační tlaky v kombinaci s očekávaným meziročním poklesem cen energií. V letošním roce by se

GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců bude do konce letošního roku dále zpomalovat vlivem poklesu cen energií

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)



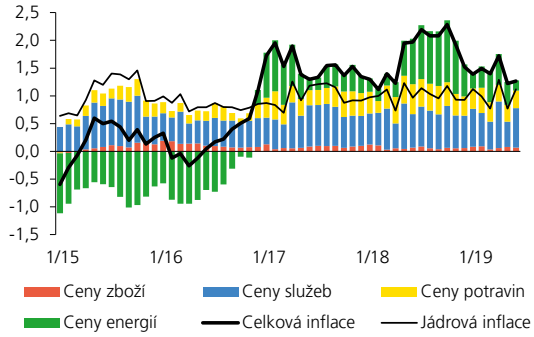
Poznámka: Energetická složka je dána vývojem v průmyslových odvětvích se silnou vazbou na cenu ropy, zbývající část z indexu PPI v efektivním vyjádření představuje jádrová složka.

GRAF II.1.7

INFLACE V EUROZÓNĚ

V červnu zůstala inflace přibližně stabilní, přičemž nižší příspěvek cen energií byl vykompenzován vyšším příspěvkem cen služeb

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



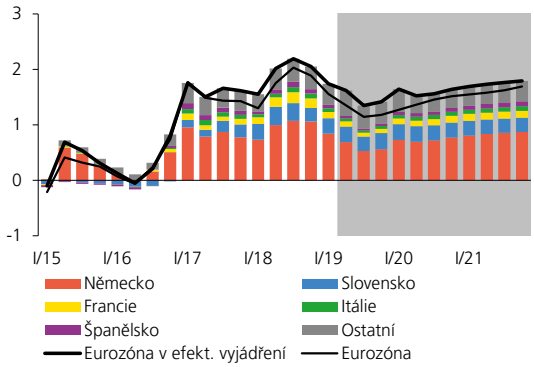
Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě indexu HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

GRAF II.1.8

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Inflace v letošním roce dále zpomalí, poté bude pozvolna růst

(měřeno HICP, meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k růstu v eurozóně v efektivním vyjádření, sezonně očištěno, výpočet ČNB)



Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje zbývajících 12 zemí eurozóny. Její růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

tak inflace měla snížit v průměru na 1,5 %; v příštích dvou letech se jen nepatrně zvýší. Růst cen dle efektivního ukazatele by se přitom měl nacházet nad inflací v eurozóně jako takové, a to v důsledku vyšší cenové dynamiky u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů.

II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

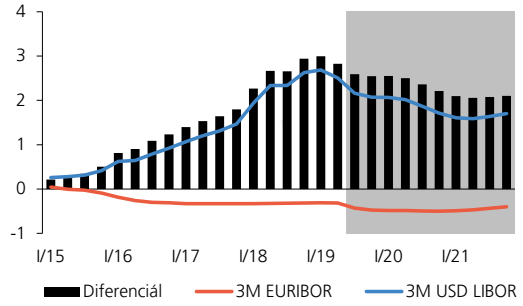
Připravenost ECB uvolnit měnovou politiku vedla k posunu tržního výhledu sazby 3M EURIBOR hlouběji do záporu (Graf II.1.9). Na červnovém zasedání se ECB rozhodla ponechat nastavení sazeb beze změny, ale opět prodloužila období, po které sazby nebude zvyšovat. Ty by tak měly zůstat na současné úrovni alespoň do poloviny roku 2020.[7] ECB dále oznámila podmínky pro novou sérii cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO-III). Úroková sazba bude pro každou operaci stanovena na úrovni, která je o 10 bazických bodů vyšší, než bude průměrná sazba uplatňovaná v hlavních refinančních operacích Eurosystému po dobu trvání příslušné TLTRO. Následná vyjádření členů Rady guvernérů naznačila připravenost uvolnit měnovou politiku, pokud by se zhoršily ekonomické podmínky a byl ohrožen návrat inflace k cíli. Bylo diskutováno zejména snížení sazeb, včetně opatření zmírňujících jeho vedlejší negativní efekty (tzv. tiering[8]), či nákupy aktiv. Výhled tržní sazby 3M EURIBOR pro rok 2020 se tak snížil na -0,5 %. Naproti tomu podle červencového šetření CF analytici očekávají stabilitu sazby 3M EURIBOR v horizontu jednoho roku na úrovni -0,3 %. Změna komunikace ECB se promítla i do poklesu výnosů státních dluhopisů. Výnos německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností by se ale měl pozvolna zvyšovat ze současných záporných hodnot nad nulu (Graf II.1.10).

Trajektorie tržního výhledu úrokové sazby 3M USD LIBOR je klesající v důsledku očekávaného snížení sazeb v USA (Graf II.1.9). Červnové zasedání americké centrální banky nepřineslo změnu v nastavení pásma základních sazeb, ale dle záznamu z jednání spatřuje více členů důvody pro uvolnění měnové politiky. Dle vyjádření předsedy Fedu J. Powella je výhled ekonomiky USA zatížen nejistotami plynoucími z napětí v mezinárodním obchodě a globálního růstu. To spolu s oslabenou vazbou mezi nezaměstnaností a inflací vytváří prostor pro snížení sazeb. Finanční trhy očekávaly s vysokou pravděpodobností první snížení pásma základních sazeb již na konci července.[9] Aktuální tržní výhled tedy předpokládá pozvolný pokles sazby 3M USD LIBOR, což povede ke snižování diferenciálu vůči eurové sazbě se stejnou splatností. Naopak výnos amerického vládního dluhopisu s desetiletou splatností by se měl lehce zvýšit.

GRAF II.1.9

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

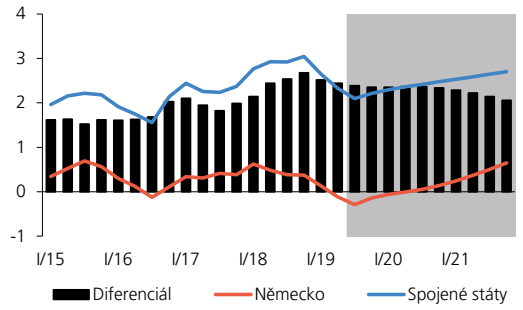
Rozpětí mezi 3M dolarovými a eurovými sazbami se dále sníží
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.10

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

V USA i v Německu se očekává mírný nárůst výnosů desetiletých vládních dluhopisů, jejich rozdíl se v několika příštích čtvrtletích téměř nezmění
(v %, rozdíly v procentních bodech)



7 Na červencovém zasedání ECB rovněž ponechala úrokové sazby beze změny a potvrdila, že hlavní úrokové sazby zůstanou na současných nebo nižších úrovních minimálně do poloviny roku 2020.
8 Záporné úrokové sazby v kombinaci s velkým přebytkem likvidity mají negativní dopad na ziskovost bank eurozóny. Tiering (odstupňovaný systém rezerv) by mohl tyto negativní dopady zmírnit tím, že by se na část přebytečných rezerv nevztahovala záporná úroková sazba.
9 K tomu došlo 31. 7., kdy Fed snížil pásmo základních sazeb o 25 bodů na 2,00–2,25 %.

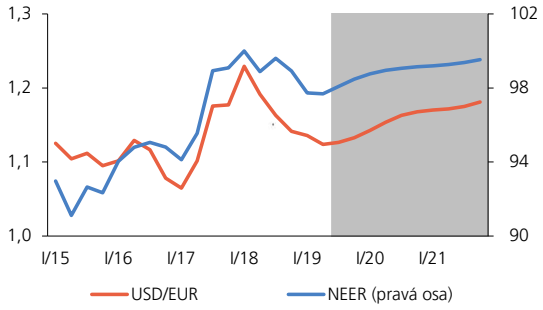
Dle červencového výhledu CF bude euro posilovat jak vůči americkému dolaru, tak v efektivním vyjádření (Graf II.1.11). V druhém čtvrtletí 2019 euro vůči dolaru mírně oslabilo, ale v horizontu jednoho roku by jednotná evropská měna měla posílit o téměř 4 %. Výhled kurzu odráží nejen nejistoty vyplývající z obchodních sporů USA s Čínou a EU, ale zejména očekávané výraznější snížení úrokových sazeb v USA oproti eurozóně, a to v prostředí zpomalující americké ekonomiky a nepříliš robustních inflačních tlaků. Naopak případný brexit bez dohody může evropskou měnu oslabit. V efektivním vyjádření euro posílí zejména vůči americké, čínské a britské měně.

GRAF II.1.11

KURZ EURA

Mírné posílení eura lze očekávat vůči americkému dolaru i vůči měnám dalších obchodních partnerů

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



II.2 PROGNÓZA

Inflace se bude v následujících čtvrtletích pohybovat v horní polovině tolerančního pásma, a to vlivem pokračujícího rychlého růstu tržních i regulovaných cen. Fundamentální domácí inflační tlaky však přitom budou pozvolna polevovat, a to především v návaznosti na postupně se snižující dynamiku mezd. Ve stejném směru bude působit přechodně protiinflační vliv dovozních jádrových cen. V příštím roce se tak inflace sníží. Na horizontu měnové politiky se bude nacházet lehce nad 2% cílem ČNB mimo jiné s přispěním dopadů změn nepřímých daní. Ekonomická aktivita letos vzroste o 2,6 % s přispěním všech složek domácí poptávky, v následujících dvou letech růst HDP 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 mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 2020.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Celková inflace se letos bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma, v příštím roce se bude snižovat k 2% cíli (Graf II.2.1). Ve druhé polovině letošního roku inflace setrvá na současné zvýšené úrovni, což bude odrážet přetrvávající silné domácí cenové tlaky a vysoký růst regulovaných cen a cen potravin. Začátkem příštího roku inflace zvolní v souvislosti s předchozím zpřísněním měnové politiky a odezněním aktuálně vysokého růstu regulovaných cen. Pokles inflace v roce 2020 však bude brzděn dopady předpokládaných změn nepřímých daní (viz BOX 2 níže), které budou na meziroční inflaci působit po celý příští rok. Poté, co v roce 2021 výše zmíněné dopady daňových změn odezní, se bude inflace nacházet nepatrně pod cílem. Pohled do složek inflace odkrývá v letošním roce silný příspěvek především jádrové inflace, výrazný růst regulovaných cen a zrychlený růst cen potravin. Tyto složky budou k inflaci přispívat i v následujících dvou letech, byť v menší míře. Ceny pohonných hmot budou nejdříve klesat, následně bude jejich příspěvek k inflaci blízký nule.

Měnověpolitická inflace[10] se bude s výjimkou prvních čtvrtletí let 2020 a 2021 nacházet v blízkosti celkové inflace (Graf II.2.1). Prognóza – vedle snížení DPH na teplo a chlad a veřejnou dopravu obsaženého již v minulé predikci – nově zahrnuje aktuálně projednávané změny nepřímých daní s předpokládanou účinností od ledna 2020[11]. Jejich primární dopady se v souhrnu vzájemně do velké míry

TAB. II.2.1

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

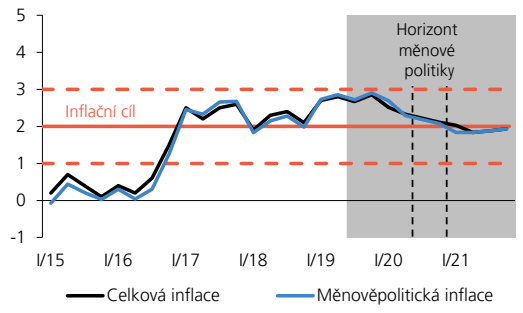
Po letošním přechodném zpomalení růst HDP v příštích dvou letech opět zrychlí ke 3 %
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2018 skut.	2019 progn.	2020 progn.	2021 progn.
Celková inflace	2,1	2,8	2,3	1,9
HDP	2,9	2,6	2,9	3,0
Průměrná nominální mzda	7,6	7,1	5,5	5,1
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,6	25,5	24,9	24,5
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	1,3	2,2	2,0	2,0

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

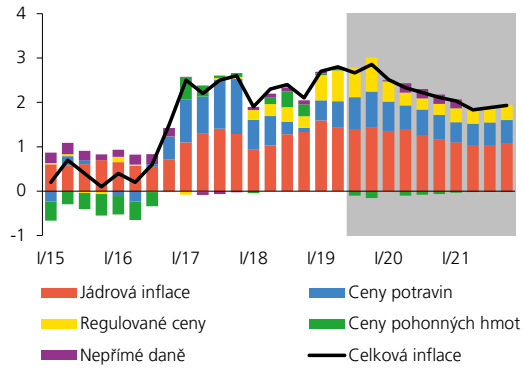
V následujících čtvrtletích se inflace bude nacházet v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle ČNB
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNÓZA

K cenovému růstu bude nadále nejvýrazněji přispívat jádrová inflace, zvýšené však zejména v letošním roce budou i příspěvky regulovaných cen a cen potravin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

10 Měnověpolitická inflace je inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. Jinými slovy rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací odpovídá velikosti primárního daňového dopadu.

11 Jedná se o vybrané změny nepřímých daní s vysokou pravděpodobností schválení v Parlamentu ČR (tj. legislativní návrhy, které se nyní nacházejí v Senátu či ve druhém čtení v Poslanecké sněmovně).

vykompenzují. Vzrostou spotřební daně na cigarety a líh[12], což však bude z velké části vyváženo snížením sazby DPH ve vybraných službách. V roce 2019 a po většinu roku 2020 a 2021 je tak souhrnný primární dopad zmíněných změn nepřímých daní malý, a proto se v uvedeném období měnověpolitická inflace nachází v blízkosti celkové inflace. Výjimkou jsou jen první čtvrtletí let 2020 a 2021, kdy se souhrnný primární dopad uvedených daňových změn (tedy rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací) přechodně zvýrazní, a to vlivem mírných odlišností v načasování jednotlivých dopadů. Prognóza však předpokládá kladný (bezprostřední) dopad uvedených daňových změn, který souběžně ovlivní celkovou i měnověpolitickou inflaci (viz BOX 2). V roce 2021 pak prognóza nepředpokládá žádné změny nepřímých daní.

BOX 2 Změny nepřímých daní a jejich vliv na prognózu v letech 2019–2021

Se změnami nepřímých daní (tj. DPH a spotřebních daní) jsou spojeny dva druhy dopadů do cen – primární a sekundární. Celkovou inflaci přitom ovlivňují oba druhy dopadů, zatímco měnověpolitická inflace obsahuje pouze dopady sekundární. Tento box vysvětluje přístup ČNB ke změnám nepřímých daní a současně popisuje, jak daňové změny ovlivnily prognózu na léta 2019–2021.

Primární dopady jsou cenové změny plynoucí z úprav nepřímých daní, které by odpovídaly jejich plnému promítnutí do cen. Mohou být buď kladné, nebo záporné podle toho, zda dochází ke zvýšení nebo snížení nepřímých daní. Výše primárních dopadů tak závisí na směru a velikosti daňové úpravy a váze dotčených reprezentantů ve spotřebním koši. Lze ji tedy přesně kvantifikovat a umístit v čase.

K adekvátnímu promítnutí daňových změn do cen však v realitě nemusí dojít. V takovém případě nastávají (bezprostřední) sekundární dopady. Cenový pohyb příslušného zboží či služeb v dotčeném období nemusí z různých důvodů vždy přesně odpovídat změně nepřímých daní. Bezprostřední sekundární dopad pak odráží rozdíl mezi skutečnou změnou v konečných cenách zboží a služeb související s úpravou nepřímých daní a primárním dopadem.[13] I tento sekundární dopad může být buď kladný, nebo záporný. Kladný je v tom případě, pokud je růst ceny dotčené položky vyšší, než odpovídá zvýšení daní, nebo pokles ceny

12 Prognóza předpokládá, že primární dopad změn těchto spotřebních daní se plně dostaví až od března 2020 v návaznosti na jen postupné doprodávání zásob dotčených komodit zatížených předchozí nižší daní.

13 V souvislosti s dopady velkých nákladových šoků (jakými jsou např. výrazné a déletrvající změny cen ropy) makroekonomie pojednává o tzv. dlouhodobých sekundárních dopadech. Těmi se označuje fundamentální vliv uvedených šoků na inflaci v delším období skrze perzistenci cenového vývoje, inflační očekávání a vývoj dalších makroekonomických veličin (zejména mezd). Případným fundamentálním dopadům uvedených nákladových šoků – majícím potenciál vážně ohrozit cenovou stabilitu v delším období – se pochopitelně měnová politika snaží zabránit.

mírnější, než plyne ze snížení daní. Záporný dopad pak nastává v opačném případě.[14] Odhad sekundárních dopadů změn nepřímých daní přitom pouze zjednodušeným způsobem popisuje chování ekonomických subjektů v okamžiku daňových změn, resp. jeho implikace pro bezprostřední vývoj cen. K pohybům cen zboží a služeb v tržní ekonomice totiž dochází průběžně (tedy i bez vazby na daňové změny), a to v reakci jak na měnící se stav nabídky a poptávky na konkrétním trhu, tak na vývoj celkového makroekonomického prostředí. Přesně rozlišit cenový pohyb daný adekvátním promítnutím změny nepřímých daní od hypotetického cenového pohybu, který by nastal bez daňových změn, je ve většině případů obtížné. Nicméně ČNB činí kvalifikovaný odhad těchto sekundárních dopadů změn daní.

Měnová politika ČNB uplatňuje na primární dopady změn nepřímých daní institut výjimek. To znamená, že při nastavování úrokových sazeb jsou z výhledu inflace očišťovány primární dopady změn nepřímých daní. Ty jsou mimo kontrolu centrální banky, mají samy o sobě pouze krátkodobý vliv na inflaci a jejich potlačování by vedlo k nežádoucímu rozkmitání jiných veličin. ČNB tedy nereaguje na celkovou, nýbrž toliko na měnověpolitickou inflaci. Její součástí jsou vedle standardního cenového vývoje i výše uvedené bezprostřední sekundární dopady změn nepřímých daní, které mohou mimo jiné odrážet i fundamentální inflační tlaky v ekonomice a mít dlouhodobý vliv na inflaci.

Vzhledem k pokročilé fázi legislativního procesu došlo v této prognóze k zapracování několika daňových změn v roce 2020. Daňové změny v souvislosti se spuštěním třetí a čtvrté vlny EET zahrnují přeřazení vybraných služeb a zboží (např. kadeřnických a stravovacích služeb, vodného a stočného) do druhé snížené sazby DPH (10 %). Dále by v rámci tzv. sazbového balíčku mělo dojít ke zvýšení spotřební daně z lihu a k harmonizačnímu zvýšení spotřební daně z cigaret. Předpokládaná účinnost všech těchto opatření v daňové oblasti je od počátku roku 2020 a jejich dopady se projeví jak v tržních, tak v regulovaných cenách. Nad rámec těchto změn prognóza nadále uvažuje s již dříve schváleným přeřazením cen tepla a chladu do druhé snížené sazby DPH od ledna 2020.

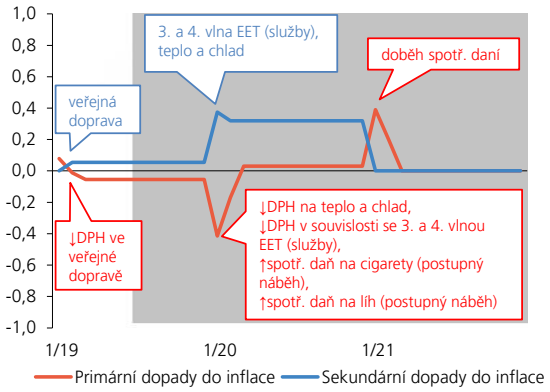
Primární dopady budou v souhrnu blízké nule, očekávané nezanedbatelně kladné sekundární dopady však inflaci ovlivní. Výrazně záporný primární dopad plynoucí ze snížení sazby DPH je ke

14 Pokud dojde např. ke zvýšení sazeb spotřebních daní, plyne z toho kladný primární dopad (a propočtená měnověpolitická inflace tedy bude v daném období nižší než celková inflace). Pokud se pak toto zvýšení daní ve spotřebitelských cenách projeví jejich menším nárůstem, než by odpovídalo daňové změně, jsou sekundární dopady záporné. Měnověpolitická inflace se tak v daném okamžiku sníží, a to v rozsahu sekundárního dopadu, zatímco celková inflace vzroste o součet primárního a sekundárního dopadu.

GRAF 1 (BOX)

DOPADY ZMĚN NEPŘÍMÝCH DANÍ DO INFLACE

Inflace bude v příštím roce výrazně ovlivněna sekundárními dopady změn nepřímých daní
(meziročně v procentních bodech)



TAB. 1 (BOX)

DOPADY ZMĚN NEPŘÍMÝCH DANÍ PLATNÉ OD POČÁTKU ROKU 2020

Daňové dopady se projeví především v tržních cenách, ovlivněny však budou i regulované ceny
(dopady v procentních bodech do CPI v prvním čtvrtletí 2020)

Položka	Druh daně	Primární dopady	Sekundární dopady
Regulované ceny:			
Teplo a chlad [a)]	↓ DPH	-0,08	0,04
Ostatní [b)]	↓ DPH	-0,10	0,05
Tržní ceny:			
Jádrová inflace			
Knihy	↓ DPH	-0,01	0,00
Ostatní služby [c)]	↓ DPH	-0,23	0,23
Ceny potravin			
Líh [d)]	↑ Spotřební	0,09	0,00
Cigarety [d) e)]	↑ Spotřební	0,36	0,00
Kumulativní dopad k 3/2020		0,03	0,32
Dopad v průměru za 1Q 2020		-0,17	0,32

a) již obsaženo v prognóze ze ZoI II/2019
b) např. vodné a stočné
c) např. kadeřnické služby a stravování
d) Dopady budou nabíhat postupně v prvních třech měsících roku.
e) harmonizační změna

konci prvního čtvrtletí 2020 více než kompenzován kladným primárním dopadem zvýšení spotřebních daní[15], u kterých je očekáván postupný náběh (Graf 1). Z hlediska – pro měnovou politiku důležitějších – sekundárních dopadů budou po celý příští rok dopady do inflace kladné, a to v rozsahu přibližně 0,3 procentního bodu (Tab. 1). Prognóza totiž předpokládá, že pokles DPH se projeví v koncových cenách pro spotřebitele v případě knih plně, ale u vodného a stočného pouze částečně. V cenách ostatních služeb se přeřazení do druhé snížené sazby DPH dle předpokladu prognózy neprojeví vůbec (podobně jako tomu bylo například při snížení DPH v restauračních zařízeních v prosinci 2016). Celková inflace tak začátkem příštího roku z tohoto titulu neklesne, neboť záporný primární dopad bude plně vykompenzován kladnými sekundárními dopady. Ty způsobí, že pokles měnověpolitické inflace v příštím roce bude pozvolnější, než by tomu bylo bez uvedených změn daní a než by zřejmě odpovídalo poklesu fundamentálních inflačních tlaků. V případě zvýšení spotřebních daní z lihu a cigaret prognóza očekává plné promítnutí do spotřebitelských cen a tedy nulové sekundární dopady.

