

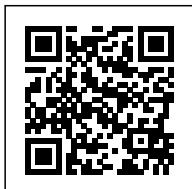


PARLAMENT ČESKÉ REPUBLIKY
POSLANECKÁ SNĚMOVNA

VIII. volební období

763/0

**Zpráva České národní banky o inflaci - leden 2020 (Zpráva o měnovém
vývoji za 2. pololetí 2019)**



Předkladatel: ČNB
Doručeno poslancům: 27. února 2020 v 13:49

Zpráva o inflaci — I/2020



Česká národní banka — Zpráva o inflaci — I/2020

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 13. února 2020 a obsahuje – až na dílčí výjimky – informace dostupné k 24. lednu 2020. 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.

Obsah

PŘEDMLUVA	4
I. SHRUTÍ	6
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	8
II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY	8
II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	8
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj	9
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj	10
II.2 PROGNOZA	12
II.2.1 Inflace a měnová politika	12
II.2.2 Náklady a trh práce	14
II.2.3 Ekonomická aktivita	16
II.2.4 Platební bilance	17
II.2.5 Fiskální vývoj	19
II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU	21
II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY	24
II.4.1 Rizika vnímaná ČNB	24
II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	25
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	27
III.1 CENOVÝ VÝVOJ	27
III.1.1 Plnění inflačního cíle	27
III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí	29
BOX 1 Co hýbe cenami potravin?	30
III.1.3 Dovozní a produkční ceny	32
III.2 VÝVOJ EKONOMIKY	34
III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu	34
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky	34
III.2.3 Produkční strana ekonomiky	36
III.3 TRH PRÁCE	38
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	38
III.3.2 Mzdy a produktivita	39
III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ	41
III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby	41
III.4.2 Měnový kurz	42
III.4.3 Úvěry	44
III.4.4 Peníze	45
SEZNAM ZKRATEK	46
GLOSÁŘ POJMŮ	47
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	52

Předmluva



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. První Zpráva roku 2020 vychází v moderní grafické podobě, která odráží letos zavedený nový vizuální styl ČNB. V kapitole I Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. Kapitola III obsahuje naše hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu. Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší

ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky zaměřené na cenovou stabilitu je naše nezávislost. Z tohoto důvodu ze zákona nesmíme přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.

O cenovou stabilitu pečujeme v rámci režimu cílování inflace, a to již od roku 1998. Jeho základními rysy jsou veřejně vyhlášený inflační cíl, zaměření na prognózy budoucího vývoje inflace a otevřená komunikace s veřejností. Inflační cíl jsme počínaje rokem 2010 stanovili jako meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2 %. Usilujeme přitom o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Podobně nastavený inflační cíl má většina vyspělých ekonomik. Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očištění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebních koších, 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. Jádrový model g3+ přináší ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. Zachycuje základní charakteristiky české ekonomiky popsané vývojem klíčových veličin, jako jsou ceny, mzdy, složky HDP v nominálním i reálném vyjádření, kurz koruny a nominální úrokové sazby. S ohledem na otevřenost české ekonomiky hrají v novém modelu důležitou roli strukturální vazby v zahraničním vývoji, které ovlivňují zahraniční obchod a kurz koruny vůči euru. Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání postupně zohledňující výhledy exogenních veličin a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2% cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovovaných cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce měnové sestavena prognóza budoucího nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jádrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře.

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky. Bankovní rada se k měnověpolitickým otázkám schází osmkrát ročně, pokud si ekonomický vývoj nevyžádá její mimořádné měnové zasedání. Na čtyřech jednáních (v únoru, květnu, srpnu a listopadu) přitom diskutujeme novou prognózu, na čtyřech zbývajících zasedáních (v březnu, červnu, září a prosinci) pak rizika a nejistoty poslední prognózy, a to ve světle nově dostupných informací o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji. Příchod nových informací od sestavení prognózy a možnost odlišného vyhodnocení jejich 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 odhlížíme a tolerujeme dočasnou odchylku inflace od cíle způsobenou uvedenými cenovými šoky. Po jejich odeznění se pak inflace vrací zpět k cíli.

Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů. Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co byly měnověpolitické úrokové sazby sníženy na tzv. „technickou nulu“ již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Kurzový závazek byl používán do dubna 2017, kdy bylo bankovní radou rozhodnuto o jeho ukončení. V rámci standardně fungujícího režimu 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. makrobezpečnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makrobezpečnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makrobezpečnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz.

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

Jménem České národní banky



Jiří Rusnok
guvernér

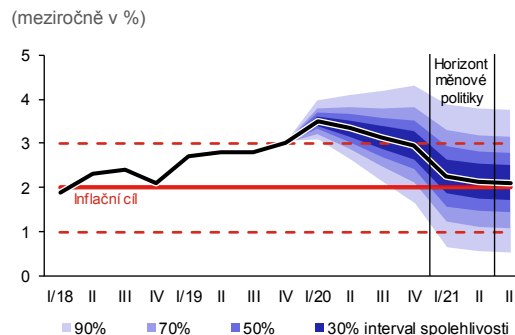
I. SHRUTÍ

Inflace v letošním roce setrvá nad horní hranicí tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se přiblíží k 2% cíli ČNB (Graf I.1). Ve čtvrtém čtvrtletí 2019 spotřebitelské ceny vzrostly o 3 %, k čemuž přispívala svižná jádrová inflace i zvýšená dynamika regulovaných cen a cen potravin. V nejbližších měsících se inflace zvýší zřetelně nad horní hranicí tolerančního pásma cíle, a to především vlivem cenových dopadů změn nepřímých daní v podmínkách přetrvávajících domácích fundamentálních inflačních tlaků. Inflační tlaky z domácí ekonomiky na začátku letošního roku přitom přechodně vzrostou, a to v důsledku vládních opatření zvyšujících spotřebu domácností. Poté však budou postupně oslabovat zejména v návaznosti na zvolňující, byť stále robustní dynamiku mezd. V protiinflačním směru bude na inflaci působit také dočasný pokles dovozních jádrových cen, zvolnění růstu regulovaných cen a následně i cen potravin. Inflace se tak na horizontu měnové politiky sníží do blízkosti 2% cíle, což bude podpořeno zpřísněním měnových podmínek ze začátku letošního roku. Pokles inflace však bude brzděn předpokládanými cenovými dopady změn nepřímých daní. Ty zůstanou kladné i v roce 2021, a celková inflace se tak bude pohybovat lehce nad cílem. Měnověpolitická inflace se bude oproti celkové inflaci nacházet níže a na horizontu měnové politiky bude na cíli (Graf I.2). Z hlediska struktury bude růst tržních cen nadále nejvíce tažen jádrovou inflací. Dynamika cen potravin letos zůstane vysoká, poté se sníží vlivem postupného zmírnění domácích poptávkových tlaků a zvolnění růstu cen dovážených potravin. Ceny pohonných hmot se budou převážně snižovat v návaznosti na klesající výhled cen ropy. Aktuálně výrazný růst regulovaných cen zeslábně.

Růst české ekonomiky zvolnil, bude však postupně zrychlovat v návaznosti na oživení zahraniční poptávky (Graf I.3). Růst HDP bude nadále tažen zejména zvyšujícími se spotřebními výdaji. Solidní dynamika spotřeby domácností bude odrážet pokračující, byť postupně zvolňující růst jejich příjmů. Fiskální politika bude k růstu domácí poptávky přispívat především prostřednictvím zvýšení platů ve veřejné sféře, důchodů a dalších sociálních dávek. Porostou však také vládní investiční výdaje, které budou podporovány čerpáním evropských fondů. Naopak soukromé investice procházejí útlumem, který odráží zpomalení hospodářského růstu v eurozóně. Tento faktor během letošního roku odezní a celkové investice obnoví svou kladnou dynamiku. Oživení růstu zahraniční poptávky se promítne i v kladných příspěvcích čistého vývozu k růstu HDP. Uvedené faktory v souhrnu povedou k postupnému mírnému zrychlování ekonomického růstu, který se v příštím roce vrátí do blízkosti dlouhodobého tempa. Vlivem pokračujícího růstu ekonomické aktivity přetrvává napětí na trhu práce, které se však již také nachází za vrcholem. Při přetrvávajícím nedostatku volné pracovní síly na straně jedné a slábnoucí poptávce po práci na straně druhé zůstane růst celkové zaměstnanosti utlumený. Míra nezaměstnanosti setrvá poblíž současných velmi nízkých hodnot. Dynamika mezd se bude zvolna snižovat ke své dlouhodobě rovnovážné úrovni, její zpomalování však bude tlumeno dalším zvýšením minimální mzdy a růstem platů v netržní části ekonomiky.

Graf I.1 Prognóza celkové inflace

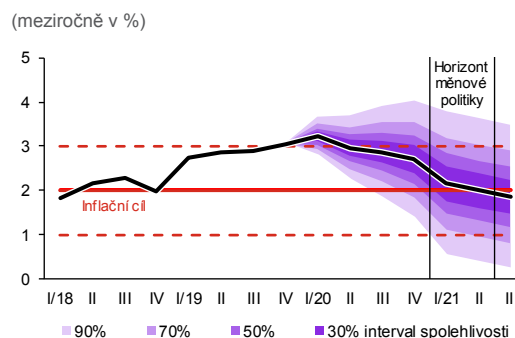
Celková inflace se bude po většinu letošního roku nacházet nad horní hranicí tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle ČNB



Poznámka: Interval spolehlivosti prognózy celkové inflace odráží predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Graf I.2 Prognóza měnověpolitické inflace

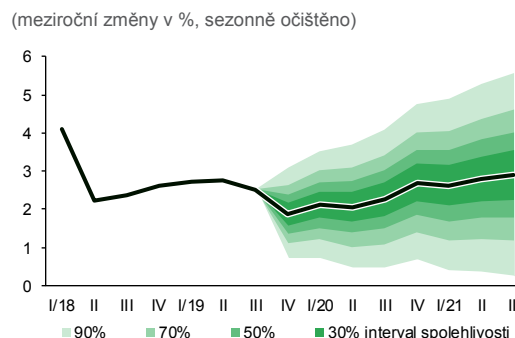
Měnověpolitická inflace se bude na horizontu měnové politiky nacházet na 2% cíli ČNB



Poznámka: Interval spolehlivosti prognózy měnověpolitické inflace odráží predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Graf I.3 Prognóza růstu HDP

Růst české ekonomiky zůstane v nejbližších čtvrtletích umírněný, poté začne zrychlovat ke 3 % zejména v návaznosti na oživení zahraniční poptávky



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

Po zpevnění na počátku letošního roku zůstane kurz v jeho dalším průběhu stabilní, v příštím roce bude lehce posilovat (Graf I.4). Prognóza kurzu je pro první čtvrtletí 2020 nastavena na hodnotě 25,3 CZK/EUR. Na této hladině kurz setrvá až do začátku příštího roku. Vliv dočasného dalšího rozšíření úrokového diferenciálu vůči zahraničí bude totiž vyvažován jen slabým ekonomickým a cenovým růstem v zahraničí, a to v podmínkách jen postupně odeznívajícího negativního globálního sentimentu. Následně bude kurz posilovat jen lehce a k hladině 25 CZK/EUR se dostane až na konci příštího roku. Ve směru zpevňování kurzu bude přitom na celém horizontu prognózy působit zejména pokračující reálná konvergence české ekonomiky.

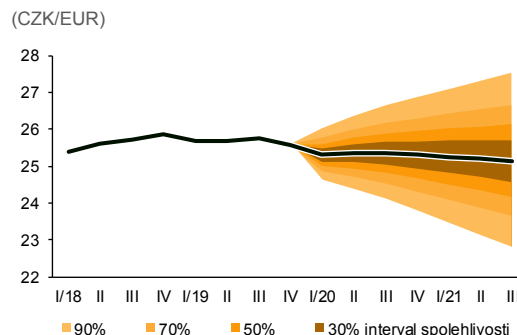
S prognózou je konzistentní nejprve nárůst domácích tržních sazeb následovaný jejich poklesem ve druhé polovině roku 2020 (Graf I.5). Počáteční nárůst úrokových sazeb odráží především přetrvávající zvýšené domácí inflační tlaky, které budou krátkodobě zesíleny opětovným výrazným zvýšením minimální mzdy a dalšími vládními opatřeními podporujícími růst spotřeby domácností. Ve směru zvýšení sazeb dále působí také sekundární dopady změn nepřímých daní, které ovlivní cenový vývoj v roce 2020 a na začátku roku 2021. V následném poklesu domácích úrokových sazeb se odrazí zmírnění domácích inflačních tlaků v prostředí stále velmi uvolněné měnové politiky v eurozóně.

Bankovní rada ČNB na únorovém měnovém jednání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 25 bazických bodů na 2,25 %. Současně rozhodla o zvýšení lombardní sazby na 3,25 % a diskontní sazby na 1,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnanou. Protiinflačním rizikem prognózy je budoucí vývoj měnového kurzu. V rámci vnějších předpokladů prognózy nadále zůstává rizikem možné pozvolnější ožívování růstu zahraniční poptávky. Rizikem prognózy v opačném směru je možný rychlejší cenový růst vlivem silnějších domácích inflačních tlaků.

Graf I.4 Prognóza měnového kurzu

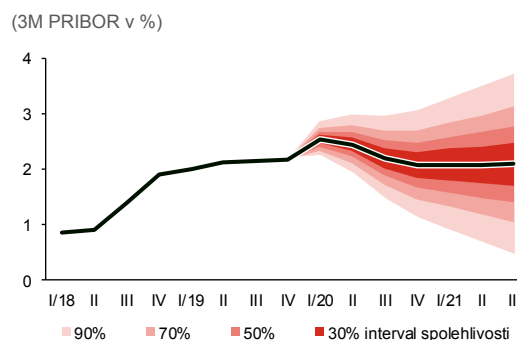
Po zpevnění na počátku letošního roku zůstane kurz koruny k euru v jeho dalším průběhu stabilní, v příštím roce bude lehce posilovat



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

Graf I.5 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je konzistentní nejprve nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem ve druhé polovině roku 2020



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

II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Růst světové ekonomiky setrvá v letošním i příštím roce přibližně na úrovni roku 2019. V eurozóně bude dosavadní utlumený hospodářský růst v průběhu letošního roku vystřídán jeho postupným zrychlováním. Slabý růst ekonomické aktivity se promítá v nadále utlumené inflaci výrobních i spotřebitelských cen, ovšem i jejich růstová dynamika se bude v obou případech pozvolna zvyšovat. Tržní výhled krátkodobých eurových sazeb se posunul směrem k méně záporným hodnotám, zatímco výhled dolarových sazeb je klesající. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl jen nepatrně posilovat.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky zůstane v letošním i příštím roce zhruba stabilní na úrovni loňského roku.¹ Hlavním tahounem světového růstu bude i nadále Čína. Její příspěvek, stejně jako příspěvek Spojených států, však bude dále klesat. Obě země sice po 18 měsících obchodní války podepsaly v lednu 2020 první fázi vzájemné obchodní dohody, zavedené celní bariéry však zůstávají prozatím v platnosti. Na globálním růstu se zvýší podíl Indie, příspěvek eurozóny zůstane nízký. Celkově by měl vážený růst sledovaných ekonomik v letošním i příštím roce dosáhnout přibližně 3,4 % (Graf II.1.1)².

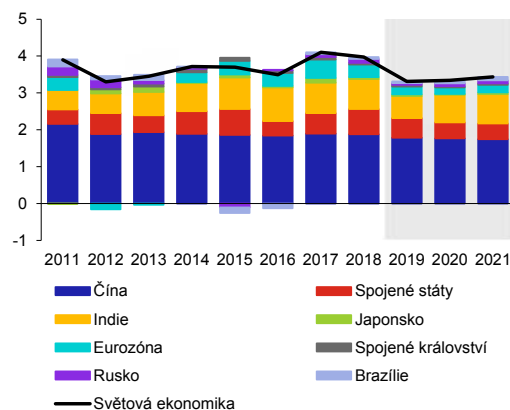
Hospodářský růst eurozóny ve třetím čtvrtletí loňského roku setrval na hodnotě 1,2 % (Graf II.1.2). Stejně jako v předchozích čtvrtletích byl tažen investicemi a spotřebou domácností i vlády, zatímco příspěvek čistého vývozu zůstal výrazně záporný. Tento vývoj odrážel pokračující meziroční pokles objemu světového obchodu během léta v reakci na nárůst protekcionismu a v podmínkách probíhajících strukturálních změn v automobilovém průmyslu. Uvedené faktory postihly zpracovatelský průmysl především v Německu a v Itálii. Obě ekonomiky v důsledku toho zaznamenaly pouze nepatrný mezičtvrtletní růst HDP. Naproti tomu hospodářský růst ve Španělsku a Francii zůstal solidní.

Dostupné konjunkturální ukazatele signalizují, že hospodářský růst v eurozóně zůstal utlumený i v závěru loňského roku. Průmyslová produkce nadále meziročně klesala, v listopadu se nicméně její pokles zmínil na 1,5 %. Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se v průběhu čtvrtého čtvrtletí nepatrně zvýšil (Graf II.1.3), nadále však zůstává hluboko v pásmu kontrakce. Lze tedy předpokládat, že se průmyslová výroba nevrátí k růstu ani počátkem letošního roku. Stále příznivá naproti tomu zůstává situace na trhu práce. Meziroční růst mezd ve třetím čtvrtletí sice mírně zpomalil (na 2,6 %³), stejně tak jako růst zaměstnanosti (na 0,9 %), míra nezaměstnanosti (v listopadu 7,5 %) však nadále pozvolna

Graf II.1.1 Výhled růstu světové ekonomiky

Dynamika světové ekonomiky po loňském zpomalení setrvá v letošním i příštím roce zhruba na obdobné úrovni

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

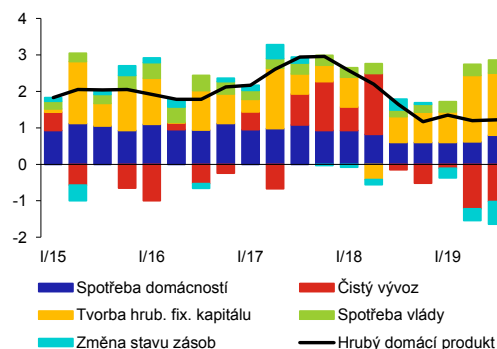


Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v paritě kupní síly. Zdrojem výhledů je CF a EIU.

Graf II.1.2 Struktura meziročního růstu HDP v eurozóně

Růst HDP eurozóny zůstal ve třetím čtvrtletí 2019 utlumený, přičemž byl i nadále tažen fixními investicemi a spotřebou, příspěvek čistého vývozu zůstal záporný

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



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

2 Výhled včetně očekávané skutečnosti je v grafu označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

3 Z velkých ekonomik eurozóny vzrostly nominální mzdy nejvýrazněji v Německu (o 3,1 %). Ve většině zemí eurozóny rostly mzdy rychleji v netržní části ekonomiky.

klesala⁴ a dosáhla nejnižších hodnot za posledních 11 let. Zvýšená dynamika mezd přispívá k růstu maloobchodních tržeb, který si udržuje solidní tempo (v listopadu 2,2 %).

Růst HDP eurozóny v efektivním vyjádření⁵ počátkem tohoto roku dále zpomalí, následně však začne postupně mírně zrychlovat (Graf II.1.4). Celkově letos vzroste její ekonomika o 1 %, v příštím roce o 1,3 %. Efektivní eurozónu stále brzdí především německá ekonomika, na jejíž průmysl silně doléhá vývoj v mezinárodním obchodě. Výrazně zpomaluje také hospodářský růst na Slovensku. V průběhu letošního roku se bude ekonomická aktivita v obou zemích postupně zotavovat. Navzdory tomu zůstane růst efektivní zahraniční poptávky do konce příštího roku stále ještě znatelně pod svým dlouhodobě rovnovážným tempem. Rizika výhledu jsou přitom vychýlena směrem k pozvolnějšímu ožívání růstu. Případné další zhoršování podmínek pro mezinárodní obchod, jímž by mohlo být například navýšení cel na dovoz z EU do USA, by mělo za následek déletrvající pokles německé průmyslové výroby. To by se následně mohlo negativně promítnout i do tamního – zatím slušně prosperujícího – sektoru služeb i hospodářského výstupu dalších zemí eurozóny, resp. celé EU.

II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

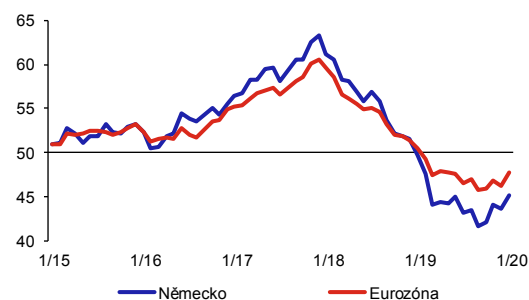
Cena ropy by měla pozvolna klesat z úrovně kolem 65 USD/barel, snižovat se bude i cena plynu v Evropě. Hlavními faktory cenového růstu v průběhu prosince byly nadále příznivé informace ohledně vyjednávání čínsko-americké obchodní smlouvy a dohoda zemí OPEC+ o dalším snížení těžby ropy. Vyostření konfliktu mezi USA a Íránem na začátku ledna cenu ropy dočasně zvýšilo, ale ta se po uklidnění situace následně vrátila na úroveň z poloviny prosince. Tržní křivka ceny ropy Brent ze začátku ledna je nadále klesající a signalizuje cenu 61 USD/barel, resp. 58 USD/barel na konci letošního, resp. příštího roku (Graf II.1.5). Předpověď EIA naopak očekává, že přebytek ropy na trhu odezní v polovině letošního roku a poté by se měla její cena zvýšit na 69 USD/barel na konci roku 2021. Lednový CF očekává v horizontu jednoho roku cenu 63 USD/barel. Koncem ledna došlo k dalšímu poklesu ceny ropy v důsledku obav ze šíření epidemie koronaviru v Číně. Díky mírně zimě a přebytku plynu na trhu se očekává pokles jeho ceny v Evropě.

Výhled obou dílčích indexů cen neenergetických komodit je mírně rostoucí (Graf II.1.5). Dílčí index cen potravinářských komodit v závěru loňského roku silně rostl, k čemuž přispěly zejména ceny pšenice, rýže, cukru, kávy a hovězího masa. Index cen průmyslových kovů vedle toho spíše stagnoval, přičemž rostla cena mědi, naopak pokles zaznamenala cena

Graf II.1.3 PMI ve zpracovatelském průmyslu

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

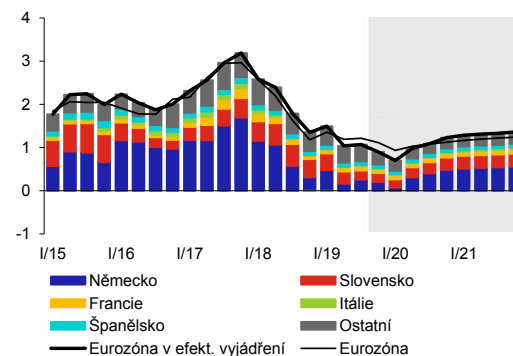
(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



Graf II.1.4 Výhled růstu HDP eurozóny

Růst ekonomické aktivity počátkem tohoto roku dále zvolní, poté začne postupně mírně zrychlovat

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

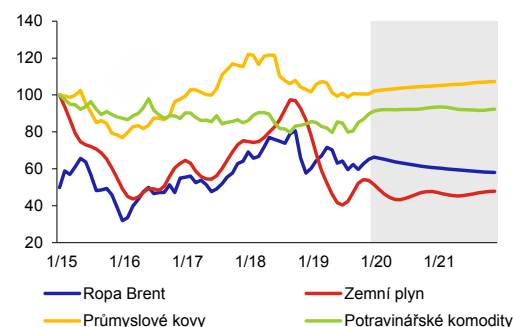


Poznámka: Složka Ostatní zahrnuje zbývajících 12 zemí eurozóny. Její prognózovaný růst odpovídá průměrnému růstu 5 zemí uvedených v grafu.

Graf II.1.5 Ceny ropy a ostatních komodit

Cena ropy Brent by se měla postupně vrátit pod 60 USD/barel; stejně tak se očekává i opětovný pokles cen zemního plynu v Evropě

(ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2015 = 100], průměrná cena zemního plynu v Evropě, pramen: Bloomberg, Světová banka, výpočet ČNB)



4 Důležitým faktem přitom je, že míra nezaměstnanosti klesá v zemích, kde je její hodnota nejvyšší (v listopadu se snížila např. ve Španělsku a Francii).

5 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz Glosář pojmů). Výhledy HDP, PPI a HICP pro jednotlivé země eurozóny vycházejí z modelových propočtů ČNB a dostupných výhledů, včetně lednového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER eura. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a ceny ropy Brent jsou odvozeny z tržních kontraktů k 13. lednu 2020.

niklu. Růstový výhled indexu průmyslových kovů je pak dán výhradně očekávaným vývojem cen hliníku. Zlepšení situace čínského průmyslu a uzavření dílčí čínsko-americké obchodní smlouvy by mohly růst ceny kovů podpořit, i když většina cel zatím zůstává v platnosti.

Vývoj cen v produkční sféře v eurozóně dosáhl v závěru minulého roku svého dna (Graf II.1.6). Vlivem pozorovaného meziročního poklesu ceny ropy byl příspěvek energetické složky k celkovému růstu cen záporný. V souvislosti se zpomalením ekonomického růstu v eurozóně se současně snížil i podíl jádrové složky. Podle údajů za listopad se ceny průmyslových výrobců v eurozóně meziročně snížily o 1,4 %, a to zejména vlivem záporného příspěvku cen energií. V menším rozsahu však k celkovému poklesu průmyslových cen přispělo také pokračující snižování cen meziprodukce. Největší cenový pokles byl z velkých zemí zaznamenán v Itálii (o 3,6 %). Mírně se snížily ceny také v Německu a ve Francii, zatímco na Slovensku došlo k jejich nárůstu o 1,2 %.

V letošním roce se meziroční dynamika cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně začne pozvolna zvyšovat (Graf II.1.6). V prvním čtvrtletí 2020 očekává lednový tržní výhled mírný meziroční nárůst ceny ropy, ovšem v opačném směru bude působit jádrová složka produkčních cen. Od druhého čtvrtletí bude již příspěvek jádrové složky kladný a s postupným ožíváním hospodářského růstu v eurozóně se bude dále zvyšovat. V úhrnu za celý rok by měly výrobní ceny vzrůst o 0,9 %. V roce 2021 je očekáván jejich růst o 1,5 % v návaznosti na zrychlování růstu ekonomické aktivity. Ukazatel v efektivním vyjádření se oproti eurozóně jako takové nachází v letošním roce výše. Důvodem je rychlejší cenový růst na Slovensku ve srovnání s velkými zeměmi eurozóny.

Utlumený zůstává i růst spotřebitelských cen v eurozóně. Inlace spotřebitelských cen v prosinci sice vzrostla na 1,3 % vlivem odeznění záporného příspěvku cen energií, ale jádrová inflace setrvala na hodnotě z listopadu (Graf II.1.7). Za celé čtvrté čtvrtletí 2019 dosáhla meziroční inflace 1 %, tedy stejné hodnoty jako ve čtvrtletí předchozím.

