



## **Výhled české ekonomiky na rok 2019**

Podzim hospodářského cyklu

# Základní charakteristiky

Česká republika představuje malou otevřenou tržní ekonomiku se solidní dynamikou růstu, která netrpí nadměrnými vnitřními, vnějšími či finančními nerovnováhami.

Životní úroveň dosahuje 89 % průměru EU měřeno HDP na obyvatele podle parity kupní síly (odhad Deloitte pro rok 2018). Průměrné tempo růstu HDP za poslední dvě dekády činí 2,8 %. Podle sektorového hlediska má na tvorbě hrubé přidané hodnoty dominantní podíl sektor služeb (61 %), podíl průmyslu činí 32 %, podíl stavebnictví 5 %, podíl zemědělství 2 %.

Klíčovou roli ve vývoji ekonomiky hraje zahraniční obchod. Podíl vývozu zboží a služeb na HDP dosahuje 80 % a dlouhodobě stoupá. Hlavními obchodními partnery jsou země EU: Německo, Slovensko, Polsko a Francie.

Stabilní makroekonomická situace a relativně nízké zadlužení vládního sektoru se odráží v příznivém ratingu. Standard & Poor's hodnotí dlouhodobé závazky České republiky v lokální měně známkou AA, Fitch Ratings známkou AA-, agentura Moody's známkou A1.

Následující části zahrnují detailnější analýzu české ekonomiky, zhodnocení současného stavu a stability ekonomiky České republiky a výhled na rok 2019.

# Globální ekonomika

Rok 2018 byl naplněn především nejistotou o vývoji mezinárodního obchodu, kterou vyvolal americký prezident Donald Trump, když na začátku roku zavedl dovozní cla, na která reagovalo mnoho zemí odvetnými opatřeními. Riziko vojenského konfliktu naopak kleslo, když Severní Korea od testování balistických střel došla až k možnosti vyjednat s USA o jaderném odzbrojení.

Stále otevřenou otázkou zůstává Brexit, resp. jeho podoba. Nejzazší datum pro dosažení dohody mezi Velkou Británií a EU je 29. březen 2019. Tento termín sice může být posunut, ale pouze se souhlasem 27 států EU. Pokud k dohodě nedojde, tak Velká Británie unii opustí bez vyjednání speciálních podmínek a okamžitě pro ni přestanou platit pravidla EU. V případě dodržení tohoto data by přechodné období pro plnou implementaci dohody trvalo až do konce roku 2020. Během tohoto období se bude Velká Británie řídit pravidly EU, ale ztratí členství v jejích institucích. Přechodné období by mělo zmírnit dopady dohody, která může být i relativně izolacionistická, tedy mít podobu tzv. „tvrdého“ Brexitu. Variantu dosažení dohody nebo posunutí termínu pro její vytvoření vnímáme jako pravděpodobnější než vystoupení Velké Británie z EU zcela bez dohody, a proto by mělo podnikatelské prostředí v roce 2019 zůstat relativně stabilní. Finanční trhy mohou však budoucí podmínky předznamenat v dohodě reflektovat okamžitě.

Další pnutí lze očekávat mezi italskou vládou a Evropskou komisí ohledně fiskální politiky. Důvodem je rostoucí riziková prémie italského dluhu a potenciální neudržitelnost italských veřejných financí. V případě vystupňování tohoto konfliktu zde sekundárně vzniká politické riziko, které by mohlo vést až k úvahám o vystoupení Itálie z eurozóny/EU.

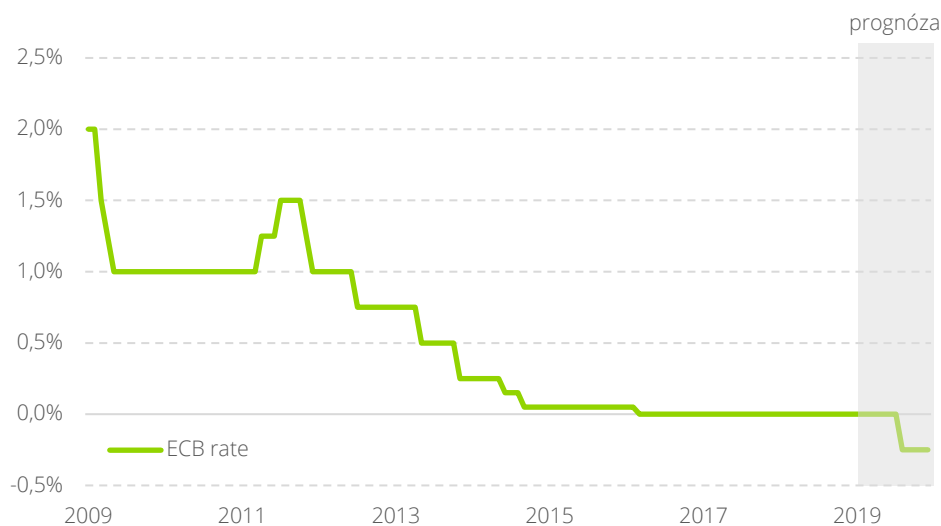
Z dlouhodobé perspektivy je pro globální ekonomiku zásadní hladké fungování mezinárodního obchodu a právě tato oblast zaznamenala v roce 2018 turbulentní průběh. V březnu USA uvalily cla na dovoz oceli a hliníku, a to včetně dovozů z Kanady, Mexika a EU. Všichni tři zmínění obchodní partneři včetně dalších zemí zavedli odvetná cla na dovoz zboží z USA. Od března dále probíhala eskalace zavádění cel mezi USA a Čínou, která v prosinci vyústila v uzavření 90denního příměří, během kterého mají USA s Čínou vyjednat o ochraně intelektuálního vlastnictví, netarifních bariérách a dalších aspektech obchodních

vztahů mezi zeměmi. Pokud nedojde v tomto období k dohodě, bude eskalace pokračovat. V opačném směru by měla působit koncem roku podepsaná obchodní dohoda USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement) mezi USA, Mexikem a Kanadou. Bohužel se ale jedná pouze o úpravu již existující dohody NAFTA, jejíž případný přínos je omezený.

V neposlední řadě došlo k otevření možnosti, že USA uvalí dovozní cla ve výši 20-25 % na dovoz automobilů ze všech zemí s výjimkou Kanady a Mexika. Prezident Donald Trump již odmítl návrh EU na vzájemné a úplné zrušení dovozních cel na dopravní prostředky, jako nedostatečně dobrý. Případné uvalení cel v této výši by mělo nezanedbatelný dopad na ekonomiky zemí EU, které do USA vyvážejí téměř třetinu hodnoty své produkce automobilů. Dopady cel na automobily a další produkty jsme odhadovali v analýze Deloitte.<sup>1</sup>

Solidní hospodářský růst a relativní oddlužování u řady evropských zemí vedlo ke zlepšení fiskální kapacity pro expansivní politiku v případě výraznějšího zpomalení růstu. Manévrovací prostor ECB je však značně omezený. Model reakční funkce ECB ukazuje, že by v druhé polovině roku 2019 mělo teoreticky dojít ke snížení základní úrokové sazby na -0,25 %.

### Graf 1: Prognóza sazeb ECB



Zdroj: Deloitte

Na počátku roku došlo k výrazné korekci cen aktiv na světových trzích, když index MSCI ACWI odepsal přibližně desetinu své hodnoty. Tento propad se týkal jak rozvinutých, tak rozvíjejících se trhů. Následně začal souhrnný index MSCI ACWI posilovat, a to i přes napjaté obchodní vztahy mezi významnými světovými ekonomikami. Toto posílení však nebylo symetrické v rámci jednotlivých skupin zemí. Zatímco rozvinuté ekonomiky posilovaly, na rozvíjejících se trzích pokračoval rychlý pokles cen akcií. Kvůli relativně nízké váze rozvíjejících se zemí index MSCI ACWI posiloval. V posledním kvartálu došlo k opětovnému poklesu akcií na světových trzích, který nás vede do roku 2019 se zvýšeným rizikem měřeným hodnotou indexu VIX. Ve výsledku globální index MSCI ACWI odepsal 11,8 %, americký index S&P 500 klesl o 6,2 % a panevropský index STOXX Europe 600 klesl o 13,2 %<sup>2</sup>. Zvýšení vnímaného rizika se projevilo růstem cen CDS kontraktů u většiny zemí.

Zvyšování úrokových sazeb ve vyspělých zemích a zvýšená volatilita na finančních trzích vedou k odlivu kapitálu z rozvíjejících se trhů, což může prohlubovat problémy tamních ekonomik. V roce 2018 se to projevilo v Argentině a Turecku. V roce 2019 se mohou přidat další země. ČR to přímo nezasáhne, protože makroekonomická a finanční stabilita jsou na dostatečné úrovni, může to však ovlivnit vývoj kurzu koruny a zpomalit tempo růstu globální ekonomiky, pokud by se problémy týkaly některé z velkých rozvíjejících se ekonomik.