Kladné sekundární dopady změn nepřímých daní vedou ceteris paribus k vyšší prognózované trajektorii tržních úrokových sazeb (Tab. 2). Sekundární daňové dopady v prvním čtvrtletí příštího roku jsou v prognóze částečně očekávané, proto na ně vpředhledící centrální banka reaguje již počínaje druhou polovinou letošního roku. Dopady nově zapracovaných změn daní do trajektorie domácích úrokových sazeb přitom dosáhnou svého maxima na přelomu let 2019 a 2020 (0,25 procentního bodu). Poté bude vliv sekundárních dopadů změn nepřímých daní do tržních úrokových sazeb rychle odeznívat[16], neboť vpředhledící měnové pravidlo bude reagovat na vývoj inflace v roce 2021, kdy budou sekundární dopady daňových změn již nulové.

Jádrová inflace se udrží poblíž aktuálních hodnot, v příštím roce se začne zvolna snižovat ke 2 %. Na začátku prognózy na ni budou působit přetrvávající domácí inflační tlaky, které ovlivňují cenový růst především v sektoru služeb. Vedle poptávkových tlaků bude k růstu cen přispívat rovněž stále robustní mzdový růst plynoucí z napjaté situace na trhu práce. Zmíněné faktory povedou k nadále zvýšeným hodnotám jádrové inflace v letošním roce (Graf II.2.3), a to i přes dosavadní i prognózou očekávané zpřísnění měnových podmínek. Se zmírněním domácích inflačních tlaků začne jádrová inflace v příštím roce zvolna slábnout. Koncem roku zvolní do blízkosti 2 %, přičemž proti jejímu rychlejšímu poklesu budou působit sekundární dopady snížení DPH v oblasti služeb. V roce 2021 se pak jádrová inflace bude nacházet na obdobných hodnotách jako koncem předchozího roku.

15 Měnověpolitická inflace se tak nad celkovou inflaci dostane jen dočasně, a to na samém počátku příštího roku.
16 Mírně kladný dopad ve druhém čtvrtletí 2020 plyne z vyhlazování úrokových sazeb v měnověpolitickém pravidle.

TAB. 2 (BOX)

DOPADY NOVĚ ZAHRNUTÝCH ZMĚN NEPŘÍMÝCH DANÍ DO INFLACE A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Na tržní úrokové sazby mají vliv pouze sekundární dopady změn nepřímých daní
(příspěvky v procentních bodech)

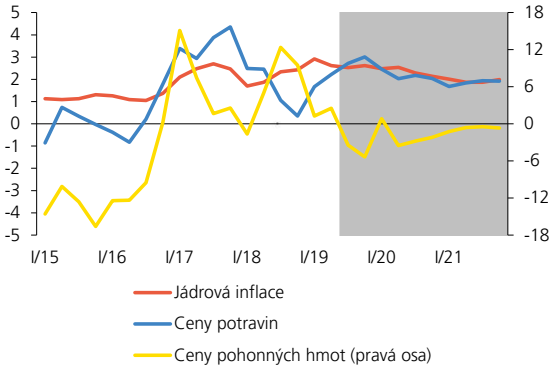
Období	Primární dopady do inflace	Sekundární dopady do inflace	Vliv daňových změn na tržní úrokové sazby
III/19	0,00	0,00	0,14
IV/19	0,00	0,00	0,25
I/20	-0,09	0,28	0,23
II/20	0,11	0,28	0,11
III/20	0,11	0,28	0,02
IV/20	0,11	0,28	-0,02
I/21	0,20	0,00	-0,03
II/21	0,00	0,00	-0,03

Poznámka: Primární a sekundární dopady uvedené v této tabulce zahrnují pouze nově zapracované změny nepřímých daní ve srovnání s minulou prognózou. Tomu odpovídá i jejich vliv na úrokové sazby, který je také primárně vztažen vůči minulé prognóze.

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

Růst cen potravin a jádrová inflace začnou zvolna slábnout až v příštím roce, ceny pohonných hmot budou převážně meziročně klesat
(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Růst regulovaných cen bude ovlivňován především zvyšujícími se cenami energií
(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech k celkové inflaci)

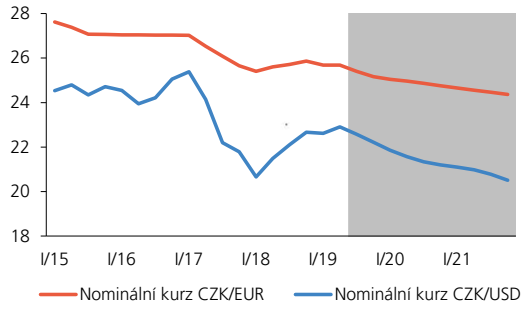
	2018 skut.		2019 progn.		2020 progn.		2021 progn.	
REGULOVANÉ CENY [a)]	1,8	0,27	4,3	0,68	2,0	0,31	2,1	0,33
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	4,4	0,19	10,3	0,44	3,4	0,14	2,5	0,11
ceny zemního plynu	-0,7	-0,02	3,3	0,08	-1,8	-0,04	1,3	0,03
ceny tepla	-0,1	0,00	4,7	0,09	1,6	0,03	2,0	0,04
vodné a stočné	1,7	0,01	2,6	0,02	2,2	0,02	2,1	0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	5,0	0,06	2,7	0,04	3,8	0,05	2,7	0,04
ceny v dopravě	-1,9	-0,03	-5,1	-0,08	1,6	0,02	2,1	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.4

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

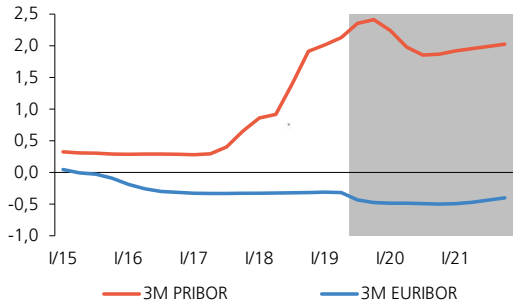
Kurz koruny bude na prognóze postupně posilovat
(CZK/EUR a CZK/USD)



GRAF II.2.5

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 2020
(v %)



Dynamika cen potravin se v letošním roce ještě dále zvýší v návaznosti na nárůst cen potravinářských komodit, poté zvolní. Ke zrychlení růstu cen potravin současně přispějí i přetrvávající inflační tlaky z domácí ekonomiky. Dynamika cen potravin by měla na konci letošního roku kulminovat na 3 % (Graf II.2.3). Poté se zmírní, neboť odezní aktuálně výrazný růst cen zemědělských výrobců. To povede ke zvolnění růstu cen potravin ke 2 % v průběhu příštího roku. Obdobným tempem porostou ceny potravin i v roce 2021.

Ceny pohonných hmot ve druhé polovině letošního roku prohloubí svůj meziroční pokles. Ten začal již v červnu a dle krátkodobých indikátorů[17] snižování cen pohonných hmot na čerpacích stanicích v červenci mírně zesílilo. Prognóza očekává, že pokles cen v tomto segmentu potrvá i po většinu prognostického horizontu, resp. zastaví se až v jeho samotném závěru (Graf II.2.3). Klesající ceny pohonných hmot budou odrážet jak očekávaný meziroční pokles světových cen ropy, tak i postupné posilování měnového kurzu CZK/USD.

Výrazný růst regulovaných cen bude pokračovat, znatelně zvolní v příštím roce. K dynamice regulovaných cen bude i ve druhé polovině letošního roku nejvýrazněji přispívat růst cen elektřiny. Prognóza zároveň očekává, že i nadále bude pokračovat silný růst cen tepla a cen plynu pro domácnosti. Poroste rovněž většina ostatních regulovaných cen s výjimkou cen dopravních služeb. Jejich meziroční pokles souvisí se zavedením slev na jízdné pro studenty a seniory v září loňského roku. Aktuální propad cen plynu na světových trzích se v zákaznických cenách projeví až v příštím roce, kdy ceny plynu pro domácnosti přejdou do meziročního poklesu. Spolu se zmírněním letošního vysokého růstu cen elektřiny to povede ke zvolnění dynamiky regulovaných cen v příštím roce ke 2 %. Obdobným tempem porostou regulované ceny i v roce 2021 (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 očekává pro třetí čtvrtletí 2019 jeho mírné posílení na hodnotu 25,4 CZK/EUR. I v dalších čtvrtletích bude koruna zpevňovat, a to v důsledku rozšířeného kladného úrokového diferenciálu vůči eurozóně a pokračující reálné konvergence české ekonomiky spojené se stabilním růstem efektivity práce. Kurz tak postupně posílí k 25 CZK/EUR na začátku příštího roku. Následně tempo posilování zvolní v návaznosti na snížení úrokového diferenciálu, které bude vedle poklesu domácích sazeb v roce 2020 odrážet i pozvolný nárůst zahraničních úrokových sazeb v roce 2021.

S prognózou je konzistentní nejprve mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 2020 (Graf II.2.5). Mírný nárůst domácích sazeb na začátku prognózy odráží

17 Jedná se o data z portálu platebních karet CCS.

především přetrvávající silné domácí inflační tlaky, do kterých se promítá rychlý růst mezd a spotřeby domácností, spolu s předpokládanými sekundárními dopady změn nepřímých daní v příštím roce. V následném poklesu tuzemských úrokových sazeb v roce 2020 se projeví zejména přetrvávající hluboce záporné úrokové sazby v eurozóně v podmínkách zmírnění domácích inflačních tlaků na úroveň odpovídající střednědobému plnění 2 % cíle.

II.2.2 Náklady a trh práce

Růst celkových nominálních nákladů bude ve druhé polovině letošního roku dále zvolňovat, poté se ustálí okolo 2 % (Graf II.2.6). Ve druhém čtvrtletí letošního roku dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru dále zpomalila v důsledku zvolnění růstu domácích nákladů a zmírnění kladného příspěvku dovozních jádrových cen. V jejich dynamice se projevilo zpomalení růstu jádrové složky zahraničních výrobních cen[18] při zhruba stabilním vývoji kurzu koruny. Příspěvek dovozních cen energií zůstal nepatrně záporný. V návaznosti na předpokládané posilování kurzu budou v několika následujících čtvrtletích dovozní jádrové ceny působit protiinflačně. Následně se vlivem zvolnění tempa posilování kurzu koruny při stabilním růstu zahraničních cen jejich příspěvek posune do kladných hodnot. Dovozní ceny energií budou působit nepatrně protiinflačně vlivem klesajících cen v rámci energetické složky zahraničních cen průmyslových výrobců. Inflační tlaky z domácí ekonomiky se budou nejprve zmírňovat v důsledku postupného zvolňování dynamiky mezd. V příštím roce se pak růst cen domácí meziprodukce ustálí okolo své dlouhodobé rovnovážné úrovně. Na celém horizontu prognózy bude rovněž působit kladný příspěvek cenové konvergence.

Domácí nákladové tlaky se budou postupně zmírňovat v důsledku zpomalování mzdové dynamiky (Graf II.2.7). Ve druhém čtvrtletí letošního roku růst domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce zvolnil (po přechodném zrychlení na začátku roku, což odráželo především zvýšení minimální mzdy a starobních důchodů). Ve druhé polovině roku 2019 bude růst domácích nákladů dále postupně slábnout v návaznosti na mezičtvrtletní zpomalování mzdové dynamiky a poté se stabilizuje okolo 2 %. Ve směru růstu domácích nominálních mezních nákladů bude na celém horizontu prognózy působit kladný příspěvek ceny kapitálu odrážející pokračující růst domácí poptávky. Domácí inflační tlaky pak budou částečně tlumeny zvyšováním efektivity práce, jejíž příspěvek bude postupně narůstat ke své dlouhodobé rovnovážné hodnotě.

Růst zaměstnanosti zpomalí vlivem přetrvávajícího nedostatku volné pracovní síly při mírně slábnoucí poptávce po práci (Graf II.2.8). Napětí na trhu práce, související s rekordně nízkou mírou

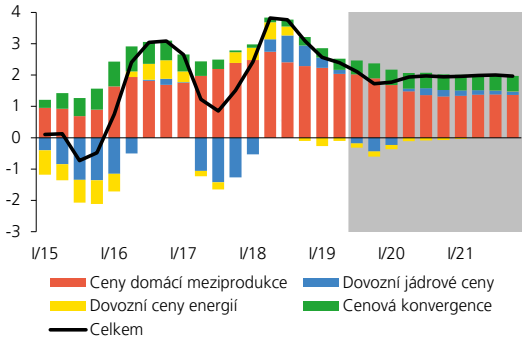
18 Rozklad dovozních cen na jádrovou a energetickou složku je výsledkem přechodu na model g3+.

GRAF II.2.6

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Celkové inflační tlaky budou dále polevovat vlivem zpomalujícího růstu domácích nákladů a zpočátku i záporného příspěvku dovozních jádrových cen

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

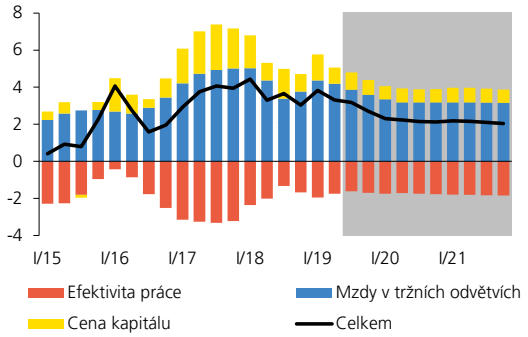


GRAF II.2.7

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

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

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

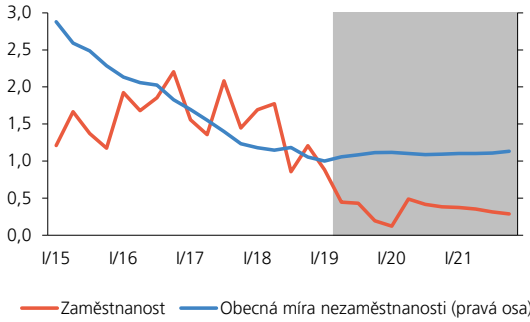


GRAF II.2.8

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude zvyšovat pomalejším tempem než doposud; míra nezaměstnanosti již neklesne

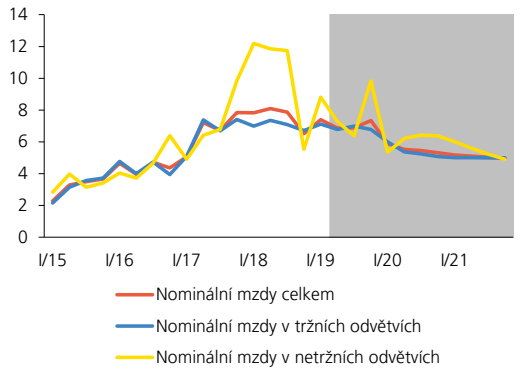
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.9

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

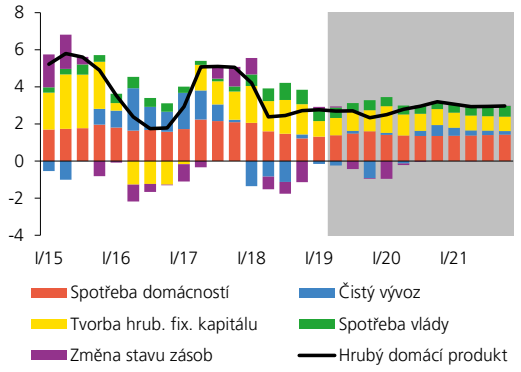
Růst mezd v tržních i netržních odvětvích viditelně zpomalí až v příštím roce
(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)



GRAF II.2.10

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

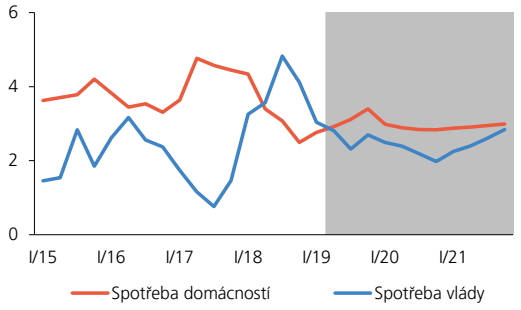
K růstu HDP budou na celém horizontu prognózy přispívat všechny složky konečné domácí poptávky, zejména pak spotřeba domácností a fixní investice
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.11

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

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



nezaměstnanosti, bude nadále částečně zmírňováno růstem pracovní síly (mimo jiné vlivem zvyšování zákonného důchodového věku). Rovněž růst počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky dále zvolní. Kladně přitom ke zvyšování přepočteného počtu přispěje zejména nárůst počtu zaměstnanců při zhruba stabilním průměrném úvazku.

Aktuální rekordně nízká úroveň míry nezaměstnanosti již nevytváří prostor pro její další snížení. Obecná míra nezaměstnanosti se bude nacházet poblíž současných hodnot (Graf II.2.8), což bude důsledkem sice mírně slábnoucí, ale stále celkově silné poptávky po práci. Podobný vývoj prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob. Ten bude odrážet již jen nevýrazné snížení počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pokračujícím pozvolném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Růst mezd v tržních i netržních odvětvích viditelně zpomalí až v příštím roce, protože napětí na trhu práce stále přetrvává. Mzdový růst v tržní části ekonomiky ve druhém čtvrtletí 2019 jen lehce zpomalil na 6,8 % (Graf II.2.9). Vedle přetrvávajícího napjatého trhu práce působí letos na mzdovou dynamiku i lednové zvýšení minimální mzdy o 1 150 Kč na 13 350 Kč a stále vysoké odměny vyplácené za dobré finanční výsledky podniků v loňském roce. Odeznění posledně uvedeného faktoru a snaha firem o zachování cenové konkurenceschopnosti a ziskovosti bude naopak růst mezd v dalších čtvrtletích brzdit. Růst tržních mezd se tak za celý letošní rok udrží v blízkosti 7 %. Ke své dlouhodobě rovnovážné 5% úrovni se postupně přiblíží v příštím roce a setrvá u ní i v roce 2021. Nadále bude pokračovat i výrazný, byť oproti loňsku zvolněný růst mezd v netržních odvětvích. Ten bude na celém horizontu prognózy odrážet zejména navyšování mezd pro pedagogické pracovníky a ostatní zaměstnance státního sektoru.

II.2.3 Ekonomická aktivita

HDP letos vzroste o 2,6 %, v příštích dvou letech hospodářský růst mírně zrychlí do blízkosti tempa růstu potenciálního produktu. Růst ekonomické aktivity bude nadále tažen všemi složkami konečné domácí poptávky (Graf II.2.10). Dynamika spotřeby domácností se bude pohybovat okolo 3 % a bude odrážet přetrvávající, byť postupně zpomalující růst objemu mezd a platů a dalších příjmů. Růst tvorby hrubého fixního kapitálu naváže na solidní tempa z přelomu minulého a letošního roku. Růst spotřeby vlády zpomalí v návaznosti na zvolnění růstu nemzdové složky vládní spotřeby. Záporný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP odezní na začátku roku 2020, což povede k mírnému zrychlení ekonomického růstu v následujících dvou letech.

Pokračující růst spotřeby domácností bude odrážet svižnou, byť postupně zvolňující dynamiku mezd, platů a dalších příjmů. Spotřeba domácností na začátku roku 2019 zrychlila svůj růst, jehož dynamika se bude zvyšovat i po celý zbytek letošního roku (Graf II.2.11), a to při současném pozvolném snižování míry úspor. Rozpočty domácností budou nadále podporovány pokračujícím solidním růstem disponibilního důchodu v návaznosti na stále robustní růst objemu mezd

a platů spolu s významným příspěvkem příjmů podnikatelů (Graf II.2.12). Kladně budou přispívat také příjmy ze sociálních dávek. Dynamiku soukromé spotřeby v letošním roce podporuje i lednové mimořádné zvýšení starobních důchodů nad rámec běžné valorizace a další zvýšení minimální mzdy, neboť dotčené domácnosti v obou případech vykazují nadprůměrný sklon ke spotřebě. V souhrnu spotřeba domácností letos vzroste o 3,1 %. V letech 2020 a 2021 její růst zvolní nepatrně pod 3 %.

Zvyšování spotřeby vlády bude pokračovat jak vlivem růstu nemzdových výdajů, tak i platů ve vládním sektoru. Růst reálné vládní spotřeby letos dosáhne 2,7 %, v následujících dvou letech pak jen mírně zvolní (Graf II.2.11). Spotřební výdaje vlády v nominálním vyjádření porostou výrazně především v letošním roce prostřednictvím rychlého zvyšování náhrad zaměstnancům vládního sektoru, v reálném vyjádření však bude dynamika spotřeby vlády tlumena zrychleným růstem deflátoru. V rámci spotřeby vlády se však budou nadále zřetelně zvyšovat jak běžné (neinvestiční) výdaje, tak i naturální sociální transfery.

Tvorba hrubého kapitálu bude nadále podporována soukromými i vládními investicemi, příspěvek zásob zůstane výrazně utlumený (Graf II.2.13). Růst fixních investic v letošním roce zpomalí na necelá 4 %, a to především vlivem vysoké srovnávací základny z minulého roku. To se bude týkat soukromých i vládních investic. Růst investic v podnikovém sektoru byl v prvním pololetí letošního roku brzděn přechodným zpomalením růstu zahraniční poptávky, ve druhé polovině roku tento faktor odezní. Na nižší dynamiku soukromých investic bude zároveň působit nedávné zvýšení úrokových sazeb. Soukromá investiční aktivita zůstane i tak na celém horizontu prognózy solidní a bude i nadále motivována zejména přetrvávajícím vysokým využitím stávajících výrobních kapacit v podmínkách napjatého trhu práce. K růstu fixních investic budou rovněž zřetelně přispívat 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). Někteří tuzemští vývozci stále narážejí na vysoké využití výrobních kapacit a napjatý trh práce, který je charakterizován nedostatkem volné pracovní síly. Dynamiku vývozu vedle toho současně ovlivňuje zpomalení zahraničního ekonomického růstu při postupném zhoršování cenové konkurenceschopnosti tuzemských výrobců. To plyne z dlouhodobého rychlého růstu mzdových nákladů v podmínkách zpomalování růstu jádrové složky zahraničních cen. K tomu se na prognóze přidá obnovené posilování kurzu koruny. Letos tak vývoz zboží a služeb vzroste pouze o 2,3 %. V příštím roce se vedle stabilního růstu investic projeví také opětovně zrychlující růst zahraniční poptávky. To povede k výraznému zvýšení dynamiky vývozu zboží a služeb, která překročí hranici 6 %; nad ní se udrží i v roce 2021.

