

V Praze dne 29. července 2016
Čj.: 2016/088809/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2016)

Stručný obsah – důvod předložení:

Jedná se o pravidelný podklad pro
měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB.
Materiál se předkládá bez rozporu.

Část I

Předkládací zpráva

Část II

Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část III

5. situační zpráva o hospodářském
a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci
III/2016)

**Zaměstnanci, kteří budou přizváni
na jednání bankovní rady:**

Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Kamil Galuščák

Předkladatel:	Tomáš Holub
Ředitel odboru:	Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek
Zpracovala:	Sekce měnová

P ř e d k l á d a c í

z p r á v a

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2016)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu zohledňující i nadále používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky.

Stručné srovnání nové prognózy se 3. situační zprávou (Zprávou o inflaci II/2016) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání se 3. SZ 2016 (mzr. v %)

		II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17	I/18	II/18	III/18	IV/18
CPI	5.SZ	0,3	0,5	1,2	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,2	2,1
	3.SZ	0,1	0,2	0,9	1,5	1,8	2,2	2,3				
CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	5.SZ	0,0	0,3	1,0	1,7	2,0	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2	2,0
	3.SZ	-0,1	0,0	0,7	1,5	1,8	2,2	2,4				
HDP (sezonně očištěno)	5.SZ	2,1	2,0	2,5	2,9	3,3	3,0	2,7	2,8	2,8	3,1	3,3
	3.SZ	1,9	2,0	2,7	3,7	3,9	3,3	2,7				
Nominální mzdy v podnikatelské sféře	5.SZ	4,2	4,6	4,9	5,1	5,2	5,1	4,9	4,8	4,8	4,8	4,9
	3.SZ	3,9	3,8	4,4	4,7	5,1	5,4	5,4				
Reálné mzdy v podnikatelské sféře	5.SZ	3,9	4,1	3,8	3,3	3,2	2,9	2,6	2,3	2,4	2,6	2,8
	3.SZ	3,8	3,6	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0				
Implikované sazby	5.SZ	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,3	1,6	1,7	1,8	2,0
	3.SZ	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	1,4				
		2016	2017	2018								
Zaměstnanost	5.SZ	1,6	0,3	0,4								
	3.SZ	0,8	0,5									
Obecná míra nezaměstnanosti	5.SZ	4,0	3,8	3,7								
	3.SZ	4,4	4,3									
Saldo BÚ a KÚ na HDP v b.c.	5.SZ	3,2	1,3	1,7								
	3.SZ	3,3	1,9									

Po vypuštění modrého textu a zapracování případných připomínek bankovní rady bude materiál předložen na její další jednání ke schválení Zprávy o inflaci III/2016 a její následnému publikování dne 12. 8. 2016 (s tím, že část I Shrnutí materiálu bude spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů standardně zveřejněna v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB již dne 5. 8. 2016).

**N á v r h
r o z h o d n u t í**

bankovní rady České národní banky k materiálu

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2016)

Po projednání materiálu „5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2016)“ bankovní rada

a) u k l á d á

členům bankovní rady zaslat své připomínky k veřejné části materiálu
(černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové do 5. 8. 2016 do 12.00 hodin.

b) u k l á d á

řediteli sekce měnové p. Tomáši Holubovi

- i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s ředitelkou sekce kancelář pí Janou Báčovou zajistit její zveřejnění – spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů – v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 5. 8. 2016
- ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 9. 8. 2016 do 13.00 hodin.

OBSAH

I. SHRUTÍ.....	2
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	4
II.1 Vnější předpoklady prognózy	4
BOX 1 Model efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně.....	5
II.2 Prognóza.....	8
BOX 2 Vliv Balassova-Samuelsonova efektu na ceny v domácí ekonomice.....	12
II.3 Srovnání s minulou prognózou.....	22
II.4 Prognózy ostatních subjektů	24
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	26
III.1 Inflace	26
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle.....	26
III.1.2 Současný vývoj inflace	28
BOX 3 Experimentální index CPI se zahrnutím cen nemovitostí.....	29
III.2 Dovození ceny a ceny výrobců.....	32
III.2.1 Dovození ceny	32
III.2.2 Ceny výrobců.....	33
III.3 Poptávka a nabídka.....	36
III.3.1 Domácí poptávka	36
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka.....	38
III.3.3 Nabídka.....	38
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	39
III.4 Trh práce.....	41
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	41
III.4.2 Mzdy a produktivita.....	42
III.5 Finanční a měnový vývoj	44
III.5.1 Peníze	44
III.5.2 Úvěry	45
III.5.3 Úrokové sazby	46
III.5.4 Měnový kurz.....	49
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	50
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností.....	51
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	52
III.6 Platební bilance.....	53
III.6.1 Běžný účet	53
BOX 4 Obchodní vztahy ČR se Spojeným královstvím.....	54
III.6.2 Kapitálový účet.....	55
III.6.3 Finanční účet.....	55
III.7 Vnější prostředí	57
III.7.1 Eurozóna.....	57
III.7.2 Spojené státy.....	59
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	60
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	61
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	64
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	66
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	66
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	66
POUŽITÉ ZKRATKY	67
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI.....	68
GLOSÁŘ POJMŮ	69

I. SHRNUTÍ

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2016 mírně snížily, a nadále se tak nacházely výrazně pod cílem ČNB. Česká ekonomika zpomaluje vlivem poklesu vládních investic svůj růst, který za rok 2016 celkově dosáhne 2,4 %. Ekonomickou aktivitu nadále podporují uvolněné měnové podmínky, růst zahraniční poptávky a nízké ceny ropy. V příštích dvou letech růst HDP opět zrychlí a dosáhne 3 %. V návaznosti na pokračující ekonomický růst se bude dále zlepšovat situace na trhu práce včetně zrychlení dynamiky mezd. Rostoucí ekonomická aktivita a mzdy budou na celém horizontu prognózy nadále působit na zvyšování domácích nákladů. Aktuálně již slábnoucí protiinflační působení dovozních cen odezní. Celková i měnověpolitická inflace se tak zvýší a na horizontu měnové politiky mírně přesáhnou 2% cíl, poté se k němu budou shora navracet. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb [a posílení kurzu koruny](#).

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2016 zpomalila svůj meziroční růst na 3 %, zejména v důsledku zvolnění dynamiky investic. K růstu kladně přispěly všechny složky poptávky kromě zásob. Ve druhém čtvrtletí 2016 prognóza předpokládá další zpomalení růstu HDP vlivem propadu vládních investic.

Celková i měnověpolitická inflace ve druhém čtvrtletí 2016 v průměru zpomalily, a nadále se tak nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf I.1). Příčinou takto nízké inflace jsou nadále pozitivní nabídkové šoky ze zahraničí. Ty se projevují obnoveným poklesem cen potravin a regulovaných cen i propadem cen pohonných hmot, který se však již začal zmírňovat. Korigovaná inflace bez pohonných hmot, v jejímž vývoji se odráží růst domácí ekonomiky a mezd, tak zůstala hlavním zdrojem růstu spotřebitelských cen.

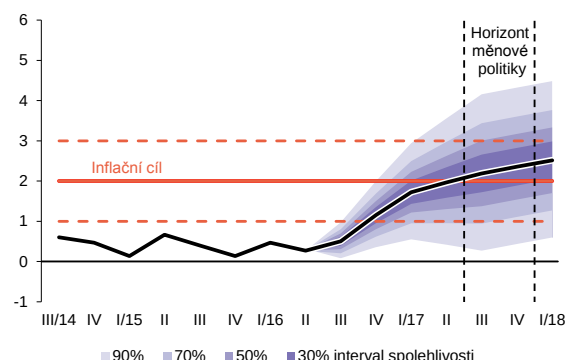
Růst ekonomické aktivity v **efektivní eurozóně** se bude na celém horizontu prognózy nacházet okolo 2 % s tím, že v příštím roce dočasně zpomalí pod tuto hranici vlivem zhoršeného ekonomického sentimentu po referendu ve Spojeném království. Vývoj výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně zůstává velmi utlumený. V důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy a pokračujícího růstu ekonomiky eurozóny se však výrobní i spotřebitelské ceny budou postupně zvyšovat. Přispěje k tomu i uvolněná měnová politika ECB, která se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. Ten se až do konce roku 2018 pohybuje v záporných hodnotách. U ceny ropy Brent se předpokládá její pozvolný nárůst.

Podle **prognózy** se **celková i měnověpolitická inflace** v nejbližším období začnou zvyšovat a na horizontu měnové politiky mírně přesáhnou 2% cíl (Graf I.1 a Graf I.2). Během roku 2018 se pak inflace bude shora navracet k cíli. Domácí

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

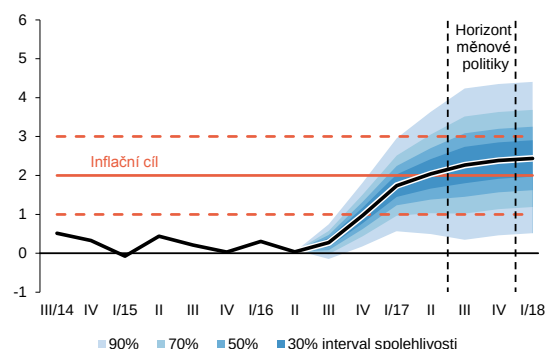
Celková inflace se zvýší a na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% cíl
(meziročně v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se odpoutá od nulových hodnot a na horizontu měnové politiky se bude pohybovat mírně nad 2% cílem
(meziročně v %)



náklady znatelně porostou na celém horizontu prognózy vlivem zvyšujících se mezd i ceny kapitálu v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity. Zároveň postupně odezní aktuálně již slábnoucí protiinflační působení dovozních cen vyvolané poklesem cen průmyslových výrobců v eurozóně. Uvedené faktory povedou ke zrychlení korigované inflace bez pohonných hmot od závěru letošního roku. Ceny potravin začnou od konce roku 2016 růst v souvislosti s vývojem světových cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových vlivů z minulého roku. Regulované ceny budou letos v souhrnu zhruba stagnovat, v příštích dvou letech mírně porostou. Aktuálně hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot se zmírní a koncem letošního roku již tyto ceny porostou v návaznosti na vývoj světových cen ropy.