<sup>1</sup> Deloitte: [USA a zavedení tarifů na dovoz oceli a hliníku - Dopady nové vlny protekcionismu](#)

<sup>2</sup> Změna od 31. 12. 2017 k 31. 12. 2018

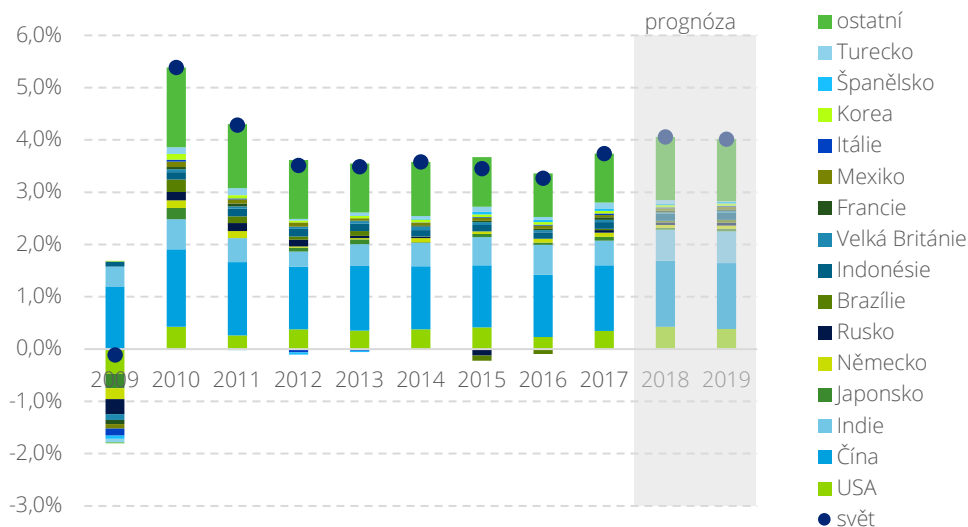
Během roku 2017 došlo nafouknutí cen kryptoměn. Konkrétně cena Bitcoinu vzrostla dvacetinásobně a málem pokořila hranici 20 000 USD. V kontrastu s extatickým rokem 2017 se nesl rok 2018 v duchu vystřízlivění a výrazné korekce cen těchto aktiv. Spolu s tím přestala růst emisní aktivita prostřednictvím ICO (initial coin offering).

Na trhu komodit byl nejvýznamnější nárůst cen ropy na 86 USD za barel v listopadu, tedy nejvyšší hodnotu od konce roku 2014. Avšak po dohodě zemí vyvážejících ropu v rámci i mimo OPEC došlo k opětovnému poklesu cen ropy, které tak celkově za rok 2018 zaznamenaly pokles.

Tempo růstu globální ekonomiky zrychlilo z 3,7 % v roce 2017 na 4,1 % v roce 2018. Při pohledu na největší světové ekonomiky k tomu přispělo zejména zrychlení růstu v USA a Indii. Opačným směrem působilo nejvýrazněji zpomalení růstu v Turecku.

Rok 2019 by měl být ve znamení příznivého ekonomického vývoje. Tempo růstu globální ekonomiky by mělo setrvat na 4,0 %. Zrychlit by měl hospodářský růst v Brazílii, Německu, Rusku, Japonsku, Velké Británii a Mexiku. Dále pravděpodobně mírně zpomalí růst ekonomiky USA a Číny, a více se propadne Turecko.<sup>3</sup>

**Graf 2: Příspěvky k růstu globálního HDP**



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Pokračování hospodářského růstu ve vyspělých zemích by mělo vést k přísnější měnové politice. USA a Velká Británie budou pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb. ECB by již od ledna 2019 neměla pokračovat s nákupy cenných papírů, ale dle našeho odhadu již v témže roce nesáhne ke zvyšování sazeb.

V politice budou v roce 2019 klíčovými momenty případné pokračování eskalace celních opatření nebo rozřešení obchodních sporů a další vývoj jednání o Brexitu. Mezi důležité volby roku 2019 v evropském prostoru patří parlamentní volby v Řecku, které mohou ovlivnit budoucnost úsporných opatření řecké vlády, parlamentní volby v Polsku a evropské parlamentní volby, kde se projeví postoj občanů evropských zemí ke směřování EU, prezidentské volby na Slovensku a parlamentní a prezidentské volby na Ukrajině. V Americe proběhnou mimo jiné federální volby v Kanadě, které budou z části hodnocením obchodních vyjednávání s USA, a volby v Argentině, kde v několika volbách Argentinci mohou vyvodit politické důsledky ze současné ekonomické krize.

Rok 2018 byl důležitý také příchodem celé řady nových regulací jako například MiFID2, PSD2 a GDPR. V roce 2019 uvidíme, jak tyto regulace ovlivní mimo jiné rozvoj FinTech sektoru v Evropě.

<sup>3</sup> Pro uvedené země jsou použity prognózy IMF.



# Česká republika

## HDP

Prakticky již od začátku roku 2018 bylo možné sledovat známky pozvolného zpomalování růstu české ekonomiky. Navázat na výsledky z roku 2017, kdy velmi silný impuls přineslo dočerpávání fondů EU z předchozího programového období, bylo značně obtížné. Ekonomika se jednoduše začala vracet k dlouhodobě udržitelnému tempu. Druhým klíčovým momentem bylo zpomalení růstu v zahraničí. Například v Německu, které je hlavním obchodním partnerem Česka, se HDP v prvních třech čtvrtletích meziročně zvýšil pouze o 1,7 %, zatímco ve stejném období roku 2017 rostl o 2,3 %. Pomalejší růst zahraniční poptávky je dobře viditelný na nižší dynamice vývozu.

HDP se v prvních třech čtvrtletích roku 2018 meziročně zvýšil o 3,0 %. Těžištěm růstu byly domácí spotřební výdaje a investice, naopak čistý export růst HDP zpomaloval.

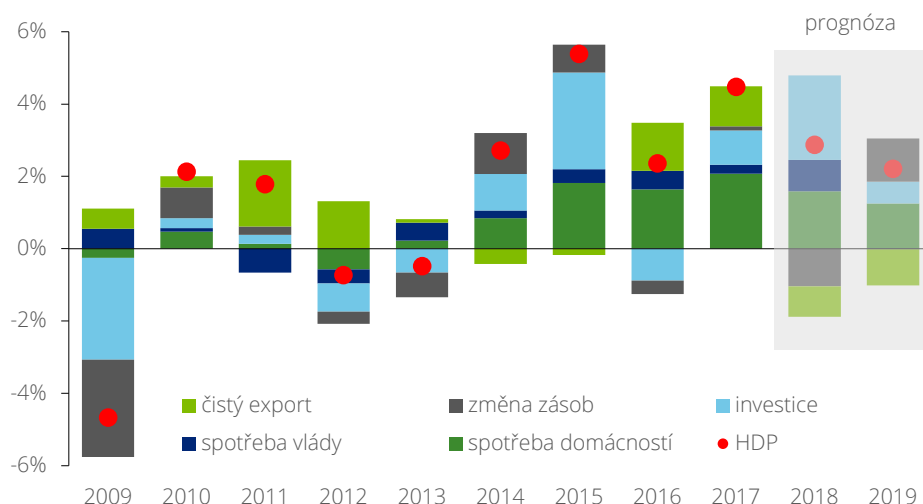
Spotřeba domácností meziročně stoupla o 3,6 %. Nejrychleji rostly výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby, které zpravidla reagují nejvýrazněji na zrychlení růstu mezd a platů. Spotřební výdaje navíc stimuluje velmi nízká nezaměstnanost, stále relativně nízké úrokové sazby a pokles míry úspor.

Investiční výdaje nasadily v roce 2018 ke sprintu. Za první tři čtvrtletí se meziročně zvýšily o 9,4 %. Klíčovou roli v této oblasti hrály investice do výstavby nemovitostí a nákupy dopravních prostředků.

Zpomalení poptávky v zahraničí a pokračování rychlého růstu domácí poptávky mělo očekávaný efekt na čistý export. Zatímco vývoz zboží a služeb se v prvních třech čtvrtletích meziročně reálně zvýšil o 4,5 %, dovoz rostl tempem 5,9 %. Příspěvek čistého exportu k meziročnímu růstu HDP činil minus 0,7 %.

Pohled na jednotlivá odvětví ekonomiky odhaluje, že k růstu celkové přidané hodnoty nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl a obchod a doprava.

**Graf 3: Růst HDP**



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

Co přinese rok 2019? Patrně další zpomalení růstu HDP. Snižování otáček hospodářského růstu lze očekávat v zahraničí, soudě podle prognóz pro hlavní obchodní partnery Česka. Vysokou dynamiku si patrně neudrží ani domácí poptávka. K ochlazení růstu domácí poptávky by měla přispět série zvyšování úrokových sazeb ČNB, jemuž sekundovalo také zpřísnění makroobezřetnostních opatření. Zároveň se vyčerpá prostor pro pokles nezaměstnanosti. V roce 2019 očekáváme zvýšení HDP o 2,2 %, při růstu spotřebních výdajů domácností o 2,6 %, investic do fixního kapitálu o 2,2 %, vývozu o 4,4 % a dovozu o 6,1 %.