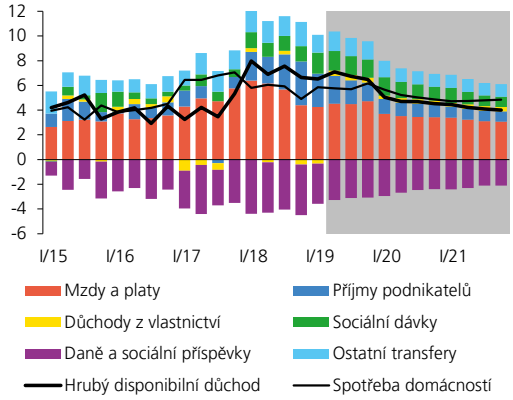
Růst dovozu bude odrážet solidní vývoj domácí poptávky a později také oživení vývozu. Dynamika dovozu je – vedle aktuálně utlumeného vývozu – naopak nadále tažena především růstem dovozně náročných investic spolu se stabilní spotřebitelskou poptávkou. Na růst

GRAF II.2.12

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Nadále solidní dynamika disponibilního důchodu bude dána zejména pokračujícím, byť postupně zvolňujícím růstem mezd a platů, porostou však i další příjmy

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



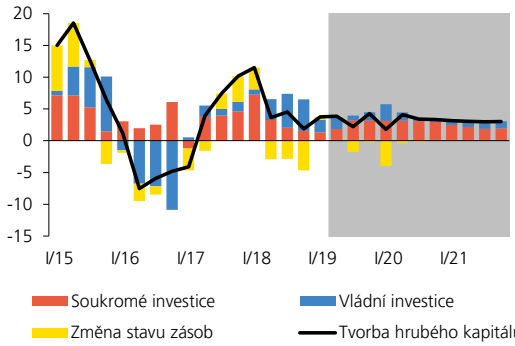
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF II.2.13

ROZKLAD INVESTIC

Tvorba hrubého kapitálu poroste vlivem pokračujícího zvyšování soukromých i vládních investic

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

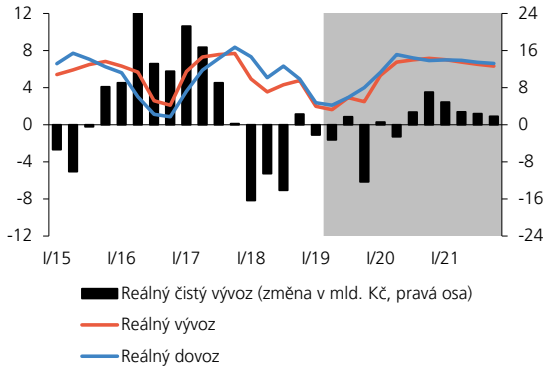


GRAF II.2.14

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Přechodně utlumená dynamika vývozu i dovozu se postupně zvýší, což bude odrážet zejména zrychlení růstu zahraniční poptávky

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

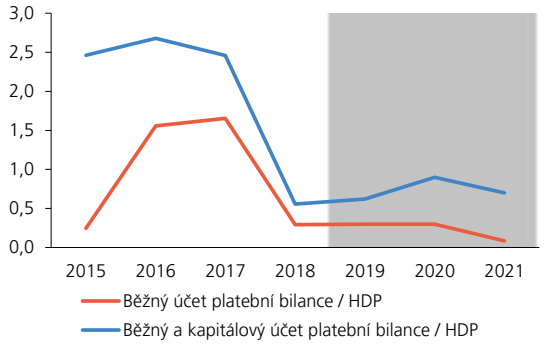


GRAF II.2.15

POMĚRY ÚČTŮ PLATEBNÍ BILANCE K HDP

V poměru k HDP zůstane přebytek běžného účtu v letošním a příštím roce na úrovni roku 2018, přebytek kapitálového účtu v uvedených letech poroste

(v %)



TAB. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

Přebytky běžného účtu budou v letošním i příštím roce na úrovni roku 2018, na finančním účtu (bez operací bankovního sektoru) dojde k mírnému přílivu kapitálu

(v mld. Kč)

	2018 skut.	2019 progn.	2020 progn.	2021 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	15,5	15,0	15,0	5,0
Zboží	217,2	230,0	235,0	235,0
Služby	120,7	130,0	135,0	135,0
Prvotní důchody	-282,5	-310,0	-320,0	-330,0
Druhotné důchody	-39,9	-35,0	-35,0	-35,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,0	20,0	40,0	40,0
C. FINANČNÍ ÚČET [a)]	12,2	-5,0	-15,0	0,0
Přímé investice	-91,3	-70,0	-60,0	-60,0
Portfoliové investice	22,5	-95,0	-115,0	-100,0
Finanční deriváty	-15,3	-	-	-
Ostatní investice	46,3	80,0	70,0	60,0
Rezervní aktiva	50,0	80,0	90,0	100,0

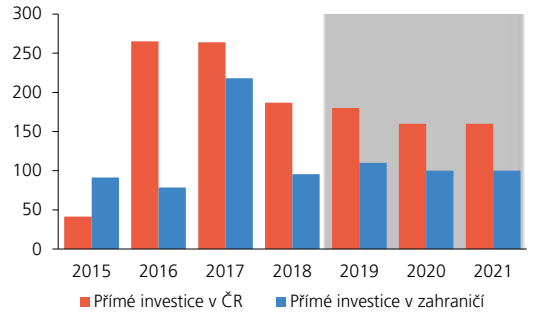
a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

GRAF II.2.16

STRUKTURA PŘÍMÝCH INVESTIC

Oproti loňskému roku se čistý příliv přímých investic v letech 2019–2021 sníží

(v mld. Kč)



dovozu bude působit také očekávané posilování kurzu koruny. Celkově letos dovoz zboží a služeb vzroste přibližně o 3 % (Graf II.2.14). V roce 2020 se do růstu dovozu promítne zvýšení dynamiky vývozu. Celkově růst dovozu v příštím roce zrychlí na 6,8 % a tímto tempem poroste i v roce 2021.

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP zůstane v letošním roce záporný. K tomu dojde při vyšší dynamice dovozu ve srovnání s vývozem. V letech 2020–2021 se tempa růstu vývozu a dovozu sblíží a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude mírně kladný.

II.2.4 Platební bilance

Prognóza letos očekává setrvání přebytku běžného účtu platební bilance přibližně na úrovni minulého roku, tj. 0,3 % HDP (Graf II.2.15). Za mírným zvýšením přebytku bilance zboží (Tab. II.2.3) stojí především očekávaný meziroční pokles cen ropy a plynu a snížení dynamiky domácí poptávky. Jejich vliv na saldo bude částečně vyvažován zpomalením růstu zahraniční poptávky. U bilance služeb se předpokládá, že bude pokračovat velmi mírné zvyšování přebytku výrobních služeb a dopravy, výrazněji se zvýší přebytek ostatních služeb. Prohloubení deficitu prvotních důchodů je důsledkem růstu zisků nerezidentů z přímých investic a především zvyšujících se náhrad placených zahraničním zaměstnancům. Pokles deficitu druhotných důchodů je spojen s očekávaným meziročním růstem příjmů z EU.

Pro rok 2020 je prognózována stabilita přebytku běžného účtu na úrovni letošního roku. Mírně rostoucí přebytek výkonové bilance bude odrážet pokračující mírný pokles cen paliv, oživení zahraniční poptávky a již zmíněný vývoj v oblasti některých služeb. U prvotních důchodů se mírně zvýší deficit vlivem prohloubení záporného salda výnosů z investic. U druhotných důchodů se očekává stabilita záporného salda při protisměrném působení vyššího čerpání fondů EU a růstu soukromých transferů do zahraničí.

V roce 2021 přebytek běžného účtu poklesne na 0,1 % HDP. Přebytek výkonové bilance a deficit druhotných důchodů zůstanou stabilní na úrovni roku 2020. V rámci prvotních důchodů dále porostou příjmy nerezidentů z přímých investic.

Přebytek na kapitálovém účtu se v letošním a příštím roce zvýší především vlivem čerpání zdrojů z fondů EU. Meziroční zvýšení přebytku v roce 2020 je navíc spojeno s očekávaným výnosem z připravované aukce kmitočtů 5G. Nejistota panuje ohledně obchodování s emisními povolenkami, jehož rozsah a směr toků je obtížné odhadnout, a proto je prognóza na roky 2020 a 2021 nezahrnuje.

Na finančním účtu letos dojde k mírnému přílivu kapitálu v souvislosti s obratem toků krátkodobého kapitálu. Čistý příliv kapitálu v rámci přímých investic (Graf II.2.16) do ČR se oproti roku 2018 mírně sníží. Dojde k tomu zejména v důsledku opětovného odlivu

dluhového kapitálu z tuzemských dcer zahraničním matkám, v menší míře pak vlivem nižšího salda reinvestovaných zisků. Po jejich odečtení prognóza očekává čistý odliv kapitálu do zahraničí. Prognóza přímých investic zahrnuje také jednorázovou operaci (prodej dceřiné firmy ČEZ v Bulharsku). V rámci portfoliových investic (Graf II.2.17) se na straně aktiv mírně sníží držba zahraničních cenných papírů (dluhopisů) ze strany rezidentů vlivem vysoce kladného úrokového diferenciálu mezi českou korunou a eurem. Na straně pasiv se – při předpokládaném snížení dolarových úrokových sazeb – obnoví zájem nerezidentů o české vládní korunové dluhopisy. Navíc se předpokládá mírný růst držby tuzemských dluhopisů denominovaných v eurech (vládních i podnikových) nerezidenty. V rámci ostatních investic (bez bankovního sektoru) se očekává meziroční nárůst čistého odlivu kapitálu spojený zejména s aktivitami podnikového sektoru (exportní úvěry a převody volných zdrojů na zahraniční účty). U vládního sektoru prognóza již nepočítá s úplným revolvingem krátkodobého zahraničního úvěru přijatého v loňském roce. Prognózovaný vyšší růst rezervních aktiv oproti minulému roku je spojen s nárůstem výnosů z devizových rezerv ČNB a meziročně vyšším kladným saldem operací vůči EU.

V příštím roce se čistý příliv kapitálu mírně zvýší vlivem narůstajícího úrokového diferenciálu. Atraktivita korunových aktiv (zejména vládních dluhopisů) v očích nerezidentů tak bude hlavním faktorem pohybu kapitálu. Naproti tomu v rámci přímých investic odezní výše zmíněná jednorázová operace ČEZ. V roce 2021 vývoj jednotlivých položek finančního účtu výrazně nevybočí z předchozího trendu a finanční účet jako celek skončí vyrovnaný.

Tuzemská reálná ekonomika nebude generovat významné přebytky deviz. Významným faktorem kurzového vývoje tak zůstane krátkodobý kapitál. Vysoce kladný úrokový diferenciál vůči euru bude motivovat firmy i vládu k podstatně levnějšímu financování jejich závazků na eurových trzích, což bude přispívat k posilování koruny. Kladný úrokový rozdíl bude současně tlumit zájem rezidentů o portfoliové investice v zahraničí. Na druhé straně bude pokračovat odliv kapitálu z tuzemska do zahraničí, který souvisí s vlastnickou strukturou, s významným podílem strojírenské výroby, kde jsou běžné vývozní úvěry, a ekonomickou situací v EU. V případě donedávna výrazného záporného úrokového diferenciálu koruny vůči dolaru došlo od počátku letošního roku k jeho poměrně významnému zmírnění. To zastavilo odliv zahraničního krátkodobého kapitálu z ČR patrný v loňském roce a přispělo k obnovenému zájmu nerezidentů o vládní korunové dluhopisy. Příliv ve větším měřítku však bude limitován nedostatkem vhodných domácích finančních instrumentů a omezenou ochotou komerčních bank přijímat krátkodobá korunová depozita.

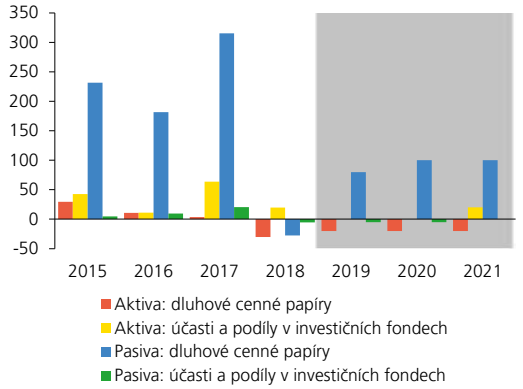
II.2.5 Fiskální vývoj

Přebytky veřejných rozpočtů se budou na horizontu prognózy postupně snižovat. V letošním roce přebytek vládního sektoru klesne na 0,5 % HDP, v roce 2020 dosáhne 0,4 % HDP a v roce 2021 se dále sníží na 0,2 % HDP (Tab. II.2.4). Na straně příjmů vládního sektoru se projeví

GRAF II.2.17

STRUKTURA PORTFOLIOVÝCH INVESTIC

Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru bude nadále snižovat atraktivitu zahraničních dluhopisů v očích rezidentů
(v mld. Kč)



TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

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

	2018 skut.	2019 progn.	2020 progn.	2021 progn.
Příjmy vládního sektoru	41,5	41,6	41,7	41,5
Výdaje vládního sektoru	40,6	41,1	41,2	41,3
z toho: úrokové platby	0,8	0,7	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,9	0,5	0,4	0,2
z toho:				
primární saldo [a]	1,6	1,2	1,1	0,8
mimořádné jednorázové operace [b]	0,2	0,2	0,2	0,2
UPRAVENÉ SALDO [c]	0,7	0,3	0,2	0,0
Cyklická složka (dezagregovaná metoda) [d]	0,5	0,4	0,2	0,0
Strukturální saldo (dezagregovaná metoda) [d]	0,2	-0,2	0,0	0,0
Fiskální pozice v p. b. (dezagregovaná metoda) [e]	-1,0	-0,3	0,1	0,0
Cyklická složka (agregovaná metoda) [d]	0,1	0,0	-0,1	0,0
Strukturální saldo (agregovaná metoda) [d]	0,6	0,3	0,2	0,0
Fiskální pozice v p. b. (agregovaná metoda) [e]	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	32,6	30,7	28,9	27,5

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; dezagregovaná metoda je postavena na vývoji jednotlivých daňových bází v rámci ekonomického cyklu, agregovaná metoda definuje pozici cyklu pouze na základě mezery výstupu.
e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

zpomalení růstu celkového objemu mezd a platů v ekonomice, které povede ke snížení dynamiky růstu inkasa daně z příjmů fyzických osob a příspěvků na sociální a zdravotní zabezpečení. Současně budou stranu příjmů vládního sektoru významně ovlivňovat diskreční opatření. V letošním roce se nepříznivě projevuje přeřazení 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 budou naopak příjmy vládního sektoru daňovými opatřeními v souhrnu posíleny, a to zejména v souvislosti s plánovaným zvýšením sazby spotřební daně na cigarety a líh, omezením osvobození výher z hazardních her od daně z příjmu, zvýšením sazeb daně z loterií a hazardu[19] a spuštěním 3. a 4. vlny EET[20]. Výdaje vlády budou zvyšovány přetrvávající silnou mzdovou dynamikou ve vládním sektoru, pokračujícím růstem vládních investic a zvyšováním sociálních transferů. V rychlejším růstu sociálních transferů se projevuje letošní štědřejší valorizace penzí[21], které budou dále navýšeny v příštím roce[22], nárůst příspěvku na péči a zavedení slevy na jízdné pro studenty a seniory od září 2018.

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.	2021 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	0,8	0,4	0,0	0,0
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,4	0,3	0,0	0,0
soukromé investice	0,0	0,0	0,0	0,0
vládní investice domácí	0,2	0,0	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,2	0,1	0,0	0,0

Působení fiskální politiky bude v letošním roce expanzivní, v dalších dvou letech 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 dopady prognózou očekávaných fiskálních diskrečních opatření se v souhrnu vzájemně kompenzují. Také v roce 2021 bude fiskální impulz neutrální.

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 až na 27,5 % HDP v roce 2021, a to zejména vlivem růstu nominálního HDP při mírném snižování nominální výše vládního dluhu.

19 Tyto návrhy daňových změn jsou součástí tzv. sazbového balíčku, který se aktuálně nachází ve druhém čtení v Poslanecké sněmovně ČR. Z hlediska rozpočtového dopadu je nejvýznamější změnou zvýšení spotřební daně na cigarety (0,13 % HDP). Toto zvýšení reaguje na požadavek směrnice o struktuře a sazbách spotřební daně z tabákových výrobků v rámci EU a je nutné ho realizovat nejpozději od 1. 1. 2020.

20 3. a 4. vlna EET by měly přispět k navýšení daňových příjmů v rozsahu přibližně 0,1 % HDP. Tento dopad však bude do značné míry kompenzován přeřazením vybraného zboží a některých služeb do snížené sazby DPH, které je se spuštěním 3. a 4. vlny EET svázáno.

21 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.

22 Od ledna 2020 se vedle řádného navrhuje i mimořádné zvýšení důchodu tak, aby u průměrného starobního důchodu celkové zvýšení činilo 900 Kč.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Nová prognóza byla poprvé zpracována prostřednictvím rozšířeného jádrového predikčního modelu g3+. Významné změny oproti minulé prognóze však plynou především z přehodnocení zahraničního výhledu a ze zapracování dopadů připravovaných domácích změn nepřímých daní. V návaznosti na utlumený cenový růst v eurozóně a s ním spojenou komunikaci ECB se znatelně snížil tržní výhled zahraničních úrokových sazeb. Síla celkových inflačních tlaků v tuzemské ekonomice byla přehodnocena mírně směrem nahoru. To bylo dáno zejména silnějšími domácími cenovými tlaky v návaznosti na pozorovaný rychlejší růst mezd, spotřeby a celkové ekonomické aktivity. Nově zapracované změny nepřímých daní budou mít v souhrnu kladné sekundární dopady, predikce inflace se tak posouvá mírně výše. Nová prognóza naznačuje zhruba stejnou hladinu úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2019 jako prognóza minulá, ve vzdálenějším horizontu leží sazby v nové prognóze níže. Kurz bude posilovat o něco pozvolněji než v minulé predikci.

Ve výhledu zahraničních veličin se posunula trajektorie tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR více do záporných hodnot (Graf II.3.1). To je odrazem prohlášení Rady guvernérů ECB z 6. června, že základní úrokové sazby zůstanou na současné úrovni alespoň do první poloviny roku 2020 (dle předchozí komunikace tomu tak mělo být nejméně do konce roku 2019). Následná vyjádření ECB naznačila připravenost dále uvolnit měnovou politiku. Prodloužení období nízkých úrokových sazeb v eurozóně je reakcí na utlumenější cenový vývoj. Slabší nákladové cenové tlaky pramenící ze sníženého výhledu ceny ropy Brent budou doprovázeny lehce pomalejším růstem ekonomické aktivity v eurozóně. Oba tyto faktory se promítají do výhledu spotřebitelských a především průmyslových cen, jejichž meziroční růst je v letošním roce ve srovnání s minulou prognózou nižší o 0,8 procentního bodu. Výraznější protiinflační cenové tlaky jsou mírně tlumeny slabším kurzem eura vůči americkému dolaru.

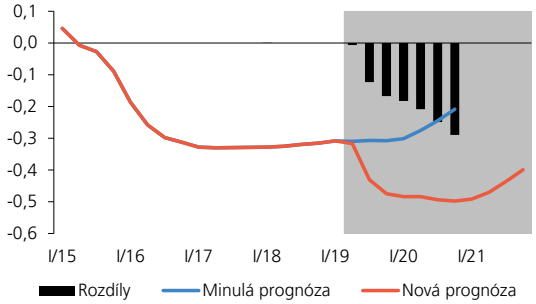
Prognóza domácího ekonomického růstu se výrazně nepřehodnocuje, k dílčím úpravám však došlo v jeho struktuře.[23] HDP v první polovině letošního roku vzrostl o něco rychleji oproti minulé prognóze (Graf II.3.2). To bylo důsledkem zejména svižnějšího růstu spotřeby domácností v návaznosti na rychlejší růst mezd. Do nižší dynamiky investic se promítla revize dat národních účtů, k růstu HDP tak budou přispívat méně než v minulé prognóze. Naopak příspěvek čistého vývozu byl v důsledku revizí přehodnocen v obdobném rozsahu směrem nahoru.