Spotřebitelská inflace v efektivní eurozóně se bude na celém horizontu prognózy pohybovat pod 2 % (Graf II.1.8). Důvodem jsou dlouhodobě utlumené fundamentální inflační tlaky a nízká inflační očekávání. V letošním roce by se inflace měla v průměru nacházet na stejné úrovni jako v loňském roce, tedy na 1,5 %. Jen nepatrně vyšší bude v roce 2021. Růst cen dle efektivního ukazatele by se přitom měl nacházet nad inflací v eurozóně jako takové, a to v důsledku vyšší cenové dynamiky u našeho druhého nejvýznamnějšího obchodního partnera (Slovenska), kde se pro letošní rok očekává inflace ve výši 2,3 %.

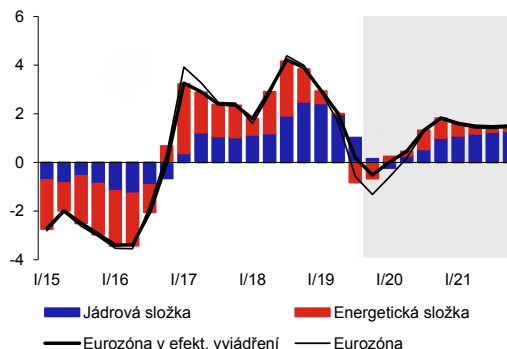
II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Úroková sazba 3M EURIBOR se dle tržního výhledu lehce zvýší až v roce 2021, zůstane však stále ztlačeně záporná (Graf II.1.9). K posunu tržního výhledu směrem k poněkud méně záporným hodnotám (na -0,3 % na konci roku 2021) přispěly zejména nové zprávy z ekonomiky eurozóny, které naznačují

Graf II.1.6 Ceny průmyslových výrobců v eurozóně

Zpomalování tempa růstu cen průmyslových výrobců dosáhlo v závěru loňského roku svého dna, postupně se obnoví jeho kladná dynamika

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

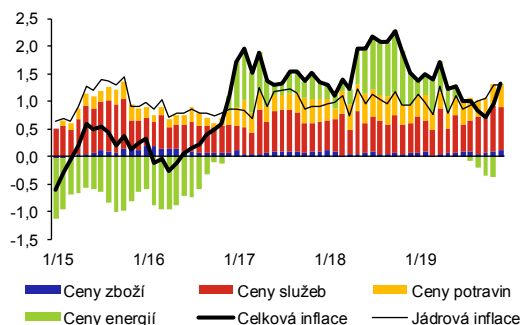


Poznámka: Energetická složka je dána vývojem v průmyslových odvětvích se silnou vazbou na cenu ropy, zbývající část z indexu PPI v efektivním vyjádření představuje jádrová složka.

Graf II.1.7 Inlace v eurozóně

Inlace spotřebitelských cen v prosinci vzrostla vlivem odeznění záporného příspěvku cen energií

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

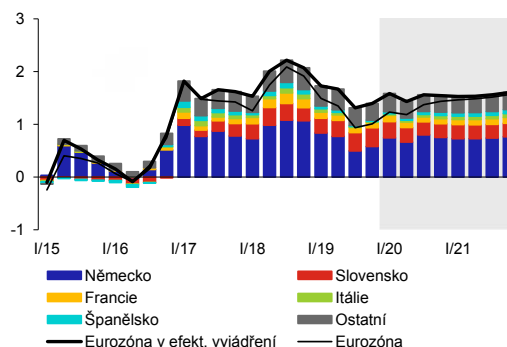


Poznámka: Jádrová inflace je vypočtena na základě indexu HICP bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

Graf II.1.8 Výhled spotřebitelské inflace v eurozóně

Inlace se bude na celém horizontu prognózy nacházet ztlačeně pod cílem ECB

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



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

dosažení cyklického dna. Lednové šetření analytiků CF očekává stabilitu sazby 3M EURIBOR v horizontu jednoho roku na současné úrovni (-0,4 %). Finanční trhy zaznamenaly zklidnění díky odvrácení hrozby neřízeného brexitu a podepsání první fáze obchodní dohody mezi USA a Čínou. Prosincové ani lednové zasedání ECB nepřineslo žádnou změnu v nastavení měnové politiky či oficiální komunikaci.⁶ Uklidnění na finančních trzích v závěru minulého roku se odrazilo také v sazbách s delší splatností. Výnos německého vládního dluhopisu s desetiletou splatností by se měl pozvolna zvyšovat ze současných záporných hodnot na nulu do konce roku 2021 (Graf II.1.10).

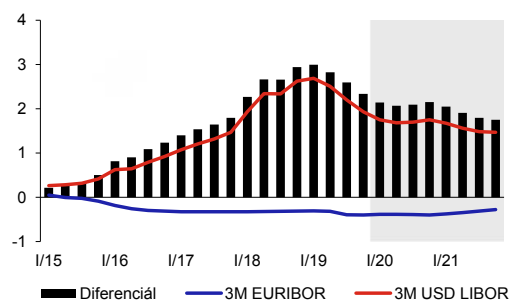
Úroková sazba 3M USD LIBOR se dle tržního výhledu v příštím roce sníží vlivem dalšího uvolnění měnové politiky Fedu (Graf II.1.9). Na konci října se americká centrální banka rozhodla snížit pásmo základních sazeb o čtvrtinu procentního bodu na 1,5 až 1,75 %. Fed zároveň jasně naznačil přestávku ve snižování sazeb s tím, že letos bude vyhodnocovat souhrnný efekt všech tří loňských úprav. Aktuální tržní výhled tedy předpokládá pozvolný pokles sazby 3M USD LIBOR až v průběhu roku 2021, což přispěje ke snižování rozpětí vůči eurové sazbě se stejnou splatností.

Euro bude dle lednového výhledu CF vůči americkému dolaru nepatrně posilovat (Graf II.1.11). Také v efektivním vyjádření by mělo euro posílit, zejména pak vůči čínské a britské měně. Na konci roku 2019 euro vůči americkému dolaru posilovalo zejména vlivem uklidnění situace na finančních trzích (odvrácení hrozby neřízeného brexitu, dohoda mezi USA a Čínou), což bylo podpořeno také náznaky stabilizace ekonomiky eurozóny. Na začátku ledna 2020 se trend obrátil, neboť nové údaje potvrdily stále robustní spotřebitelskou poptávku v USA při zlepšující se bilanci zahraničního obchodu. Na výhledu ale převládá vliv očekávaného snížení sazeb v USA v příštím roce.

Graf II.1.9 3M EURIBOR a 3M USD LIBOR

Rozpětí mezi 3M sazbami ve Spojených státech a v eurozóně se bude snižovat zejména v důsledku očekávaného postupného poklesu sazeb v USA

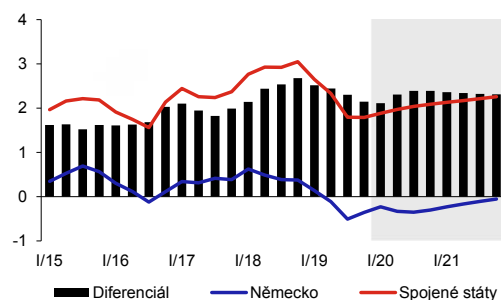
(v %, rozdíly v procentních bodech)



Graf II.1.10 Výnosy desetiletých vládních dluhopisů

V USA i Německu se očekává mírný nárůst výnosů desetiletých vládních dluhopisů, jejich rozpětí se jen lehce zvýší

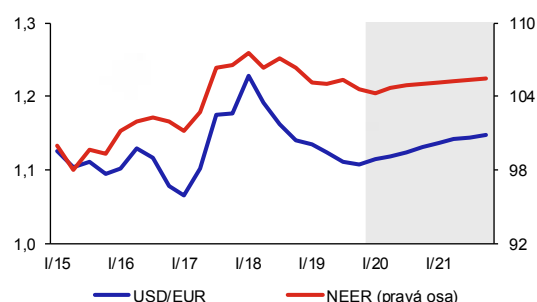
(v %, rozdíly v procentních bodech)



Graf II.1.11 Kurz eura

Výhled předpokládá jen nepatrné posilování kurzu eura vůči americkému dolaru i měnám dalších obchodních partnerů

(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 2015 = 100, pravá osa)



⁶ Prosincové zasedání ECB přitáhlo pozornost k avizované strategické revizi měnové politiky. Jejím cílem je podrobit revizi některé základní parametry měnověpolitického režimu, například definici inflačního cíle (cenové stability) či prozkoumat možnosti zapojení ECB do boje se změnami klimatu. Revize bude probíhat po celý rok 2020 a bude velmi komplexní, včetně vnějších konzultací.

II.2 PROGNOZA

Inflace se v nejbližších měsících zvýší zřetelně nad horní hranici tolerančního pásma 2% cíle, a to především vlivem cenových dopadů změn nepřímých daní v podmínkách přetrvávajících domácích fundamentálních inflačních tlaků. Ty přitom na začátku letošního roku přechodně vzrostou, a to v důsledku vládních opatření zvyšujících spotřebu domácností. Poté se však budou postupně zmírňovat zejména v návaznosti na zvolňující dynamiku mezd. V protiinflačním směru bude na inflaci působit také dočasný pokles dovozních jádrových cen a zvolnění růstu regulovaných cen a následně i cen potravin. V dalším průběhu letošního roku se tak bude inflace postupně zmírňovat a na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle. Měnověpolitická inflace se bude oproti celkové inflaci nacházet níže a během první poloviny příštího roku se vrátí na cíl. K tomu přispěje i zpřísnění měnových podmínek na počátku letošního roku. S prognózou je konzistentní nejprve nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem ve druhé polovině letošního roku. Kurz koruny letos setrvá na posílených hodnotách ze začátku roku. Jeho další lehké posilování lze očekávat až v roce 2021, poté co se zmírní vliv negativního globálního sentimentu. Aktuální zpomalení růstu domácí ekonomiky bude postupně vystřídáno jeho zrychlováním v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Celková inflace setrvá po většinu letošního roku nad horní hranici tolerančního pásma, do blízkosti cíle se vrátí v roce 2021 (Graf II.2.1). Na začátku letošního roku celková inflace dále zrychlí. To bude důsledkem zejména dopadů daňových změn, ke zvýšení inflace však krátkodobě přispěje také nárůst cen pohonných hmot. Zároveň bude vývoj inflace odrážet přetrvávající fundamentální inflační tlaky, které se budou i nadále projevovat ve zvýšené jádrové inflaci i v rychlém růstu cen potravin. Dopady změn nepřímých daní budou v letošním a příštím roce kladné a v první polovině letošního roku bude pokračovat i svižný růst regulovaných cen (Graf II.2.2). Inflace se tak bude v nejbližších měsících pohybovat zřetelně nad horní hranici tolerančního pásma cíle. V dalším průběhu letošního roku se však růst cen postupně zmírní v návaznosti na polevující domácí inflační tlaky, pokles dovozních jádrových cen a odeznívání vysoké dynamiky regulovaných cen. Koncem letošního roku zvolní také růst cen potravin, a inflace se tak na začátku příštího roku sníží do blízkosti 2% cíle. K tomu přispěje i zpřísnění měnových podmínek na začátku letošního roku. Pokles inflace však bude brzděn předpokládanými cenovými dopady změn nepřímých daní.⁷ Vlivem toho se v příštím roce bude celková inflace pohybovat lehce nad cílem.

Měnověpolitická inflace⁸ se bude nacházet pod celkovou inflací a během první poloviny příštího roku se vrátí na 2% cíl (Graf II.2.1). Primární dopady změn nepřímých daní budou na celém horizontu prognózy znatelně kladné. Prognóza zahrnuje zvýšení spotřební daně u cigaret a lihu na začátku letošního roku s primárním dopadem 0,69 procentního bodu do celkové inflace (bez vlivu na měnověpolitickou inflaci). V květnu 2020 dojde ke spuštění třetí a čtvrté vlny EET a s tím spojenému

Tab. II.2.1 Prognóza vybraných veličin

Růst HDP letos dále mírně zpomalí, v roce 2021 opětovně zrychlí lehce pod 3 %

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

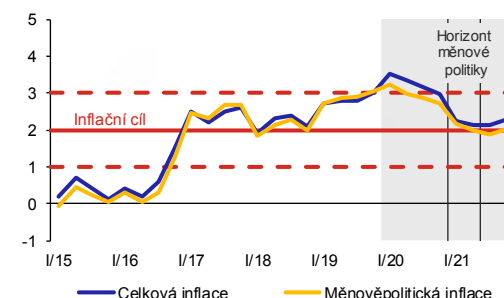
	2018 skut.	2019 skut.	2020 progn.	2021 progn.
Celková inflace	2,1	2,8	3,2	2,2
HDP	2,8	2,5	2,3	2,8
Průměrná nominální mzda	7,6	7,2	5,7	5,2
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,6	25,7	25,3	25,2
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	1,3	2,1	2,3	2,1

Poznámka: Údaje o HDP a průměrné nominální mzdě pro rok 2019 představují očekávanou skutečnost.

Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Po většinu letošního roku se celková inflace bude nacházet nad horní hranici tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se sníží do blízkosti 2% cíle, měnověpolitická inflace bude pod celkovou inflací

(meziroční změny v %)



⁷ Působení změn nepřímých daní v roce 2020 na prognózu inflace podrobně popisoval box v Zol III/2019.

⁸ Měnověpolitická inflace je inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. Rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací odpovídá velikosti primárního daňového dopadu.

snížení sazby DPH u vybraných položek spotřebního koše (s primárním dopadem -0,34 procentního bodu do celkové inflace). Prognóza zároveň předpokládá, že se snížení sazby DPH do cen dotčených položek promítne pouze v omezené míře. Proto jsou (bezprostřední) sekundární dopady těchto změn kladné a souběžně ovlivní celkovou i měnověpolitickou inflaci v roce 2020 a na začátku roku 2021. Další předpokládané zvýšení spotřební daně u cigaret pak proběhne v lednu 2021 s primárním dopadem do celkové inflace ve výši 0,26 procentního bodu (bez vlivu na měnověpolitickou inflaci).

Jádrová inflace se bude letos pohybovat okolo 2,5 % a zvolní v průběhu roku 2021. V nadále vysoké jádrové inflaci (Graf II.2.3) se budou projevovaly přetrvávající zvýšené domácí inflační tlaky, které odrážejí stále mimořádně silné, byť pozvolna polevující napětí na trhu práce. To ovlivňuje cenový růst zejména v sektoru služeb, nicméně jeho promítání je patrné i v sektoru obchodovatelných statků včetně cen potravin (viz BOX 1 v kapitole III.1). Od května letošního roku budou na jádrovou inflaci navíc působit kladné sekundární dopady snížení DPH u některých služeb. V opačném směru bude mít vliv zpřísnění měnových podmínek na počátku letošního roku. S odezněním vlivu uvedených sekundárních dopadů a s postupným zmírňováním domácích inflačních tlaků se jádrová inflace během první poloviny roku 2021 sníží ke 2 %. Poblíž této hodnoty se pak bude nacházet i ve zbytku příštího roku.

Dynamika cen potravin se v nejbližší době udrží na zvýšených hodnotách, zvolní na přelomu letošního a příštího roku.

V růstu cen potravin se budou nadále odrážet přetrvávající domácí poptávkové tlaky (viz BOX 1 v kapitole III.1). Ve stejném směru působí slabá úroda zeleniny, ovoce a brambor v posledních dvou letech (vlivem horkého a suchého počasí), pokračující problémy s morem prasat v Číně a výrazný růst dovozních cen. Potravinové si tak i v nejbližších čtvrtletích udrží svou zvýšenou cenovou dynamiku. Ta se bude po většinu letošního roku pohybovat okolo 3,5 % a zvolní až v jeho závěru (Graf II.2.3). V příštím roce se tempo zdražování potravin zpomalí ke 2 % vlivem zmírnění domácích poptávkových tlaků a zvolnění růstu cen dovážených potravin.

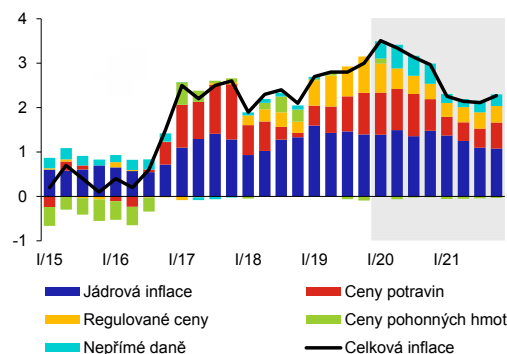
Ceny pohonných hmot se budou převážně snižovat. Výjimkou bude počátek roku 2020, kdy se dočasné zvýšení korunových cen ropy spolu s nízkou srovnávací základnou projeví meziročním růstem cen pohonných hmot u čerpacích stanic. Ten však ve druhém čtvrtletí odezní vlivem očekávaného meziročního poklesu cen ropy při posilujícím kurzu koruny k americkému dolaru. Ceny pohonných hmot následně setrvají v mírném poklesu i po zbytek prognostického horizontu (Graf II.2.3).

Vysoký růst regulovaných cen ze začátku letošního roku bude v jeho dalším průběhu zvolňovat. K tomu přispěje zejména postupné snížení aktuálně vysoké dynamiky cen elektřiny. V menší míře povede ke zpomalujícímu růstu regulovaných cen i očekávané mírné snížení cen plynu pro domácnosti v návaznosti na nedávný pokles cen plynu na světových trzích. Ve stejném směru bude na meziroční růst regulovaných cen působit rovněž zmírnění růstu cen tepla pro domácnosti vlivem snížení sazby DPH. Celkově tak dynamika regulovaných cen na

Graf II.2.2 Struktura inflace a její prognóza

Cenový růst počátkem letošního roku dále zesílí, neboť se k ostatním složkám inflace přidá vliv významného zvýšení nepřímých daní

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

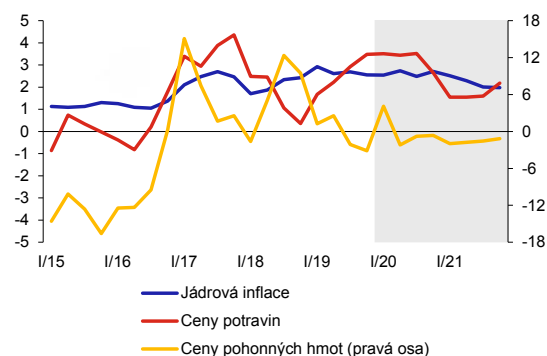


Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

Graf II.2.3 Složky inflace

Dosud výrazný růst cen potravin zvolní koncem letošního roku, jádrová inflace ztlačí na pokles až v roce 2021, zatímco ceny pohonných hmot budou převážně lehce meziročně klesat

(meziroční změny v %)



Tab. II.2.2 Prognóza administrativních vlivů

Růst regulovaných cen bude tažen především zdražováním elektřiny

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

	2018		2019		2020		2021	
	skut.		skut.		progn.		progn.	
REGULOVANÉ CENY a)	1,8	0,27	4,4	0,69	3,0	0,47	2,2	0,35
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	4,4	0,19	10,6	0,45	6,8	0,29	2,8	0,12
ceny zemního plynu	-0,7	-0,02	3,3	0,08	-0,7	-0,02	1,1	0,03
ceny tepla	-0,1	0,00	4,6	0,08	0,9	0,02	2,5	0,05
vodné a stočné	1,7	0,01	2,6	0,02	1,8	0,01	1,7	0,01
reg. ceny ve zdravotnictví	5,0	0,06	2,3	0,03	1,6	0,02	2,7	0,04
ceny v dopravě	-1,9	-0,03	-5,0	-0,08	2,0	0,03	2,1	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

konci letošního roku zvolní až ke 2 %. V roce 2021 pak vzrostou regulované ceny o 2,2 % (Tab. II.2.2).

Po zpevnění na počátku letošního roku zůstane kurz v jeho dalším průběhu stabilní, v příštím roce bude lehce posilovat (Graf II.2.4). Prognóza kurzu je pro první čtvrtletí 2020 nastavena na hodnotě 25,3 CZK/EUR.⁹ Na této hladině kurz setrvá až do začátku příštího roku. Vliv dočasně dalšího rozšíření úrokového diferenciálu vůči zahraničí bude totiž vyvažován jen slabým ekonomickým a cenovým růstem v zahraničí, a to v podmínkách jen postupně odeznívajícího negativního globálního sentimentu. Následně bude kurz posilovat jen lehce a k hladině 25 CZK/EUR se dostane až na konci příštího roku. Ve směru zpevňování kurzu bude přitom na celém horizontu prognózy působit zejména pokračující reálná konvergence české ekonomiky.

S prognózou je konzistentní nejprve nárůst domácích tržních sazeb následovaný jejich poklesem ve druhé polovině roku 2020 (Graf II.2.5). Počáteční nárůst úrokových sazeb odráží především přetrvávající zvýšené domácí inflační tlaky, které budou krátkodobě zesíleny opětovným výrazným zvýšením minimální mzdy a dalšími vládními opatřeními podporujícími růst spotřeby domácností.¹⁰ Ve směru zvýšení sazeb dále působí také sekundární dopady změn nepřímých daní, které ovlivní cenový vývoj v roce 2020 a na začátku roku 2021. V následném poklesu domácích úrokových sazeb se odrazí zmírnění domácích inflačních tlaků v prostředí stále velmi uvolněné měnové politiky v eurozóně.

II.2.2 Náklady a trh práce

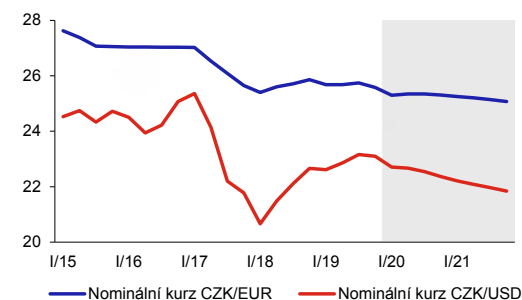
Celkové nominální náklady porostou v letošním i příštím roce zhruba rovnovážným tempem 2 % (Graf II.2.6). Koncem loňského roku se dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru snížila v návaznosti na zpomalení růstu domácích nákladů a pokles dovozních jadrových cen. Ten odrážel jak snížení jadrových cen zahraničních výrobců, tak i posílení kurzu koruny. Příspěvek dovozních cen energií zůstal jen nepatrně záporný. V návaznosti na posílení kurzu počátkem letošního roku budou v první polovině roku 2020 dovozní jadrové ceny působit mírně protiinflačně. Poté se jejich příspěvek vrátí do kladných hodnot vlivem stability kurzu koruny při obnoveném růstu zahraničních cen. Dovozní ceny energií budou růst nákladů lehce brzdit, a to v důsledku klesající trajektorie cen ropy. Domácí nákladové tlaky se budou – po dočasném zrychlení na počátku roku 2020 – postupně zmírňovat při odeznívání napětí na trhu práce. V příštím roce se růst cen domácí meziprodukce sníží ke své dlouhodobé rovnovážné úrovni. Příspěvek cenové konvergence bude na celém horizontu prognózy stabilně kladný.

Růst domácích nákladů bude po dočasném zrychlení na počátku roku 2020 postupně zvolňovat (Graf II.2.7). Ve druhé polovině

Graf II.2.4 Prognóza měnového kurzu

Po zpevnění na počátku letošního roku zůstane kurz koruny k euru v jeho dalším průběhu stabilní, v příštím roce bude lehce posilovat

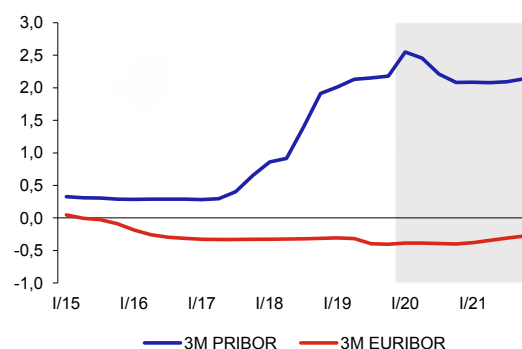
(CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.5 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je konzistentní nejprve nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem ve druhé polovině roku 2020

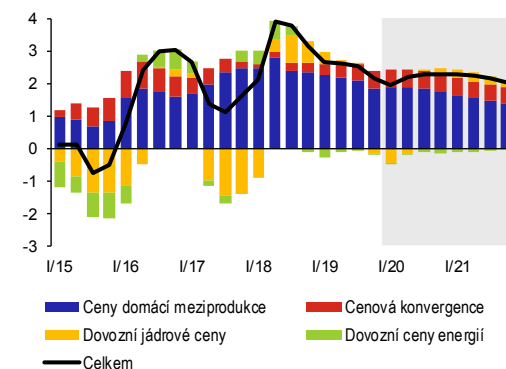
(v %)



Graf II.2.6 Náklady spotřebitelského sektoru

Růst celkových nákladů zůstane na celém horizontu prognózy poblíž 2 %, přičemž proti postupnému zmírňování domácích inflačních tlaků bude působit obnovení růstu dovozních jadrových cen

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



⁹ Pozorované zřetelné zpevnění kurzu na přelomu loňského a letošního roku je interpretováno jako dočasné a fundamentálně nepodložené. Citlivostní scénář v kapitole II.4 popisuje situaci, kdy globální faktory odezní rychleji a kurz koruny se pohybuje na lehce silnějších hodnotách.

¹⁰ Jedná se o nadstandardní navýšení starobních důchodů a zvýšení rodičovského příspěvku od ledna 2020.

loňského roku růst domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce zpomalil, což odráželo zejména zvolnění dynamiky mezd. Na počátku letošního roku naopak růst domácích nákladů přechodně zrychlí v návaznosti na další výrazný nárůst minimální mzdy, navýšení rodičovského příspěvku a pokračující nadstandardní zvyšování starobních důchodů. To podpoří růst spotřeby domácností a poptávkových inflačních tlaků, což se odrazí i ve zvýšení příspěvku ceny kapitálu. Poté se bude růst domácích nákladů postupně zmírňovat vlivem zpomalování mzdového růstu při odeznívání napětí na trhu práce. Domácí nákladové tlaky budou přitom na celém horizontu prognózy tlumeny zvyšováním efektivity práce. Její aktuálně snížený příspěvek se bude postupně navyšovat k dlouhodobé rovnovážné hodnotě, a to v souvislosti s obnovením růstu soukromé investiční aktivity. Naopak ve směru zvyšování nákladů bude na celém horizontu prognózy působit ztlačující kladný příspěvek ceny kapitálu odrážející pokračující růst domácí poptávky a postupné oživení zahraniční poptávky. Koncem příštího roku tak ve výsledku dynamika domácích nákladů zvolní ke 2 %.