Zpomalení růstu HDP povede ke snížení rozdílu mezi skutečným výkonem ekonomiky a jejím potenciálem, tj. přehřívání ekonomiky. Mezera výstupu by měla klesnout z 1,0 % v roce 2018 na 0,4 % na konci roku 2019.

Po rychlém snižování rozdílu ve výkonnosti české ekonomiky a vyspělých západoevropských zemí by se měla reálná konvergence v roce 2019 zastavit. HDP na obyvatele přepočtený podle parity kupní síly zůstane na 89 % průměru EU.

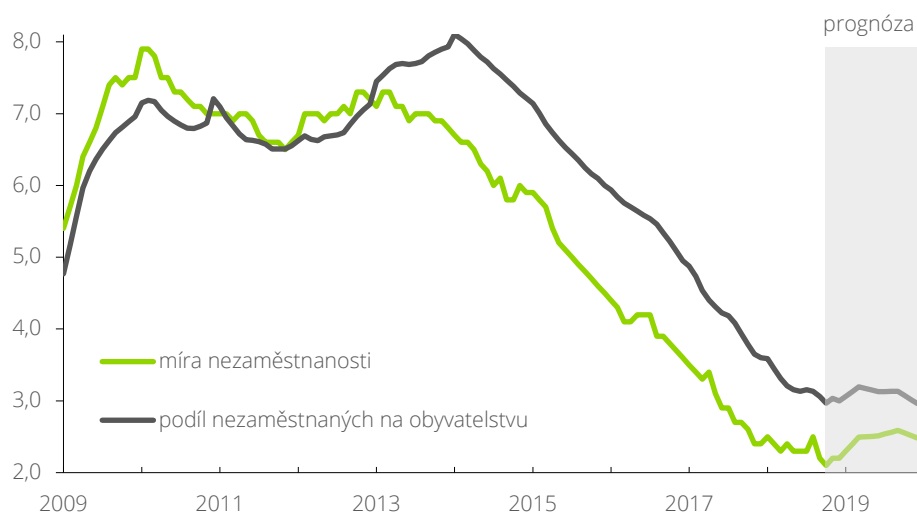
### Trh práce

Pokles nezaměstnanosti se v roce 2018 prakticky zastavil. Míra nezaměstnanosti po sezónním očištění dosahovala na konci roku 2017 2,4 %, ve 3. čtvrtletí 2018 činila 2,3 %. Je evidentní, že se nezaměstnanost v české ekonomice pohybuje pod svou přirozenou mírou. Podle našeho odhadu se pohybuje přirozená míra nezaměstnanosti v Česku kolem 3 %.

Problémem českého trhu práce je nedostatek pracovních sil. Zatímco počet nezaměstnaných hledajících zaměstnání v říjnu 2018 činil 110 tisíc, úřady práce registrovaly 324 tisíc volných pracovních míst. Čím dál tím více firem se snaží hledat pracovní síly v zahraničí. Zvýšenou imigraci potvrzují demografická data. V prvních třech čtvrtletích 2017 se do ČR přistěhovalo 33 tisíc osob, ve stejném období roku 2018 to bylo 43 tisíc.

Potvrzením přehřívání trhu práce je akcelerace růstu mezd. Průměrná mzda se v prvních třech čtvrtletích 2018 meziročně zvýšila o 8,6 %, po zohlednění inflace reálně o 6,3 %. Oleje do ohně přilévá veřejný sektor, kde v poslední době rostou mzdy ještě rychlejším tempem než ve firmách. Bohužel růstu mezd nesekunduje adekvátní zvýšení produktivity práce. Jednotkové mzdové náklady, ukazatel postihující růst mezd, zaměstnanosti a produktivity, se již třetím rokem zvyšují. V prvních třech čtvrtletích 2018 stouply o 4,3 %.

**Graf 4: Nezaměstnanost**



Zdroj: ČSÚ, MPSV, Deloitte

Rok 2019 by měl přinést zmírnění napětí na trhu práce. Zpomalení růstu ekonomiky sníží tlak rostoucí poptávky po práci ze strany firem. Míra nezaměstnanosti se bude pohybovat na úrovni 2,4 %. Dynamika růstu mezd ale jen tak nevychladne. Podle modelu, který je založen na historických datech z trhu práce, by v příštím roce měla průměrná mzda stoupnout o 6,5 %. Tlak odborových svazů, vývoj mezd ve veřejném sektoru a další zvyšování minimální mzdy ovšem mohou tlačit růst mezd výše.

### Vnější relace

Vnější bilance české ekonomiky, měřeno saldem běžného účtu platební bilance, se v roce 2018 mírně zhoršila. Po prvních třech čtvrtletích činil přebytek běžného účtu 19 mld. Kč (0,3 % HDP), zatímco loni za stejné období dosáhl 55 mld. Kč (0,8 % HDP). I přes mírné zhoršení se vnější relace Česka pohybují v bezpečných mezích.

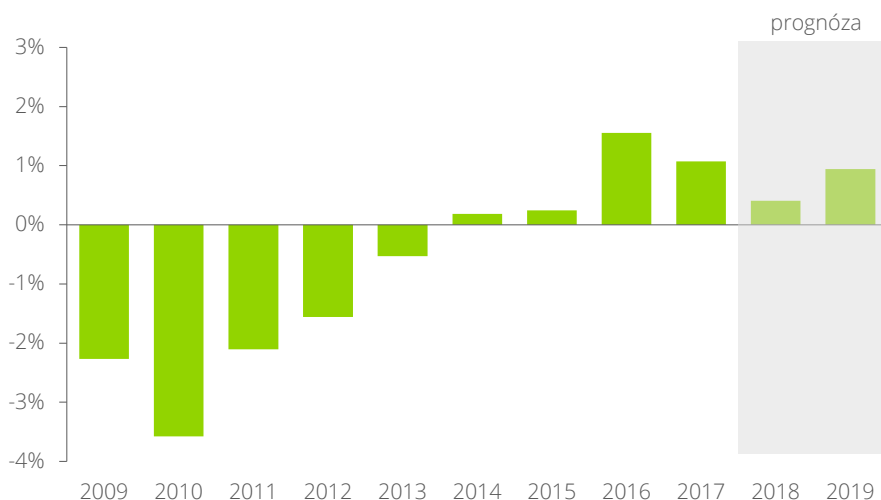
Hlavním důvodem pro pokles přebytku běžného účtu je zhoršení obchodní bilance. Po prvních deseti měsících roku 2018 dosáhl přebytek obchodní bilance 116 mld. Kč, ve stejném období loňského roku činil 156 mld. Kč.

Na směnné relace to svádět nelze, dovozní ceny klesají rychleji než vývozní ceny. V prvních deseti měsících vývozní ceny meziročně v průměru klesaly o 1,0 %, zatímco dovozní ceny o 1,4 %. Příčinou klesajícího přebytku zahraničního obchodu je reálné zhoršení. Vývoz zboží se totiž reálně za leden až říjen meziročně zvýšil o 4,2 %, zatímco dovoz rostl tempem 6,0 %.

K růstu celkového vývozu přispěl zejména vyšší vývoz strojů a dopravních prostředků, polotovarů a materiálů. Stejně kategorie dominovaly růstu dovozu. Z teritoriálního pohledu se na růstu celkového vývozu podílel zejména vyšší vývoz do Nizozemí, Německa a Polska. Růst dovozu má na svědomí vyšší dovoz z Číny.

Zahraniční dluh Česka se po prvních třech čtvrtletích roku 2018 snížil na 83,4 % HDP. Na konci roku 2017 činil 86,7 % HDP. Pozvolný pokles zahraničního dluhu souvisí s pozvolnou likvidací spekulativních investic do české měny zahraničními investory z období kurzového závazku, kdy se zejména těsně před jeho koncem masivně sázelo na posílení kurzu české měny. Kvůli tomuto specifickému faktoru nejsou použitelné obvyklé ukazatele používané k posouzení výše zahraničního dluhu. Čistá investiční pozice Česka pokračovala v trendu postupného zlepšování. Na konci třetího čtvrtletí 2018 dosáhla -25,5 % HDP.

**Graf 5: Běžný účet platební bilance (v % HDP)**



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

Pro vývoj vnějších ekonomických relací Česka v roce 2019 bude zásadní, jak zpomalí zahraniční poptávka a domácí poptávka a jaký vliv bude mít vývoj kurzu koruny na konkurenceschopnost českého vývozu. Globální ochlazení by mělo v roce 2019 zpomalit růst efektivní zahraniční poptávky<sup>4</sup> na 2,4 % z 2,6 % v roce 2018. Důvodem tohoto relativně malého poklesu zahraniční poptávky jsou poměrně příznivé prognózy růstu ekonomik Slovenska a Polska, které patří mezi významné obchodní partnery Česka. Domácí poptávka by měla zpomalit výrazněji a v roce 2009 poroste podle našich předpokladů jen o 2,1 %. Reálné faktory by tedy měly působit na obchodní bilanci pozitivně.