23 Revize dat národních účtů výrazně ovlivnila strukturu růstu HDP v minulosti, avšak celková dynamika se změnila jen nepatrně.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY SAZBY 3M EURIBOR

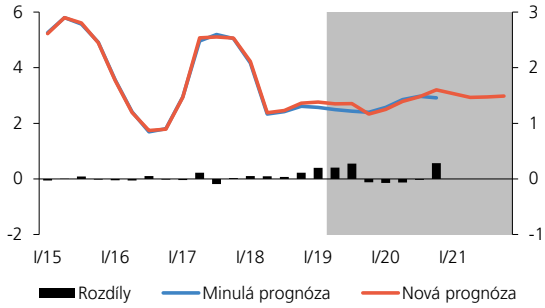
Rozhodnutí ECB ponechat úrokové sazby na současné úrovni po delší dobu a její navazující komunikace se promítá do výrazně nižšího výhledu zahraničních tržních úrokových sazeb
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

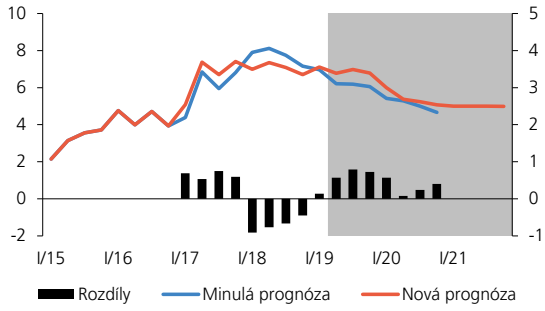
Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity se téměř nemění
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

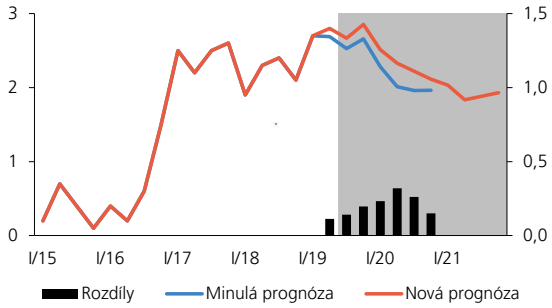
Vyšší predikce dynamiky mezd zohledňuje především pozorované hodnoty
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

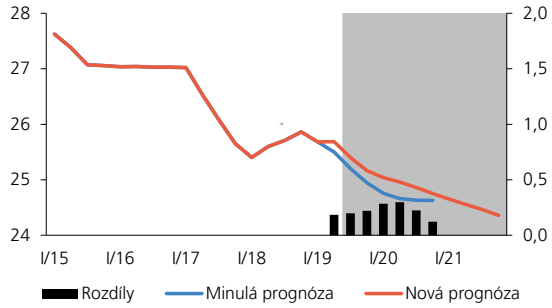
Prognóza inflace se na celém horizontu posouvá mírně výše v důsledku silnějších cenových tlaků a dopadů změn nepřímých daní
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNÓZY KURZU

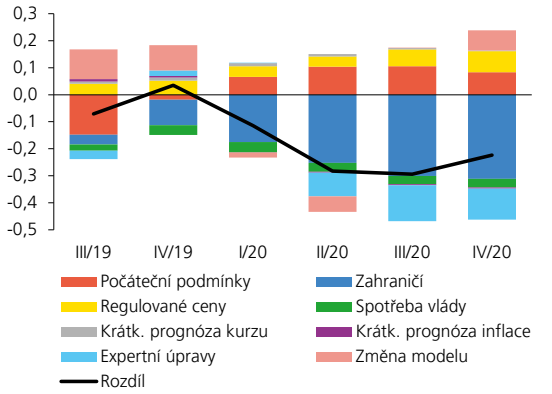
Kurz koruny bude posilovat pozvolněji
(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



GRAF II.3.6

ROZKLAD ZMĚN PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Výhled úrokových sazeb se letos výrazně nemění, v příštím roce se posouvá níže především v důsledku snížené trajektorie sazby 3M EURIBOR
(3M PRIBOR, v procentních bodech)



Poznámka: Změna modelu vyjadřuje rozdíl mezi replikací minulé prognózy pomocí nového jádrového predikčního modelu g3+ a minulou prognózou, která byla vytvořena s využitím modelu g3.

Svižná mzdová dynamika přetrvá oproti minulé prognóze déle (Graf II.3.3).[24] Vyšší tempo mzdového růstu bylo v první polovině letošního roku podpořeno vyplácením štědřejších odměn v návaznosti na předchozí dobré finanční výsledky podniků. Uvedený vývoj mezd povede ve srovnání s minulou predikcí k silnějším domácím inflačním tlakům, a to zejména letos.

Prognóza inflace se mírně zvyšuje vlivem silnějších cenových tlaků a nově zapracovaných daňových dopadů (Graf II.3.4). Zvýšení výhledu inflace je ve zbytku letošního roku způsobeno lehce vyšším pozorovaným cenovým růstem (zejména cen potravin) ve druhém čtvrtletí 2019. Projeví se také silnější domácí fundamentální nákladové tlaky plynoucí z rychlejšího růstu mezd. To se spolu se slabším kurzem koruny odrazí i v silnějších celkových inflačních tlacích. V roce 2020 je prognózovaná inflace vyšší zejména vlivem nově zahrnutých dopadů změn nepřímých daní (viz BOX 2 v kapitole II.2). Výhled růstu regulovaných cen na letošní rok se nemění, v roce 2020 leží lehce níže v návaznosti na vývoj světových cen plynu.

Predikce kurzu koruny se oproti minulé prognóze posunula ke slabším hodnotám (Graf II.3.5). V kratším horizontu za tím stojí slabší pozorovaná hodnota kurzu ve druhém čtvrtletí, v delším horizontu pak lehké zhoršení výhledu zahraniční poptávky. V prognóze je nadále expertně zohledněn pozorovaný vývoj kurzu koruny za poslední rok.

Nová prognóza implikuje do konce roku 2019 podobnou výši úrokových sazeb jako minule, v roce 2020 jsou sazby níže (Graf II.3.6). Dominantní vliv ve směru nižších sazeb má výhled zahraničí, zejména trajektorie úrokových sazeb v eurozóně v roce 2020. Souhrnně ve směru vyšších sazeb působí domácí počáteční podmínky[25] (v návaznosti na vyšší pozorovanou dynamiku mezd a spotřeby domácností) a sekundární dopady změn nepřímých daní v rámci regulovaných cen[26]. Také sekundární dopady změn nepřímých daní v tržních cenách, které jsou součástí expertních úprav, působí v prognóze k vyšším sazbám, a to zejména na přelomu letošního a příštího roku (blíže viz BOX 2 v kapitole II.2). Nad jejich efektem však v souhrnu převažuje expertní úprava, která eliminuje propagaci jednorázově vyplacených odměn v první polovině letošního roku do budoucího mzdového růstu.

24 Vyšší, resp. nižší meziroční dynamika mezd v letech 2017–2018 oproti minulé prognóze byla ovlivněna revizí mzdové úrovně směrem nahoru za rok 2017.
25 Na začátku prognózy však v rámci počátečních podmínek převáží efekt vyhlazování sazeb v měnovém pravidle.
26 Výhled regulovaných cen včetně primárních dopadů změn nepřímých daní je přitom oproti minulé prognóze lehce nižší, a to jak v důsledku snížení výhledu cen plynu, tak vlivem poklesu DPH, který se v rámci dotčených položek regulovaných cen promítne zhruba z poloviny.

II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNÓZY

Bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační. Hlavní rizika a nejistoty prognózy pocházejí ze zahraničí. První z nich souvisí s případným déletrvajícím a hlubším zpomalením růstu poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů ČR. Toto riziko zachycuje zpracovaný citlivostní scénář nižšího růstu HDP v eurozóně. Zdrojem vnějších nejistot zůstávají dopady protekcionistických opatření ve světovém obchodě a neřízený brexit.[27] Vedle základního a citlivostního scénáře prognózy byl sestaven i alternativní scénář, který budoucí vývoj ekonomiky popisuje pomocí predikčního modelu g3, který byl používán do ZoI II/2019.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Významným rizikem prognózy je možné déletrvající a hlubší zpomalení růstu zahraniční poptávky. Zpracovaný citlivostní scénář předpokládá nižší růst zahraniční ekonomické aktivity v letošním i příštím roce s následným postupným návratem k jeho dlouhodobé rovnovážné hodnotě. Výsledky simulace pro zahraniční veličiny, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1.

Citlivostní scénář předpokládá v roce 2020 poloviční dynamiku HDP v efektivní eurozóně oproti základnímu scénáři prognózy.[28] Pomalejší růst ekonomické aktivity v eurozóně odrážející slábnoucí světovou poptávku se projeví v útlumu průmyslové produkce a v pomalejším růstu výrobních cen v eurozóně. Následné zhoršování situace na trhu práce v eurozóně bude mít negativní vliv na zahraniční spotřebu domácností a více utlumený růst spotřebitelských cen. Na to bude ECB bezprostředně reagovat uvolňováním měnové politiky, což se projeví i v oslabení kurzu eura vůči dolaru. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se však nachází již v základním scénáři v záporných hodnotách a další výrazný pokles sazeb se nejeví jako reálný vzhledem k negativním vedlejším efektům záporných sazeb ovlivňujícím hospodaření bank. Citlivostní scénář proto předpokládá uvolnění měnové politiky ECB prostřednictvím blíže nespecifikované kombinace snížení úrokových sazeb a nekonvenčních nástrojů. Výsledný efekt je zachycen pomocí stínové úrokové sazby 3M EURIBOR[29], která se ve svém minimu sníží až na -1,8 %. Cena ropy se od základního scénáře příliš neliší.

Zpomalení růstu v zahraničí celkově vede k horšímu výhledu české ekonomiky při více uvolněné měnové politice oproti prognóze. Výpadek poptávky po českém vývozu se promítá do slabšího kurzu

TAB. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ – ZAHRANIČNÍ VELIČINY

Na útlum ekonomické aktivity a cenového vývoje v eurozóně reaguje ECB výrazným uvolněním měnové politiky
(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Efektivní HDP (mzr. v p. b.)	Efektivní PPI (mzr. v p. b.)	Stínová sazba 3M EURIBOR (v p. b.)	Křížový kurz USD/EUR (v %)
III/19	-0,1	0,1	-0,6	-0,9
IV/19	-0,3	0,0	-1,0	-0,9
I/20	-0,5	-0,2	-1,1	-1,0
II/20	-0,8	-0,4	-1,2	-1,0
III/20	-0,8	-0,7	-1,3	-1,0
IV/20	-0,8	-0,8	-1,3	-1,0
I/21	-0,7	-0,7	-1,3	-0,9
II/21	-0,5	-0,6	-1,3	-0,9
III/21	-0,4	-0,5	-1,2	-0,8
IV/21	-0,3	-0,5	-1,1	-0,7

27 Již zavedená a zvažovaná protekcionistická opatření popisoval box v ZoI III/2018. Riziko spojené s brexitem přetrvává. Dopady případného neřízeného brexitu popisoval citlivostní scénář v ZoI I/2019.
28 Kvantifikace dopadů nižšího růstu ekonomické aktivity v eurozóně do ostatních zahraničních veličin byla provedena pomocí modelu NiGEM a zahraničního bloku nového jádrového predikčního modelu g3+.
29 ČNB ve svých prognózách s konceptem zahraniční stínové úrokové sazby již v minulosti pracovala, a to po dobu účinků programu nákupu aktiv ze strany ECB v letech 2015–2019.

TAB. II.4.2

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ – DOMÁCÍ VELIČINY

Na zpomalení růstu v zahraničí, které vede ke slabšímu kurzu koruny a nižšímu růstu HDP, reaguje domácí měnová politika nižšími sazbami, inflace se tak od základního scénáře prognózy neodchyluje
(odchylky od trajektorií základního scénáře)

	Inflace CPI (v p. b.)	3M PRIBOR (v p. b.)	HDP (mzr. v p. b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
III/19	0,0	-0,1	-0,3	0,0
IV/19	0,0	-0,2	-0,7	0,1
I/20	0,0	-0,3	-1,0	0,3
II/20	0,0	-0,3	-1,5	0,4
III/20	0,0	-0,4	-1,5	0,5
IV/20	0,0	-0,4	-1,4	0,6
I/21	0,0	-0,3	-1,3	0,6
II/21	0,0	-0,3	-1,1	0,7
III/21	0,0	-0,3	-0,9	0,8
IV/21	0,0	-0,2	-0,7	0,9

TAB. II.4.3

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT, CF A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí u 2% cíle ČNB; ekonomika podle analytiků poroste stabilním tempem 2,5 %
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

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

koruny vůči základnímu scénáři, který tak zůstane stabilní na úrovni zhruba 25,3 CZK/EUR a bude působit směrem k vyššímu růstu dovozních cen. Ten ale bude současně tlumen slabším růstem zahraničních jádrových cen. Protiinflační působení utlumené domácí ekonomické aktivity, které se mimo jiné projeví i v nižší mzdové dynamice, přitom převáží nad proinflačním vlivem dovozních cen. To povede k nižší trajektorii domácích úrokových sazeb oproti prognóze. Domácí měnové podmínky tak budou více uvolněné v obou svých složkách. Jelikož zpomalení růstu zahraniční poptávky je v tomto scénáři očekávané a měnová politika reaguje vpředhledícím způsobem, celková inflace se od prognózy takřka neliší. Výsledky simulace pro domácí veličiny, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.2.[30]

Bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační. Tímto směrem působí zejména riziko výraznějšího zpomalení růstu poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů České republiky. Zdrojem vnějších nejistot zůstávají dopady protekcionistických opatření ve světovém obchodě a neřízený brexit.

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 těsně 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. Poslední údaje podle analytiků naznačují, že inflační tlaky v ekonomice ustupují a inflace by se měla v následujících měsících snižovat směrem ke 2 %, mimo jiné i vlivem předchozího zvýšení základních úrokových sazeb ČNB. Také inflační očekávání podnikových manažerů se v ročním horizontu nacházejí poblíž cíle centrální banky (Tab. II.4.3).

Indikátor domácnostmi vnímané inflace se mírně zvýšil. Kladná hodnota indikátoru vnímané inflace naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců pociťovaly nárůst cen, byť jen poměrně nevýrazně (Graf II.4.1). Indikátor očekávané inflace zůstal v průměru stabilní. Jeho úroveň signalizuje, že stále převažují respondenti, kteří očekávají v příštích 12 měsících stejný nebo rychlejší cenový růst než v minulosti.

Analytici odhadují, že tempo růstu české ekonomiky v letošním i příštím roce dosáhne zhruba 2,5 % (Tab. II.4.3). Hlavním zdrojem

30 Scénář odhlíží od dalších potenciálních dopadů, které jsou obtížně kvantitativně uchopitelné a souvisejí především s výrazným zhoršením ekonomického sentimentu v celé Evropě. Zhoršení sentimentu pak může vést k dalšímu oslabení kurzu koruny nad rámec uvedené simulace.

růstu by měla nadále zůstat soukromá spotřeba, přestože domácnosti postupně krotí svůj nákupní apetit a vytvářejí si opatrnostní rezervy. Jisté obavy se objevují v souvislosti s českým zpracovatelským průmyslem, jehož výkon není podle názorů mnohých analytiků přesvědčivý a který může být nepříznivě ovlivněn slabší výkonností německého průmyslu. Navíc dosud nepominulo riziko negativních dopadů brexitu a protekcionistických opatření. Tuzemský trh práce je nadále hodnocen jako přehřátý. Dynamika mezd by však s ohledem na méně optimistický ekonomický výhled již neměla být tak vysoká, jelikož ziskové marže podniků se v posledních letech zřetelně snížily.

V ročním horizontu analytici v průměru prognózují zhruba stabilitu měnového kurzu koruny a úrokových sazeb. Analytici vnímají relativně velkou citlivost koruny na sentiment na zahraničních trzích. Hlavní nejistoty pramení ze zesilujících ochranářských opatření v zahraničním obchodě a hrozby tvrdého brexitu. Někteří z nich se proto domnívají, že kurz koruny by – navzdory úrokovému diferenciálu a přebytkovému běžnému účtu platební bilance – mohl v ročním horizontu i oslabit. Pokud se zmíněná rizika nenaplní, koruna by se měla vrátit k pozvolnému posilování. Uvedené nejistoty se odrážejí i v poměrně širokém rozpětí mezi maximální a minimální očekávanou hodnotou měnového kurzu.[31] Všichni analytici oslovení v červencovém šetření IOFT očekávali, že bankovní rada ČNB na srpnovém zasedání ponechá základní úrokové sazby beze změny. Také v ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činil 2 %. Důvodem k ponechání sazeb na stávající úrovni je podle analytiků obava, že další zpřísnění měnové politiky by mohlo nadměrně zatížit domácí ekonomický růst, a to v situaci zvýšených nejistot v zahraničí.

Analytici očekávají letos podobný růst HDP jako prognóza ČNB 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 jejich výhled stabilních úrokových sazeb leží oproti predikci centrální banky v horizontu jednoho roku lehce výše (Tab. II.4.3). Mzdová očekávání analytiků se příliš neodlišují od predikce ČNB.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich pozvolný pokles v ročním horizontu. S prognózou ČNB je konzistentní nejprve mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 2020. V nejbližších čtyřech čtvrtletích je tak tržní výhled lehce pod trajektorií sazeb z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

II.4.3 Alternativní scénář prognózy – model g3

S využitím predikčního modelu g3 byl zpracován alternativní scénář prognózy. Jeho účelem není zachytit konkrétní riziko základního

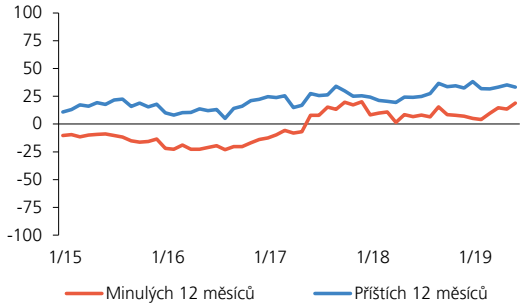
31 V červencovém šetření IOFT dosáhlo rozpětí kurzu v ročním horizontu 24,6–26,3 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,8–26,8 CZK/EUR.

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátor vnímané inflace se mírně zvýšil, ukazatel očekávané inflace se téměř nezměnil

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

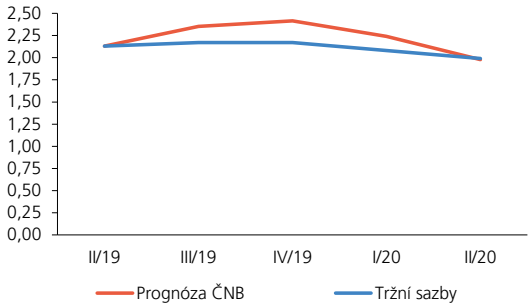


GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je zvolna klesající, v nejbližších čtyřech čtvrtletích se nachází lehce pod sazbami z prognózy ČNB

(v %)

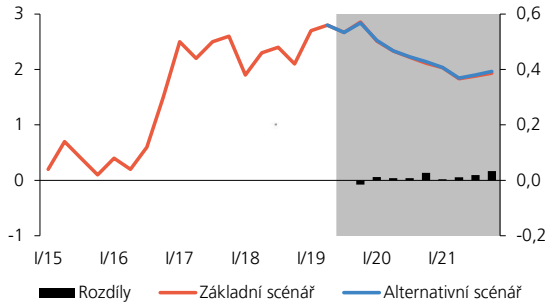


Poznámka: Tržní sazby představují pro II/19 a III/19 3M PRIBOR, pro IV/19 až II/20 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 19. červenci 2019.

GRAF II.4.3

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3 – CELKOVÁ INFLACE

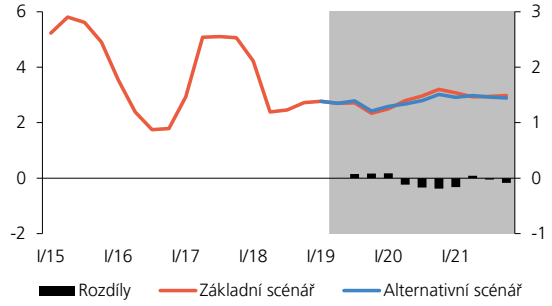
Inflace se v základním i alternativním scénáři snižuje do blízkosti 2% cíle, rozdíly jsou nepatrné
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.4.4

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3 – REÁLNÝ HDP

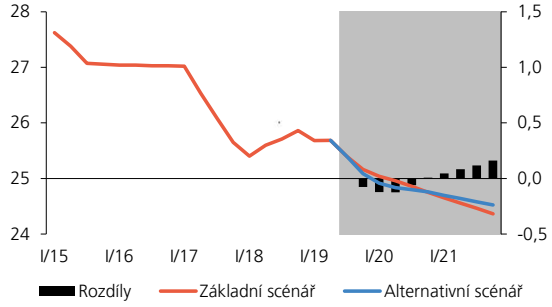
Rozdíly v dynamice HDP mezi oběma scénáři jsou zanedbatelné
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.4.5

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3 – NOMINÁLNÍ MĚNOVÝ KURZ

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



scénáře, ale nastínit prognózu optikou modelu, který sloužil jako jádrový predikční model od léta 2008 až do minulé Zprávy o inflaci. Alternativní scénář je založen na stejných předpokladech a výhledech jako základní scénář. Současnou fázi ekonomického vývoje hodnotí podobně jako základní scénář, tedy jako sestup z vrcholu hospodářského cyklu, který je doprovázen dominantním působením domácích inflačních tlaků plynoucích z napjatého trhu práce.

Inflace se v alternativním scénáři bude nacházet na horizontu měnové politiky také lehce nad 2% cílem (Graf II.4.3). K tomuto vývoji přispějí kladné sekundární dopady změn nepřímých daní, které jsou zapracovány obdobným způsobem jako v základním scénáři. Za postupným návratem inflace do blízkosti cíle bude – také podobně jako v základním scénáři – stát zvolňování růstu domácích nákladů, snížení dynamiky regulovaných cen a pokles dovozních cen v nejbližších čtvrtletích. Oproti základnímu scénáři je však příspěvek dovozních cen méně záporný, což je dáno jednodušší strukturou modelu g3, která explicitně nerozlišuje aktuálně mírně klesající energetickou složku zahraničních cen výrobců a dočasně utlumenou dynamiku jejich jádrové složky. Shodně oba scénáře prognózují pokračování postupného zpomalování růstu mezd v tuzemské ekonomice, a to až k jeho rovnovážné hodnotě na konci příštího roku. V roce 2020 se tak příspěvek domácích nákladových tlaků ustálí na 2% úrovni.

Růst české ekonomiky se bude dle obou scénářů postupně navracet ke své dlouhodobě rovnovážné úrovni (Graf II.4.4). V celoročních dynamikách HDP alternativní prognóza pomocí modelu g3 zhruba odpovídá základnímu scénáři. Také u spotřeby domácností je vývoj na horizontu prognózy obdobný. Mírně vyšší letošní dynamika investic v alternativním scénáři odráží absenci napojení investiční aktivity na zahraniční poptávku v modelu g3. V alternativě nižší tempo růstu vývozu oproti základnímu scénáři je dáno větší odchylkou růstu zahraniční poptávky od její rovnovážné hodnoty, která je v modelu g3 výše než v novém jádrovém predikčním modelu g3+. Navíc k tomu přispívá jiný způsob práce se zahraničními výhledy.[32] Nižší růst dovozu pak odráží pomalejší dynamiku vývozu.

Nominální kurz posiluje v alternativě v průměru obdobně jako v základním scénáři (Graf II.4.5). Na kratším konci prognózy kurz koruny přitom posiluje lehce rychleji, na delším konci naopak o něco pomaleji než v základním scénáři. Tyto odchylky jsou dány odlišným způsobem práce se zahraničními výhledy. V nastavení počáteční podmínky i na prognóze kurz, analogicky jako v základním scénáři, také v alternativě expertně zohledňuje pozorovaný vývoj kurzu koruny v posledním roce.

32 Nastavením rovnovážných hodnot a parametrů a novým přístupem k zahraničním výhledům v modelu g3+ se podrobněji zabývá BOX 1 ve Shrnutí.