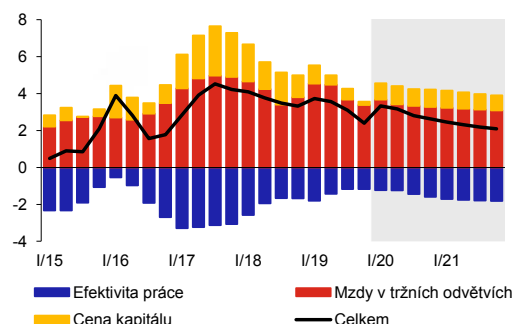
Zaměstnanost přechodně mírně klesne vlivem dopadů utlumeného růstu zahraniční poptávky na vývoj české ekonomiky (Graf II.2.8). V průběhu letošního roku se však její růst opět obnoví v návaznosti na zrychlení dynamiky domácí ekonomické aktivity a související růst poptávky po práci. Kvůli přetrvávajícímu nedostatku volné pracovní síly pocítovanému v některých odvětvích tuzemské ekonomiky, který souvisí s velmi nízkou mírou nezaměstnanosti, však bude dynamika zaměstnanosti po zbytek prognostického horizontu utlumená. Její nárůst bude totiž pokrýván výhradně lehkým růstem pracovní síly – mimo jiné vlivem zvyšování zákonného důchodového věku. Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky bude až do poloviny letošního roku také meziročně klesat. To bude výsledkem pokračujícího snižování zaměstnanosti v průmyslu (na průmyslové podniky negativně dopadá současný útlum ekonomického růstu v zahraničí) při dočasně snížené dynamice zaměstnanosti v sektoru služeb.

Míra nezaměstnanosti setrvá poblíž současných velmi nízkých hodnot (Graf II.2.8). Její jen nepatrný nárůst v letošním roce bude výsledkem utlumené dynamiky zaměstnanosti a pokračujícího mírného růstu pracovní síly. Podobně jako obecná míra nezaměstnanosti se bude vyvíjet i podíl nezaměstnaných osob. Postupně se snižující napětí na trhu práce se odrazí ve slabém nárůstu počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pokračujícím mírném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Růst mezd začne zpomalovat v důsledku polevujícího napětí na trhu práce. Mzdový růst v tržní části ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2019 dle předpokladu prognózy zpomalil na 6,3 % (Graf II.2.9), a to především vlivem dalšího snížení mzdové dynamiky v průmyslu. Vedle pokračujícího, byť slábnoucího napětí na trhu práce bude mzdový růst v letošním roce podpořen i dalším výrazným navýšením minimální mzdy.¹¹ Zpomalování růstu mezd bude na druhou stranu odrážet snahu

Graf II.2.7 Náklady sektoru meziprodukce

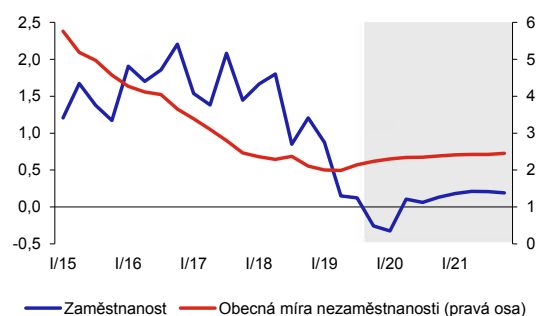
Růst domácích nákladů dočasně zrychlí, následně se bude pozvolna zmírňovat v důsledku snižující se dynamiky mezd i rostoucího příspěvku efektivity práce (nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.8 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost se dočasně mírně sníží a poté se bude zvyšovat jen lehce; míra nezaměstnanosti se nepatrně zvýší

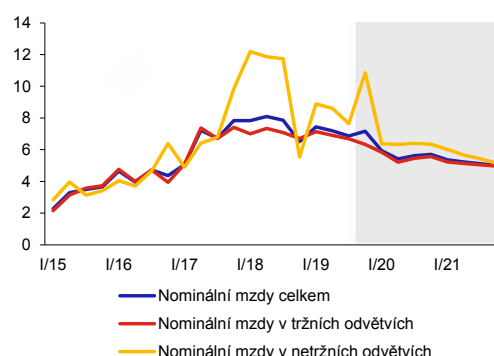
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.9 Průměrné nominální mzdy

Růst mezd v tržních odvětvích bude zpomalovat, dynamika mezd v netržních odvětvích zůstane v nejbližších čtvrtletích rozkolísaná rovněž s tendencí k postupnému poklesu

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



11 Minimální mzda byla od ledna 2020 navýšena o 1 250 Kč na 14 600 Kč.

firem o zachování ziskovosti a cenové konkurenceschopnosti. Růst tržních mezd za celý letošní rok tak zpomalí na 5,5 %, v roce 2021 mzdová dynamika dále zvolní k dlouhodobě rovnovážné 5% úrovni. Nadále bude pokračovat i (vlivem srovnávací základny) rozkolísaný a celkově výrazný, byť postupně zvolňující růst mezd v netržních odvětvích. Ten bude na celém horizontu prognózy odrážet zejména navyšování mezd pro pedagogické pracovníky a ostatní zaměstnance státního sektoru.

II.2.3 Ekonomická aktivita

Po zpomalení ve druhé polovině roku 2019 bude růst HDP postupně zrychlovat v návaznosti na oživení zahraniční poptávky (Graf II.2.10). K růstu tuzemské ekonomiky bude nadále přispívat především růst spotřeby domácností a vlády. Naopak dynamika tvorby hrubého fixního kapitálu naváže na nízká tempa z konce minulého roku, která odrážela především zhoršení hospodářského růstu v eurozóně. Později se ve zvýšení tempa růstu tvorby hrubého fixního kapitálu projeví obnovení růstu soukromých investic v důsledku postupného oživování zahraniční poptávky. To se promítne i v kladném příspěvku čistého vývozu k růstu HDP. V souhrnu uvedené vlivy povedou ke zrychlení růstu české ekonomiky koncem letošního roku. Během příštího roku se dynamika HDP vrátí do blízkosti svého dlouhodobého tempa.

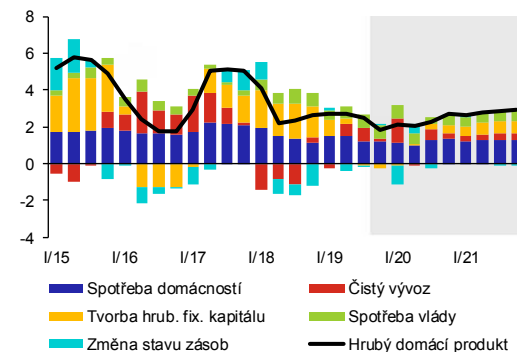
Růst spotřeby domácností zůstane solidní vlivem přetrvávajícího vysokého růstu mezd a dalších příjmů. Silnou, byť postupně zvolňující dynamiku si zachová nominální hrubý disponibilní důchod. Ten bude nadále tažen robustním růstem objemu mezd a platů spolu s významným příspěvkem příjmů podnikatelů a sociálních dávek (Graf II.2.11). Vedle toho budou letos výdaje na soukromou spotřebu podpořeny nejen dalším výrazným růstem minimální mzdy a starobních důchodů, ale též navýšením rodičovského příspěvku.¹² Těmito opatřeními dotčené domácnosti zpravidla vykazují nadprůměrný sklon ke spotřebě. Po přechodném lehkém zvolnění růstu spotřeby na přelomu loňského a letošního roku se její dynamika ve druhém pololetí 2020 vrátí nad 2,5 %, kde setrvá do konce prognostického horizontu (Graf II.2.12), a to při pozvolném nárůstu míry úspor.

Vládní spotřeba se bude nadále zvyšovat jak v návaznosti na růst nemzdových výdajů, tak i platů ve vládním sektoru. V roce 2019 setrval růst vládní spotřeby v průměru nad 3 % a pod tuto hranici v letošním roce zvolní jen lehce (Graf II.2.12). V roce 2021 se její růstové tempo téměř nezmění. Spotřební výdaje vlády v nominálním vyjádření budou letos ovlivněny pokračujícím rychlým zvyšováním náhrad zaměstnancům. Nadále se budou zvyšovat jak běžné (neinvestiční) výdaje, tak i naturální sociální transfery.

Růst fixních investic se v průběhu letošního roku obnoví. K pokračující vysoké investiční aktivitě vlády se v návaznosti na zrychlující růst zahraniční poptávky postupně přidá i soukromý

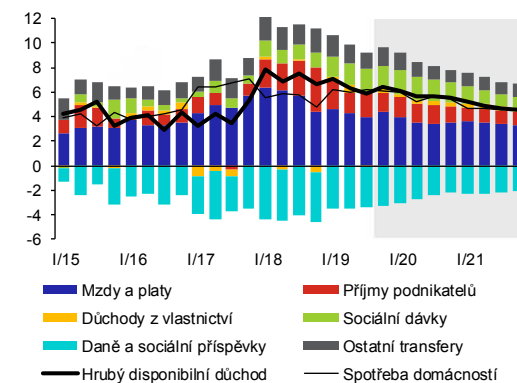
Graf II.2.10 Struktura meziročního růstu HDP

K růstu HDP bude na celém horizontu prognózy stabilně přispívat spotřeba domácností a vlády, naproti tomu příspěvky ostatních složek budou v letošním roce kolísat (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



Graf II.2.11 Nominální disponibilní důchod

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

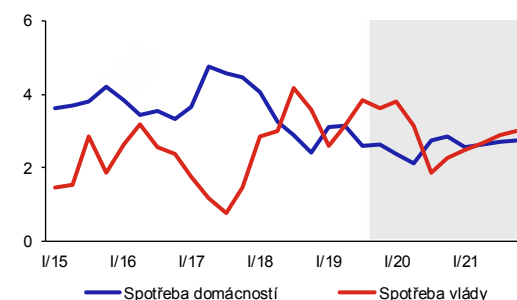


Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

Graf II.2.12 Reálná spotřeba domácností a vlády

Slušný růst spotřeby domácností i vlády bude pokračovat

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



¹² Prognóza předpokládá rovnoměrné rozložení výdajů na konečnou spotřebu plynoucí ze zvýšení rodičovského příspěvku v průběhu roku 2020.

sektor. Vedle zmírnění nejistot ohledně budoucího globálního ekonomického vývoje budou soukromé investice nadále motivovány doposud vysokým využitím stávajících výrobních kapacit a přetrvávajícím napětím na trhu práce. Obnovení růstu soukromých investic nebude výrazně bránit ani zpřísnění domácích měnových podmínek z počátku letošního roku. Meziroční dynamika celkové tvorby hrubého kapitálu bude v letošním roce rozkolísána vlivem předchozího vývoje změny stavu zásob (Graf II.2.13). V roce 2021 již bude růst tvorby hrubého kapitálu stabilní, a to při zhruba vyrovnaném příspěvku vládních (částečně spolufinancovaných z fondů EU) a soukromých investic.

Růst vývozu se v závěru loňského roku zastavil, letos se obnoví jeho kladná dynamika (Graf II.2.14). Vedle zpomalení zahraničního ekonomického růstu tlumilo dynamiku vývozu také zhoršení cenové konkurenceschopnosti domácích výrobců. To vyplývalo především ze zpomalení dynamiky jádrové složky zahraničních cen při pokračujícím vysokém růstu tuzemských mzdových a dalších nákladů. Nepříznivé působení těchto faktorů letos částečně odezní. Dynamika vývozu zboží a služeb se tak zvýší na 3,5 %, a to při přibližné stabilitě kurzu koruny. V roce 2021 růst vývozu dále zrychlí.

Dynamika dovozu se letos zvýší s ohledem na obnovený růst domácí investiční aktivity a zrychlený růst vývozu. Utlumený vývoj vývozu i investic českých podniků v roce 2019 se kvůli jejich vysoké dovozní náročnosti promítl do zpomalující dynamiky dovozu. Ta bude naopak letos podpořena oživením investic i vývozu, vedle toho bude nadále ovlivňována i stabilním růstem domácí spotřebitelské poptávky. Dovoz zboží a služeb tak letos vzroste přibližně o 3 % a v příštím roce jeho růst dále zrychlí (Graf II.2.14).

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP zůstane veskrze kladný. To bude důsledkem o něco rychlejší dynamiky vývozu ve srovnání s dovozem. V roce 2021 se tempa růstu vývozu a dovozu sblíží a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se lehce sníží.

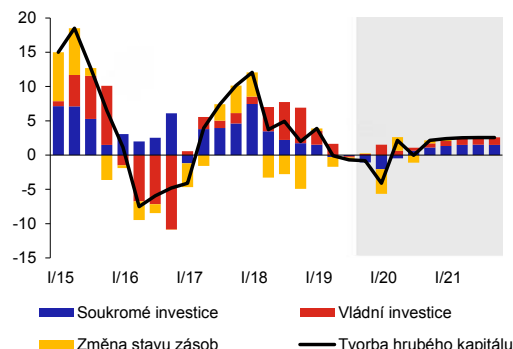
II.2.4 Platební bilance

Přebytek běžného účtu za rok 2019 dosáhl podle předběžných údajů 0,4 % HDP (Graf II.2.15). Jeho nepatrné zvýšení oproti roku 2018 bylo spojeno s růstem přebytku výkonové bilance (Tab. II.2.3), který odrážel zejména nižší dynamiku domácí poptávky a meziroční pokles cen zemního plynu a ropy.¹³ Vliv uvedených faktorů na vývoj výkonové bilance byl však částečně vyvažován zpomalením růstu zahraniční poptávky. Deficit druhotných důchodů zůstal na úrovni roku 2018, při přibližné stabilitě obou dílčích sald (vládních i soukromých převodů). Prohloubení záporného salda prvotních důchodů bylo důsledkem zvyšujících se náhrad placených zahraničním

Graf II.2.13 Rozklad investic

Útlum tvorby hrubého kapitálu letos odezní s obnovením kladného příspěvku soukromých investic

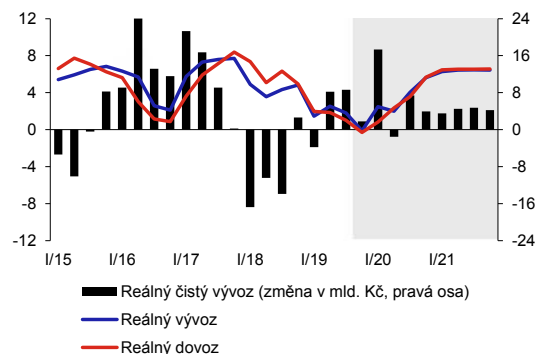
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno, pramen: ČSÚ, příspěvky soukromých a vládních investic: výpočet ČNB)



Graf II.2.14 Reálný vývoz a dovoz

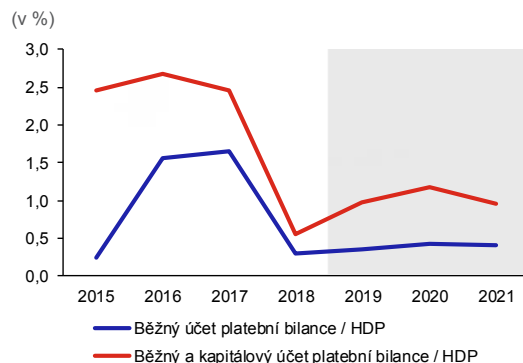
Aktuálně utlumená dynamika vývozu i dovozu postupně zrychlí, což bude odrážet oživení růstu zahraniční poptávky, příspěvek čistého vývozu zůstane kladný

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



Graf II.2.15 Poměry účtů platební bilance k HDP

Přebytek běžného účtu se v poměru k HDP oproti roku 2019 prakticky nezmění



Poznámka: Údaje za rok 2019 představují očekávanou skutečnost.

¹³ Na vývozní straně obchodní bilance zároveň pozitivně působil růst objemu vývozu osobních automobilů, dosažený i při celosvětovém poklesu poptávky po osobních automobilech. Ten byl spojen zejména s vývozem dražších modelů Škody Auto (SUV). Meziročně vyšší kladné saldo bilance služeb bylo pozitivně ovlivněno především růstem příjmů z telekomunikačních služeb a služeb v oblasti počítačů.

zaměstnancům a rostoucích zisků nerezidentů z tuzemských investic.

Přebytek běžného účtu v roce 2020 v objemovém vyjádření dále nepatrně vzroste, v poměru k HDP se ale prakticky nezmění. Lehce rostoucí přebytek výkonové bilance bude odrážet především pokračující meziroční pokles cen paliv, rychlejší růst příjmů z výrobních služeb a oprav než výdajů a mírné zvýšení přebytku ostatních služeb. V rámci prvotních důchodů se zvýší deficit vlivem prohloubení záporného salda výnosů z investic a dalšího růstu náhrad zahraničním zaměstnancům. U bilance druhotných důchodů se předpokládá stabilita záporného salda při protisměrném působení mírně zvýšeného čerpání fondů EU a růstu soukromých transferů do zahraničí.

Také v roce 2021 přebytek běžného účtu zůstane stabilní na úrovni 0,4 % HDP. Další mírné zvýšení přebytku výkonové bilance bude výsledkem oživené dynamiky zahraniční poptávky a pokračujícího nepatrného poklesu cen ropy na jedné straně a naopak zrychlení růstu domácí poptávky na straně druhé. Růst deficitu v rámci prvotních důchodů bude nadále odrážet především rostoucí příjmy nerezidentů z přímých investic a zvyšující se náhrady zahraničním zaměstnancům. Záporné saldo druhotných důchodů zůstane na úrovni roku 2020.

Letos se dle prognózy přebytek kapitálového účtu dále zvýší. To bude dáno jednorázovým výnosem z připravované aukce kmitočtů 5G. Proti tomu se na základě vývoje v letech 2018 a 2019 předpokládá mírný převis výdajů nad příjmy (a tedy výsledné záporné saldo) při obchodování s emisními povolenkami. V roce 2021 přebytek kapitálového účtu klesne na úroveň roku 2019.

Finanční účet vykázal v roce 2019 dle předběžných údajů mírný čistý odliv kapitálu. Čistý příliv kapitálu do ČR v rámci přímých investic (Graf II.2.16) se oproti roku 2018 zmínil. Příčinou bylo snížení salda reinvestovaných zisků a zejména pak změna toků v oblasti dluhového kapitálu (především výrazně zvýšené investice rezidentů v zahraničí). V rámci portfoliových investic (Graf II.2.17) se na straně aktiv u rezidentů dále snižovala držba zahraničních cenných papírů (zejména dluhopisů), a to v důsledku vysoce kladného úrokového diferenciálu mezi českou korunou a eurem. Na straně pasiv ze stejného důvodu rostla držba tuzemských vládních i firemních dluhopisů v rukou nerezidentů. V rámci ostatních investic (bez bankovního sektoru) došlo k poměrně výraznému meziročnímu nárůstu čistého odlivu kapitálu. Ten byl důsledkem splacení zahraničního krátkodobého úvěru vlády, které bylo nahrazeno růstem držby vládních dluhopisů nerezidenty. Výrazné navýšení rezervních aktiv souviselo jak s nárůstem výnosů z devizových rezerv ČNB, tak i s meziročně vyšším celkovým kladným saldem operací vůči EU.

Letos se obnoví čistý příliv kapitálu do ČR zejména vlivem jednorázových příjmů rezidentů z prodeje majetku v zahraničí. Relativně vysoké příjmy z prodeje aktiv ČEZu v Rumunsku a Bulharsku přispějí k tomu, že čistý příliv přímých investic po třech letech přesáhne saldo reinvestovaného zisku. V rámci portfoliových investic bude zajišťovat relativně vysoký čistý příliv kapitálu kladný rozdíl domácích úrokových výnosů oproti

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

Kladné saldo na běžném účtu se lehce zvýší vlivem dalšího nárůstu přebytku výkonové bilance

(v mld. Kč)

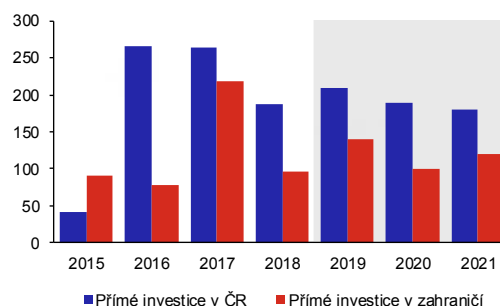
	2018	2019	2020	2021
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	15,5	20,0	25,0	25,0
Zboží	217,2	245,0	265,0	270,0
Služby	120,7	125,0	130,0	135,0
Prvotní důchody	-282,5	-310,0	-330,0	-340,0
Druhotné důchody	-39,9	-40,0	-40,0	-40,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,0	35,0	45,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	12,2	20,0	-30,0	10,0
Přímé investice	-91,3	-70,0	-90,0	-60,0
Portfoliové investice	22,5	-70,0	-100,0	-80,0
Finanční deriváty	-15,3	-	-	-
Ostatní investice	46,3	65,0	70,0	60,0
Rezervní aktiva	50,0	95,0	90,0	90,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

Graf II.2.16 Struktura přímých investic

Oproti roku 2019 se v dalších dvou letech sníží jak čistý příliv přímých investic do ČR, tak i odliv přímých investic do zahraničí

(v mld. Kč)

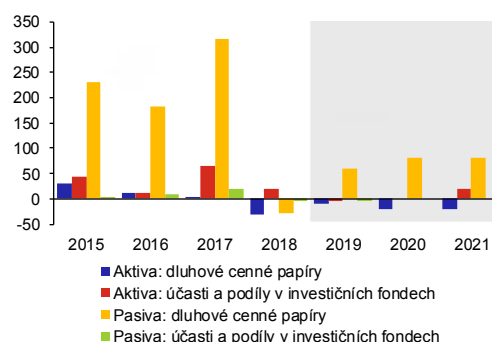


Poznámka: Údaje za rok 2019 představují očekávanou skutečnost.

Graf II.2.17 Struktura portfoliových investic

Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru bude nadále snižovat atraktivitu zahraničních dluhopisů v očích rezidentů

(v mld. Kč)



Poznámka: Údaje za rok 2019 představují očekávanou skutečnost.

zahraničním. Z toho důvodu se nadále očekává mírný pokles držby zahraničních aktiv rezidenty a pokračující zájem nerezidentů o nákup tuzemských vládních a podnikových dluhopisů. U ostatních investic bez operací bankovního sektoru dojde k poměrně výraznému čistému odlivu kapitálu, který však bude – na rozdíl od roku 2019 – koncentrován zejména do podnikatelského sektoru. Přírůstek rezervních aktiv bude obdobný jako v roce 2019, přičemž bude odrážet přibližnou meziroční stabilitu kladného salda transakcí vůči EU i výnosů z devizových rezerv.

V roce 2021 se příliv kapitálu do ČR zastaví vlivem odeznění jednorázového prodeje majetku rezidentů v zahraničí. Vývoj ostatních položek finančního účtu výrazně nevybočí z předchozího trendu a finanční účet jako celek (bez operací bankovního sektoru) je prognózován s velmi mírným čistým odlivem kapitálu.

Domácí ekonomika bude letos dle prognózy generovat významný přebytek deviz, což by mělo působit směrem k posílení koruny. Rozhodující část prognózovaného přebytku je však dána zahrnutím jednorázových příjmů z prodeje aktiv nerezidentům¹⁴, menší část je spojena s očekávaným meziročním poklesem cen ropy a zemního plynu. Významným faktorem kurzového vývoje může být i pohyb krátkodobého kapitálu.¹⁵

II.2.5 Fiskální vývoj

Po několika letech přebytkového hospodaření se vládní sektor v roce 2021 dostane do nepatrného deficitu. V loňském roce skončilo hospodaření vládního sektoru podle odhadu ČNB přebytkem ve výši 0,6 % HDP. V letošním roce se přebytek sníží na 0,3 % HDP a v roce 2021 se vládní sektor dostane do nepatrného schodku ve výši 0,1 % HDP (Tab. II.2.4). Postupné zhoršování výsledků hospodaření vládního sektoru bude způsobeno zejména štedrou výdajovou politikou vlády, která je realizována prostřednictvím zvyšování sociálních transferů, solidní dynamikou náhrad zaměstnanců vládního sektoru a ostatních běžných výdajů. V rychlém růstu sociálních transferů se letos projeví i pokračující nadstandardní zvyšování penzí¹⁶ a navýšení rodičovského příspěvku¹⁷. Expanzivní výdajová politika vlády bude částečně financována nově schválenými opatřeními v daňové oblasti. Příjmy vládního sektoru jsou od letošního roku posilovány zvýšením sazby spotřební daně na cigarety a líh, omezením osvobození výher

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

V roce 2021 se vládní sektor dostane do nepatrného deficitu, poměr vládního dluhu k HDP se bude dále snižovat

(v % nominálního HDP)

	2018	2019	2020	2021
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	41,8	42,0	42,2	42,1
Výdaje vládního sektoru	40,7	41,4	41,9	42,1
z toho: úrokové platby	0,8	0,7	0,7	0,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	1,1	0,6	0,3	-0,1
z toho:				
primární saldo ^{a)}	1,8	1,3	0,9	0,6
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,2	0,2	0,2	0,2
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	0,9	0,4	0,0	-0,2
Cyklická složka (dezagreg. metoda) ^{d)}	0,6	0,5	0,1	0,0
Strukturální saldo (dezagreg. metoda) ^{d)}	0,3	-0,1	-0,1	-0,3
Fiskální pozice v p. b. (dezagreg. metoda) ^{e)}	-0,8	-0,4	0,0	-0,2
Cyklická složka (agreg. metoda) ^{d)}	0,1	0,0	-0,1	0,0
Strukturální saldo (agreg. metoda) ^{d)}	0,8	0,4	0,1	-0,2
Fiskální pozice v p. b. (agreg. metoda) ^{e)}	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	32,6	30,9	29,4	28,2

a) saldo vládního sektoru snižené o úrokové platby

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

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) Odhad ČNB; dezagregovaná metoda je postavena na vývoji jednotlivých daňovýchází v rámci ekonomického cyklu, agregovaná metoda definuje pozici cyklu pouze na základě mezery výstupu.

e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

14 Prodeje majetku ČEZu v zahraničí i příjmy z aukce kmitočtů 5G jsou zahrnuty v predikci na letošní rok, při jejich realizaci však může nastat zpoždění.

15 Domácí úrokové sazby jsou mezi rozvinutými zeměmi druhé nejvyšší a zklidnění situace na finančních trzích činí investice do korunových aktiv pro nerezidenty velmi atraktivní. Proti tomu však působí omezená nabídka vládních dluhopisů a (ne)ochota bank (vzhledem k existujícím limitům na expozice vůči klientům) přijímat další krátkodobá korunová depozita od nerezidentů.

16 Od roku 2019 se zvýšila základní výměra důchodů z 9 % na 10 % průměrné mzdy a seniorům nad 85 let byla přidána částka 1 000 Kč měsíčně, což v souhrnu zvýšilo výdaje na penze o 0,3 % HDP. Od ledna 2020 pak došlo k dalšímu zvýšení důchodů, u průměrného starobního důchodu celkové zvýšení činí 900 Kč (zvýšení výdajů na penze přibližně o 0,1 % HDP).

