



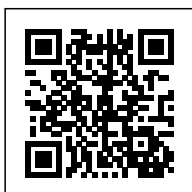
PARLAMENT ČESKÉ REPUBLIKY  
**POSLANECKÁ SNĚMOVNA**

VIII. volební období

---

**258/0**

**Zpráva České národní banky o inflaci - červenec 2018 (Zpráva  
o měnovém vývoji za 1. pololetí 2018)**



Předkladatel: ČNB  
Doručeno poslancům: 16. srpna 2018 v 11:20



5. SITUAČNÍ ZPRÁVA O SITUACI ČESKÉHO MĚNOVÝH  
VÝVOJ (ZPRÁVA O INFLACI / III)

## ZPRÁVA O INFLACI / III

2018



## ZPRÁVA O INFLACI / III

2018



Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. srpna 2018 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 20. červenci 2018. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na našich [webových stránkách](#). Zde jsou uveřejněna také podkladová data k tabulkám a grafům použitým v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje dostupné v databázi ARAD.



Vážení čtenáři,

**Zpráva o inflaci je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky.** Publikujeme ji již od roku 1998. V průběhu let jsme ji postupně inovovali, přičemž svou aktuální podobu – jak ji vidíte nyní – získala loni na jaře. V kapitole I této Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. Kapitola III obsahuje naše hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

**Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu.** Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu je naše nezávislost. Z tohoto důvodu ze zákona nesmíme přijímat ani

vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.

**O cenovou stabilitu pečujeme v rámci režimu cílování inflace, a to již od roku 1998.** Jeho základními rysy jsou veřejně vyhlášený inflační cíl, zaměření na prognózy budoucího vývoje inflace a otevřená komunikace s veřejností. Inflační cíl jsme počínaje rokem 2010 stanovili jako meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2 %. Usilujeme přitom o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Podobně nastavený inflační cíl má většina vyspělých ekonomik. Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očistění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebním koši, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by často využívat jiné, méně standardní nástroje.

**Změny v nastavení měnové politiky se v ekonomice projevují s časovým odstupem.** Proto je pro rozhodování bankovní rady České národní banky důležitý především budoucí vývoj české ekonomiky, nikoliv pouze její aktuální stav. Pro naše rozhodování je přitom nejvíce relevantní prognóza inflace na tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném 12–18 měsíců v budoucnosti). Jak se bude ekonomika s největší pravděpodobností vyvíjet, nám říká naše prognóza. Ta je sestavována odborníky ze sekce měnové pomocí strukturálního makroekonomického modelu s označením „g3“. Tento jádrový model zachycuje základní charakteristiky české ekonomiky popsané vývojem klíčových veličin, jako jsou ceny, mzdy, složky HDP v nominálním i reálném vyjádření, kurz koruny a nominální úrokové sazby. S ohledem na otevřenost české ekonomiky hraje v modelu důležitou roli zahraniční obchod a vývoj kurzu koruny vůči euru. Strukturální vazby v modelu umožňují ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. Z hlediska ekonomické teorie se jedná o druh dynamického stochastického modelu všeobecné rovnováhy (DSGE model). Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2 % cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovených cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce měnové sestavena prognóza budoucího nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jádrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře.



**Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky.**

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

**Hlavním nástrojem měnové politiky České národní banky je dvoutýdenní repo sazba.** Spolu s ní nastavujeme též diskontní a lombardní sazbu. Změnou těchto měnověpolitických úrokových sazeb ovlivňujeme úrokové sazby na finančním trhu, ze kterých komerční banky odvozují úrokové sazby z úvěrů a vkladů pro své klienty. Zvýšení sazeb vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu ke zvolnění růstu poptávky v ekonomice, které má za následek zpomalení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci opačný dopad. Pokud prognóza ukazuje silící inflační tlaky, které by mohly vést k nárůstu inflace nad 2% cíl, je to signál, že naše měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že úrokové sazby by měly být zvýšeny. Při útlumu inflačních tendencí je tomu samozřejmě naopak, protože měnová politika je v režimu cílování (budoucí) inflace symetrická na obě strany. Výjimkou jsou situace, kdy je cenový vývoj pod vlivem mimořádných nabídkových šoků, které nemůžeme ovlivnit a které vychýlí inflaci od cíle jen dočasně. Typickým příkladem těchto šoků jsou změny nepřímých daní nebo prudké změny ceny ropy. Snaha o udržení inflace v cíli navzdory těmto šokům by vedla ke zbytečnému rozkolísání ekonomického růstu a zaměstnanosti. Proto ve svém rozhodování od primárních dopadů těchto vlivů zpravidla odhlížíme a tolerujeme dočasnou odchylku inflace od cíle způsobenou uvedenými cenovými šoky. Po jejich odeznění se pak inflace vrací zpět k cíli.

**Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů.** Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co měnověpolitické úrokové sazby byly sníženy na tzv. „technickou nulu“ již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Tento nástroj byl používán až do 6. dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o ukončení kurzového závazku. V rámci standardně fungujícího režimu řízení plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme především za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makroobezřetnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makroobezřetnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makroobezřetnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz.

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

**Jménem České národní banky**



**Jiří Rusnok**

guvernér



<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>4</b>
<b>OBSAH</b>	<b>7</b>
<b>I. SHRNUÍ</b>	<b>8</b>
<b>II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>10</b>
<b>II.1 Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy</b>	<b>10</b>
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	10
BOX 1 Protekcionistická opatření USA a dopad na světové obchodní vztahy	10
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	13
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	14
<b>II.2 Prognóza</b>	<b>16</b>
II.2.1 Inflace a měnová politika	16
II.2.2 Náklady a trh práce	18
II.2.3 Ekonomická aktivita	19
II.2.4 Platební bilance	21
II.2.5 Fiskální vývoj	23
<b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>	<b>24</b>
<b>II.4 Rizika a nejistoty prognózy</b>	<b>27</b>
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB	27
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	28
<b>III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>30</b>
<b>III.1 Cenový vývoj</b>	<b>30</b>
III.1.1 Plnění inflačního cíle	30
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí	32
III.1.3 Dovozní a produkční ceny	33
<b>III.2 Vývoj ekonomiky</b>	<b>35</b>
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu	35
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky	36
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	37
BOX 2 Marže a cenová elasticita agregátní nabídky	38
<b>III.3 Trh práce</b>	<b>41</b>
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	41
BOX 3 Kratší pracovní úvazky jako fenomén posledních let	42
III.3.2 Mzdy a produktivita	44
<b>III.4 Finanční a měnový vývoj</b>	<b>45</b>
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	45
III.4.2 Měnový kurz	46
III.4.3 Úvěry	48
III.4.4 Peníze	49
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>50</b>
<b>GLOSÁŘ POJMŮ</b>	<b>51</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>56</b>

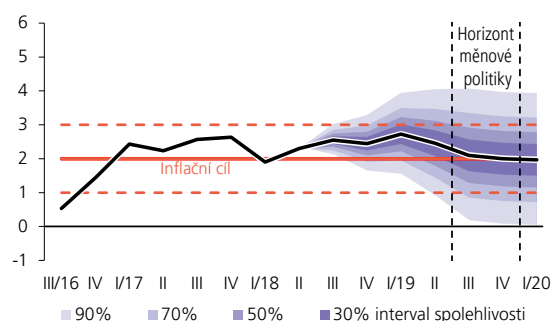
## I. SHRNUÍ

GRAF I.1

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

**Inflace setrvá v horní polovině tolerančního pásma do poloviny příštího roku, na horizontu měnové politiky se vrátí k cíli**

(meziročně v %)



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

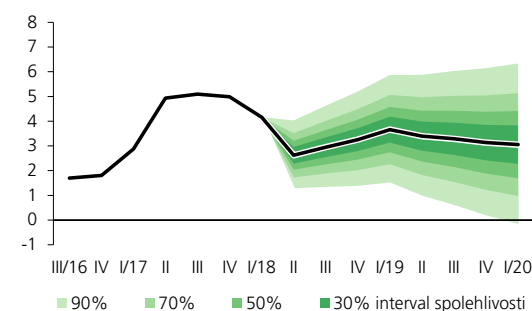
**Inflace se letos bude pohybovat nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se k němu vrátí.** Zvýšení inflace mírně nad cíl v průběhu druhého čtvrtletí odráželo mimo jiné vývoj tradičně kolísavých položek, tj. cen pohonných hmot a potravin. Vzrostly též regulované ceny elektřiny. Celkové fundamentální inflační tlaky rovněž zůstávají silné a krátkodobě ještě dále vzrostou, zejména v souvislosti s výraznou mzdovou dynamikou v tuzemské ekonomice. Zároveň se dočasně zastaví protiinflační působení dovozních cen, do nichž se promítá nedávné oslabení kurzu koruny v důsledku negativního sentimentu na světových trzích. V dalším období se však celkové inflační tlaky zmírní v návaznosti na pokračující zvyšování úrokových sazeb, obnovené posilování kurzu a pomalejší dynamiku mezd. Na horizontu měnové politiky se tak inflace vrátí k 2% cíli ČNB (Graf I.1). Během roku 2020 pak setrvá v jeho blízkosti. Na jednu stranu se totiž dále zmírní domácí nákladové tlaky, na druhou stranu se však obnoví kladný příspěvek dovozních cen vlivem zřetelného zpomalení posilování kurzu koruny. Jádrová inflace se v nejbližším období ještě zvýší v důsledku vývoje dovozních cen, poté opět mírně klesne. Dynamika cen potravin se letos naopak zmírní a znovu lehce ožíví v roce 2019 v návaznosti na výhled cen agrárních komodit. Aktuálně rychlá meziroční dynamika cen pohonných hmot bude postupně zvolňovat v souvislosti s výhledy světových cen ropy a na konci příštího roku přejde do poklesu. K pokračujícímu růstu regulovaných cen budou v letošním a příštím roce nadále přispívat zejména ceny elektřiny.

GRAF I.2

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

**Růst české ekonomiky z loňských vysokých temp zvolní, stále však bude v průměru přesahovat 3 %**

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



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

**Růst české ekonomiky sice z loňských vysokých temp letos zpomalí, i v dalších letech se však udrží nad 3 %** (Graf I.2). Ekonomika tak setrvá nad svým potenciálem. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustním růstem spotřeby domácností. Ten odráží optimismus spotřebitelů v prostředí rychlého růstu jejich příjmů. Svižně rostoucí zahraniční poptávka a stále zřetelnější nedostatek volné pracovní síly motivují domácí podniky k investicím do strojů a zařízení, které budou pokračovat. Tyto investice přitom zlepšují efektivitu práce. Také kapitálové výdaje ve vládním sektoru dále posílí v důsledku zvýšeného čerpání evropských fondů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky v letech 2018 a 2019 přispívat i prostřednictvím výrazného zvýšení platů ve veřejné sféře, důchodů a sociálních dávek. Měnové podmínky se naopak budou dále postupně zpříšňovat v úrokové složce a s obnoveným posilováním koruny posléze i ve složce kurzové. V důsledku krátkodobého zvolnění dynamiky vývozu a současného zrychlení dovozní náročných částí domácí poptávky odezněl dosud kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP a v letošním roce bude dočasně záporný. Silný ekonomický růst se projevuje výrazně napjatou situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti je rekordně nízká a prostor pro její další snížení je již malý. Důsledkem toho bude zpomalení růstu zaměstnanosti a nadále vysoká – i když v dalších letech zvolňující – dynamika mezd.

**Kurz koruny se po dočasném oslabení vrátí k posilujícímu trendu.** Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2018 na hodnotě 25,8 CZK/EUR

zohledňuje změnu sentimentu na devizových trzích a odliv krátkodobého kapitálu z rozvíjejících se trhů do aktiv, která investoři vnímají jako méně riziková. Prognóza přitom předpokládá, že uvedený globální vliv bude částečně přetrvávat i v následujících dvou čtvrtletích. Obnovené posilování koruny bude nicméně taženo zřetelně kladným úrokovým diferenciálem vůči eurozóně, doznívajícími vlivy nákupu aktiv ze strany ECB a reálnou konvergencí české ekonomiky spojenou s růstem efektivní práce. Kurz tak začátkem roku 2019 posílí pod úroveň 25 CZK/EUR (Graf I.3). V dalším období posilování kurzu zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB a v roce 2020 se kurz ustálí nad hranicí 24 CZK/EUR.

**S prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni** (Graf I.4). Pokračující růst sazeb je reakcí na výrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky a v letošním druhém pololetí i reakcí na dočasné oslabení koruny. To vedlo k rychlému odeznění protiinflačního vlivu dovozních cen a autonomnímu uvolnění kurzové složky měnových podmínek. Následná přibližná stabilita sazeb v roce 2019 je v prognóze důsledkem obnoveného posilování kurzu při přetrvávající velmi uvolněné měnové politice ECB. Zhruba stabilní kurz koruny v kombinaci se zpřísňováním politiky ECB poté vytvoří prostor pro další růst domácích sazeb od počátku roku 2020. Na jeho konci sice sazby ještě nedosáhnou své dlouhodobě neutrální úrovně (tj. 3 % pro 3M PRIBOR), budou se k ní však zdola blížit.

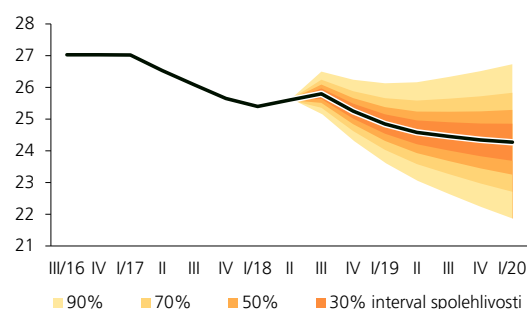
**Bankovní rada ČNB na srpnovém měnovém jednání jednomyslně zvýšila 2T repo sazbu o 25 bazických bodů na 1,25 %.** Současně zvýšila lombardní sazbu o 25 bazických bodů na 2,25 % a diskontní sazbu o 20 bazických bodů na 0,25 %. Nově stanovené úrokové sazby jsou platné od 3. srpna 2018.

**Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná.** Hlavní nejistotou je délka trvání globálních faktorů, které způsobily nedávné oslabení kurzu koruny. Dalším zdrojem vnější nejistoty je nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu a případné vyhrocení obchodních sporů Spojených států s eurozónou a dalšími obchodními partnery. Krátkodobé riziko směrem dolů představuje výhled inflace na nejbližší měsíce v oblasti cen potravin a pohonných hmot.

GRAF I.3

### PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

**Po dočasném oslabení se dle prognózy obnoví posilující trend kurzu koruny**  
(CZK/EUR)

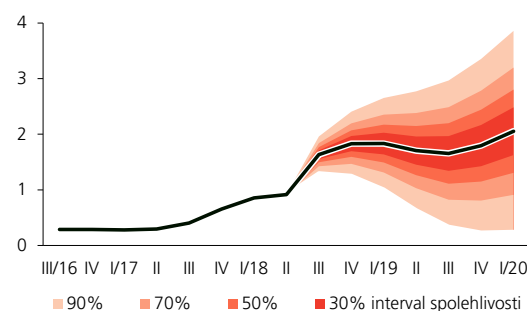


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy kurzu CZK/EUR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (z období před přijetím kurzového závazku). Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

GRAF I.4

### PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

**S prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku a poté i v roce 2020**  
(3M PRIBOR v %)



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

## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

## II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Světová ekonomika roste nadále solidním tempem, výraznější zpomalení její dynamiky by mělo nastat až v roce 2020. V eurozóně se nicméně očekává dílčí ochlazení ekonomického růstu již letos, a to i přes aktuální oslabení eura. Toto oslabení kurzu spolu se zřetelně vyššími cenami energií posouvá vzhůru výhled růstu výrobních i spotřebitelských cen. V následujících dvou letech se bude inflace pohybovat těsně pod 2 %. To umožní ECB na konci letošního roku ukončit program nákupu aktiv. Zvyšovat úrokové sazby však ECB dle svého vyjádření začne až s poměrně značným odstupem. Sazba 3M EURIBOR by tak měla zůstat záporná až do začátku roku 2020. V důsledku rychlejšího zpřísňování měnové politiky v USA se záporný diferenciál eurové sazby vůči obdobné dolarové sazbě dále prohloubí. Kurz eura vůči dolaru by nicméně měl z aktuálně oslabené hodnoty lehce posilovat na celém horizontu prognózy.

## II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

**Růst světové ekonomiky pokračuje solidním tempem, v následujících dvou letech však bude postupně zpomalovat.**<sup>1</sup>

K tomu přispěje zejména vývoj v eurozóně a Spojených státech. Robustní ekonomický výkon USA v tomto roce bude ještě podpořen snížením daňové zátěže a vyššími veřejnými výdaji, na druhou stranu Fed dále zpřísní svou měnovou politiku. Nižším, ale stabilním tempem porostou ekonomiky Japonska a Velké Británie. V případě Číny se očekává další mírné zpomalení s tím, jak se naplno projeví zpřísnění podmínek ve finančním sektoru a oslabí zahraniční poptávka. Celkově by měl vážený růst všech sledovaných ekonomik letos dosáhnout 3,2 % (Graf II.1.1) a poté postupně zpomalit. Ve středním a delším horizontu jsou navíc patrná rizika směrem dolů. Největším z nich je případná další eskalace napětí v mezinárodních obchodních vztazích (viz BOX 1) a následné negativní dopady na sentiment, ceny aktiv a investice.

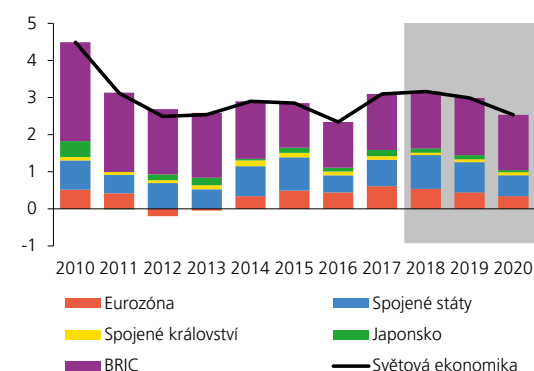
**BOX 1 Protekcionistická opatření USA a dopad na světové obchodní vztahy**

**V roce 2018 přistoupily Spojené státy k řadě protekcionistických opatření v zahraničním obchodu.** Posun směrem k protekcionismu byl dle USA motivován nižšími cly na dovoz do USA oproti clům uplatňovaným jinde ve světě na americký vývoz či neférovými obchodními praktikami partnerů. V případě Číny byla předmětem sporů i nedostatečná ochrana intelektuálního vlastnictví či nemožnost získat majoritní podíl americkými podniky ve společných firmách. Nerovnoprávné postavení USA v mezinárodním obchodu pak mělo podle

GRAF II.1.1

## VÝHELD RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

K růstu světové ekonomiky přispějí zejména rozvíjející se ekonomiky, zatímco příspěvky USA a eurozóny budou klesat (roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)



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

TAB. 1 (BOX)

## PŘEHLED PROTEKCTIONISTICKÝCH OPATŘENÍ USA

Cla se mohou vztahovat až zhruba na třetinu celkového dovozu do USA

Dovoz z	Produkt	Výše cla	Status	Objem dotčených dovozů
Všichni obchodní partneři	Solární panely a pračky	20–30 %	V účinnosti (leden 2018)	10,3 mld. USD (0,44 % celkových dovozů do USA)
Výjimky pro země podléhající kvótám <sup>a)</sup>	Ocel a hliník	25 % a 10 %	V účinnosti (březen 2018)	47 mld. USD (2 % celkových dovozů do USA)
Čína	Celkem 1333 čínských výrobků	25 %	V účinnosti (březen 2018)	50 mld. USD (2,1 % celkových dovozů do USA)
Všichni obchodní partneři	Auta a automobilové díly	25 %	Zvažováno	208 mld. USD (bez dílů) (8,88 % celkových dovozů do USA)
Čína <sup>b)</sup>	Různé	10 %	Zvažováno / v přípravě	Až 500 mld. USD (21,3 % celkových dovozů do USA)

a) Výjimky mají Argentinu, Austrálii, Brazílii a Koreu.

b) Dne 11. 7. 2018 požádal prezident Trump amerického obchodního zmocněnce o přípravu zavedení 10 % cel na dovozy z Číny v celkové hodnotě 200 mld. USD.

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

prezidenta Trumpa za následek rostoucí deficit běžného účtu. Po sérii neúspěšných jednání s partnery proto byla postupně zavedena cla na celou řadu produktů (Tab. 1).

**Jednostranné kroky USA vedly k eskalaci obchodních sporů, zejména s Čínou.** Prvním krokem ze strany USA byla cla na dovoz solárních panelů a praček, a to zejména z Číny a dalších zemí jihovýchodní Asie. V březnu Spojené státy zavedly cla na dovoz oceli a hliníku (a dalších čínských výrobků), na což čínská strana reagovala na začátku dubna cly na dovoz vybraných výrobků z USA (sójové boby, auta, chemikálie atd.). V polovině května sice čínská strana nabídla balík opatření, který měl snížit deficit amerického obchodu s Čínou až o 200 mld. USD, včetně zrušení některých cel na obchod s americkými zemědělskými produkty, dohody se však dosáhnout nepodařilo. Ze strany USA byla naopak zavedena další cla na dovoz zboží v celkovém ročním objemu až 50 mld. USD. Recipročně pak byla zavedena cla na dovoz vybraných amerických produktů do Číny (sója, hovězí maso, atd.). Prezident Trump pak zopakoval, že je připraven zavést cla na zboží v objemu 550 mld. dolarů, což je více, než činil celkový loňský čínský dovoz do USA (506 mld. USD v roce 2017). V přípravě je již zavedení 10% cel na dovozy z Číny s platností od září v celkové hodnotě 200 mld. USD, přičemž cla se budou poprvé týkat také spotřebního zboží, jako jsou kabelky či digitální fotoaparáty.

**Na ostatní země, mimo Čínu, mají aktuální opatření omezené dopady, i když došlo k řadě odvetných kroků.** Stávající americká opatření vůči všem obchodním partnerům mají zatím omezený rozsah (méně než 3 % celkového dovozu do USA). Nejvýznamnější položkou jsou cla na dovoz oceli a hliníku, ale tyto komodity tvoří méně než 4 % celkového vývozu hlavních obchodních partnerů (Mexiko, Kanada)<sup>2</sup>. Řada zemí reagovala na protekcionistická opatření odvetnými cly na dovoz výrobků z USA (Tab. 2). Nejvyšší objem dotčených dovozů je v případě Kanady, EU a Mexika.

**Významněji by obchodní vztahy mohlo zasáhnout zavedení cel na dovoz aut a automobilových dílů.** Jím pohrozil prezident Trump v reakci na výše uvedená odvetná opatření. Cla by dosahovala výše 25 % pro automobily ze všech zemí a pro nákladní auta ze zemí NAFTA. Objem dovozů (bez dílů) podléhající clům by dosáhl téměř 9 % celkového dovozu do USA (Tab. 1). Mezi nejvíce zasažené obchodní partnery by patřilo Mexiko, EU, Kanada a Japonsko (Graf 1), přičemž z pohledu velikosti vyvážející ekonomiky by byly významné dopady zejména na Mexiko. Cla by postihla asi třetinu celkových vývozu osobních automobilů z EU. Při hodnocení dopadů je navíc nutné vzít v potaz globální řetězce v automobilovém průmyslu. Zatímco Toyota či Honda až polovinu aut, které ve Spojených státech prodají, zde i vyrobí,

TAB. 2 (BOX)

### PŘEHLED ODVETNÝCH OPATŘENÍ OBCHODNÍCH PARTNERŮ

Odvetná opatření obchodních partnerů USA mají zatím s výjimkou Číny omezený rozsah

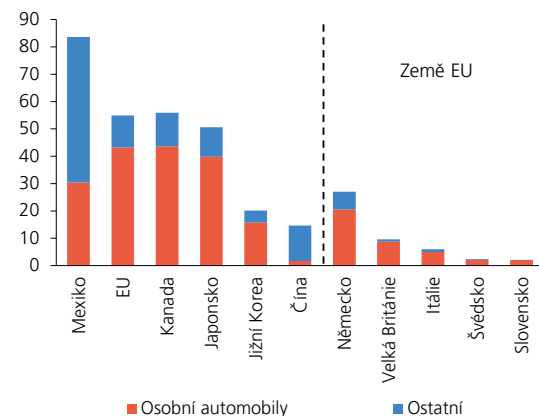
Obchodní partner	Produkt	Výše cla	Status	Objem dotčených dovozů
Kanada	Různé zboží, vč. oceli, hliníku, zemědělských produktů	10 % a 25 %	V účinnosti	12,8 mld. USD
EU	Různé, od oceli po whisky	25 % a 20 %	V účinnosti	3,3 mld. USD
Čína	659 produktů, včetně sojových bobů či vepřového masa	25 %	V účinnosti	50 mld. USD
Mexiko	Různé, od oceli po whisky	20 % a 25 %	V účinnosti	3 mld. USD
Turecko	Různé, od uhlí po whisky	Až 40 %	V účinnosti	1,8 mld. USD
Indie	Celkem 30 produktů	Až 50 %	Od 4.8.2018	240 mil. USD
Japonsko	--	--	Zvažováno	409 mil. USD
Rusko	--	Až 40 %	Zvažováno	87,6 mil. USD

GRAF 1 (BOX)

### DOVOZ MOTOROVÝCH VOZIDEL DO USA PODLE OBCHODNÍCH PARTNERŮ

Nejvíce automobilů dováží USA z Mexika, EU a Kanady

(v mld. USD; pramen: US Census Bureau, výpočet ČNB)



<sup>2</sup> V případě České republiky činil v roce 2017 vývoz oceli a hliníku asi 2,4 % celkového vývozu do USA.

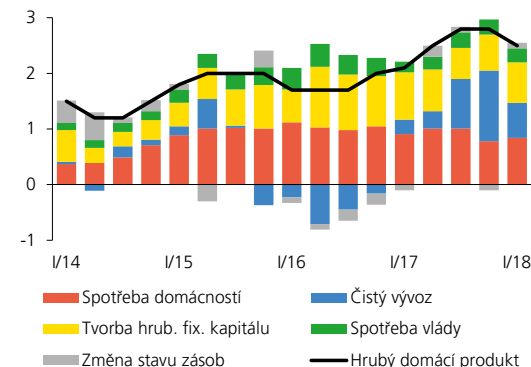


GRAF II.1.2

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

V prvním čtvrtletí letošního roku růst HDP mírně zpomalil, přičemž příspěvek všech jeho složek byl kladný

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

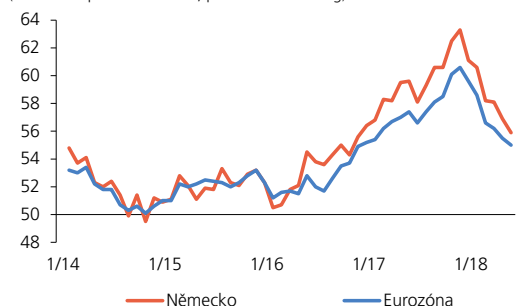


GRAF II.1.3

## PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

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

(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)

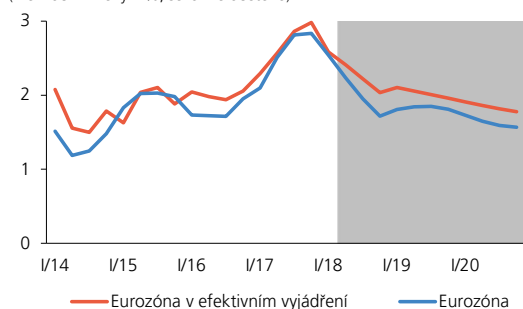


GRAF II.1.4

## VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

Růst ekonomické aktivity v eurozóně bude dále zvolňovat

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



v případě skupiny VW, BMW či Daimler, je většina aut fakticky dovezena. Otázkou je, zda výrobci zareagují realokací výroby a/nebo soustředí vývoz do segmentu vyšší třídy, který je na cenový pohyb méně citlivý. Z pohledu EU je pravděpodobný nejvýraznější dopad na Německo, když podle odhadů institutu Ifo dosáhne ztráta 5 mld. EUR, tj. 0,16 % HDP Německa.