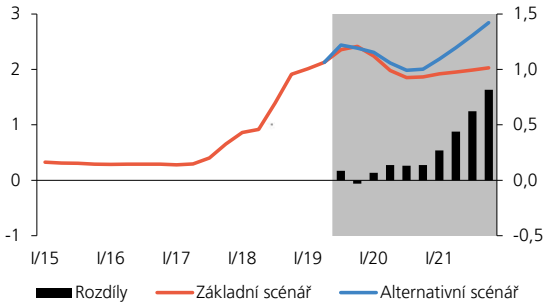
Úrokové sazby jsou v alternativním scénáři do konce roku 2020 zhruba v souladu se základním scénářem, poté leží znatelně výše (Graf II.4.6). Také s prognózou z alternativního scénáře je konzistentní nejprve mírný nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem v roce 2020. Oproti základnímu scénáři jsou v roce 2020 domácí sazby nepatrně výše v návaznosti na více proinflační působení dovozních cen. Výrazně vyšší domácí úrokové sazby v roce 2021 v alternativním scénáři pak odrážejí především odlišný způsob práce s exogenními výhledy, konkrétně implicitním očekáváním rychlejšího návratu zahraničních proměnných, tedy i sazeb ECB, ke svým rovnovážným hodnotám.

GRAF II.4.6

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POMOCÍ MODELU G3 – 3M PRIBOR

Vyšší hladina úrokových sazeb v alternativním scénáři je ve vzdálenějším horizontu důsledkem odlišného přístupu k zahraničním výhledům

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



III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

V porovnání s prognózou z počátku roku 2018, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace pohybovala až do konce roku 2018 lehce níže. Začátkem letošního roku se inflace zvýšila výrazně nad uvedenou predikci, kde setrvává až do současnosti. Ve druhém čtvrtletí 2019 přitom spotřebitelské ceny rostly v průměru tempem 2,8 %. Při zpětném pohledu lze měnovou politiku ČNB v minulém období označit jako o něco více uvolněnou, než by bylo optimální z hlediska plnění inflačního cíle. Ke svižnému růstu cen v posledních měsících přispívala nadále nejsilněji jádrová inflace, významně se však projevila také zvýšená dynamika regulovaných cen a oživený růst cen potravin. Příspěvek cen pohonných hmot zůstal naopak utlumený. V rámci jádrové inflace pokračoval výrazný růst cen neobchodovatelných statků, což souviselo s nadále silnou domácí poptávkou v prostředí pokračujícího rychlého růstu mezd. Dynamika dovozních cen kolísala od začátku roku kolem 3 %, v květnu se však znatelně snížila. Květnové zpomalení růstu dovozních cen bylo způsobeno nedávným poklesem cen ropy a snížením příspěvku cen výrobků a polotovarů. Růst cen průmyslových výrobců nejprve zrychloval, poté v červnu prudce zpomalil. Růst cen zemědělských výrobců naopak dále strmě akceleroval. Na trhu nemovitostí se růst cen lehce zmírnil, stále však zůstává vysoký na úrovni kolem 10 %. Tempo růstu cen stavebních prací koncem druhého čtvrtletí lehce pokleslo, zůstalo však na vysokých hodnotách. Vlivem silné poptávky nadále svižně rostly také ceny služeb pro podnikatelskou sféru.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

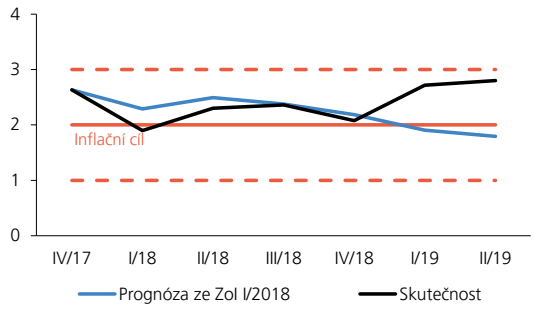
Dle prognózy ze ZoI I/2018[33] **měla inflace setrvat do konce roku 2018 nad cílem a v roce 2019 se měla nacházet těsně pod ním** (Graf III.1.1). Sílící napětí na trhu práce a zrychlený ekonomický růst se v roce 2018 promítaly do silného růstu domácích nákladů; ty se měly pozvolna snižovat, mimo jiné v reakci na zpřísnění měnových podmínek. Pokles dovozních cen měl ještě krátkodobě zesílit, poté však měl postupně slábnout. V roce 2019 již dovozní ceny měly k celkovým nákladovým tlakům přispívat kladně v důsledku oživeného růstu zahraničních výrobních cen při současném zpomalení tempa posilování koruny.

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

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

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



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Očekávání předčily zejména jádrová inflace a růst regulovaných cen, ceny potravin celkovou odchylku od prognózy kompenzovaly jen částečně
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza ZoI I/2018	Skutečnost 2. čtvrtletí 2019	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,8	2,8	1,0
z toho:			
regulované ceny	1,7	4,5	0,4
primární dopady změn nepřímých daní [a)]	0,0	0,0	0,0
jádrová inflace [b)]	1,8	2,6	0,5
ceny potravin [b)]	2,3	2,2	-0,1
ceny pohonných hmot [b)]	-3,4	2,5	0,2

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

Pozorovaná inflace se do konce roku 2018 nacházela lehce pod prognózou, od počátku letošního roku naopak výrazně nad ní. Rozdíl mezi skutečností a prognózou ve druhém čtvrtletí 2019 dosáhl 1 procentní bod (Tab. III.1.1). K tomu přispěl zejména v posledních čtvrtletích slabší kurz koruny, který se promítal především v jádrové inflaci 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 vnějších faktorů se od předpokladů prognózy odchyloval především rychlejší růst výrobních cen v efektivní eurozóně (Tab. III.1.2). Tento vývoj odrážel zejména silnější nákladové tlaky v důsledku vyšší ceny ropy Brent. Růst zahraniční ekonomické aktivity byl od poloviny minulého roku oproti predikci pomalejší, přičemž zmírnění poptávkových tlaků na růst zahraničních výrobních cen bylo vyvažováno slabším kurzem eura vůči dolaru. Předpoklad setrvání zahraničních úrokových sazeb v záporných hodnotách[34] se naplnil a sazby se ve skutečnosti nacházely na ještě nižší úrovni než v prognóze. V souhrnu měl pozorovaný vývoj v zahraničí – dle simulace modelem g3 – oproti hodnocené prognóze působit ve směru pozvolnějšího posilování kurzu koruny při zhruba neutrálním dopadu do domácích úrokových sazeb a cenového vývoje.

Domácí ekonomika po většinu období působila směrem k vyšší inflaci ve srovnání s hodnocenou prognózou. Výrazně vyšší oproti predikci byla od konce minulého roku mzdová dynamika, a to kvůli pokračujícímu přehřívání trhu práce při současně vysokém růstu efektivity práce. Naopak dynamika HDP zaostávala za očekáváním vlivem nižšího růstu spotřeby domácností a investic. Také příspěvek čistého vývozu se ke konci hodnoceného období odchýlil od prognózy směrem dolů, a to v důsledku zpomalení růstu zahraniční poptávky, které odráželo nejistoty ve světovém obchodě.

Skladba měnových podmínek se odchylovala od prognózy. Měnový kurz v důsledku globálních faktorů nečekaně oslaboval. Na to reagovala měnová politika dřívějším a výraznějším zvyšováním úrokových sazeb ve srovnání s predikcí (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 října 2017 do června 2018 hodnotit jako poněkud uvolněnější, než by bylo optimální. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Rychlejší dynamika výrobních cen odrážela vyšší cenu ropy; zahraniční ekonomická aktivita rostla oproti prognóze pomaleji

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

		I/18	II/18	III/18	IV/18	I/19	II/19
HDP v eurozóně [a), b), c)]	p	2,5	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1
	s	2,5	2,4	1,8	1,4	1,4	-
PPI v eurozóně [b), c)]	p	1,2	2,2	2,8	2,3	2,2	2,2
	s	1,8	2,9	4,2	3,9	2,9	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,19	1,18	1,18	1,19	1,19	1,19
	s	1,23	1,19	1,16	1,14	1,14	1,12
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	67,2	66,3	65,2	64,2	63,3	62,4
	s	67,2	75,0	75,8	68,6	63,8	68,5

a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele ze ZoI I/2018

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)

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

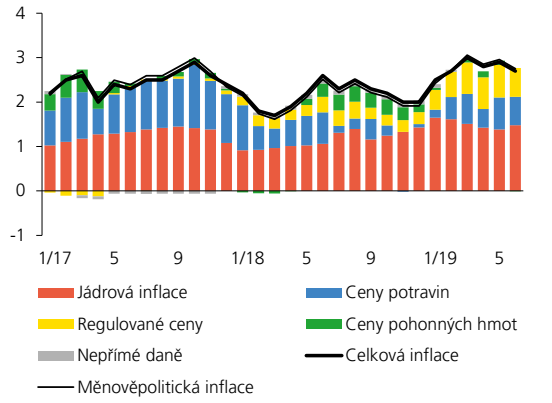
a) sezonně očištěno
b) v tržních odvětvích

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

GRAF III.1.2

STRUKTURA INFLACE

Inflace se v průběhu druhého čtvrtletí nacházela v horní části tolerančního pásma, ke svižnému cenovému růstu přispěly všechny složky s výjimkou cen pohonných hmot
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

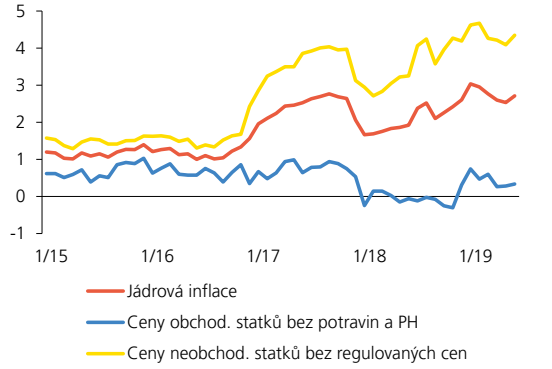


Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

GRAF III.1.3

JÁDROVÁ INFLACE

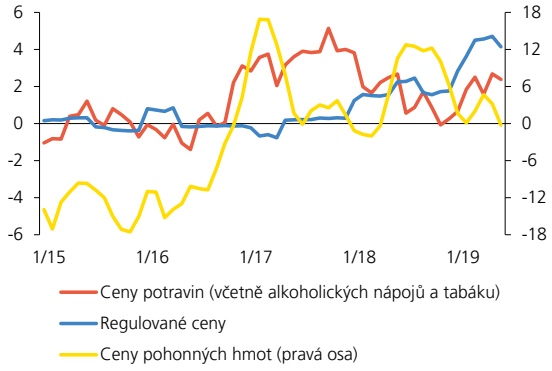
Jádrová inflace se drží stále vysoko, v čemž se zrcadlí zejména svižný růst cen neobchodovatelných statků
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

Dynamika cen potravin i regulovaných cen setrvala ve druhém čtvrtletí na vysokých hodnotách, růst cen pohonných hmot se na konci čtvrtletí zastavil
(meziroční změny v %)



důležité i posouzení jejích rizik. V rozhodném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz většinou jako vyrovnaná, v několika případech pak také jako vychýlená v mírně proinflačním, resp. protiinflačním směru. Během uvedeného období byly třikrát zvýšeny úrokové sazby. Pozorovaná inflace se přitom ve druhém čtvrtletí 2019 nacházela v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle. Z tohoto hlediska tak lze říci, že měnová politika v uvedeném období měla být o něco přísnější. ČNB však svůj mandát cenové stability plní, neboť se nepřetržitě od konce roku 2016 inflace nachází v tolerančním pásmu +/-1 procentní bod kolem 2% cíle. Inflační očekávání jsou pevně ukotvena na 2% cíli ČNB, viz kapitola II.4.2.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Dynamika spotřebitelských cen se ve druhém čtvrtletí lehce zvýšila na 2,8 % (Graf III.1.2). K celkově svižnému cenovému růstu stále nejvýznamněji přispívala jádrová inflace. Inflaci vedle toho výrazně ovlivnily také pokračující vysoká dynamika regulovaných cen a v posledním období i zesílený růst cen potravin. Naopak příspěvek cen pohonných hmot zůstal nevýrazný. Měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí nacházela lehce nad celkovou inflací.[35]

V robustní jádrové inflaci se nadále projevují silné fundamentální inflační tlaky z domácí ekonomiky. Za lehkým snížením jádrové inflace na začátku druhého čtvrtletí stálo zvolnění dynamiky jak cen neobchodovatelných, tak obchodovatelných statků (Graf III.1.3). Zpomalení růstu cen neobchodovatelných statků souviselo především s odezněním výrazného růstu cen zimních dovolených v ČR pozorovaného na počátku letošního roku. V červnu však již ceny dovolených opět výrazně vzrostly. Souběžně ve druhém čtvrtletí zpomalil růst imputovaného nájemného, i přesto však zůstává vysoký. Svižnou dynamiku zaznamenaly také ostatní ceny spojené s bydlením i ceny v restauracích a kavárnách. Ceny obchodovatelných statků i nadále mírně rostly, a to vlivem meziročně slabšího kurzu koruny k dolaru a po většinu druhého čtvrtletí také k euru. Celkově utlumená dynamika cen obchodovatelných statků odrážela protichůdný vývoj jednotlivých cenových okruhů. Nejvyšší kladný příspěvek měly ceny zboží určeného pro osobní péči a bytové vybavení. Naopak příspěvek ceny oděvů a obuvi a zboží pro volný čas zůstal nadále záporný.

Růst cen potravin ve druhém čtvrtletí dále zrychlil (Graf III.1.4). Stále nejvýrazněji rostly ceny zeleniny, což odráželo loňskou špatnou úrodu většiny produktů rostlinné výroby vlivem horkého a suchého počasí během vegetačního období. Zvyšovaly se ceny pekárenských výrobků a postupně v průběhu druhého čtvrtletí narůstala také dynamika cen masa. Na druhou stranu působil setrvalý propad cen cukru[36]. Pokračoval také pokles cen ovoce, a to vlivem dobré úrody většiny druhů ovoce,

35 Primární dopad změn nepřímých daní byl ve druhém čtvrtletí nepatrně záporný, a to vlivem snížení DPH ve veřejné dopravě od února 2019.
36 Ten odrážel především uvolnění kvót na výrobu cukru v rámci EU.

kterému na rozdíl od zeleniny a obilí loňské teplé a suché jaro a léto nevadilo.

Dynamika regulovaných cen se udržela na vysokých hodnotách (Graf III.1.4). I nadále k ní dominantně přispívalo zvyšování cen elektřiny a v menší míře rovněž nárůst cen plynu a tepla. Dynamika regulovaných cen byla naopak tlumena slevami žákovského a důchodcovského jízdného ve vlacích a autobusech, které byly zavedeny v loňském roce. Celkově tak regulované ceny v červnu vzrostly o 4,2 %.

Růst cen pohonných hmot začátkem druhého čtvrtletí nejprve dočasně zesílil, následně se však v červnu zastavil (Graf III.1.4). To bylo důsledkem výrazného kolísaní meziroční dynamiky korunových cen ropy. Ty nejprve znatelně vzrostly, posléze se však vrátily do meziročního poklesu, což vedlo k nepatrnému snížení cen pohonných hmot v červnu.

Růst cen nemovitostí byl v prvním čtvrtletí i přes mírné zpomalení nadále svižný (Graf III.1.5). Dynamika realizovaných cen bydlení se pohybovala kolem 10 %. Významným faktorem celkově rychlého růstu cen nemovitostí zůstává nedostatečná nabídka bytů ve velkých městech. Růst cen nových bytů v Praze zůstává – i přes mírné zpomalení – v rámci ČR nejvyšší, v prvním čtvrtletí dosáhl meziročně zhruba 14 %. Meziroční dynamika nabídkových cen se ve druhém čtvrtletí dále snižovala.

Meziroční růst indexu CPIH se v prvním čtvrtletí zvýšil méně výrazně ve srovnání s dynamikou spotřebitelských cen. Experimentální index CPIH, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků, zrychlil prvním čtvrtletí na 3,5 % (Graf III.1.6). Zvýšení jeho dynamiky bylo oproti pozorovanému zrychlení růstu spotřebitelských cen v uvedeném období mírnější, a to jednak vlivem zpomalení růstu cen starších nemovitostí, tak i nižší váhou regulovaných cen a cen potravin, které v prvním čtvrtletí 2019 výrazně zvýšily svou dynamiku. V porovnání s inflací dle CPI tak byla v prvním čtvrtletí letošního roku dynamika indexu CPIH vyšší o 0,8 procentního bodu.

III.1.3 Dovozní a produkční ceny

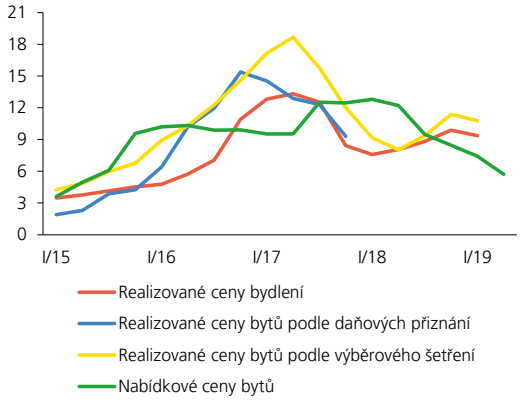
Dovozní ceny od počátku roku rostly svižným tempem, v květnu však jejich dynamika poklesla ke 2 % (Graf III.1.7). Za tímto vývojem stálo zejména zpomalení růstu cen minerálních paliv a výrobků, což odráželo předchozí oslabení růstu cen výrobců v efektivní eurozóně a meziroční pokles korunových cen ropy. Ceny dovážených potravin a neenergetických surovin rostly nadále umírněným tempem. Z odvětvového pohledu k růstu dovozních cen přispívaly nejvíce ceny strojů a dopravních prostředků.

Růst cen průmyslových výrobců až do dubna výrazně zrychloval, poté však přišlo jeho viditelné zpomalení (Graf III.1.8). Tento profil dynamiky průmyslových cen byl dán především vývojem příspěvku cen surovin a energií. Ten nejprve narůstal v důsledku zrychlování růstu cen výrobců elektřiny, plynu a páry. Následně se však v červnu výrazně snížil

GRAF III.1.5

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

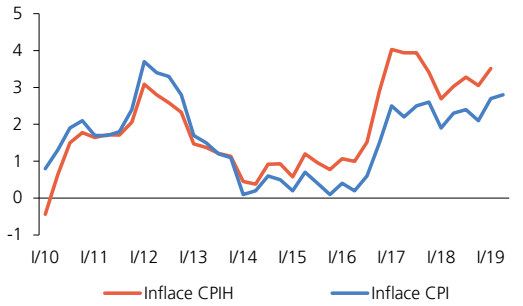
Růst realizovaných i nabídkových cen bytů se v prvním čtvrtletí mírně zvolnil, zůstává však nadále svižný
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

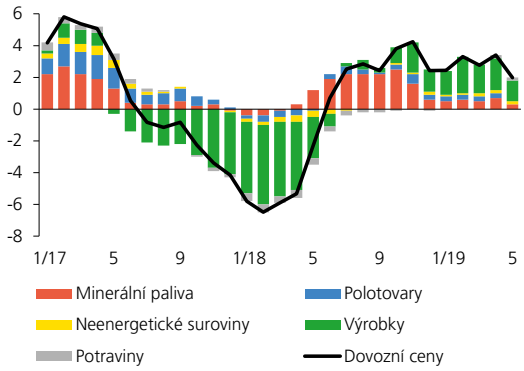
Dynamika indexu CPIH se v prvním čtvrtletí zvýšila méně než spotřebitelská inflace
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

DOVOZNÍ CENY

Dominantní vliv na růst dovozních cen měl ve druhém čtvrtletí příspěvek cen výrobků
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

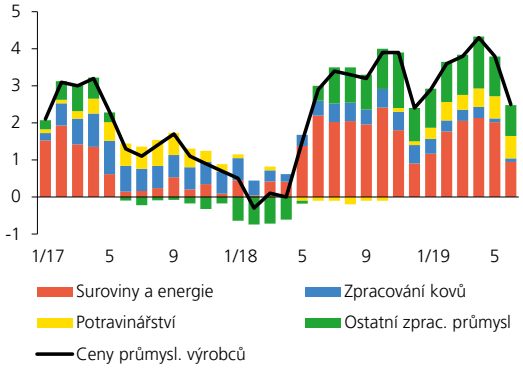


Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

GRAF III.1.8

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

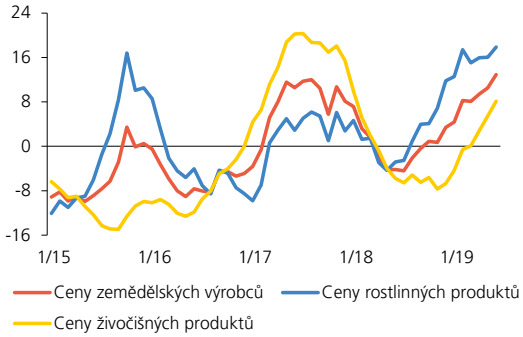
Růst cen průmyslových výrobců po dubnovém zrychlení v květnu a zejména pak v červnu viditelně zpomalil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.9

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

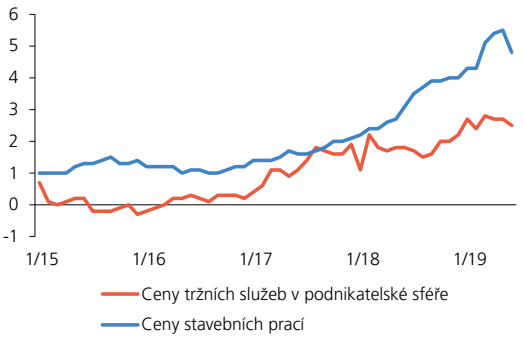
Zrychlení růstu zaznamenaly ve druhém čtvrtletí ceny jak v rostlinné, tak zejména v živočišné výrobě
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.10

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Donedávna strmě zrychlující růst cen stavebních prací v červnu zvolnil, k mírnému zpomalení došlo na konci druhého čtvrtletí také u cen tržních služeb pro podnikatele
(meziroční změny v %)



kvůli poklesu příspěvku cen koksu a rafinovaných ropných výrobků v návaznosti na pokles světových cen ropy. Snížení zaznamenal také příspěvek cen dopravních prostředků. Dynamika cen v odvětví nábytku a ostatních výrobků zpracovatelského průmyslu se naopak zvyšovala.