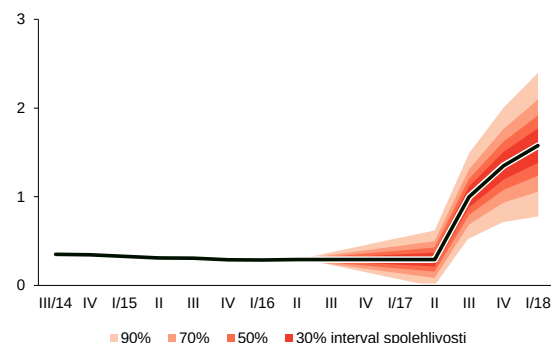
Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017 (Graf I.3). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. S prognózou je poté konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2017 a jejich další mírné zvyšování v roce 2018. Prognóza předpokládá používání **kurzu** jako nástroje měnové politiky se závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. Ve třetím čtvrtletí 2017 dojde k mírnému překročení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál vůči euru a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 26 CZK/EUR v závěru roku, Graf SZ I.1), lehce posilovat bude i v roce 2018.

Růst české ekonomiky v letošním roce zpomalí na 2,4 % (Graf I.4), a to vlivem dočasného snížení tvorby hrubého kapitálu především v důsledku poklesu vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů. Ekonomiku naopak nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb. Příznivě k ekonomickému vývoji přispívají i nízké ceny ropy a zvyšující se zahraniční poptávka. V příštích dvou letech růst ekonomiky opětovně zrychlí na 3 % s kladnými příspěvky všech složek poptávky s výjimkou zásob. Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat zrychlením růstu mezd a pokračujícím zvyšováním zaměstnanosti, i když jeho tempo bude zpomalovat. To povede k dalšímu, byť již jen lehkému, poklesu míry nezaměstnanosti.

GRAF I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

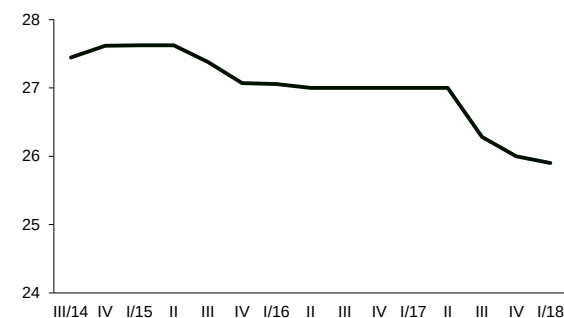
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní jejich nárůst (3M PRIBOR v %)



GRAF SZ I.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

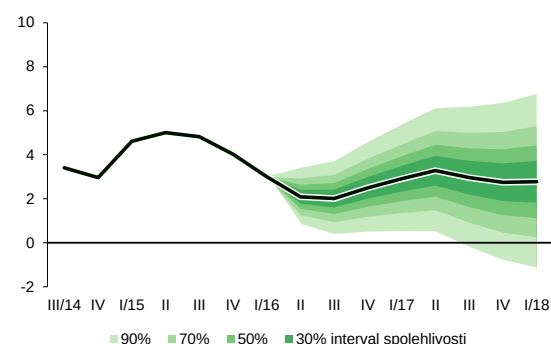
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017, po opuštění kurzového závazku koruna posílí (CZK/EUR)



GRAF I.4

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst HDP letos znatelně zvolní především vlivem propadu vládních investic financovaných z evropských fondů, v roce 2017 opět zrychlí (meziroční změny v %, sezonečně očištěno)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Růst zahraniční ekonomické aktivity se bude na celém horizontu prognózy pohybovat okolo 2 % s tím, že v příštím roce dočasně zpomalí pod tuto hranici v důsledku dopadů referenda o odchodu Spojeného království Velké Británie a Severního Irska z EU (brexit). Předchozí výrazný pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu utlumeného vývoje cen průmyslových výrobců, které se k meziročnímu růstu vrátí až začátkem příštího roku. Také spotřebitelská inflace se bude pozvolna zvyšovat, avšak na celém horizontu nedosáhne 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR, nacházející se až do konce roku 2018 v záporných hodnotách, odráží pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB. Ta se – spolu s výsledky referenda ve Spojeném království – projevuje také dalším očekávaným oslabováním kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent předpokládá na celém horizontu prognózy její pozvolný nárůst.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení tempa ekonomického růstu oproti minulému roku o 0,3 procentního bodu na 2,2 % (Graf II.1.1).¹ K tomu by měly přispět pokračující uvolněná měnová politika ECB, s ní související oslabený kurz eura a nízké ceny energetických komodit. V příštím roce se naopak očekává zpomalení ekonomického růstu v efektivní eurozóně na 1,8 % a v roce 2018 jeho opětovné mírné oživení na 2 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o zvýšení výhledu pro letošní rok o 0,2 procentního bodu, což odráží nečekaně dobré výsledky z prvního čtvrtletí. V příštím roce je výhled naopak mírně nižší v důsledku dopadů výsledků referenda o brexitu na ekonomický sentiment; ty jsou však nadále významným zdrojem nejistoty.

Ve výhledu **efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** se nadále promítá předchozí propad ceny ropy i dalších energetických komodit. Výrobní ceny by měly v letošním roce klesnout v průměru o 3 % (Graf II.1.2). Návrat jejich dynamiky do kladných hodnot je předpokládán až začátkem příštího roku v návaznosti na odeznění vlivu poklesu cen komodit při pokračujícím ekonomickém růstu. V příštím roce se očekává růst výrobních cen v průměru o 1,4 %, v roce 2018 pak jeho další zrychlení na 2,1 %.² Oproti minulé prognóze leží výhled v roce 2016 níže o 0,6 procentního bodu, lehce nižší je také v příštím roce.

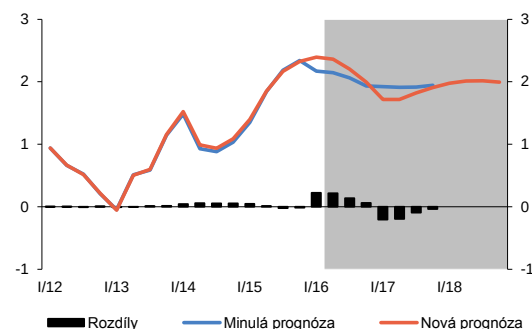
- 1 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z červencového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 11. červenci 2016. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.
- 2 Předpokládaný vývoj průmyslových výrobních cen v efektivní eurozóně je na celém horizontu prognózy oproti výhledu dle červencového CF expertně snížen o 0,2 procentního bodu z důvodu nedostatečného zohlednění poklesu cen komodit ze strany analytiků ze šetření CF (viz BOX 1).

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Růst zahraniční ekonomické aktivity v roce 2017 zpomalí, poté se opět mírně zvýší

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

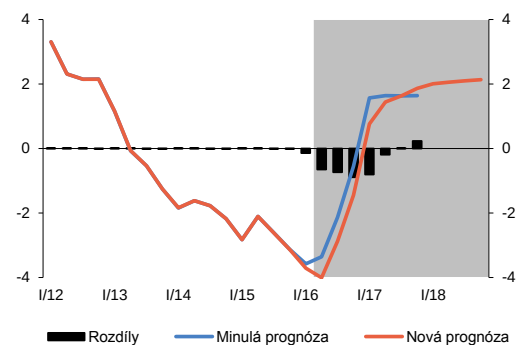


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Pokles cen průmyslových výrobců odezní začátkem roku 2017, následně se jejich růst přiblíží ke 2 %

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



BOX 1 Model efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně

Předpověď efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně (PPI) podle CF je obecně méně spolehlivá³ než např. výhledy efektivní inflace nebo HDP v eurozóně. V posledních letech se navíc kvalita předpovědí PPI ještě výrazně zhoršila. V tomto období došlo k setrvalému a hlubokému poklesu PPI nejprve vlivem předchozího ekonomického útlumu v eurozóně a později v důsledku propadu světových cen ropy. Naproti tomu prognózy CF a EIU pro jednotlivé země se většinou poměrně rychle vracely k dlouhodobému rovnovážnému tempu cenového růstu. Značně tak nadhodnocovaly následnou skutečnost, aniž by dostatečně rychle a silně zohlednily nepříznivý vývoj ekonomické aktivity a posléze propad cen ropy a ostatních surovin, které tvoří nezanedbatelnou část nákladů v průmyslu. Proto byl scénář PPI pro účely prognózy ČNB od čtvrtého čtvrtletí 2015 v různé míře snižován oproti CF a EIU. Tyto minulé expertní úpravy sice posouvaly předpověď správným směrem (Graf 1), ale z dnešního pohledu v nedostatečném rozsahu. Tento box představuje jednoduchý **ekonometrický model**, který poskytuje předpověď PPI konzistentní s očekávaným vývojem ostatních veličin v rámci vnějšího prostředí. Může tak sloužit jako systematický nástroj pro ověřování souladu výhledů zahraničních veličin a případně jako vodítko pro expertní úpravy výhledu PPI, a to co do jejich směru i rozsahu.

Specifikace modelu vychází z předpokladu, že PPI je silně ovlivňován cenami surovin, mezi nimiž má klíčovou roli cena ropy Brent⁴. Dále se lze domnívat, že výrobci ve svých cenách zohledňují kurz eura, který ovlivňuje jejich dovozní náklady a konkurenceschopnost při vývozu. V tomto případě je zahrnut kurz eura vůči americkému dolaru (EUR; nárůst kurzu znamená posílení eura). A konečně v podmínkách vyššího reálného růstu eurozóny (HDP) lze očekávat vyšší dynamiku cen výrobců než v období recese. Aby byla souběžně zachycena jak dlouhodobá rovnovážná vazba mezi uvažovanými časovými řadami, tak krátkodobá dynamika, je použit tzv. model korekce chyb (ECM)⁵:

3 V publikacích Consensus Forecasts je PPI věnována jen malá pozornost, když ze zemí eurozóny jsou předpovědi uváděny pouze pro Německo a Itálii. Ty jsou navíc vypočteny na základě prognóz jen zhruba polovičního počtu analytických pracovišť oproti předpovědím např. inflace nebo HDP. Proto jsou při výpočtu efektivního ukazatele PPI navíc zohledněny pro ostatní země eurozóny i předpovědi EIU.

4 Ceny jak ostatních průmyslových komodit, tak zemědělských komodit, jsou s cenou ropy vysoce korelovány. Pro evropské výrobce (a tedy i pro model) je směrodatná cena ropy v eurech.

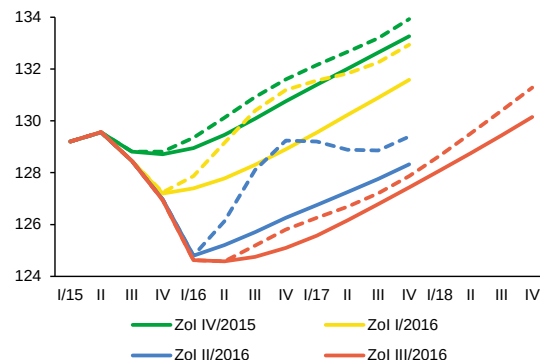
5 Model je odhadnut metodou nejmenších čtverců na časových řadách se čtvrtletní frekvencí. Data začínají v prvním čtvrtletí 1993 a končí v prvním čtvrtletí 2016. Časové řady, u kterých se předpokládá, že v dlouhodobém horizontu mají exponenciální průběh, jsou linearizovány logaritmováním. Koefficienty u proměnných v diferencích (pro které je použit operátor Δ) mají ekonomickou interpretaci jako krátkodobé elasticity. Pro odstranění autokorelace v reziduích byla do rovnice zahrnuta i zpožděná hodnota $\Delta \log(PPI_{t-1})$. V rovnici jsou obsaženy pouze statisticky významné veličiny.