### Budoucí kroky USA lze jen těžko předvídat, další eskalace obchodních sporů by již měla patrný dopad na globální aktivitu.

Protektionistické tendence a narůstající obchodní spory navíc vedou ke zvýšení nejistoty na finančních trzích, a tedy i k náhlým odlivům kapitálu. Řada zemí již musela v posledních měsících takové situaci čelit. Zvýšení dovozních cen z titulu odvetných opatření je ve výsledku doprovázeno oslabením národních měn dotčených zemí, což vede k podstatnému zvýšení inflačních tlaků. Protektionistická opatření mohou vést také k zavádění necelních bariér či regulačních opatření u zahraničních poboček amerických firem, které se orientují zejména na inovace. Protekcionismus tak může utlumit přelévání technologií v globální ekonomice. Na druhou stranu se EU podařilo uzavřít dohodu s Japonskem o volném obchodu a pokračují jednání v podobném duchu s Čínou.

### Meziroční růst HDP v eurozóně na začátku letošního roku mírně zpomalil na 2,5 %, příspěvek všech složek poptávky byl kladný

(Graf II.1.2). Růst domácí poptávky zůstal robustní, snížil se však příspěvek čistého vývozu. Vedle silnějšího eura přispěly ke zvolnění dynamiky i jednorázové faktory (výkyvy počasí, stávky a chřipková epidemie). V mezičtvrtletním vyjádření dynamika HDP zvolnila na 0,4 %.

### Údaje z eurozóny za druhé čtvrtletí naznačují pokračování ekonomického růstu, byť dále zvolňujícím tempem.

Meziroční růst průmyslové produkce se po dubnovém propadu vrátil na hodnotu 2,4 %, zejména díky produkci spotřebního zboží. PMI ve zpracovatelském průmyslu sice od začátku roku klesal ve všech složkách, ale s červnovou hodnotou 55 zůstává bezpečně v pásmu expanze (Graf II.1.3). Výrazné snížení růstu vývozních objednávek představuje signál zvolnění výroby i v následujících měsících v důsledku slabší zahraniční poptávky především ze Spojených států. Domácí spotřebitelskou poptávku naopak nadále podporuje uvolněná měnová politika ECB a příznivý vývoj na trhu práce. Nezaměstnanost v květnu dosáhla 8,5 % a růst mezd v celé ekonomice v prvním čtvrtletí lehce zrychlil na 1,8 %. Dynamika maloobchodních tržeb se ale od února snižuje a v červnu činila meziročně pouze 1,4 %.

### Tempo růstu HDP eurozóny v efektivním vyjádření<sup>3</sup> postupně zpomalí na 1,8 % v závěru roku 2020

(Graf II.1.4). Za celý letošní rok

<sup>3</sup> Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz také Glosář pojmů). V nich mají významní obchodní partneři ČR (zejména



se ekonomická aktivita v efektivní eurozóně zvýší o 2,3 %, v příštím roce pak o 2 %. V eurozóně jako takové se očekávají lehce nižší tempa růstu. Předpověď zvolňujícího hospodářského růstu v následujících letech zohledňuje na svém kratším konci nižší pozorované hodnoty na počátku letošního roku a slábnoucí předstihové ukazatele. Na delším výhledu pak naznačuje návrat k dlouhodobě udržitelným tempům růstu, přičemž nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu je zatím spíše v rovině rizika než součástí základního scénáře.

## II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

**Cena ropy Brent při zvýšené volatilitě silně vzrostla, v příštích letech by se však měla pozvolna snižovat.** Ve druhé polovině května 2018 se dostala až k hranici 80 USD/barel (Graf II.1.5), a byla tak nejvýše od listopadu 2014. Poté došlo k částečné korekci, když Rusko a Saudská Arábie oznámily možnost navýšení těžby a obchodníci následně vyčkávali na výsledek červnového zasedání OPEC. Na něm došlo k dohodě o pouze omezeném navýšení těžby. Obavy z nedostatečné nabídky, výpadek těžby v Kanadě a očekávané snížení vývozu z Íránu v důsledku amerických sankcí vedly k opětovnému rychlému růstu ceny ropy. Ta však po dvou týdnech znovu prudce propadla pod 75 USD/barel, když Libye oznámila otevření svých exportních přístavů. Zvýšená volatilita cen ropy může být pozorována i do budoucna. Tržní křivka implikuje v průměru pro zbytek letošního roku cenu 77 USD/barel a pro příští rok 74 USD/barel. Červencový CF očekává v horizontu jednoho roku cenu ropy Brent na úrovni 71 USD/barel.

**Souhrnný index cen neenergetických surovin se na jaře 2018 udržoval poblíž tříletého maxima, poté silně klesl.** Obdobný vývoj vykázal i dílčí index cen potravinářských komodit, který se v první polovině července propadl na nejnižší hodnotu od srpna 2007 (Graf II.1.5). Jeho výhled je však rostoucí. Ceny průmyslových kovů začaly klesat až od poloviny června, kdy se značně zhoršil sentiment na trhu v důsledku vyostření obchodních sporů mezi USA a Čínou. Ceny kovů jsou pod tlakem i kvůli slábnoucímu výhledu globálního zpracovatelského průmyslu. Na výhledu tak dílčí index cen základních kovů stagnuje.

**Meziroční růst cen průmyslových výrobců v eurozóně v květnu zrychlil na 3 % v důsledku zvýšeného příspěvku cen energií** (Graf II.1.6). Po očištění o ceny energií zůstal růst stabilní na úrovni 1,4 %. U nejvýznamnějších obchodních partnerů ČR – Německa a Slovenska – růst cen výrobců také zrychlil, a to na 2,6 %, resp. 4,7 %.

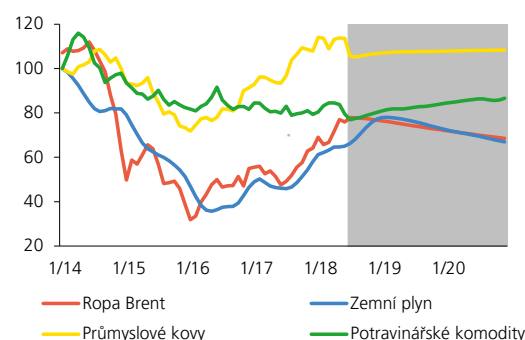
Německo a Slovensko větší váhu (50 %, resp. 14 %) oproti jejich podílu na eurozóně jako takové (váhy použité při výpočtu efektivních ukazatelů odpovídají podílu jednotlivých zemí eurozóny na celkovém vývozu ČR do eurozóny). Výhledy HDP, PPI a CPI pro jednotlivé země eurozóny přitom vycházejí z červencového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 9. červenci 2018. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.5

### CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

**Cena ropy se zvýšila, nicméně její dlouhodobější výhled zůstává klesající**

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

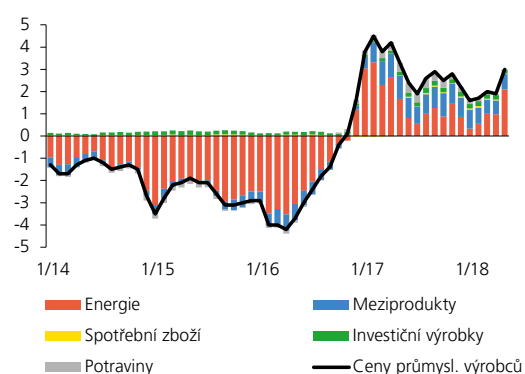


GRAF II.1.6

### CENY PRŮMYSLYVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

**Růst cen průmyslových výrobců v květnu zrychlil vlivem vývoje cen energií**

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

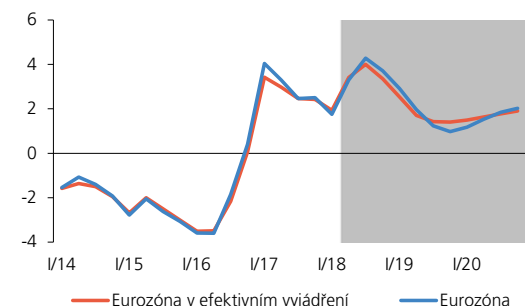


Poznámka: Potravinářství včetně nápojů a tabáku; spotřební zboží bez potravin.

GRAF II.1.7

## PPI V EUROZÓNĚ

**Růst cen průmyslových výrobců bude nejvyšší ve třetím čtvrtletí 2018 a následně rychle zpomalí k 2 % úrovni**  
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



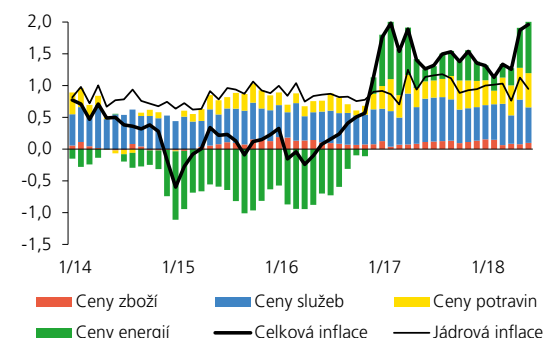
Ve třetím čtvrtletí 2018 dosáhne meziroční dynamika cen průmyslových výrobců v eurozóně svého vrcholu (Graf II.1.7). Očekávaný růst výrobních cen v letošním roce ve výši 3,2 %<sup>4</sup> zohledňuje především silné nákladové tlaky – růst cen ropy a aktuálně oslabený kurz eura vůči americkému dolaru. V roce 2019 bude dynamika cen průmyslových výrobců postupně zvolňovat až slabě pod 2 %, v průběhu roku 2020 opětovně lehce zrychlí. Tento vývoj přitom bude podobný pro eurozónu v běžném i efektivním vyjádření.

**Inflace spotřebitelských cen v eurozóně výrazně zrychlila ke 2 %** (Graf II.1.8). Za současným růstem inflace stojí zejména ceny energií. Fundamentální inflační tlaky zůstávají utlumené, a to i z pohledu nominálního růstu mezd v eurozóně, který v soukromém sektoru v prvním čtvrtletí stagnoval na úrovni 2 %. Jádřová inflace setrvává na relativně nízkých hodnotách okolo 1 %.

GRAF II.1.8

## INFLACE V EUROZÓNĚ

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



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

**Efektivní ukazatel spotřebitelské inflace v eurozóně se bude na horizontu prognózy pohybovat okolo 2% úrovně** (Graf II.1.9). V nejbližších čtvrtletích bude tuto hladinu překračovat a poté zvolní s tím, jak bude odeznívat příspěvek vysokých cen ropy a ostatních energií. Růst cen by přitom měl být postupně více podporován vnitřními fundamentálními faktory. Ty budou odrážet zvýšenou mírou využití kapacit v podmínkách silícího napětí na trhu práce (zejména v Německu), což by se mělo promítnout do rychlejšího růstu mezd. Efektivní ukazatel inflace spotřebitelských cen se zejména v letošním a příštím roce bude nacházet nad standardním ukazatelem inflace pro eurozónu, neboť u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů je očekávána vyšší inflace než ve zbytku eurozóny.

## II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

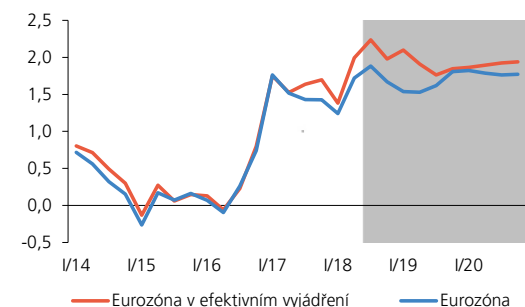
**Návrat úrokové sazby 3M EURIBOR ze záporných hodnot k nulové hranici bude dle tržního výhledu pozvolný.** Až do poloviny roku 2019 zůstane sazba na současné úrovni -0,3 %, přičemž kladných hodnot dosáhne až v polovině roku 2020 (Graf II.1.10). Analytici v rámci červencového šetření CF očekávají lehce rychlejší růst sazeb, a to v horizontu jednoho roku na -0,1 %. Tržní výhled odráží komunikovaný záměr ECB ponechat sazby na stávající úrovni nejméně do konce léta 2019.<sup>5</sup> Program nákupu aktiv v objemu 30 mld. EUR měsíčně bude pokračovat do konce září 2018 a poté bude měsíční objem snížen na 15 mld. EUR. S přihlédnutím k aktuálnímu ekonomickému vývoji by měly být nákupy úplně ukončeny na konci roku 2018. Reinvestice splatných

- 4 Předpověď růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně byla pro letošní rok nad rámec CF expertně zvýšena o 0,8 procentního bodu z důvodu nedostatečného zohlednění zřetelně vyššího výhledu ceny ropy Brent a výrazně slabšího kurzu eura vůči americkému dolaru ze strany analytiků v rámci CF. Tento nesoulad byl kvantifikován pomocí interních modelů ČNB. Samotný červencový výhled CF předpokládá růst cen průmyslových výrobců v letošním roce v průměru o 2,4 %.
- 5 Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB prostřednictvím stínových úrokových sazeb, které leží níže oproti tržním sazbám.

GRAF II.1.9

## VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

**Výhled růstu spotřebitelských cen se pohybuje okolo 2 %**  
(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



aktiv nakoupených v rámci programu budou pokračovat delší dobu po ukončení tohoto programu. Výnos německých vládních dluhopisů s desetiletou splatností by měl dle červencového CF vzrůst až na 2 % v závěru roku 2020 (Graf II.1.11).

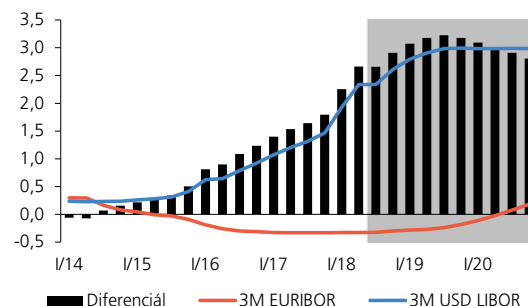
**Rostoucí tržní výhled úrokové sazby 3M USD LIBOR zohledňuje další očekávané zpřísnění měnové politiky Fedu.** Americká centrální banka v červnu zvýšila v souladu s očekáváním cílové pásmo základních sazeb o 25 bazických bodů na 1,75 až 2 %. Dle mediánu odhadů členů FOMC lze přitom do konce roku 2018 očekávat další dvě zvýšení ve stejném rozsahu. Z doprovodného prohlášení bylo vypuštěno, že sazby zůstanou pod neutrální úrovní ještě po nějakou dobu. Aktuální tržní výhled proto očekává postupný nárůst sazby 3M USD LIBOR až na 3 % (Graf II.1.10). Výnos desetiletého amerického vládního dluhopisu by podle červencového CF měl vzrůst na 3,5 % (Graf II.1.11). Kladný výnosový diferenciál vůči německému vládnímu dluhopisu se stejnou splatností by tak měl nejprve zhruba stagnovat poblíž aktuální úrovně cca 2,5 procentního bodu a poté se zvolna snížit.

**Kurz eura vůči americkému dolaru bude dle červencového CF postupně posilovat** (Graf II.1.12). K aktuálně slabšímu euru přispělo nejen zhoršení výhledu ekonomického růstu eurozóny, ale i politický vývoj v Itálii a změny v komunikaci nastavení měnové politiky ECB. Ve stejném směru působilo i další zpřísnění měnové politiky Fedu, pokračující expanze americké ekonomiky a nárůst rizikové averze v souvislosti s eskalací obchodních sporů. Euro oslabilo také v efektivním vyjádření, neboť oslabení vůči hlavním měnám (americký dolar, japonský jen, britská libra) bylo jen částečně vyváženo posílením vůči měnám rozvíjejících se ekonomik (turecká lira, ruský rubl). Dle červencového CF by mělo euro v efektivním vyjádření dále zvolna oslabovat.

GRAF II.1.10

## 3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

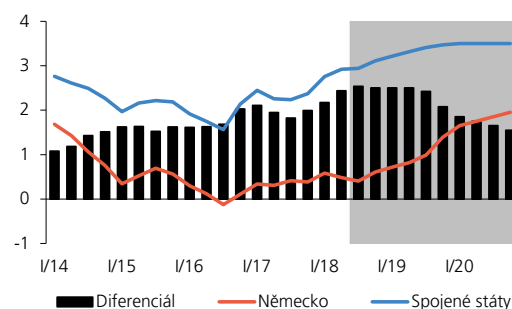
**Rozpětí mezi 3M sazbami ve Spojených státech a v eurozóně se dále zvýší zejména vlivem přísnější politiky Fedu**  
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.11

## VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

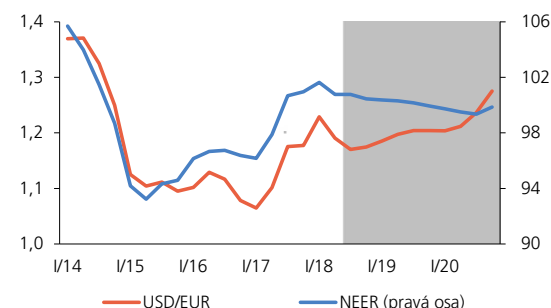
**Diferenciál mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu se od druhé poloviny příštího roku sníží**  
(v %, rozdíly v procentních bodech)



GRAF II.1.12

## KURZ EURA

**Vůči americkému dolaru by euro mělo opět posílit, ale v efektivním vyjádření se očekává jeho pozvolné oslabení**  
(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2012 = 100, pravá osa)



TAB. II.2.1

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

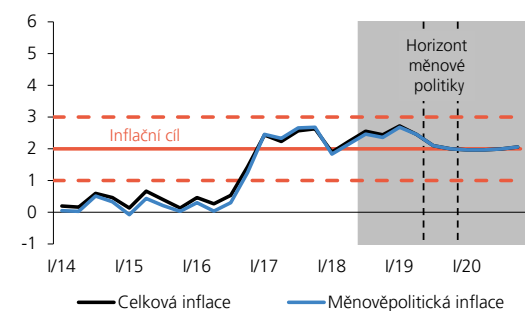
**Celkový výhled ekonomiky zůstává pozitivní**  
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

GRAF II.2.1

## CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

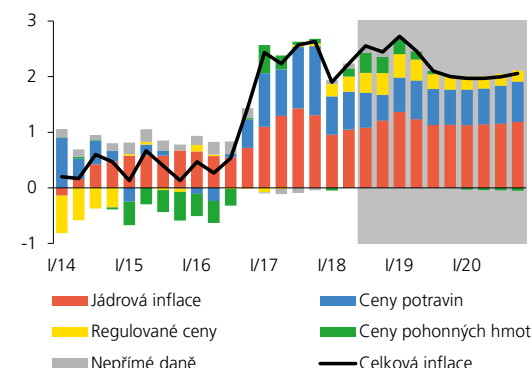
**Inflace setrvává v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle do poloviny příštího roku, poté se bude pohybovat na cíli**  
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

## STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNOZA

**Aktuálně zvýšený příspěvek regulovaných cen a cen pohonných hmot se v průběhu příštího roku opět zmírní**  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

## II.2 PROGNOZA

*Inflace se bude v nadcházejících čtvrtletích nacházet v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. Inflační tlaky bude nadále vytvářet napjatá situace na trhu práce doprovázená pokračujícím rychlým růstem mezd v prostředí rekordně nízké nezaměstnanosti. Nedávné oslabení kurzu koruny v důsledku negativního sentimentu na světových trzích vedlo k zastavení protiinflačního působení dovozních cen. Dle prognózy však uvedený globální faktor postupně odezní a posilující trend kurzu se obnoví. Návrat inflace k cíli na horizontu měnové politiky bude podpořen dalším zvyšováním úrokových sazeb. Ekonomika bude nadále těžit ze solidního růstu zahraniční poptávky, silné spotřeby domácností a pokračující investiční aktivity. Dynamika HDP tak bude v průměru mírně přesahovat 3% úroveň.*

## II.2.1 Inflace a měnová politika

**Inflace se do poloviny roku 2019 bude nacházet nad 2% cílem, na horizontu měnové politiky se k němu vrátí** (Graf II.2.1). Setrvání celkové inflace v horní polovině tolerančního pásma cíle do poloviny příštího roku bude odrážet jak fundamentální faktory, tak i vývoj kolísavějších skupin cen (Graf II.2.2). Nadále budou působit výrazné domácí inflační tlaky. Ve stejném směru bude mít přechodně vliv i růst dovozních cen – jejichž vývoj donedávna inflaci významně tlumil – plynoucí z oslabeného kurzu koruny a svižné dynamiky zahraničních cen. V ní se promítá zejména nárůst ceny ropy, který vedl k dočasnému zvýšení příspěvku cen pohonných hmot k inflaci. Ve druhé polovině roku 2019 se celková inflace vrátí shora k cíli, kde zůstane i v roce 2020. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude nacházet v těsné blízkosti celkové inflace.<sup>6</sup>

**Jádrová inflace bude v nejbližším období zrychlovat, v příštím roce se postupně vrátí shora k 2% úrovni.** K tomuto vývoji bude přispívat nedávné oslabení měnového kurzu spolu se zrychlujícím růstem cen zahraničních výrobců v efektivní eurozóně, což bude působit především na ceny obchodovatelných statků. Zároveň se budou nadále promítat silné inflační tlaky z domácí ekonomiky, které ovlivní cenový růst zejména v sektoru služeb. Zmíněné faktory, spolu s vlivem nízké srovnávací základny ze začátku letošního roku, způsobí nárůst jádrové inflace až k 2,5 % počátkem roku 2019 (Graf II.2.3). Poté začne pozvolna klesat ke 2 % vlivem postupně se zmírňujícího inflačního působení domácí ekonomiky a obnoveného poklesu dovozních cen.

**Dynamika cen potravin se ve zbytku letošního roku zmírní vlivem klesajících cen agrárních komodit.** Nedávné oslabení měnového kurzu bude tento deflacioní faktor přechodně tlumit. V závěru letošního roku

6 Dopad změn nepřímých daní do celkové inflace bude zanedbatelný, přičemž prognóza zahrnuje pouze harmonizační zvýšení daně na tabákové výrobky od ledna 2018 se souhrnným dopadem 0,1 procentního bodu do letošní celkové inflace.

by tak růst cen potravin měl klesnout až na úroveň 1,7 % (Graf II.2.3).<sup>7</sup> V příštím roce by se pak jejich dynamika měla opět postupně zvyšovat nad 2 % v důsledku předpokládaného oživení růstu cen agrárních komodit. Posílení měnového kurzu bude v příštím roce naopak působit proti rychlejšímu růstu cen potravin.

**Aktuálně rychlý růst cen pohonných hmot bude postupně zvolňovat a na konci příštího roku přejde do meziročního poklesu.**

Dle krátkodobých indikátorů<sup>8</sup> ceny pohonných hmot v červenci 2018 v porovnání s předchozím měsícem zhruba stagnovaly. Prognóza očekává, že v následujících čtvrtletích by měl jejich rychlý meziroční růst postupně odeznívat v návaznosti na předpokládané zmírňování dynamiky cen ropy a benzínu. Směrem k nižším cenám začne postupně působit i obnovené posilování měnového kurzu CZK/USD. Od závěru roku 2019 by se pak ceny pohonných hmot měly meziročně snižovat v souvislosti s předpokládaným poklesem světových cen paliv a vývojem kurzu (Graf II.2.3).

**V letošním roce budou k růstu regulovaných cen přispívat zejména ceny elektřiny, které v červnu skokově vzrostly.**

Rovněž v následujících měsících prognóza očekává jejich další nárůst, když předchozí zvýšení cen silové elektřiny promítnou do koncových cen i zbylí distributorů. Podle výhledů z burz by však cena silové elektřiny měla v příštím roce meziročně klesat a dynamika cen elektrické energie by se měla postupně snížit ke 2 %. Ceny plynu pro domácnosti nadále meziročně klesají. Prognóza nicméně očekává vliv nárůstu cen energií a nedávného oslabení měnového kurzu do budoucího vývoje zákaznických cen. Rovněž u cen tepla by mělo ve zbytku letošního roku dojít k postupnému odeznění jejich poklesu. Růst zbývajících položek regulovaných cen se bude pohybovat poblíž 2 % úrovně. V souhrnu to bude znamenat, že regulované ceny vzrostou v letošním roce o 2 %, v příštím roce pak ještě nepatrně zrychlí (Tab. II.2.2). V roce 2020 naopak zvolní svou dynamiku v souvislosti s předpokládaným odezněním rychlého růstu cen elektřiny a opětovným poklesem ceny plynu.

**Kurz koruny se po dočasném oslabení vrátí k posilujícímu trendu.**

Prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí 2018 na hodnotě 25,8 CZK/EUR zohledňuje změnu sentimentu na devizových trzích a odliv krátkodobého kapitálu z rozvíjejících se trhů do aktiv, která investoři vnímají jako méně riziková. Prognóza přitom předpokládá, že uvedený globální vliv bude částečně přetrvávat i v následujících dvou čtvrtletích. Obnovené posilování koruny bude nicméně taženo zřetelně kladným úrokovým diferenciálem vůči eurozóně, doznívajícími vlivy nákupu aktiv ze strany ECB a reálnou konvergencí české ekonomiky spojenou s růstem efektivity práce. Kurz

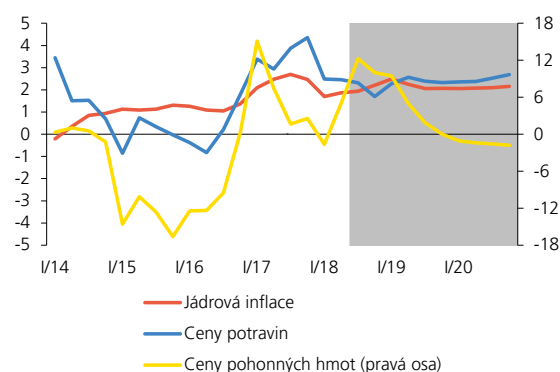
<sup>7</sup> Měsíční šetření cen potravin za červenec 2018, zveřejněné až po uzavření prognózy, naznačuje, že ke korekci růstu cen potravin směrem dolů by mohlo dojít dříve a ve výraznějším rozsahu. Toto riziko je – spolu s aktuálním poklesem ceny ropy – zachyceno citlivostním scénářem v kapitole II.4.