Růst cen zemědělských výrobců navázal ve druhém čtvrtletí na předchozí zrychlující trend (Graf III.1.9). Zvýšené tempo zaznamenaly zejména ceny v živočišné výrobě. K prudkému nárůstu cen došlo především u jatečných prasat, což bylo dominantně ovlivněno probíhající epidemií prasečího moru v řadě zemí jihovýchodní Asie. Zvýšila se také dynamika cen mléka a drůbeže. Doposud výrazný cenový růst v rostlinné výrobě zrychloval naopak již jen mírně. Nadále rychle rostly ceny obilovin a olejnin. Pozorovaný vysoký růst cen v rostlinné výrobě v letošním roce byl do značné míry určen vývojem v loňském roce, kdy se spojil efekt nižší domácí sklizně s poklesem produkce významných světových producentů z Austrálie a Ruska. To vedlo ke snížení světových zásob a postupnému nárůstu světových cen. Mírné meziroční oslabení kurzu koruny mělo na domácí zemědělské ceny pouze dílčí vliv.

Donedávna akcelerující růst cen stavebních prací v červnu zvolnil, zmírnila se i dynamika cen tržních služeb pro podnikatele (Graf III.1.10). Přetrvávající vysoký růst cen stavebních prací odráží stále výraznou poptávku po stavební produkci a rychle rostoucí ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví. V rámci tržních služeb pro podnikatele zaznamenaly citelný nárůst zejména ceny za služby v oblasti řízení, zaměstnání, pojištění, zajištění a penzijního financování, a také za poštovní a kurýrní služby. Naopak klesaly ceny za skladování a ceny podpůrných služeb v dopravě.

III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Kladná mezera výstupu české ekonomiky se postupně přivírá. HDP vzrostl v prvním čtvrtletí o 2,8 %, přičemž za lehkým zvýšením jeho meziroční dynamiky stálo několik protichůdných faktorů. Pozitivně přispělo opětovné mírné oživení růstu spotřeby domácností, která je i nadále tahounem české ekonomiky. Významnou změnu zaznamenal příspěvek stavu zásob, který přešel do lehce kladných hodnot a kompenzoval snížení příspěvku fixních investic a vládní spotřeby. Příspěvek čistého vývozu poklesl do lehkého záporu, a to při znatelném zpomalení celkového vývozu i dovozu. Růst hrubé přidané hodnoty v úvodu roku mírně zvolnil, jeho struktura přitom zůstala oproti konci loňského roku bez velkých změn. Dominantní příspěvek vykazoval terciární sektor, vývoj ve zpracovatelském průmyslu zůstal utlumený. V průmyslu nicméně došlo následně v dubnu a květnu k mírnému oživení růstu výroby, zato doposud svižný růst stavební produkce v květnu naopak oslabil. Spotřebitelský i podnikatelský sentiment se zatím výrazně nezhoršuje.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Výkon české ekonomiky se pohybuje v blízkosti potenciálu. Podle malého strukturálního modelu se kladná mezera výstupu v uplynulém roce pozvolna snižovala pod 1 % (Graf III.2.1), a to v návaznosti na pozorované zpomalování růstu HDP a kulminaci proinflačního působení trhu práce. Na horizontu prognózy se bude mezera výstupu dále pozvolna uzavírat vlivem zpomalení růstu zahraniční poptávky a pokračujícího mírného zpřísňování domácích měnových podmínek. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj inflace a vliv měnové politiky, naopak naznačuje, že ekonomika na svůj potenciál již dosedla a na horizontu prognózy v jeho blízkosti setrvá.

V loňském roce kulminovala odhadovaná dynamika potenciálního produktu mírně pod 4 %, na prognóze jeho růst zvolní 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 zvolní. Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce došlo v posledních letech ke strukturálnímu zlepšení na trhu práce, kde rostoucí míra participace působila na rychlejší růst rovnovážné zaměstnanosti. Ve stejném směru působil v posledních letech též svižný 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 projevovat v růstu produktivity práce.

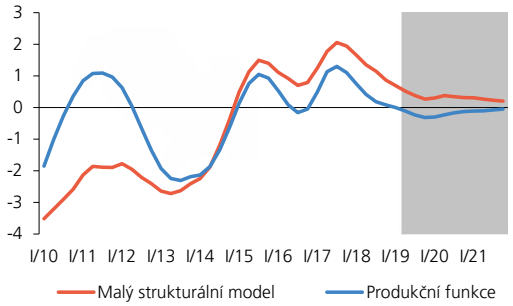
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Růst hrubého domácího produktu v prvním čtvrtletí letošního roku nepatrně zrychlil na 2,8 % (Graf III.2.3). Příspěvky jednotlivých výdajových složek doznaly oproti předchozímu čtvrtletí určitých změn. Nejvyšší příspěvek k růstu HDP vykázala spotřeba domácností.

GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

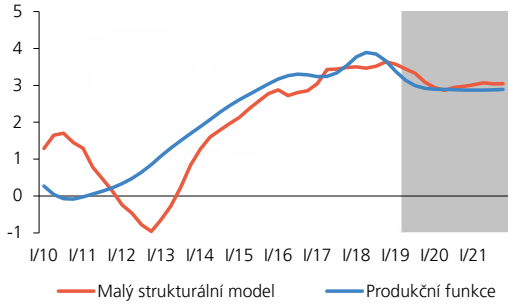
Podle malého strukturálního modelu se kladná mezera výstupu postupně přivírá, podle produkční funkce se již uzavřela
(v % potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

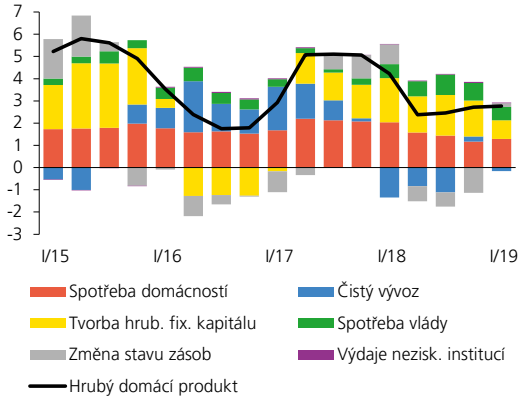
Růst potenciálního produktu na prognóze zvolní ke 3 %
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

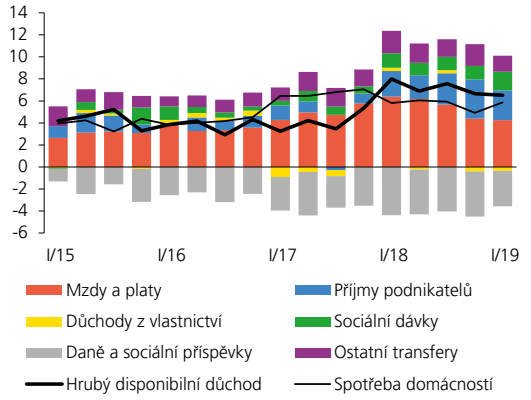
Růst HDP byl v prvním čtvrtletí 2019 tažen nadále solidní dynamikou konečné domácí poptávky
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Dynamika hrubého disponibilního důchodu lehce zvolnila, stále se přitom drží nad růstem spotřeby domácností
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěno)

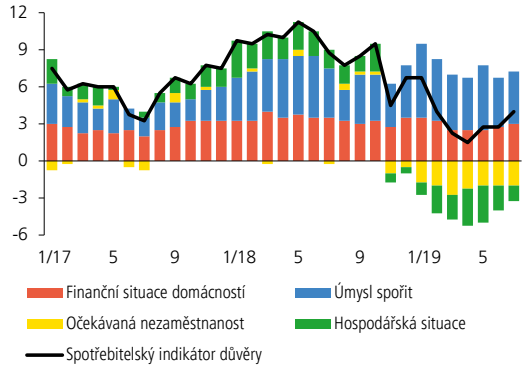


Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

GRAF III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Spotřebitelská důvěra se po poklesu v úvodu letošního roku začala opětovně zvyšovat
(saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)

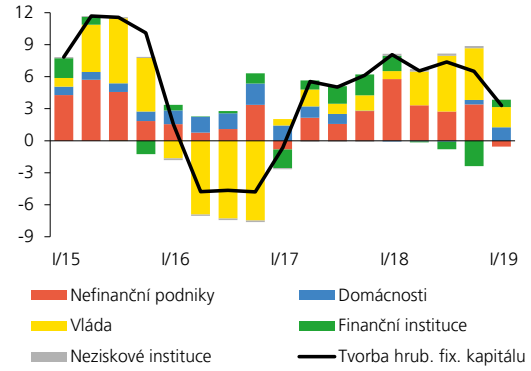


Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu následujících 12 měsíců.

GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Dynamika fixních investic poklesla zejména v důsledku zastavení růstu v sektoru nefinančních podniků
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno)



Významnou změnou bylo odeznění záporného příspěvku změny stavu zásob, což více než kompenzovalo snížení příspěvku fixních investic, čistého vývozu a spotřeby vlády.[37]

Příznivý vývoj spotřeby domácností byl odrazem především solidního růstu disponibilního důchodu. Za zrychlením růstu spotřeby domácností v prvním čtvrtletí stály mimo jiné mimořádné zvýšení starobních důchodů nad rámec běžné valorizace a další nárůst minimální mzdy. Dle věcného členění nejvíce přispělo zvýšení výdajů na služby. Růst spotřeby domácností zůstal i přes své oživení pod úrovní dynamiky hrubého disponibilního důchodu (Graf III.2.4), míra úspor tak pozvolna dále narůstala. Tato opatrnost českých domácností je zřejmě ovlivňována zhoršeným výhledem celkové ekonomické situace a obavou z nárůstu nezaměstnanosti (Graf III.2.5). Svoji finanční situaci však posuzují domácnosti zatím příznivě, o čemž svědčí také silný růst maloobchodních tržeb v úvodu druhého čtvrtletí.

Růst reálné spotřeby vlády na začátku roku zpomalil, zůstal však nadále solidní. Oslabení růstu se týkalo především nemzdových výdajů, jejichž růst byl však stále robustní. Dynamiku vládní spotřeby v nominálním vyjádření táhl v prvním čtvrtletí 2019 především pokračující růst mezd ve vládním sektoru. Ten se však zároveň projevil ve vysoké dynamice deflátoru spotřeby vlády.

Investiční aktivita v úvodu roku znatelně zvolnila, což souviselo s vývojem v sektoru nefinančních podniků a vlády (Graf III.2.6). Kladný příspěvek sektoru nefinančních podniků se v prvním čtvrtletí překlopil do mírně záporných hodnot, což bylo zčásti dáno efektem vysoké loňské srovnávací základny. Příspěvek investic vlády se snížil, přesto zůstává solidní. Nejvýznamněji se na růstu vládních investic podílely především místní samosprávy, které pokračují v čerpání evropských fondů. Růst tvorby hrubého fixního kapitálu z pohledu věcného členění zpomalil zejména v segmentu investic do strojů a zařízení a investic do budov a staveb. I přesto platí, že podnikové investice směřovaly do všech oblastí, což bylo odrazem pokračujícího růstu domácí i zahraniční poptávky a snahy podniků o zefektivnění výroby při nadále napjatém trhu práce.

Domácnosti své kapitálové výdaje v prvním čtvrtletí zvýšily. To se odrazilo i ve věcné struktuře tvorby fixního kapitálu, na jejímž růstu měly zvýšený podíl investice do obydlí. Pozitivním signálem na straně nabídky nových rezidenčních nemovitostí je svižný růst zahájených i dokončených bytů**.** Poptávka domácností po bydlení rovněž přetrvává díky stále relativně příznivým podmínkám pro poskytování hypotečních úvěrů.

Příspěvek tvorby zásob k růstu HDP přešel do mírně kladných hodnot. Pravděpodobně se tak stále více projevuje postupně oslabující

37 V datech pocházejících z národních účtů se zároveň promítá pravidelná roční revize historických údajů ze strany ČSÚ.

zahraniční poptávka, která ztěžuje odbyt zboží a hotových výrobků. Nezanedbatelný vliv měla také roční revize národních účtů, která přehodnotila tvorbu zásob v roce 2018 směrem k vyšším hodnotám.

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP zůstal nevýrazný, přičemž čistý vývoz meziročně jen lehce poklesl (Graf III.2.7). Přitom zpomalení růstu celkového vývozu bylo znatelné a odráželo především oslabení dynamiky vývozu zboží. To podle produktové struktury pravděpodobně souviselo s odezněním efektu odsunutého vývozu automobilů v důsledku náročnějšího procesu certifikace, který růst vývozu zboží zvyšoval na konci loňského roku. Snížil se také příspěvek elektrotechnického průmyslu. Vlivem uvedeného poklesu dynamiky vývozu a oslabení růstu dovozně náročných soukromých investic se zmírnila také dynamika dovozu zboží a služeb.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Dynamika hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí letošního roku mírně zvolnila, na čemž se podílelo především odvětví obchodu (Graf III.2.8). Podobně jako v předchozím čtvrtletí byl růst HPH podporován dominantně terciárním sektorem. Naopak příspěvek zpracovatelského průmyslu zůstává utlumený. Firmy ve zpracovatelském průmyslu se již dlouhou dobu potýkají s vysokým využitím výrobních kapacit a napjatým trhem práce, na druhou stranu však u některých z nich začínají narůstat obavy z nedostatečné poptávky.

Dynamika tržeb ve službách se zvýšila téměř ve všech sektorech. Růst celkových tržeb byl nadále tažen odvětvím informačních a komunikačních činností, výrazně přispívaly také profesní, vědecké a technické činnosti. Růst tržeb se zmírnil pouze v dopravě a skladování.

Utlumený růst průmyslové produkce odrážel především nevýrazný růst zahraniční poptávky (Graf III.2.9). Utlumený byl zejména růst produkce v odvětví těžby a dobývání a jen slabě rostl také zpracovatelský průmysl. Podle dubnových a květnových dat však již dochází k mírnému oživení jak dynamiky produkce, tak nových zakázek.

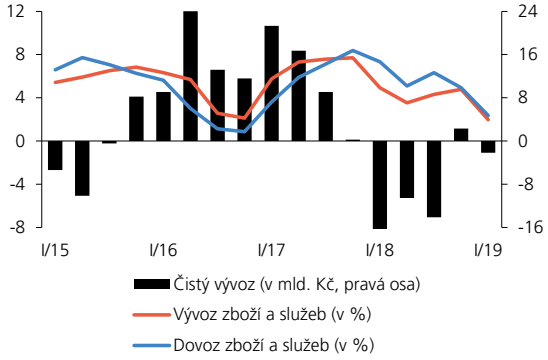
Hlavní překážku růstu produkce zůstává podle průmyslových podniků nedostatečná poptávka (Graf III.2.10). Význam této bariéry se navíc dále zvýšil. Produkce zůstává výrazně omezována také přetrvávajícím nedostatkem zaměstnanců, který souvisí se stále napjatou situací na trhu práce. Navzdory tomu se vnímaná finanční situace podniků nepatrně zlepšila. Využití výrobních kapacit se drží vysoko (85 %).

Vývoj ve stavebnictví byl v prvních čtyřech měsících letošního roku příznivý, v květnu se však dynamika výrazně zmírnila (Graf III.2.9). Zpomalení růstu produkce lze částečně vysvětlit efektem vysoké loňské srovnávací základny. Až na uvedené květnové zakolísání pokračovala produkce ve stavebnictví v dosavadním průběhu roku ve svižném růstu v pozemním i inženýrském stavitelství. To je nadále podporováno vládními investicemi spolufinancovanými z evropských fondů.

GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

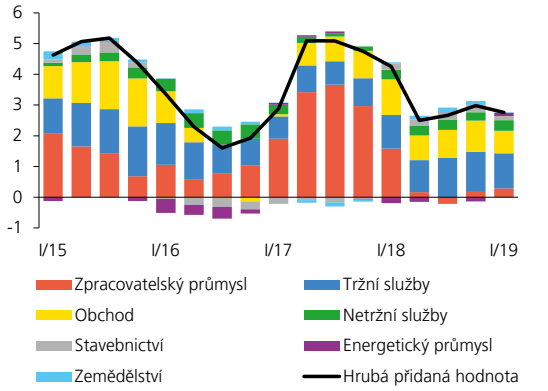
Dynamika vývozu a dovozu se výrazně snížila, meziroční změna čistého vývozu přešla do lehce záporných hodnot
(meziroční změny v % a mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Růst hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí mírně zpomalil, a to zejména vlivem o něco slabšího příspěvku obchodu
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)

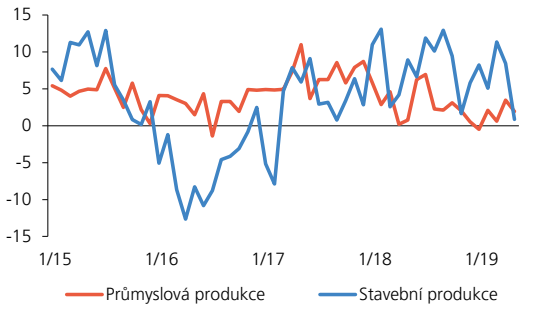


Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Dynamika průmyslové produkce setrvala v prvním čtvrtletí na nízkých hodnotách, v dubnu a květnu pak mírně oživila; doposud svižný vývoj ve stavebnictví v květnu oslabil
(meziroční změny v %)

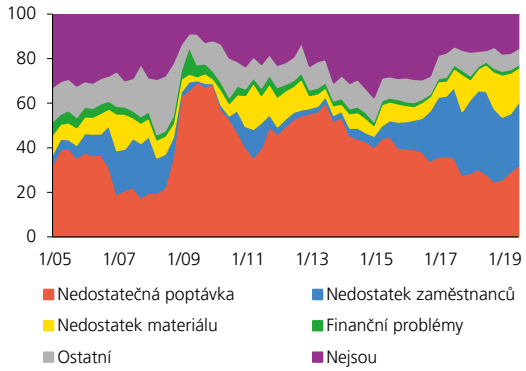


GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Růst průmyslové produkce je brzděn na jedné straně nedostatečnou poptávkou a na straně druhé nedostatkem zaměstnanců

(v %)

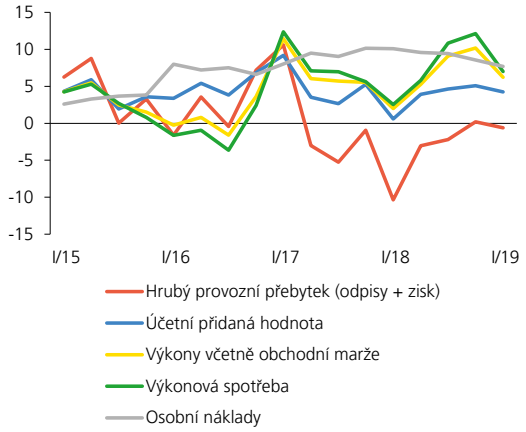


GRAF III.2.11

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Hrubý provozní přebytek mírně poklesl zejména vlivem zpomalení růstu výkonů při stále vysoké dynamice osobních nákladů

(meziroční změny v %)



Podnikatelský sentiment zůstal přes mírné zhoršení pozitivní. Pesimističtější nálada podnikatelů pocházela zejména z odvětví průmyslu, kde snížený sentiment plynul z části ze zhoršeného globálního sentimentu a z části z omezených domácích výrobních kapacit. V menším rozsahu se snížila také důvěra podnikatelů v sektoru obchodu a služeb. Ve stavebnictví se indikátor pohyboval v blízkosti svých historických maxim.

Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků mírně poklesl (Graf III.2.11). Za tímto vývojem stálo v prvním čtvrtletí zejména zpomalení růstu výkonů. Dle odvětvové struktury to bylo dáno především nižším příspěvkem průmyslu a obchodu. Zvolnění dosud výrazné dynamiky výkonů se projevilo v lehkém zmírnění růstu účetní přidané hodnoty. Dynamika osobních nákladů se dále postupně snižovala, zůstává nicméně vysoká.

III.3 TRH PRÁCE

Souhrnný indikátor dokumentuje nadále velmi napjatou situaci na trhu práce. Poslední data však již naznačují dosažení vrcholu v rámci současné fáze hospodářského cyklu. Růst zaměstnanosti v prvním čtvrtletí zpomalil při setrvání míry nezaměstnanosti poblíž jejího historického minima. Pracovní síla roste z pohledu poptávky po práci nedostatečně, na což poukazuje stále vysoký počet volných pracovních míst. Tato situace vytváří spolu se zvyšováním minimální mzdy tlak na pokračující svižný růst průměrné mzdy. Ten přitom v prvním čtvrtletí letošního roku opětovně zrychlil nad 7 %. Za tímto vývojem stála akcelerace růstu mezd v tržních i netržních odvětvích. Dynamika národohospodářské produktivity práce naopak mírně poklesla, což se odrazilo v pokračujícím silném zvýšení nominálních jednotkových mzdových nákladů. Celkově růst produktivity práce nadále výrazně zaostával za dynamikou průměrné reálné mzdy.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pokračující solidní růst ekonomické aktivity udržuje vysoké napětí na trhu práce (Graf III.3.1). V návaznosti na nedostatek volné pracovní síly se dynamika zaměstnanosti v prvním čtvrtletí mírně snížila na 0,9 %. Z hlediska odvětvové struktury byl růst zaměstnanosti tažen zejména tržními službami, přičemž ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím loňského roku se výrazně snížil kladný příspěvek průmyslu (Graf III.3.2). To bylo spojeno především se zpomalením dynamiky zaměstnanosti ve zpracovatelském průmyslu. V tržních službách měla největší příspěvek odvětví informačních a komunikačních činností, dopravy a skladování a administrativy. Celkově byl nárůst zaměstnanosti zhruba ze 40 % spojen se snížením počtu nezaměstnaných. Potenciální rezerva pracovních sil, tvořená osobami, které aktivně práci nehledají[38], ale jsou ochotny pracovat, se na začátku letošního roku dále snížila. Tato nevyužitá pracovní síla v prvním čtvrtletí meziročně poklesla přibližně na 105 tis. osob, a byla tak zhruba srovnatelná s počtem nezaměstnaných podle výběrového šetření pracovních sil (110 tis.).

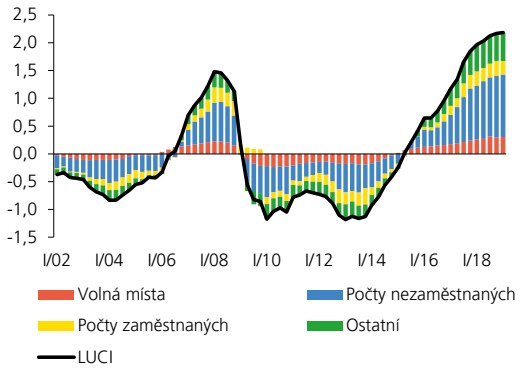
Přepočtený počet zaměstnanců se dále zvyšoval zejména vlivem růstu počtu zaměstnanců. Proti tomu v prvním čtvrtletí působilo mírné zkrácení průměrného úvazku v návaznosti na pokračující růst počtu kratších úvazků (Graf III.3.3). Nejvýznamnější podíl na růstu přepočteného počtu zaměstnanců měly i nadále služby. Zde oproti čtvrtému čtvrtletí sice na jednu stranu zrychlil nárůst počtu zaměstnanců, ale na druhou stranu se prohloubil pokles průměrného úvazku. Ve výsledku tak dynamika tohoto ukazatele ve službách setrvala ve srovnání se závěrem minulého roku na zhruba stejné úrovni. V tržních službách se na nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců podílel zejména obchod a profesní, vědecké a technické činnosti, zatímco v netržních službách to bylo vzdělávání a zdravotnictví.