V případě kurzu koruny je tomu naopak. Kurz české měny vůči euru i dolaru sice v roce 2018 oslabil. Reálný efektivní kurz, který bere do úvahy také vývoj jednotkových mzdových nákladů, ovšem v prvních třech čtvrtletích roku 2018 posílil o 1,8 %.

Celkově by měl převážit vliv reálných faktorů a přebytek obchodní bilance by se měl mírně zvýšit na zhruba 130 mld. Kč. Kladné saldo běžného účtu platební bilance by mělo stoupnout na 1,0 % HDP.

<sup>4</sup> Vážený průměr růstu HDP ve 36 zemích světa, kde vahami je podíl těchto zemí na celkovém vývozu z ČR.

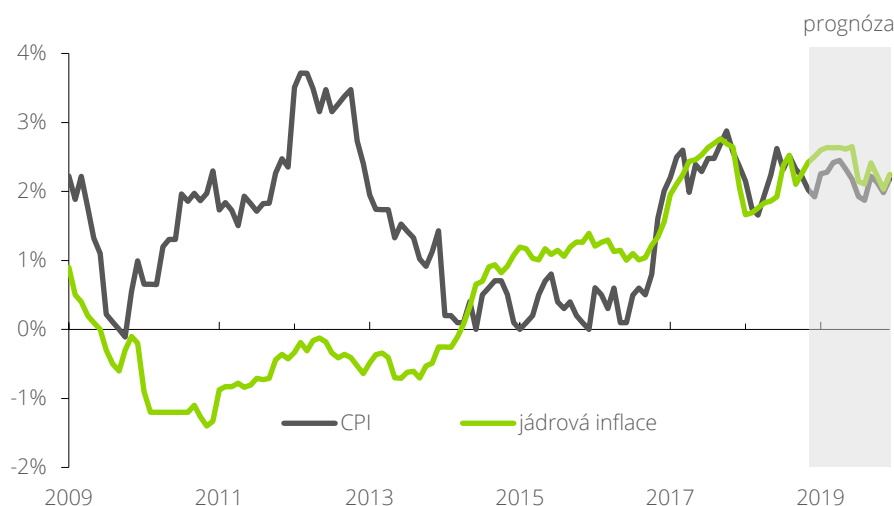
## Inflace

Inflace v roce 2018 mírně klesla a pohybovala se blízko inflačního cíle ČNB ve výši 2 %. Nejvýrazněji k růstu celkové cenové hladiny přispívaly stoupající ceny bydlení, vody a energií a paliv. Výrazněji rostly také ceny potravin a nealkoholických nápojů a ceny alkoholických nápojů a tabáku. Důležitým faktorem pro růst inflace byl také růst mezd.

ČNB v listopadu sice přesně trefila 2procentní cíl inflace spotřebitelských cen, ale trh nemovitostí se především v hlavním městě přehřívá. Ceny nových bytů v Praze byly ve 3. čtvrtletí 2018 o 16,8 % vyšší než o rok dříve, což je z významné části způsobeno neúměrnou délkou stavebních řízení, která podvazuje nabídku na trhu nemovitostí a žene ceny nahoru. Inflace v cenách starších bytů v celé České republice dosáhla 9,0 %.

Silná domácí poptávka a mzdová inflace budou zásadní pro vývoj produkčních a spotřebitelských cen v roce 2019. Ke mzdové inflaci přispěje také zvýšení minimální mzdy z 12 200 Kč na 13 350 Kč měsíčně, což je nominální nárůst téměř o 10 %. Vzroste také zaručená mzda a platové tarify ve veřejném sektoru. Dále se bude projevovat důležitý faktor posilování kurzu koruny. Sílicí kurz bude snižovat ceny dováženého zboží. Na začátku roku je také potřeba počítat se zvýšením cen energií. Ceny elektřiny a zemního plynu by se měly v průměru zvýšit zhruba o 5 %. Nízká úroda v roce 2018 bude tlačit na zvýšení inflace v cenách zemědělských výrobců a následně v cenách potravin. Inflace by se měla po celý rok 2019 pohybovat nad 2procentním inflačním cílem ČNB a zároveň zůstat v rámci tolerančního pásma.

**Graf 6: Inflace**



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

## Měnová politika

Po ukončení kurzového závazku ČNB v dubnu 2017 začal uměle podhodnocený kurz koruny posilovat. Kurz koruny vůči euru až do února 2018 posílil o 7 %. Následně došlo k zastavení tohoto trendu a koruna v roce 2018 dokonce mírně oslabila. Protože pohyb kurzu nevedl k očekávanému zpřísnění měnových podmínek, přistoupila ČNB k dalšímu zvyšování úrokových sazeb. Klíčovou 2týdenní repo sazbu zvýšila během roku celkem pětkrát o 25 bazických bodů až na 1,75 %.

Tento vývoj kurzu koruny je způsoben vícero faktory, které nepůsobí stejným směrem. Fundamentálním faktorem, který tlačí na posílení kurzu, je reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým ekonomikám eurozóny. Ta bude působit dlouhodobě a bez významných strukturálních změn české a zahraniční ekonomiky není důvod předpokládat, že v dohledné době ustane. Proti prosazení tohoto fundamentálního faktoru stojí dva hlavní důvody.

Prvním důvodem je dědictví, které si neseme z doby kurzových intervencí. Objem zahraničních aktiv v rozvaze ČNB od října 2013 do dubna 2017 kvůli devizovým intervencím vzrostl z 899 mld. Kč na 3 360 mld. Kč, což je nárůst o 274 %. V relativním vyjádření došlo k nárůstu z 24 % HDP na 80 % HDP. K tomuto prudkému zvýšení devizových rezerv byla ČNB donucena zahraničními investory, kteří spekulovali na

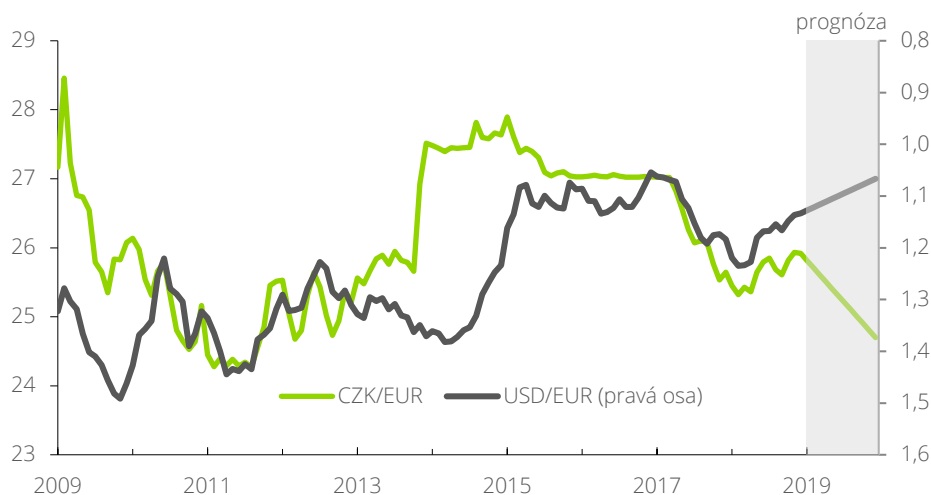


rychlé posílení kurzu koruny po očekávaném ukončení kurzového závazku. Tím dědictvím je tedy na straně jedné zbytnělá rozvaha ČNB a na straně druhé vysoký objem státních dluhopisů a jiných aktiv denominovaných v českých korunách v rukou zahraničních investorů. Podíl nerezidentů na držbě státního dluhu za dobu intervencí vzrostl z 10 % na 40 %. Právě tito investoři nyní využívají posílení kurzu pro likvidaci svých korunových pozic, čímž brzdí jeho průběh. Přitom z celkového nárůstu dluhopisů držených nerezidenty bylo od ukončení kurzového závazku zlikvidováno pouze 27 %. Je tedy otázkou, jaké posílení kurzu bude třeba k likvidaci všech těchto pozic a k vyčerpání jejich vlivu na rychlost posilování kurzu.

Druhým důvodem je vývoj okolního ekonomického prostředí. V průběhu roku 2018 došlo k vývoji, který zvýšil míru nejistoty na trzích. Vlna protekcionismu, ekonomické potíže Turecka a Argentiny a otázka fiskální zodpovědnosti Itálie, to všechno přispělo k růstu vnímaného rizika, které vedlo k odlivu kapitálu z trhů, které jsou vnímány jako relativně rizikovější. Protože se Česká republika podle určitých měřítek řadí mezi rozvíjející se země, byla koruna také zasažena odlivem kapitálu.