GRAF 1 (BOX)

POROVNÁNÍ EXPERTNÍCH ÚPRAV S PODKLADOVÝMI SCÉNÁŘI PPI, ZALOŽENÝMI NA PŘEDPOVĚDÍCH CF A EIU

Minulé expertní úpravy posouvaly předpověď PPI správným směrem, ale z dnešního pohledu v nedostatečném rozsahu

(bazický index, rok 2000 = 100, zdroj: CF, EIU, výpočet ČNB)



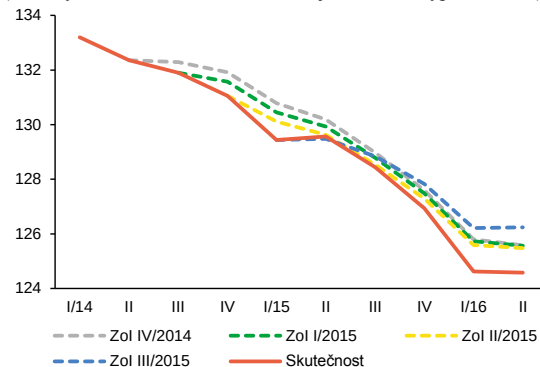
Pozn.: Plná čára zobrazuje expertní úpravu scénáře PPI pro danou prognózu. Čárkovaně je vyznačen scénář na základě předpovědi CF a EIU.

GRAF 2 (BOX)

SIMULACE MODELOVÝCH PŘEDPOVĚDÍ SE ZNALOSTÍ VÝVOJE NEZÁVISLÝCH PROMĚNNÝCH

Pokud by měl model k dispozici znalost vysvětlujících proměnných, simuloval by následný vývoj PPI velice dobře

(bazický index, rok 2000 = 100, zdroj: CF, EIU, výpočet ČNB)



Pozn.: Plná čára zobrazuje skutečný vývoj PPI. Čárkovaně jsou vyznačeny předpovědi modelu z daného období s použitím ex post realizovaného vývoje vysvětlujících proměnných.

$$\Delta \log(PPI_t) = 0,60 \cdot \Delta \log(PPI_{t-1}) + 0,03 \cdot \Delta \log(Brent_t) + 0,22 \cdot \Delta \log(HDP_t) - 0,07 \cdot [\log(PPI_{t-1}) - 1,24 - 0,06 \cdot \log(Brent_{t-1}) - 0,15 \cdot \log(EUR_{t-1}) - 0,70 \cdot \log(HDP_{t-1})]$$

Krátkodobou dynamiku PPI ovlivňují statisticky významně eurové ceny ropy a vývoj reálného HDP eurozóny. Naopak vliv kurzu eura není z krátkodobého pohledu významný. Mezi uvedenými ekonomickými veličinami existuje i dlouhodobý rovnovážný vztah, i když návrat k této rovnováze je jen pozvolný. Dle tohoto vztahu jsou vyšší eurová cena ropy a ekonomická aktivita spojeny s vyšším PPI, což je v souladu s intuicí. Naopak vztah kurzu eura a výrobních cen v tomto rovnovážném vztahu je poněkud překvapivý, když při posilování eura nedochází k poklesu cen výrobců, ale k jejich statisticky významnému růstu.⁶

Kvalitu odhadnutého modelu mohou vedle testovacích statistik ukázat i **simulace na ex post známých datech** (Graf 2). Je vidět, že pokud k simulaci předpovědi PPI jsou použity skutečné (později realizované) hodnoty vysvětlujících proměnných, je shoda předpovědi s následnou skutečností PPI na daném horizontu velice uspokojivá.

V praxi však model bude muset vycházet z nedokonalých předpovědí vysvětlujících proměnných. **Simulace předpovědi PPI v reálném čase**⁷ (Graf 3) zachycují následnou skutečnost v posledních letech lépe, než scénáře vycházející z předpovědi CF a EIU, byť tyto byly v posledních prognózách navíc expertně upravovány ve správném směru (tj. snižovány, viz výše). Model tak bude používán k zajištění konzistence expertních úprav výhledu efektivního PPI eurozóny s výhledy ostatních zahraničních veličin. Aktuálně nicméně došlo po delší době ke sblížení výhledu CF a EIU s výsledky modelu. Potřeba expertní úpravy tak byla v tuto chvíli jen malá.

Uvolněná měnová politika ECB, odeznění vlivu nízkých cen energií a pokračující růst ekonomiky se promítají do výhledu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně**. Ty by se měly v letošním roce zvýšit o 0,5 %, což je oproti předchozímu roku o 0,4 procentního bodu více (Graf II.1.3). V příštím roce se předpokládá jejich růst o 1,5 %, v roce 2018 pak další urychlení na 1,8 %. V porovnání s minulou prognózou to nicméně znamená lehce nižší hodnoty až téměř do závěru roku 2017.

6 Za touto skutečností mohou stát například faktory necenové konkurenceschopnosti ekonomiky, které model explicitně nezachycuje a mohou vést souběžně k posilování nominálního kurzu eura a vyšším cenám evropských výrobců. Tato vlastnost modelu bude předmětem dalších analýz.

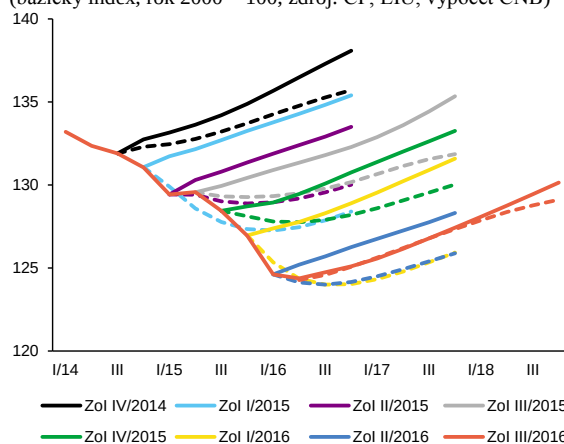
7 To znamená, že model je stejně jako v prvním případě odhadnut pouze na známých datech do okamžiku předpovědi. Pro následnou předpověď jsou použity scénáře vysvětlujících proměnných z příslušných prognóz.

GRAF 3 (BOX)

SIMULACE MODELOVÝCH PŘEDPOVĚDÍ V REÁLNÉM ČASE A JEJICH POROVNÁNÍ S PŘEDPOKLADY PŘÍSLUŠNÝCH PROGNOZ

Model PPI poskytuje lepší předpovědi než scénáře založené na předpovědích CF a EIU

(bazický index, rok 2000 = 100, zdroj: CF, EIU, výpočet ČNB)



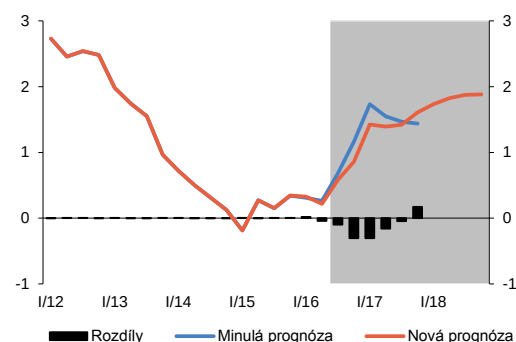
Pozn.: Plná čára zobrazuje známou skutečnost a navazující použitý scénář PPI z příslušné prognózy. Čárkovaně je vyznačena předpověď modelu s použitím skutečných scénářů vysvětlujících proměnných z dané prognózy.

GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Spotřebitelská inflace se bude postupně zdola přibližovat ke 2 %

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



Výhled **tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží utlumený cenový vývoj v eurozóně a pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB. Na celém horizontu by se tržní sazby měly pohybovat v záporných hodnotách⁸, a to lehce hlouběji oproti minulé prognóze (Graf II.1.4). V letošním roce se očekává průměrná hodnota sazeb 3M EURIBOR na úrovni -0,3 %, v dalších dvou letech -0,4 %. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v horizontu 3 měsíců v souladu s očekáváním analytiků v rámci červencového CF, v ročním horizontu je tržní výhled oproti CF o 0,1 procentního bodu nižší.

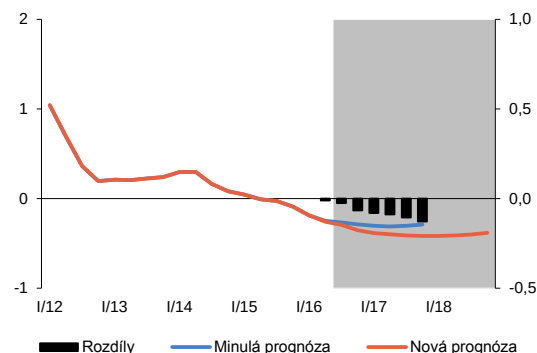
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá v letošním roce jeho pohyb kolem úrovně 1,10 USD/EUR (Graf II.1.5). V příštím roce se očekává lehké oslabení kurzu eura pod tuto hladinu a v roce 2018 naopak jeho mírné posílení nad 1,10 USD/EUR. Téměř na celém horizontu prognózy se jedná o posun k lehce slabším hodnotám kurzu eura oproti minulé predikci. To odráží zejména nejistoty spojené s pravděpodobným brexitem a jeho dopady na ekonomiku eurozóny, což může vést k prodloužení období uvolněné měnové politiky ECB, příp. k jejímu dalšímu rozšíření. Naopak u Fedu část trhu s ohledem na pozitivní data z poslední doby očekává zpřísnění jeho měnové politiky během letošního roku, i když v menším rozsahu, než se dříve předpokládalo.