<sup>8</sup> Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

GRAF II.2.3

**SLOŽKY INFLACE**

**Růst cen potravin a jádrová inflace se budou pohybovat poblíž 2 %, růst cen pohonných hmot bude dvouciferný jen dočasně**  
(meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

**PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ**

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

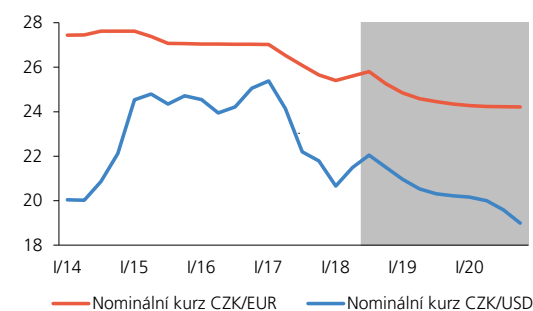
	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
REGULOVANÉ CENY <sup>a)</sup>	0,0 0,00	2,0 0,31	2,1 0,33	1,4 0,22
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	0,3 0,01	4,5 0,19	4,0 0,17	2,0 0,09
ceny zemního plynu	-2,8 -0,08	-0,6 -0,01	0,3 0,01	-1,0 -0,03
ceny tepla	-1,6 -0,03	-0,2 0,00	0,8 0,02	1,0 0,02
vodné a stočné	1,4 0,01	1,7 0,01	1,9 0,02	2,0 0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	4,5 0,05	4,7 0,06	2,7 0,03	2,3 0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.4

**PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU**

**Po dočasném oslabení se dle prognózy obnoví posilující trend kurzu koruny**  
(CZK/EUR a CZK/USD)

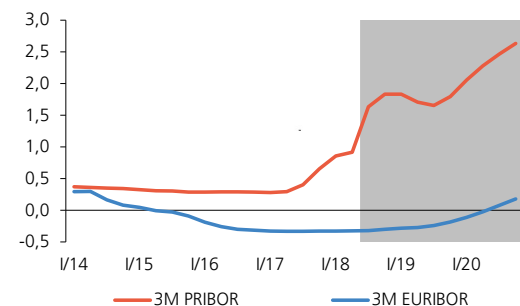


GRAF II.2.5

## PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku a poté i v roce 2020

(v %)

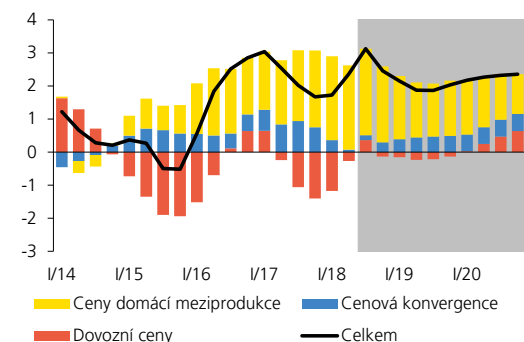


GRAF II.2.6

## NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky se ze současné vysoké úrovně zmírňují, k čemuž přispěje nižší růst domácích nákladů a posilující kurz

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

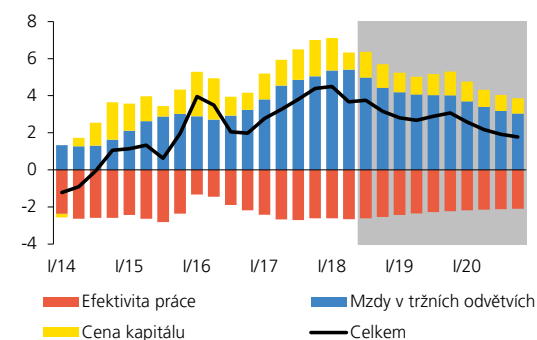


GRAF II.2.7

## NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Aktuálně silný růst domácích nákladů postupně zvolní především v důsledku snižující se dynamiky mezd

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



tak začátkem roku 2019 posílí pod úroveň 25 CZK/EUR (Graf II.2.4). V dalším období posilování kurzu zvolní v návaznosti na zahájení normalizace měnové politiky ECB a v roce 2020 se kurz ustálí nad hranicí 24 CZK/EUR.

S prognózou je konzistentní pokračující zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich dlouhodobě neutrální úrovni (Graf II.2.5). Pokračující růst sazeb je reakcí na výrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky a v letošním druhém pololetí i reakcí na dočasné oslabení koruny. To vedlo k rychlému odeznění protiinflačního vlivu dovozních cen a autonomnímu uvolnění kurzové složky měnových podmínek. Následná přibližná stabilita sazeb v roce 2019 je v prognóze důsledkem obnoveného posilování kurzu při přetrvávající velmi uvolněné měnové politice ECB. Zhruba stabilní kurz koruny v kombinaci se zpřísňováním politiky ECB poté vytvoří prostor pro další růst domácích sazeb od počátku roku 2020. Na jeho konci sice sazby ještě nedosáhnou své dlouhodobě neutrální úrovně (tj. 3 % pro 3M PRIBOR), budou se k ní však zdola blížit.

## II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové inflační tlaky krátkodobě ještě zesílí, v dalším období se však zmírní (Graf II.2.6). Růst celkových nákladů spotřebitelského sektoru od konce roku 2017 zrychloval, neboť protiinflační vliv dovozních cen rychle slábl a naopak zesilovaly domácí inflační tlaky v důsledku setrvalé silné ekonomické aktivity a mezd. Zvyšování celkových nákladů kulminuje ve třetím čtvrtletí 2018, kdy dovozní ceny budou kvůli dočasnému oslabení kurzu přispívat kladně. Následně růst celkových nákladů zvolní ke 2 % v návaznosti na obnovené posilování kurzu a postupné zmírňování domácích inflačních tlaků. Proti zpomalování růstu celkových nákladů bude naopak působit oživení příspěvku cenové konvergence. Během roku 2020 se pak obnoví kladný příspěvek dovozních cen, který bude odrážet stabilní růst zahraničních cen při zřetelném zpomalování trendu posilování koruny. Naopak inflační tlaky z domácí ekonomiky budou dále zvolna slábnout vlivem pomalejší dynamiky mezd při pokračujícím svižném růstu efektivity práce.

Silné domácí inflační tlaky, odrážející vývoj na trhu práce a robustní ekonomický růst, se zmírní jen pozvolna. Dynamika domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce na přelomu loňského a letošního roku kulminovala na úrovni zřetelně přesahující dlouhodobé rovnovážné tempo (Graf II.2.7). To bylo dáno rychlým růstem nominálních mezd v tržních odvětvích a také akcelerací ceny kapitálu, která odrážela vývoj celkové ekonomické aktivity a zahraniční poptávky v rostoucí fázi cyklu. Ve druhém čtvrtletí 2018 mzdové náklady zrychlily, což však bylo kompenzováno dočasně nižším růstem ceny kapitálu. Proinflační tlaky byly nadále zčásti tlumeny rostoucí efektivitou práce, která odrážela svižná tempa růstu soukromých investic. V dalších čtvrtletích se projeví postupné zpomalování dynamiky mezd, jejichž rychlejšímu návratu k rovnovážnému tempu bude nicméně bránit přetrvávající pnutí na pracovním trhu. Také ekonomická aktivita oproti minulému roku zvolní svou dynamiku, k čemuž přispěje i zpřísňení



měnových podmínek. Protiinflačně budou na celé prognóze působit svižná tempa růstu efektivity práce, což zohledňuje vysoký pozorovaný růst investic do strojů a zařízení. V průběhu letošního roku tak růst nákladů začne zvolňovat, koncem roku 2020 pak bude dosahovat přibližně 2 %.

**Růst zaměstnanosti ve druhé polovině letošního roku zpomalí v návaznosti na nedostatek volné pracovní síly.** I tak tempo zvyšování zaměstnanosti zůstane solidní (Graf II.2.8). Rostoucí napětí na trhu práce, související s rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti, bude jen částečně tlumeno růstem pracovní síly. K němu bude i nadále přispívat postupné zvyšování zákonného důchodového věku. Rovněž dynamika počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky bude zvolňovat. Tento vývoj bude zejména výsledkem zpomalujícího růstu počtu zaměstnanců. Od druhé poloviny letošního roku by však k růstu přepočteného počtu zaměstnanců mělo kladně přispět i mírné cyklické zvýšení průměrného úvazku.

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

**Napětí na pracovním trhu bude udržovat mzdovou dynamiku v tržních odvětvích na vysoké – i když zvolna klesající – úrovni.** Ve druhém čtvrtletí 2018 dle prognózy mzdový růst v tržních odvětvích dále zrychlil a pohyboval se zřetelně nad 8% hladinou (Graf II.2.9). Od konce letošního roku ale začne růst mezd zpomalovat, mimo jiné i s přispěním zpříšňování měnových podmínek a snahy firem o zachování své cenové konkurenceschopnosti a ziskovosti. Přesto se však na celém prognózovaném horizontu udrží nad dlouhodobě rovnovážnou 5% úrovní. Bude pokračovat i výrazný meziroční mzdový růst v netržních odvětvích, a to i v příštím roce v návaznosti na zřetelné navýšení mezd a platů v návrhu státního rozpočtu. V roce 2020 prognóza předpokládá zpomalení mzdové dynamiky v netržní části ekonomiky mírně nad 4 %.

### II.2.3 Ekonomická aktivita

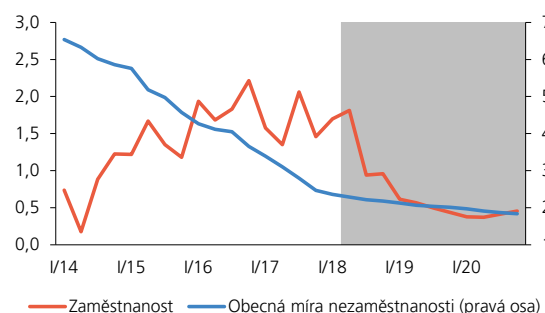
**Růst HDP z loňských vysokých hodnot letos zpomalí, v průměru se bude v následujících letech pohybovat mírně nad 3 %.** Domácí ekonomická aktivita bude nadále tažena robustní spotřebou domácností a investicemi. Obě tyto složky odrážejí přetrvávající optimismus spotřebitelů a firem v prostředí vysokého růstu objemu mezd a platů, trvalý růst zahraniční poptávky a s tím spojené pozitivní očekávání ohledně budoucího ekonomického vývoje. Výrazně kladné, i když postupně lehce klesající příspěvky uvedených složek domácí poptávky se očekávají na celém horizontu prognózy. Čistý vývoz bude letos naopak růst HDP dočasně tlumit, což souvisí se zpomalením vývozu v první polovině letošního roku v důsledku ochlazení zahraniční poptávky

GRAF II.2.8

#### PROGNOZA TRHU PRÁCE

**Celková zaměstnanost se bude zvyšovat ztlačně pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní**

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

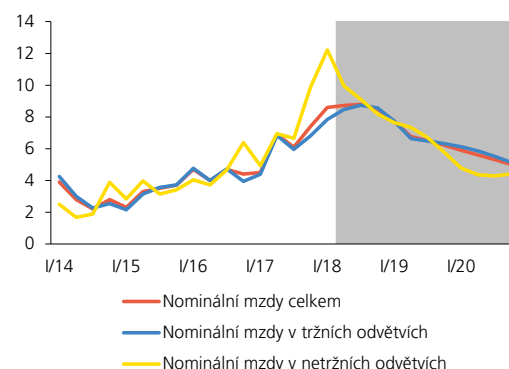


GRAF II.2.9

#### PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

**Růst mezd v tržních i netržních odvětvích bude v letošním roce kulminovat na vysoké úrovni**

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

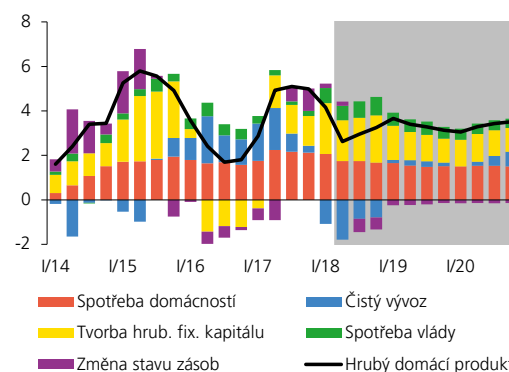


GRAF II.2.10

#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

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

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

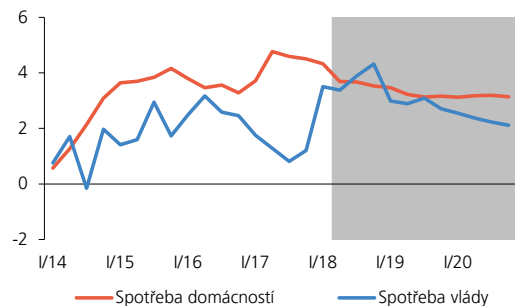


GRAF II.2.11

## REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Růst spotřeby zůstane robustní, i když mírně zvolní

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



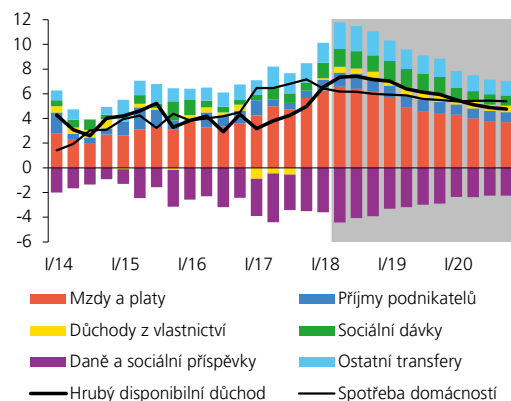
GRAF II.2.12

## NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Vysoká dynamika disponibilního důchodu bude výsledkem

výrazného růstu objemu mezd a platů i dalších příjmů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

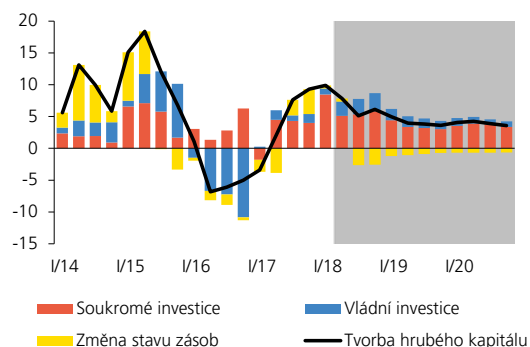
GRAF II.2.13

## ROZKLAD INVESTIC

Tvorbě hrubého kapitálu poroste díky pokračujícímu

zvyšování soukromých investic i vládních investic z fondů EU

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



a předchozího posílení kurzu koruny. Svůj kladný příspěvek čistý vývoz obnoví v roce 2019 (Graf II.2.10). V souhrnu HDP letos vzroste o 3,2 %, v následujících dvou letech jeho tempo nepatrně zrychlí.

**Růst spotřeby domácností bude odrážet silnou dynamiku objemu mezd a platů i dalších příjmů.** Meziroční růst spotřeby domácností ve druhém čtvrtletí letošního roku dle prognózy zpomalil, a to především vlivem vysoké srovnávací základny roku 2017. I tak dynamika spotřeby domácností zůstává robustní, přičemž na horizontu prognózy se bude shora přibližovat ke 3 % (Graf II.2.11). Výdaje domácností budou nadále taženy svižným růstem disponibilního důchodu v návaznosti na pokračující výrazný růst objemu mezd a platů i zvyšující se příjmy podnikatelů (Graf II.2.12). Zároveň vzroste příspěvek důchodů a sociálních dávek. V letošním roce růst spotřeby v souhrnu dosáhne 3,8 %, v následujících dvou letech lze očekávat o něco nižší tempa. To bude odrážet postupně zpomalující růst mzdových příjmů a zvýšení míry úspor při nárůstu úrokových sazeb.

**Zvyšování reálné spotřeby vlády bude pokračovat zejména v souvislosti s růstem běžných výdajů i platů ve vládním sektoru.** V letošním roce její růst zrychlí těsně pod 4 % (Graf II.2.11). Mírně nižšího tempa bude reálná vládní spotřeba dosahovat v příštím roce. Nominální spotřeba vlády bude tažena především růstem náhrad zaměstnancům, to však bude v reálném vyjádření tlumeno zvýšením jejího deflátoru. Prognóza vládní spotřeby zahrnuje i plánovanou slevu na jízdné ve veřejné dopravě pro studenty a seniory od září 2018.

**Tvorba hrubého kapitálu bude nadále tažena soukromými i vládními investicemi.** Počátkem letošního roku pokračoval vysoký růst investic (Graf II.2.13). Solidní růst zahraniční poptávky spolu s napjatým trhem práce vyvolají další soukromé investice v podnikovém sektoru, které podpoří zvyšování efektivity práce. Mírně brzdící vliv na investice bude mít naopak postupné zvyšování úrokových sazeb. Vládní investice letos dále posílí, a to díky zrychlenému čerpání prostředků z fondů EU. Naopak odezní v současnosti výrazná tvorba zásob, jejichž příspěvek přejde do záporných hodnot. Růst celkových investic tak v letošním roce dosáhne 7 %. V letech 2019 a 2020 dynamika soukromých i vládních investic mírně zvolní a tvorba zásob bude přispívat nadále záporně. Celkové investice tak porostou tempy okolo 4 %.

**Dynamika vývozu se po útlumu z první poloviny letošního roku vrátí k tempům odpovídajícím vývoji zahraniční poptávky.** Dočasný pokles dynamiky vývozu zboží a služeb v první polovině letošního roku byl způsoben mimo jiné zvolněním tempa vývozu automobilového průmyslu. Vedle dočasného zpomalení zahraniční poptávky se projevuje i nedostatek volné pracovní síly a částečně i vliv předchozího posílení kurzu. Tyto efekty postupně odezní a vývoz zboží a služeb opět zrychlí. Bude však tlumen pokračujícím zvyšováním domácích mzdových nákladů a později i obnoveným posilováním kurzu. Vývoz zboží a služeb tak vzroste v roce 2018 o přibližně 4 %, v letech 2019 a 2020 pak jeho tempo zrychlí k 8 % (Graf II.2.14).



**Robustní celková domácí poptávka bude i nadále působit na silný růst dovozu.** Ten bude tažen především růstem dovozně náročných investic i spotřeby domácností. Dílčí vliv bude mít i posilující kurz. V souhrnu se tak letos dovoz zboží a služeb zvýší o více než 6 %. Vlivem obnovené vyšší dynamiky vývozu pak růst dovozu v roce 2019 a 2020 zrychlí nad 8 % (Graf II.2.14).

**Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude letos záporný v důsledku krátkodobého zvolnění dynamiky vývozu.** Vedle toho bude působit zrychlení dovozně náročných složek domácí poptávky a posílení koruny. V letech 2019 a 2020 se dynamiky vývozu a dovozu začnou sblížovat a příspěvek čistého vývozu se vrátí do mírně kladných hodnot.

## II.2.4 Platební bilance

**V letošním roce prognóza očekává snížení přebytku běžného účtu na 0,8 % HDP.** Přebytek bilance zboží (Tab. II.2.3) se sníží pod hodnoty dosažené v minulých dvou letech vlivem výrazného zpomalení tempa růstu vývozu (pokles dynamiky vývozu osobních automobilů včetně dílů) a rychlejšího nominálního tempa růstu dovozů, které souvisí mimo jiné s meziročním nárůstem cen energetických surovin. Deficit prvotních důchodů se prohloubí v důsledku růstu deficitu důchodů z investic a snížení přebytku náhrad zaměstnancům vlivem rychlého růstu výplat náhrad nerezidentům. Proti snižování přebytku běžného účtu bude působit pokračující zvyšování kladného salda bilance služeb vlivem zvýšení kladných sald dílčích bilancí výrobních služeb, cestovního ruchu a ostatních služeb. Ve stejném směru bude působit i snížení deficitu druhotných důchodů v souvislosti s očekávaným vyšším čistým čerpáním fondů EU, i když to zatím bylo za první pololetí utlumené.

**Pro rok 2019 je prognózováno mírné meziroční zvýšení přebytku běžného účtu na necelé 1 % HDP.** Očekávané zlepšení výkonové bilance bude odrážet především zpomalení růstu domácí poptávky. To však bude vyvažováno působením posilující koruny na tuzemský vývoz. Ke zvýšení přebytku běžného účtu přispěje i očekávaný růst příjmů z evropských fondů. Ve směru snižování přebytku běžného účtu budou naopak působit zejména rostoucí zisky nerezidentů z přímých investic a růst soukromých transferů do zahraničí.

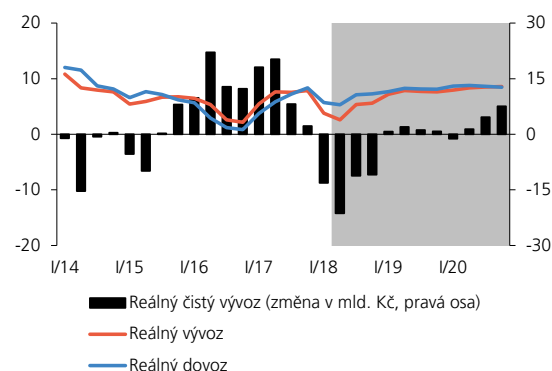
**V roce 2020 prognóza očekává další lehké zvýšení přebytku běžného účtu.** Jeho výše v poměru k HDP přitom zůstane na úrovni roku 2019. Ve směru zvyšování přebytku by mělo působit rostoucí saldo výkonové bilance z důvodu dalšího zpomalení dynamiky domácí poptávky a poklesu cen energetických surovin. Přebytek běžného účtu bude naopak zmírňován vyšším deficitem důchodových bilancí (zvýšení záporného salda důchodů z investic a růst soukromých transferů do zahraničí).

**Vývoj na kapitálovém účtu bude po celé prognózované období nadále ovlivňován zejména čerpáním evropských fondů.** Výrazně nižší kladné saldo na celém horizontu prognózy oproti hodnotám let

GRAF II.2.14

### REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

**Dynamika vývozu bude zpočátku zaostávat za dovozem; později se jejich tempa sblíží a budou odrážet pozitivní výhled zahraniční poptávky i silnou domácí poptávku**  
(meziroční změny v % a mld. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.3

### PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

**Přebytky běžného a kapitálového účtu se letos poměrně výrazně sníží, v dalších dvou letech opět vzrostou**  
(v mld. Kč)

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
<b>A. BĚŽNÝ ÚČET</b>	54,2	40,0	50,0	55,0
Zboží	240,9	225,0	235,0	250,0
Služby	122,0	130,0	135,0	140,0
Prvotní důchody	-260,8	-275,0	-285,0	-295,0
Druhotné důchody	-47,9	-40,0	-35,0	-40,0
<b>B. KAPITÁLOVÝ ÚČET</b>	46,5	25,0	30,0	30,0
<b>C. FINANČNÍ ÚČET <sup>a)</sup></b>	117,1	30,0	5,0	70,0
Přímé investice	-135,3	-80,0	-60,0	-60,0
Portfoliové investice	-268,3	-50,0	-75,0	-15,0
Finanční deriváty	-14,2	-	-	-
Ostatní investice	-711,5	85,0	40,0	40,0
Rezervní aktiva	1246,4	75,0	100,0	105,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

2015 až 2017 (v průměru zhruba o polovinu) je dáno zejména obvyklým postupným náběhem čerpání fondů EU v programovém období. Ke zvýšení přebytku mohou navíc přispět i příjmy z prodeje emisních povolenek, jejichž cena v posledním roce po dlouhé době vzrostla; prognóza je však zatím nezahrnuje.

**V letošním roce se na finančním účtu výrazně meziročně sníží objem transakcí.** To souvisí s odezněním jednorázových faktorů stimulujících příliv kapitálu před ukončením kurzového závazku v roce 2017. Čistý příliv přímých investic do ČR se v letošním roce výrazně sníží. Hlavní příčinou bude výrazné zmírnění přílivu dluhového kapitálu do ČR.<sup>9</sup> Proti snížení čistého přílivu bude naopak působit předpokládaná dezinvestice firmy ČEZ v Bulharsku a dokončení investice firmy Nexen v ČR. Také čistý příliv portfoliových investic se výrazně sníží. Kladný a dále rostoucí úrokový diferenciál koruny vůči euru a očekávané posilování kurzu koruny však budou tlumit zájem rezidentů o investice v zahraničí a současně udržovat zájem nerezidentů o tuzemské dluhové cenné papíry<sup>10</sup>. Prognóza zahrnuje i předpokládané účetní operace bankovního sektoru v závěru roku s cílem optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.<sup>11</sup> V rámci ostatních investic v podnikovém sektoru se obnoví čistý odliv kapitálu v důsledku tradičního poskytování exportních úvěrů, ale i nižšího zájmu firem se zahraničními vazbami udržovat finanční kapitál v ČR. Prognózovaný růst rezervních aktiv v letošním roce odráží předpokládané výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči EU.

**V roce 2019 se čistý příliv kapitálu na finančním účtu (včetně změny rezervních aktiv) téměř zastaví.** Čistý příliv přímých investic se mírně sníží kvůli odeznění jednorázových vlivů (dezinvestice ČEZu a investice firmy Nexen). Čistý příliv portfoliových investic se naopak mírně zvýší, a to zejména vlivem obnovení zájmu nerezidentů o investice do vládních dluhopisů. V opačném směru však bude působit postupné obnovování zájmu rezidentů o investice v zahraničí. Čistý příliv dluhového kapitálu bude nadále podporován relativně vysokým a mírně rostoucím kladným diferenciálem mezi domácími a eurovými úrokovými sazbami. Výrazné meziroční snížení čistého odlivu kapitálu z podnikového sektoru v rámci ostatních investic je dáno předpokladem, že část prudkého odlivu kapitálu z počátku roku 2018 měla jednorázový charakter – jednalo se o návrat kapitálu dočasně přesunutého do ČR v minulém roce. Prognózovaný vyšší růst rezervních aktiv oproti roku 2018 je spojen s očekávaným mírným nárůstem výnosů z rezerv ČNB a meziročně vyšším kladným saldem operací vůči EU.

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

10 V dosavadním průběhu letošního roku však byl pozorován výrazný odliv dluhového kapitálu související s přesunem zahraničních investorů do aktiv, která jsou trhy tradičně vnímána jako více bezpečná.

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

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

## II.2.5 Fiskální vývoj

**Přebytky veřejných rozpočtů, odrážející především nárůst daňových příjmů, budou přetrvávat.** V letošním roce dosáhne přebytek vládního sektoru – stejně jako loni – 1,6 % HDP a na obdobné hodnotě setrvá i v následujících dvou letech (Tab. II.2.4). Příjmy vládního sektoru jsou vedle vlivu ekonomického růstu posilovány i pozitivním dopadem kontrolních hlášení DPH a prvních dvou fází EET, zavedených v předchozích letech, a dalším zvyšováním spotřebních daní na cigarety. Výdaje vlády budou naopak zvyšovány silnou mzdovou dynamikou ve vládním sektoru, pokračujícím růstem vládních investic a zrychleným zvyšováním sociálních transferů. Ty porostou v souvislosti se zavedením štedřejší valorizace penzí<sup>12</sup>, balíčku nových sociálních opatření<sup>13</sup> a slevy na jízdné pro studenty a seniory. Příjmovou stranu veřejných rozpočtů pak lehce negativně ovlivní zvýšení daňového zvýhodnění na dítě.

**Pozitivní vývoj bude patrný i v pokračujících strukturálních přebytcích a dalším poklesu vládního dluhu.** Strukturální přebytky vládního sektoru budou převyšovat 1 % HDP. Na horizontu prognózy tak bude s velkou rezervou plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP. Postupný pokles vládního dluhu pod 30 % HDP v roce 2020 bude důsledkem primárních přebytků vládního sektoru a nadále nízkých úrokových sazeb z vládního dluhu ve srovnání s rychlým růstem nominálního HDP.