17 Celková částka rodičovského příspěvku byla s účinností od 1. 1. 2020 navýšena z 220 000 Kč na 300 000 Kč, což znamená navýšení výdajů na sociální dávky zhruba o 0,1 % HDP.

z hazardních her od daně z příjmu, zvýšením sazeb daně z loterií a hazardu¹⁸, změnou metody tvorby a daňové uznatelnosti technických rezerv pojišťoven a od 1. 5. 2020 spuštěním třetí a čtvrté vlny EET¹⁹. Další zvýšení spotřební daně na cigarety se předpokládá od ledna 2021.

Fiskální politika bude v letošním i příštím roce blízko neutrálnímu působení. Nepatrně kladný, resp. jen lehce záporný fiskální impulz (Tab. II.2.5) v letošním, resp. příštím roce totiž odráží skutečnost, že dopady fiskálních diskrečních opatření zahrnutých do prognózy se v souhrnu vzájemně téměř kompenzují. Nad rámec schválených fiskálních diskrečních opatření přispívá v prognóze k nárůstu podílu celkových vládních výdajů na HDP navíc zvýšená dynamika nemzdové složky spotřeby vlády.

Saldo vládního sektoru se bude zhoršovat i ve strukturálním vyjádření, vládní dluh v poměru k HDP však dále klesne. I přes očekávané strukturální schodky vládního sektoru bude na horizontu prognózy nadále plněn střednědobý rozpočtový cíl, kterým je od roku 2020 strukturální schodek ve výši 0,75 % HDP. Vládní dluh se postupně sníží až na 28,2 % HDP v roce 2021, a to vlivem růstu nominálního HDP. Nominální výše vládního dluhu se naproti tomu bude lehce zvyšovat zejména v důsledku postupně se zhoršujícího hospodaření vládního sektoru.

Tab. II.2.5 Fiskální impulz

Fiskální politika bude v letošním i příštím roce blízko neutrálnímu působení

(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2018	2019	2020	2021
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	0,7	0,5	0,1	-0,1
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,4	0,4	0,1	-0,1
soukromé investice	0,0	0,0	0,0	0,0
vládní investice domácí	0,2	0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	0,2	0,1	0,0	0,0

¹⁸ Tyto návrhy daňových změn jsou součástí tzv. sazbového balíčku. Z hlediska rozpočtového dopadu je nejvýznamnější změnou zvýšení spotřební daně na cigarety (0,13 % HDP).

¹⁹ Třetí a čtvrtá vlna EET by měly přispět k navýšení daňových příjmů v rozsahu přibližně 0,1 % HDP. Tento dopad však bude do značné míry kompenzován přeřazením vybraného zboží a některých služeb do snížené sazby DPH, které je se spuštěním třetí a čtvrté vlny EET svázáno.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Změny oproti minulé prognóze plynou především z přehodnocení fundamentálních domácích inflačních tlaků. Ty spolu se změnami nepřímých daní a vyšším výhledem regulovaných cen posouvají inflaci výše. Prostředí déletrvajících a výraznějšího cenového růstu se odrazí i v mírně rychlejším růstu mezd. Po výraznějším zpevnění na začátku letošního roku bude kurz koruny posilovat nepatrně pozvolněji. S novou prognózou je konzistentní obdobná trajektorie domácích úrokových sazeb jako v minulé prognóze. Zmírnění nejistot v zahraničí se promítlo v posunu zahraničních úrokových sazeb k méně záporným hodnotám a ve vyšším výhledu ceny ropy.

V rámci vnějších předpokladů prognózy se posunul výhled sazeb 3M EURIBOR směrem k méně záporným hodnotám. Výhled je vyšší zejména ve vzdálenějším horizontu (Graf II.3.1). Změna odráží posun v očekáváních finančního trhu, který již nepočítá s dalším uvolňováním měnové politiky ECB, neboť nové zprávy z ekonomiky eurozóny naznačují dosažení dna ekonomického cyklu. Výhled růstu HDP v efektivní eurozóně se v nejbližších čtvrtletích oproti minulé prognóze nepatrně zvyšuje, přičemž odráží o něco méně pesimistický vývoj v Německu, Francii a Španělsku. K poměrně významné změně směrem nahoru došlo u očekávané trajektorie ceny ropy, což se projevuje vyšší kladnou dynamikou energetické složky cen průmyslových výrobců v nejbližších čtvrtletích. Naopak jejich jadrová složka byla přehodnocena směrem dolů vlivem pozorovaných hodnot na konci minulého roku. Celkově se výhled cen zahraničních výrobců pro letošní rok oproti minulé prognóze lehce zvyšuje, v příštím roce je naopak nižší. Kurz eura vůči dolaru bude zpočátku posilovat nepatrně rychleji, od druhé poloviny tohoto roku naopak pomaleji.

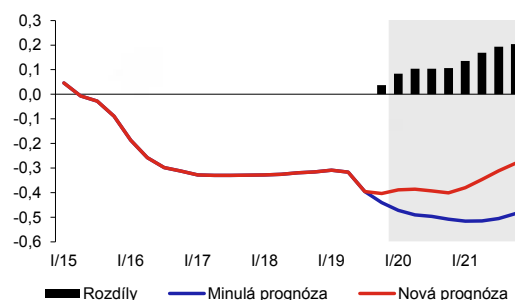
Prognóza domácího ekonomického růstu se v roce 2020 přehodnocuje nepatrně směrem dolů (Graf II.3.2). Růst HDP byl ve druhé polovině loňského roku oproti minulé prognóze mírně nižší vlivem menších příspěvků čistého vývozu a spotřeby domácností. Nižší než dříve očekávané příspěvky obou uvedených složek poptávky přetrvávají i ve výhledu na letošní rok. Nižší příspěvky čistého vývozu přitom budou souviset zejména se silnějším kurzem koruny. Naopak směrem k rychlejšímu růstu HDP oproti minulé prognóze bude působit vyšší dynamika spotřeby vlády, a to zejména v důsledku silnějšího růstu nemzdových výdajů. V roce 2021 zůstává výhled růstu ekonomické aktivity téměř beze změny oproti minulé prognóze.

Mzdová dynamika se v první polovině letošního roku posouvá níže, poté bude naopak mírně rychlejší (Graf II.3.3). Ve druhé polovině roku 2019 byl růst mezd pomalejší, než očekávala minulé prognóza. Příčinou byl především vývoj mezd v průmyslu a částečně i v sektoru služeb. I přes další výrazné zvýšení minimální mzdy na začátku letošního roku²⁰ se prognóza růstu tržních mezd v první polovině letošního roku posouvá mírně níže, a to v návaznosti právě na jejich pozorovaný vývoj koncem loňského roku. V opačném směru bude na mzdovou dynamiku působit vyšší očekávaná inflace, jejíž výhled setrvává oproti minulé prognóze po delší dobu výrazněji nad cílem. Od konce roku 2020 tak bude mzdová dynamika mírně vyšší vůči minulé

Graf II.3.1 Změna prognózy sazby 3M EURIBOR

Eurozóna pravděpodobně dosáhla cyklického dna a finanční trh již nečeká další uvolnění měnové politiky ECB; výhled sazeb se tak posunul výše, zůstává i přesto hluboko v záporných hodnotách

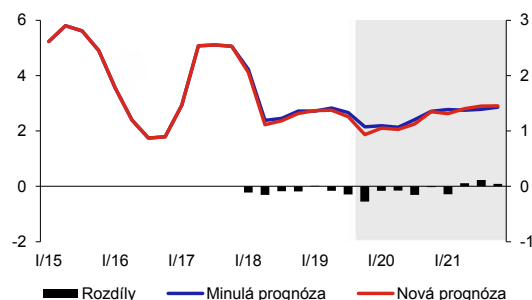
(v %, rozdíly v procentních bodech)



Graf II.3.2 Změna prognózy HDP

Prognóza růstu domácí ekonomické aktivity je letos nepatrně nižší, v roce 2021 jsou změny zanedbatelné

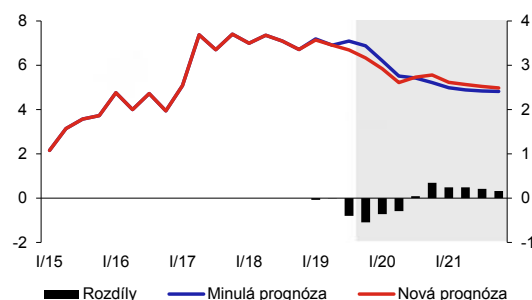
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.3.3 Změna prognózy nominálních mezd v tržních odvětvích

Nižší predikce mezd na počátku prognózy zohledňuje pozorované údaje, v delším horizontu se posouvá mírně směrem vzhůru

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



²⁰ Dopad zvýšení minimální mzdy do mzdového růstu byl oproti minulé prognóze navýšen z 0,15 na 0,2 procentního bodu.

prognóze. Uvedené faktory povedou k lehce silnějším domácím nákladovým tlakům ve srovnání s minulou predikcí.

Výhled inflace se zvyšuje vlivem silnějších domácích cenových tlaků, rychlejšího růstu regulovaných cen a nových změn daní. Celková inflace byla v závěru loňského roku vyšší, než předpovídala minulá prognóza. Příčinou byl výrazně rychlejší než očekávaný růst cen potravin, vyšší jádrová inflace a mírnější pokles cen pohonných hmot. V případě prvních dvou uvedených složek inflace lze vedle krátkodobých nákladových faktorů (a běžné kolísavosti cenového vývoje) identifikovat i silnější působení domácích fundamentů včetně poptávkových tlaků a ziskových marží oproti minulé prognóze. Tyto z počátku silnější domácí fundamentální inflační tlaky budou na začátku letošního roku dále podpořeny jak nově zapracovaným zvýšením rodičovského příspěvku, který bude dále stimulovat růst domácí poptávky, tak i vyšším nárůstem minimální mzdy. To se bude projevovat zejména v pokračujícím rychlejším růstu cen potravin a lehce vyšší jádrové inflaci oproti jejich minulému výhledu. Ve vzdálenějším horizontu bude vyšší růst domácích nákladů podpořen mírně rychlejší mzdovou dynamikou. Příspěvek dovozních cen k růstu celkových nákladů zůstane zhruba stejný jako v minulé prognóze, přičemž zpočátku silnější kurz koruny bude zhruba kompenzován vyššími cenami ropy. Výhled růstu regulovaných cen se v letošním roce mírně zvyšuje v návaznosti na výraznější nárůst cen elektřiny a méně výrazný pokles cen plynu. Pro rok 2021 byl nově zapracován předpoklad o dalším zvýšení spotřební daně u cigaret s odhadovaným dopadem do celkové inflace ve výši 0,25 procentního bodu (bez vlivu na měnověpolitickou inflaci). V souhrnu se tak prognóza celkové inflace v letošním i příštím roce posouvá výše (Graf II.3.4).

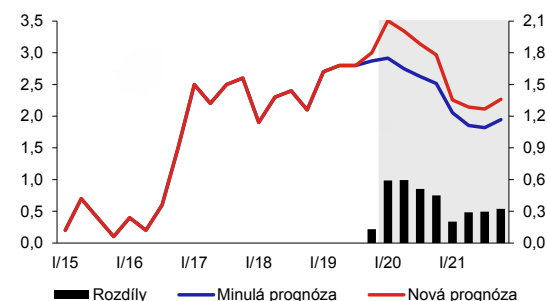
Kurz koruny je na počátku letošního roku silnější, v dalších čtvrtletích však bude naopak zpevňovat pozvolněji (Graf II.3.5). Oproti minulé prognóze silnější kurz koruny vůči euru v prvním čtvrtletí 2020 odráží jeho pozorovaný vývoj koncem loňského roku a v první polovině ledna.²¹ Následně bude kurz posilovat ve srovnání s minulým výhledem o něco pozvolněji, přičemž do konce letošního roku zůstane prakticky stabilní. V tom se bude odrážet zejména méně kladný úrokový diferenciál vůči zahraničí, který je dominantně důsledkem mírně vyšší trajektorie očekávaných úrokových sazeb v eurozóně. Ve směru slabšího kurzu v prognóze rovněž působí horší cenová konkurenceschopnost domácích vývozců, která je důsledkem nižší dynamiky jádrových zahraničních cen.

Nová prognóza přináší nejprve nepatrně nižší, během příštího roku naopak lehce vyšší trajektorii domácích úrokových sazeb (Graf II.3.6). K nepatrně nižším sazbám oproti minulé prognóze zpočátku přispívají především počáteční podmínky. Ty zahrnují zejména vliv nižších úrokových sazeb a utlumenějšího růstu nákladů v podobě mírnější mzdové dynamiky i lehce silnějšího kurzu koncem loňského roku. Ve stejném směru rovněž působí nastavení krátkodobé prognózy kurzu koruny na silnější

Graf II.3.4 Změna prognózy celkové inflace

Prognóza celkové inflace se posouvá výše v důsledku silnějších domácích cenových tlaků, nových daňových změn a rychlejšího růstu regulovaných cen

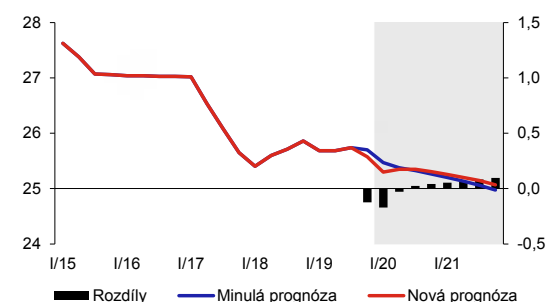
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.3.5 Změna prognózy kurzu

Za pevnějším kurzem koruny vůči euru začátkem letošního roku stojí jeho pozorovaný vývoj, následně bude kurz posilovat pozvolněji ve srovnání s minulou prognózou

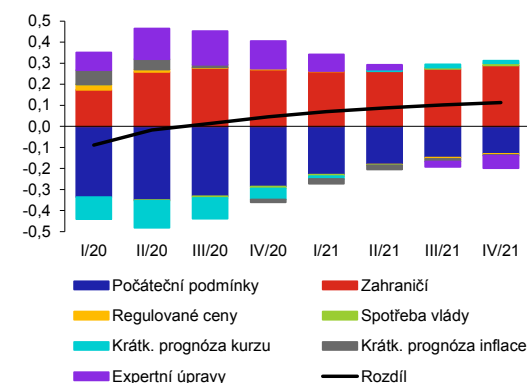
(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Graf II.3.6 Rozklad změn prognózy úrokových sazeb

Výhled úrokových sazeb se podstatně nemění, přičemž vliv jednotlivých faktorů se do značné míry kompenzuje

(3M PRIBOR, v procentních bodech)



²¹ V prognóze je nadále zohledněn pozorovaný vývoj kurzu koruny za poslední rok. Na počátku horizontu je nicméně oproti minulé predikci působení globálního sentimentu na kurz expertně sníženo.

hodnotu. Naopak k oproti minulé prognóze vyšší trajektorii úrokových sazeb přispívá na celém horizontu vývoj v zahraničí. Ten odráží především méně záporné úrokové sazby 3M EURIBOR, ale i vyšší výhled ceny ropy. Směrem k vyšším sazbám, a to zejména v letošním roce, působí rovněž expertní úpravy. Ty zahrnují nově zapracované zvýšení rodičovského příspěvku a oproti předpokladům minulé prognózy lehce vyšší dopad nárůstu minimální mzdy od počátku letošního roku. K lehce vyšším sazbám v nejbližších čtvrtletích přispívá také posun krátkodobé prognózy inflace směrem vzhůru, a to zejména v případě cen potravin.

II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNÓZY

Bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnanou. Protiinflačním rizikem prognózy je budoucí vývoj měnového kurzu. V rámci vnějších předpokladů prognózy nadále zůstává rizikem možné pozvolnější ožívování růstu zahraniční poptávky. Rizikem prognózy v opačném směru je možný rychlejší cenový růst vlivem silnějších domácích inflačních tlaků.

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Rizika a nejistoty vnějšího vývoje se v poslední době zmírnila.

Nicméně oživení růstu zahraniční poptávky může být pozvolnější, než předpokládá prognóza. A to i přesto, že došlo k odvrácení hrozby tvrdého brexitu a uzavření první fáze obchodní smlouvy mezi USA a Čínou.²²

Významnějším rizikem prognózy je tak vývoj měnového kurzu.

Téměř v celém minulém roce kurz setrval na hodnotách kolem 25,7 CZK/EUR. To bylo důsledkem působení globálních faktorů (negativního sentimentu) na finančních trzích v podmínkách snižujícího se zahraničního ekonomického a cenového růstu.²³ Ve světle uvedeného vývoje je nečekaně výrazné posílení koruny na konci loňského roku a v první polovině ledna interpretováno v základním scénáři prognózy jako krátkodobá odchylka. Nemění se tím tedy předpoklad prognózy ohledně jen postupného odeznívání globálních faktorů v dalších čtvrtletích. Nicméně tento předpoklad se nemusí naplnit.

Citlivostní scénář kurzu předpokládá rychlé odeznění globálních faktorů. Nabízí tedy fundamentálně jinou interpretaci posledního kurzového vývoje oproti základnímu scénáři s dopadem do výrazně vyššího tlaku na posilování kurzu i v dalších čtvrtletích. Zároveň je v tomto scénáři pro první čtvrtletí 2020 nastavena hodnota kurzu na 25,1 CZK/EUR, což odpovídá pozorovaným hodnotám z první poloviny ledna. Všechny ostatní předpoklady včetně zahraničního vývoje zůstávají stejné jako v základním scénáři prognózy.

Silnější fundamentální tlak na kurz vede ve scénáři k výrazně nižší trajektorii sazeb a díky tomu jen k lehce nižší inflaci. Přes fundamentálně vyšší tlak na posilování koruny se její kurz v citlivostním scénáři v následujících čtvrtletích stabilizuje jen lehce nad 25 CZK/EUR. Dalšímu zpevnění koruny totiž brání²⁴ výrazně nižší (posléze znatelně klesající) úrokové sazby oproti základnímu scénáři. Konkrétně to znamená, že v prvním čtvrtletí 2020 zůstávají tržní úrokové sazby v citlivostním scénáři přibližně stabilní, zatímco se základním scénářem je konzistentní jejich nárůst.

²² Riziko déletrvajícího a hlubšího zpomalení růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů zachycoval scénář zpracovaný v Zol III/2019.

²³ Počínaje Zol II/2019 byl tento vývoj interpretován jako nárůst perzistentní složky rizikové premie v kurzové rovnici a zohledněn tak v samotné prognóze kurzu.

²⁴ Další zpevnění kurzu je v tomto scénáři – stejně jako v samotné prognóze – tlumeno také jen slabým ekonomickým a cenovým růstem v zahraničí.

Významný tlak na kurz plyne z úrokového diferenciálu a pokračující reálné ekonomické konvergence. Těmto faktorům již náhle nestojí v cestě negativní globální sentiment. Potenciální silné zpevňování kurzu by přitom mohlo ohrozit plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky, pokud by nedošlo k úrokové reakci. Toho si je centrální banka v citlivostním scénáři vědoma a snížením sazeb preventivním způsobem eliminuje potenciální nadměrné zpřísnění celkových měnových podmínek.

Ve výsledku je tak kurz v citlivostním scénáři pouze mírně silnější oproti základnímu scénáři. Lehce výrazněji tudíž tlumí růst dovozních cen a vede k celkově o něco nižším inflačním tlakům vůči základnímu scénáři. Inflace je proto v citlivostním scénáři v ročním horizontu oproti prognóze jen přibližně o 0,2 procentního bodu nižší. Dopady do růstu reálné ekonomické aktivity jsou v souhrnu zanedbatelné. O něco pevnější kurz na jedné straně vede k lehce vyšší dynamice spotřeby domácností, na druhé straně však trochu zhoršuje cenovou konkurenceschopnost vývozců oproti základnímu scénáři. Výsledky simulace, vyjádřené v odchylkách od prognózy, jsou uvedeny v Tab. II.4.1.

Bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnanou. Protiinflačním rizikem prognózy je budoucí vývoj měnového kurzu. V rámci vnějších předpokladů prognózy nadále zůstává rizikem možné pozvolnější ožívování růstu zahraniční poptávky. Rizikem prognózy v opačném směru je možný rychlejší cenový růst vlivem silnějších domácích inflačních tlaků.

II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání v ekonomice jsou nadále ukotvena 2% cílem ČNB. Inflace prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází mírně nad 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu leží inflační očekávání na cíli. Inflace by se podle analytiků měla v nejbližších měsících nadále pohybovat poblíž horní hranice tolerančního pásma cíle, postupně však domácí inflační tlaky poleví a celková inflace zpomalí i vlivem nižšího růstu dovozních cen. Inflační očekávání podnikových manažerů se v ročním horizontu nacházejí lehce nad cílem centrální banky, v horizontu tří let jsou výrazněji nad ním (Tab. II.4.2).

Indikátory domácnostmi vnímané i očekávané inflace se lehce snížily. Kladná hodnota indikátoru vnímané inflace naznačuje, že domácnosti v souhrnu během předchozích 12 měsíců pociťovaly nárůst cen, byť jen nevýrazně (Graf II.4.1). Také indikátor očekávané inflace se v průměru posunul nepatrně níže. Jeho úroveň však signalizuje, že stále převažují respondenti, kteří očekávají v příštích 12 měsících stejný nebo rychlejší cenový růst než v minulosti.

Analytici odhadují, že tempo růstu české ekonomiky letos zpomalí ke 2 % (Tab. II.4.2). Růst HDP by se podle výsledku šetření měl nadále opírat především o spotřebu domácností. Míra cyklického zpomalení české ekonomiky bude podstatně záviset na vývoji zahraniční poptávky (zejména v Německu).

Tab. II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Rychlé odeznění negativního globálního sentimentu vede k výrazně nižším úrokovým sazbám a lehce nižší inflaci, ve výsledku je kurz jen lehce silnější

(odchylky od trajektorií základního scénáře)

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

Tab. II.4.2 Očekávané ukazatele dle IOFT, CF a podniků

Inflační očekávání analytiků jsou v ročním horizontu mírně nad 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu se nacházejí na cíli; růst ekonomiky podle analytiků letos mírně zpomalí

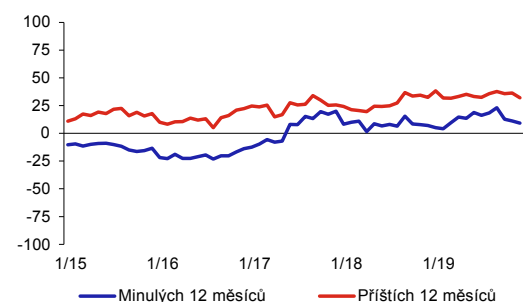
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2019	2,5	2,6	2,6	2,5	
Reálný HDP v roce 2020	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2
Nominální mzdy v roce 2019	6,9	6,9	7,0	7,0	
Nominální mzdy v roce 2020	5,4	5,5	5,5	5,7	5,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,5	25,5	25,4	25,4	25,1
2T repo (v %)	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1
1R PRIBOR (v %)	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3
Podniky:					
Index spotřebitelských cen	2,2			2,2	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,6			2,6	
CF:					
Reálný HDP v roce 2019	2,5	2,6	2,6	2,5	
Reálný HDP v roce 2020	2,3	2,2	2,2	2,1	2,2
Nominální mzdy v roce 2019	6,9	6,8	6,9	7,2	
Nominální mzdy v roce 2020	5,4	5,5	5,6	5,9	5,8
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,5	25,3	25,4	25,2	25,4
3M PRIBOR (v %)	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2

Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace

Vnímaná i očekávaná inflace se z pohledu domácností lehce snížila

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



Nedostatek pracovní síly podle analytiků přetrvává zejména v odvětvích orientovaných na uspokojování domácí poptávky, tedy především ve službách a stavebnictví. Zvolnění růstu ekonomické aktivity však bude doprovázeno oslabením poptávky po pracovní síle, postupným ochlazením přehřátého trhu práce a následně i snížením dynamiky růstu nominálních mezd. Současné tempo růstu nákladů práce je totiž podle analytiků pro firmy dlouhodobě neudržitelné.

V ročním horizontu analytici v průměru prognózují přibližnou stabilitu kurzu koruny i úrokových sazeb. Analytici vnímají relativně velkou citlivost koruny na sentiment na zahraničních trzích. Ten se podle nich zlepšil po britských parlamentních volbách a posunu ve vyjednávání o vzájemných obchodních vztazích mezi USA a Čínou. Posilování kurzu koruny, které by odpovídalo výrazně kladnému úrokovému diferenciálu a pozitivním střednědobým makroekonomickým fundamentům, je však podle nich tlumeno dalšími faktory. K nim patří aktuálně zpomalující růst tuzemské ekonomiky, zhoršování bilance zahraničního obchodu či odliv dividend do zahraničí. Pokles vnímaných nejistot se promítl ve snížení rozpětí mezi maximální a minimální očekávanou hodnotou měnového kurzu v ročním horizontu. Přesto rozpětí zůstává poměrně široké.²⁵ Téměř všichni analytici oslovení v lednovém šetření IOFT očekávali, že bankovní rada ČNB na únorovém zasedání ponechá základní úrokové sazby beze změny, pouze jeden předpokládal zvýšení o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu jejich průměrný odhad 2T repo sazby činil 2,1 %. Do výhledu analytiků, pokud jde o vývoj základních úrokových sazeb, se promítá několik protichůdných faktorů. Na jedné straně inflace zůstává poblíž horní hranice tolerančního pásma, na druhé straně zpomaluje domácí ekonomika i zahraniční poptávka a inflační výhled v eurozóně zůstává nízký.

Analytici předpovídají podobné hodnoty růstu HDP a inflace jako prognóza ČNB, ani skladba měnových podmínek se příliš neliší.

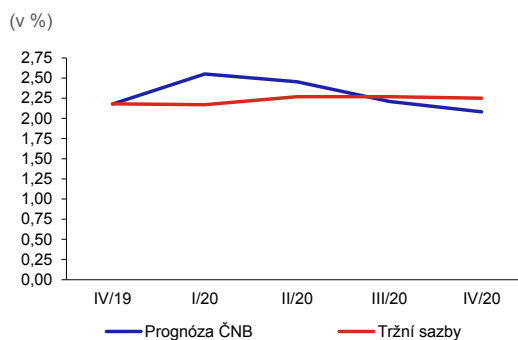
Analytici předpovídají v průměru zhruba stabilitu měnového kurzu podobně jako prognóza ČNB. Jejich výhled úrokových sazeb se s prognózou centrální banky v horizontu jednoho roku téměř shoduje (Tab. II.4.2). Ani mzdová očekávání analytiků se příliš neodchylují od predikce ČNB.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich přibližnou stabilitu v ročním horizontu. S prognózou je konzistentní nejprve nárůst domácích tržních úrokových sazeb následovaný jejich poklesem ve druhé polovině roku 2020. Do poloviny letošního roku se tak tržní výhled nachází mírně pod sazbami z prognózy ČNB (Graf II.4.2).

Graf II.4.2

Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Tržní výhled úrokových sazeb je zhruba stabilní, do poloviny letošního roku se tak nachází mírně pod sazbami z prognózy ČNB, s níž je ve stejném období konzistentní jejich nárůst



Poznámka: Tržní sazby představují pro IV/19 a I/20 3M PRIBOR, pro II/20 až IV/20 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za posledních 10 obchodních dní k 24. lednu 2020.