38 Tyto osoby nejsou z pohledu metodiky ILO označeny jako nezaměstnané, ale jako ekonomicky neaktivní.

GRAF III.3.1

LUCI – SOUHRNNÝ INDIKÁTOR TRHU PRÁCE

Trh práce naznačuje dosažení cyklického vrcholu
(směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru)

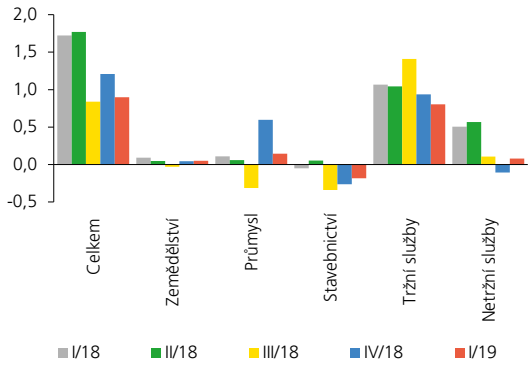


Poznámka: Příspěvky jsou výsledkem agregace příspěvků jednotlivých časových řad v rámci daných skupin.

GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

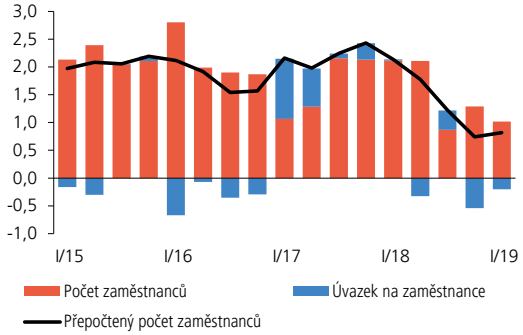
Zpomalení růstu zaměstnanosti v prvním čtvrtletí odráželo zejména vývoj v průmyslu
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, pramen: VŠPS)



GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

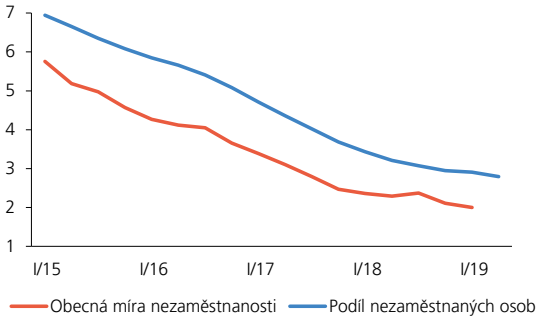
Přepočtený počet zaměstnanců pokračoval v obdobném růstu jako na konci loňského roku, přičemž snížení dynamiky počtu zaměstnanců bylo vyvažováno zmírněním poklesu průměrného úvazku
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

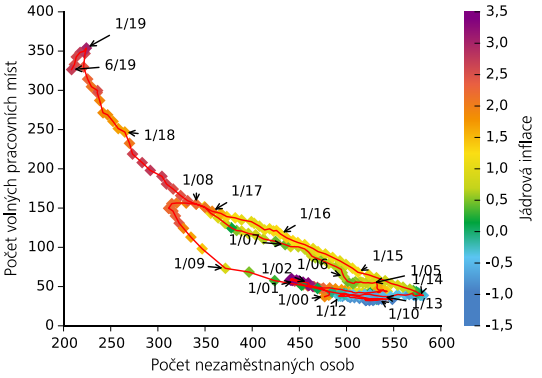
Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob se držely nadále na historických minimech
(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

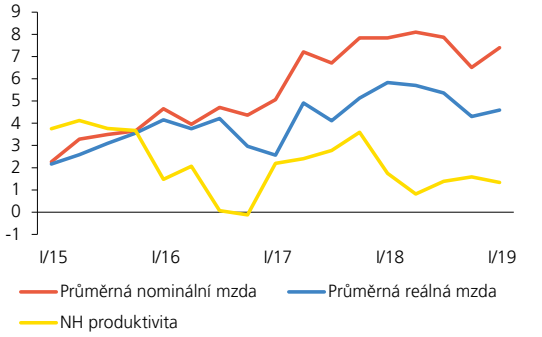
Volných pracovních míst je výrazně více než registrovaných nezaměstnaných, a to při vysokých hodnotách jádrové inflace
(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst produktivity práce stále znatelně zaostává za dynamikou mezd
(meziroční změny v %)



Míra nezaměstnanosti se v dosavadním průběhu letošního roku stabilizovala (Graf III.3.4). Obecná míra nezaměstnanosti je stále nejnižší ze všech zemí EU. Její předchozí pokles byl doprovázen snižováním počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se na poklesu počtu nezaměstnaných v posledním roce podílel zhruba z jedné třetiny. Z dostupných měsíčních údajů za květen letošního roku přitom vyplývá nepatrný nárůst obecné míry nezaměstnanosti na 2,2 %. Přetrvávající napětí na trhu bylo i v prvním letošním čtvrtletí částečně tlumeno zvyšujícím se počtem ekonomicky aktivních obyvatel, což se odráží ve vysoké míře ekonomické aktivity, která se stále pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot (v květnu dosáhla 76,6 %). Sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob dle informací z Úřadu práce v červnu jen nepatrně poklesl na 2,7 %. Tento vývoj odrážel lehký pokles počtu dosažitelných uchazečů na úřadech práce i populace ve věkové skupině 15–64 let.

Od začátku roku se mírně snižuje počet volných pracovních míst především v návaznosti na klesající počet nově hlášených míst. 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 byly v červnu určeny pro zaměstnance se základním vzděláním, dalších 14 % pro středoškoláky s výučním listem. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) se počet registrovaných uchazečů na jedno volné pracovní místo stále nachází poblíž historických minim. V těchto podmínkách dochází k pokračujícímu výraznému růstu mezd, což se odráží ve vysoké jádrové inflaci. Ta je aktuálně mírně vyšší i ve srovnání s vrcholem předchozího cyklu v roce 2008.

III.3.2 Mzdy a produktivita

Meziroční mzdový růst v prvním čtvrtletí letošního roku opětovně zrychlil, a to jak v tržních, tak zejména v netržních odvětvích. Dynamika průměrné nominální mzdy tak zůstává nadále vysoká (7,4 %), přičemž odráží vedle přetrvávajícího napětí na trhu práce i navýšení minimální mzdy z 12 200 Kč na 13 350 Kč od začátku roku 2019. V tržních odvětvích dosáhl růst průměrné mzdy 7,1 %, zrychlení bylo přitom pozorováno ve většině odvětví. Nejvyššími tempy přitom rostly mzdy zejména v administrativě, zdravotnictví, peněžnictví a pojišťovnictví a obchodě. V netržních odvětvích průměrná mzda zrychlila ve stejném období výrazněji na 8,8 %. To odráželo zejména navýšení platů učitelů a ostatních státních zaměstnanců od začátku roku 2019, ale i vyplacení extrémních odměn v jednom z komerčních subjektů v rámci odvětví kulturních, zábavních a rekreačních činností[39]. Mediánová mzda se v prvním čtvrtletí 2019 zvýšila stejně jako průměrná mzda za celou ekonomiku (meziročně o 7,4 %).

39 Toto odvětví (NACE R) ČNB v rámci členění na tržní a netržní odvětví řadí jako celek mezi netržní odvětví.

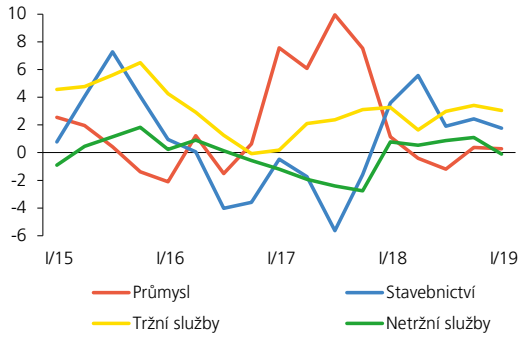
Růst produktivity práce zůstal nízký, při pokračujícím růstu ekonomické aktivity se totiž nadále zvyšovala i zaměstnanost. Národohospodářská produktivita práce se v prvním čtvrtletí zvýšila o 1,3 %, a stále tak výrazně zaostávala za růstem průměrné reálné mzdy (4,6 %, Graf III.3.6). Za tímto vývojem stál především utlumený vývoj produktivity v průmyslu. Nejrychleji se naopak produktivita práce zvyšovala v tržních službách a jen mírně pomalejším tempem rostla i ve stavebnictví (Graf III.3.7).

NJMN nadále silně rostly v návaznosti na vysokou mzdovou dynamiku v kombinaci s utlumeným růstem produktivity (Graf III.3.8). Růst mzdové náročnosti produktu v prvním čtvrtletí mírně zrychlil na 4,7 %. Nejsilněji přitom jednotkové náklady rostly v netržních službách (o téměř 8 %). V průmyslu se NJMN zvýšily zhruba o 5 %. Ve stavebnictví a tržních službách byl naopak jejich růst umírněný vzhledem k vyšší dynamice produktivity práce.

GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

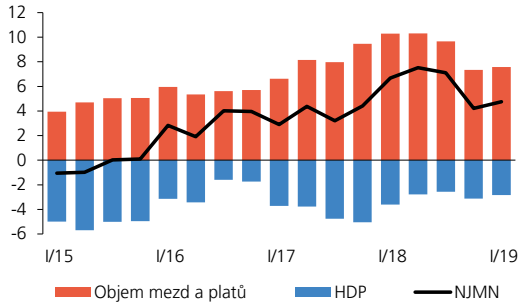
Růst produktivity práce byl tažen zejména tržními službami, naopak v průmyslu a netržních službách produktivita práce zhruba stagnovala
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Silný růst NJMN odrážel vysokou mzdovou dynamiku doprovázenou jen mírným růstem produktivity práce
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Úrokové sazby na peněžním trhu mírně vzrostly v reakci na květnové zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB o 25 bazických bodů. Sazby s delší splatností naopak klesaly vlivem vývoje v zahraničí. Klientské úrokové sazby u úvěrů na bydlení se zásadněji neměnily, u úvěrů na spotřebu a u úvěrů podnikům mírně poklesly. Kurz koruny se ve druhém čtvrtletí pohyboval v relativně úzkém pásmu kolem hodnoty 25,7 CZK/EUR. Růst úvěrů soukromému sektoru mírně zpomalil, a to jak u domácností, tak nefinančních podniků. U úvěrů na bydlení se meziroční propad objemu nově poskytnutých úvěrů postupně zmírňuje. Dynamika peněžního agregátu M3 se lehce zvýšila zejména v důsledku výrazného zrychlení růstu vkladů s dohodnutou splatností do dvou let.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Po zvýšení měnověpolitických sazeb v květnu ponechala ČNB na červnovém a srpnovém zasedání své sazby beze změny. S účinností od 3. května 2019 je 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 reagovaly na květnové zvýšení základních sazeb ČNB dalším nárůstem (Graf III.4.1). Sazba 3M PRIBOR se ve druhém čtvrtletí zvýšila v průměru na 2,1 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se tak udržovala kolem úrovně 0,2 procentního bodu. Tržní výhled dle FRA v době okolo květnového zasedání bankovní rady naznačoval delší období předpokládané stability úrokových sazeb na mezibankovním peněžním trhu. Poté se však sazby FRA posunuly níže, a to zejména v delších splatnostech. Výhled sazeb FRA z konce července tak naznačoval pozvolný pokles sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu. Křivka očekávaných sazeb byla přitom negativně skloněná naposledy na počátku roku 2017.

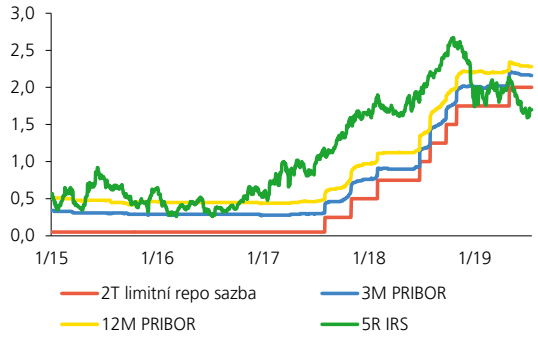
Domácí úrokové sazby s delší splatností se snížily. Důvodem byl vývoj v zahraničí, kde narůstaly obavy z negativního dopadu obchodních sporů na ekonomický růst. Zvýšila se tak vnímaná pravděpodobnost globální recese a vzrostla poptávka po bezpečných aktivech. Doprovodným jevem byl také pokles cen ropy. Výnosová křivka v USA začala mít záporný sklon, což obvykle signalizuje obavy z přicházející recese. V souvislosti s tím zesílila očekávání na uvolnění měnových podmínek v USA. Také v eurozóně sazby s delší splatností klesaly; na červnovém zasedání ECB oznámila, že úrokové sazby zůstanou na stávajících nízkých úrovních minimálně do poloviny příštího roku a trh v té souvislosti začal spekulovat i o dalších možných opatřeních měnové politiky na podporu ekonomiky eurozóny. Domácí úrokové sazby IRS klesly od počátku dubna o zhruba 0,2 procentního bodu[40] (Graf III.4.1).

GRAF III.4.1

ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu se mírně zvýšily, zatímco sazby s delší splatností klesly

(v %)

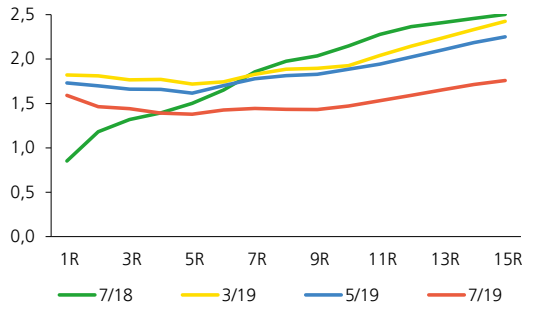


GRAF III.4.2

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka výrazně poklesla, přitom se dále zploštila a má lehce konvexní tvar

(v %)



40 Zhruba stejně se snížily sazby v eurozóně, v USA ještě více.

V ještě větším rozsahu to platí i pro výnosy domácích státních dluhopisů. Sklon výnosové křivky IRS zůstal záporný, křivka tuzemských státních dluhopisů se dále zploštila, přičemž má lehce konvexní tvar (Graf III.4.2).

Na primárním trhu státních dluhopisů pokračovala emisní aktivita Ministerstva financí zaměřená na delší splatnosti. MF využívalo výše uvedeného tvaru výnosové křivky, nejkratší splatnost emitovaného dluhopisu činila 7 let. Od začátku letošního roku byly emitovány státní dluhopisy za 167 mld. Kč[41], naopak objem krátkodobých pokladničních poukázek zůstává nízký (cca 2 mld. Kč). Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů dle statistiky MF v posledních měsících mírně vzrostla. Ke konci června dosahovala 633 mld. Kč a podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů tak činil 42 %. Potvrzuje se, že mnozí zahraniční investoři se i po ukončení kurzového závazku ČNB snaží profitovat z vyššího výnosu z investice v korunách v porovnání například s eurovými pozicemi. MF pokračovalo také v emisích dluhopisů denominovaných v EUR s cca dvouletou splatností, ve kterých byl dosažen lehce záporný výnos (celkový emitovaný objem činil 465 mil. EUR). Vedle toho byly nadále v prodeji státní spořicí dluhopisy pro občany (tzv. Dluhopis Republiky).

Úrokové sazby u nových úvěrů soukromému sektoru se ve druhém čtvrtletí mírně snížily (Tab. III.4.1). U úvěrů domácnostem se na tom podílel zejména pokles sazby z nových úvěrů na spotřebu, která tak dosáhla nového historického minima na úrovni 8,3 %. Sazba z nových hypoték se v první polovině letošního roku pohybovala kolem 2,7 %. Odrážela tak vývoj výnosu desetiletého státního dluhopisu, který po předchozím poklesu stagnoval na úrovni 1,9 %. Dle aktuálních údajů Fincentrum Hypoindexu se úroková sazba z hypoték v červnu lehce snížila. Sazba z korunových podnikových úvěrů po předchozím rychlém růstu mírně poklesla na 3,2 %, a to především v důsledku snížení sazby z velkých úvěrů nad 30 mil. Kč. Celkové náklady financování podniků vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing* mírně vzrostly, ve srovnání s eurozónou jsou tak již o 1,8 procentního bodu vyšší (Graf III.4.3). Ex ante reálné úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení se pohybují v blízkosti 1 %.

Klientské depozitní sazby se výrazněji neměnily, přičemž v reálném vyjádření jsou i nadále 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 do dvou let v květnu mírně vzrostla na úroveň 1,5 %, sazba z jednodenních vkladů, které představují čtyři pětiny z celkových vkladů domácností, setrvala na 0,2 %. Úrokové marže bank vyjádřené rozpětím sazeb z úvěrů na bydlení a vkladů se tak po předchozím zvýšení zásadněji nezměnily.

41 Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2019 původně předpokládala emise na domácím trhu v objemu minimálně 150 mld. Kč; v aktualizované verzi z června byl objem navýšen na 220 mld. Kč.

TAB. III.4.1

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ A VKLADŮ

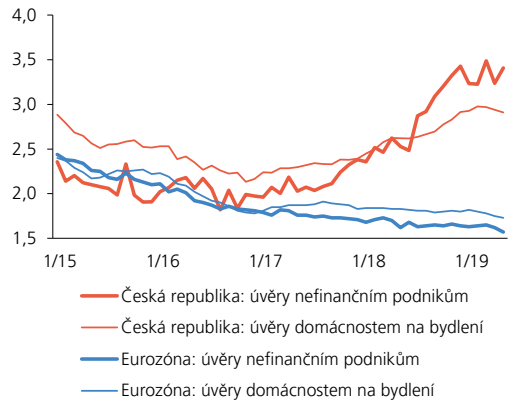
Úrokové sazby z úvěrů na bydlení se od počátku letošního roku zásadněji neměnily, u úvěrů podnikům mírně poklesly
(úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

	Úroková sazba	Změna sazby od		
	5/19	12/18	5/18	5/17
DOMÁCNOSTI				
Hypoteční úvěry	2,7	0,0	0,3	0,6
Hypoteční úvěry s fixací sazby 1–5 let	2,8	0,0	0,3	0,7
Hypoteční úvěry s fixací sazby 5–10 let	2,7	-0,1	0,3	0,6
Čisté nové hypoteční úvěry	2,8	-0,1	0,3	0,8
Refinancované hypoteční úvěry	2,7	-0,1	0,3	0,7
Spotřebitelské úvěry	8,3	-0,3	-0,2	-1,1
Vklady				
Jednodenní vklady	0,2	0,0	0,1	0,1
Nové vklady s dohodnutou splatností	1,5	0,2	0,7	0,7
NEFINANČNÍ PODNIKY				
Nové úvěry celkem	3,2	-0,2	0,7	1,2
Malé úvěry (do 30 mil. Kč)	3,8	0,0	0,9	1,4
Velké úvěry (nad 30 mil. Kč)	3,0	-0,3	0,6	1,2
Stavy úvěrů celkem	3,8	0,1	0,9	1,2

GRAF III.4.3

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

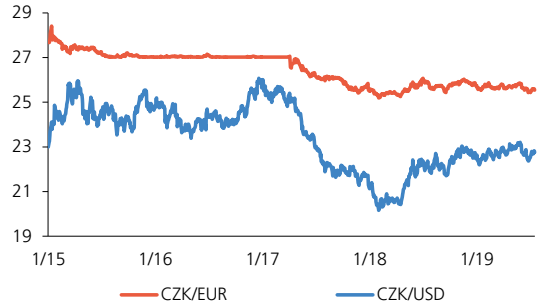
Rozdíly mezi klientskými úrokovými sazbami v ČR a v eurozóně jsou výrazně kladné jak v případě úvěrů na bydlení, tak zejména u úvěrů nefinančním podnikům
(celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, v %)



GRAF III.4.4

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

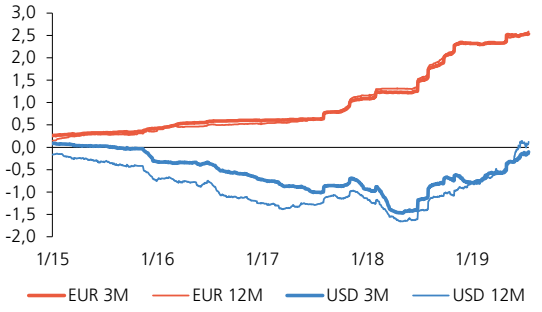
Kurz koruny vůči euru zůstal v relativně úzkém pásmu kolem 25,7 CZK/EUR, vůči dolaru koruna ve druhém čtvrtletí mírně oslabila



GRAF III.4.5

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

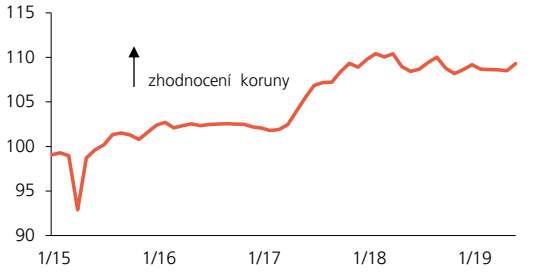
Úrokový diferenciál koruny vůči euru se dále rozšířil, záporný diferenciál vůči dolaru se uzavřel
(v procentních bodech)



GRAF III.4.6

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

V efektivním vyjádření přispělo k červnovému posílení koruny zejména její zpevnění vůči libře a žen-min-pi
(bazický index, rok 2015 = 100)

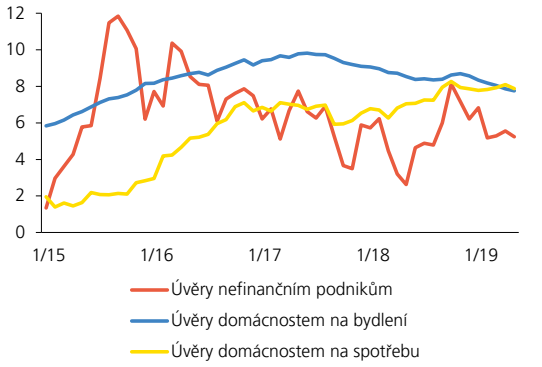


Poznámka: Při výpočtu nominálního efektivního kurzu koruny (NEER) má největší podíl v koši měn euro (64,3 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,8 až 2,6 %) mají dále čínský žen-min-pi, polský zlotý, britská libra, maďarský forint, americký dolar a ruský rubl. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují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

GRAF III.4.7

ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

Nejvýrazněji se od začátku roku snížila dynamika úvěrů nefinančním podnikům
(roční míry růstu v %)



III.4.2 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru se od loňského května drží v relativně úzkém pásmu kolem hodnoty 25,7 CZK/EUR (Graf III.4.4). V červnu koruna posílila, následně v průběhu dalších týdnů korigovala zpět na slabší úroveň. Průměrná hodnota kurzu za druhé čtvrtletí tak činila (stejně jako v prvním čtvrtletí) 25,7 CZK/EUR. Meziročně koruna oslabila o 10 haléřů (0,3 %). V polovině července se kurz nacházel na hodnotách kolem 25,6 CZK/EUR.