**Působení fiskální politiky zůstane letos a v příštím roce expanzivní** (Tab. II.2.5). Po lehce kladném příspěvku fiskální politiky k ekonomickému růstu v loňském roce bude fiskální impuls v letošním roce zřetelně kladný, a to ve výši 0,5 procentního bodu. Fiskální expanze bude souviset především s opatřeními podporujícími spotřebu domácností včetně svižného růstu mezd ve vládním sektoru. Dynamiku české ekonomiky v roce 2018 podpoří i zrychlený růst vládních investic. Kladný fiskální impuls (ve výši 0,4 procentního bodu) očekává prognóza i pro příští rok, kdy se v něm bude odrážet nadstandardní zvýšení starobních důchodů, pokračující růst vládních investic a silná mzdová dynamika. V roce 2020 bude působení fiskální politiky dle předpokladů prognózy neutrální.

Tab. II.2.4

### FISKÁLNÍ PROGNOZA

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

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,5	41,2	41,6	41,4
Výdaje vládního sektoru	38,9	39,6	40,1	39,7
z toho: úrokové platby	0,7	0,7	0,6	0,6
<b>SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
z toho:				
primární saldo <sup>a)</sup>	2,3	2,3	2,1	2,3
mimořádné jednorázové operace <sup>b)</sup>	0,1	0,0	0,1	0,1
<b>UPRAVENÉ SALDO <sup>c)</sup></b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	0,1	0,5	0,4	0,3
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	1,4	1,1	1,0	1,3
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) <sup>e)</sup>	0,6	-0,3	-0,2	0,3
Cyklická složka (metoda EK) <sup>d)</sup>	0,0	0,0	0,1	0,2
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>d)</sup>	1,6	1,6	1,3	1,4
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) <sup>e)</sup>	0,6	0,1	-0,3	0,1
<b>DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU</b>	<b>34,7</b>	<b>32,4</b>	<b>30,4</b>	<b>28,1</b>

- a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby  
b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, realizované záruky a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.  
c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB  
d) odhad ČNB  
e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

Tab. II.2.5

### FISKÁLNÍ IMPULZ

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

(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2017 skut.	2018 progn.	2019 progn.	2020 progn.
<b>FISKÁLNÍ IMPULZ <sup>a)</sup></b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,2	0,4	0,2	0,0
soukromé investice	-0,1	0,0	0,0	0,0
vládní investice domáci	0,1	0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,0	0,1	0,1	0,0

- a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

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

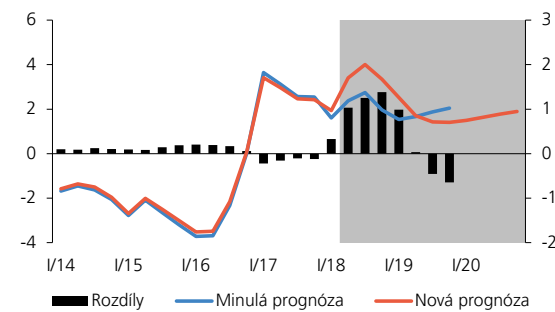
13 Jedná se o vyšší nemocenskou, zavedení otcovské dovolené, ošetřovatelského volna, vyšší přídatky na děti, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a vyšší péčovské dávky. Rozpočtový dopad vyjmenovaných opatření činí 0,25 % HDP.

GRAF II.3.1

## ZMĚNA PROGNOZY EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNY

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

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

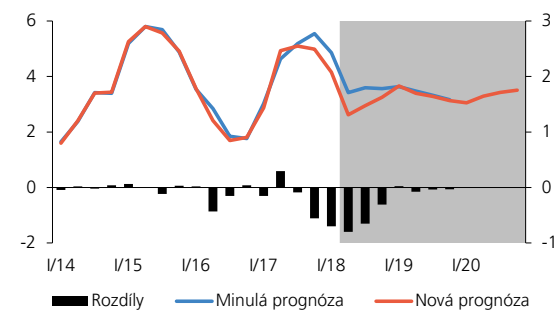


GRAF II.3.2

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje domácí ekonomické aktivity se pro letošní rok snižuje

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

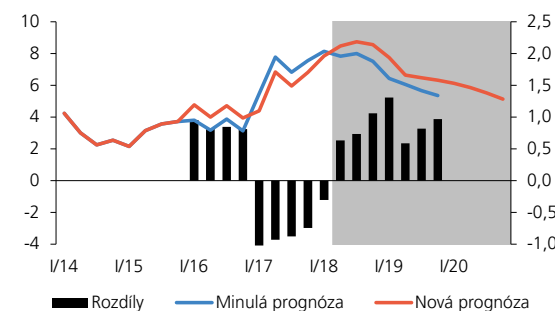


GRAF II.3.3

## ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Vyšší predikce dynamiky mezd zohledňuje předstihové ukazatele na druhé čtvrtletí, vyšší inflaci a slabší kurz koruny

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



## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Nejvýznamnější změnu vůči minulé prognóze představuje kurz koruny, který během druhého čtvrtletí oslabil v důsledku nečekané a výrazné změny sentimentu na finančních trzích. Přetrvávající slabší kurz spolu s rychlejším růstem cen zahraničních výrobců vede k vyšším dovozním cenám oproti minulé prognóze. Směrem nahoru se mírně přehodnocuje i výhled domácích inflačních tlaků z důvodu rychlejšího růstu mezd, který naznačují data za letošní druhé čtvrtletí, a který přetrvává i na vzdálenějším horizontu prognózy. Na kratším konci prognózy tak souběžně působí silnější inflační tlaky z domácí ekonomiky i ze zahraničí. Vedle těchto fundamentálních faktorů se prognóza inflace posouvá vzhůru též vlivem zvýšeného výhledu regulovaných cen a vývoje tradičně kolísavých položek, tedy cen pohonných hmot a potravin. Nová prognóza tak v souhrnu indikuje potřebu rychlejšího zvyšování úrokových sazeb až do poloviny příštího roku, přičemž nejvýrazněji se do tohoto přehodnocení promítá vývoj kurzu. Ve snížení predikce domácí ekonomické aktivity pro letošní rok se projeví zejména revize údajů a mírně nižší výhled zahraniční poptávky.

**U zahraničních veličin došlo v letošním roce k výraznému přehodnocení růstu výrobních cen směrem nahoru** (Graf II.3.1).<sup>14</sup>

Oproti minulé prognóze je letos výhled vyšší o 1 procentní bod, pro rok 2019 zůstává z pohledu celoročního průměru na úrovni minulé prognózy, mění se pouze jeho dynamika v jednotlivých čtvrtletích. Tento posun zohledňuje zejména silnější nákladové tlaky pramenící z výrazně vyšší aktuální i budoucí ceny ropy. Také kurz eura vůči americkému dolaru je zřetelně slabší, přičemž odráží pomalejší tempo růstu ekonomické aktivity v eurozóně v letošním a příštím roce. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR je v roce 2019 nižší o 0,1 procentního bodu v reakci na komunikaci Rady guvernérů ECB z 14. června. ECB vedle změny parametrů programu nákupu aktiv totiž ve svém doprovodném komentáři uvedla, že hodlá ponechat úrokové sazby na současných velmi nízkých úrovních minimálně do konce léta příštího roku. Výhled stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR, který přímo zohledňuje prodloužení programu nákupu aktiv ECB do konce letošního roku ve sníženém objemu 15 mld. EUR, se snížil v ještě nepatrně větší míře než tržní výhled.

**Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity pro letošní rok se snižuje, výhled pro příští rok zůstává nezměněn** (Graf II.3.2).

Přehodnocení prognózy HDP je v rozhodující míře dáno nižšími pozorovanými údaji v minulosti, které vyplývají z revize národních účtů za roky 2016 a 2017. Oproti minulé prognóze tak jsou příspěvky spotřeby domácností a soukromých investic nižší. V případě spotřeby vlády jsou naopak mírně vyšší. V příštím roce se totiž předpokládá výraznější růst náhrad zaměstnanců i nemzdové složky vládní spotřeby. Částečně se na nižším domácím ekonomickém růstu bude v letošním roce podílet i mírně

<sup>14</sup> Rozdíly na minulosti jsou dány revizemi časových řad, resp. změnou vah v indexu PPI u některých zemí eurozóny.

slabší výhled zahraniční poptávky, který bude snižovat příspěvek čistého vývozu a soukromých investic. Utlumenější dynamika vývozu ze začátku letošního roku však v jeho druhé polovině odezní a od začátku příštího roku se předpokládá o něco vyšší příspěvek čistého vývozu než v minulé prognóze.

**Mzdová dynamika bude oproti minulé prognóze svižnější** (Graf II.3.3).<sup>15</sup> Tato změna odráží celkovou situaci na stále napjatějším trhu práce a očekávání vyšších dat za letošní druhé čtvrtletí na základě krátkodobých indikátorů. Společně se slabším kurzem a vyšší očekávanou inflací to pak vede k rychlejší dynamice mezd ve druhé polovině roku 2018 a jejímu pozvolnějšímu zpomalování během roku 2019.<sup>16</sup> Celkově tak budou domácí inflační tlaky během letošního i příštího roku oproti minulé prognóze lehce silnější.

**Prognóza inflace se podstatně zvyšuje pro nejbližší rok, na horizontu měnové politiky se příliš nemění** (Graf II.3.4). Zvýšení výhledu inflace oproti minulé prognóze je dáno souběhem několika faktorů, z nichž jen část má fundamentální charakter. Vedle vyšších pozorovaných hodnot (zejména ceny pohonných hmot a potravin, které jsou v poslední době značně rozkolísané) se do něj promítá vyšší výhled regulovaných cen (především vyšší ceny elektřiny), rychlejší mzdová dynamika a vyšší dovozní ceny. Fundamentální inflační tlaky se letos zvyšují, což odráží oproti minulé prognóze slabší kurz, svižnější růst cen zahraničních výrobců i mírně silnější inflační tlaky z domácí ekonomiky. V příštím roce jsou lehce vyšší domácí inflační tlaky zhruba vyváženy nižší dynamikou dovozních cen v důsledku výraznějšího posilování kurzu v tomto období. Růst regulovaných cen je přehodnocen směrem nahoru zejména vlivem zřetelnějšího nárůstu cen elektřiny. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní zůstávají beze změny, proto i výhled měnověpolitické inflace je přehodnocen stejnou měrou jako u celkové inflace.

**Změna výhledu kurzu koruny v nejbližších čtvrtletích zohledňuje dosavadní tržní vývoj daný globálními faktory.** Koruna spolu s dalšími měnami v regionu nečekaně oslabila, a aktuálně se tak nachází oproti minulé prognóze na výrazně slabší úrovni (Graf II.3.5). Prognóza přitom předpokládá, že negativní vliv globálního sentimentu bude zčásti přetrvávat i v dalších dvou čtvrtletích. V delším horizontu se však trajektorie kurzu vrací na hodnoty z minulé prognózy. Tento návrat přitom bude mimo jiné podpořen o něco déle uvolněnou měnovou politikou ECB, než předpokládala minulé predikce.

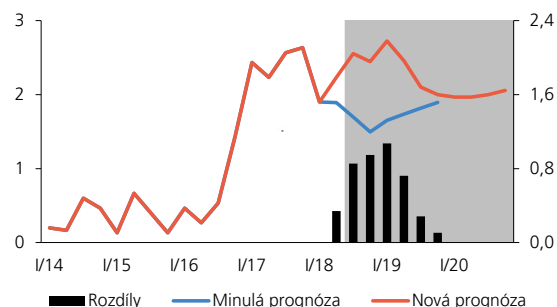
**Prognóza naznačuje potřebu rychlejšího zvyšování domácích úrokových sazeb do poloviny roku 2019** (Graf II.3.6). K tomu přispívá

GRAF II.3.4

## ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

**Prognóza celkové inflace se v horizontu do jednoho roku posouvá výrazně výše vlivem souběhu řady faktorů, v delším horizontu jsou změny malé**

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

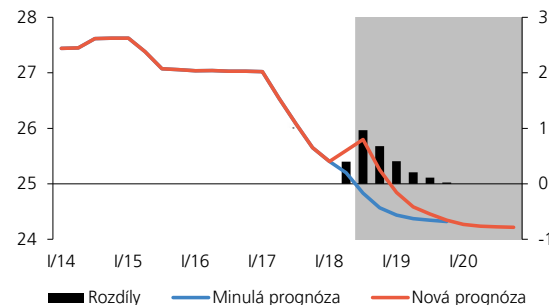


GRAF II.3.5

## ZMĚNA PROGNOZY KURZU

**Kurz koruny bude zpočátku slabší v důsledku změny sentimentu na finančních trzích, v delším horizontu se navrací k hodnotám z minulé predikce**

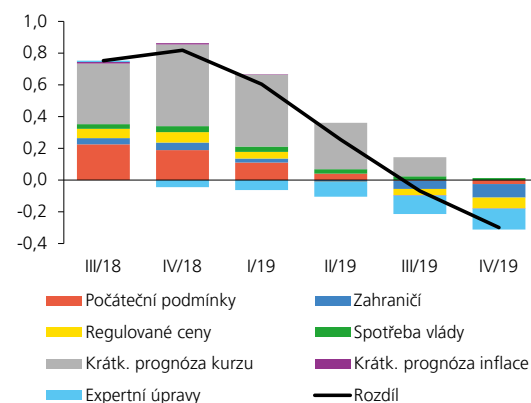
(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



GRAF II.3.6

## ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

**K vyššímu výhledu sazeb v horizontu do jednoho roku přispívá více faktorů, mezi nimiž dominuje slabší kurz koruny (3M PRIBOR, v procentních bodech)**



<sup>15</sup> Rozdíly na minulosti jsou dány revizemi časových řad ze strany ČSÚ.

<sup>16</sup> Předpokládaný růst efektivity práce zůstává oproti minulé prognóze beze změn a mírně byla snížena expertní úprava zohledňující silné tlaky na trhu práce. Vyšší výhled mzdového růstu je tak odrazem souhrnného působení výše uvedených fundamentů zachycených jádrovým predikčním modelem.

především v současnosti výrazně slabší kurz koruny a jeho následná jen pozvolná korekce. Směrem k vyšším sazbám působí letos rovněž počáteční podmínky, konkrétně růst mezd, dovozní ceny a pozorovaná inflace, a také výhled regulovaných cen a vládní spotřeby. Souhrnný příspěvek těchto faktorů je však oproti přehodnocení trajektorie kurzu jen zhruba poloviční. Příspěvek expertních úprav působí od konce roku 2018 naopak lehce směrem k nižším sazbám, přičemž expertní úprava tlumící posilování koruny je vyvážena mimo jiné menším expertním zásahem do mzdového růstu. Během roku 2019 budou působit směrem k nižším sazbám také lehce uvolněnější měnová politika ECB a ve druhé polovině roku též přehodnocení výhledu regulovaných cen.



## II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

Bankovní rada na svém srpnovém zasedání vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. V průběhu zpracování prognózy byly identifikovány tři nejistoty, resp. rizika, se kterými se následně bankovní rada ztotožnila. Hlavní nejistotou je délka trvání globálních faktorů spojených se změnou sentimentu na světových trzích, které způsobily oslabení kurzu koruny. Výhledy ostatních subjektů přitom v ročním horizontu naznačují slabší kurz než prognóza ČNB, a to při podobné úrovni úrokových sazeb a shodném inflačním výhledu. Zdrojem vnější nejistoty je také nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu a vyhrocení obchodních sporů USA nejen s eurozónou, ale i s Čínou a dalšími obchodními partnery. Riziko směrem dolů představuje krátkodobý výhled inflace v souvislosti s posledním vývojem indikátorů jejich kolísavých složek.

### II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Významnou nejistotou prognózy, zachycenou citlivostním scénářem, je vývoj měnového kurzu. Přibližně od dubna letošního roku došlo na světových finančních trzích ke změně sentimentu, který působí ve směru odlivu krátkodobého kapitálu z rozvíjejících se trhů do aktiv, která investoři vnímají jako méně riziková. Koruna tak spolu s ostatními regionálními měnami oslabila vůči euru i dolaru. Zpracovaný symetrický citlivostní scénář předpokládá ve variantě se slabším kurzem pomalejší odeznění negativního sentimentu oproti prognóze. Ve scénáři je proto kurzový šok ve třetím čtvrtletí 2018 o něco výraznější oproti prognóze a je zároveň předpokládána jeho větší setrvačnost v následujících dvou čtvrtletích.<sup>17</sup> Výsledky simulace, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1. Varianta scénáře se silnějším nominálním kurzem oproti prognóze (negativní sentiment rychleji odezní) poskytuje stejné výsledky, jen s opačným znaménkem.

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

TAB. II.4.1

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Déletrvající oslabení kurzu vede k dočasně vyšší inflaci a zrychlení růstu HDP oproti prognóze, úrokové sazby jsou na kratším konci prognózy rovněž výše, a působí tak stabilizačně (odchylky od trajektorií základního scénáře)

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

<sup>17</sup> Kurzový citlivostní scénář, který bývá zpracován standardně, předpokládá jednorázový výkyv nominálního kurzu o  $\pm 3$  % pouze v prvním čtvrtletí prognózy. V současnosti je však kurzový šok již pozorován a zpracován do základního scénáře. Panuje ovšem nejistota, jak dlouho bude trvat. Proto byl standardní citlivostní scénář modifikován tak, že kurz oslabí ve třetím čtvrtletí letošního roku vůči predikci již jen mírně, ale toto oslabení bude odeznívat pozvolněji.

na cíl, i když o něco později oproti prognóze. Ani jedna varianta tohoto scénáře přitom není v rozporu s procesem zvyšování úrokových sazeb směrem k jejich neutrální úrovni, liší se pouze jeho tempem v nejbližších čtvrtletích.

#### Krátkodobé riziko nižší inflace popisuje citlivostní scénář, v němž nedávný růst kolísavých cen odeznívá rychleji než v prognóze.

Jedná se především o možnost korekce dosavadního vývoje u cen potravin a pohonných hmot. Zrychlování jejich růstu v průběhu druhého čtvrtletí, které se výrazně podílelo na zvyšování dynamiky spotřebitelských cen a nenaplnění minulé prognózy, může v následujícím období rychle odeznít. To naznačují některé indikátory, které byly publikovány po uzavření prognózy. Červencové týdenní šetření cen potravin ukazuje na výrazný cenový propad zejména cen ovoce a zeleniny. To spolu s aktuálně nižšími cenami ropy Brent oproti tržnímu výhledu použitému jako předpoklad prognózy představuje protiinflační riziko pro třetí čtvrtletí 2018.

**Inflace leží v citlivostním scénáři blíže k cíli, přičemž nárůst úrokových sazeb je oproti prognóze pozvolnější jen nepatrně** (Tab. II.4.2). Rozdíl mezi oběma scénáři totiž vzniká pouze v důsledku záporného jednorázového šoku zasahujícího tradičně kolísavé složky inflace. Jeho prvotní dopad do meziroční inflace přitom po roce odeznívá, sekundární dopady bývají tradičně slabé a fundamentální inflační tlaky se na celém horizontu prognózy výrazněji nepřehodnocují. Vpředhledící měnová politika prováděná v rámci flexibilního cílování inflace proto na tento typ šoků nemá důvod výrazněji reagovat. Dopady citlivostního scénáře do kurzu koruny a ekonomického růstu jsou rovněž zanedbatelné.

**Významným zdrojem vnější nejistoty je nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu.** Již zavedená a zvažovaná opatření popisuje BOX 1 v kapitole II.1. Jen těžko lze předvídat další kroky USA, ale vyhrčení obchodních sporů nejen s Čínou, ale i s eurozónou a dalšími obchodními partnery by již mělo viditelný dopad na globální ekonomický vývoj. V ČR by se prostřednictvím obchodních vazeb promítlo do pomalejšího ekonomického růstu, dopady do vývoje inflace a úrokových sazeb by však závisely mimo jiné i na reakci kurzu koruny.

**Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná.** Hlavní nejistotou je délka trvání globálních faktorů, které způsobily nedávné oslabení kurzu koruny. Dalším zdrojem vnější nejistoty je nárůst protekcionistických opatření ve světovém obchodu a případné vyhrčení obchodních sporů Spojených států s eurozónou a dalšími obchodními partnery. Krátkodobé riziko směrem dolů představuje výhled inflace na nejbližší měsíce v oblasti cen potravin a pohonných hmot.

#### 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

TAB. II.4.2

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍ INFLACE

V citlivostním scénáři leží inflace v ročním horizontu níže než v prognóze, odchylky u ostatních veličin nejsou významné (odchylky od trajektorií základního scénáře)

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

TAB. II.4.3

#### OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT, CF A PODNIKŮ

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

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

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



horizontu se aktuálně nachází jen nepatrně nad 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu leží inflační očekávání přesně na cíli. Také inflační očekávání podnikových manažerů se v obou uvedených horizontech nacházejí poblíž cíle centrální banky (Tab. II.4.3).

**Indikátor domácnostmi vnímané inflace se nepatrně snížil.** Jeho lehce kladná hodnota naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců sice pociťovaly nárůst cen, ale jen slabě (Graf II.4.1). Indikátor očekávané inflace zaznamenal jen nevýrazné změny. Jeho úroveň signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, slabě převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud.

**Analytici očekávají, že v letošním i příštím roce česká ekonomika vykáže růst přes 3 %** (Tab. II.4.3). Analytici předpokládají, že růst české ekonomiky letos zpomalí z loňských vysokých hodnot cca o 1 procentní bod. Pokračující solidní růst přitom bude tažen především spotřebou domácností opírající se o vysoké tempo růstu mezd a dále investicemi souvisejícími s nedostatkem dostupné pracovní síly a čerpáním evropských fondů. Naopak zahraniční obchod bude dynamiku ekonomického růstu v ČR brzdit. Za jeden z faktorů zpomalujícího růstu je považován přehřátý trh práce, přičemž zvyšování zaměstnanosti již dle analytiků dále není možné. V letošním roce se tak dynamika nominálních mezd ještě zvýší, zpomalení se očekává až v příštím roce, a to až o 2 procentní body. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny k hladině 25 CZK/EUR.<sup>18</sup> Většina analytiků v červencovém šetření IOFT očekávala, že bankovní rada ČNB na srpnovém zasedání ponechá základní úrokové sazby beze změny, menší část předpokládala jejich zvýšení o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činil 1,6 %. V průzkumech dvou zpravodajských agentur zveřejněných těsně před zasedáním se naopak výrazná většina analytiků přiklonila k očekávání zvýšení úrokových sazeb.

**V porovnání s ČNB očekávají analytici obdobný růst HDP při shodné inflaci.** Mzdová očekávání analytiků se ve srovnání s ČNB pohybují ztelně níže. Částečně odlišná je skladba měnových podmínek. Měnový kurz se v ročním horizontu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB, výhled úrokových sazeb se příliš neliší.

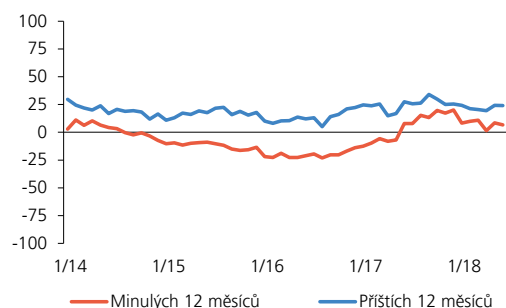
**Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich plynulý růst v ročním horizontu.** S prognózou ČNB je konzistentní další zvyšování úrokových sazeb do začátku příštího roku následované obdobím jejich stability. Zpočátku tak tržní výhled leží níže, v horizontu jednoho roku je v souladu s úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

GRAF II.4.1

## VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátory vnímané i očekávané inflace jsou mírně kladné

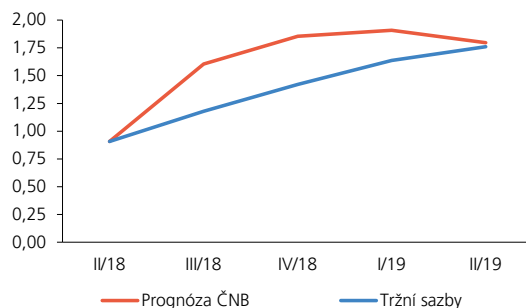
(saldo odpovědí, pramen: European Commission Business and Consumer Survey)



GRAF II.4.2

## SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

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



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

<sup>18</sup> Oproti minulým šetřením se v odhadech analytiků rozšířilo očekávané rozpětí mezi maximální a minimální hodnotou, což pravděpodobně souvisí s aktuální změnou sentimentu na trhu a nejistotou ohledně délky jeho trvání. V červencovém šetření IOFT dosahuje rozpětí 24,0–25,3 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,3–26,0 CZK/EUR.

## III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

## III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Ve srovnání s prognózou z počátku roku 2017, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace příliš nelišila. Výjimkou byl začátek letošního roku, kdy cenový růst krátkodobě zvolnil lehce pod cíl. Ve druhém čtvrtletí dosáhla inflace v průměru 2,3 %. Při zpětném pohledu tak lze hodnotit měnovou politiku ČNB v minulém období jako přiměřenou, a to včetně rozhodnutí o ukončení kurzového závazku počátkem dubna 2017. K postupnému nárůstu inflace přispělo v dosavadním průběhu letošního roku především zvýšení dynamiky cen pohonných hmot, potravin a elektřiny. Jádrová inflace rovněž mírně vzrostla vlivem zrychlujícího růstu cen neobchodovatelných statků. Vývoj spotřebitelských cen je i nadále ovlivňován silnou domácí poptávkou. V důsledku oslabení kurzu koruny vůči euru a rychle rostoucích cen energetických surovin došlo ke zmiřnění meziročního poklesu dovozních cen a zároveň ke zvýšení dynamiky cen průmyslových výrobců. V prostředí zvyšující se poptávky a mezd zrychlila rovněž dynamika cen stavebních prací. Růst cen služeb pro podnikatelskou sféru se drží na stabilní úrovni. Klesaly tak pouze ceny zemědělských výrobců.

## III.1.1 Plnění inflačního cíle

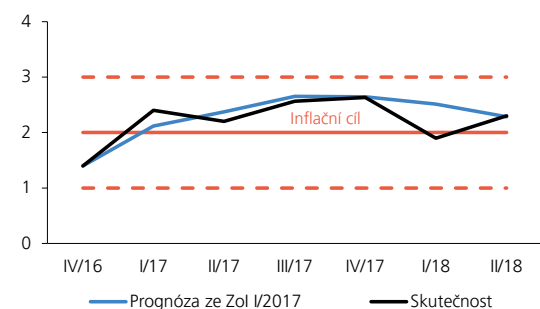
**Inflace ve druhém čtvrtletí 2018 dosáhla 2,3 %, tedy hodnoty z prognózy ze Zol I/2017<sup>19</sup>, přičemž se zvýšila mírně nad cíl ČNB** (Graf III.1.1). Prognóza byla tehdy založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. S ohledem na následný vývoj se přitom stala podkladem při rozhodnutí o ukončení kurzového závazku již počátkem dubna 2017. Prognóza očekávala zvýšení inflace do horní poloviny tolerančního pásma 2% cíle ČNB a následný návrat k cíli shora na horizontu měnové politiky. Rostoucí ekonomika a mzdy měly nadále působit na zvyšování domácích nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Tehdejší lehce kladný příspěvek dovozních cen se měl postupně změnit na protiinflační.