Tržní výhled **ceny ropy Brent** předpokládá její pozvolný nárůst z výchozí hodnoty kolem 47 USD/barel na přibližně 56 USD/barel na konci roku 2018 (Graf II.1.6). To je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci červencového CF, kteří odhadují cenu ropy Brent za 12 měsíců stejně jako tržní výhled na úrovni kolem 52 USD/barel. Ve srovnání s minulou prognózou je výhled na celém horizontu vyšší o přibližně 4 USD/barel, především v reakci na zvýšení odhadu globální poptávky po ropě v letošním roce ze strany OPEC. Převís nabídky ropy na trhu by tak měl sice dle OPEC i nadále pokračovat, avšak měl by se v letošním roce postupně snižovat. Naopak směrem dolů cenu tlačí nejistota spojená s ekonomickými dopady výsledků referenda o brexitu a také očekávané lehké posilování kurzu amerického dolaru.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

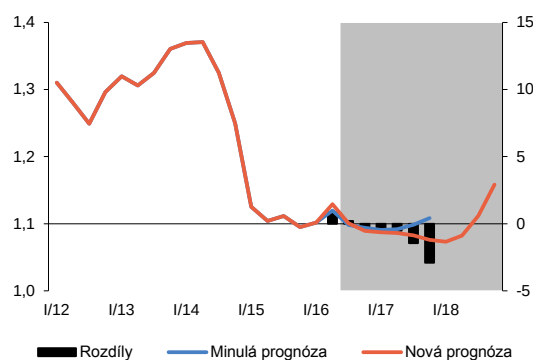
Pokračující uvolněná měnová politika ECB se promítá do výhledu záporných tržních sazeb v eurozóně v celém predikčním horizontu, tj. do konce roku 2018
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

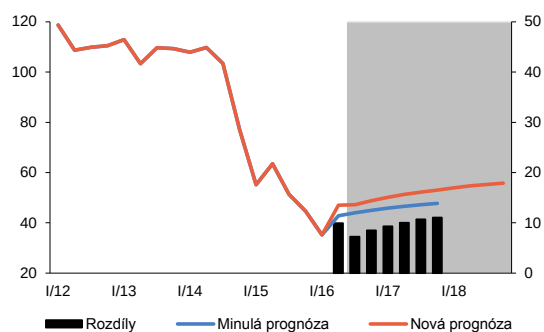
Kurz eura vůči americkému dolaru by měl zvolna oslabovat až do začátku roku 2018
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá její jen pozvolný nárůst
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



⁸ Stejně jako v minulých prognózách i tato prognóza expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB (minimálně do března 2017), a to prostřednictvím stínových úrokových sazeb. Ty jsou přibližně o 1,25 procentního bodu více záporné oproti výhledu tržních sazeb.

II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická inflace ve druhém čtvrtletí 2016 mírně zpomalily a nadále se nacházely výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. V nejbližším období se však začnou zvyšovat a na horizontu měnové politiky mírně přesáhnou 2% cíl. Během roku 2018 se pak inflace bude shora navracet k cíli. Domácí ekonomika bude prostřednictvím rostoucích mezd a zvyšující se ceny kapitálu nadále přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň postupně odezní – aktuálně již slábnoucí – protiinflační působení dovozních cen. Dynamika reálného HDP letos znatelně zpomalí na 2,4 %, a to vlivem poklesu tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic z evropských fondů. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky, nízké ceny komodit i zahraniční poptávka. V následujících dvou letech by měl růst HDP dosahovat 3% úrovně. Růst ekonomiky se projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce včetně zrychlení dynamiky mezd. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny. V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. Patří k nim rozsah dopadu referenda o brexitu na zahraniční poptávku a vlivu domácího volebního cyklu na zvyšování výdajů v diskreci vlády. Nadále přetrvávají nejistoty ohledně hloubky propadu vládních investic v letošním roce. Poněkud se naopak zmírnila nejistota ohledně vlivu dlouhodobě nízké inflace na inflační očekávání. Sekce měnová hodnotí rizika této prognózy jako vyrovnaná.

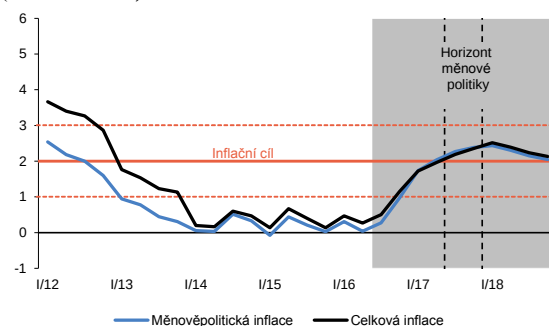
Meziroční **celková inflace** ve druhém čtvrtletí 2016 mírně zpomalila na 0,3 %. V následujícím období by se však měla začít zvyšovat, a to i přes pokračující mírný pokles regulovaných cen a utlumenou dynamiku cen potravin. K tomu budou přispívat pokračující inflační tlaky z domácí ekonomiky, plynoucí především z růstu mezd, a odeznívající protiinflační vliv dovozních cen. Na horizontu měnové politiky pak tento fundamentální vývoj spolu s obnovením růstu regulovaných cen i cen potravin způsobí, že celková inflace mírně přesáhne 2% inflační cíl (Graf II.2.1). Jeho udržitelné plnění v budoucnosti je podmínkou pro opuštění kurzového závazku ČNB, které prognóza předpokládá ve třetím čtvrtletí 2017. V roce 2018 se inflace bude shora navracet k cíli v prostředí postupně posilujícího kurzu a zmírnění růstu domácích nákladů.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se ve druhém čtvrtletí letošního roku pohybovala v průměru na nulové hodnotě. Nadále se tak nacházela výrazně pod 2% cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Na prognóze se měnověpolitická inflace bude od celkové inflace odchylovat jen nevýrazně. Souhrnný předpokládaný dopad změn nepřímých daní je pro letošní rok a pro rok 2018 lehce kladný, pro rok 2017 lehce záporný. Měnověpolitická inflace se tak bude letos a v roce

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková i měnověpolitická inflace vzrostou a na horizontu měnové politiky přesáhnou 2% cíl
(meziročně v %)



2018 nacházet slabě níže než celková inflace, v roce 2017 tomu bude naopak (Graf II.2.1). I v jejím případě tedy dojde na horizontu měnové politiky k mírnému překročení cíle.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k celkové meziroční inflaci ve druhém čtvrtletí 2016 činil 0,2 procentního bodu, a to v důsledku harmonizační úpravy spotřební daně z cigaret a tabáku z ledna 2016. Prognóza předpokládá další zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky, a to na počátku let 2017 i 2018. Odhadovaný efekt obou změn do celkové inflace činí shodně 0,1 procentního bodu. Prognóza rovněž obsahuje snížení DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení (s výjimkou alkoholických nápojů) ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu s odhadovaným primárním dopadem -0,15 procentního bodu do celkové inflace. Uvedená změna vstoupí v platnost 1. prosince 2016.

Regulované ceny se ve druhém čtvrtletí 2016 v průměru sice lehce zvýšily, ale počínaje květnem přešly do meziročního poklesu. Na tom se nejvýrazněji podílelo snížení cen plynu pro domácnosti, ke kterému přistoupili významní dodavatelé na trhu. Prognóza očekává, že do konce letošního roku se budou regulované ceny dále snižovat vlivem pokračujícího meziročního poklesu cen plynu. V případě elektrické energie pro domácnosti prognóza předpokládá pro letošní rok pokračující růst cen slabě nad 1 %, který by se měl udržet i v příštím roce. V souhrnu za letošní rok se regulované ceny téměř nezmění, když klesající ceny plynu budou vyváženy růstem cen elektřiny, ve zdravotnictví, tepla, vodného a stočného (Graf II.2.2). V příštím roce se regulované ceny v průměru zvýší o 1,2 %. To bude výsledkem obnoveného růstu cen zemního plynu v návaznosti na očekávaný růst cen na světových trzích a kladných příspěvků všech ostatních významných regulovaných položek (Tab. II.2.1). V roce 2018 pak regulované ceny vzrostou o 2 %.

Meziroční **čistá inflace** se v květnu a červnu 2016 snížila a v průměru za druhé čtvrtletí byla nepatrně záporná (Graf II.2.3). V následujícím období se však bude rychle zvyšovat v podmínkách pokračujícího růstu domácí ekonomiky a silících nákladových tlaků z trhu práce. Zároveň se dále zmírní doposud silné protiinflační působení dovozních cen i cen potravin. Od druhého čtvrtletí roku 2017 se bude čistá inflace pohybovat nad 2% úrovní v návaznosti na přetrvávající inflační tlaky z domácí ekonomiky v prostředí nadále uvolněné měnové politiky. Zároveň začne působit obnovený růst zahraničních výrobních cen, který bude až do konce predikčního horizontu vyvažovat (a to v rostoucí míře) vliv posílení kurzu po předpokládaném ukončení jeho používání jako nástroje měnové politiky.

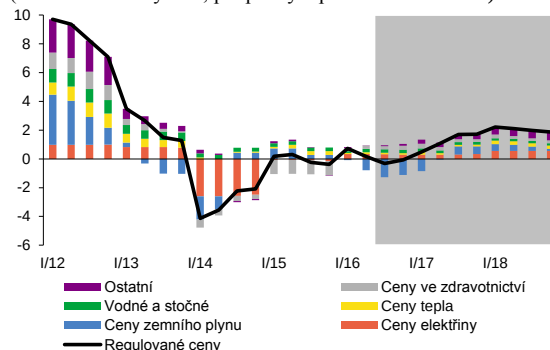
Korigovaná inflace bez pohonných hmot ve druhém čtvrtletí 2016 lehce zpomalila v průměru na 1,1 %. V jejím rámci mírně zvolnil růst cen neobchodovatelných statků, zatímco ceny obchodovatelných statků rostly stabilně mírným tempem, a to i přes prohlubující se meziroční pokles dovozních cen. Vlivem

GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY

Regulované ceny se v letošním roce v průměru téměř nezmění, po odeznění poklesu cen zemního plynu se jejich růst bude pohybovat okolo 2 %

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



TAB. II.2.1

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Od příštího roku porostou všechny hlavní položky regulovaných cen

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2015 skutečnost	2016 prognóza	2017 prognóza	2018 prognóza
Regulované ceny ^{a)}	0,0 0,00	0,1 0,02	1,2 0,21	2,0 0,34
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	-0,4 -0,01	1,1 0,05	1,1 0,05	2,0 0,09
ceny zemního plynu	3,1 0,08	-4,9 -0,14	0,3 0,01	2,0 0,05
ceny tepla	1,9 0,03	0,8 0,02	1,1 0,02	2,0 0,04
vodné a stočné	3,4 0,03	1,4 0,01	2,0 0,02	2,0 0,02
regulované ceny ve zdravotnictví	-17,0 -0,15	3,6 0,04	3,7 0,04	3,3 0,04
Primární dopady změn nepř. daní v neregul. cenách				
	0,21	0,20	-0,02	0,09

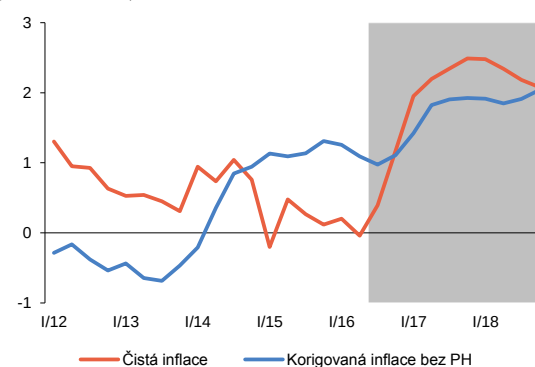
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Ukazatele tržní i jádrové inflace se budou zvyšovat v důsledku pokračujícího růstu mezd a odeznívání protiinflačních zahraničních vlivů

(meziročně v %)



pokračujícího poklesu dovozních cen korigovaná inflace bez pohonných hmot ve třetím čtvrtletí 2016 dále lehce zpomalí, poté však již začne postupně zrychlovat (Graf II.2.3). V roce 2017 by měla v průměru dosáhnout 1,8 %, v roce 2018 se pak dále zvýší k 2% úrovni. Její zrychlení bude dáno působením proinflačních tlaků z domácí ekonomiky v podmínkách rychlého mzdového růstu a obnovením zvyšování výrobních cen v eurozóně, což bude částečně kompenzováno předpokládaným posílením kurzu koruny po opuštění kurzového závazku ČNB.