Vůči dolaru koruna mezičtvrtletně mírně oslabila (Graf III.4.4). Průměrný kurz dosáhl 22,9 CZK/USD, což je hodnota o 1,1 % slabší než v prvním čtvrtletí. Meziročně ztratila koruna vůči dolaru 6,3 %. Příčinou oslabení koruny bylo pokračující posilování dolaru na světových trzích, které skončilo až na počátku června. V první polovině července se kurz nacházel na úrovni 22,8 CZK/USD.

Na vývoj kurzu koruny měl vliv především obrat ve vnímání budoucího nastavení měnové politiky hlavních centrálních bank. Zatímco v průběhu dubna a května koruna vůči euru i dolaru lehce oslabovala, počátkem června začala poměrně rychle posilovat. Kurz reagoval na řadu prohlášení představitelů amerického Fedu a následně i ECB, které naznačovaly, že obě centrální banky mohou v blízké budoucnosti podnikat kroky k uvolnění měnové politiky. ČNB naproti tomu zůstává jednou z mála centrálních bank, které pro nejbližší období stále nevylučují pohyb úrokových sazeb směrem vzhůru. Koruna posilovala až do konce června, poté došlo k částečné korekci předchozího vývoje.

Krátkodobý úrokový diferenciál koruny k euru se zvýšil, záporné rozpětí vůči dolaru se naopak zúžilo k nule. Rozdíl mezi tříměsíčními mezibankovními korunovými a eurovými sazbami se v návaznosti na zvýšení úrokových sazeb ČNB na počátku května zvýšil na 2,5 procentního bodu (Graf III.4.5). Odpovídající diferenciál vůči dolaru se zúžil na -0,15 procentního bodu, k čemuž přispěl též znatelný pokles tříměsíčních dolarových sazeb.

V efektivním vyjádření byl kurz koruny také poměrně stabilní (Graf III.4.6). V dubnu a květnu koruna nejprve nepatrně oslabovala, v červnu pak zpevnila. Z pohledu vývoje jednotlivých měn koše NEER koruna nadále výrazně posiluje vůči britské libře (od března o 4 %). Zřetelně posílila i vůči čínskému žen-min-pi a korejskému wonu, ztratila naopak vůči japonskému jenu. Meziročně byla koruna v efektivním vyjádření v červnu silnější o 0,8 %.

III.4.3 Úvěry

Růst úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru mírně zpomalil napříč všemi segmenty (Graf III.4.7). Roční míra růstu úvěrů se v průběhu druhého čtvrtletí pohybovala kolem 6 %. Dle červencového

Šetření úvěrových podmínek bank se standardy u úvěrů nefinančním podnikům již druhý rok v řadě neměnily, u úvěrů domácnostem naopak došlo ve druhém čtvrtletí k mírnému uvolnění. Poptávka po úvěrech se dle vnímání bank vyvíjí diferencovaně. Zvýšil se zájem o půjčky na bydlení, u nefinančních podniků se poptávka po úvěrech mírně snížila.

Dynamika stavu úvěrů na bydlení se mírně zvolňuje v důsledku meziročního propadu nových úvěrů. Roční míra růstu úvěrů na bydlení se v květnu snížila na 7,8 % (oproti 8,6 % v prosinci 2018). Údaje o nových úvěrech na bydlení ukazují, že se situace po zavedení makroobezřetnostních opatření začíná stabilizovat. Objemy nových hypoték se po výrazném snížení na přelomu loňského a letošního roku v posledních měsících odrazily ode dna a jejich meziroční propad se postupně zmírňuje (Graf III.4.8). Tento trend by měl podle očekávání bank pokračovat i ve třetím čtvrtletí. Růst úvěrů na spotřebu jen lehce zvolnil. Celková zadluženost domácností v poměru k úhrnnému disponibilnímu důchodu se pohybuje v blízkosti historického maxima 62 %.

Zpomalil i růst úvěrů nefinančním podnikům. Dle Šetření úvěrových podmínek banky ve druhém čtvrtletí vnímaly snížení poptávky po úvěrech ze strany podniků. Roční míra růstu úvěrů podnikům se v květnu snížila na 5,2 %. Za zpomalením dynamiky podnikových úvěrů stál zejména průmysl, což odráželo zvolnění dynamiky úvěrů ve zpracovatelském průmyslu a pokles v ostatních průmyslových odvětvích. Naopak v oblasti nemovitostí růst úvěrů zrychlil (Graf III.4.9). Podíl úvěrů v cizí měně na celkových podnikových úvěrech se v posledním období stabilizoval okolo 31 %. Podniky se současně v tomto roce více zajišťovaly proti kurzovému riziku klasickými finančními instrumenty, podíl zajištěného vývozu v následujících dvanácti měsících se zvýšil na 45 %.

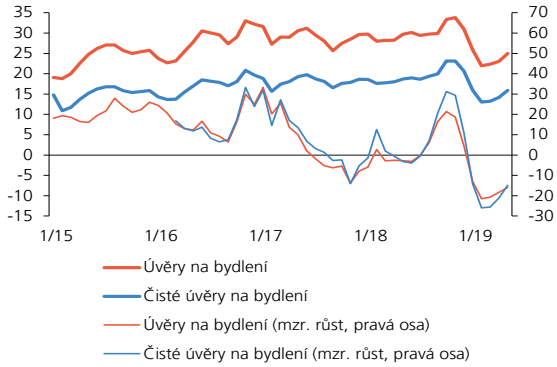
III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 se ve druhém čtvrtletí mírně zvýšil (Graf III.4.10). K růstu M3 nadále nejvýrazněji přispívají vysoce likvidní jednodenní vklady zahrnuté v M1. V posledním půlroce se výrazně zvýšila dynamika vkladů s dohodnutou splatností do dvou let v podmínkách růstu úrokových sazeb v tomto segmentu. Z hlediska sektorové struktury mají nejvýznamnější příspěvek vklady domácností, jejichž tempo růstu se však lehce zmírnilo na 7,3 %. Naopak tempo růstu vkladů nefinančních podniků se zvýšilo na 4,5 %.

GRAF III.4.8

NOVĚ POSKYTNUTÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ DOMÁCNOSTEM

Propad objemu nově poskytnutých úvěrů na bydlení se postupně zmírňuje
(měsíční objemy v mld. Kč, meziroční změny v %)

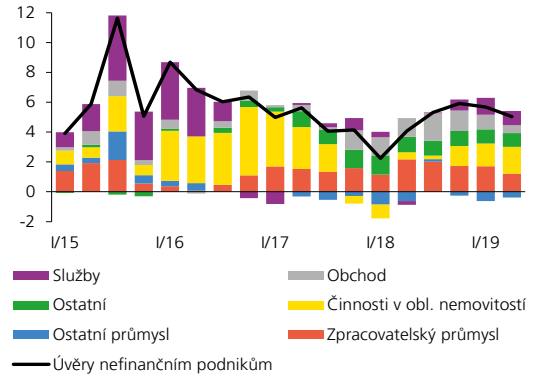


Poznámka: Údaje jsou vyhlazeny pomocí tříměsíčních klouzavých průměrů. Nové úvěry na bydlení zahrnují čisté úvěry (tj. nově poskytnuté úvěry do ekonomiky), refinancované úvěry a ostatní nová ujednání.

GRAF III.4.9

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Snížil se příspěvek úvěrů ve zpracovatelském průmyslu a v obchodu, úvěry ve zbývajících odvětvích stabilně rostou
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za květen 2019)

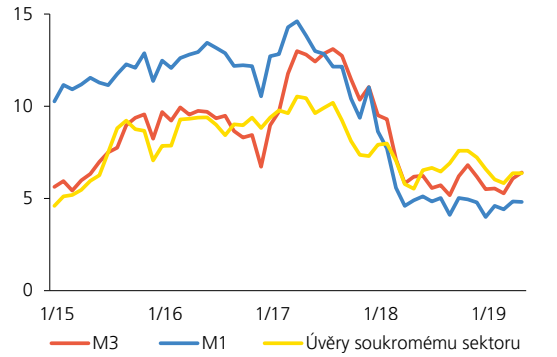


Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

GRAF III.4.10

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžního agregátu M3 dostihl dynamiku úvěrů
(roční míry růstu v %)



BoE	centrální banka UK
BoJ	centrální banka Japonska
CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí
CZK, Kč	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)
ECB	Evropská centrální banka
EET	elektronická evidence tržeb
EHP	Evropský hospodářský prostor
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)
EIU	Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ESA	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	centrální banka USA
FOMC	Federální výbor pro volný trh
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HNP	hrubý národní produkt
HP filtr	Hodrickův-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
HPI	house price index (index cen bytových nemovitostí)
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
IOFT	inflační očekávání finančního trhu
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
IRI	Institut regionálních informací
ISPV	informační systém o průměrném výdělku
JPY	japonský jen
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
M1, M3	peněžní agregát
MFI	měnové finanční instituce
MF	Ministerstvo financí
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
NBS	Národná banka Slovenska (Slovenská národní banka)
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
NÚ	národní účty
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OPEC+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
p. b.	procentní body
PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
PZI	přímé zahraniční investice
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

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

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

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

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

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

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

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

Ceny průmyslových výrobců v eurozóně: jsou pro účely predikčního modelu g3+ rozděleny na jádrovou a energetickou složku. Jádrová složka aproximuje cenový vývoj v odvětvích zahraničního průmyslu, který má vliv na cenovou konkurenceschopnost českého vývozu. Energetická složka naproti tomu zachycuje cenový vývoj v odvětvích zahraničního průmyslu nejvíce citlivých na cenu ropy.

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

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

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

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), 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 něho vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními

úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

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. Dovozní sektor je navíc rozdělen na část dovážející energie a část dovážející ostatní statky a služby. Analogicky tomu jsou rozděleny i dovozní ceny (podrobnější popis rozkladu zahraničních cen na jádrovou a energetickou složku viz „Ceny průmyslových výrobců v eurozóně"). Další složkou nákladů je cenová konvergence, která aproximuje diferenciál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice a jsou propočteny z likvidních pasiv měnového charakteru rezidentských měnových finančních institucí (tzv. sektoru tvorby peněz) vůči jiným rezidentským sektorům (tzv. sektoru držby peněz). Kromě domácností sem patří nefinanční podniky a finanční instituce, které nejsou měnovými finančními institucemi, spolu s místními vládními institucemi a fondy sociálního zabezpečení (mimo ústřední vládní instituce). Eurosystém 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 nejblíže 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 MF.

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										
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	4028,8	3999,6	3980,2	4088,2	4308,4	4409,9	4610,5	4745,9	**4870,6**	**5010,2**	**5159,6**
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	2,9	**2,6**	**2,9**	**3,0**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,5	4,4	3,3	**3,1**	**2,9**	**2,9**
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	3,9	**2,7**	**2,3**	**2,5**
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,8	-3,8	-5,1	8,6	13,1	-4,4	4,3	5,3	**3,5**	**3,2**	**3,1**
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	0,9	-3,0	-2,5	3,9	10,3	-3,2	4,0	7,1	**3,9**	**4,3**	**3,1**
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	9,2	4,4	0,2	8,7	6,2	4,1	7,1	4,4	**2,3**	**6,6**	**6,7**
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	6,7	2,8	0,1	10,1	6,9	2,6	6,3	5,9	**2,9**	**6,8**	**6,8**
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	193,5	245,8	249,5	232,7	225,0	282,8	330,2	291,5	**275,5**	**283,2**	**295,1**
Koincidenční ukazatele												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálně	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	3,0	**-**	**-**	**-**
Stavební produkce	%, meziročně, reálně	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	9,2	**-**	**-**	**-**
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálně	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	2,7	**-**	**-**	**-**
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Míra inflace	%, konec období	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	**-**	**-**	**-**
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	**2,8**	**2,3**	**1,9**
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	**4,3**	**2,0**	**2,1**
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	4,3	2,9	3,1	1,8	0,0	0,2	3,6	1,6	**2,4**	**2,2**	**1,8**
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	**2,7**	**2,4**	**1,9**
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	7,2	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	**-1,2**	**-1,9**	**-0,8**
Měnovępolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	**2,8**	**2,3**	**1,9**
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,4	2,5	**3,0**	**2,2**	**1,7**
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	**2,7**	**1,5**	**1,5**
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	**8,3**	**0,4**	**1,6**
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7	3,2	-	-	-
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	30,5	**-9,3**	**-4,6**	**-2,4**
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	7,6	**7,1**	**5,5**	**5,1**
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálně	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,7	4,2	5,4	**4,4**	**3,2**	**3,1**
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,6	**0,6**	**0,3**	**0,3**
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,2	3,8	6,3	**4,6**	**2,6**	**2,2**
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	4,3	-0,4	7,0	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	0,8	2,8	1,4	**1,8**	**2,5**	**2,6**
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	**2,1**	**2,2**	**2,2**
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	**2,8**	**2,7**	**2,7**
VEŘEJNÉ FINANCE												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-28,3	34,3	78,8	47,4	**28,4**	**24,0**	**10,3**
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	0,9	**0,5**	**0,4**	**0,2**
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	1749,5	1735,1	**1730,6**	**1712,8**	**1706,7**
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	32,6	**30,7**	**28,9**	**27,5**
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	245,7	259,1	217,3	**230,0**	**235,0**	**235,0**
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	5,1	4,1	**4,1**	**4,0**	**3,8**
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	127,7	120,7	**130,0**	**135,0**	**135,0**
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	83,5	15,5	**15,0**	**15,0**	**5,0**
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	**0,3**	**0,3**	**0,1**
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-91,3	**-70,0**	**-60,0**	**-60,0**
Měnové kurzy												
Kč/USD	průměr	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	**22,6**	**21,5**	**20,8**
Kč/EUR	průměr	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	**25,5**	**24,9**	**24,5**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr	-1,9	1,5	3,5	6,2	-0,9	-1,3	-3,4	-2,8	**-1,7**	**-3,0**	**-1,8**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,8	-1,5	**-1,6**	**-2,0**	**-1,1**
Ceny zahraničního obchodu												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-0,3	**0,8**	**-0,2**	**0,6**
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-0,7	**0,1**	**-0,4**	**0,6**
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M3	%, meziročně, průměr	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,7	**6,7**	**9,2**	**9,7**
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	**2,02**	**1,82**	**1,80**
3M PRIBOR	%, průměr	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	**2,2**	**2,0**	**2,0**

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

čtvrtletí roku 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019				čtvrtletí roku 2020				čtvrtletí roku 2021			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1127,3	1154,8	1160,5	1167,9	1174,9	1182,3	1189,0	1199,7	1207,4	1214,2	1221,3	1227,7	1237,6	1248,1	1257,4	1267,1	1275,6	1284,7	1294,4	1304,8
2,9	5,1	5,1	5,1	4,2	2,4	2,5	2,7	2,8	2,7	2,7	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,1	2,9	2,9	3,0
3,6	4,8	4,6	4,4	4,3	3,4	3,1	2,5	2,8	2,9	3,1	3,4	3,0	2,9	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0
1,7	1,2	0,8	1,5	3,3	3,6	4,8	4,1	3,0	2,8	2,3	2,7	2,5	2,4	2,2	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8
-4,1	4,0	7,4	10,1	11,5	3,6	4,5	1,9	3,8	3,8	2,2	4,3	1,8	4,1	3,4	3,3	3,1	3,0	3,0	3,0
-0,7	5,5	5,0	6,1	8,1	6,6	7,4	6,5	3,3	3,7	4,0	4,5	5,8	4,5	3,6	3,4	3,2	3,1	3,0	3,1
5,8	7,3	7,6	7,7	4,9	3,5	4,3	4,8	2,0	1,6	2,9	2,5	5,3	6,8	7,0	7,2	7,0	6,8	6,5	6,3
3,6	5,9	7,1	8,4	7,3	5,1	6,3	4,9	2,4	2,1	2,9	4,0	5,6	7,6	7,2	6,9	7,0	6,9	6,7	6,6
86,0	86,8	81,2	76,1	69,7	76,3	67,1	78,4	67,5	73,0	68,8	66,1	68,1	70,4	71,6	73,1	73,0	73,2	74,0	75,0
8,4	4,3	5,5	7,8	2,3	3,2	3,5	3,2	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,9	7,2	1,6	3,0	14,1	7,8	12,3	4,9	2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,0	3,5	3,3	4,6	2,8	3,2	2,5	2,2	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,2	1,7	2,2	2,5	2,3	2,3	2,3	2,1	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,5	2,2	2,5	2,6	1,9	2,3	2,4	2,1	2,7	2,8	2,7	2,9	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8	1,9	1,9
-0,5	-0,1	0,2	0,3	1,4	1,8	2,1	1,7	3,7	4,5	4,3	4,9	2,9	1,9	1,7	1,6	2,0	2,1	2,2	2,2
3,4	2,9	3,9	4,4	2,5	2,5	1,1	0,4	1,7	2,2	2,7	3,0	2,5	2,0	2,2	2,0	1,7	1,8	1,9	1,9
2,1	2,5	2,7	2,5	1,7	1,9	2,3	2,4	2,9	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0
15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	5,0	12,4	9,5	1,3	2,5	-3,4	-5,4	0,8	-3,5	-2,8	-2,2	-1,2	-0,6	-0,4	-0,7
2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	2,1	2,3	2,0	2,7	2,9	2,7	2,9	2,7	2,3	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	1,9
0,7	1,0	1,6	2,4	2,5	2,5	2,5	2,7	3,3	3,2	3,1	2,6	2,2	2,5	2,0	2,0	1,9	1,7	1,7	1,6
2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	1,5	3,3	3,4	3,5	3,5	2,2	1,9	1,9	1,1	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-3,4	-2,3	1,7	6,9	11,1	10,4	4,7	0,5	0,3	-0,3	0,8	1,3	1,5	1,8	1,8
1,4	1,6	1,7	2,0	2,3	2,8	3,7	4,0	4,6	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
57,6	9,1	11,0	20,8	22,9	47,6	45,8	11,6	-4,8	-8,7	-15,6	-5,3	-1,6	-8,7	-3,8	-3,4	-3,1	-2,7	-2,2	-1,7
5,1	7,2	6,7	7,8	7,8	8,1	7,9	6,5	7,4	6,9	6,9	7,3	5,9	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0	5,0
2,6	4,9	4,1	5,1	5,8	5,7	5,4	4,3	4,6	4,1	4,2	4,5	3,4	3,2	3,2	3,2	3,1	3,3	3,2	3,0
1,1	1,3	2,2	2,1	2,1	2,1	0,9	1,3	1,0	0,5	0,8	0,1	0,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
2,9	4,4	3,2	4,4	6,7	7,5	7,1	4,2	4,7	4,3	4,3	5,1	3,2	2,7	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1
-1,1	1,8	-2,8	0,1	5,9	8,1	8,2	5,8	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,2	2,4	2,8	3,6	1,7	0,8	1,4	1,6	1,3	1,9	2,1	2,0	2,3	2,2	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7
3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2	2,1	2,3	2,1	2,3	2,2
5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,1	3,0	2,9	3,1	2,6	2,7	2,7	2,9	2,5	2,6	2,6	2,9	2,5	2,6	2,7
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
95,1	77,2	46,5	40,4	81,2	68,9	30,9	36,2	77,4	82,0	37,0	33,6	80,0	73,0	43,0	39,0	81,0	74,0	42,0	38,0
8,2	6,1	3,6	3,0	6,6	5,2	2,3	2,6	5,9	5,8	2,6	2,3	5,8	4,9	2,9	2,5	5,6	4,7	2,7	2,3
29,8	34,4	31,8	31,7	31,3	36,5	23,1	29,8	35,2	38,0	25,0	31,8	36,0	39,0	27,0	33,0	36,0	39,0	28,0	32,0
110,5	-2,1	-30,1	5,1	51,5	5,4	-52,4	11,1	44,7	25,0	-53,0	-1,7	56,0	-3,0	-50,0	12,0	57,0	-7,0	-55,0	10,0
9,5	-0,2	-2,3	0,4	4,2	0,4	-3,9	0,8	3,4	1,8	-3,7	-0,1	4,1	-0,2	-3,3	0,8	4,0	-0,4	-3,5	0,6
-40,3	-3,8	10,3	-12,0	7,7	-26,4	-37,1	-35,5	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	21,5	22,1	22,7	22,6	22,9	22,6	22,2	21,9	21,6	21,3	21,2	21,1	21,0	20,8	20,5
27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,7	25,9	25,7	25,7	25,4	25,2	25,0	25,0	24,9	24,8	24,7	24,6	24,5	24,4
-0,7	-2,6	-4,3	-6,0	-6,3	-3,7	-1,6	0,8	0,2	-0,7	-2,5	-3,9	-3,3	-3,7	-2,8	-2,3	-2,0	-1,8	-1,8	-1,7
0,4	-1,2	-2,6	-3,7	-4,4	-2,1	-0,5	1,3	0,6	-1,0	-2,3	-3,6	-3,0	-2,2	-1,6	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-1,6	1,6	3,4	3,0	1,8	0,0	-1,3	-0,8	-0,7	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-2,3	2,6	3,5	2,8	1,7	-1,6	-2,3	-0,9	-1,3	0,0	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6
10,2	12,7	12,8	11,0	8,7	6,1	5,4	6,4	5,5	6,5	7,1	7,8	8,7	8,8	9,3	9,8	10,2	9,9	9,6	9,3
0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50	1,75	1,75	2,00	2,18	2,24	2,07	1,81	1,68	1,70	1,75	1,78	1,82	1,86
0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,4	1,9	2,0	2,1	2,4	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0

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)