**Celková inflace se s výjimkou počátku letošního roku pohybovala v blízkosti prognózy.** Ve druhém čtvrtletí 2018 byl přitom rozdíl nulový (Tab. III.1.1). Drobné, navzájem se kompenzující, odchylky skutečnosti od predikce byly zaznamenány u všech složek spotřebitelského koše (s výjimkou dopadů změn nepřímých daní). Nižší než očekávaný byl

GRAF III.1.1

## SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se převážně pohybovala v blízkosti prognózy (meziročně v %)



TAB. III.1.1

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Ve druhém čtvrtletí se prognóza inflace naplnila, drobné odchylky jednotlivých složek se vzájemně vykompenzovaly (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol I/2017	Skutečnost 2. čtvrtletí 2018	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,3	2,3	0,0
z toho:			
regulované ceny	1,3	1,8	0,1
primární dopady změn nepřímých daní <sup>a)</sup>	0,1	0,1	0,0
jádrová inflace <sup>b)</sup>	2,3	1,9	-0,2
ceny potravin <sup>b)</sup>	3,1	2,5	-0,2
ceny pohonných hmot <sup>b)</sup>	-3,6	5,0	0,3

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

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

19 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 2018 je přitom nutné zkoumat období od podzimu 2016 do poloviny roku 2017. Analýza naplnění prognóz se v této kapitole zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci I/2017 s následným vývojem.

růst cen potravin a jádrová inflace. Naopak ceny pohonných hmot rostly, zatímco byl očekáván jejich pokles.

**Nejvýznamnější odchylku od prognózy z hlediska vnějších faktorů představovala silnější zahraniční poptávka.** Vyšší růst ekonomické aktivity v eurozóně se promítal také v rychlejší dynamice výrobních cen, přestože jejich vývoj byl tlumen silnějším kurzem eura vůči americkému dolaru. Ceny ropy od konce minulého roku rostly, zatímco prognóza očekávala jejich stabilitu (Tab. III.1.2). Předpoklad setrvání zahraničních úrokových sazeb v mírně záporných hodnotách<sup>20</sup> se naplnil. V souhrnu působil vývoj v zahraničí – dle hodnocení jádrovým predikčním modelem ČNB – na tuzemskou inflaci lehce protiinflačně prostřednictvím tlaku na větší posílení kurzu koruny. To z hlediska nastavení celkových měnových podmínek představovalo faktor potenciálně hovořící pro pozvolnější zvyšování domácích úrokových sazeb oproti prognóze. V realitě však kurz posiloval tempem odpovídajícím prognóze, zřejmě i kvůli překoupenosti trhu s korunou, která působila v prvních čtvrtletích po ukončení kurzového závazku.

**Domácí ekonomická aktivita působila směrem k vyšší inflaci ve srovnání s prognózou.** Z hlediska složek HDP byla zaznamenána robustnější dynamika zejména u soukromých investic a spotřeby domácností. Návazně byl pozorován i rychlejší růst nominálních mezd související s napjatější situací na trhu práce.

**Oproti předpokladu prognózy ze Zol I/2017 byla délka kurzového závazku zkrácena o necelé jedno čtvrtletí.** Měnový kurz setrval v těsné blízkosti závazku ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do 6. dubna 2017, kdy byl tento závazek ukončen; následně koruna převážně postupně posilovala. Tržní úrokové sazby zůstaly zpočátku stabilní, následně reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB ve čtyřech krocích počínaje srpnem 2017 (Tab. III.1.3). Celkové měnové podmínky odpovídaly prognóze, i když ke zpřísňování kurzové složky došlo dříve a naopak úroková složka byla posouvána směrem k neutrálnímu nastavení o něco později.

**V souhrnu lze hodnotit měnovou politiku ČNB v období od října 2016 do června 2017 jako přiměřenou.** Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Bankovní rada zpočátku hodnotila rizika prognóz jako vyrovnaná a poté jako vychýlená v mírně proinflačním směru, což představovalo jeden z důvodů pro o něco dřívější opuštění kurzového závazku oproti předpokladu prognózy. Pozorovaná inflace se po většinu období pohybovala nad 2% cílem ČNB (avšak v rámci tolerančního pásma), což bylo vědomou součástí strategie opuštění kurzového závazku.

TAB. III.1.2

## NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

**Zahraniční ekonomická aktivita a průmyslové výrobní ceny v eurozóně rostly oproti prognóze výrazněji**  
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak, p – předpoklad, s – skutečnost)

		I/17	II/17	III/17	IV/17	I/18	II/18
HDP v eurozóně <sup>a), b), c)</sup>	p	1,3	1,4	1,7	1,8	1,8	1,9
	s	2,3	2,6	2,9	3,0	2,6	-
PPI v eurozóně <sup>b), c)</sup>	p	1,7	2,2	2,4	2,1	2,1	2,1
	s	3,4	3,0	2,5	2,4	1,9	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,05	1,04	1,04	1,04	1,05	1,05
	s	1,06	1,10	1,18	1,18	1,23	1,19
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	55,8	56,8	57,1	57,0	57,0	56,9
	s	54,6	50,8	52,2	61,5	67,2	75,0

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol I/2017

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

**Růst domácího HDP i nominálních mezd převyšoval prognózu, a působil tak směrem k vyšší inflaci**  
(p – prognóza, s – skutečnost)

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

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

b) sezonně očištěno

c) v tržních odvětvích

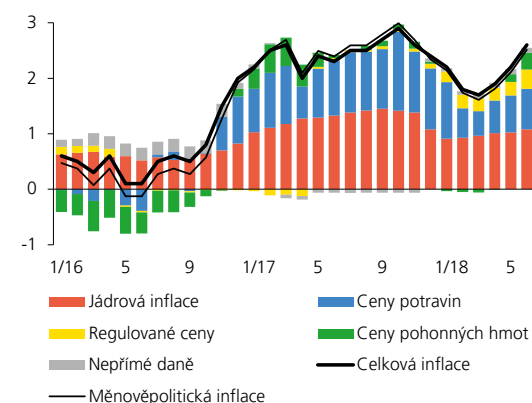
<sup>20</sup> Pozorované tržní hodnoty sazby 3M EURIBOR plně neodrážejí zavedení nekonvenčních opatření ECB. Tato opatření jsou v prognóze zachycena prostřednictvím stínových sazeb, které se pohybovaly výrazněji v záporných hodnotách.

GRAF III.1.2

## STRUKTURA INFLACE

**Inflace ve druhém čtvrtletí zrychlovala, za čímž stál především vyšší růst pohonných hmot a potravin**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



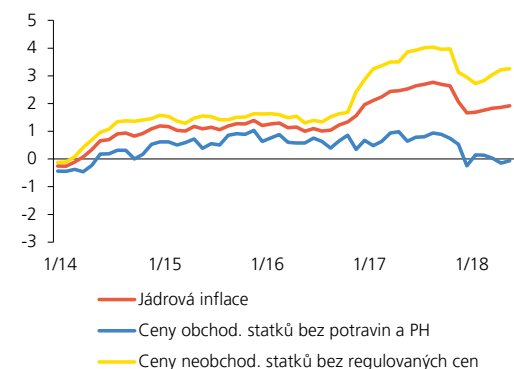
Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

GRAF III.1.3

## JÁDROVÁ INFLACE

**Jádrová inflace se mírně zvýšila vlivem rychlejšího růstu cen neobchodovatelných statků po jeho zvolnění z počátku roku**

(meziroční změny v %)

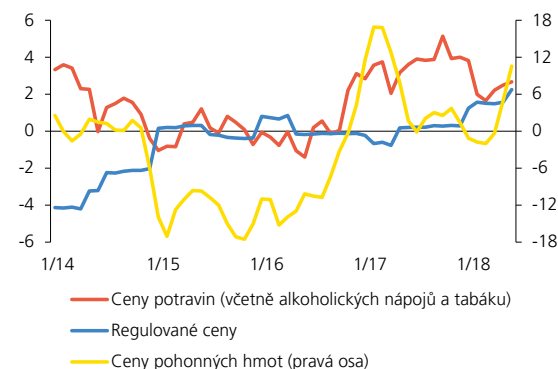


GRAF III.1.4

## CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

**Nejvýrazněji v poslední době rostly ceny pohonných hmot, mírněji pak ceny potravin a regulované ceny**

(meziroční změny v %)



## III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

**Růst spotřebitelských cen v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku postupně zrychloval až na červnových 2,6 %** (Graf III.1.2). To odráželo zejména vývoj tradičně kolísavých položek. Došlo především k výraznému zvýšení dynamiky cen pohonných hmot, které reagovaly na prudký nárůst cen ropy na světových trzích a oslabení měnového kurzu. Zároveň zrychlil růst cen potravin. V souvislosti s červnovým nárůstem cen elektřiny se zvýšila také dynamika regulovaných cen. Mírně však vzrostla i jádrová inflace. Měnověpolitická inflace ležela zhruba 0,1 procentního bodu pod celkovou inflací.<sup>21</sup>

**Mírné zvýšení jádrové inflace bylo ve druhém čtvrtletí důsledkem obnovené rychlejší dynamiky cen neobchodovatelných statků** (Graf III.1.3). To souviselo zejména s opětovným zrychlením růstu imputovaného nájemného, ke kterému docházelo i přes postupné zvolňování dynamiky cen nových bytů. Růst čistého nájemného rovněž mírně zrychlil, zatímco dynamika cen rekreačních a kulturních služeb i cen v restauracích a kavárnách zhruba stagnovala. Ceny obchodovatelných statků v květnu a červnu slabě meziročně klesaly. To odráželo postupné promítání předchozího posílení měnového kurzu<sup>22</sup> do cen v tomto segmentu spotřebního koše, které bylo nicméně zčásti vyvažováno zesilujícím proinflačním působením domácí ekonomiky.

**Růst cen potravin opětovně zrychlil až na 2,7 % v červnu** (Graf III.1.4). Zvýšení dynamiky cen potravin v průběhu druhého čtvrtletí o půl procentního bodu přitom bylo dáno především nárůstem tradičně volatilních cen ovoce a zeleniny<sup>23</sup>. Také růst cen tabákových výrobků a alkoholu postupně zrychloval. Nicméně ceny zemědělských výrobců, které ovlivňují střednědobý vývoj cen dalších potravin, přešly po delší době do meziročního poklesu. Dynamika cen masa tak oproti předchozímu čtvrtletí zvolnila zhruba na polovinu, ceny pekárenských výrobků začaly dokonce mírně meziročně klesat. K výraznějšímu poklesu došlo u cen cukru, což souvisí se zrušením kvót v Evropě a nadbytkem této suroviny na světových trzích. Nadále se naopak zvyšovaly ceny mléčných výrobků, vajec, olejů a tuků.

**Růst regulovaných cen v dubnu a květnu stagnoval, v červnu však prudce zrychlil na 2,2 % vlivem vyšších cen elektřiny** (Graf III.1.4). Ty v červnu vzrostly o 5,2 %, což bylo odrazem zejména zvýšených cen silové elektřiny na burzách. Svižný růst vykázaly i ceny ve zdravotnictví a také ceny školního stravování, do kterých se až se zpožděním promítl

21 Daňový dopad je dán zvýšením spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2018. Tyto daňové dopady jsou vzhledem k postupnému promítání do spotřebitelských cen rozloženy v prvních třech měsících roku.

22 I přes aktuální oslabení měnový kurz vůči euru meziročně posílil o necelá 2 %.

23 V průměru za celé čtvrtletí ceny zeleniny sice meziročně poklesly, v průběhu druhého čtvrtletí 2018 však svoji dynamiku výrazně zrychlovaly, a přispívaly tak ke zvýšení růstu cen potravin.

rychlý růst cen potravin z loňského roku. Vyššímu růstu regulovaných cen naopak bránily nadále klesající ceny plynu a tepla pro domácnosti.

**Zvýšené dolarové ceny ropy spolu se slabší úrovní kurzu koruny působily na rychlý nárůst cen pohonných hmot** (Graf III.1.4). Ceny ropy na světových trzích v průběhu druhého čtvrtletí výrazně stouply. Jejich meziroční růst tak krátkodobě přesáhl úroveň 50 %. Nedávné znatelné oslabení kurzu koruny vůči dolaru navíc způsobilo, že výrazně zeslábl předchozí tlumící vliv kurzu na meziroční dynamiku korunových cen. To v souhrnu vyústilo v meziroční zvýšení cen pohonných hmot na čerpacích stanicích v červnu o více než 10 %.

**Růst realizovaných cen nemovitostí v prvním čtvrtletí 2018 dále mírně zpomalil.** Ke zvolnění došlo jak u růstu realizovaných cen bydlení celkem (na 7,7 %), tak realizovaných cen bytů (na 9,3 %; Graf III.1.5). Dynamika realizovaných cen bytů byla v Praze a ve zbytku ČR i nadále obdobná. Naopak nabídkové ceny ve druhém čtvrtletí 2018 pokračovaly v rychlém růstu (o 12,2 %). Dynamika těchto cen v hlavním městě (14,2 %) přitom byla – podobně jako v předchozích čtvrtletích – vyšší než ve zbytku ČR (9,5 %).

**Dynamika experimentálního indexu CPIH v prvním čtvrtletí 2018 výrazně zpomalila na 2,7 %** (Graf III.1.6). Tento ukazatel, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků (a to s poměrně velkou vahou, viz BOX 1 v Zol III/2017), tak zpomalil oproti pohybu indexu spotřebitelských cen ve stejném období výrazněji. Za tím stálo výše popsané zvolnění růstu cen nemovitostí, jejichž dynamika je však nadále výrazná. Proto se index CPIH stále nacházel o 0,8 procentního bodu nad meziroční inflaci dle CPI.

### III.1.3 Dovozní a produkční ceny

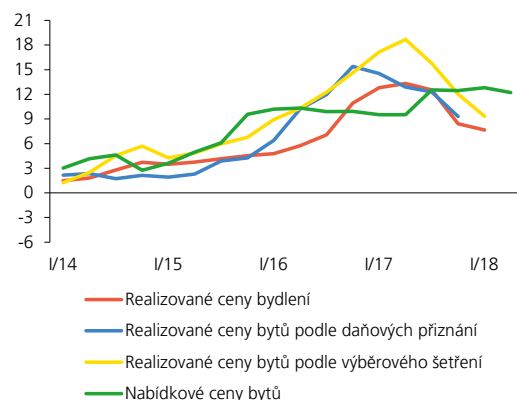
**Pokles dovozních cen se výrazně zmírnil vlivem oslabení kurzu koruny i rychle rostoucích cen energetických surovin** (Graf III.1.7). Slabší úroveň měnového kurzu i rychle rostoucí ceny výrobců v efektivní eurozóně působily zejména na snížení záporného příspěvku cen dovážených výrobků, tzn. strojů a dopravních prostředků, průmyslového spotřebního zboží i chemikálií. Rovněž téměř odezněl od ledna trvající pokles cen polotovarů. Dovozní ceny minerálních paliv vzrostly vlivem silného zvýšení světových cen ropy při posunu kurzu na slabší úroveň.

**Svižně rostoucí ceny surovin a energií působily na rychlé zvyšování dynamiky cen průmyslových výrobců** (Graf III.1.8). Podobně jako u dovozních cen byl vývoj cen výrobců ovlivněn zejména rychlým růstem cen ropy v souběhu se slabší úrovní měnového kurzu. Růst cen energetických surovin se však postupně promítal i do navazujících průmyslových výrob – chemických látek, pryžových a plastových výrobků. Dále zrychlil cenový růst v odvětví kovů a kovodělných výrobků, zvyšovat se po dlouhé době začaly i ceny elektronických, elektrických a optických zařízení. Naopak ceny výrobců v potravinářském průmyslu začaly meziročně klesat. V členění podle užití rostly ve druhém čtvrtletí letošního roku nejrychleji ceny energií

GRAF III.1.5

#### REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

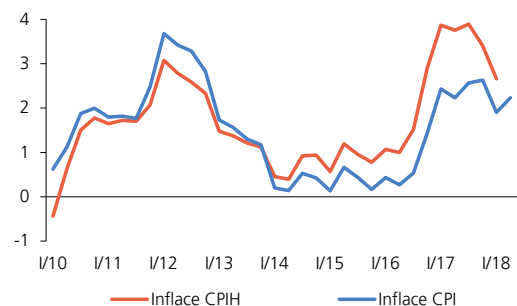
**Postupné zpomalování růstu realizovaných cen nemovitostí pokračuje, nabídkové ceny rostou rychleji**  
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

#### EXPERIMENTÁLNÍ CENOVÝ INDEX CPIH

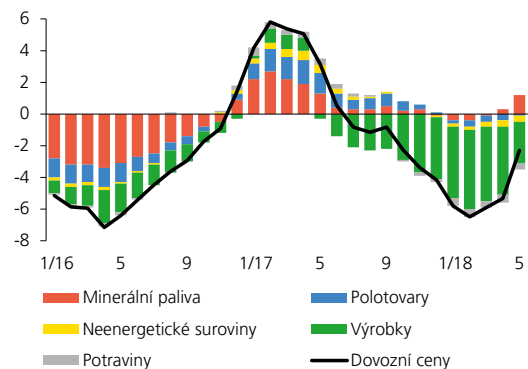
**Dynamika indexu CPIH v prvním čtvrtletí 2018 výrazně zvolnila, stále se však pohybuje nad úrovní spotřebitelské inflace**  
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

#### DOVOZNÍ CENY

**Na zmírnění poklesu dovozních cen působilo oslabení měnového kurzu i rostoucí ceny energií**  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

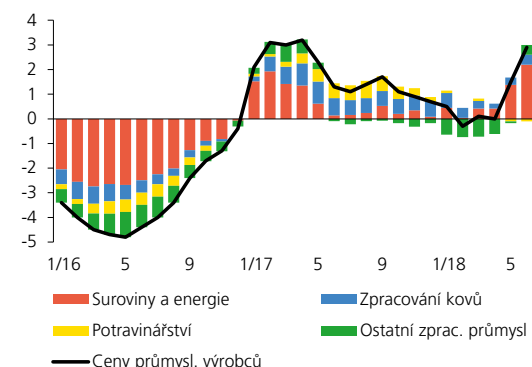


Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

GRAF III.1.8

## CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců se dynamicky zvyšoval zejména vlivem zvýšení příspěvku cen surovin a energií (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



a meziproductů. Naopak výrobky krátkodobé povahy zaznamenaly v meziročním vyjádření cenový pokles.

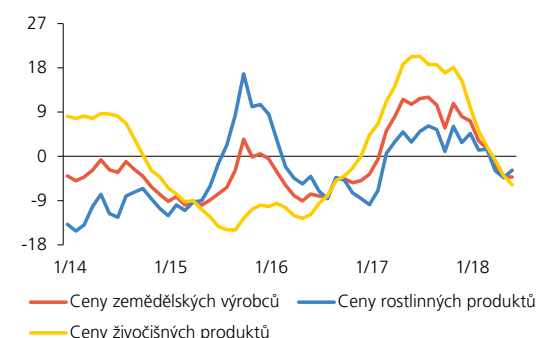
**Ceny zemědělských výrobců začaly po delší době ve druhém čtvrtletí klesat.** To se týkalo jak živočišné, tak rostlinné produkce (Graf III.1.9). Odezníval vliv oživení světové poptávky po agrárních komoditách z loňského roku, což se dotklo především cen mléka a masa. Současně se v cenách domácích producentů v narůstající míře promítal vliv meziročně silnějšího kurzu koruny. To vedlo v souhrnu k výraznému a všeobecnému přechodu dynamiky cen od růstu k meziročnímu poklesu, a to zejména v živočišné výrobě. V této skupině výrazněji rostly již jen ceny skotu, zatímco ostatní významné komodity zřetelně meziročně klesaly. Poklesly i ceny většiny hlavních položek rostlinné výroby s výjimkou obilovin a ovoce.

**Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru rostly stabilním tempem, naopak dynamika cen stavebních prací se zvýšila** (Graf III.1.10). Cítný cenový růst zaznamenaly v tržních službách zejména oblasti zprostředkování zaměstnání, bezpečnostních agentur a také pojištění. Opačným směrem působil vliv setrvalé klesající cen telekomunikačních služeb a služeb v oblasti skladování a dopravy. Cenový vývoj odrážel domácí inflační tlaky v prostředí zvyšující se poptávky a mezd. Růst cen stavebních prací postupně zrychloval na nejvyšší hodnoty od počátku roku 2009, na čemž se podepsala i vyšší dynamika cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.1.9

## CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

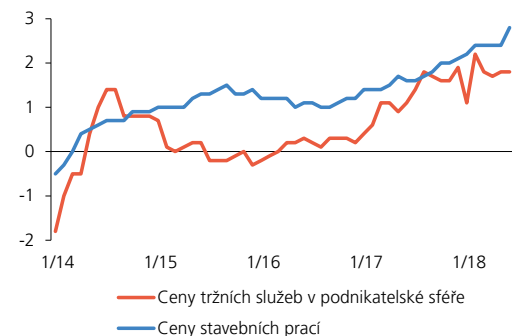
K poklesu cen zemědělských výrobců přispěla ve větší míře živočišná výroba (meziroční změny v %)



GRAF III.1.10

## CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Dynamika cen stavebních prací se dále zvýšila, růst cen tržních služeb stagnoval (meziroční změny v %)





### III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Česká ekonomika se při robustním ekonomickém růstu pohybuje nad úrovní svého potenciálu. Stabilním základem dynamiky HDP zůstává spotřeba domácností, která odráží silný růst příjmů i optimistická očekávání. Ke zvyšování ekonomické aktivity významně přispívá také růst investic v soukromém – a v poslední době i ve vládním – sektoru. Rychlý růst dovozně náročných soukromých investic spolu s nevýrazným růstem vývozu vedl v prvním čtvrtletí 2018 k zápornému příspěvku čistého vývozu k dynamice HDP. Příznivý vývoj ekonomické aktivity lze sledovat ve většině odvětví. Na růstu hrubé přidané hodnoty se stále výrazněji podílí odvětví obchodu a tržních služeb. K postupnému zvolnění dynamiky naopak dochází ve zpracovatelském průmyslu. Pozitivní vývoj poptávky se projevuje v nadále vysoké důvěře podnikatelů, přestože silný růst mzdových nákladů snižuje jejich zisky. Silící bariéru růstu představuje nedostatek zaměstnanců.

#### III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

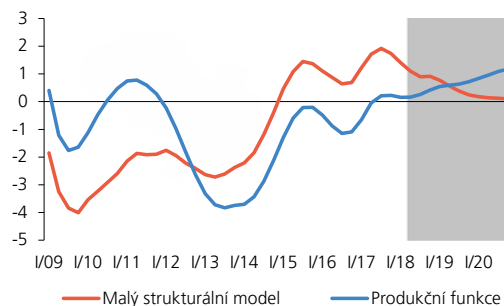
**Mezera výstupu české ekonomiky je otevřená do kladných hodnot.** V prvním čtvrtletí 2018 se dle odhadu z malého strukturálního modelu nacházela poblíž 1,5 % (Graf III.2.1). To odpovídá nadále napjaté situaci na trhu práce při silné domácí – a v menší míře i zahraniční – poptávce. Obnovený růst poptávky v předchozích letech vedl k uzavření dříve záporné mezery výstupu a jejímu přechodu do kladných hodnot, k čemuž přispěla uvolněná měnová politika a v roce 2015 i vliv dočerpávání fondů EU. V roce 2016 vedl naopak záporný fiskální impuls k dočasnému přiblížení ekonomiky shora k úrovni jejího potenciálu. Tento vliv však v minulém roce odezněl a kladná mezera výstupu se opět otevřela. Na horizontu prognózy se bude mezera výstupu postupně uzavírat, přičemž bude působit vliv přísnějších měnových podmínek a zpomalující zahraniční poptávky, zatímco fiskální impuls bude až do roku 2019 nadále kladný. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj míry inflace a vliv měnové politiky, naopak naznačuje méně otevřenou mezeru výstupu v současnosti, ale zároveň její plynulé zvyšování na celém horizontu prognózy.

**Růst potenciálního produktu je malým strukturálním modelem aktuálně odhadován v blízkosti 4 %.** K jeho zrychlení došlo již v předchozích letech po překonání dozvuků hospodářské krize a obnovení robustního růstu ekonomické aktivity při jen umírněných inflačních tlacích (Graf III.2.2). V závěru prognózovaného období se bude růst potenciálního produktu shora navracet ke 3 %. Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce došlo ke zlepšení na trhu práce, kde rostoucí míra participace působila na rychlejší růst rovnovážné zaměstnanosti. Obnovil se též růst investic nefinančních podniků, i když vývoj celkových fixních investic byl v uplynulých letech rozkolísaný vlivem cyklu fondů EU. Pozitivní vliv investic se projeví také v letošním roce, kdy je zároveň prognózováno další zrychlení tempa růstu produktivity práce.

GRAF III.2.1

#### MEZERA VÝSTUPU

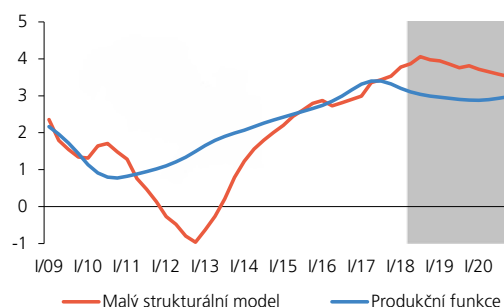
Podle malého strukturálního modelu se bude aktuálně kladná mezera výstupu postupně uzavírat; podle produkční funkce se bude naopak z nízké současné úrovně postupně zvyšovat (v % potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

#### POTENCIÁLNÍ PRODUKT

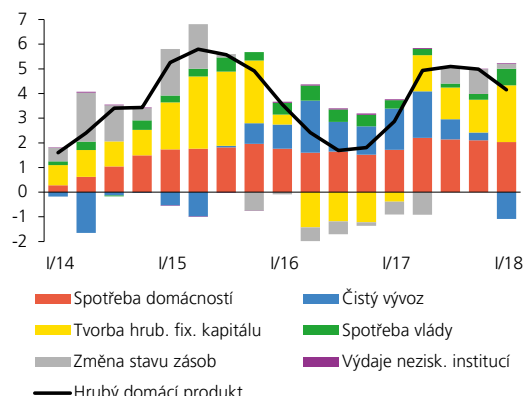
Růst potenciálního produktu dle odhadu z malého strukturálního modelu zrychlil ke 4 %, postupně však zvolní; podle produkční funkce se bude pohybovat kolem 3 % (meziroční změny v %)



GRAF III.2.3

#### HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky v prvním čtvrtletí 2018 mírně zpomalil, a to především v důsledku záporného příspěvku čistého vývozu a útlumu příspěvku tvorby zásob (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)

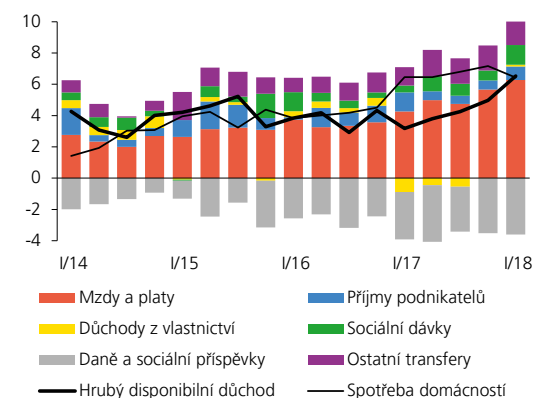


GRAF III.2.4

## DISPONIBILNÍ DŮCHOD

**Zrychlený růst disponibilního důchodu souvisel zejména s vyšším příspěvkem mezd a platů**

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



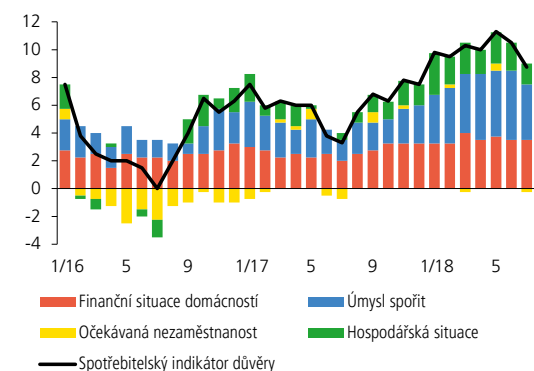
Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a snížený důchod.