²⁵ V lednovém šetření IOFT dosáhlo rozpětí kurzu v ročním horizontu 24,3–26,1 CZK/EUR, v průzkumu CF 24,5–26,3 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2019 spotřebitelské ceny vzrostly v průměru o 3 %. V porovnání s prognózou z léta 2018, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se pozorovaná inflace v roce 2019 nacházela výše, přičemž odchylka od predikce se v průběhu roku zvyšovala. Při zpětném pohledu lze měnovou politiku ČNB v minulém období označit z pohledu plnění inflačního cíle jako málo přísnou. V závěru loňského roku inflace vzrostla mírně nad horní hranici tolerančního pásma cíle ČNB. Ke zrychlujícímu růstu spotřebitelských cen v posledních měsících stále nejsilněji přispívala jádrová inflace, významně se na něm však podílela také zvýšená dynamika regulovaných cen a cen potravin. V rámci jádrové inflace se poněkud zmírnilo zdražování neobchodovatelných statků, naproti tomu růst cen obchodovatelných statků zrychlil. Dynamika cen nemovitostí se v průběhu loňského roku dále zmírňovala, přesto zůstávala stále vysoká. V závěru roku se prohloubil pokles dovozních cen. To bylo způsobeno především snížením cen ropy. Pokles zaznamenaly též ceny zemědělských výrobců, když ceny rostlinných produktů propadly vlivem solidní sklizně obilovin. Naopak u cen průmyslových výrobců se dynamika po předchozím déletrvajícím poklesu v závěru loňského roku zvýšila. Nadále velmi rychle rostly ceny stavebních prací. Vlivem silné poptávky pokračoval také robustní růst cen služeb pro podnikatelskou sféru.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

Dle prognózy ze Zol III/2018 měla inflace na celém horizontu setrvat nad cílem a koncem roku 2019 se k němu vrátit (Graf III.1.1).²⁶ Krátkodobé zrychlení růstu spotřebitelských cen do začátku roku 2019 mělo odrážet přetrvávající výrazné domácí inflační tlaky spojené s napjatou situací na trhu práce a kulminujícím růstem mezd. Ve stejném směru měl působit také růst dovozních cen v důsledku oslabení kurzu koruny při svižné dynamice zahraničních cen. Následně měly inflační tlaky z domácí ekonomiky zvolna slábnout vlivem postupného zvolňování ekonomického růstu i dynamiky mezd. Pokračující zpříšňování měnových podmínek a obnovené posilování kurzu koruny pak mělo vrátit inflaci k 2 % cíli.

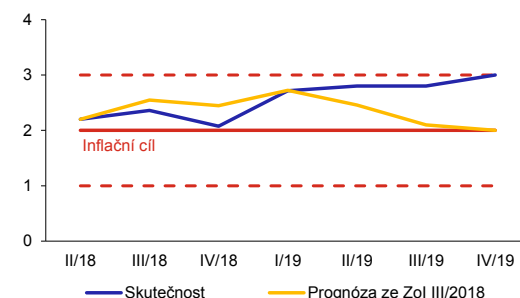
Pozorovaná inflace se zpočátku nacházela mírně pod prognózou, v roce 2019 naopak výrazně nad ní. Rozdíl mezi skutečností a predikcí v průběhu roku 2019 narůstal a v jeho čtvrtém čtvrtletí dosáhl 1 procentního bodu (Tab. III.1.1). K tomu přispěl zejména překvapivě výrazný nárůst regulovaných cen a slabší kurz koruny, který se promítal především ve vyšší než očekávané jádrové inflaci. Rychleji, než bylo očekáváno, rostly také ceny potravin.

Z vnějších faktorů se od předpokladů prognózy odchyloval vývoj výrobních cen i ekonomické aktivity v efektivní eurozóně (Tab. III.1.2). Dynamika zahraničních výrobních cen byla ve srovnání s předpoklady prognózy nejprve mírně vyšší, od poloviny roku 2019 naopak znatelně nižší. Vývoj na konci horizontu odrážel jak slabší nákladové tlaky v důsledku nižší

Graf III.1.1 Srovnání prognózy celkové inflace se skutečností

V průběhu roku 2019 se zvýraznila kladná odchylka skutečné inflace od prognózy

(meziročně v %)



Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Očekávání předčil jak růst regulovaných cen a cen potravin, tak i jádrová inflace

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2018	Skutečnost 4. čtvrtletí 2019	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{c)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,0	3,0	1,0
z toho:			
regulované ceny	1,5	5,3	0,6
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,0	0,0	0,0
jádrová inflace ^{b)}	2,1	2,6	0,3
ceny potravin ^{b)}	2,3	3,5	0,3
ceny pohonných hmot ^{b)}	0,0	-3,1	-0,1

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

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

c) Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

²⁶ 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 čtvrtém čtvrtletí 2019 je přitom – s ohledem na zpoždění v transmissi měnové politiky – nutné zkoumat období od dubna do prosince 2018 (tzv. rozhodné období). Analýza naplnění prognóz se v této kapitole zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci III/2018 s následným vývojem.

ceny ropy Brent, tak i menší poptávkové tlaky plynoucí z výrazně pomalejšího tempa růstu HDP. Ty však byly zpočátku převáženy zřetelně slabším kurzem eura vůči americkému dolaru. Předpoklad setrvání zahraničních úrokových sazeb v záporných hodnotách se naplnil. Ovšem sazby se ve skutečnosti nacházely na ještě nižší úrovni než v prognóze v důsledku dalšího uvolnění měnové politiky ECB v podobě prodloužení programu nákupu aktiv.²⁷ V souhrnu pozorovaný vývoj v zahraničí – dle simulace modelem ČNB – působil oproti hodnocené prognóze ve směru pozvolnějšího posilování kurzu koruny a lehce nižších domácích úrokových sazeb, a to při zhruba neutrálním dopadu do cenového vývoje.

Pozorovaný růst domácího reálného HDP se oproti prognóze nacházel na slabších hodnotách. Za tím stála nižší než očekávaná dynamika spotřeby domácností a investic. Naopak růst vládní spotřeby překonal očekávání, přičemž odrážel překvapivě výrazný nárůst objemu mzdových a částečně i nemzdových výdajů ve vládním sektoru. Nárůst nejistot ve světovém obchodě a zpomalení růstu zahraniční poptávky se projeví ve znatelně nižších dynamikách vývozu a dovozu, než bylo očekáváno. Srovnání s prognózou je do značné míry ovlivněno revizí dat, a to zejména v případě růstu spotřeby domácností a mzdové dynamiky. Ta zůstávala zhruba stabilní a ve srovnání s predikcí tak do začátku roku 2019 ležela níže. Poté se naopak nacházela mírně výše v návaznosti na déletrvající napětí na trhu práce při pokračujícím růstu efektivity práce.

Skladba domácích měnových podmínek se odchylovala od prognózy. Měnový kurz přetrvával na oslabené hladině v důsledku negativního globálního sentimentu a později též vlivem snižujícího se výhledu zahraničního ekonomického a cenového růstu. To zohlednila domácí měnová politika o něco výraznějším zvyšováním úrokových sazeb ve srovnání s predikcí (Tab. III.1.3). Měnové podmínky tak byly oproti očekávání v závěru hodnoceného období v kurzové složce uvolněnější, naopak úroková složka byla oproti prognóze posouvána rychleji směrem k neutrálnímu nastavení.

Měnovou politiku ČNB v době od dubna do prosince 2018 lze z pohledu plnění inflačního cíle hodnotit jako málo přísnou. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V rozhodném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz ve většině případů jako vyrovnaná a dvakrát jako vychýlená v proinflačním směru. Během uvedeného období byly čtyřikrát zvýšeny úrokové sazby. Pozorovaná inflace se přitom ve čtvrtém čtvrtletí 2019 nacházela poblíž horní hranice tolerančního pásma cíle. Z tohoto hlediska tak lze říci, že měnová politika v uvedeném období měla být přísnější, a to i přesto, že zvyšování úrokových sazeb bylo ve skutečnosti výraznější, než předpovídala prognóza z léta 2018.

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí

Zahraniční ekonomická aktivita rostla oproti prognóze znatelně pomaleji

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

		III/18	IV/18	I/19	II/19	III/19	IV/19
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,2	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0
	s	1,8	1,4	1,5	1,0	1,1	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	4,0	3,3	2,5	1,7	1,4	1,4
	s	4,2	3,9	3,0	2,0	0,2	-
3M EURIBOR (v %)	p	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
	s	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,17	1,17	1,19	1,20	1,20	1,20
	s	1,16	1,14	1,14	1,12	1,11	1,11
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	77,8	77,1	76,1	74,9	73,8	72,7
	s	75,8	68,6	63,8	68,5	62,0	62,4

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol III/2018

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin

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

(p – prognóza, s – skutečnost)

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

a) sezonně očištěno

b) v tržních odvětvích

²⁷ Pozorované tržní hodnoty sazby 3M EURIBOR plně neodrážejí zavedení nekonvenčních opatření ECB. Tato opatření jsou zpravidla v prognózách ČNB zachycena prostřednictvím stínových sazeb, které se pohybovaly hlouběji v záporných hodnotách.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí zvýšila v průměru na 3 %, přičemž se v jeho průběhu dostala nad horní hranici tolerančního pásma (Graf III.1.2). K pokračování vysoké cenové dynamiky přispívala stále nejvýznamněji jádrová inflace, zvýšily se však také příspěvky regulovaných cen i cen potravin. Měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí nacházela nepatrně nad celkovou inflací.²⁸

Jádrová inflace se vlivem promítání silných fundamentálních cenových tlaků držela na zvýšených hodnotách. Za tím stálo ve čtvrtém čtvrtletí protisměrné působení zvolňující dynamiky cen neobchodovatelných statků a naopak zesilujícího tempa růstu cen obchodovatelných statků (Graf III.1.3). Postupné zvolňování růstu cen neobchodovatelných statků odráželo prohloubení poklesu cen internetového připojení. Ve stejném směru působila také pozvolna klesající dynamika imputovaného nájemného, která reagovala na slábnoucí růst cen nemovitostí. Nadále silné vedle toho zůstávalo zvyšování cen ostatních služeb spojených s bydlením²⁹. Ke zrychlení cenového růstu pak došlo v oblasti rekreačních a kulturních služeb. Po útlumu v předchozích dvou čtvrtletích se začala dynamika cen obchodovatelných statků v závěru loňského roku postupně zvyšovat. K tomu přispělo jak zastavení cenového poklesu u oděvů a obuvi, tak zmírnění propadu cen u statků pro volný čas. Současně zesílil růst cen bytového vybavení.

Vysoká dynamika regulovaných cen v závěru minulého roku dále zrychlila (Graf III.1.4). To bylo dáno především dalším zvýšením již tak dominantního příspěvku cen elektřiny. V menší míře přispělo rovněž výraznější zdražování ve stravování a obnovení růstu regulovaných cen v dopravě. Na druhé straně dynamika cen tepla a plynu pro domácnosti v prosinci zvolnila.

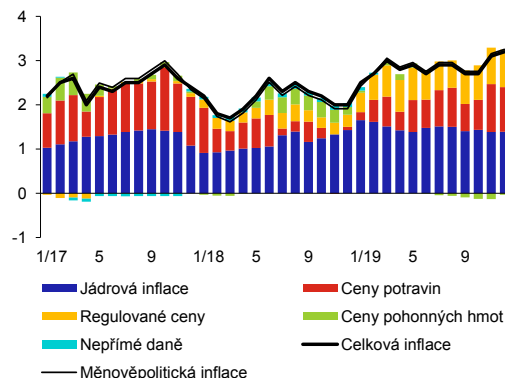
Pokles cen pohonných hmot se v průběhu čtvrtého čtvrtletí nejprve prohluboval, v prosinci se však náhle téměř zastavil (Graf III.1.4). To bylo důsledkem doznívání výrazného meziročního poklesu korunových cen ropy, které však v závěru loňského roku přešly v návaznosti na vývoj světových cen ropy do silného růstu.

Růst cen potravin ve čtvrtém čtvrtletí nejprve výrazně zrychloval, v prosinci pak lehce zvolnil (Graf III.1.4). K zesílení dynamiky cen potravin ve čtvrtém čtvrtletí nejvýznamněji přispělo obnovení růstu cen ovoce a v menší míře i postupně zesilující zdražování masa. V opačném směru působilo snížení růstového příspěvku cen zeleniny. V prosinci růst cen potravin ve srovnání s listopadem lehce zvolnil, a to zejména v návaznosti na dále zmírněné zdražování zeleniny a zvolnění růstu cen pekárenských výrobků. Zrychlení růstu cen potravin v posledních měsících pravděpodobně vedle nákladových vlivů souvisí též s přetrvávajícím napětím na trhu práce a s ním spojenými poptávkovými tlaky (viz BOX 1).

Graf III.1.2 Struktura inflace

Inflace v závěru loňského roku vzrostla lehce nad 3 %, k růstu cen přispěly všechny složky s výjimkou cen pohonných hmot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

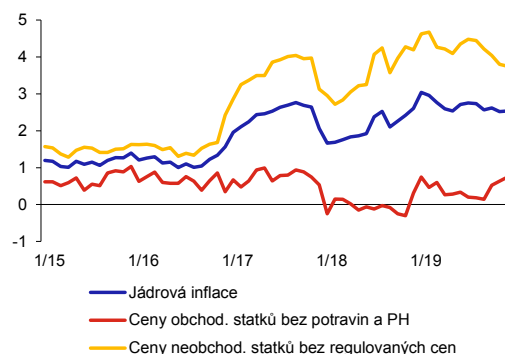


Poznámka: Ceny potravin zahrnují také ceny alkoholických nápojů a tabáku. Příspěvek primárních dopadů změn nepřímých daní se týká neregulovaných cen.

Graf III.1.3 Jádrová inflace

Jádrová inflace se držela na zvýšených hodnotách, a to při protisměrném pohybu meziročních změn cen neobchodovatelných a obchodovatelných statků

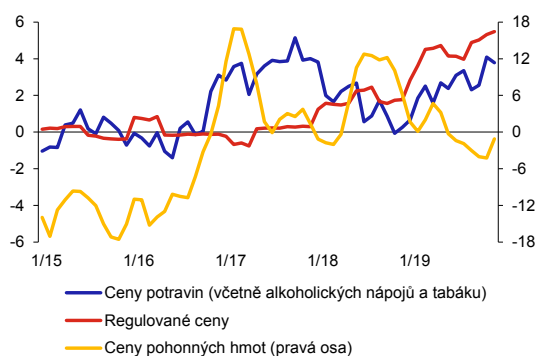
(meziroční změny v %)



Graf III.1.4 Ceny potravin, regulované ceny a ceny pohonných hmot

Dynamika regulovaných cen se během čtvrtého čtvrtletí dále zvýšila, rovněž růst cen potravin v závěru roku zrychlil

(meziroční změny v %)



28 Primární dopad změn nepřímých daní byl ve čtvrtém čtvrtletí lehce záporný, a to vlivem snížení DPH ve veřejné dopravě od února 2019.

29 Jedná se například o služby pro běžnou údržbu a drobné opravy bytu.

BOX 1 Co hýbe cenami potravin?

Do spotřebitelských cen se promítá jak vývoj nákladů, tak úroveň poptávky, růst cen potravin formují hlavně nabídkové faktory. O tom svědčí vysoká korelace mezi růsty spotřebitelských cen, cen potravinářských výrobců a cen zemědělských prvovýrobců (Graf 1). Nad rámec této společné dynamiky však určitou roli hrají vedle nákladů též cyklické poptávkové tlaky, což může vysvětlit jisté rozvolnění vazby mezi vývojem spotřebitelských cen potravin a cen zemědělských prvovýrobců v poslední době. Otázku, jak silný vliv mají cyklické tlaky na vývoj koncových cen potravin pro spotřebitele, se snaží zodpovědět tento box.

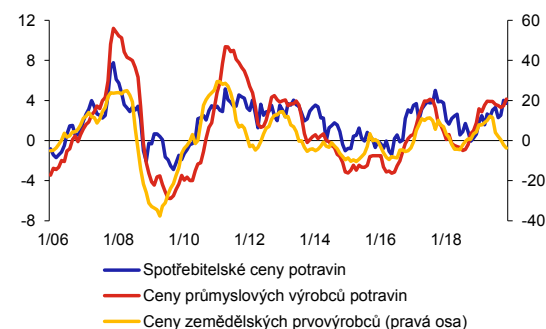
Vlivem silící poptávky se začalo rozpětí mezi spotřebitelskými a výrobními cenami potravin po roce 2016 zvyšovat. Tento trend lze vypořádat u řady potravin, a to na základě dat ČSÚ. S jejich využitím lze pro vybrané potravinářské zboží zjistit ceny na jednotlivých stupních výrobní vertikály. Z nich pak lze spočítat i rozpětí mezi spotřebitelskými cenami a cenami producentů z potravinářského průmyslu, resp. cenami zemědělských prvovýrobců, a to v korunovém vyjádření. Obě rozpětí začala pro většinu sledovaných položek okolo roku 2016 zřetelně narůstat. V loňském roce přitom v mnoha případech dosáhla tato rozpětí v rámci sledovaného období maximálních hodnot. Z toho lze usuzovat, že úroveň poptávky ovlivňovala dynamiku spotřebitelských cen potravin v poslední době skutečně významně. Uvedené aspekty dobře ilustruje příklad s vepřovým masem (Graf 2). Ačkoli se jeho výrobní ceny v přepočtu na kilogram v roce 2018 meziročně viditelně snížily, v obchodech se cena vepřového masa naopak lehce zvýšila. Rozpětí mezi spotřebitelskými a výrobními cenami se tak výrazně zvýšilo, což pravděpodobně odráželo silnou poptávku. V roce 2019 se situace změnila. Kvůli africkému moru prasat v Číně se ceny vepřového masa ve světě výrazně zvýšily a nárůstu se nevyhnul ani český trh. Tento nákladový tlak sice vyústil ve snížení rozpětí mezi spotřebitelskými cenami a cenami výrobců, avšak méně, než by odpovídalo růstu nákladů, a toto rozpětí tak zůstalo na zvýšené úrovni. To indikuje, že se obchodníkům část rostoucích nákladů podařilo přenést na spotřebitele.

Analýza rozpětí spotřebitelských cen a cen výrobců potravin používá trend-cyklický VAR model³⁰. Ten byl aplikován na agregátní data HICP od roku 2005, tj. po vstupu do Evropské unie, a vysvětluje souhrnnou dynamiku cen zemědělských prvovýrobců, potravinářských producentů, spotřebitelských cen a dovozních cen potravin.³¹ Výhodou použitého trend-cyklického modelu je oddělené modelování trendů a cyklických složek, což

Graf 1 (BOX) Ceny potravin

Ceny zemědělských prvovýrobců, ceny potravinářského průmyslu i spotřebitelské ceny potravin jsou ztlačně korelovány

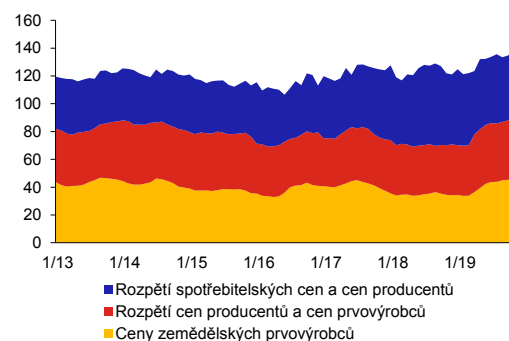
(meziroční změny v %)



Graf 2 (BOX) Ceny vepřového masa v rámci výrobní vertikály

Rozpětí mezi spotřebitelskými cenami a cenami zemědělských prvovýrobců/producentů se udržuje na zvýšené úrovni

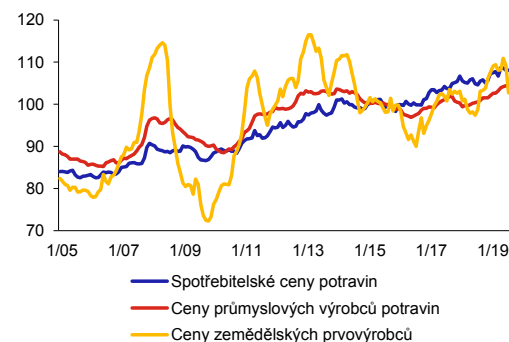
(v Kč za kg)



Graf 3 (BOX) Cenové okruhy v potravinářství

Spotřebitelské ceny potravin rostou dlouhodobě rychleji než ceny výrobců

(index, průměr roku 2015 = 100)



30 Obecnou metodologii trend-cyklických VAR modelů popisuje Andrieu a Brüha (2017): „Forecasting and Policy Analysis with Trend-Cycle Bayesian Vars“ IMF a ČNB (https://michalandrieu.weebly.com/uploads/1/3/9/2/13921270/tc_vars.pdf).

31 Výše zmíněná data ČSÚ ilustrující rozpětí cen na jednotlivých stupních výrobní vertikály v korunovém vyjádření nepostihují celý spotřebitelský koš potravin a jsou dostupná pouze od roku 2013. Proto pro účely odhadu trend-cyklického VAR modelu pracujeme s agregátními indexy, pro něž jsou k dispozici delší časové řady. Vývoj uvedených cenových indexů přitom aproximuje pouze změnu rozpětí a nelze tak s jejich využitím – na rozdíl od individuálních dat – kvantifikovat cenová rozpětí v korunovém vyjádření.

je důležité, neboť spotřebitelské ceny potravin rostou dlouhodobě rychleji než ceny výrobců (Graf 3).³² Model je dále rozšířen o indikátor LUCI, který slouží jako měřítko cyklických poptávkových tlaků. Index LUCI byl zvolen z toho důvodu, že se jedná o souhrnný indikátor napětí na trhu práce. Období s výrazně napjatým trhem práce totiž vytváří předpoklad pro silnou domácí poptávku. Tento indikátor je zároveň k dispozici měsíčně a navíc je konstruován tak, že je přímo cyklický.³³

Výsledky analýzy ukazují na přítomnost poptávkových vlivů ve vývoji cen potravin. Výše uvedený trend-cyklický VAR model umožňuje zkonstruovat hypotetický index spotřebitelských cen potravin za situace neutrálních poptávkových tlaků. Tento hypotetický index tak očišťuje ceny potravin od domácích poptávkových (recesních či naopak expanzivních) tlaků. Odchylka skutečného indexu cen potravin od jeho hypotetické výše (Graf 4) pak indikuje příspěvek domácí poptávky k úrovni spotřebitelských cen potravin. Mírně kladné příspěvky poptávkových tlaků v cenách potravin lze identifikovat v období před vypuknutím globální hospodářské krize. Její příchod znamenal citelný propad poptávky, což se projevilo ve sblížení indexu cen potravin a jeho verze očištěné o poptávkové tlaky na přelomu let 2008 a 2009. Následná vleklá domácí hospodářská recese růst cen potravin tlumila. S nástupem růstové fáze ekonomického cyklu po roce 2015 se následně tlak na růst cen potravin začal postupně zvyšovat.

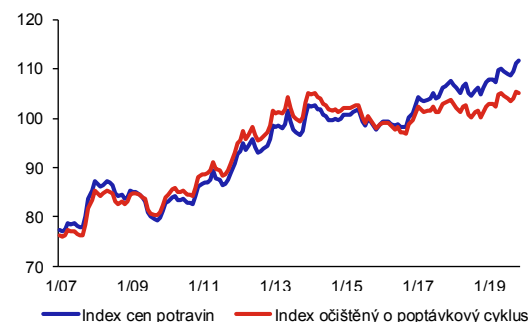
V současnosti zůstávají příspěvky poptávky k růstu spotřebitelských cen potravin kladné. Kladný příspěvek poptávkových tlaků k růstu cen potravin kulminoval v posledním čtvrtletí roku 2017. Poté se až donedávna pozvolna snižoval, v posledních měsících se však opět zvýšil (Graf 5). I v současné době je tak růst cen potravin ztlačován proinflačními poptávkovými tlaky v domácí ekonomice a je rychlejší, než by odpovídalo dynamice nákladů plynoucí ze změn cen zemědělských a potravinářských výrobců a dovozních cen potravin. Průběh výše odhadnutých poptávkových tlaků v cenách potravin zhruba odpovídá konvenčním odhadům mezery výstupu z dílny ČNB, byť je založen na odlišné metodologii i datech. Výsledky boxu tedy nepřímo potvrzují realističnost odhadu mezery výstupu.

Růst cen nemovitostí byl v průběhu loňského roku i přes mírné zpomalení nadále svižný (Graf III.1.5). Dynamika cen bytů a domů v průběhu loňského roku sice postupně zvolňovala, nicméně i tak se ve třetím čtvrtletí držela blízko 9 %. Významným faktorem stále rychlého růstu cen nemovitostí zůstává vedle nedostatečné nabídky bytů ve velkých městech rovněž poměrně nízká úroveň úrokových sazeb u úvěrů na bydlení (hypoték),

Graf 4 (BOX) Index cen potravin

I v cenách potravin se v posledních letech zřetelně projevují poptávkové tlaky

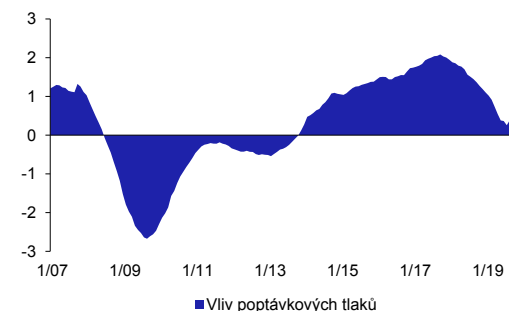
(index, průměr roku 2015 = 100)



Graf 5 (BOX) Poptávkové tlaky ovlivňující dynamiku cen potravin

Poptávkové tlaky přes určité zmírnění nadále urychlují růst cen potravin

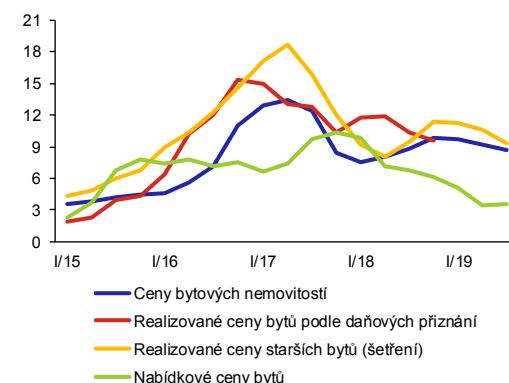
(příspěvek v procentních bodech k meziroční dynamice cen potravin)



Graf III.1.5 Realizované a nabídkové ceny bydlení

Růst realizovaných i nabídkových cen bytů v průběhu loňského roku dále zvolňoval, zůstával však nadále svižný

(meziroční změny v %)



³² Tento fakt je společný i pro jiné konvergující ekonomiky středoevropského regionu, a pravděpodobně tak částečně odráží i změnu poptávky po různých typech potravin a obecnou cenovou konvergenci s tím, jak obyvatelé konvergujících ekonomik bohatnou. Tento dlouhodobý důchodový efekt ovšem není předmětem analýzy boxu. Box se zaměřuje na cyklické efekty spotřebitelské poptávky.