Ekonomika se dále pohybuje nad svým potenciálem, kdy jsou výrobní kapacity využívány více, než je obvyklé a míra nezaměstnanosti je pod svojí přirozenou hodnotou. V roce 2019 očekáváme ze strany ČNB další zvýšení úrokových sazeb. Model reakční funkce centrální banky ukazuje, že by se 2týdenní repo sazba měla zvýšit na 2,00 %.

**Graf 7: Devizové kurzy**



Zdroj: ČNB, Deloitte

### Fiskální politika

Vývoj veřejných financí v roce 2018 navázal na předchozí rok. Přebytek vládního sektoru dosahoval v polovině roku 1,6 % HDP (na roční bázi, tj. za poslední 4 čtvrtletí), tedy stejné hodnoty jako v roce 2017. Primární saldo činilo 2,4 % HDP, po cyklickém očištění 1,9 % HDP. Rychlý růst ekonomiky vede k vyššímu výběru daní a sociálního pojistného, celkově se příjmy vládního sektoru v první polovině roku meziročně zvýšily o 8,0 %. Nicméně výdajová strana zdárně sekunduje, celkové výdaje meziročně stouply o 8,1 %. Vývoj státního rozpočtu naznačuje, že v druhé polovině roku došlo ke zhoršení fiskální situace. Na konci listopadu činil deficit státního rozpočtu 21,6 mld. Kč, zatímco loni to bylo 11,6 mld. Kč.

V průběhu roku 2018 byla přijata opatření, která znatelně ovlivní veřejné rozpočty v příštích letech. Na příjmové straně jde například o přeřazení vybraného zboží a služeb do nižší sazby DPH (služby s vysokým podílem práce, vodné a stočné) a snížení sazby na nemocenské pojištění o 0,2 procentního bodu jako kompenzace za zrušení karenční doby v prvních třech dnech nemocenské.

Výdaje ovlivní zejména zvýšení důchodů. Kromě obvyklé valorizace vláda navíc schválila zvýšení základní výměry důchodů z 9 % na 10 % průměrné mzdy a penzistům starším 85 let navíc přidala 1 000 Kč měsíčně navíc. Dalším rozpočtově významným opatřením je zvyšování platů. To by se mělo pohybovat v rozmezí od 7,4 % (armáda, státní úředníci) až 15 % (učitelé). Zavedení slevy na jízdné pro studenty a

seniory zatíží rozpočet zhruba 7 miliardami korun. Počítat je potřeba také s dopadem vyšších úrokových sazeb na náklady na státní dluh.

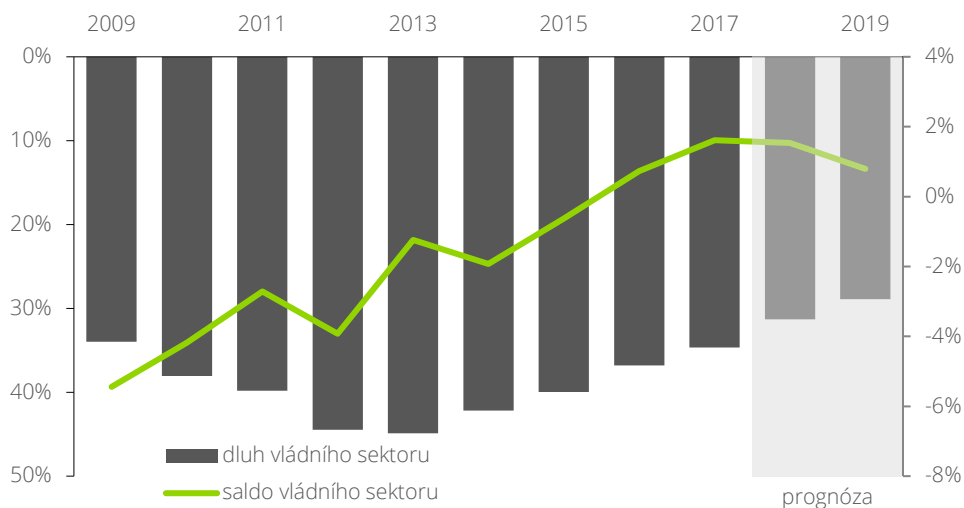
Výsledkem všech těchto opatření by měl být pokles přebytku vládního sektoru v roce 2019 na 0,8 % HDP. Primární saldo se sníží na 1,9 % HDP, resp. 1,6 % HDP po cyklickém očištění.

Pokles přebytku přináší pozitivní fiskální impuls v době, kdy ho ekonomika nepotřebuje, neboť se pohybuje nad svým potenciálem a některé trhy vykazují známky přehřívání. Fiskální politika se tak opět chová procyklicky a místo, aby zmírňovala kolísání ekonomiky, tak jej naopak prohlubuje.

Přes zhoršení fiskální disciplíny by veřejné finance měly zůstat na dlouhodobě udržitelné trajektorii (nepočítáme-li s dlouhodobými dopady stárnutí populace). Dluh vládního sektoru by měl v roce 2019 klesnout na 28,9 % HDP a v dalších letech pokračovat v pozvolném poklesu v relaci k HDP.

Tuto skutečnost reflektuje příznivý vývoj ratingu České republiky. V roce 2018 agentura Fitch Ratings zvýšila známku pro dlouhodobé závazky v domácí i cizí měně z A+ na AA-. Agentura Japan Credit Rating Agency zvýšila České republice známku pro dlouhodobé závazky v domácí měně z AA- na AA a hodnocení dlouhodobých závazků v cizí měně z A+ na AA-. Stejně rating České republiky přehodnotila agentura Rating & Investment. Při pokračování hospodářského růstu a konvergence k vyspělejšími zemím stoupá pravděpodobnost přehodnocení na lepší ratingovou známku také u ostatních ratingových agentur.

**Graf 8: Saldo a dluh vládního sektoru (v % HDP)**



Zdroj: ČSÚ, ČNB

# Shrnutí

Uplynulý rok naplnil očekávání, prognózy základních parametrů ekonomiky se patrně naplní velmi přesně. Globální ekonomika i přes otřesy na finančních trzích a stoupající tendence k protekcionismu dokázala zrychlit tempo růstu na 4,1 % z 3,7 % v roce 2017. Dařilo se i české ekonomice, kde se těžiště růstu přesunulo k domácí poptávce. Příznivý vývoj v posledních pěti letech však již vyčerpal rezervy na trhu práce. Míra nezaměstnanosti klesla na historicky nejnižší hodnoty a hlavním problémem se stal nedostatek volných pracovních sil. Reakcí na tuto situaci je podle očekávání stupňující se tlak na růst mezd. A reakcí na tuto reakci je přísnější měnová politika. ČNB v roce 2018 v pěti krocích zvýšila svou základní úrokovou sazbu z 0,5 % na 1,75 %.

Rok 2019 bude ve znamení postupujícího podzimu v hospodářském cyklu v globálním i lokálním pohledu. Rok 2019 bude také nervózní. Ve smyslu volatility na finančních trzích i obav z geopolitických rizik. Jak dopadne obchodní válka USA proti všem, asi nikdo netuší. Občasný/dočasný mír s Čínou je velmi křehký. Evropu mrazí při pomýšlení na tarify na vývoz automobilů do USA. Krizové plány pro případ tvrdého Brexitu vypadají jako příprava na válku. Italské veřejné finance jsou další nášlapnou minou eurozóny. Parlamentní volby v Řecku mohou probudit demony tamní dluhové krize. V neposlední řadě nás čekají také volby do Evropského parlamentu.

Globální ekonomika v roce 2019 nejspíše mírně zpomalí. Očekáváme růstu globálního HDP o 4,0 %. Z pohledu české ekonomiky je zejména důležité pokračující ochlazení hospodářského růstu v eurozóně na 1,8 %. To se promítne prohloubením negativního příspěvku čistého exportu k růstu HDP. Na domácí poptávce by se mělo projevit zpřísnění měnové politiky v průběhu minulého roku. V roce 2019 očekáváme zpomalení růstu HDP v České republice na 2,2 %.

Na trhu práce se zpomalení růstu prozatím příliš neprojevilo. Míra nezaměstnanosti by měla setrvat na velmi nízkých hodnotách. Růst mezd by měl být o něco pomalejší než v roce 2018, nicméně tlak odborových svazů, zvyšování platů ve veřejném sektoru a další navýšení minimální mzdy mohou přispět k pokračování rychlého růstu mezd. Rok 2019 bude čtvrtým rokem v řadě, kdy mzdy rostou rychleji než produktivita práce.

Mzdová inflace bývá předchůdcem růstu spotřebitelských cen. Nicméně prozatím se růst mezd projevoval především klesajícími maržemi výrobců a obchodníků. K inflaci ve spotřebitelských cenách přispěje také růst cen potravin z důvodu nízké úrody v loňském roce a zvyšování cen energií na začátku roku. Inflace by se měla po celý rok 2019 pohybovat nad 2procentním inflačním cílem ČNB a zároveň zůstat v rámci tolerančního pásma.