GRAF III.2.5

## SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

**Důvěra spotřebitelů je silná vlivem dobré očekávané hospodářské i finanční situace**

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



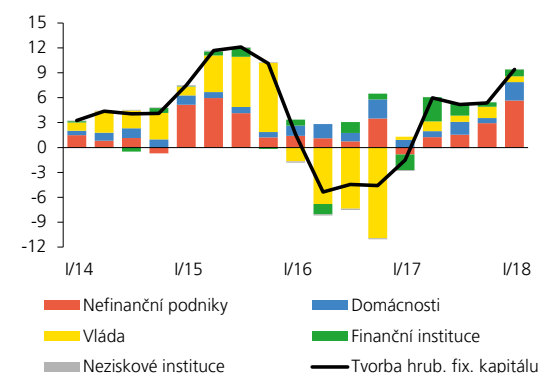
Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

GRAF III.2.6

## INVESTICE PODLE SEKTORŮ

**K silnému růstu investic nefinančních podniků se přidalo také zrychlení růstu investic domácností**

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



## III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

**Růst hrubého domácího produktu v prvním čtvrtletí letošního roku mírně zpomalil na 4,2 %** (Graf III.2.3). Stablně silný příspěvek k růstu HDP si drží spotřeba domácností, v prvním čtvrtletí ho však překonal příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu. Kladně působila také spotřeba vlády. Naopak příspěvek tvorby zásob se snížil a do záporných hodnot přešel příspěvek čistého vývozu.

**Spotřeba domácností nadále svižně rostla ve všech segmentech.**

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

**Růst spotřeby domácností odrážel silnou dynamiku hrubého disponibilního důchodu.** V jeho rámci došlo k dalšímu zrychlení růstu mezd a platů, zesílil i příspěvek sociálních dávek a příjmů z podnikání. Růst hrubého disponibilního důchodu byl tlumen pouze vyšším výběrem daní a sociálních příspěvků (Graf III.2.4), který korespondoval s růstem mezd a platů.

**Spotřebitelská důvěra sice v posledních dvou měsících poklesla, její úroveň je však nadále vysoká.** Přispívá k tomu pozitivní výhled české ekonomiky a očekávání dobré finanční situace domácností (Graf III.2.5). S dynamickým vývojem příjmů zároveň vzrostl úmysl spořit, který se dle revidovaných údajů již od loňského roku promítá do zvýšení míry úspor. Optimismus spotřebitelů potvrzuje i nadále silný růst maloobchodních tržeb, a to jak v segmentu potravinářského, tak nepotravinářského zboží.

**Zrychlil růst reálné spotřeby vlády, růst vládních investic pokračuje.** Zesílení dynamiky vládní spotřeby na počátku letošního roku souviselo především s růstem mezd ve veřejném sektoru, zvýšily se ale také nemzdové vládní výdaje, a to na úrovni centrální vlády i místních samospráv. V růstu vládních investic se pozitivně projevuje narůstající čerpání evropských fondů. V prvním čtvrtletí nejvíce rostly fixní investice do budov a staveb, které v rámci věcného členění investiční aktivity zachycují obvykle vývoj infrastrukturních investic většího rozsahu.

**Za růstem soukromých investic stály zejména investice nefinančních podniků** (Graf III.2.6). Z pohledu věcného členění přispívaly k růstu fixních investic všechny složky. Vedle investic do budov a staveb dále rostly investice do strojů a zařízení a zesílily investice do dopravních prostředků. Tento vývoj odráží snahu podniků o zefektivnění výroby při omezeních na trhu práce, která souvisejí s nedostatkem pracovní síly a rychle rostoucími mzdovými náklady. I přes mírné zpomalení zahraniční poptávky zůstává celková poptávka velmi silná díky rychle rostoucí domácí složce.

**Zesílil také růst investic domácností, z nichž velkou část tvoří investice do bydlení.** To se odráží ve věcné struktuře tvorby fixního kapitálu, kde se zvýšil příspěvek investic do obydlí. V prvním čtvrtletí



letošního roku byl pozorován výrazný růst počtu zahájených i dokončených bytů, což představuje dílčí pozitivní signál o vývoji nabídkové strany trhu rezidenčních nemovitostí. Postupný růst úrokových sazeb ani zpříšňování úvěrových standardů zatím nevedly k významnějšímu poklesu objemu nově poskytovaných hypotečních úvěrů, takže poptávka setrvává na vysoké úrovni.

**Ve srovnání s koncem loňského roku byl příspěvek tvorby zásob znatelně nižší.** Snížil se zejména příspěvek materiálůvých zásob, ale také zásob dokončených výrobků. Příspěvek nedokončené výroby zůstává nadále silný.

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

### III.2.3 Produkční strana ekonomiky

**Růst hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2018 mírně oslabil, za čímž stál především zpracovatelský průmysl** (Graf III.2.8). Jeho příspěvek byl ve srovnání s předchozím čtvrtletím o třetinu nižší, což pravděpodobně souviselo s pozorovaným výpadkem zahraniční poptávky z počátku letošního roku. Vliv však mohlo mít také vysoké využití výrobních kapacit, a to zejména v automobilovém průmyslu. Zrychlení růstu přidané hodnoty naopak zaznamenal sektor tržních služeb a stavebnictví. S výjimkou energetického průmyslu a zemědělství vzrostla přidaná hodnota ve všech sledovaných odvětvích.

**Významný růst tržeb zaznamenalo zejména odvětví dopravy a skladování i sektor informačních a komunikačních činností.** Tržby rovněž vzrostly v profesních, vědeckých a technických činnostech i v administrativních a podpůrných činnostech. Oproti minulému roku se zmírnil růst tržeb v odvětví ubytování, stravování a pohostinství, i přesto však zůstává robustní. K meziročnímu poklesu tržeb naopak došlo u činností v oblasti nemovitostí.

**Vlivem zpomalení zahraniční poptávky došlo v prvním čtvrtletí ke zvolnění růstu průmyslové produkce** (Graf III.2.9). Tento vývoj se dotkl téměř všech odvětví zpracovatelského průmyslu. Do poklesu se počátkem roku vrátila produkce energetického a těžebního průmyslu. Data za duben a květen ukazují na oživení mezičtvrtletního růstu průmyslové produkce, což potvrzuje také výrazný nárůst dynamiky nově zadáných zakázek. Meziroční růst průmyslové produkce však zůstává utlumený vlivem vysoké srovnávací základny roku 2017.

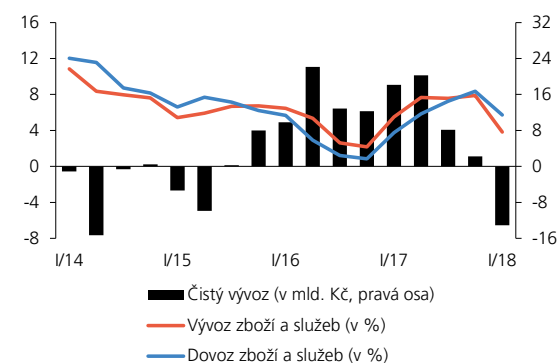
**Nedostatek zaměstnanců je i nadále nejvýznamnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků.** Podle červencových

GRAF III.2.7

#### VÝVOZ A DOVOZ

**Vývoz zpomalil výrazněji než dovoz, čistý vývoz tak meziročně poklesl**

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

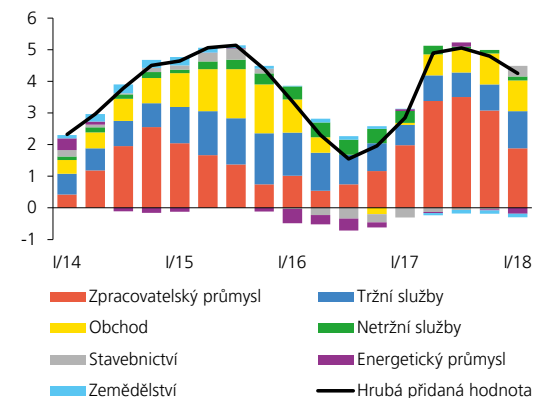


GRAF III.2.8

#### PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

**Růst přidané hodnoty zpomalil, a to především vlivem pomalejšího růstu ve zpracovatelském průmyslu**

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



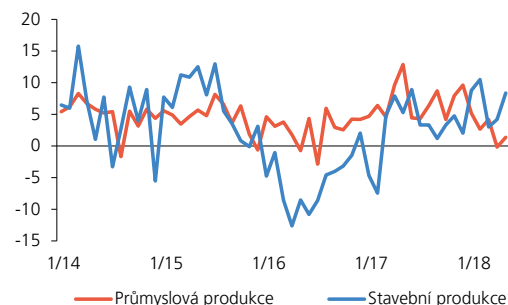
Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

GRAF III.2.9

#### PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

**Meziroční dynamika průmyslové produkce byla v posledních dvou měsících ovlivněna vysokou srovnávací základnou; růst stavební produkce táhne i nadále pozemní stavitelství**

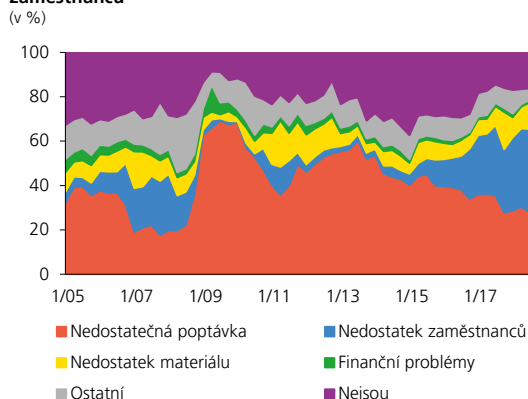
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.10

## BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

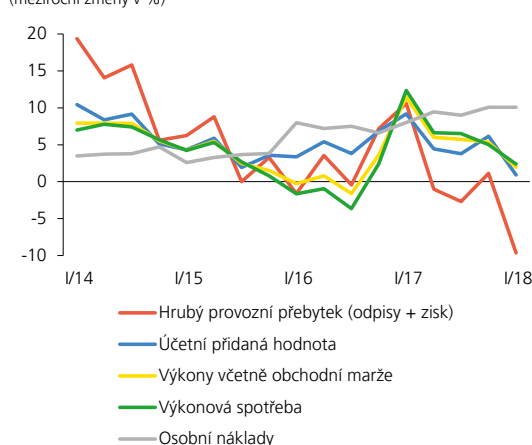
Hlavní bariérou průmyslové produkce je stále nedostatek zaměstnanců



GRAF III.2.11

## ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Nižší dynamika výkonů a pokračující svižný růst mzdových nákladů se v prvním čtvrtletí projevily ve výrazném poklesu provozního přebytku nefinančních podniků

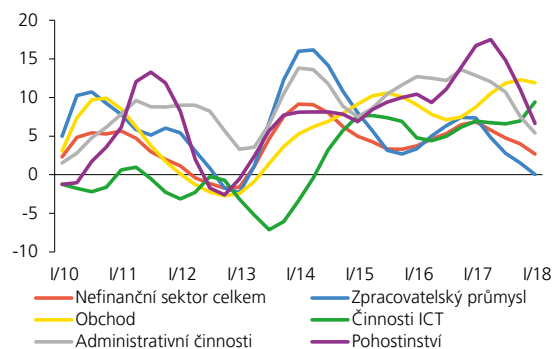


GRAF 1 (BOX)

## ÚČETNÍ PŘIDANÁ HODNOTA V SEKTORU NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Zatímco růst účetní přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu se počátkem roku 2018 zastavil, v terciárním sektoru hrubé marže i nadále svižně rostou

(meziroční změny v %, sezonně očištěno, HP trend s lambda 1)



výsledků konjunkturálního průzkumu ČSÚ se význam tohoto omezení dále zvýšil (Graf III.2.10). Zvýšil se také podíl podniků, jež čelí nedostatku materiálu. Využití výrobních kapacit v průmyslu zůstává kolem 85 %.

**Dynamika stavební produkce v prvním čtvrtletí zrychlila, a to především zásluhou pozemního stavitelství** (Graf III.2.9). To svižně rostlo také v dubnu a květnu. Přestože došlo v minulém roce k obnově dynamiky vládních investic a inženýrské stavitelství se vymanilo z poklesu, zůstává jeho dynamika zatím utlumená.

**Podnikatelská důvěra setrvává na vysoké úrovni.** Pozitivní nálada převažuje u podnikatelů v průmyslu, obchodu i službách. Obnovený růst stavební produkce přispívá ke zmírnění pesimismu ve stavebnictví, které se dlouhou dobu potýkalo s klesající poptávkou.

**Zpomalení růstu výkonů přineslo při vyšších vstupních nákladech pokles hrubého provozního přebytku nefinančních podniků.** Ten se v prvním čtvrtletí po delší době meziročně výrazně snížil, a to bezmála o 10 % (Graf III.2.11). Na nižší dynamiku příjmů nefinančních podniků působil vedle stále silně se zvyšujících mzdových nákladů také pomalejší růst výkonů, ke kterému došlo především ve zpracovatelském průmyslu. Obnovený růst cen energetických a neenergetických komodit navíc zvýšil materiálovou náročnost výkonů. Ve výsledku tak dynamika účetní přidané hodnoty nefinančních podniků výrazně zpomalila.

## BOX 2 Marže a cenová elasticita agregátní nabídky

**Marže producentů a prodejců a jejich cyklické vlastnosti mají významný vliv na dynamiku inflace.** Tento box proto představuje výsledky empirických analýz cyklického chování marží ve vybraných odvětvích české ekonomiky. Používá přitom jak údaje o implicitních maržích celého nefinančního sektoru, tak odhad cenových rozpětí vybraných statků.

**V podnikatelském segmentu lze o vývoji marží usuzovat z vývoje účetní přidané hodnoty a hrubého provozního přebytku.**<sup>24</sup> Ty mají úzký vztah k vývoji objemu hrubých, respektive čistých marží. K nárůstu meziroční dynamiky u obou těchto ukazatelů došlo především v období po zavedení kurzového závazku ze strany ČNB (Graf 1 a Graf 2).<sup>25</sup> Ten přitom neměl pouze přímý vliv na exportně orientovaná odvětví, jako je zpracovatelský průmysl, ale prostřednictvím nárůstu poptávky také nepřímo na zvýšení ziskovosti v terciárním sektoru.

24 Účetní přidaná hodnota představuje rozdíl mezi peněžní hodnotou produkce a použitých výrobních vstupů. Hrubý provozní přebytek je pak rozdílem mezi účetní přidanou hodnotou a vynaloženými mzdovými náklady.

25 Tento vývoj v období po zavedení kurzového závazku zahrnoval nárůst nejen objemových, ale i jednotkových marží.

### Zatímco dynamika přidané hodnoty zůstala robustní až do roku 2017, růst provozního přebytku se v roce 2016 převážně zastavil.

Rozhodujícím faktorem byl přitom rychlý nárůst mzdových nákladů, který souvisel s počínajícím napětím na trhu práce. Tento vliv byl zřejmý především ve zpracovatelském průmyslu, který pocítil nedostatek vhodné pracovní síly jako první. Po opuštění kurzového závazku na počátku druhého čtvrtletí 2017 se navíc přidal vliv výrazného posílení koruny a provozní přbytek ve zpracovatelském průmyslu začal meziročně klesat. V terciárním sektoru, který těží z robustního růstu domácí poptávky, se dynamika přidané hodnoty pohybuje stále v kladném pásmu. Rostoucí mzdové náklady nicméně začínají i zde tlačit růst provozního přebytku směrem k záporným hodnotám. Při rostoucím objemu produkce to znamená, že jednotkové marže ve většině odvětví – po předchozím několikaletém nárůstu – aktuálně klesají.

### U spotřebitelských cen potravinářského zboží vykazují marže cyklický průběh a od poloviny roku 2015 zřetelně rostou.

To je vidět na základě vývoje rozpětí mezi spotřebitelskými cenami vybraných potravinářských položek a příslušných cen zemědělských výrobců, resp. výrobců v sektoru potravinářského průmyslu. Obě rozpětí, která začala zřetelně růst u většiny položek od poloviny roku 2015, se v současnosti pohybují okolo svého maxima. To je zřetelné z Grafu 3, který ukazuje zvýšení mediánového rozpětí mezi spotřebitelskými cenami k cenám výrobců z méně než 40 % v roce 2013 k dnešním více než 50 %. Rozpětí spotřebitelských cen vůči cenám zemědělských výrobců vzrostlo z 88 % v roce 2013 na téměř 100 % v současnosti, nicméně celková dynamika tohoto rozpětí je velmi volatilní. Nárůst marží lze interpretovat jako odezvu na rostoucí poptávku související s oživením ekonomiky.

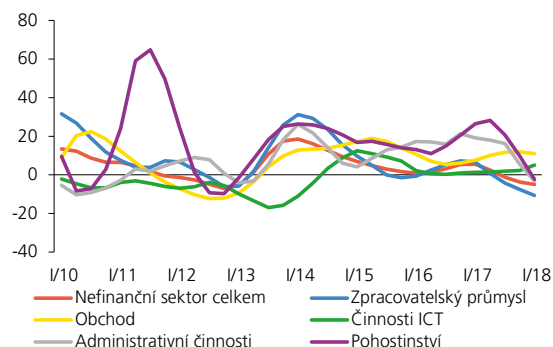
### U spotřebitelských cen průmyslového zboží je zřejmý dlouhodobý klesající trend marží a jejich slabá cyklická závislost.

Pro vybrané typy průmyslového zboží lze nalézt přibližně odpovídající položky jak v indexu spotřebitelských cen, tak v indexu cen výrobců (při použití dvoumístného či trojmístného členění obou indexů) a následně zkonstruovat hrubý odhad dynamiky marží, nikoli však jejich úrovně.<sup>26</sup> U převažující většiny průmyslového zboží tyto marže dlouhodobě klesají. To je pravděpodobně dáno jak dlouhodobou reálnou konvergencí, tak moderními technologiemi, které umožňují spotřebitelům srovnávat ceny zboží přes internet, čímž tlačí prodejce k nižší cenové nabídce. Nad rámec tohoto trendu existuje u většiny zkoumaného zboží cyklická závislost. Rozpětí cen totiž slabě rostlo v letech 2006 a 2007 a roste také v současnosti. Oproti trendové dynamice je však cyklická dynamika slabší a méně zřetelná.

GRAF 2 (BOX)

### HRUBÝ PROVOZNÍ PŘEBYTEK V SEKTORU NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Dynamika provozního přebytku přešla ve zpracovatelském průmyslu do záporných hodnot, v některých odvětvích terciárního sektoru však zůstává zřetelně kladná (meziroční změny v %, sezonně očištěno, HP trend s lambda 1)

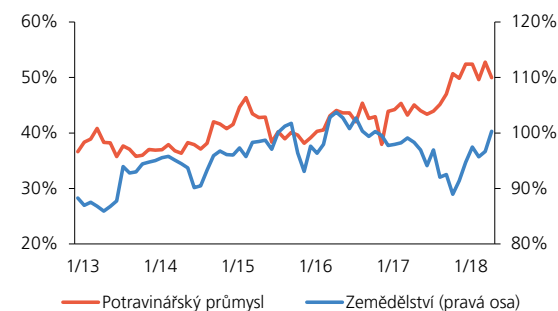


GRAF 3 (BOX)

### ROZPĚTÍ MEZI SPOTŘEBITELSKÝMI A VÝROBNÍMI CENAMI POTRAVINÁŘSKÉHO ZBOŽÍ

Rozpětí mezi cenami spotřebitelských a výrobních cen potravin od roku 2015 roste a v současnosti dosahuje svých maxim

(%, medián logaritmu podílů spotřebitelských cen k cenám výrobců, pramen: ČSÚ, výpočet ČNB)



26 Na rozdíl od potravinářského zboží, kde je k dispozici cena za přirozenou jednotku, jsou u průmyslového zboží k dispozici pouze indexy, a není tedy možné zkonstruovat úroveň marží.

**Lze tedy shrnout, že vývoj marží byl v české ekonomice ovlivněn jak dynamikou nákladů, tak cyklickými poptávkovými tlaky.** Marže podniků jsou určeny zejména dynamikou nákladů a vývojem kurzu. Vliv kurzu v jednotlivých odvětvích se přitom významně liší. Zatímco posílení kurzu působí na pokles poptávky a korunové hodnoty tržeb v exportně orientovaném zpracovatelském průmyslu, terciární sektor orientovaný převážně na domácí trh těží z nižších cen dovážených vstupů. Za diferencovaný lze považovat také vliv cyklických poptávkových tlaků, který pravděpodobně souvisí s úrovní konkurence v daném tržním segmentu. To potvrzuje dynamika marží spotřebitelského zboží, která odráží poptávkové tlaky, avšak s různou intenzitou pro různé typy zboží. Příkladem mohou být výrazně procyklické marže potravinářského zboží, nabízeného převážně na trzích s oligopolní strukturou. Naopak u průmyslového zboží, kde lze očekávat vyšší míru konkurence, dominuje ve vývoji marží dlouhodobý klesající trend nad cyklickou dynamikou. Agregátní nabídka je tedy cenově elastická vzhledem k hospodářskému cyklu, ale s různou mírou pro různé zboží. Ekonomické oživení tak generuje nejen inflační nákladové tlaky související se svižným růstem mezd, ale také poptávkové tlaky projevující se s různou intenzitou v maržích cen jednotlivých spotřebitelských výrobků, a tedy v inflaci.

### III.3 TRH PRÁCE

Celkově napjatou situaci dokumentuje souhrnný indikátor trhu práce, který se zvýšil dále nad vrchol minulého cyklu. Pokračující ekonomický růst vedl v prvním čtvrtletí 2018 k dalšímu zvýšení zaměstnanosti a opětovnému překonání historického minima míry nezaměstnanosti. Podniky zaplňují volná pracovní místa stále obtížněji, neboť pracovní síla roste z pohledu poptávky po práci nedostatečně. Tato situace vytváří silný tlak na růst mezd, který je navíc podporován zvýšením minimální mzdy v posledních letech. Dynamika průměrné mzdy v tržních odvětvích zrychlila v prvním čtvrtletí na 7,8 %. Ještě rychleji se zvyšovaly mzdy v netržních odvětvích. Růst národohospodářské produktivity práce na začátku letošního roku naopak výrazně zpomalil, dynamika nominálních jednotkových mzdových nákladů tak citelně narostla.

#### III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

**Robustní růst ekonomické aktivity tlačí na zvyšování zaměstnanosti a dále posiluje napětí na trhu práce** (Graf III.3.1). Přes pocítovaný nedostatek volné pracovní síly růst zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2018 zrychlil (na 1,7 %; Graf III.3.2). K meziročnímu zvýšení zaměstnanosti přispěl silný růst počtu zaměstnanců, naopak počet podnikatelů mírně poklesl. Z pohledu věkové struktury se na zvýšení zaměstnanosti podílela zhruba ze dvou třetin věková skupina 45–59 let, ve které byla rostoucí zaměstnanost přibližně z jedné třetiny spojena s poklesem počtu nezaměstnaných. K růstu celkové zaměstnanosti přispěl kromě snížení počtu nezaměstnaných více než třetinovým podílem také nárůst pracovní síly. V důsledku toho se výrazně snížila potenciální rezerva pracovních sil, tvořená osobami, které aktivně práci nehledají<sup>27</sup>, ale jsou ochotni pracovat. Jejich počet poklesl meziročně o výrazných 19,5 tisíce na 113,5 tisíc. Z hlediska odvětvové struktury se na zvýšení zaměstnanosti v prvním čtvrtletí letošního roku – podobně jako v předchozím období – podílel zejména terciární sektor, z něhož nejsilněji přispěly tržní služby. Zaměstnanost zde rostla nejvíce, a to přibližně stejnou měrou v obchodě, dopravě a skladování, v ubytování a informačních činnostech. Růst zaměstnanosti v netržních službách byl tažen zejména odvětvími veřejné správy a vzdělávání. V průmyslu se zaměstnanost zvyšovala jen velmi mírně, a to vlivem stagnace zaměstnanosti ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu. K mírnému poklesu zaměstnanosti došlo v odvětvích kulturní, zábavní a rekreační činnosti, v administrativě a stavebnictví.

**Přepočtený počet zaměstnanců se vlivem silného růstu počtu zaměstnanců dále výrazně zvyšoval.** I v prvním čtvrtletí tak pokračoval vývoj z druhé poloviny loňského roku, kdy byl růst přepočteného počtu zaměstnanců tažen výhradně zvyšujícím se počtem zaměstnanců (Graf III.3.3). Průměrný úvazek na zaměstnance meziročně v posledních třech čtvrtletích stagnuje, a to i přes výrazný příspěvek kratších úvazků

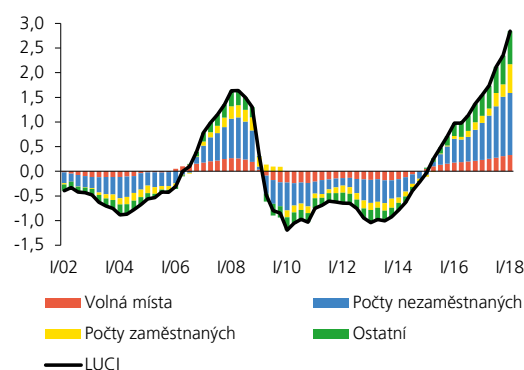
27 A nejsou tedy z pohledu metodiky ILO označeny jako nezaměstnané.

GRAF III.3.1

#### LUCI – SOUHRNNÝ INDIKÁTOR TRHU PRÁCE

**Současné napětí na trhu práce výrazně překonává vrchol předchozího cyklu**

(směrodatné odchylky od dlouhodobého průměru)



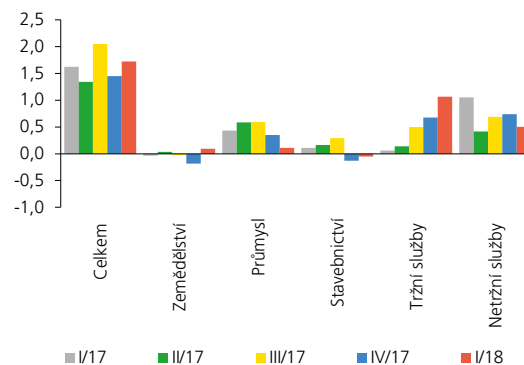
Poznámka: Příspěvky jsou výsledkem agregace příspěvků jednotlivých časových řad v rámci daných skupin.