³³ Rozšířený index LUCI byl představen v boxu v rámci Zoi IV/2019.

a to zejména těch s delší fixací. To vedlo v podmínkách pokračujícího růstu české ekonomiky, přetrvávajícího napětí na trhu práce a s tím související dobré finanční situace domácností v posledních letech k nadhodnocení cen nemovitostí. Jen postupně se snižující dynamika cen během minulého roku je patrná i na trhu se staršími byty.

Dynamika CPIH byla ve třetím čtvrtletí loňského roku ve srovnání se spotřebitelskou inflací o 0,9 procentního bodu výše (Graf III.1.6). To bylo dáno pokračujícím svižným – byť postupně zpomalujícím – růstem cen nemovitostí. Růst experimentálního indexu CPIH, který zahrnuje ceny nejen nových, ale i starších nemovitostí včetně pozemků, dosáhl ve třetím čtvrtletí loňského roku 3,7 %, a zůstal tak na hodnotách z předchozího čtvrtletí, stejně jako spotřebitelská inflace.

III.1.3 Dovozy a produkční ceny

Pokles dovozních cen se koncem loňského roku dále prohloubil (Graf III.1.7). Nejvýrazněji klesaly ceny minerálních paliv, v říjnu se přidal také pokles dynamiky většiny cen výrobků a polotovarů. Mírným tempem rostly pouze ceny strojů a dopravních prostředků. Příspěvky cen neenergetických surovin a potravin zůstaly zanedbatelné. Do poklesu dovozních cen se promítly klesající ceny průmyslových výrobců v eurozóně, meziročně nižší ceny ropy a mírně posilující kurz koruny.

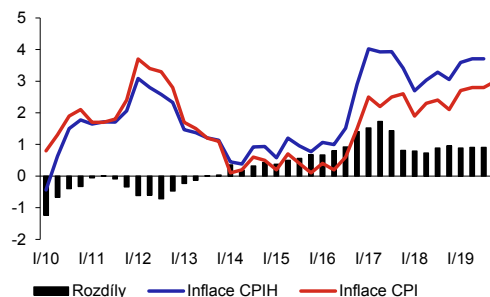
Dynamika cen průmyslových výrobců se v prosinci po předchozím delším poklesu zvýšila ke 2 % (Graf III.1.8). Tento vývoj byl způsoben především opětovným nárůstem příspěvku surovin a energií. K nárůstu cen elektřiny se koncem roku přidalo také obnovení růstu cen koksu a rafinérských produktů. Potravinářství si vedle toho drželo stabilní kladný příspěvek. Vliv cen v ostatním zpracovatelském průmyslu byl ve čtvrtém čtvrtletí v průměru lehce kladný. Nahoru ho táhlo hlavně odvětví nábytku, v opačném směru působily ceny dopravních prostředků. V odvětví zpracování kovů přešla dynamika cen do mírně záporných hodnot.

Ceny zemědělských výrobců začaly ve čtvrtém čtvrtletí meziročně klesat (Graf III.1.9). Za tím stál výhradně vývoj cen rostlinné produkce. Ty v závěru roku výrazně propadly, ačkoliv v první polovině roku rostly tempem přes 15 %. Skokově se snížily především ceny obilovin, které ovlivnila příznivá sklizeň v ČR i ve světě. Zpomalil také donedávna rychlý růst cen zeleniny a brambor, v důsledku přebytků na evropském trhu s cukrem se výrazně propadly i ceny cukrové řepy. Naproti tomu v živočišné výrobě ceny nadále svižně rostly. Pokračoval zejména růst cen jatečných prasat, což bylo dominantně ovlivněno probíhající epidemií prasečího moru v řadě zemí jihovýchodní Asie. Rostly též ceny mléka, zatímco u ostatních položek ceny většinou klesaly.

Růst cen stavebních prací pokračuje v rychlém tempu, dynamika cen tržních služeb zůstává svižná (Graf III.1.10). Přetrvávající vysoký růst cen stavebních prací odráží stále výraznou poptávku po stavební produkci a rostoucí ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví. V rámci tržních služeb pro podnikatele zaznamenaly citelný nárůst zejména

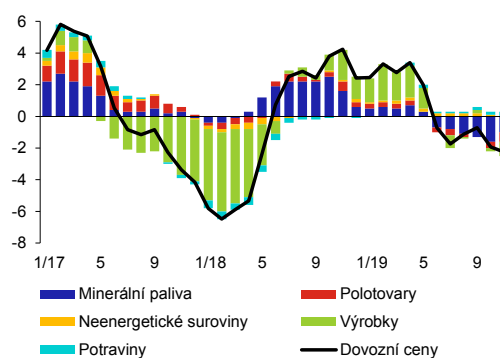
Graf III.1.6 Experimentální cenový index CPIH

Index CPIH si ve třetím čtvrtletí stejně jako spotřebitelské ceny udržel vysokou růstovou dynamiku z předchozího čtvrtletí (meziroční změny v %)



Graf III.1.7 Dovozy a ceny

Za prohlubujícím se poklesem dovozních cen stály příspěvky cen minerálních paliv, výrobků a polotovarů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

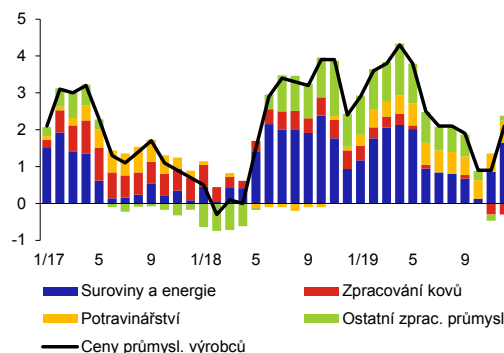


Poznámka: Potraviny zahrnují také nápoje a tabák.

Graf III.1.8 Ceny průmyslových výrobců

Růst cen průmyslových výrobců po předchozím delším zpomalování zrychlil ke 2 %, a to zejména vlivem zvýšení příspěvku cen surovin a energií

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

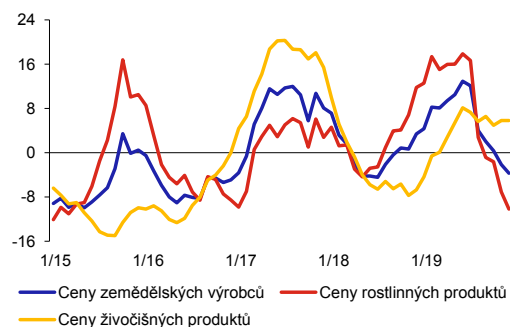


ceny za služby v oblasti zaměstnání, programování, informační služby, a také za reklamní služby a průzkum trhu. Naopak klesaly ceny za skladování a ceny podpůrných služeb v dopravě.

Graf III.1.9 Ceny zemědělských výrobců

Ceny rostlinných produktů se výrazně propadly, zatímco ceny živočišných výrobků dále svižně rostly

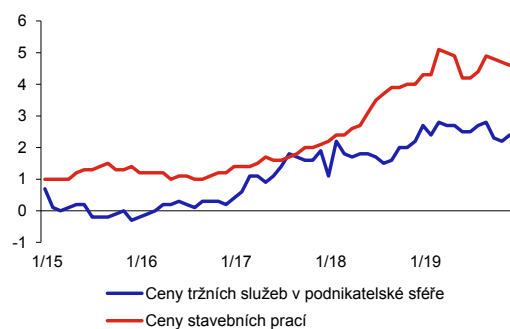
(meziroční změny v %)



Graf III.1.10 Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru a ceny stavebních prací

Růst cen stavebních prací pokračuje v rychlém tempu, dynamika cen tržních služeb zůstává rovněž robustní

(meziroční změny v %)



III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Výkon české ekonomiky se vlivem zpomalení jejího růstu na 2,5 % ve třetím čtvrtletí loňského roku navracel do blízkosti potenciálního výstupu. Za nicméně stále solidním tempem zvyšování domácí ekonomické aktivity stojí především konečná spotřeba. Kladně přitom přispíval také čistý vývoz, a to i přes oslabení růstu vývozu a dovozu v návaznosti nejen na ekonomické zpomalení v zahraničí, ale i na mírné zvolnění růstu domácí poptávky. Dynamiku HDP naopak negativně ovlivnilo snížení příspěvku tvorby hrubého kapitálu. Z pohledu nabídkové strany ekonomiky zůstává hlavním tahounem růstu hrubé přidané hodnoty terciární sektor. Produkce v průmyslu vlivem pokračujícího slabého zahraničního růstu převážně klesala, stavebnictví naopak svoji růstovou dynamiku v listopadu oživilo. Spotřebitelský sentiment se v lednu skokově snížil, podnikatelská nálada zůstává i přes mírné zhoršení stále relativně příznivá.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Česká ekonomika se aktuálně nachází v blízkosti svého odhadovaného potenciálního výstupu. Postupné uzavírání kladné mezery výstupu z jejího vrcholu v roce 2017 (Graf III.2.1) souviselo podle malého strukturálního modelu se zpomalením růstu HDP pod 3 %. Současně oslabovala dynamika zaměstnanosti a doposud extrémně silné proinflační působení trhu práce začalo pozvolna polevovat. Na horizontu prognózy se bude aktuálně mírně kladná mezera výstupu dále postupně uzavírat v důsledku zpřísnění domácích měnových podmínek a přechodného zpomalení růstu zahraniční poptávky. Alternativní odhad pomocí produkční funkce, který přímo nezohledňuje vývoj inflace a vliv měnové politiky, naopak naznačuje, že ekonomika na svůj potenciál již dosedla a zůstane v jeho blízkosti i na horizontu prognózy.

Dynamika potenciálního produktu se bude na horizontu prognózy pohybovat převážně mírně pod 3 % (Graf III.2.2). K postupnému zrychlování potenciálního produktu docházelo v průběhu let po překonání dozvuků hospodářské krize a obnovení výrazného růstu domácí ekonomické aktivity při jen umírněných inflačních tlacích. Z pohledu faktorů vstupujících do produkční funkce došlo v posledních letech na trhu práce ke strukturálnímu zlepšení, při němž rostoucí míra participace působila na zrychlení růstu rovnovážné zaměstnanosti. Donedávna též pokračoval svižný růst investic nefinančních podniků, i když dynamika celkových fixních investic byla rozkolísána vlivem nerovnoměrného čerpání evropských fondů. Od přelomu let 2018 a 2019 dochází dle obou metod ke zpomalování růstu potenciálního produktu. Za ním stojí především oslabení dynamiky investiční aktivity, které se zpožděním působí na zpomalování růstu produktivity práce. Na prognóze se dynamika investic v souvislosti s oživením růstu zahraniční poptávky opětovně oživí, což povede nejprve k ustálení a následně k mírnému zrychlení růstu produktivity práce a zhruba stabilnímu zvyšování potenciálního produktu.

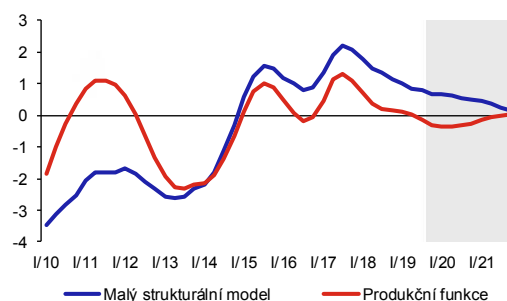
III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Hrubý domácí produkt se ve třetím čtvrtletí loňského roku zvýšil o 2,5 % (Graf III.2.3). Oproti prvnímu pololetí tak došlo k mírnému zpomalení jeho růstu. V tomto směru působilo oslabení růstu spotřeby domácností a zastavení růstu fixních investic. V opačném směru, v souhrnu ale v menším rozsahu, měly vliv

Graf III.2.1 Mezera výstupu

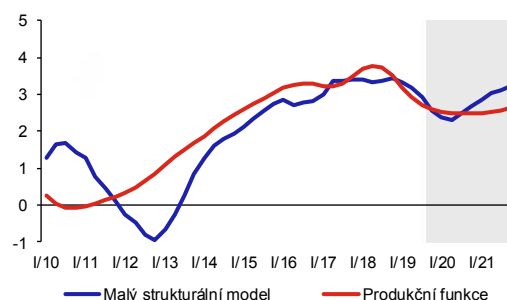
Podle malého strukturálního modelu se bude mírně kladná mezera výstupu dále postupně uzavírat, podle produkční funkce zůstane výkon české ekonomiky v blízkosti potenciálu i na prognóze

(v % potenciálního produktu)



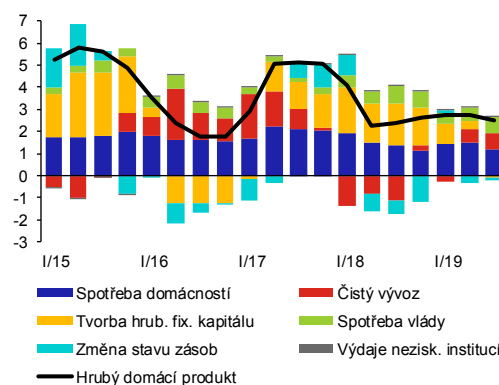
Graf III.2.2 Potenciální produkt

Růst potenciálního produktu se po přechodném zvolnění vrátí ke 3 %, podle produkční funkce se ustálí lehce níže (meziroční změny v %)



Graf III.2.3 Hrubý domácí produkt

Motorem pokračujícího růstu české ekonomiky zůstává spotřeba domácností, kladně přispěly také spotřeba vlády a čistý vývoz, růst fixních investic se zastavil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



zmírnění záporného příspěvku změny stavu zásob, zrychlení růstu spotřeby vlády a lehké zvýšení příspěvku čistého vývozu.

I přes zvolnění růstové dynamiky zůstává spotřeba domácností hlavním tahounem pokračujícího ekonomického růstu. Spotřebu domácností³⁴ podporuje nadále silný růst jejich příjmů i celkově příznivý spotřebitelský sentiment. Nárůst svých výdajů domácnosti směřují již delší dobu především do zvýšení krátkodobé spotřeby a nákupů služeb. Ve třetím čtvrtletí došlo k dalšímu lehkému snížení dynamiky hrubého disponibilního důchodu. Ta se přitom dostala pod tempo růstu spotřeby domácností (Graf III.2.4), z čehož vyplývá lehký meziroční pokles míry úspor. Na konci loňského roku došlo k přechodnému zlepšení spotřebitelské důvěry, která se však v lednu citelně zhoršila, a to v souvislosti se zvýšením obav z budoucího ekonomického vývoje a poklesem úmyslu spořit (Graf III.2.5). Stablně příznivá zůstává i vnímaná finanční situace domácností. Jak v říjnu, tak v listopadu 2019 pokračoval robustní růst tržeb v maloobchodě.

Ve třetím čtvrtletí loňského roku robustně rostla také spotřeba vlády. Vysoký růst nominální spotřeby vlády odrážel jak svižnou dynamiku nemzdových spotřebních výdajů, tak rychlý růst mezd ve vládním sektoru. Ten se však zároveň projevil ve vysoké dynamice deflátoru vládní spotřeby, což částečně tlumilo její nárůst v reálném vyjádření, který i přesto dosáhl téměř 4 %.

Fixní investice vlády i podniků meziročně lehce klesly, naopak investice domácností dále vzrostly (Graf III.2.6). Stále nevýrazný růst poptávky i zhoršený sentiment v zahraničí nadále tlumily investiční aktivitu ve všech sektorech domácí ekonomiky. Na dalším snížení meziroční dynamiky celkových fixních investic se přitom nejvýrazněji podílelo odeznění doposud kladného příspěvku vlády, což však bylo způsobeno efektem vysoké srovnávací základny roku 2018. Úroveň vládních investic tak zůstala nadále solidní. Investiční aktivitu v tomto sektoru významnou měrou podporuje pokračující čerpání evropských fondů. Viditelně se snížil také příspěvek investic finančních institucí. Domácnosti směřovaly své rostoucí kapitálové výdaje především do bydlení. Pokračující růst jejich investiční aktivity umožňuje nadále svižná dynamika jejich příjmů. Stimulem jsou také nízké úrokové sazby z hypotečních úvěrů. Na straně nabídky došlo k výraznému zrychlení růstu počtu zahájených i dokončených bytů.

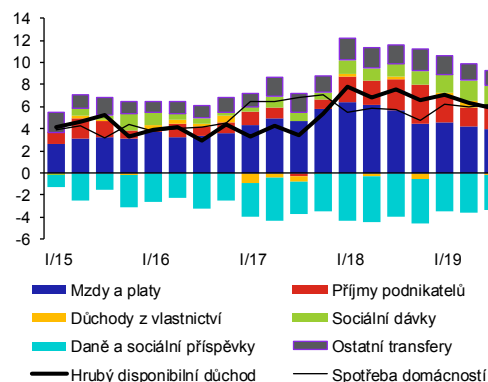
Příspěvek tvorby zásob k růstu HDP byl ve třetím čtvrtletí loňského roku zhruba neutrální. To pravděpodobně odráželo přetrvávající obavy firem z pokračujícího nevýrazného růstu zahraniční poptávky.

Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se ve třetím čtvrtletí nepatrně zvýšil, a to při poklesu dynamiky vývozu i dovozu. Slabá zahraniční poptávka se projevila ve zvolnění růstu vývozu zboží i služeb. Dynamiku vývozu podporoval pouze vývoz automobilového průmyslu, příspěvky jiných odvětví byly zanedbatelné. Vzhledem ke stabilní a vysoké dovozní náročnosti

Graf III.2.4 Disponibilní důchod

Za pokračujícím, byť postupně zvolňujícím růstem hrubého disponibilního důchodu stály především příspěvky mezd a platů a příjmů podnikatelů

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

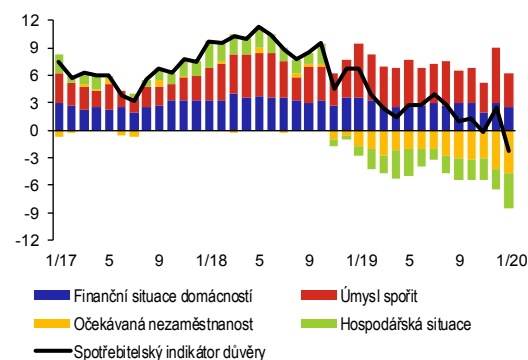


Poznámka: Příjmy podnikatelů představují hrubý provozní přebytek a smíšený důchod.

Graf III.2.5 Saldo spotřebitelské důvěry

Spotřebitelská důvěra se v lednu zhoršila

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

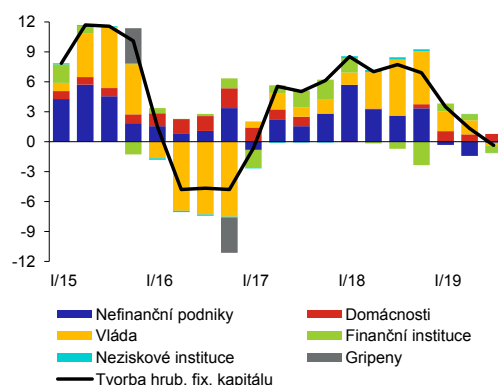


Poznámka: Jedná se o očekávání v horizontu 12 měsíců.

Graf III.2.6 Investice podle sektorů

Růst investiční aktivity se zastavil, přičemž si kladnou růstovou dynamiku udržely jen investice v sektoru domácností

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



³⁴ V reálném vyjádření spotřeba domácností ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně stagnovala, a to i přes pokračující robustní růst maloobchodních tržeb.

českého vývozu došlo rovněž ke snížení dynamiky dovozu. Ta byla brzděna také zpomalením růstu domácí poptávky. Zvolnil přitom růst dovozu zboží, naopak mírně zrychlila dynamika dovozu služeb. Podle detailnější odvětvové struktury za tím stál stejně jako v roce 2018 příspěvek ostatních podnikatelských služeb. Vzhledem k obdobnému zvolnění dynamik vývozu i dovozu (Graf III.2.7) došlo oproti předchozímu čtvrtletí jen k nepatrnému zvýšení příspěvku čistého vývozu k růstu HDP na 0,7 procentního bodu.

III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Růst hrubé přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí mírně zpomalil na 2,4 %, což bylo ovlivněno zejména vývojem v průmyslu (Graf III.2.8). Pokračující růst domácí poptávky se nadále odrážel v dominantním příspěvku sektoru služeb a obchodu. Naopak za mírným zvolněním dynamiky HPH stál vývozně orientovaný průmysl, na který dopadá přetrvávající útlum zahraniční poptávky. Vedle toho mnohé firmy stále narážejí při zvyšování produkce na vysoké využití svých výrobních kapacit v podmínkách napjatého trhu práce. Kladně k růstu HPH přispělo opakovaně též stavebnictví. Dynamika tržních služeb ve třetím čtvrtletí mírně poklesla napříč téměř všemi odvětvími. Výjimkou byly pouze informační a komunikační činnosti, kde tržby dále svižně rostly.

Průmyslová produkce se ke konci loňského roku převážně snižovala (Graf III.2.9). Na podniky v tomto odvětví stále negativně působí nevýrazný růst zahraniční poptávky, který ztěžuje odbyt českých výrobků. To se odrazilo v listopadovém prohloubení záporné dynamiky produkce ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu. Důvod k optimismu nepřinesly ani údaje o nových zakázkách.

Průmyslové podniky v nárůstu produkce nejvíce brzdila ve zvýšené míře nedostatečná poptávka (Graf III.2.10). To souviselo především s nadále utlumeným ekonomickým růstem v zahraničí. Vedle toho bylo zvyšování produkce omezovalo domácími faktory, které představuje pokračující, byť polevující napětí na trhu práce projevující se nedostatkem zaměstnanců. Vnímaná finanční situace se po skokovém zhoršení v předchozím období vyvíjela dále nepříznivě. Využití výrobních kapacit zůstává těsně pod 85 %.

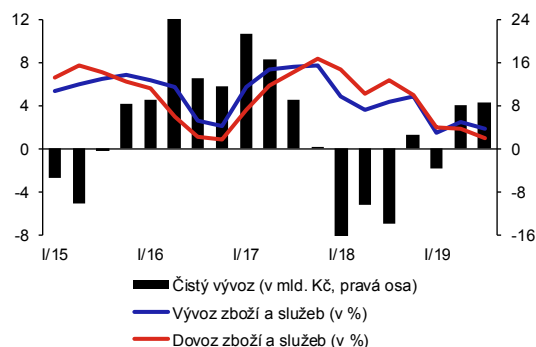
Ve stavebnictví se růst produkce v listopadu oživil (Graf III.2.9). Za tímto vývojem stálo odeznění efektu vysoké srovnávací základny roku 2018, které vedlo k citelnému zvýšení dynamiky produkce v pozemním stavitelství. Pokračující růst inženýrského stavitelství byl i nadále podporován vládními investicemi spolufinancovanými z evropských fondů.

Podnikatelský sentiment zůstává i přes mírné zhoršení stále relativně příznivý. Nárůst pesimistické nálady se koncentroval zejména do odvětví průmyslu, kde se nadále zvýrazňují obavy z budoucí hospodářské situace. V menší míře se nálada zhoršuje i ve službách. Ve stavebnictví se úroveň podnikatelského sentimentu drží stabilně vysoko.

Graf III.2.7 Vývoz a dovoz

Obdobné zvolnění růstu vývozu i dovozu vedlo k jen nepatrnému meziročnímu zvýšení čistého vývozu

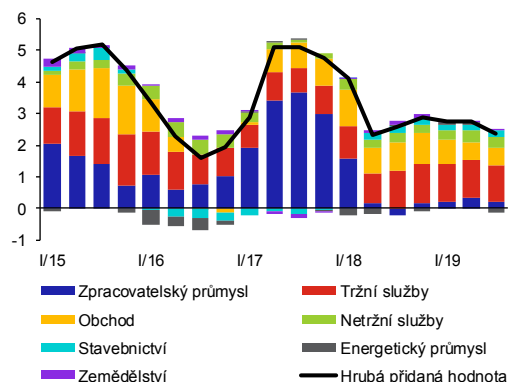
(meziroční změny v % a mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěno)



Graf III.2.8 Podíly odvětví na růstu HPH

Za lehkým snížením dynamiky hrubé přidané hodnoty stál zejména průmysl

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

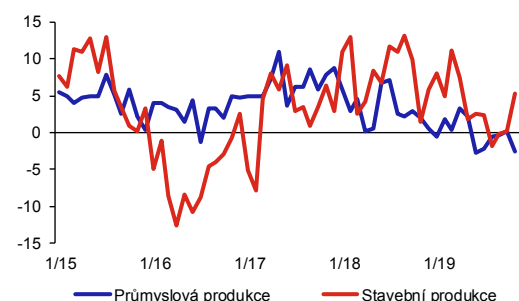


Poznámka: Obchod zahrnuje také ubytování, pohostinství a dopravu. Energetický průmysl zahrnuje také odvětví těžby a dobývání.

Graf III.2.9 Průmyslová a stavební produkce

Zatímco v průmyslu se produkce snižovala, ve stavebnictví došlo v listopadu ke značnému oživení růstu

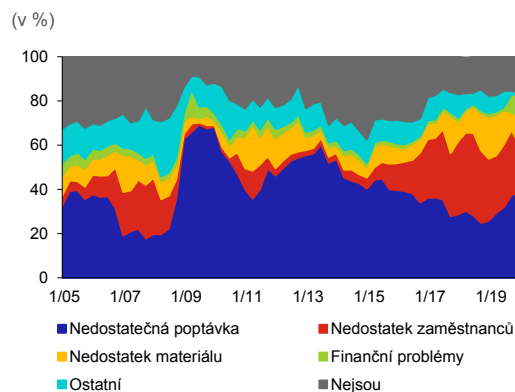
(meziroční změny v %)



Růst hrubého provozního přebytku od začátku loňského roku zrychlil, ve třetím čtvrtletí dosáhl dokonce dvouciferného tempa (Graf III.2.11). K výraznému zlepšení hospodaření přispěl dle odvětvové struktury především automobilový průmysl. Zde však pravděpodobně částečně působil efekt nízké srovnávací základny, což souviselo se zavedením přísnějších emisních norem v roce 2018. Hospodaření nefinančních podniků se ale zlepšilo i ve většině ostatních odvětví. Pokračovalo totiž pozvolné zpomalování růstu osobních nákladů při dalším zvýšení dynamiky účetní přidané hodnoty. Ta byla výsledkem mírnějšího zpomalení růstu výkonů oproti dynamice výkonové spotřeby, která zpomalila výrazněji.