Vyhlídky zpomalujícího růstu ekonomiky a inflace v mezích inflačního cíle dává prostor k oddechu měnové politice. Na začátku roku nejspíše ČNB ještě jednou zvýší úrokovou sazbu, po zbytek roku by ale mohly zůstat sazby stabilní.

Ve fiskální oblasti se projeví celá řada opatření přijatých v roce 2018. Od růstu platů ve veřejném sektoru, přes valorizaci penzí až po zavedení slev na jízdné pro studenty a seniory. Výsledkem by měl být pokles přebytku vládního sektoru v roce 2019 na 0,8 % HDP. Přes zhoršení fiskální disciplíny by veřejné finance měly zůstat na dlouhodobě udržitelné trajektorii. Dluh vládního sektoru by měl v roce 2019 klesnout na 28,9 % HDP.

Zatímco na začátku roku 2018 převládal optimismus a ekonomiky eurozóny i Česka byly na vrcholu hospodářského cyklu, začátku roku 2019 dominuje nervozita a nejistota. Zrcadlem obav jsou poslední propady akciových trhů. Mírné zpomalení růstu ekonomiky není žádná tragédie a dříve nebo později k němu musí dojít. Při naplnění některých z existujících geopolitických rizik by však zpomalení růstu mohlo být citelnější.

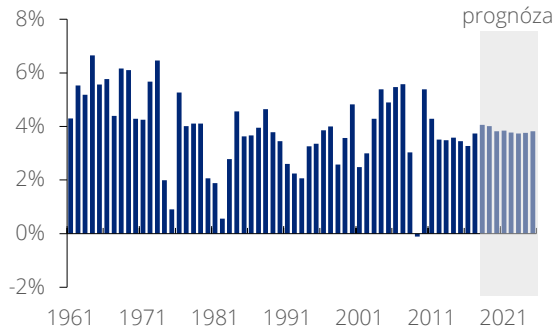
# Základní data a prognózy

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
HDP, mld. Kč, běžné ceny	4 098	4 314	4 596	4 768	5 045	5 326	5 615
HDP, mld. USD, běžné ceny	209,5	207,9	186,8	195,2	215,8	249,0	259,3
HDP, reálný růst, %	-0,5	2,7	5,4	2,4	4,5	2,9	2,2
Průmyslová výroba, reálný růst, %	0,1	5,0	4,3	3,6	6,5	3,4	3,0
Stavební výroba, reálný růst, %	-5,6	5,5	6,1	-5,4	5,0	10,5	3,0
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	-0,1	2,8	5,7	5,3	5,4	5,0	4,6
Míra nezaměstnanosti, průměr, %	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9	2,3	2,4
Spotřebitelské ceny, průměr, %	1,4	0,3	0,3	0,7	2,5	2,1	2,2
Spotřebitelské ceny, konec období, %	1,4	0,1	0,0	2,0	2,4	1,9	2,1
Ceny průmyslových výrobců, průměr, %	0,8	-0,7	-3,2	-3,2	1,8	2,0	0,9
Ceny průmyslových výrobců, konec období, %	1,6	-3,7	-2,9	-0,3	0,7	2,1	0,4
Růst průměrné mzdy, %	-0,1	2,9	3,2	4,4	4,4	6,2	8,3
Obchodní bilance, mld. Kč, národní pojetí	107	146	131	164	163	123	131
Běžný účet, mld. Kč	-22	8	11	74	54	22	55
v % HDP	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,1	0,4	1,0
Finanční účet, mld. Kč	68	64	175	117	99	41	96
v % HDP	1,7	1,5	3,8	2,5	2,0	0,8	1,7
Přímé zahraniční investice v ČR, mld. Kč	144	168	42	265	217	-	-
v % HDP	3,5	3,9	0,9	5,6	4,3	-	-
Zahraniční dluh, mld. USD	137,4	125,1	126,2	139,6	200,7	202,0	201,1
v % vývozu zboží a služeb	87	80	84	92	109	104	101
v % HDP	67	66	68	73	87	82	80
Devizové rezervy, mld. USD	56,2	54,5	64,5	85,7	148,0	143,4	-
v měsících dovozu zboží a služeb	4,5	4,1	5,5	7,3	11,4	9,6	-
Saldo státního rozpočtu, mld. Kč	-81	-78	-63	62	-6	2,9	-
Saldo veřejného sektoru, v % HDP	-1,2	-1,9	-0,6	0,7	1,6	1,5	0,8
Dluh sektoru vládních institucí, mld. Kč	1 840	1 819	1 836	1 755	1 749	1 667	1 622
v % HDP	44,9	42,2	40,0	36,8	34,7	31,3	28,9
Růst peněžní zásoby (M2), %	5,0	6,6	8,4	6,6	8,6	-3,6	4,1
2-týdenní repo sazba, konec období, %	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	1,75	2,00
3M PRIBOR, průměr, %	0,46	0,34	0,29	0,29	0,41	1,22	2,28
3M PRIBOR, konec období, %	0,38	0,34	0,29	0,29	0,75	2,01	2,28
CZK/EUR, průměr	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	23,8
CZK/EUR, konec období	27,4	27,7	27,0	27,0	25,5	25,7	23,3
CZK/USD, průměr	19,6	20,7	24,6	24,4	23,4	21,7	21,7
CZK/USD, konec období	19,9	22,8	24,8	25,6	21,3	22,6	21,8

Zdroj: ČSÚ, ČNB, MF ČR. Předpověď: Deloitte

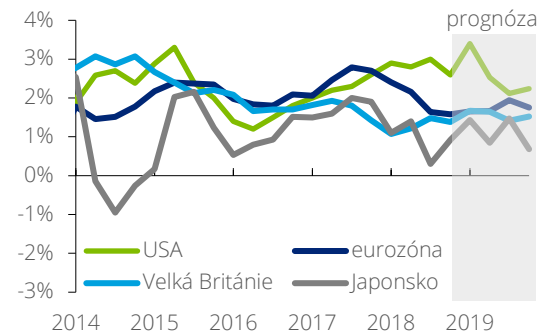
# V obraze beze slov

**Globální HDP (roční růst)**



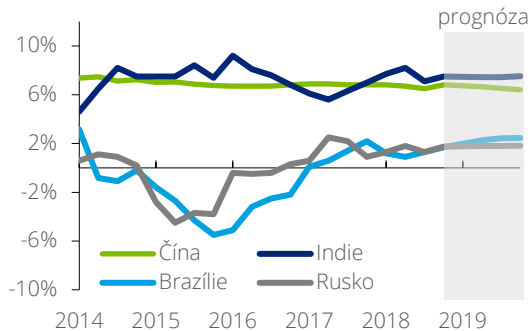
Zdroj: World Bank, Deloitte

**HDP: vyspělé země (roční růst)**



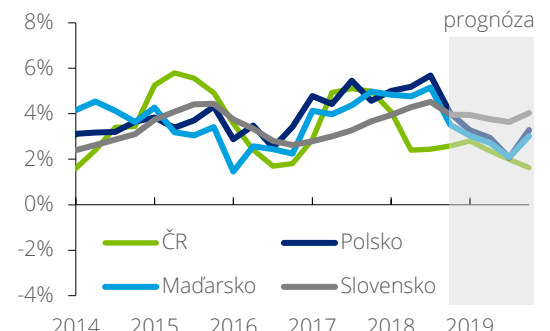
Zdroj: Eurostat, BEA, Deloitte

**HDP: BRIC (roční růst)**



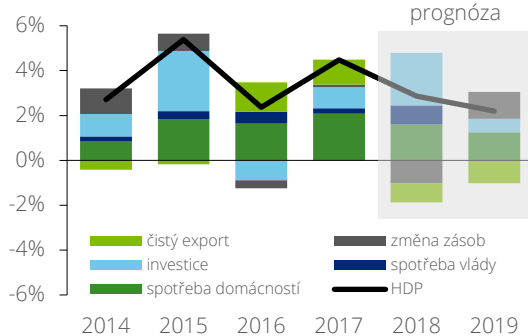
Zdroj: národní statistické úřady, Deloitte