Meziroční pokles **cen potravin** se v průběhu druhého čtvrtletí 2016 prohloubil a v průměru dosáhl -0,8 %. To bylo důsledkem zrychlujícího poklesu cen zemědělských výrobců, který se promítal do maloobchodních cen. V cenách potravin se i nadále projevoval zpožděný vliv odvetného embarga na dovoz vybraných potravin do Ruska spolu s loňským zrušením mléčných kvót v rámci EU. V nejbližším období by ceny potravin měly zastavit svůj meziroční pokles a v závěru letošního roku by již měly obnovit svůj růst (Graf II.2.4). K dalšímu zrychlení jejich dynamiky dojde v roce 2017, což bude dáno jak odezněním výše uvedených jednorázových vlivů, tak i působením domácí ekonomiky a obnovením růstu cen agrárních komodit. V závěru roku 2017 dynamika cen potravin zrychlí až nad úroveň 3 %, v roce 2018 pak mírně zpomalí.

Ceny pohonných hmot ve druhém čtvrtletí 2016 pokračovaly v meziročním propadu, který se však postupně zmírňoval (na -10,2 % v červnu; Graf II.2.5). V cenách pohonných hmot se tak nadále odrážely nízké ceny ropy i benzínu na zahraničních trzích. Dle dostupných indikátorů⁹ se hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot ve třetím čtvrtletí dále zmírní a v závěru letošního roku by tyto ceny již měly meziročně slabě růst. Na začátku roku 2017 by pak v návaznosti na předpokládaný meziroční růst světových cen ropy a benzínu (zejména vlivem nízké základny z počátku letošního roku) mělo dojít k výraznému růstu cen pohonných hmot, který však následně oslabí. V roce 2018 ceny pohonných hmot porostou v průměru o 2,8 %.

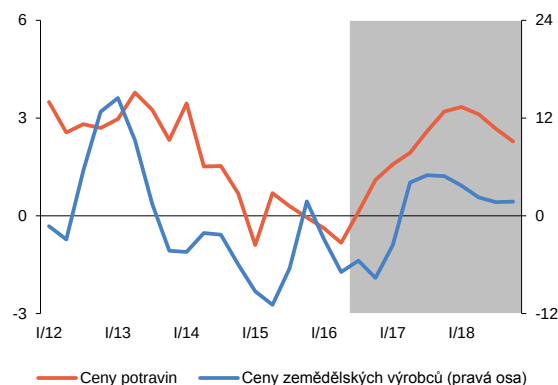
Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve druhém čtvrtletí 2016 setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny příštího roku. To odráží předpoklad ponechání dvoutýdenní repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. S prognózou je poté konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2017 a jejich další mírné zvyšování v roce 2018 (Graf II.2.6).

Kurz koruny vůči euru ve druhém čtvrtletí 2016 dosáhl v průměru 27 CZK/EUR. Prognóza předpokládá používání

GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

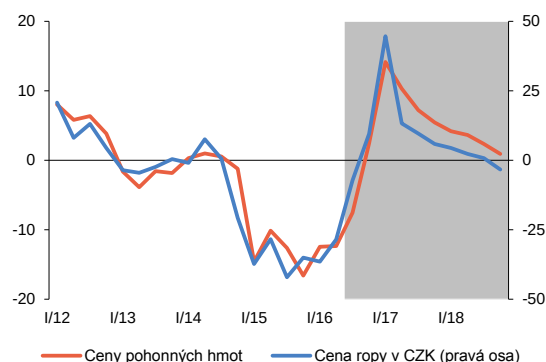
Ceny potravin obnoví svůj růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových protiinflačních vlivů
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

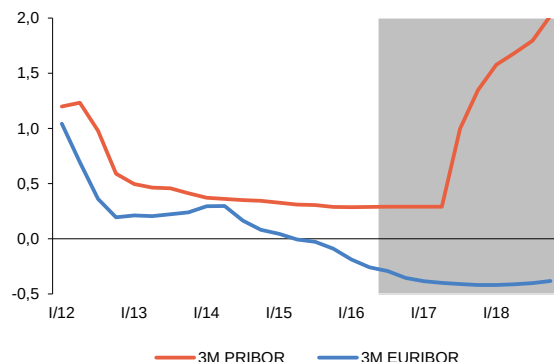
Pokles cen pohonných hmot odezní na konci letošního roku v návaznosti na vývoj světových cen ropy
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní jejich nárůst
(v %)



⁹ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

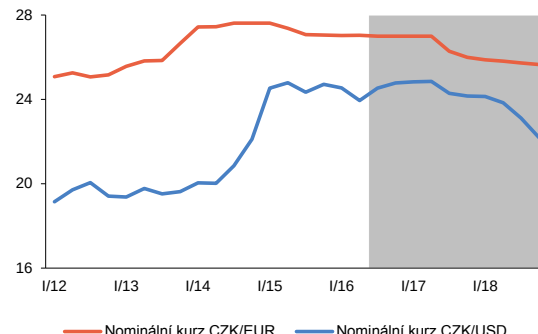
kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 s tím, že kurz v tomto období setrvává na hranici kurzového závazku ČNB (Graf SZ II.2.1). Ve třetím čtvrtletí 2017 dojde k mírnému překročení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál vůči euru¹⁰ a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 26 CZK/EUR v závěru roku).¹¹ Lehce posilovat bude i v roce 2018, a to zhruba svým předpokládaným rovnovážným tempem (v reálném vyjádření 1,5 % ročně). Při výhledu lehce oslabujícího kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to do poloviny roku 2017 znamená oslabování kurzu CZK/USD. Poté bude naopak koruna vůči dolaru zhodnocovat, což bude v roce 2018 podpořeno předpokládaným posílením eura k dolaru.

Pokles **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se na konci minulého roku zastavil, když domácí nákladové tlaky kompenzovaly deflační tlaky z dovozních cen. Ve druhém čtvrtletí 2016 již dynamika nákladů dosahovala zřetelně kladných hodnot (Graf II.2.7). Tento obrat odráží zmírnění mezičtvrtletního poklesu dovozních cen při zrychlujícím růstu mezd. Odhadovaný růst exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt, blíže viz BOX 2) se – po útlumu v době světové finanční a hospodářské krize – obnovil, a přispívá tak k růstu celkových nákladů. Do poloviny roku 2017 se budou celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen rychle zvyšovat. Projeví se tak zrychlující dynamika domácích mezd a zejména obnovení růstu zahraničních výrobních cen. Protiinflační vliv dovozních cen se tak při stabilním kurzu koruny bude dále zmírňovat a v první polovině příštího roku odezní. Ve druhé polovině roku 2017, tj. po předpokládaném ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky, bude proti sobě působit posílení kurzu koruny a pokračující růst výrobních cen v eurozóně. Dovozní ceny tak opět začnou působit slabě protiinflačně a rovněž růst cen mezispotřeby zvolní z předchozích poměrně vysokých temp.

GRAF SZ II.2.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

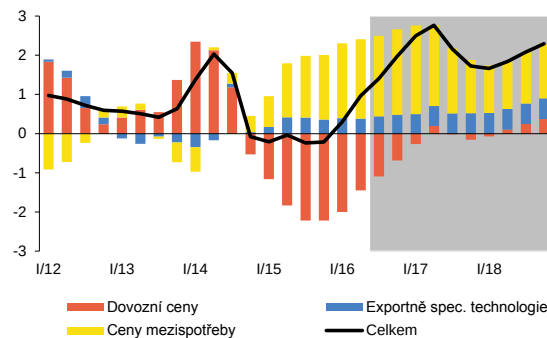
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017, po opuštění kurzového závazku koruna posílí (CZK/EUR a CZK/USD)



GRAF II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Výrazné zrychlení růstu nákladů v letošním roce bude odrážet rostoucí domácí ekonomiku a mzdy i odeznívání záporných příspěvků dovozních cen (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



10 Prognóza však standardně přikládá zahraničním úrokovým sazbám za horizontem nejbližších šesti čtvrtletí jen částečnou váhu, když přihlíží i k modelovým mechanismům, které zajišťují postupný návrat těchto sazeb k jejich ustálenému stavu.

11 Prognóza ovšem nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku.

V roce 2018 by se celkové náklady spotřebitelského sektoru měly vrátet k 2% tempu růstu při obnoveném mírně proinflačním působení dovozních cen.

BOX 2 Vliv Balassova-Samuelsonova efektu na ceny v domácí ekonomice

Růst české ekonomiky přesahuje v posledních dvou letech dynamiku zemí eurozóny. Je tedy otázkou, zda a v jaké míře došlo spolu s **obnovením konvergence** výkonnosti české ekonomiky k vyspělým evropským zemím i k obnovení doprovodných konvergenčních tendencí.

Jednou z nich je přitom **Balassův-Samuelsonův efekt**¹², který lze vysvětlit na příkladu dvousektorové ekonomiky produkující obchodovatelné a neobchodovatelné statky¹³. Vychází z předpokladu, že ceny obchodovatelného zboží jsou dány dominantně vnějším prostředím a kvůli udržení konkurenceschopnosti je mzdový vývoj v tomto sektoru úzce spjat s růstem produktivity. Sektor neobchodovatelných statků v rámci této teorie přebírá mzdovou dynamiku z obchodovatelného sektoru. To však při nižším růstu produktivity v neobchodovatelném sektoru vede ke značně rychlejšímu růstu nominálních jednotkových nákladů a návazně ke zvyšování cen. Cílem tohoto boxu je zmapovat vývoj zmíněného efektu ve snaze zjistit, do jaké míry bude přispívat ke zrychlování celkové inflace v období pokračujícího používání kurzového závazku ČNB.