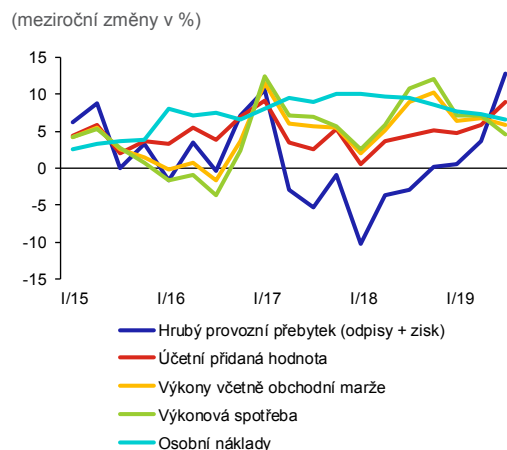
Graf III.2.10 Bariéry růstu v průmyslu

Rychlejšímu růstu průmyslové produkce brání hlavně nízká poptávka, mnohé podniky však stále pociťují nedostatek zaměstnanců



Graf III.2.11 Základní ukazatele hospodaření

Růst hrubého provozního přebytku dále zrychlil, a to při pokračujícím zvolňování růstu osobních nákladů a zvyšující se dynamice účetní přidané hodnoty



III.3 TRH PRÁCE

Na trhu práce přetrvává i přes jisté uvolnění stále napjatá situace. Růst zaměstnanosti zůstal ve třetím čtvrtletí utlumený, míra nezaměstnanosti přitom setrvává poblíž svého historického minima. Pracovní síla roste z pohledu poptávky po práci nedostatečně, na což poukazuje vysoký počet volných pracovních míst. Tato situace vytváří spolu se zvyšováním minimální mzdy tlak na pokračující svižný růst mezd. Ten se přitom i přes lehké zpomalení ve třetím čtvrtletí loňského roku udržel v blízkosti 7 %. Za tímto vývojem stálo zvolnění růstu mezd v tržních i netržních odvětvích. Dynamika národohospodářské produktivity práce zůstala umírněná a nadále zaostávala za růstem průměrné reálné mzdy, růst nominálních jednotkových mzdových nákladů si tak nadále udržoval svižné tempo.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pokračující růst ekonomické aktivity přispívá k udržení napětí na trhu práce v blízkosti historického maxima. To ilustruje souhrnný indikátor LUCI, a to napříč jeho hlavními složkami (Graf III.3.1). Při přetrvávajícím nedostatku volné pracovní síly, avšak současně utlumeném růstu zahraniční poptávky dosáhla dynamika zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí loňského roku 0,1 %. Z hlediska odvětvové struktury dle výsledků VŠPS byl růst zaměstnanosti tažen výhradně netržními službami³⁵. Zejména v zemědělství a nově též tržních službách naopak zaměstnanost poklesla (Graf III.3.2).³⁶ Nadále je pozorován značný počet osob, které práci aktivně nehledají³⁷, ale jsou ochotny pracovat. Tato potenciální rezerva pracovních sil (nad rámec počtu nezaměstnaných) ve třetím čtvrtletí dosáhla 98 tisíc osob a meziročně se snížila o více než 12 tisíc osob.

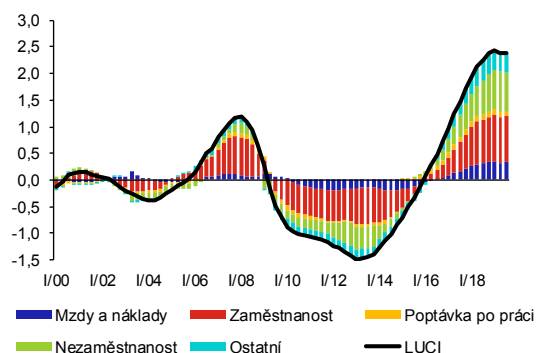
Ačkoli se počet zaměstnanců v ekonomice dále mírně zvyšoval, úvazek na zaměstnance se lehce zkrátil (Graf III.3.3). Z odvětvového hlediska se ve třetím čtvrtletí na celkovém růstu počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky podílel výhradně sektor služeb. Oproti druhému čtvrtletí zde sice zpomalil nárůst počtu zaměstnanců, na druhou stranu se však prodloužil průměrný úvazek. Ve výsledku tak dynamika přepočteného počtu zaměstnanců ve službách zpomalila jen lehce, přičemž byla nadále tažena zejména odvětvími obchodu a vzdělávání. Naproti tomu pokles přepočteného počtu zaměstnanců byl koncentrován zejména do průmyslových odvětví v návaznosti na utlumený růst zahraniční poptávky. To se výrazně projevilo ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu, kde meziročně ubylo 16 tisíc zaměstnanců přepočtených na plné úvazky (relativně 1,4 %). S tím souviselo i snížení růstové dynamiky zaměstnanosti v tržních službách, kam spadá také odvětví administrativních a podpůrných činností. Zde přitom převažují agenturní zaměstnanci pracující převážně v průmyslu.

Míra nezaměstnanosti se v průběhu loňského roku zhruba stabilizovala (Graf III.3.4). Obecná míra nezaměstnanosti je stále nejnižší ze všech zemí EU. Pokračující solidní ekonomický růst

Graf III.3.1 LUCI – souhrnný indikátor trhu práce

Aktuální hodnoty LUCI jsou z historického pohledu stále velmi vysoké, mimořádné napětí na trhu práce potvrzují všechny složky

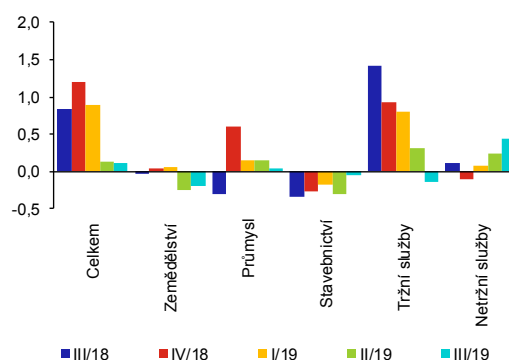
(index, vertikální osa ukazuje směrodatné odchylky)



Graf III.3.2 Zaměstnanost podle odvětví

Ve třetím čtvrtletí zůstal růst zaměstnanosti celkově utlumený

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



³⁵ V netržních službách měla největší příspěvek odvětví zdravotnictví a vzdělávání.

³⁶ Tato odvětvová struktura (dle VŠPS) zaměstnanosti však neodpovídá statistikám národních účtů, ani evidenčnímu počtu zaměstnanců ze mzdové statistiky ČSÚ.

³⁷ Tyto osoby nejsou z pohledu metodiky ILO označeny jako nezaměstnané, ale jako ekonomicky neaktivní.

přispěl k dalšímu meziročnímu snížení počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se na přetrvávajícím mírném poklesu celkového počtu nezaměstnaných osob podílel ve třetím čtvrtletí loňského roku téměř z poloviny. Dostupné měsíční údaje za říjen a listopad přitom naznačují, že v závěru loňského roku došlo k jen nepatrnému nárůstu obecné míry nezaměstnanosti. Míra ekonomické aktivity obyvatel v produktivním věku³⁸ se nadále udržuje poblíž svých historických maxim (v listopadu dosáhla téměř 77 %). Sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob dle informací z Úřadu práce v prosinci setrval již pátý měsíc v řadě na 2,7 %.

Přetrvávající silnou poptávku po práci ilustruje vysoký počet volných pracovních míst. V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2019 přitom došlo k jeho dalšímu nárůstu. Nejvíce volných míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce bylo evidováno ve zpracovatelském průmyslu. Velký zájem o nové zaměstnance měla také odvětví stavebnictví a administrativní a podpůrné činnosti. Přibližně dvě třetiny volných míst byly určeny pro zaměstnance se základním vzděláním, dalších 12 % pro středoškoláky s výučním listem. Optikou Beveridgeovy křivky (Graf III.3.5) se počet registrovaných uchazečů na jedno volné pracovní místo nachází stále poblíž historických minim. Přes mírné zpomalení zůstává růst mezd stále vysoký. To se odráží ve zvýšené jádrové inflaci, která je momentálně na zhruba obdobné úrovni jako na vrcholu předchozího cyklu v roce 2008.

III.3.2 Mzdy a produktivita

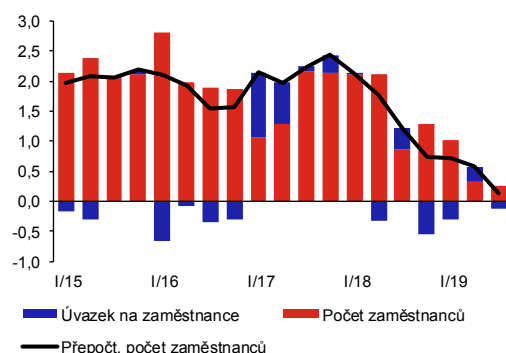
Dynamika mezd se v průměru ve třetím čtvrtletí 2019 pohybovala blízko 7 %, což představovalo její mírné zvolnění (Graf III.3.6). Udržení vysokého růstu průměrné nominální mzdy bylo podpořeno vedle přetrvávajícího napětí na trhu práce i navýšením minimální mzdy z 12 200 Kč na 13 350 Kč od ledna 2019. Přesto se celková mzdová dynamika ve třetím čtvrtletí snížila, a to jak v tržních (na 6,7 %), tak netržních (na 7,6 %) odvětvích. V tržních odvětvích růst mezd zpomalil ve většině oborů, výjimkou bylo peněžnictví a pojišťovnictví, obchod a zemědělství, kde mzdový růst naopak dále zrychlil. Nejrychleji mzdy rostly v peněžnictví a pojišťovnictví (8,8 %), velmi svižně se vyvíjelo také zdravotnictví (8,1 %). Vývoj v netržních odvětvích byl převážně výsledkem snížení dynamiky mezd ve veřejné správě a obraně (z 6,7 % na 4,9 %), v menší míře pak ve vzdělávání (z 11,4 % na 11,1 %) a kultuře (ze 7,7 % na 7,4 %). Mediánová mzda se ve třetím čtvrtletí 2019 zvýšila o 6,7 % a její tempo tak lehce zaostalo za dynamikou průměrné mzdy (6,9 %).

Produktivita práce rostla nadále mírně v návaznosti na její utlumený růst v průmyslu. Meziroční zvýšení národněhospodářské produktivity (o 1,9 %, Graf III.3.6) bylo ve třetím čtvrtletí 2019 taženo především odvětvím tržních služeb a v menší míře i stavebnictvím. Naopak v netržních službách produktivita lehce poklesla. Pokračovalo tak zaostávání růstu produktivity za dynamikou průměrné reálné mzdy (4 %).

Graf III.3.3 Přepočtený počet zaměstnanců

Snížení růstové dynamiky přepočteného počtu zaměstnanců bylo taženo zkrácením průměrného úvazku

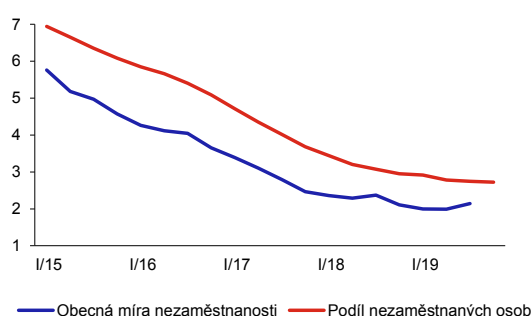
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.3.4 Ukazatele nezaměstnanosti

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob se nadále držely poblíž historických minim

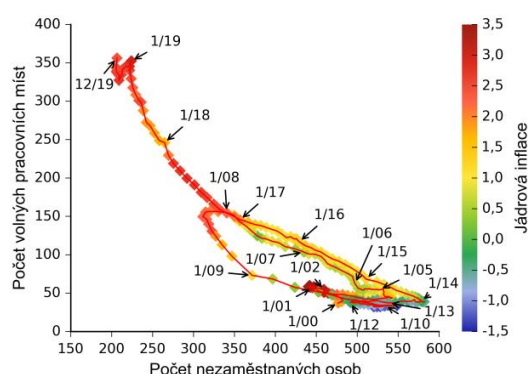
(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)



Graf III.3.5 Beveridgeova křivka

Volných pracovních míst je stále výrazně více než registrovaných nezaměstnaných, a to při zvýšené jádrové inflaci

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



38 Jedná se o věkovou skupinu 15–64 let.

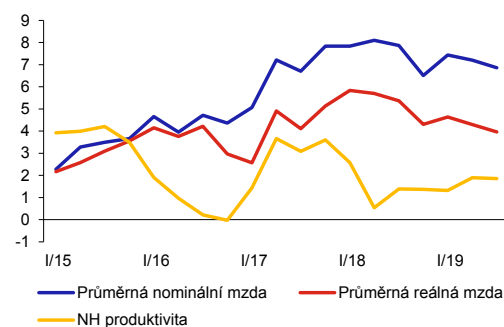
NJMN nadále silně rostly v návaznosti na robustní růst objemu mezd při relativně umírněné dynamice produktivity (Graf III.3.7).

Růst mzdové náročnosti produktu ve třetím čtvrtletí jen lehce zpomalil na 4,3 %. To odrazilo téměř nezměněnou dynamiku NJMN napříč hlavními odvětvími ekonomiky. Nejsilněji se tak stále zvyšovaly jednotkové náklady v netržních službách (7,8 %) a průmyslu (4,5 %). Ve stavebnictví a tržních službách byl naopak jejich růst mírnější vlivem vyšší dynamiky produktivity práce v těchto odvětvích.

Graf III.3.6 Průměrná mzda a NH produktivity

Růst produktivity práce ztlačuje za dynamikou mezd

(meziroční změny v %; NH produktivity – sezonně očištěno)

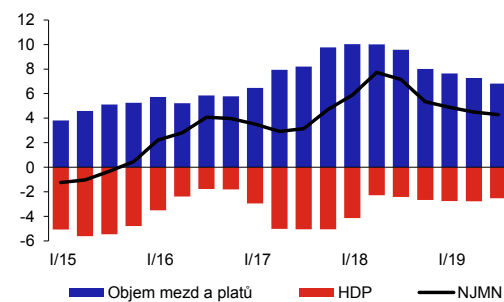


Graf III.3.7

Mzdová náročnost produktu

Svížný růst NJMN odrážel přetrvávající vysokou mzdovou dynamiku doprovázenou umírněným růstem produktivity práce

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



III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2019 ponechala měnověpolitické úrokové sazby beze změny, na únorovém zasedání je zvýšila o 25 bazických bodů. Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly v posledním čtvrtletí loňského roku stabilní. Sazby s delší splatností se po předchozím turbulentním vývoji zklidnily a vlivem zahraničních faktorů se mírně zvýšily. Úrokové sazby u úvěrů na bydlení v uplynulém roce klesaly, u úvěrů nefinančním podnikům naopak v závěru loňského roku lehce vzrostly. V listopadu růst úvěrů domácnostem meziročně dále zpomalil, u nefinančních podniků zůstal poblíž 4 %. U úvěrů na bydlení se meziroční propad objemu nově poskytnutých úvěrů poněkud zmírnil. Tempo růstu peněžního agregátu M3 zůstalo stabilní. Kurz koruny vůči euru i dolaru na přelomu loňského a letošního roku výrazně posílil.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Na listopadovém i prosincovém zasedání ČNB ponechala své měnověpolitické sazby beze změny, v únoru je zvýšila o 25 bodů.

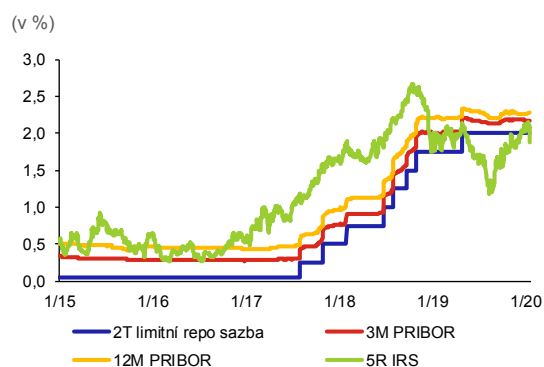
S účinností od 7. února 2020 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 2,25 %, lombardní sazba na 3,25 % a diskontní sazba na 1,25 %. Sazba 3M PRIBOR zůstala ve čtvrtém čtvrtletí nepatrně pod 2,2 % (Graf III.4.1). Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím mezi sazbou 3M PRIBOR a 2T repo sazbou se tak udržovala lehce pod úrovní 0,2 procentního bodu. Sazby FRA od konce září ve všech splatnostech zaznamenaly jen drobné změny. Výhled sazeb FRA z konce ledna naznačoval přibližnou stabilitu sazby 3M PRIBOR v ročním horizontu.

Domácí úrokové sazby s delší splatností se ve čtvrtém čtvrtletí zvýšily (Graf III.4.1). To bylo odrazem situace na zahraničních finančních trzích, která se – po srpnovém propadu sazeb a jeho pozdější korekci – v následujícím období zklidnila. Komunikace ECB vedla k lehkému zvýšení trajektorie sazby 3M EURIBOR do méně záporných hodnot. Trh tak přestal spekulovat o dalším uvolnění měnové politiky v eurozóně, podobně jako v USA. Riziko brexitu bez dohody se koncem minulého roku významně snížilo, globální ekonomické ochlazení trh do výhledu úrokových sazeb již zakalkuloval a z probíhajících jednání o vzájemných obchodních vztazích mezi USA a Čínou přicházely spíše pozitivní signály. Počátkem ledna se na trzích krátkodobě zvýšila riziková averze a zdražila cena ropy v reakci na eskalaci geopolitického napětí na Blízkém východě, po několika dnech se však situace na trzích vrátila k normálu. Střednědobé a dlouhodobé úrokové sazby v eurozóně a USA celkově vzrostly až o 0,2 procentního bodu. O něco více se zvýšily domácí úrokové sazby IRS a výnosy státních dluhopisů. Sklon výnosové křivky IRS zůstal záporný, křivka tuzemských státních dluhopisů má negativní sklon až do splatnosti 5 let, poté je mírně rostoucí (Graf III.4.2).

Na primárním trhu státních dluhopisů pokračovala na konci roku 2019 emisní aktivita státu zaměřená na delší splatnosti. Ministerstvo financí využívalo výše uvedeného tvaru výnosové křivky a vydávalo dluhopisy převážně se splatnostmi 7 a 14 let. Za celý rok 2019 byly emitovány státní dluhopisy v hodnotě

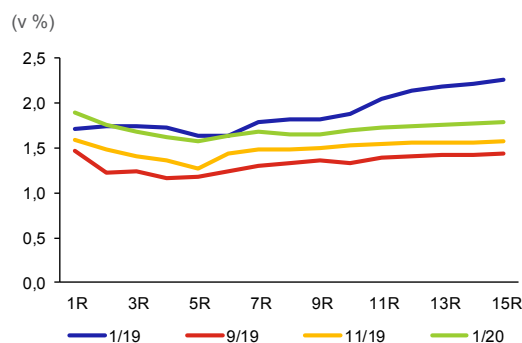
Graf III.4.1 Úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní, sazby s delší splatností vzrostly



Graf III.4.2 Výnosová křivka státních dluhopisů

Výnosová křivka se posunula mírně výše, i počátkem roku 2020 však zůstávala poměrně plochá



224 mld. Kč³⁹, naopak objem krátkodobých pokladničních poukázek zůstal v průběhu téměř celého loňského roku velmi nízký nebo nulový. Až na konci prosince byly emitovány poukázky se záporným výnosem v hodnotě necelých 5 mld. Kč splatné na začátku ledna. Ministerstvo financí přitom využilo dočasně zvýšenou poptávku investorů po instrumentech finančního trhu v souvislosti s odvody bank do Fondu pro řešení krizí. Vedle toho pokračoval prodej státních spořicí dluhopisů pro občany (tzv. Dluhopis Republiky). Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů dle statistiky MF v posledních měsících kolísala okolo 600 mld. Kč, což v poměru k celkovému objemu státních dluhopisů představovalo 41 %. Mnozí zahraniční investoři tak nadále využívali vyšší výnos z investice v korunách v porovnání například s eurovými aktivy.

Úrokové sazby u úvěrů domácnostem na bydlení v průběhu uplynulého roku klesaly. U čistých nových hypoték se sazba v listopadu snížila na 2,4 %, což představuje její meziroční pokles o 0,4 procentního bodu (Tab. III.4.1). Sazba z úvěrů na bydlení se v podmínkách silné konkurence snížila zejména vlivem vývoje dlouhodobých úrokových sazeb finančního trhu. Výnos desetiletého státního dluhopisu, od kterého se sazba z hypoték do značné míry odvíjí, v průběhu roku 2019 výrazně poklesl a až ke konci roku mírně korigoval na 1,5 %. Tato korekce se posléze projevila i v aktuálních údajích Fincentrum Hypoindexu, dle kterých se v prosinci sazba z hypoték u vybraných bank mírně zvýšila.

U úvěrů podnikům sazby po prudkém nárůstu v roce 2018 vzrostly v minulém roce jen mírně. Sazba z nových korunových úvěrů podnikům v listopadu dosáhla 3,3 % (Tab. III.4.1). Rozdíl v celkových nákladech financování podniků vyjádřený ukazatelem *cost of borrowing* ve srovnání s eurozónou se tak ke konci roku zvýšil na 2 procentní body (Graf III.4.3). Ex-ante reálné úrokové sazby se pohybují u úvěrů podnikům kolem 1 %, zatímco u úvěrů domácnostem na bydlení kolem nuly.

Klientské depozitní sazby se výrazně neměnily, přičemž v reálném vyjádření jsou i nadále hluboce záporné. Úroková sazba ze stavu vkladů domácností i nefinančních podniků setrvala v listopadu mírně nad 0,4 %. Sazba z jednodenních vkladů, které představují 90 procent z celkových nových vkladů domácností a 80 procent z vkladů nefinančních podniků, setrvala mírně nad 0,2 %. U podniků se sazba z nových vkladů za poslední rok zvýšila o něco výrazněji než u domácností a aktuálně je oproti ní na lehce vyšší úrovni (0,5 % u nefinančních podniků oproti 0,3 % u domácností). Úroková marže bank vyjádřená rozpětím sazeb z nových úvěrů a vkladů se tak mírně snížila.

III.4.2 Měnový kurz

Ve druhé polovině prosince 2019 opustil kurz koruny vůči euru pásmo 25,5 až 26 CZK/EUR, kde setrval od května 2018

³⁹ Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2019 původně předpokládala emise na domácím trhu v objemu minimálně 150 mld. Kč; v aktualizované verzi z června byl objem navýšen na 220 mld. Kč. V roce 2020 MF plánuje na domácím trhu emise dluhopisů v objemu minimálně 120 mld. Kč.

Tab. III.4.1 Klientské úrokové sazby z úvěrů a vkladů

Úrokové sazby u hypoték se v minulém roce snížily, u úvěrů podnikům naopak lehce rostly

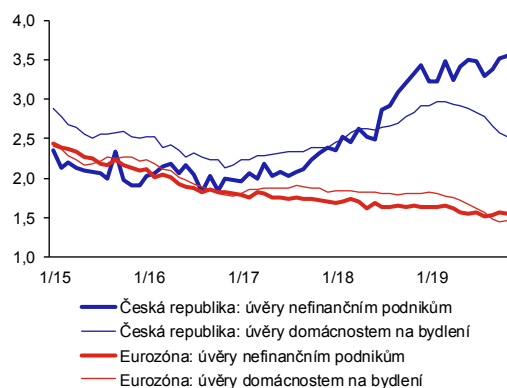
(úroková sazba v %, změna v procentních bodech)

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

Graf III.4.3 Klientské úrokové sazby z úvěrů v ČR a eurozóně

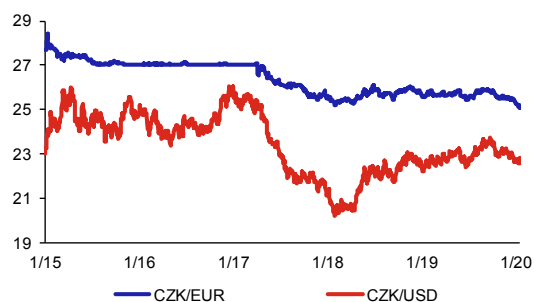
Klientské úrokové sazby z úvěrů jsou v ČR oproti eurozóně výrazně vyšší

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



Graf III.4.4 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Kurz koruny vůči euru ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku a na počátku roku letošního zpevnil, vůči dolaru bylo jeho posilování ještě o něco výraznější



(Graf III.4.4). Na posilující trajektorii koruna ale nastoupila již v září 2019. Od té doby postupně zpevnila z hodnot kolem 25,9 CZK/EUR až k 25,1 CZK/EUR na počátku třetí lednové dekády. Lednové hodnoty koruny jsou tak oproti průměru za čtvrté čtvrtletí (25,6 CZK/EUR) znatelně silnější.

Vůči dolaru koruna ve čtvrtém čtvrtletí 2019 výrazně posilovala (Graf III.4.4). Zatímco na počátku čtvrtletí se kurz koruny vůči dolaru pohyboval kolem 23,4 CZK/USD, na konci čtvrtletí činil přibližně 22,7 CZK/USD. Vlivem viditelného zpomalení růstu americké ekonomiky a dalšího snížení úrokových sazeb (v roce 2019 již třetího) poněkud poklesla atraktivita dolaru v očích globálních investorů. K oslabení dolaru (jako aktiva považovaného svým způsobem za „bezpečný přístav“) současně významně přispělo též zmírnění obav z budoucího vývoje světové ekonomiky. Došlo tak postupně ke korekci předchozího výrazného posílení dolaru na světových trzích. Do vzájemného kurzu koruny vůči dolaru se navíc promítlo také posilování koruny vůči euru. Dosavadní meziroční oslabení koruny vůči dolaru se tím výrazně snížilo, a to ze zářijových 7,1 % na prosincových 1,1 %. V lednu kurz koruny vůči dolaru dále mírně posílil (výhradně vlivem posilování koruny vůči euru), přičemž na počátku třetí lednové dekády dosáhl hodnoty kolem 22,6 CZK/USD.

Posilování koruny souviselo s uklidněním situace na světových finančních trzích při vysokých domácích úrokových sazbách.

Trhy vnímaly především snížení rizik vázaných na brexit bez dohody⁴⁰, zároveň se také zmírnilo riziko eskalace obchodních válek ze strany USA a Číny. Atraktivitu koruny přitom pozitivně ovlivnila již zmíněná série snižování úrokových sazeb v USA (naposledy v září) a viditelné zpomalení americké ekonomiky. Česká koruna, podporovaná aktuálně ve srovnání s jinými rozvinutými zeměmi neobvykle vysokými domácími úrokovými sazbami, přitom posílila poměrně výrazně i vůči některým regionálním měnám – zejména maďarskému forintu a rumunskému leu.

Vysoce kladný úrokový diferenciál korunových a eurových sazeb zůstal i nadále stabilní, vůči dolaru se rozdíl sazeb zvýraznil

(Graf III.4.5). Vysoce kladný úrokový diferenciál 3M korunových a eurových sazeb ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku setrval na úrovni 2,6 procentního bodu. Úrokové rozpětí 3M korunových a dolarových sazeb se posunulo z nepatrně kladných hodnot na počátku čtvrtého čtvrtletí na 0,3 procentního bodu ke konci roku. Ve srovnání s počátkem roku 2019 se jedná o znatelnou změnu v rozsahu 1,1 procentního bodu.