**HDP: CE (roční růst)**



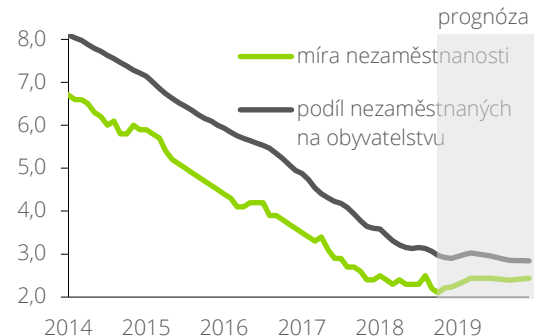
Zdroj: Eurostat, Deloitte

**ČR: HDP (příspěvky k meziroční změně)**



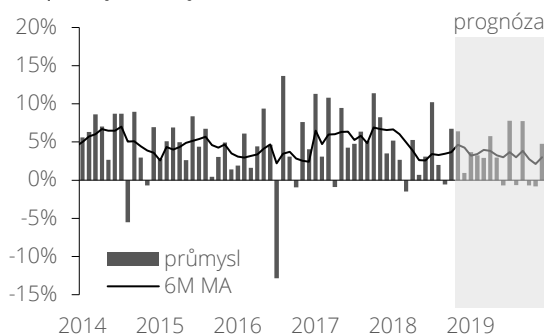
Zdroj: Deloitte

**ČR: nezaměstnanost (%)**



Zdroj: ČSÚ, MPSV, Deloitte

**ČR: průmyslová výroba (meziroční změna)**



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

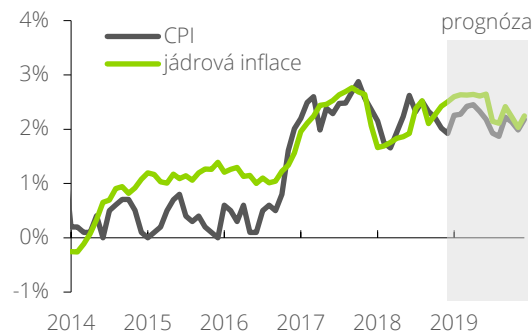
**ČR: stavební výroba (meziroční změna)**



Zdroj: ČSÚ, Deloitte

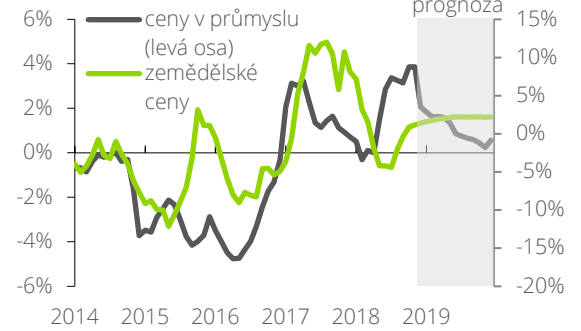


**ČR: spotřebitelské ceny (meziroční změna)**



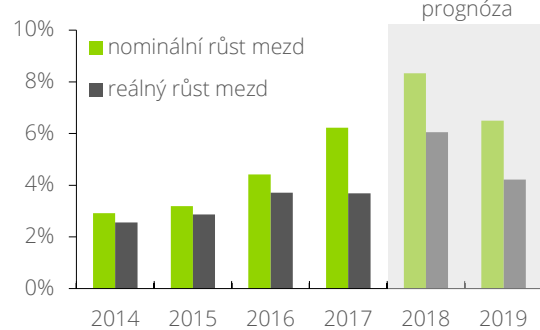
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Deloitte

**ČR: výrobní ceny (meziroční změna)**



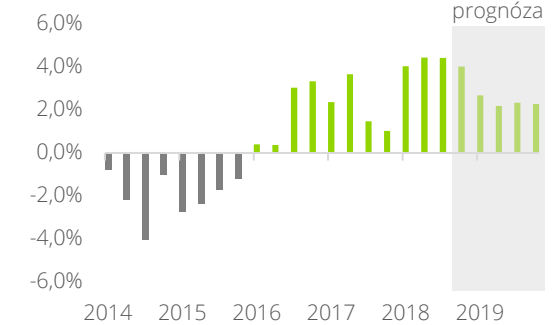
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

**ČR: mzdy (meziroční růst)**



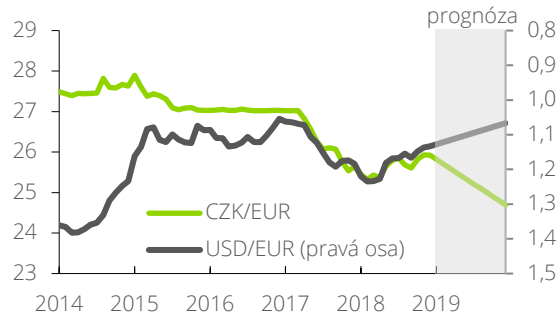
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

**ČR: jednotkové mzdové náklady (meziroční změna)**



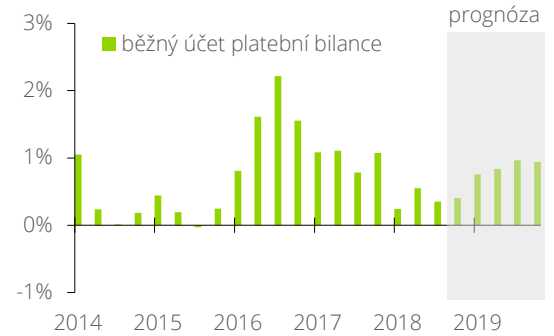
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

**ČR: Devizové kurzy**



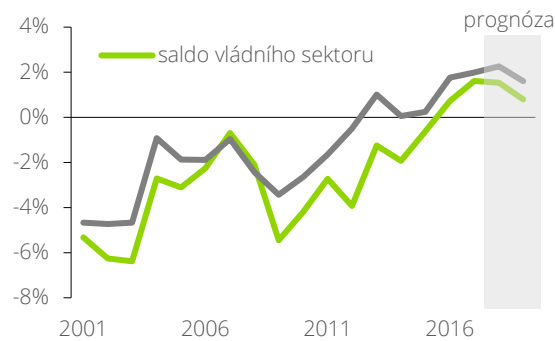
Zdroj: ČNB, Deloitte

**ČR: platební bilance (% HDP)**



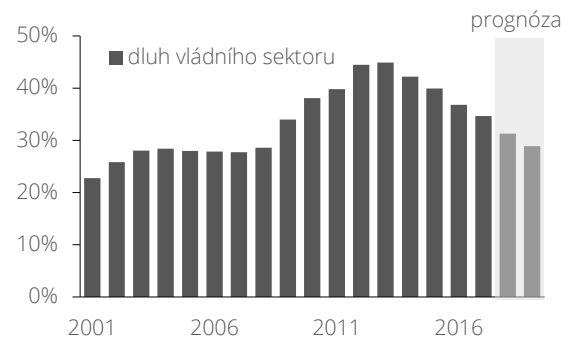
Zdroj: ČNB, Deloitte

**ČR: saldo vládního sektoru (% HDP)**



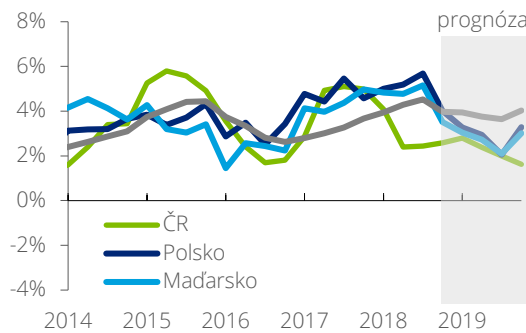
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

**ČR: dluh vládního sektoru (% HDP)**



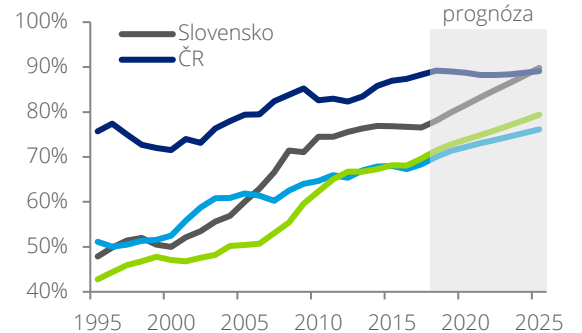
Zdroj: ČSÚ, Deloitte

CE: HDP (roční růst)



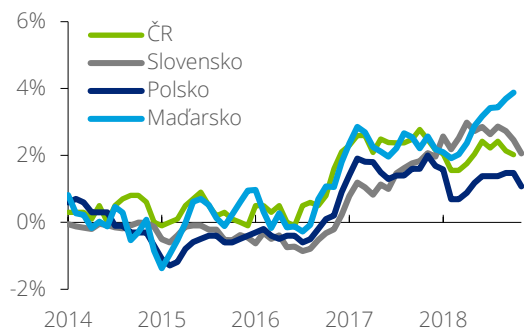
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: HDP na obyvatele v PPS (EU28=100)



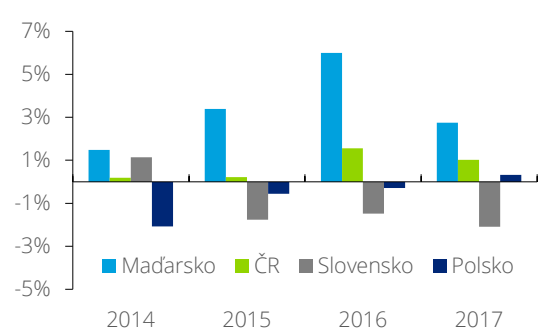
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Inflace (HICP)



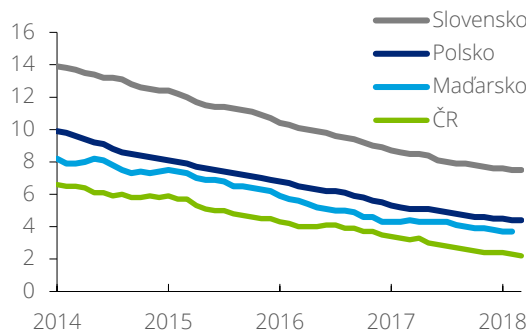
Zdroj: Eurostat

CE: Běžný účet platební bilance (% HDP)