GRAF III.3.2

#### ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

**Ke zrychlení dynamiky zaměstnanosti přispěl nejvíce sektor tržních služeb**

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

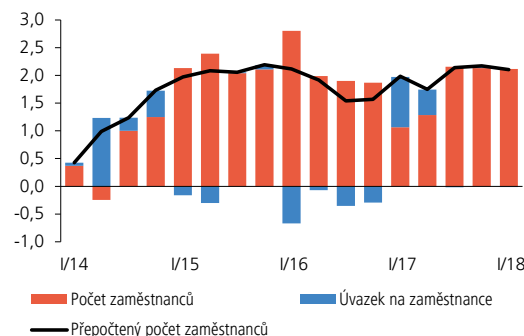


GRAF III.3.3

#### PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

**Zvyšování počtu zaměstnanců bylo doprovázeno stagnací průměrné délky úvazku**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

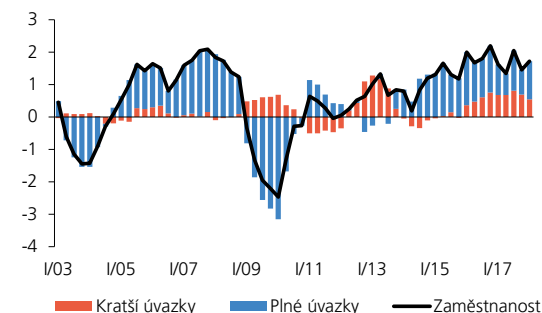


GRAF 1 (BOX)

## VÝVOJ CELKOVÉ ZAMĚSTNANOSTI

**Růst zaměstnanosti je v poslední době téměř z poloviny tažen zkrácenými úvazky**

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

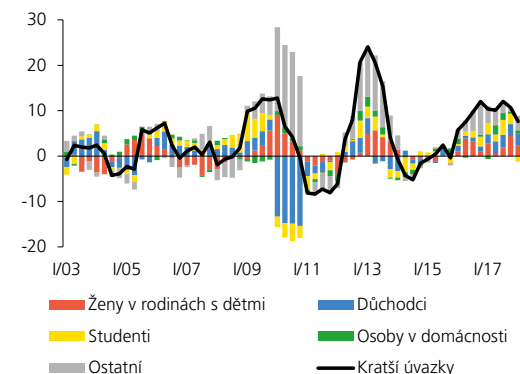


GRAF 2 (BOX)

## ZAMĚSTNANOST NA KRATŠÍ ÚVAZKY

**K růstu zkrácených úvazků přispívají výraznou měrou ženy z rodin s dětmi a důchodci**

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

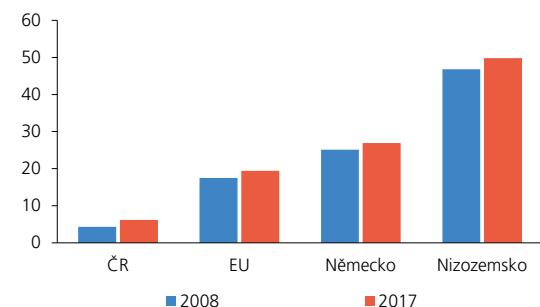


GRAF 3 (BOX)

## PODÍL KRATŠÍCH ÚVAZKŮ V EKONOMICE

**Podíl kratších úvazků je v ČR ve srovnání s EU dlouhodobě nízký**

(v %, pramen: Eurostat)



Poznámka: Jedná se o podíl kratších úvazků na zaměstnanosti pro věkovou skupinu 15–64 let.

k růstu zaměstnanosti (BOX 3). Růst přepočteného počtu zaměstnanců byl z hlediska jednotlivých odvětví ekonomiky převážně plošný. Výrazně k němu přispěly jak služby, tak zpracovatelský průmysl, kde se na rozdíl od ekonomiky jako celku průměrný úvazek zvýšil.

## BOX 3 Kratší pracovní úvazky jako fenomén posledních let

**Na výrazném růstu zaměstnanosti se v posledních dvou letech významně podílejí kratší úvazky.** Na rozdíl od vrcholu předchozího hospodářského cyklu, kdy k vysokému růstu zaměstnanosti přispívaly téměř výhradně plné úvazky, je v posledních dvou letech podíl kratších a plných úvazků téměř vyrovnaný (Graf 1). To při současném napětí na trhu práce souvisí s rostoucí mírou participace, kterou zvyšují zejména ženy, u nichž je práce na kratší úvazek stále častější.

**Nejvýrazněji k dynamice kratších úvazků přispívají osoby, pro které je zaměstnání jejich hlavní činností** (Graf 2). Pouze zhruba z jedné třetiny se pak na růstu kratších úvazků podílejí osoby, pro které zaměstnání hlavní činností není. Jedná se zejména o důchodce (včetně invalidních), studenty a osoby v domácnosti, pro které kratší úvazky představují často pouze formu přivýdělku.

**V rámci pracujících osob využívají zkrácené úvazky nejvíce ženy z rodin s nezaopatřenými dětmi.** Kratší pracovní doba jim umožňuje lépe skloubit rodinný a pracovní život. Obecně platí, že zhruba tři čtvrtiny kratších úvazků využívají ženy – jedná se přitom především o věkovou skupinu 30–44 let. U mužů je využití kratší pracovní doby významně nižší, až na krajní věkové skupiny. Více než desetinu všech kratších úvazků tvoří muži ve věkové skupině 60 a více let. Pouze přibližně 5 % částečných úvazků je využíváno mladými muži (15–29 let). Avšak i v těchto dvou zmíněných skupinách podíl částečných úvazků na zaměstnanosti mezi muži významně zaostává za ženami. Věková struktura pracujících na kratší úvazky tak ukazuje, že u žen se jedná zejména o matky vracející se z rodičovské dovolené, zatímco u mužů především o osoby okolo důchodového věku.

**Z hlediska odvětví se na růstu kratších úvazků přibližně ze tří čtvrtin podílí terciární sektor.** V jeho rámci je zastoupení tržních i netržních služeb přibližně shodné. Se značným odstupem následuje průmysl, avšak i v tomto odvětví došlo v posledních dvou letech v souvislosti s výrazným napětím na trhu práce ke znatelnému růstu počtu kratších úvazků. S výjimkou tržních služeb (kde zhruba stagnoval) se podíl kratších úvazků během posledních dvou let zvýšil ve všech hlavních odvětvích ekonomiky.

**V mezinárodním srovnání zůstává podíl kratších úvazků v České republice nadále velmi nízký** (Graf 3). To platí jak ve srovnání s trhem práce v Nizozemsku (lídrem v rámci EU), tak při porovnání s Německem i evropským průměrem. Tyto rozdíly jsou ovlivněny několika faktory, mezi něž patří například rozdílná struktura ekonomik (vyšší podíl služeb



v těchto zemích na úkor průmyslu). Souvisejí také s mírou ekonomické aktivity. Ta je i přes postupné zvyšování až na historicky nejvyšší hodnoty v České republice stále nižší u žen a v krajních věkových skupinách (studenti a lidé okolo důchodového věku) – tedy ve skupinách s typicky vyšším podílem částečných úvazků. Další zvýšení nabídky částečných úvazků by tak mohlo vést k nárůstu míry ekonomické aktivity v těchto skupinách. V rámci středoevropského regionu je vzhledem k podobným sociokulturním charakteristikám podíl částečných úvazků obdobný jako v České republice.

**Prostor pro další zvyšování podílu kratších úvazků na základě zapojení nezaměstnaných osob do trhu práce je již omezený** (Graf 4). Celkový vývoj však bude záležet na tom, jakým způsobem se bude vyvíjet pracovní síla, jejíž růst byl v posledním období spjat s nárůstem podílu částečných úvazků. V rámci ekonomicky neaktivních osob totiž existuje nadále poměrně velká skupina lidí, kteří sice práci aktivně nehledají, ale jsou ochotni pracovat (přibližně 110 tisíc osob). Jedná se především o osoby, u kterých je z hlediska pohlaví a věku větší preference pro zaměstnání na kratší pracovní dobu. Pokud se však lidé z této skupiny nepřesunou mezi ekonomicky aktivní, bude se pravděpodobně průměrný úvazek v české ekonomice naopak prodlužovat. Tento vývoj zatím potvrzují toková data, podle kterých si zaměstnanci úvazky častěji prodlužují, než zkracují.

**Snižování počtu nezaměstnaných posunulo již poněkolkáté v řadě historické minimum obecné míry nezaměstnanosti** (Graf III.3.4). Ta dosáhla v květnu 2,4 %, a zůstává tak nejnižší ze všech zemí EU. Za tímto vývojem stojí zejména pokračující pokles počtu dlouhodobě nezaměstnaných. Silné napětí na trhu práce je částečně tlumeno mírně se zvyšujícím počtem ekonomicky aktivních obyvatel, což posunulo míru ekonomické aktivity v květnu na 76,8 %. Podíl nezaměstnaných osob se dle informací z Úřadu práce v červnu dále snížil na 3,1 %. To odrazilo snižující se počet dosažitelných uchazečů o zaměstnání při mírném poklesu populace ve věkové skupině 15–64 let.

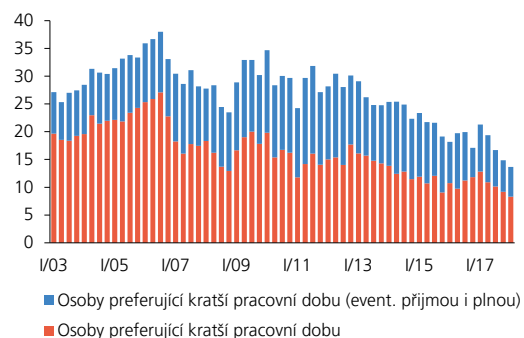
**Volných pracovních míst je v současnosti více než nezaměstnaných osob.** Počet volných pracovních míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce dosáhl v červnu více než 280 tisíc (po sezonním očištění), z čehož výraznou část nabízelo odvětví zpracovatelského průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance byl také v odvětví obchodu a stavebnictví. Téměř 60 % volných míst bylo v červnu určeno pro zaměstnance se základním vzděláním, dalších zhruba 20 % pro středoškoláky s výučním listem. Robustní růst ekonomiky zároveň vedl k dalšímu, avšak již jen mírnému poklesu počtu registrovaných nezaměstnaných. Na jejich meziročním poklesu se i nadále více než z poloviny podílejí osoby nezaměstnané jeden rok a déle. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) je aktuálně na trhu práce historicky nejnižší počet nezaměstnaných a zároveň nejvyšší počet volných pracovních míst (a to navíc při nejvyšší úrovni zaměstnanosti a pracovní síly). To se projevuje ve výrazném mzdovém růstu, který přispěl k udržení zřetelně kladné jádrové inflace.

GRAF 4 (BOX)

#### POČET NEZAMĚSTNANÝCH PREFERUJÍCÍCH KRATŠÍ ÚVAZEK

**Potenciál k dalšímu nárůstu podílu kratších úvazků z řad nezaměstnaných osob je nízký**

(v tisících osob, pramen: VŠPS ČSÚ, výpočet ČNB)

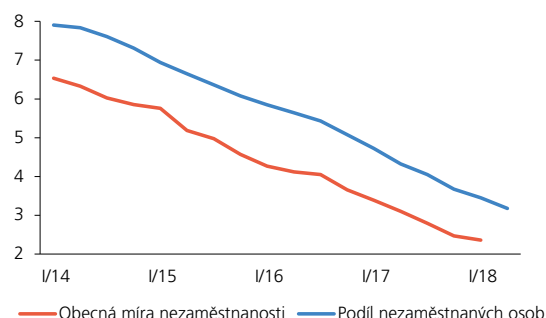


GRAF III.3.4

#### UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

**Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob překonávají svá historická minima**

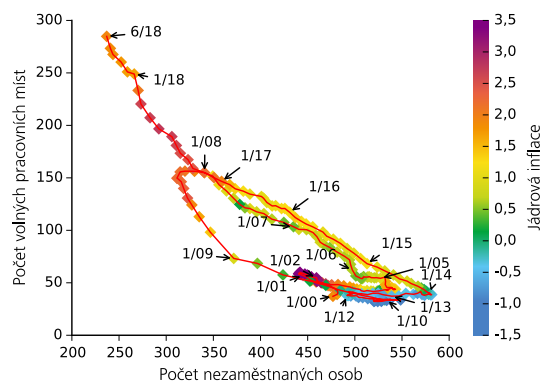
(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.5

#### BEVERIDGEOVA KŘIVKA

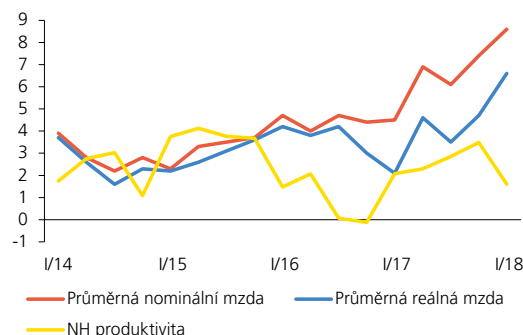
**Počet volných pracovních míst dosáhl rekordně vysokých hodnot a poprvé v historii překonává počet nezaměstnaných** (počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.3.6

## PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

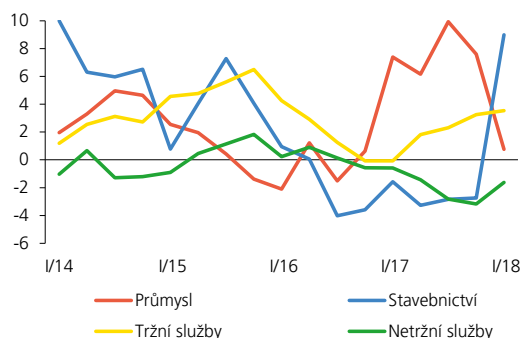
Produktivita práce rostla v porovnání s reálnými mzdami na začátku letošního roku znatelně pomaleji (meziroční změny v %)



GRAF III.3.7

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÁCH

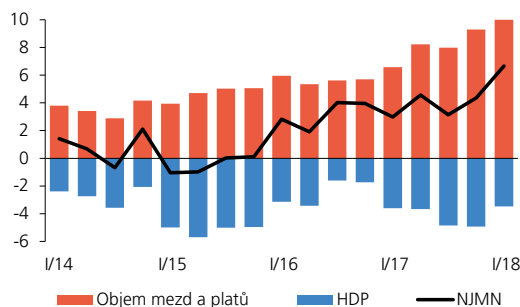
Po dlouhé době výrazně vzrostla produktivita práce ve stavebnictví, růst produktivity v průmyslu naopak zvolnil (meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

## MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

K zesílení zvyšování NJMN vedlo současné zpomalení růstu ekonomické aktivity při vyšší dynamice objemu mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



## III.3.2 Mzdy a produktivita

## Růst průměrné mzdy na začátku letošního roku dále zrychlil.

Výrazný růst výdělků přitom zaznamenala v prvním čtvrtletí jak tržní, tak netržní odvětví. K rychlému růstu mezd přispělo mimo jiné také navýšení minimální mzdy z 11 000 Kč na 12 200 Kč od začátku roku 2018. V tržních odvětvích se nominální mzdy meziročně zvýšily o 7,8 %. Nadprůměrně mzdy rostly v odvětví těžby a dobývání, výrobě elektřiny, dopravě, obchodě, činnostech v oblasti nemovitostí a zdravotnictví. Ještě rychlejší růst (o 12,2 %) přitom zaznamenala netržní odvětví. Nejrychleji rostly mzdy v kultuře. Jen lehce nižšího tempa dosáhl růst mezd ve veřejné správě a obraně a vzdělávání. Co se týče druhého čtvrtletí, nová data z průmyslu naznačují, že svižné zvyšování průměrné nominální mzdy bude dále pokračovat.

## Produktivita práce zpomalila v důsledku nižšího růstu ekonomické aktivity a vyšší dynamiky zaměstnanosti.

Národohospodářská produktivita práce se v prvním čtvrtletí zvýšila o 1,6 % (Graf III.3.6). V rámci jednotlivých odvětví se však produktivita vyvíjela různorodě (Graf III.3.7). V tržních službách její růst jen slabě zesílil. K přechodu do výrazně kladné meziroční dynamiky ve stavebnictví došlo zejména vlivem nárůstu HPH. K výraznému zpomalení dynamiky produktivity práce naopak došlo v průmyslu, včetně zpracovatelských odvětví. V tom se projevil – zřejmě dočasný – útlum růstu v této části ekonomiky na počátku letošního roku. V netržních službách produktivita pokračovala v meziročním poklesu.

## Růst NJMN se citelně zvýšil vlivem pomalejšího tempa HDP při současném zvýšení dynamiky objemu mezd a platů.

V meziročním srovnání vzrostly NJMN o 6,7 % (Graf III.3.8). Mzdové náklady na jednotku výroby rostly nejrychleji v netržních službách (o více než 13 %), zatímco v ostatních odvětvích byla dynamika NJMN výrazně nižší. V průmyslu se NJMN zvýšily o 5,6 %, v tržních službách o 3,9 %. Naopak ve stavebnictví došlo díky výraznému zvýšení produktivity k jejich mírnému poklesu o 1,3 %.



### III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Zvýšení měnověpolitických sazeb ČNB na konci června a počátkem srpna 2018 představovalo další kroky při návratu měnové politiky k neutrálnímu nastavení. Na nárůst dvoutýdenní repo sazby reagovaly úrokové sazby na finančním trhu a pozvolna také některé klientské úrokové sazby. Kurz koruny vlivem globálních faktorů v průběhu druhého čtvrtletí převážně oslaboval. Dynamika úvěrů soukromému sektoru zpomalila, a to především vlivem výrazného snížení růstu úvěrů nefinančním podnikům. Růst úvěrů domácnostem v posledním období také zvolnil, nadále však zůstává robustní. Snížení dynamiky hypotečních úvěrů je zčásti kompenzováno zrychlením u spotřebitelských úvěrů. Konzistentně s tímto vývojem dále zpomalil i růst peněžního agregátu M3.

#### III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Bankovní rada ČNB na svém červnovém i srpnovém zasedání **zvýšila měnověpolitické sazby**.<sup>28</sup> Tato rozhodnutí znamenala čtvrté a páté zvýšení domácích úrokových sazeb od ukončení kurzového závazku ČNB počátkem dubna 2017. Pokračuje tak postupný posun nominálních úrokových sazeb k jejich neutrálnímu nastavení.

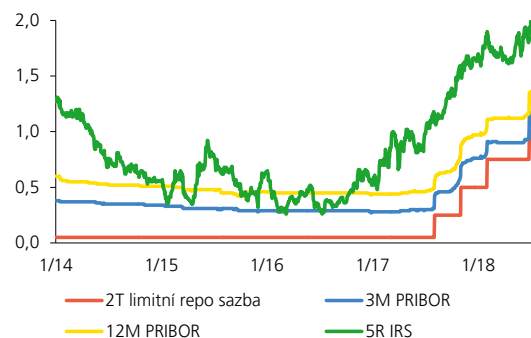
**Úrokové sazby na peněžním trhu reagovaly na zvýšení základních sazeb ČNB plošným nárůstem** (Graf III.4.1). Sazba 3M PRIBOR ve druhém čtvrtletí 2018 dosáhla v průměru 0,9 % a od začátku července se ustálila těsně pod 1,2 %. Premie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se nadále udržovala nepatrně pod úrovní 0,2 procentního bodu. Derivátové sazby FRA se od konce května začaly pozvolna zvyšovat. Trh tak reagoval na komentáře několika členů bankovní rady, které vyznívaly ve směru dřívějšího zvýšení základních sazeb ČNB oproti prognóze. Další posun na vyšší hladinu nastal po zvýšení základních sazeb ČNB na konci června. Výhled sazeb FRA z konce července naznačoval očekávání plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR v horizontu jednoho roku.

**Domácí úrokové sazby IRS a výnosy státních dluhopisů se mírně zvýšily ve všech splatnostech.** Zpočátku reagovaly především na již zmíněnou komunikaci některých členů bankovní rady, která odrážela – ve srovnání s prognózou – slabší kurz koruny a vyšší inflaci za květen; následně i na zvýšení základních sazeb ČNB. Vedle toho se do domácích sazeb se splatností nad 1R promítal vývoj na zahraničních trzích, kde vzrostlo geopolitické napětí (politické dění v Itálii, odstoupení USA od smlouvy s Iránem, napětí na Středním Východě, obavy z obchodních válek, diplomatická jednání USA se Severní Koreou). Celkově se od začátku dubna 2018 domácí úrokové sazby IRS zvýšily až o 0,5 procentního bodu (Graf III.4.1), zatímco v eurozóně se i přes volatilní vývoj sazby nakonec téměř nezměnily a v USA vzrostly jen lehce.

GRAF III.4.1

#### ÚROKOVÉ SAZBY

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



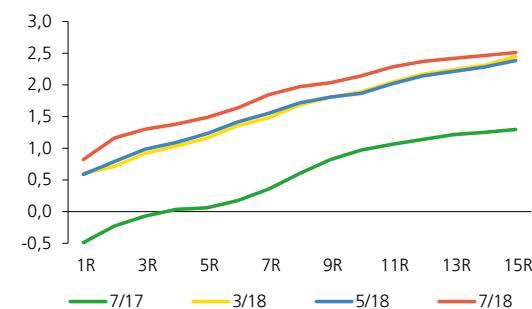
<sup>28</sup> S účinností od 3. srpna 2018 byla limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 1,25 %, lombardní sazba na 2,25 % a diskontní sazba na 0,25 %.

GRAF III.4.2

## VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se posunula na vyšší hladinu

(v %)

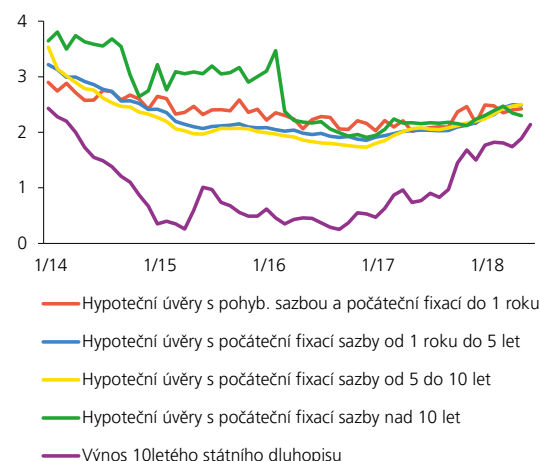


GRAF III.4.3

## ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ

Růst úrokových sazeb z nových hypotečních úvěrů se na rozdíl od dlouhodobých sazeb na finančním trhu pozastavil

(nové obchody včetně navýšení, v %)

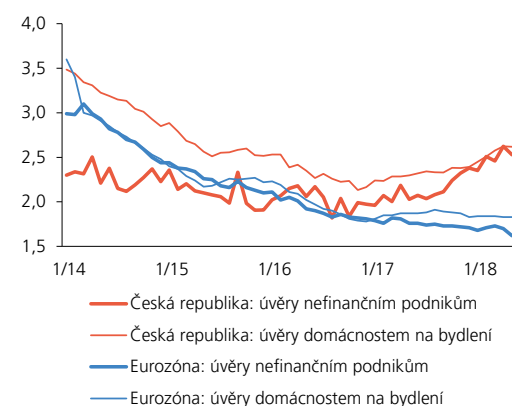


GRAF III.4.4

## KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ V ČR A EUROZÓNĚ

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

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



Také výnosy domácích státních dluhopisů se vlivem současného negativního sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům a očekávání dalšího brzkého zvýšení sazeb ČNB posunuly výše (Graf III.4.2).

**Na primárním trhu znatelně oslabila snaha státu financovat se emisí pokladničních poukázek na úkor státních dluhopisů.** Hlavním důvodem je zřejmě nárůst výnosů v aukcích krátkodobých pokladničních poukázek, přestože se tyto stále pohybovaly pod úrovní odpovídající sazby PRIBOR. Relativní výhodnost vůči výnosům státních dluhopisů s delší splatností však oproti dřívějšku klesla.<sup>29</sup> Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů se přestala snižovat a opět vzrostla<sup>30</sup>, pravděpodobně v souvislosti s aktuálním oslabením kurzu koruny a spekulacemi na jeho budoucí posílení. Podíl nerezidentů na celkové držbě státních dluhopisů ke konci června činil dle údajů MF ČR cca 40 %, v absolutním objemu 580 mld. Kč.

**Růst úrokových sazeb z hypotečních úvěrů se – zřejmě dočasně – zastavil.** Průměrná sazba z nových hypoték se v květnu stabilizovala na 2,5 % (Graf III.4.3), zejména v důsledku jarních akčních nabídek a souvisejícího konkurenčního boje na trhu hypoték. Oproti konci roku 2016, kdy úrokové sazby z nových hypoték dosáhly svého minima, došlo k nárůstu o 0,7 procentního bodu. Ve srovnání s dlouhodobějšími sazbami finančního trhu se tak úroková sazba z hypoték zvyšovala výrazně pomaleji.

**Zvolnil i růst úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům.** V květnu průměrná sazba dosáhla 2,5 %, což bylo oproti eurozóně o 0,9 procentního bodu výše (Graf III.4.4). Reálné clientské úrokové sazby z úvěrů českým podnikům a domácnostem na bydlení se vlivem zvýšení inflace pohybují v blízkosti nulových hodnot.

**Náklady financování bank vzrostly v důsledku zvýšení tržních úrokových sazeb.** Výnosová křivka finančního trhu se v porovnání s polovinou loňského roku nachází výše. Náklady bank na externí zdroje jsou tak v tuto chvíli více než dvojnásobné. Naproti tomu úrokové sazby z celkových vkladů zůstávají velmi nízké, přičemž u domácností činí 0,3 % a u nefinančních podniků 0,1 %.

## III.4.2 Měnový kurz

**Koruna v průběhu druhého čtvrtletí zřetelně oslabovala, a to jak k euru, tak vůči většině ostatních světových měn.** Předchozí setrvalé posilování, k němuž docházelo od opuštění kurzového závazku až do konce loňského roku, přešlo na počátku tohoto roku v relativní stabilitu. V polovině dubna však začala koruna oslabovat a z hodnot kolem

29 V prvním čtvrtletí 2018 byly emitovány státní pokladniční poukázky v objemu 131 mld. Kč a státní dluhopisy se splatností nad 1R v objemu 63 mld. Kč. Ve druhém čtvrtletí 2018 emitované objemy dosáhly 38 mld. Kč, resp. 110 mld. Kč.

30 Totéž platí i pro krátkodobé vklady u bank v držení nerezidentů.

25,3 CZK/EUR se krátkodobě dostala až lehce nad 26 CZK/EUR na konci června (Graf III.4.5). Průměrná hodnota kurzu ve druhém čtvrtletí přitom činila 25,6 CZK/EUR. V meziročním srovnání to sice znamená i nadále zhodnocení, avšak oproti předchozímu období ve znatelně nižším rozsahu. V prvních třech prázdninových týdnech se koruna k euru držela mírně pod 26 CZK/EUR.

**Změna trendu vývoje kurzu koruny ve druhém čtvrtletí byla dána především globálními faktory.** Ty souvisely s posunem ve vnímání hospodářského a především měnověpolitického vývoje a výhledu v hlavních světových regionech. Aktéři na finančním trhu po období všeobecného optimismu z příznivého vývoje v eurozóně obrátili svou pozornost k pokračující divergenci měnových politik USA a eurozóny. Americký Fed zvýšil hlavní úrokovou sazbu koncem března a následně i na červnovém zasedání, zatímco ECB svůj program nákupu aktiv prodloužila a informovala, že sazby zůstanou v eurozóně beze změny ještě více než rok. Spouštěcím bodem výprodejů evropských aktiv<sup>31</sup> přitom byla politická krize v Itálii po tamních březnových parlamentních volbách. Domácí faktory přispěly k oslabení kurzu koruny spíše až v závěru druhého čtvrtletí, kdy byla zveřejněna slabší data o růstu HDP v prvním čtvrtletí. Po červnovém rozhodnutí ČNB o zvýšení repo sazby již kurz dále neoslaboval.