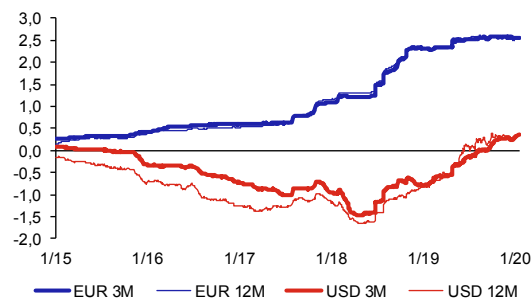
Meziroční posílení nominálního efektivního kurzu koruny dosáhlo v prosinci 0,7 %

(Graf III.4.6). Ke zřetelnému posílení koruny došlo vůči maďarskému forintu, rumunskému leu, jihokorejskému wonu a švédské koruně, a to v intervalu od 3,2 do 4,6 %. Koruna naopak výrazně oslabila vůči ruskému

Graf III.4.5 Úrokové diferenciály

Vysoce kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru zůstal stabilní, doposud mírně kladný diferenciál koruny vůči dolaru se poněkud zvýraznil

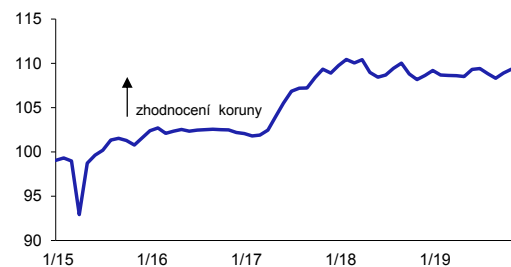
(v procentních bodech)



Graf III.4.6 Nominální efektivní kurz koruny

V efektivním vyjádření koruna koncem loňského roku lehce posílila

(bazický index, rok 2015 = 100)



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

⁴⁰ Odeznění rizika „neřízeného brexitu“ vedlo k výraznému posílení libry na světových trzích.

rublu (o téměř 8 %), britské libře (o 4,6 %)⁴¹ a japonskému jenu (o 4,2 %).

III.4.3 Úvěry

Růst úvěrů soukromému nefinančnímu sektoru koncem loňského roku dále zpomalil (Graf III.4.7). Na straně nabídky k tomu dle prosincového Šetření úvěrových podmínek bank přispělo zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů domácnostem. U úvěrů na bydlení v tomto směru působily zejména individuální metodické úpravy bank související s platnými makroobezřetnostními nástroji ČNB. U úvěrů na spotřebu přispěla ke zpřísnění úvěrových standardů zejména zhoršená očekávání ohledně celkové ekonomické situace. Naproti tomu úvěrové standardy u úvěrů nefinančním podnikům banky ponechaly v souhrnu beze změny.

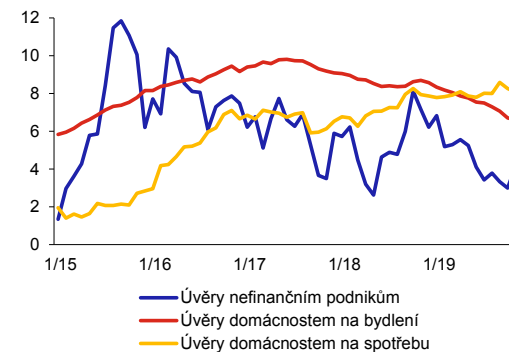
Dynamika úvěrů domácnostem na bydlení postupně zpomalovala. Roční míra růstu úvěrů na bydlení v listopadu zvolnila na 6,6 %. Meziročně totiž objemy nových úvěrů dále klesaly zejména vlivem přijatých makroobezřetnostních opatření ze strany ČNB (zavedení limitů DTI a DSTI). Ve stejném směru přitom na meziroční srovnání působila zvýšená poptávka v létě a na podzim o rok dříve, která souvisela s předzásobením před účinností uvedených opatření (Graf III.4.8). Loňské listopadové objemy nových úvěrů na bydlení však byly nejvyšší za poslední rok a indikují opětovné zvyšování poptávky po hypotékách. S tím korespondují i výsledky Šetření úvěrových podmínek bank, které potvrzují postupné zotavování poptávky po úvěrech zejména vlivem snížení úrokových sazeb z hypoték. Celková zadluženost domácností v poměru k úhrnnému disponibilnímu důchodu setrvává blízko historického maxima 62 %.

Úvěry nefinančním podnikům v minulém roce znatelně zpomalily svůj meziroční růst. Dynamika podnikových úvěrů v listopadu dosáhla 4,1 %. Pozorované zpomalení bylo poměrně plošné, nejvýrazněji se však projevilo v průmyslu a obchodu. V opačném směru přispívaly úvěry ve službách, u činností v oblasti nemovitostí a ve stavebnictví (Graf III.4.9). Dle Šetření úvěrových podmínek bank poptávka podniků po úvěrech ve čtvrtém čtvrtletí 2019 v souhrnu poklesla vlivem nižší potřeby financování zásob a provozního kapitálu a také vlivem využívání vnitřního financování. V prvním čtvrtletí letošního roku banky další změny v poptávce neočekávají. Podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech nefinančním podnikům se zvýšil na 33 %, což je motivováno výrazným úrokovým diferencíalem koruny vůči euru a zajišťováním podniků proti kurzovému riziku. Současně se podniky zajišťují proti kurzovému riziku klasickými finančními instrumenty, přičemž dle Statistického šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR v podnicích podíl zajištěného vývozu na následujících dvanáct měsíců dosahuje 41 %.

Graf III.4.7 Úvěry soukromému nefinančnímu sektoru

Dynamika stavu úvěrů nefinančním podnikům se v loňském roce výrazně snížila, postupně zpomaluje i růst stavu úvěrů na bydlení, u úvěrů na spotřebu zůstává svižné tempo růstu víceméně stabilní

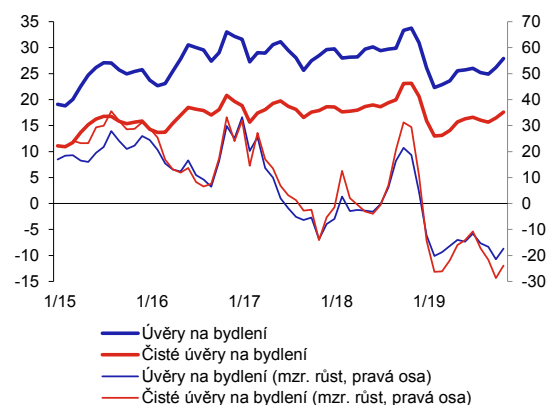
(roční míry růstu v %)



Graf III.4.8 Nové poskytnuté úvěry na bydlení domácnostem

Objemy nových úvěrů na bydlení v loňském roce výrazně klesaly

(měsíční objemy v mld. Kč, meziroční změny v %)

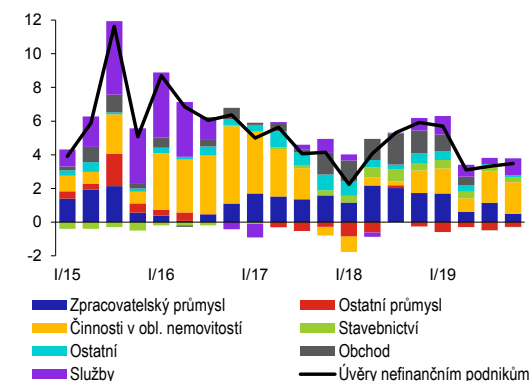


Poznámka: Údaje jsou vyhlazeny pomocí tříměsíčních klouzavých průměrů. Nové úvěry na bydlení zahrnují čisté úvěry (tj. nově poskytnuté úvěry do ekonomiky), refinancované úvěry a ostatní nová ujednání.

Graf III.4.9 Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví

Za poslední rok se snížil zejména příspěvek úvěrů ve zpracovatelském průmyslu a v obchodu, naopak u úvěrů v oblasti nemovitostí se zvýšil

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



Poznámka: Pod položkou ostatní je zahrnuto zemědělství a doprava.

⁴¹ V obou případech se jednalo o korekci předcházejícího výrazného oslabení obou měn.

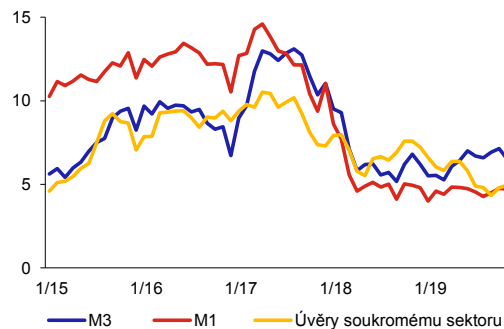
III.4.4 Peníze

Tempo růstu peněžního agregátu M3 se po mírném zrychlení na začátku loňského roku v jeho zbytku výrazně neměnilo (Graf III.4.10). Roční míra růstu M3 dosáhla v listopadu 6,5 % a byla tak o víc než 1,5 procentního bodu vyšší než dynamika úvěrů soukromému sektoru. K aktuálnímu růstu M3 přispívají kromě stabilního růstu jednodenních vkladů i vklady s dohodnutou splatností do dvou let, které vlivem zvýšení úrokových sazeb v tomto segmentu dále výrazně rostou. Z hlediska sektorové struktury mají stále nejvýznamnější příspěvek vklady domácností, byť jejich tempo růstu lehce zpomalilo na 7,1 %. Tempo růstu vkladů nefinančních podniků rovněž zpomalilo na 4,8 %.

Graf III.4.10 Peněžní agregáty a úvěry

Růst peněžního agregátu M3 se nacházel nad dynamikou úvěrů soukromému sektoru

(roční míry růstu v %)



Seznam zkratk

BoE	centrální banka UK	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
BoJ	centrální banka Japonska	IRI	Institut regionálních informací
CF	Consensus Forecasts	ISPV	informační systém o průměrném výdělku
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	JPY	japonský jen
CPIH	experimentální index spotřebitelských cen se zahrnutím cen starších nemovitostí	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
CZK, Kč	česká koruna	LTV	loan to value (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti)
ČNB	Česká národní banka	LUCI	Labour Utilisation Composite Index (souhrnný ukazatel trhu práce)
ČR	Česká republika	M1, M3	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MF	Ministerstvo financí
DPH	daň z přidané hodnoty	MFI	měnové finanční instituce
DSTI	debt service-to-income (poměr výše dluhové služby k ročnímu čistému příjmu)	MMF	Mezinárodní měnový fond
DTI	debt-to-income (poměr výše dluhu k ročnímu čistému příjmu)	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 centrální 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+	Členské země ropného kartelu OPEC a 10 dalších zemí vyvážejících ropu (nejvýznamnější z nich jsou Rusko, Mexiko a Kazachstán)
ESCB	Evropský systém centrálních bank	p. b.	procentní body
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	Euro	PPI	ceny průmyslových výrobců
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	PZI	přímé zahraniční investice
FOMC	Federální výbor pro volný trh	repo	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	sazba	
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)	ZoI	Zpráva o inflaci
ICT	information and communications technology (informační a komunikační technologie)		
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)		
Ifo	index ekonomické důvěry v Německu		
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		
IOFT	inflační očekávání finančního trhu		

Glosář pojmů

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ceny zemědělských výrobců: jsou zjišťovány měsíčně ČSÚ na bázi realizačních smluvních cen (bez vlastní spotřeby), které jsou 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, peníze, zahraniční pomoc, příspěvky aj.).

Efektivita práce: ovlivňuje množství produktu na jednotku práce. Z modelového hlediska se jedná o produktivitu výrobního faktoru práce v Cobb-Douglasově produkční funkci. Růst efektivity práce umožňuje dosažení vyššího reálného objemu produkce při použití stejného množství výrobních faktorů; zvyšuje tedy nabídku a vyvolává tak pokles relativní ceny výstupu vůči cenám vstupů.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nabídkové ceny bytů: odhady nabídkových cen bytů podle ČSÚ.

Národohospodářská produktivita práce: je vypočtena jako podíl sezonně očištěného 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 (obojí sezonně očištěno).

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

Nominální náklady v sektoru spotřeby: jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru meziprodukce a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Dovozní sektor je navíc rozdělen na část dovážející energie a část dovážející ostatní statky a služby. Analogicky tomu jsou rozděleny i dovozní ceny (podrobnější popis rozkladu zahraničních cen na jadrovou a energetickou složku viz „Ceny průmyslových výrobců v eurozóně“). 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). Eurosystém definuje agregát úzký (M1), střední (M2) a široký (M3). Tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů ČR. Peněžní agregáty zahrnují i likvidní aktiva v cizí měně rezidentů ČR uložená u měnových finančních institucí nacházejících se v ČR. Úzké peníze (M1) tvoří oběživo a jednodenní vklady. Střední peníze (M2) zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Široké peníze (M3) obsahují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace, které jsou blízkými substituty vkladů.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Klíčové makroekonomické indikátory

		2011	2012	2013	2014	2015	roky			2016	2017	2018	2019	2020	2021
POPTÁVKA A NABÍDKA															
Hrubý domácí produkt															
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	4028,8	3999,6	3980,2	4088,2	4308,4	4409,9	4610,5	4740,8	4857,6	4968,4	5107,9			
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	-0,7	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	2,8	2,5	2,3	2,8			
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,3	-1,2	0,5	1,8	3,8	3,5	4,4	3,1	2,9	2,5	2,7			
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	-3,2	-2,0	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	3,4	3,3	2,8	2,8			
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	-3,8	-5,1	8,6	13,1	-4,4	4,3	5,5	0,6	0,0	2,5			
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,9	-3,0	-2,5	3,9	10,3	-3,2	4,0	7,5	0,9	0,6	2,4			
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	9,2	4,4	0,2	8,7	6,2	4,1	7,1	4,4	1,4	3,5	6,4			
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,7	2,8	0,1	10,1	6,9	2,6	6,3	5,9	1,1	3,1	6,5			
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	193,5	245,8	249,5	232,7	225,0	282,8	330,2	291,7	306,4	333,6	350,5			
Koincidenční ukazatele															
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	5,9	-0,8	-0,1	5,0	4,3	3,4	6,5	3,0	-	-	-			
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	6,8	-5,6	3,3	9,2	-	-	-			
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	1,7	-1,1	1,2	5,5	7,7	6,1	4,5	2,7	-	-	-			
CENY															
Hlavní cenové ukazatele															
Míra inflace	%, konec období	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	-	-			
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8	3,2	2,2			
Regulované ceny (15,54 %)*	%, meziročně, průměr	4,7	8,6	2,2	-3,0	0,0	0,2	0,0	1,8	4,4	3,0	2,2			
Ceny potravin (včetně alk. nápojů a tabáku) (26,98 %)*	%, meziročně, průměr	4,3	2,9	3,1	1,8	0,0	0,2	3,6	1,6	2,6	3,3	1,7			
Jádrová inflace (54,60%)*	%, meziročně, průměr	-0,4	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,2	2,4	2,1	2,7	2,6	2,2			
Ceny pohonných hmot (2,88 %)*	%, meziročně, průměr	7,2	6,0	-2,1	0,2	-13,5	-8,5	6,7	6,3	-0,4	0,1	-1,6			
Ménověpolitická inflace	%, meziročně, průměr	1,9	2,1	0,6	0,2	0,2	0,5	2,5	2,1	2,9	2,9	2,0			
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,4	2,6	3,5	2,7	2,1			
Dílčí cenové ukazatele															
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0	2,6	1,3	1,2			
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	22,1	3,3	-12,1	4,7	-6,2	-6,0	7,4	-0,2	5,8	-3,2	1,2			
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	1,2	1,1	1,7	3,2	4,6	-	-			
Cena ropy Brent (v USD/barel)	%, meziročně, průměr	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-46,1	-16,0	21,7	30,5	-10,3	-1,5	-6,6			
TRH PRÁCE															
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,7	7,6	7,2	5,7	5,2			
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	0,6	-0,8	-1,6	2,6	2,8	3,8	4,3	5,4	4,3	2,4	3,0			
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	0,0	-0,1	1,6	0,6	2,2	2,1	1,7	1,6	0,3	0,0	0,2			
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,5	3,3	1,0	0,8	-0,5	3,3	3,6	6,5	4,6	3,3	2,5			
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	0,8	5,7	5,1	-0,4	1,5	4,5	-0,9	7,0	-	-	-			
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	2,1	-1,1	-0,8	2,1	3,9	0,8	2,9	1,5	1,6	2,2	2,5			
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15-64	6,8	7,0	7,1	6,2	5,1	4,0	2,9	2,3	2,1	2,3	2,4			
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,5	4,2	3,2	2,8	2,8	3,0			
VEŘEJNÉ FINANCE															
Saldo vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-109,9	-159,6	-51,1	-90,6	-28,3	34,3	78,8	58,4	34,2	15,3	-3,6			
Saldo vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	-2,7	-3,9	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	1,1	0,6	0,3	-0,1			
Dluh vládního sektoru (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1606,5	1805,4	1840,4	1819,1	1836,3	1754,9	1749,5	1734,7	1744,2	1744,0	1754,1			
Dluh vládního sektoru / HDP**	%, nominálně	39,8	44,5	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	32,6	30,9	29,4	28,2			
VNĚJŠÍ VZTAHY															
Běžný účet platební bilance															
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	75,5	123,8	167,0	220,0	188,0	245,7	259,1	217,3	245,0	265,0	270,0			
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	5,1	4,1	4,3	4,5	4,3			
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	81,3	77,6	70,4	55,7	78,0	107,6	127,7	120,7	125,0	130,0	135,0			
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	74,2	83,5	15,5	20,0	25,0	25,0			
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	0,4	0,4	0,4			
Přímé zahraniční investice															
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-46,8	-121,3	7,4	-80,4	49,7	-186,5	-45,9	-91,3	-70,0	-90,0	-60,0			
Ménové kurzy															
Kč/USD	průměr	17,7	19,6	19,6	20,8	24,6	24,4	23,4	21,7	22,9	22,6	22,0			
Kč/EUR	průměr	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7	25,3	25,2			
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-1,9	1,5	3,5	6,3	-0,9	-1,3	-3,4	-2,8	-1,2	-3,0	-1,3			
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,0	2,2	2,4	5,1	-0,2	0,1	-1,8	-1,5	-1,3	-1,6	-0,4			
Ceny zahraničního obchodu															
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	1,7	2,9	1,2	3,5	-1,7	-3,1	-0,1	-0,3	0,9	-0,6	0,7			
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	4,3	4,2	-0,2	1,9	-1,9	4,0	0,9	-0,7	0,3	-0,6	0,3			
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY															
M3	%, meziročně, průměr	1,0	5,1	5,1	5,1	7,3	9,1	11,7	6,7	6,4	6,6	9,1			
2T repo sazba	%, konec období, prognóza ČNB = průměr	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00	2,14	1,92			
3M PRIBOR	%, průměr	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	2,1	2,3	2,1			

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2017				čtvrtletí roku 2018				čtvrtletí roku 2019				čtvrtletí roku 2020				čtvrtletí roku 2021			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1127,3	1154,8	1160,5	1167,9	1173,6	1180,5	1188,0	1198,6	1205,7	1213,0	1217,9	1221,0	1231,1	1238,0	1245,3	1254,0	1263,4	1272,7	1281,4	1290,4
2,9	5,1	5,1	5,1	4,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,5	1,9	2,1	2,1	2,3	2,7	2,6	2,8	2,9	2,9
3,6	4,8	4,6	4,4	4,1	3,3	2,9	2,4	3,1	3,1	2,6	2,6	2,4	2,1	2,7	2,9	2,5	2,6	2,7	2,7
1,7	1,2	0,8	1,5	2,9	3,0	4,2	3,6	2,6	3,1	3,8	3,6	3,8	3,1	1,9	2,3	2,5	2,7	2,9	3,0
-4,1	4,0	7,4	10,1	12,1	3,7	4,9	2,0	3,9	-0,1	-0,7	-0,8	-4,1	2,1	0,0	2,1	2,4	2,5	2,5	2,5
-0,7	5,5	5,0	6,1	8,5	7,0	7,7	6,9	3,5	1,3	-0,4	-0,9	-0,5	0,2	1,1	1,7	2,0	2,4	2,6	2,6
5,8	7,3	7,6	7,7	4,9	3,6	4,3	4,8	1,5	2,5	1,8	-0,1	2,5	2,0	4,0	5,6	6,3	6,4	6,5	6,4
3,6	5,9	7,1	8,4	7,3	5,1	6,3	4,9	2,0	1,9	1,0	-0,3	0,8	2,3	3,6	5,7	6,5	6,5	6,5	6,6
86,0	86,8	81,2	76,1	69,3	76,4	67,3	78,7	65,4	84,5	75,9	80,5	82,8	83,0	83,3	84,5	86,3	87,5	88,0	88,7
8,4	4,3	5,5	7,8	2,3	3,2	3,5	3,2	0,2	0,1	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,9	7,2	1,6	3,0	14,1	7,8	12,3	4,9	2,4	3,5	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,0	3,5	3,3	4,6	2,8	3,2	2,5	2,2	2,7	2,6	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,2	1,7	2,2	2,5	2,3	2,3	2,3	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-
2,5	2,2	2,5	2,6	1,9	2,3	2,4	2,1	2,7	2,8	2,8	3,0	3,5	3,3	3,1	3,0	2,3	2,1	2,1	2,3
-0,5	-0,1	0,2	0,3	1,4	1,8	2,1	1,7	3,7	4,5	4,3	5,3	4,2	3,0	2,6	2,2	2,0	2,2	2,3	2,4
3,4	2,9	3,9	4,4	2,5	2,5	1,1	0,4	1,7	2,2	2,9	3,5	3,5	3,4	3,5	2,7	1,5	1,6	1,6	2,2
2,1	2,5	2,7	2,5	1,7	1,9	2,3	2,4	2,9	2,6	2,7	2,6	2,5	2,7	2,5	2,7	2,5	2,3	2,0	2,0
15,1	7,5	1,7	2,6	-1,6	5,0	12,4	9,5	1,3	2,5	-2,1	-3,1	4,1	-2,2	-0,8	-0,6	-2,0	-1,8	-1,6	-1,2
2,5	2,3	2,7	2,7	1,8	2,1	2,3	2,0	2,7	2,9	2,9	3,1	3,2	3,0	2,9	2,7	2,2	2,0	1,9	2,0
0,7	1,0	1,6	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	3,4	3,6	3,6	3,2	2,3	2,9	2,7	2,9	2,9	2,2	1,7	1,6
2,7	2,3	1,4	0,9	0,1	1,5	3,3	3,4	3,5	3,5	2,0	1,3	1,5	0,7	1,3	1,8	1,4	1,2	1,2	1,2
0,2	10,1	11,4	8,2	4,0	-3,4	-2,3	1,7	6,9	11,1	6,0	-1,8	-6,1	-5,1	-1,8	1,0	1,7	0,6	0,9	1,7
1,4	1,6	1,7	2,0	2,3	2,8	3,7	4,0	4,6	4,7	4,5	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-
57,6	9,1	11,0	20,8	23,0	47,6	45,8	11,6	-4,8	-8,6	-18,3	-6,0	3,1	-6,3	0,6	-2,1	-8,5	-7,0	-5,8	-4,9
5,1	7,2	6,7	7,8	7,8	8,1	7,9	6,5	7,4	7,2	6,9	7,2	5,9	5,4	5,6	5,7	5,4	5,2	5,1	5,0
2,6	4,9	4,1	5,1	5,8	5,7	5,4	4,3	4,6	4,3	4,0	4,2	2,4	2,1	2,5	2,7	3,1	3,1	3,0	2,7
1,1	1,3	2,2	2,1	2,1	2,1	0,9	1,3	1,0	0,3	0,3	-0,4	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
3,5	2,9	3,1	4,7	5,9	7,7	7,1	5,3	4,9	4,5	4,3	4,9	3,9	3,3	3,2	2,7	2,8	2,6	2,4	2,3
0,7	-2,0	-2,8	0,3	4,2	8,8	8,4	6,6	5,2	4,2	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,4	3,7	3,1	3,6	2,6	0,5	1,4	1,4	1,3	1,9	1,9	1,5	2,3	2,1	2,0	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7
3,5	3,0	2,8	2,4	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	1,9	2,2	2,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,5	2,4	2,5	2,4
5,1	4,2	3,9	3,6	3,7	3,1	3,0	2,9	3,1	2,6	2,7	2,7	3,0	2,6	2,8	2,8	3,1	2,8	2,9	3,0
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
95,1	77,2	46,5	40,4	81,2	68,9	30,9	36,2	72,5	77,2	51,9	43,4	81,0	82,0	52,0	50,0	82,0	83,0	53,0	52,0
8,2	6,1	3,6	3,0	6,6	5,2	2,3	2,6	5,6	5,5	3,6	2,9	5,9	5,5	3,4	3,2	5,7	5,3	3,3	3,2
29,8	34,4	31,8	31,7	31,3	36,5	23,1	29,8	36,9	38,5	21,3	28,3	38,0	39,0	24,0	29,0	39,0	40,0	26,0	30,0
110,5	-2,1	-30,1	5,1	51,5	5,4	-52,4	11,1	43,9	31,2	-58,4	3,3	56,0	16,0	-59,0	12,0	58,0	13,0	-61,0	15,0
9,5	-0,2	-2,3	0,4	4,2	0,4	-3,9	0,8	3,4	2,2	-4,0	0,2	4,1	1,1	-3,9	0,8	4,0	0,8	-3,8	0,9
-40,3	-3,8	10,3	-12,0	7,7	-26,4	-37,1	-35,5	2,0	-15,4	-38,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
25,4	24,1	22,2	21,8	20,7	21,5	22,1	22,7	22,6	22,9	23,2	23,1	22,7	22,7	22,5	22,4	22,2	22,1	22,0	21,8
27,0	26,5	26,1	25,7	25,4	25,6	25,7	25,9	25,7	25,7	25,7	25,6	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,2	25,1	25,1
-0,7	-2,6	-4,3	-6,0	-6,3	-3,7	-1,6	0,8	0,2	-0,8	-1,4	-2,7	-3,3	-3,2	-3,1	-2,5	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5
0,4	-1,3	-2,6	-3,7	-4,4	-2,1	-0,5	1,3	0,6	-1,1	-1,7	-3,0	-2,8	-1,3	-1,3	-0,7	0,0	-0,4	-0,6	-0,7
2,2	0,9	-1,1	-2,4	-4,4	-1,6	1,6	3,4	3,0	1,7	0,3	-1,3	-1,4	-1,0	-0,5	0,3	0,9	0,7	0,6	0,5
5,1	2,9	-0,9	-3,3	-6,1	-2,3	2,6	3,5	2,8	1,6	-1,2	-1,6	-0,9	-1,2	-0,2	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
10,3	12,6	12,8	11,1	8,7	6,1	5,4	6,4	5,5	6,5	6,7	7,0	7,2	6,2	6,4	6,7	8,0	9,1	9,5	9,7
0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,37	2,27	2,03	1,90	1,91	1,90	1,91	1,96
0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	0,9	1,4	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1

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

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 112
Fax: 224 412 179
www.cnb.cz

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