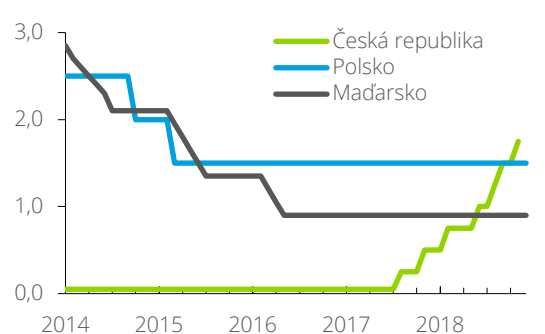
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Míra nezaměstnanosti: CEE (%)



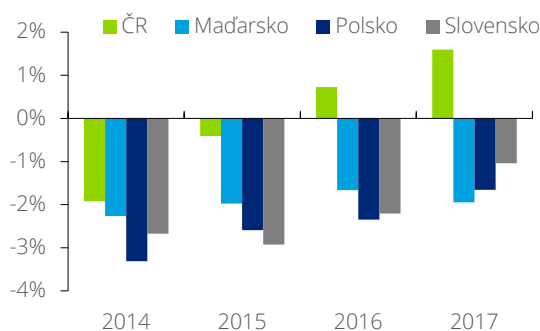
Zdroj: Eurostat

CE: Klíčové sazby centrálních bank (%)



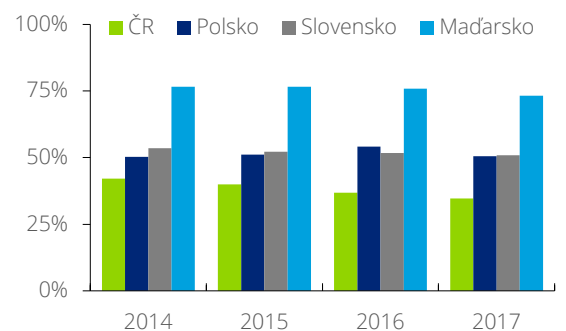
Zdroj: ČNB, NBP, MNB

CE: Saldo vládního sektoru (% HDP)



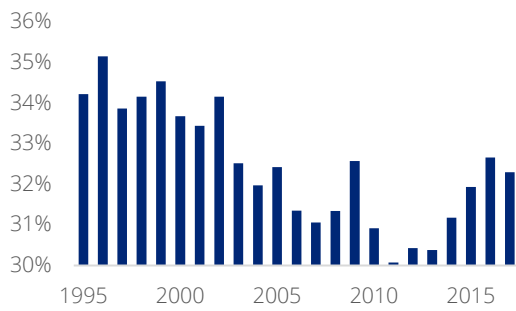
Zdroj: Eurostat, Deloitte

CE: Dluh vládního sektoru (% HDP)



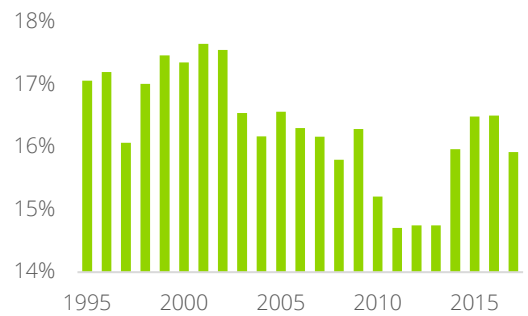
Zdroj: Eurostat, Deloitte

ČR - firemní sektor: hrubá marže



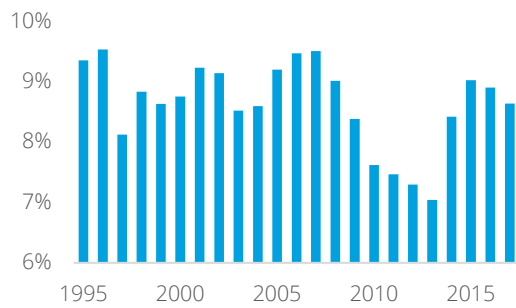
Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: EBITDA marže



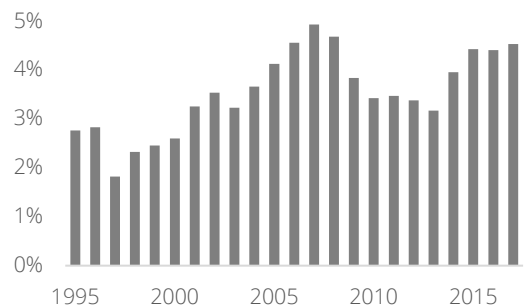
Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: EBIT marže



Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: rentabilita aktiv (ROA)



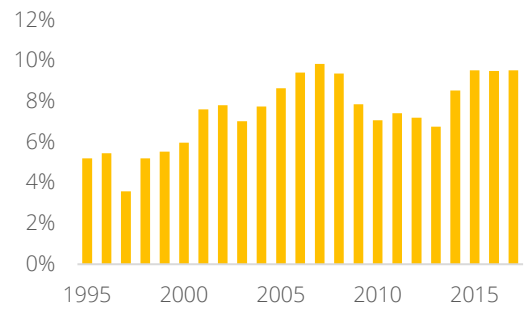
Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: rentabilita vl. jmění (ROE)



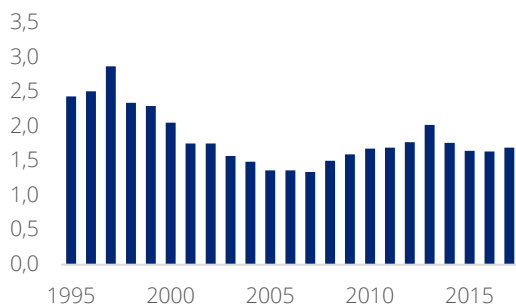
Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: rentabilita invest. kapitálu



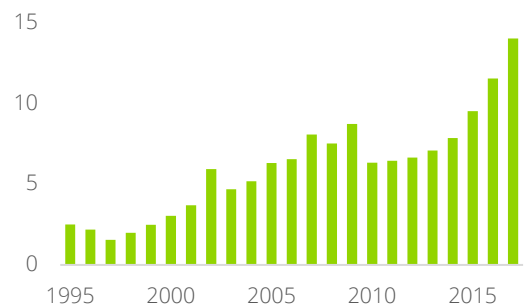
Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: dluh/EBITDA



Zdroj: Deloitte

ČR - firemní sektor: úrokové krytí (EBIT/úroky)

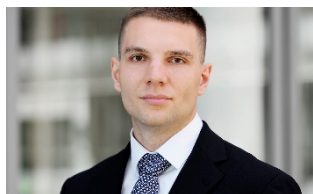


Zdroj: Deloitte

# Autoři analýzy



**David Marek**  
dmarek@deloittece.com  
+420 606 656 599



**Petr Němec**  
pnemec@deloittece.com  
+420 605 277 240

# Deloitte.

Deloitte označuje jednu či více společností Deloitte Touche Tohmatsu Limited, britské privátní společnosti s ručením omezeným zárukou („DTTL“), síť jejich členských firem a jejich spřízněných subjektů. Společnost DTTL a každá z jejich členských firem představuje samostatný a nezávislý právní subjekt. Společnost DTTL (rovněž označovaná jako „Deloitte Global“) služby klientům neposkytuje. Více informací o naší globální síti členských firem je uvedeno na adrese [www.deloitte.com/cz/onas](http://www.deloitte.com/cz/onas).

Společnost Deloitte poskytuje služby v oblasti auditu, poradenství, právního a finančního poradenství, poradenství v oblasti rizik a daní a související služby klientům v celé řadě odvětví veřejného a soukromého sektoru. Díky globálně propojené síti členských firem ve více než 150 zemích a teritoriích má společnost Deloitte světové možnosti a poznatky a poskytuje svým klientům, mezi něž patří čtyři z pěti společností figurujících v žebříčku Fortune Global 500®, vysoce kvalitní služby v oblastech, ve kterých klienti řeší své nejkompexnější podnikatelské výzvy. Chcete-li se dozvědět více o způsobu, jakým zhruba 245 000 odborníků dělá to, co má pro klienty smysl, kontaktujte nás prostřednictvím sociálních sítí Facebook, LinkedIn či Twitter.

Společnost Deloitte ve střední Evropě je regionální organizací subjektů sdružených ve společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, která je členskou firmou sdružení Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve střední Evropě. Odborné služby poskytují dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, které jsou samostatnými a nezávislými právními subjekty. Dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited patří ve středoevropském regionu k předním firmám poskytujícím služby prostřednictvím více než 6 000 zaměstnanců ze 44 pracovišť v 18 zemích.

© 2019 Pro více informací kontaktujte Deloitte Česká republika.