Mzdový vývoj v české ekonomice byl od roku 2000 charakterizován zhruba obdobnou dynamikou v obou sektorech při vyšší mzdové úrovni v sektoru neobchodovatelných statků (Graf 1). Po nástupu světové ekonomické krize na konci roku 2008 se ale jejich rozdíl začal postupně snižovat a v posledních dvou letech se obě mzdové hladiny lišily jen málo. To spolu s utlumenou dynamikou HDP v letech 2008–2013 pravděpodobně přispělo k dočasnému oslabení vlivu Balassova-Samuelsonova efektu, neboť dlouhodobě nižší růst produktivity v sektoru neobchodovatelných statků byl částečně vyvažován nižším nárůstem mezd ve srovnání se sektorem obchodovatelných statků. Poslední pozorování z počátku letošního roku však naznačuje počátek opětovného rozevírání mzdových rozdílů mezi oběma sektory.

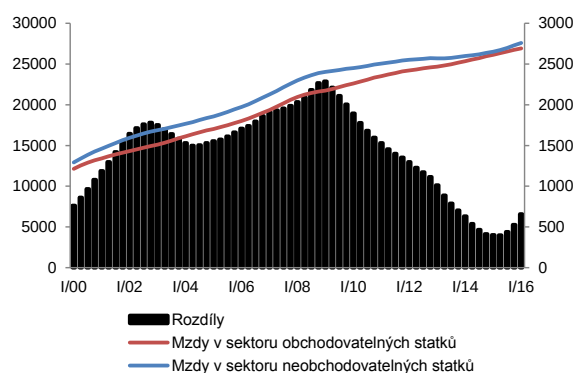
V sektoru neobchodovatelných statků přitom nejsou výrobci vystaveni mezinárodní konkurenci a navíc mají omezenou možnost reagovat na růst mezd v ekonomice nárůstem

GRAF 1 (BOX)

VÝVOJ PRŮMĚRNÉ MZDY

V posledních letech se rozdíl mzdových úrovní v sektoru neobchodovatelných a obchodovatelných komodit snižoval

(v Kč, rozdíly – pravá osa, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)



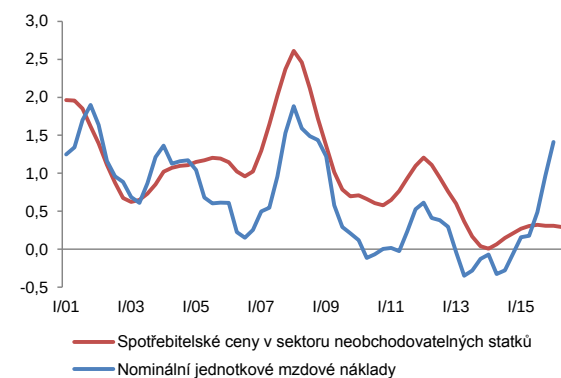
Pozn.: Časové řady jsou filtrovány Hodrickovým-Prescottovým filtrem s parametrem $\lambda = 10$.

GRAF 2 (BOX)

SPOTŘEBITELSKÉ CENY A MZDOVÉ NÁKLADY V SEKTORU NEOBCHODOVATELNÝCH STATKŮ

Jednotkové mzdové náklady v sektoru neobchodovatelných statků jsou významným determinantem růstu spotřebitelských cen v tomto segmentu

(mezičtvrtletní změny v %, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)



Pozn.: Časové řady jsou filtrovány Hodrickovým-Prescottovým filtrem s parametrem $\lambda = 10$.

12 Vysvětlení Balassova-Samuelsonova efektu se věnovala příloha ve Zprávě o inflaci z dubna 2002.

13 V rámci tohoto boxu je při výpočtu mezd a jednotkových mzdových nákladů sektor obchodovatelných statků reprezentován zpracovatelským průmyslem, v případě neobchodovatelného sektoru se jedná o tržní služby.

produktivity práce. Vývoj cen v tomto sektoru (na rozdíl od obchodovatelných statků) je proto významně ovlivňován náklady práce, resp. změnou jednotkových mzdových nákladů (Graf 2), což potvrzuje jeden z předpokladů Balassova-Samuelsonovy teorie. Tento vztah poskytuje fundamentální vysvětlení pro zastavení růstu cen neobchodovatelných statků během let 2012–2013 i pro jeho následné oživení. Zároveň naznačuje prostor pro další urychlení cenové dynamiky v blízké budoucnosti.

K zachycení Ballasova-Samuelsonova efektu v jádrovém predikčním modelu g3 slouží **exportně-specifická technologie**, tedy nepozorovaná veličina, která je složkou nominálních nákladů v sektoru spotřeby. Tato veličina aproximuje výše uvedený efekt s přímou úměrou, tj. čím rychlejší je růst exportně-specifické technologie, tím silnější je odhadovaný proinflační vliv Balassova-Samuelsonova efektu. Exportně-specifická technologie současně odráží konvergenci domácí ekonomiky k eurozóně, neboť s jejím nárůstem se postupně zvyšuje i domácí cenová hladina, a dochází tak k rovnovážnému reálnému posilování koruny. Odhady exportně-specifické technologie jsou na minulosti poměrně těsně svázány s následným pozorovaným vývojem cen v sektoru neobchodovatelného zboží (Graf 3). Odhad exportně-specifické technologie přitom rovněž naznačuje možnost dalšího zrychlování růstu cen neobchodovatelných statků.

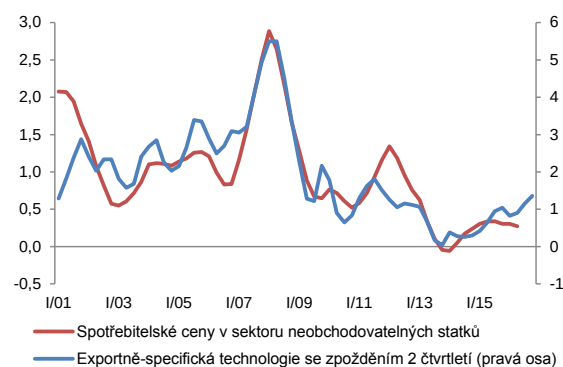
V souhrnu tak lze očekávat, že zřetelný nárůst nominálních jednotkových mzdových nákladů na počátku roku 2016 v sektoru neobchodovatelných statků přispěje v několika příštích čtvrtletích k odpoutání spotřebitelské inflace od hodnot lehce nad nulovou úrovní. Inflace pak bude zřetelně zrychlovat, což za předpokladu stability měnového kurzu až do poloviny roku 2017 napomůže k dosažení inflačního cíle. Podobný obrázek poskytuje i vývoj exportně-specifické technologie. Lze tedy očekávat zesílení Balassova-Samuelsonova efektu.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve druhém čtvrtletí 2016 udržely své tempo růstu mírně nad 3 % (Graf II.2.8). K tomu přispěl především vývoj nominálních mezd v podnikatelské sféře předstihující tempo zvyšování produktivity práce. Kladný příspěvek k vývoji mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která odráží robustní růst investiční i celkové ekonomické aktivity v minulém roce a stabilní růst zahraniční poptávky. Dynamika domácích nominálních nákladů v dalším období zvolní, bude však nadále odrážet silný růst mezd i ceny kapitálu v prostředí robustní domácí poptávky. Pokračující růst produktivity práce bude naopak zvyšování nákladů tlumit. S předpokládaným zvolněním dynamiky zahraniční poptávky a později s posílením kurzu koruny ve druhé polovině roku 2017 se sníží kladné příspěvky ceny

GRAF 3 (BOX)

CENY NEOBCHODOVATELNÝCH STATKŮ A EXPORTNĚ-SPECIFICKÁ TECHNOLOGIE

Exportně-specifická technologie jakožto aproximace Balassova-Samuelsonova efektu je významně svázána s vývojem cen v sektoru neobchodovatelných statků (mezičtvrtletní změny v %, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)



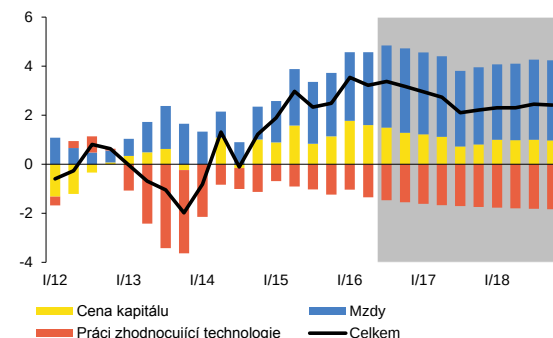
Pozn.: Časová řada vývoje cen neobchodovatelných statků je filtrována Hodrickovým-Prešcottovým filtrem s parametrem $\lambda = 5$.

GRAF II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí náklady porostou v návaznosti na dynamiku mezd a zvyšování ceny kapitálu

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

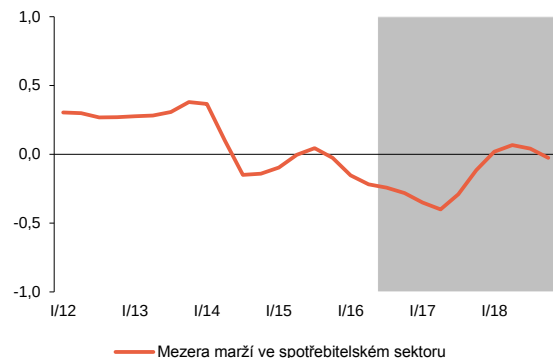


GRAF II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Mezera marží se prohloubí do více záporných hodnot, uzavírat se začne v polovině roku 2017

(v %)



kapitálu a v menší míře i mezd. Růst domácích nákladů se tak stabilizuje mírně nad 2% úrovní.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se v polovině minulého roku uzavřela. Poté se opět začala rozevírat do mírně záporných hodnot, kde zůstane během zbytku letošního roku (Graf II.2.9). To bude důsledkem utlumeného cenového růstu a rostoucích nákladových tlaků (plynoucích především ze zvyšování mezd a odeznívání výrazně protiinflačního působení dovozních cen). Od poloviny roku 2017 se mezera marží bude uzavírat z důvodu posílení kurzu koruny, zrychlující inflace a dočasně zvolňujícího růstu domácích nákladů.

Národohospodářská produktivita práce v prvním čtvrtletí 2016 znatelně zpomalila své meziroční tempo, a to na 0,7 %. To vedle zrychlení růstu zaměstnanosti odráželo výrazné zpomalení ekonomické aktivity spojené s odezníváním vlivu dočerpávání fondů EU v loňském roce. I ve zbytku letošního roku bude růst produktivity práce kvůli tomuto vlivu značně utlumený. Opětovné zrychlení dynamiky ekonomické aktivity v roce 2017 spolu s výrazným zpomalením růstu zaměstnanosti pak povede ke zrychlení růstu produktivity práce na hodnoty poblíž 2,5 %, na kterých setrvá i v roce 2018.