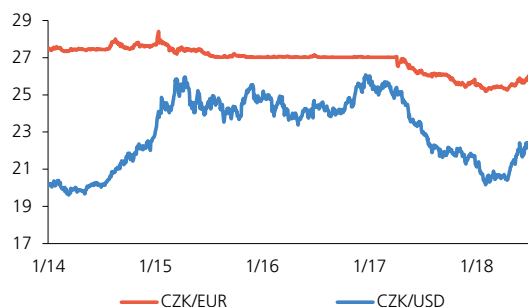
**Vůči dolaru oslabila koruna ve stejném období podstatně výrazněji než na páru s eurem** (Graf III.4.5). To bylo dáno souběžným oslabováním společné evropské měny k americkému dolaru, k němuž docházelo zejména od poloviny dubna do konce května (více viz kapitola II.1.3). Koruna v té době oslabila vůči dolaru z úrovně 20,4 CZK/USD až na 22,4 CZK/USD. V průběhu druhého čtvrtletí přitom koruna oproti dolaru oslabila o 8,1 %. Průměrná hodnota kurzu v daném čtvrtletí dosáhla 21,5 CZK/USD. Oproti hodnotám z předchozího roku zůstává koruna vůči dolaru přesto silnější (aktuálně o 10,7 %). V prvních červencových týdnech se kurz pohyboval kolem 22,2 CZK/USD.

**Červnové zvýšení sazeb ČNB přineslo další nárůst krátkodobého úrokového diferenciálu vůči euru.** Rozdíl mezi 3M sazbami peněžního trhu se v reakci na červnové rozhodnutí rozšířil na 1,5 procentního bodu (Graf III.4.6). Krátkodobý úrokový diferenciál koruny vůči dolaru, který je již více než dva roky záporný, se v obdobném rozsahu zúžil. Reagoval totiž pouze na červnovou změnu úrokových sazeb ČNB. Zvýšení amerických základních úrokových sazeb, které proběhlo o dva týdny dříve, se do sazby 3M USD LIBOR bezprostředně výrazněji nepromítlo, neboť bylo plně očekávané. Hodnota záporného krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči dolaru se tak posunula na úroveň -1,2 procentního bodu.

GRAF III.4.5

## MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna ve druhém čtvrtletí obrátila svůj dosavadní trend a oslabila vůči většině světových měn, vůči dolaru výrazněji než vůči euru

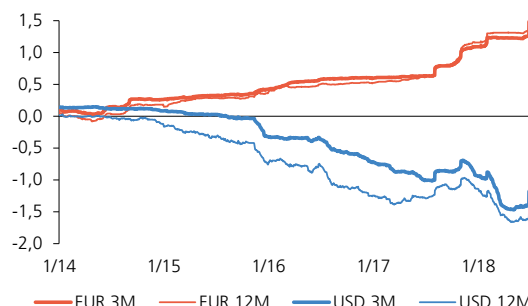


GRAF III.4.6

## ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokový diferenciál koruny vůči euru vlivem červnového zvýšení sazeb ČNB vzrostl, záporný diferenciál vůči dolaru se v obdobné výši zúžil

(v procentních bodech)

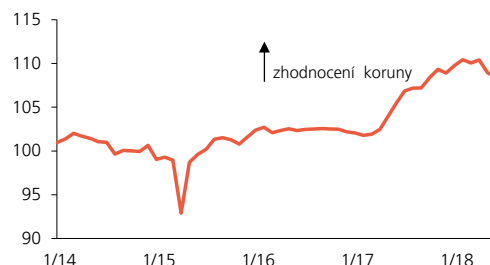


GRAF III.4.7

## NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Kurz koruny v efektivním vyjádření ve druhém čtvrtletí oslaboval, meziročně je však nadále silnější

(bazický index, rok 2015 = 100)



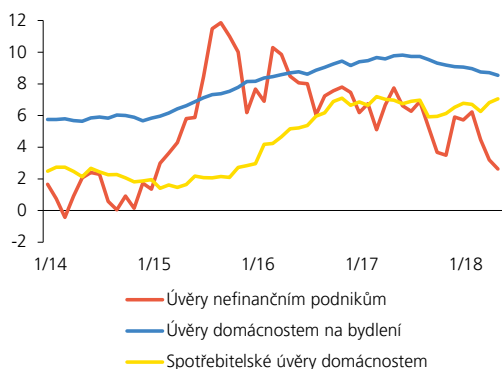
Poznámka: Při výpočtu nominálního efektivního kurzu koruny (NEER) má největší podíl v koši měn euro (64,3 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,8 až 2,6 %) mají dále čínský renminbi, polský zlotý, britská libra, maďarský forint, americký dolar a ruský rubl. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují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

31 Ve stejném období oslabila na světových trzích většina evropských měn, včetně eura.

GRAF III.4.8

## ÚVĚRY SOUKROMÉMU NEFINANČNÍMU SEKTORU

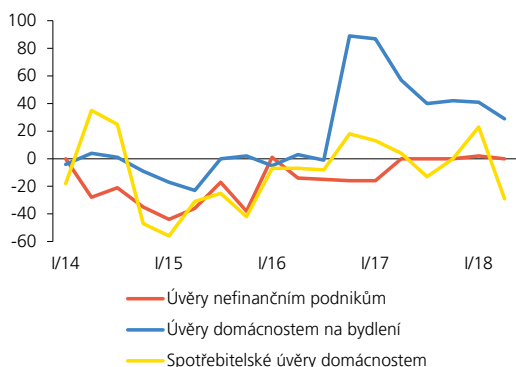
Dynamika úvěrů soukromému sektoru zpomalila vlivem výrazného zpomalení růstu podnikových úvěrů (roční míry růstu v %)



GRAF III.4.9

## ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

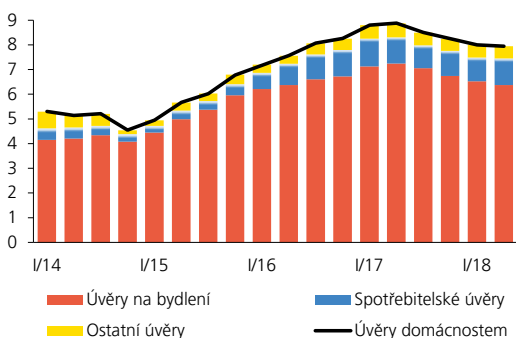
Zpřísňování úvěrových standardů u úvěrů na bydlení v reakci na makroobezřetnostní opatření ČNB pokračuje (čisté procentní podíly bankovního trhu v %, kladné hodnoty znamenají zpřísňování standardů a naopak)



GRAF III.4.10

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

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



**Nominální efektivní kurz koruny v průběhu druhého čtvrtletí oslabil, meziročně je však nadále silnější** (Graf III.4.7). Nejvýrazněji oslabila koruna ve druhém čtvrtletí vůči dolaru a asijským měnám (wonu, renminbi a jenu). Vůči evropským měnám, na něž dolehl v daném období negativní sentiment investorů, oslabila výrazně méně, případně i posílila. To byl případ zlatého, forintu a rublu, na nichž se změna globálního sentimentu podepsala ještě více než na koruně. Nominální efektivní kurz nicméně zůstává silnější než před rokem (o 2,8 %), což platí i pro kurzy koruny vůči jednotlivým měnám koše NEER. Vzhledem k vahám měn v indexu zůstává v tomto ohledu nejvýznamnějším faktorem meziroční posílení vůči euru, byť nominálně patřilo k těm nejmírnějším, následováno výrazným zpevněním vůči ruskému rublu (meziročně téměř o 13 %).

## III.4.3 Úvěry

**Dynamika úvěrů soukromému sektoru zpomalila na 5,5 % v důsledku výrazného snížení růstu podnikových úvěrů.** Růst úvěrů domácnostem v posledním období zvolnil u hypoték, v segmentu spotřebitelských úvěrů se naopak mírně zvýšil (Graf III.4.8). Dle [Šetření úvěrových podmínek bank](#) došlo k dalšímu zpřísňení úvěrových standardů u úvěrů na bydlení. Naproti tomu u spotřebitelských úvěrů se standardy uvolnily. V segmentu úvěrů nefinančním podnikům zůstávají standardy beze změny (Graf III.4.9). Banky očekávají, že ve třetím čtvrtletí poptávka po podnikových a spotřebitelských úvěrech mírně vzroste, zatímco poptávka domácností po úvěrech na bydlení poklesne.

**Zpřísňování úvěrových standardů v kombinaci s vysokou úrovní cen nemovitostí zvolňuje dynamiku úvěrů na bydlení** (Graf III.4.8). Na snížení dynamiky úvěrů na bydlení v poslední době působí zejména zpřísňování makroobezřetnostních opatření ČNB a nárůst úrokových sazeb z hypoték. Vliv v opačném směru má blížící se říjnový termín účinnosti nových doporučení ČNB stanovujících limity DTI a DSTI. Dynamika hypoték tak v květnu dále zvolnila na 9 %, což se promítlo i do vývoje celkových úvěrů domácnostem (Graf III.4.10). V červnu dle Fincentra Hypoindexu dosáhly odhadované počty i objemy poskytnutých hypoték nejvyšších úrovní pozorovaných v letošním roce, meziročně však byly nižší.

**Spotřebitelské úvěry si již druhým rokem udržují vysoké tempo růstu kolem 7 %.** Na poptávku ve druhém čtvrtletí kladně působil růst spotřebních výdajů domácností, příznivá spotřebitelská důvěra a snižování úrokových sazeb v tomto segmentu úvěrového trhu.

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

**Růst úvěrů nefinančním podnikům zpomalil na 2,6 % zejména v důsledku snížení úvěrů developerům.** Pokles banky zaznamenaly také u úvěrů v těžebním a energetickém průmyslu (Graf III.4.11). Dynamika úvěrů přitom nadále svižně roste ve zpracovatelském průmyslu

a v obchodě. Objemy úvěrů v cizí měně zůstávají zejména vlivem předchozího zvýšeného bilančního zajišťování podniků vysoké a nad dlouhodobým průměrem. Jejich podíl na celkových podnikových úvěrech se v posledním období stabilizoval v blízkosti 30 %.

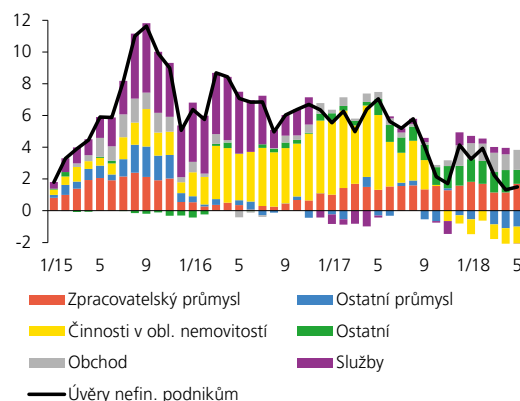
#### III.4.4 Peníze

**Růst peněžního agregátu M3 v průběhu druhého čtvrtletí zpomalil k 6 %** (Graf III.4.12). Dynamika M3 tak v posledním období zkorigovala vysoké hodnoty zaznamenané před ukončením kurzového závazku a vrátila se do blízkosti průměrné úrovně pozorované od roku 2009. K růstu M3 nadále nejvýrazněji přispívají vysoce likvidní jednodenní vklady. Z hlediska sektorové struktury mají nejvýznamnější příspěvek vklady domácností, jejichž dynamika se po předchozím zpomalování v květnu lehce zvýšila. Růst vkladů nefinančních podniků se naopak dále meziročně zmírnil.

GRAF III.4.11

#### ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

**Růst úvěrů nefinančním podnikům je zpomalován poklesem úvěrů u developerů i v těžebním a energetickém průmyslu**  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

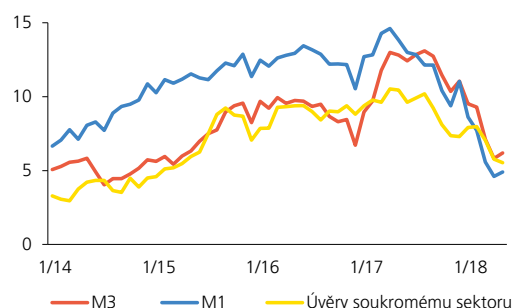


Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto stavebnictví, zemědělství a doprava.

GRAF III.4.12

#### PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

**Růst peněžních agregátů dále zpomalil, čímž se vrátil do blízkosti dynamiky úvěrů**  
(roční míry růstu v %)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Consensus Forecasts:** pravidelná měsíční publikace společnosti Consensus Economics shrnující předpovědi stovek prominentních ekonomů a analytických týmů ohledně budoucího vývoje ve světě. ČNB využívá tyto předpovědi při tvorbě předpokladů o budoucím vývoji vnějšího prostředí ve své makroekonomické prognóze.

**Cyklická složka salda vládního sektoru:** vyjadřuje vliv ekonomického cyklu na hospodaření vládního sektoru.

**Dezinflace:** snižování inflace.

**Diskontní sazba:** měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení přebytečné likvidity, kterou banky u ČNB uloží přes noc v rámci tzv. depozitní facility.

**Druhotné důchody:** představují na běžném účtu platební bilance kompenzující položky k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (dotace a odvody ve vztahu k rozpočtu a dalším fondům EU, penze, zahraniční pomoc, příspěvky aj.).

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



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

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

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

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

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

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

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

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

**Hrubý domácí produkt (HDP):** klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorbu hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

**Hrubý provozní přebytek a smíšený důchod sektoru domácností:** hrubý provozní přebytek, jako součást hrubého disponibilního důchodu domácností, je rozdílem mezi hrubou přidanou hodnotou sektoru domácností a součtem náhrad zaměstnanců a ostatních daní z výroby zmenšených o ostatní dotace na výrobu v tomto sektoru. Hrubý smíšený důchod vzniká pouze v sektoru domácností, kde u drobných podnikatelů nelze odlišit odměnu za práci vykonanou vlastníkem firmy nebo členy jeho rodiny od jeho zisku jakožto podnikatele.

**Inflace:** obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje. Je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země. V praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen.

**Inflační cíl:** veřejně a s dostatečným předstihem stanovená hodnota pro inflaci spotřebitelských cen, o jejíž dosažení ČNB usiluje.

**Inflační tlaky:** jsou v modelovém aparátu ČNB dány vývojem reálných mezních nákladů v sektoru spotřeby a dělí se na domácí (v sektoru meziprodukce) a dovezené (v sektoru dovozních cen).

**Jádrová inflace** (dříve nazývaná jako korigovaná inflace bez pohonných hmot): označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

**Krytý dluhopis (*covered bond*):** dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. *dual recourse*), z něhož vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

**Lombardní sazba:** měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. zápůjční facility.

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

**Měnové podmínky:** představují souhrnné působení úrokových sazeb a měnového kurzu na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. Úrokové sazby a měnový kurz nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

**Měnověpolitická inflace:** inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

**Měnověpolitické úrokové sazby:** krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Patří mezi ně dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

**Míra inflace:** přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

**Míra nezaměstnanosti:** vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a podíl nezaměstnaných osob dle MPSV.

**Nabídkové ceny bytů:** odhady nabídkových cen bytů podle ČSÚ.

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

**Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN):** mzdové náklady potřebné k vyrobení jednotky produkce. NJMN jsou vypočteny jako podíl nominálního objemu mezd a platů na HDP ve stálých cenách.

**Nominální náklady v sektoru meziprodukce:** jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady v tržním sektoru a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady také efektivita práce. V ceně kapitálu se vedle vývoje domácí a zahraniční poptávky odráží také cenový deflátor fixních investic, jenž je ovlivňován pohybem cen dovážených kapitálových statků.

**Nominální náklady v sektoru spotřeby:** jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru meziprodukce a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Další složkou nákladů je cenová konvergence, která aproximuje diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

**Peněžní agregáty:** představují množství peněz v ekonomice a jsou propočteny z likvidních pasiv měnového charakteru rezidentských měnových finančních institucí (tzv. sektoru tvorby peněz) vůči jiným rezidentským sektorům (tzv. sektoru držby peněz). Kromě domácností sem patří nefinanční podniky a finanční instituce, které nejsou měnovými finančními institucemi, spolu s místními vládními institucemi a fondy sociálního zabezpečení (mimo ústřední vládní instituce). Eurosystem definuje agregát úzký (M1), střední (M2) a široký (M3). Tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů ČR. Peněžní agregáty zahrnují i likvidní aktiva v cizí měně rezidentů ČR uložená u měnových finančních institucí nacházejících se v ČR. Úzké peníze (M1) tvoří oběživo a jednodenní vklady. Střední peníze (M2) zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Široké peníze (M3) obsahují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace, které jsou blízkými substituty vkladů.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

		roky										
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<b>Hrubý domácí produkt</b>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3958,4	4028,9	3999,6	3980,2	4088,2	4308,3	4409,9	4607,3	4756,6	4916,7	5080,0
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	2,1	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	3,2	3,4	3,3
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,5	4,4	3,8	3,2	3,2
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,5	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	3,8	2,9	2,3
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,2	1,8	-3,9	-5,1	8,5	13,0	-4,3	3,8	7,2	4,1	3,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,0	0,9	-2,9	-2,5	3,9	10,4	-3,3	3,7	8,3	5,1	4,6
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,3	9,2	4,5	0,2	8,7	6,2	4,1	7,2	4,3	7,6	8,4
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,4	6,7	2,8	0,1	10,1	6,9	2,6	6,3	6,4	8,1	8,6
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	121,1	193,5	246,5	250,4	233,8	226,8	283,9	332,7	276,2	280,8	293,2
<b>Koincidenční ukazatele</b>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	8,6	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	-	-	-
<b>CENY</b>												
<b>Hlavní cenové ukazatele</b>												
Míra inflace	%, konec období	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	-	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,3	2,3	2,0
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	2,0	2,1	1,4
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	0,9	4,3	2,9	3,1	1,8	0,0	0,2	3,6	2,2	2,4	2,5
Jádrová inflace (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	-1,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	1,9	2,2	2,1
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	12,8	7,2	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,4	4,1	-1,5
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,2	2,3	2,0
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,5	2,3	1,7	2,2
<b>Dílčí cenové ukazatele</b>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	1,8	1,5	1,1
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	7,1	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-1,5	1,9	2,0
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7	-	-	-
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	35,4	0,2	-5,6
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	3,7	7,0	8,6	6,8	5,4
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,0	4,4	6,4	4,5	3,4
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,6	0,9	0,6
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	-1,5	0,3	3,4	1,0	0,9	-0,5	3,2	3,8	7,0	4,1	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-6,2	0,7	5,9	5,1	-0,4	1,8	4,3	-0,4	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,3	2,1	-1,2	-0,8	2,2	3,8	0,8	2,7	1,6	2,8	2,6
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,1	1,9
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	3,0	2,9
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-166,0	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-27,9	34,6	80,6	84,8	81,6	97,5
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-4,2	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	1,6	1,5	1,7
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1480,2	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	1749,1	1726,3	1697,6	1660,3
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	37,4	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	32,4	30,4	28,1
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<b>Běžný účet platební bilance</b>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	40,4	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	245,7	240,9	225,0	235,0	250,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	4,8	4,2	4,2	4,2
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	78,5	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	122,0	130,0	135,0	140,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	54,2	40,0	50,0	55,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,1	0,8	0,9	0,9
<b>Přímé zahraniční investice</b>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-135,3	-80,0	-60,0	-60,0
<b>Měnové kurzy</b>												
Kč/USD	průměr	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,4	20,5	19,7
Kč/EUR	průměr	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,5	24,6	24,2
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-4,5	-1,9	1,5	3,5	6,3	-1,2	-1,3	-3,4	-3,4	-3,9	-1,0
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,9	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,7	-1,8	-3,5	-0,7
<b>Ceny zahraničního obchodu</b>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-0,6	-0,8	0,4
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-1,0	-0,7	-0,3
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M3	%, meziročně, průměr	0,2	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	7,1	8,2	9,2
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,23	1,60	2,21
3M PRIBOR	%, průměr	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	1,7	2,4

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2016				čtvrtletí roku 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019				čtvrtletí roku 2020			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1095,5	1099,2	1103,3	1112,0	1126,9	1153,4	1159,5	1167,4	1173,8	1183,6	1193,7	1205,4	1216,7	1223,8	1232,9	1243,2	1253,9	1264,2	1275,2	1286,8
3,6	2,4	1,7	1,8	2,9	4,9	5,1	5,0	4,2	2,6	2,9	3,3	3,7	3,4	3,3	3,1	3,1	3,3	3,4	3,5
3,8	3,5	3,6	3,3	3,7	4,8	4,6	4,5	4,3	3,7	3,7	3,5	3,5	3,2	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2	3,1
2,5	3,2	2,6	2,5	1,8	1,3	0,8	1,2	3,5	3,4	3,9	4,3	3,0	2,9	3,1	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1
1,1	-6,8	-6,1	-5,0	-3,4	2,1	7,6	9,3	9,9	7,8	5,1	6,1	5,0	4,0	3,8	3,6	4,1	4,2	3,9	3,6
1,5	-5,4	-4,4	-4,6	-1,5	6,0	5,2	5,4	9,4	7,4	7,8	8,7	6,2	5,0	4,7	4,3	4,8	4,9	4,5	4,2
6,5	5,4	2,6	2,2	5,5	7,7	7,6	7,9	3,8	2,6	5,4	5,6	7,2	7,9	7,7	7,6	8,0	8,3	8,5	8,6
5,7	2,9	1,2	0,8	3,7	5,8	7,2	8,4	5,7	5,3	7,1	7,3	7,7	8,3	8,2	8,1	8,7	8,8	8,6	8,5
65,9	69,1	71,2	77,8	84,0	89,4	79,3	80,0	70,9	68,0	68,2	69,1	71,6	70,0	69,3	69,9	70,4	71,4	73,9	77,4
3,2	6,1	0,8	3,5	8,4	4,3	5,5	7,8	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-6,8	-8,8	-6,2	-1,6	0,9	7,2	1,6	3,0	11,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,1	8,5	4,7	4,3	7,0	3,5	3,3	4,6	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,4	0,3	0,4	0,7	1,2	1,5	2,0	2,5	2,4	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	2,2	2,6	2,6	1,9	2,3	2,5	2,4	2,7	2,5	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
0,7	0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,3	1,4	1,8	2,4	2,6	2,8	2,5	1,8	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
-0,4	-0,8	0,2	1,8	3,4	2,9	3,9	4,4	2,5	2,5	2,3	1,7	2,3	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5	2,7
1,3	1,1	1,1	1,4	2,1	2,5	2,7	2,5	1,7	1,9	1,9	2,2	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
-12,4	-12,4	-9,5	0,2	15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	5,0	12,3	10,0	9,5	5,0	1,8	0,0	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8
0,3	0,0	0,3	1,3	2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	2,2	2,4	2,4	2,7	2,5	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
1,4	1,1	1,3	1,2	0,7	1,0	1,7	2,4	2,5	2,4	2,6	1,7	1,5	1,8	1,3	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9
-4,0	-4,6	-3,3	-1,1	2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	1,5	3,0	2,7	2,7	1,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,2	1,4
-3,2	-8,2	-7,0	-4,9	0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-3,4	-3,2	-2,9	-1,3	3,1	3,0	2,6	2,4	1,9	1,9	1,9
1,2	1,1	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	2,0	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-36,3	-26,1	-7,6	16,0	57,6	9,1	11,0	20,8	22,9	47,6	49,4	25,6	13,3	0,1	-5,1	-5,7	-5,7	-5,6	-5,5	-5,4
4,7	4,0	4,7	4,4	4,5	6,9	6,1	7,4	8,6	8,7	8,8	8,5	7,7	6,8	6,5	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0
4,2	3,8	4,2	3,0	2,1	4,6	3,5	4,7	6,6	6,5	6,3	6,1	5,0	4,3	4,4	4,2	3,9	3,6	3,3	2,9
2,8	2,0	1,9	1,9	1,1	1,3	2,2	2,1	2,1	2,1	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7
2,8	1,9	4,0	4,0	3,0	4,6	3,1	4,4	6,7	7,7	7,3	6,4	4,8	4,1	3,8	3,6	3,3	2,8	2,4	2,1
6,4	3,1	5,4	2,5	-1,0	1,9	-2,8	-0,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	2,1	0,1	-0,1	2,1	2,3	2,9	3,5	1,6	0,8	2,0	2,2	2,8	2,8	2,9	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4
4,4	4,0	4,0	3,6	3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,2	2,1	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8
6,3	5,4	5,3	5,0	5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,1	3,0	3,0	3,3	2,9	2,9	2,9	3,2	2,8	2,7	2,7
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
83,1	80,5	44,7	37,4	88,8	71,7	42,7	37,8	81,0	68,0	41,0	35,0	80,0	73,0	43,0	39,0	83,0	77,0	47,0	43,0
7,5	6,7	3,7	3,0	7,7	5,7	3,3	2,8	6,6	5,1	3,0	2,5	6,2	5,2	3,0	2,6	6,1	5,2	3,1	2,8
25,3	26,4	28,7	27,2	28,5	33,3	31,5	28,7	32,0	35,0	33,0	30,0	33,0	36,0	34,0	32,0	34,0	37,0	36,0	33,0
119,5	-10,0	-19,2	-16,1	97,5	-8,1	-34,5	-0,7	58,8	22,0	-36,0	-4,8	94,0	0,0	-42,0	-2,0	92,0	-1,0	-37,0	1,0
10,8	-0,8	-1,6	-1,3	8,4	-0,6	-2,7	-0,1	4,8	1,7	-2,6	-0,3	7,3	0,0	-3,0	-0,1	6,8	-0,1	-2,5	0,1
-1,8	-95,6	-63,0	-26,2	-62,7	-26,2	-12,1	-34,3	-8,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24,5	23,9	24,2	25,1	25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	21,5	22,0	21,5	21,0	20,5	20,3	20,2	20,2	20,0	19,6	19,0
27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,8	25,3	24,8	24,6	24,5	24,3	24,3	24,2	24,2	24,2
-2,4	-1,5	-0,5	-0,7	-0,7	-2,6	-4,3	-5,9	-6,4	-3,8	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-5,2	-3,5	-2,1	-1,1	-0,6	-0,2
-1,6	-0,1	0,9	1,1	0,6	-1,2	-2,5	-3,7	-4,3	-1,7	-0,1	-1,0	-2,3	-3,9	-4,7	-3,1	-1,7	-0,8	-0,4	0,0
-4,1	-4,3	-2,6	-1,3	2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-1,5	1,9	1,8	1,1	-0,7	-2,1	-1,2	-0,4	0,3	0,6	0,9
-5,7	-6,3	-3,7	-0,4	5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-2,3	2,6	2,3	2,1	-0,3	-2,5	-1,9	-1,0	-0,3	0,0	0,2
9,7	9,6	9,0	8,0	10,2	12,7	12,7	11,1	8,7	6,3	6,3	7,3	7,4	7,9	8,3	9,0	9,4	9,3	9,2	9,1
0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	1,48	1,68	1,68	1,56	1,50	1,64	1,90	2,13	2,31	2,48
0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,6	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	2,1	2,3	2,5	2,6

**Vydává:**

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

**Kontakt:**

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

<http://www.cnb.cz>

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

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