Odhadované tempo růstu implikované agregátní **technologie** je výrazně ovlivněno revizí dat na minulosti. Přehodnocení odráží revizi HDP od roku 2014 směrem k vyšší spotřebě a investicím. Na počátku roku 2016 její růst mírně zpomalil vlivem zohlednění výpadku vládních investic, což bude pokračovat do konce letošního roku. V dalším období se její tempo bude pohybovat okolo svých 3% rovnovážných hodnot. Také odhad vývoje práce zhodnocující technologie je významně ovlivněn revizemi národních účtů a mezd. V první polovině letošního roku se pohybovala v blízkosti své rovnovážné hodnoty. Na této úrovni v souladu s dlouhodobým růstem národohospodářské produktivity práce setrvá ve zbytku letošního roku i v následujících dvou letech (Graf SZ II.2.2).

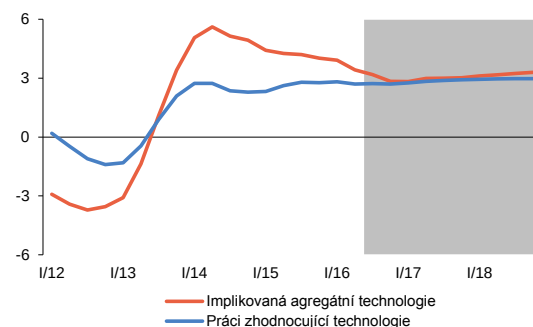
Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** v prvním čtvrtletí 2016 dále zrychlila svůj meziroční růst (po sezonním očištění) na 4 %. Postupné zrychlování mzdového růstu bude pokračovat i v průběhu letošního roku (Graf II.2.10), což bude projevem nadále vysoké poptávky po nových pracovnících v prostředí nízké míry nezaměstnanosti. Za celý rok 2016 se tak průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře zvýší o 4,4 %. Postupný návrat inflace k cíli, opětovné urychlení růstu ekonomické aktivity a silící nedostatek volné pracovní síly v příštím roce přispějí k dalšímu zrychlení nominálního mzdového růstu, který mírně přesáhne 5% úroveň. V roce 2018 se pak růst mezd bude nacházet poblíž této dlouhodobě rovnovážné úrovně. Reálná mzda v podnikatelské sféře vzroste o 3,9 % v letošním roce, v následujících dvou letech její dynamika zpomalí na 3 % a 2,5 % v důsledku zvýšení inflace.

GRAF SZ II.2.2

TECHNOLOGIE

Růst technologií se bude nacházet poblíž rovnovážných hodnot

(meziroční změny v %)

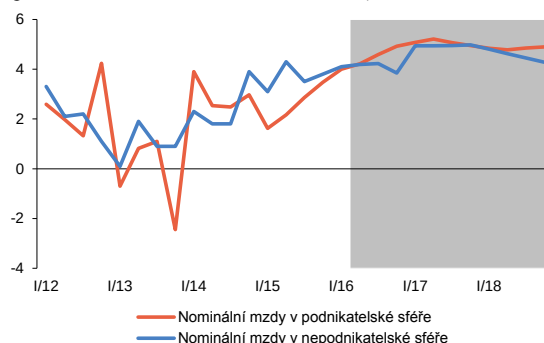


GRAF II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelské i nepodnikatelské sféře dále zrychlí

(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)

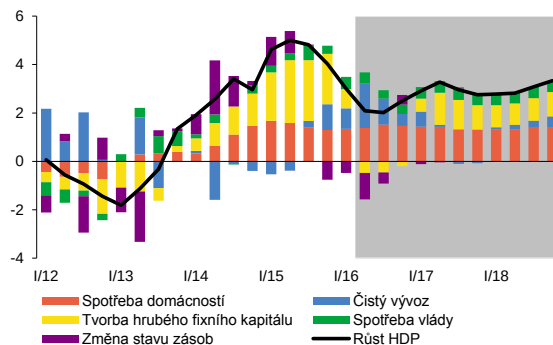


GRAF II.2.11

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP bude nejvíce přispívat spotřeba domácností, příspěvek investic bude letos záporný

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



Zrychlený růst mezd zaznamenala počátkem roku 2016 i **nepodnikatelská sféra** (Graf II.2.10). Meziroční dynamika mezd v této sféře letos celkově dosáhne 4 %. V příštím roce prognóza předpokládá její zrychlení na 5 %, což vedle aktuálních záměrů vlády odráží i očekávaný růst příjmů vládního sektoru. V roce 2018 růst mezd v podnikatelské sféře lehce zvolní na 4,5 %.

Růst reálného HDP v prvním čtvrtletí 2016 zpomalil na 3 % meziročně. Kladně k němu přispěly všechny složky poptávky s výjimkou změny stavu zásob, z toho nejvíce spotřeba domácností a čistý vývoz (Graf II.2.11). Celkově dynamika **HDP v roce 2016** zpomalí na 2,4 %, a to především vlivem snížení tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítne propad vládních investic v důsledku jen pozvolného čerpání evropských fondů v novém programovém období. Ostatní složky poptávky budou k růstu HDP přispívat kladně, nejvíce spotřeba domácností. Ta bude podpořena především pokračujícím vysokým reálným mzdovým nárůstem včetně pozitivního vlivu nízkých cen komodit.

V letech 2017 a 2018 dynamika HDP zrychlí na 3 %, zejména v důsledku nadále robustní spotřeby domácností a obnoveného růstu vládních investic. S výjimkou zásob v roce 2017 budou kladné příspěvky vykazovat všechny složky poptávky.

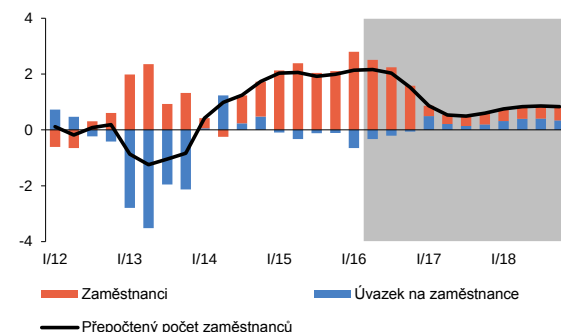
Meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** bude pokračovat, v nejbližších čtvrtletích však postupně zvolní. Zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců se přitom bude v letošním roce realizovat výhradně prostřednictvím dalšího růstu počtu zaměstnanců, od počátku příštího roku v návaznosti na pomalejší zvyšování zaměstnanosti při přetrvávající poptávce po práci se obnoví i příspěvek prodlužování průměrného úvazku (Graf II.2.12). Zpomalení meziroční dynamiky očekává predikce i u **celkové zaměstnanosti**, která se v současné době nachází na rekordních hodnotách. Toto zpomalení se projeví zejména na začátku příštího roku a bude – vedle odeznění vlivu výrazného zvýšení zaměstnanosti z počátku roku 2016 – odrážet již omezenou nabídku volné pracovní síly spolu s vlivem zvolnění tempa růstu ekonomiky v letošním roce. V návaznosti na následné opětovné zrychlení růstu ekonomické aktivity bude poté dynamika celkové zaměstnanosti znovu slabě zrychlovat (Graf II.2.13).

Dosud výrazný pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti** v letošním roce ztlačí na 4 % (Graf II.2.13), když pracovní síla i zaměstnanost porostou shodnými mezičtvrtletními tempy. Podobný vývoj prognóza očekává i u sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV**, který se při předpokladu pokračujícího mírného poklesu populace ve věku 15–64 let sníží z aktuálních 5,6 % až na 4,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2018.

GRAF II.2.12

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Vysoký růst přepočteného počtu zaměstnanců zvolní při silicím nedostatku volné pracovní síly
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

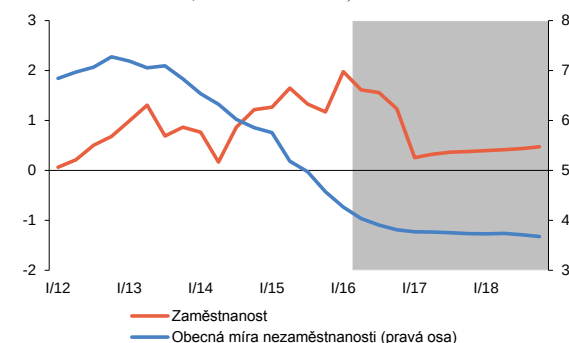


GRAF II.2.13

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale zpomalujícím tempem; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní

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

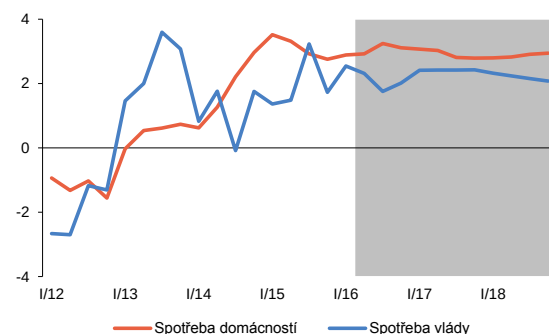


GRAF II.2.14

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností poroste stabilním tempem, které bude mírně předstihovat dynamiku vládní spotřeby

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Reálná **spotřeba domácností** v prvním čtvrtletí 2016 vzrostla meziročně o 2,9 % (Graf II.2.14). K tomu přispěly z hlediska věcného členění všechny její složky, v největší míře krátkodobá spotřeba a služby. Podle prognózy se meziroční dynamika spotřeby domácností udržela ve druhém čtvrtletí na stejné hodnotě, ve druhé polovině letošního roku pak mírně zrychlí. Výrazný příspěvek spotřeby domácností k meziročnímu růstu ekonomické aktivity tak bude pokračovat. To vedle očekávaného dalšího zvýšení objemu mezd a platů koresponduje také s nadále výrazným růstem maloobchodních tržeb, převládající pozitivní spotřebitelskou důvěrou (viz kapitola III.3) a zrychlujícím růstem spotřebitelských úvěrů (viz kapitola III.5). Díky vysokému reálnému růstu mezd při nadále nízkých reálných úrokových sazbách spotřeba domácností v letošním roce poroste v průměru o 3 %. Obdobně robustní tempo si udrží i v letech 2017 a 2018, když zrychlující dynamika mezd a dalších příjmů bude zhruba kompenzována zpomalováním růstu zaměstnanosti a zvýšením inflace.

Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** v prvním čtvrtletí 2016 znatelně zvolnil (o 1 procentní bod na 1,5 %), a to především vlivem značného poklesu důchodů z vlastnictví (Graf II.2.15), což bylo jen částečně kompenzováno dalším zvýšením dynamiky nejvýznamnější položky příjmů, tj. mezd a platů. Na horizontu prognózy bude meziroční dynamika disponibilního důchodu zesilovat až k 6% úrovni v závěru roku 2018. Stabilně vysoký bude příspěvek mezd a platů v návaznosti na pokračující růst průměrné mzdy i zaměstnanosti, od příštího roku se navíc obnoví i příspěvky plynoucí z příjmů podnikatelů.

Sezonně očištěná **míra úspor domácností** na počátku letošního roku setrvala na hodnotě lehce pod 12 %. Na prognóze bude míra úspor – při jen mírně rychlejším meziročním růstu nominální spotřeby domácností oproti růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu – pozvolna klesat k hodnotám poblíž 11% úrovně (Graf II.2.16).

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** v prvním čtvrtletí 2016 zrychlil na 2,5 %, což bylo způsobeno růstem mezispotřeby. Prognóza očekává mírné zpomalení meziročního růstu reálné spotřeby vlády ve zbývajících čtvrtletích letošního roku (Graf II.2.14); za celý rok 2016 se spotřeba vlády zvýší o 2,2 %. Podobných růstových temp bude dosahovat i v následujících dvou letech. Spotřeba vlády přitom bude ovlivněna především očekávaným zřetelným růstem náhrad státním zaměstnancům a výdajů ve zdravotnictví.

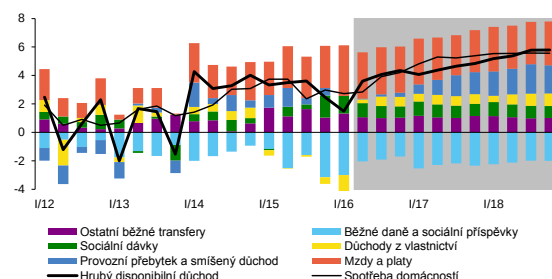
Meziroční dynamika **tvorby hrubého kapitálu** na začátku letošního roku znatelně zpomalila na 1,2 % (Graf II.2.17), což bylo zejména důsledkem odeznění růstu vládních investic financovaných z fondů EU z předchozího programového období. Stejným směrem působí jen pozvolné čerpání evropských fondů v novém období. V následujících čtvrtletích proto prognóza očekává záporný příspěvek tvorby hrubého kapitálu k meziročnímu růstu HDP, když investice veřejného

GRAF II.2.15

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat v důsledku zvýšené dynamiky příjmů podnikatelů při stabilním růstu objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

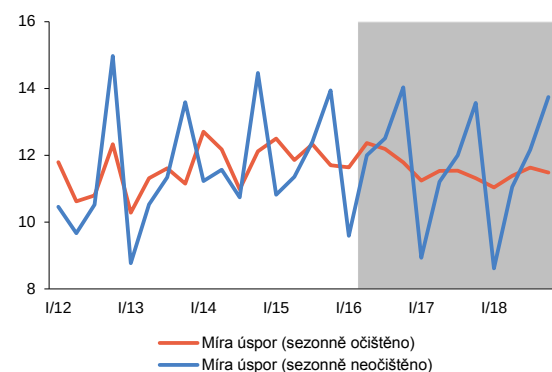


GRAF II.2.16

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor domácností se bude lehce snižovat

(v %)

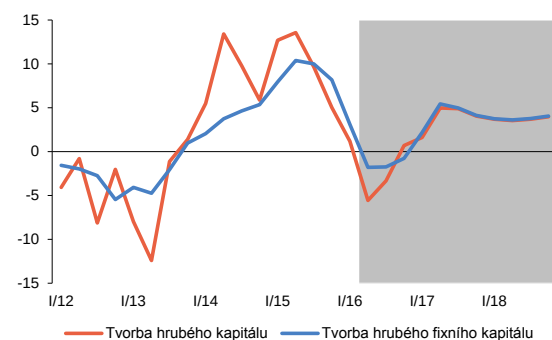


GRAF II.2.17

TVORBA HRUBÉHO KAPITÁLU

Tvorba hrubého kapitálu se letos sníží zejména v souvislosti s poklesem vládních investic, v dalších dvou letech stabilně poroste

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



sektoru se posunou – vlivem vysoké srovnávací základny předchozího roku – do záporných hodnot (Graf II.2.18). Soukromé investice naproti tomu nadále porostou, i když jejich tempo na přelomu let 2016 a 2017 dočasně zvolní v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky. V souhrnu za celý rok 2016 tak tvorba hrubého kapitálu meziročně klesne o 1,8 %. V roce 2017 pak dynamika celkových investic opět oživí díky obnovenému růstu vládních investic. Tvorba hrubého kapitálu se tak zvýší o 3,9 % a obdobným tempem poroste i v roce 2018.

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** v prvním čtvrtletí letošního roku zvolnil na 6,7 % (Graf II.2.19). V návaznosti na vývoj zahraniční poptávky při stabilním kurzu koruny vůči euru však prognóza očekává jeho opětovné zrychlení v dalších čtvrtletích. V roce 2016 tak vývoz zboží a služeb vzroste o 7,8 %. V příštím roce pak dynamika zahraniční poptávky mírně zeslábně mj. vlivem výsledků referenda o brexitu, což se spolu s posílením kurzu po opuštění kurzového závazku projeví také v mírnější dynamice vývozu. V roce 2017 tak vývoz zboží a služeb vzroste o 7,2 % a v roce 2018 o 6,9 %.

Počátkem letošního roku se snížil také reálný meziroční růst **dovozu zboží a služeb** (na 6,1 %), když odrážel jak nižší dynamiku vývozu, tak zpomalení růstu celkových investic, což jsou dvě složky poptávky silně náročné na dovoz. Ve druhé polovině letošního roku prognóza očekává zrychlení meziročního tempa dovozu. Důvodem bude narůstající dynamika vývozu, mírné zrychlení spotřeby domácností i postupné ožívování růstu investic. V roce 2016 tak dovoz zboží a služeb vzroste o 7,1 %. V roce 2017 a 2018 bude tempo růstu dovozu, v návaznosti na vývoj složek HDP při zohlednění jejich dovozní náročnosti, mírně vyšší.

Čistý vývoz přispěl k meziročnímu růstu HDP v prvním čtvrtletí 2016 znatelně kladně (0,8 procentního bodu). Ještě vyšší příspěvky čistého vývozu prognóza očekává i ve zbytku letošního roku, a to v důsledku mírného zrychlení dynamiky vývozu a meziročního poklesu dovozně náročných celkových investic. V souhrnu za celý rok 2016 tak čistý vývoz přispěje k meziročnímu růstu HDP 1,1 procentním bodem. V příštím roce pak bude příspěvek čistého vývozu – při oživení investic – téměř nulový, v roce 2018 se opět mírně zvýší.

Platební bilance v roce 2015 skončila podle předběžných údajů přebytkem běžného účtu ve výši 0,9 % HDP. V roce 2016 dosáhne dle prognózy přebytek běžného účtu 1,9 %, v následujících letech se opět sníží na cca 1 % HDP¹⁴ (Tab. II.2.3).

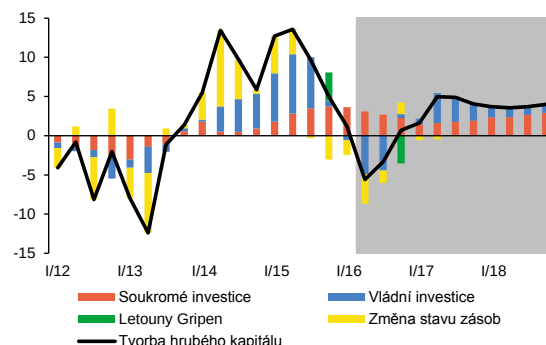
¹⁴ Riziko prognózy představuje především případná výrazná revize bilance prvotních důchodů směrem k vyšším deficitům s cílem sblížení dat ČNB a ČSÚ. V současnosti totiž ČSÚ uvádí za rok 2015 deficit prvotních důchodů o 100 mld. Kč vyšší než ČNB

GRAF II.2.18

ROZKLAD INVESTIC

Pokles vládních investic v letošním roce převáží nad pokračujícím růstem soukromých investic

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

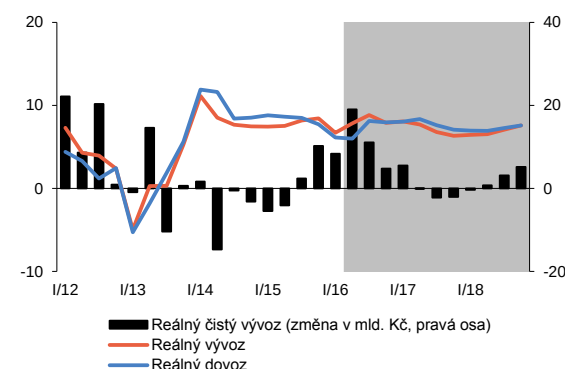


GRAF II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Vývoz i dovoz porostou poměrně vysokými tempy v návaznosti na zvyšující se zahraniční, resp. domácí poptávku

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



TAB. II.2.2

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod nadále poroste při zrychlujícím růstu mezd a zvyšovat se bude i produktivita práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	3,1	3,0	2,3	2,9
Zaměstnanost celkem	1,4	1,6	0,3	0,4
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	5,1	4,0	3,8	3,7
Produktivita práce	3,1	0,7	2,6	2,6
Průměrná nominální mzda	2,7	4,4	5,0	4,8
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,5	4,5	5,1	4,8
Průměrná reálná mzda	2,4	3,8	3,0	2,5
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	0,9	1,9	0,9	1,1
M3	7,3	9,6	8,5	6,4

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

Prognózovaný růst přebytku **běžného účtu v roce 2016** odráží především zvýšení přebytku bilance zboží, zejména vlivem očekávaného zpomalení tempa růstu celkové domácí poptávky a pokračujícího příznivého vlivu poklesu cen energetických surovin. V opačném směru působí na bilanci zboží mírné meziroční posílení koruny a další pokles vývozu do Ruska a s ním hospodářsky provázaných ekonomik. V menší míře se na očekávaném zvýšení kladného salda běžného účtu bude podílet též růst přebytku bilance služeb (zejména ostatních služeb). Přebytek běžného účtu bude naopak zmírňován prohloubením deficitů prvotních důchodů (růst výnosů nerezidentů z přímých investic) a druhotných důchodů (meziročně nižší příjmy z EU).

Přebytek **běžného účtu v roce 2017** se oproti letošnímu roku výrazně sníží. Přispěje k tomu zejména snížení přebytku obchodní bilance (kombinace zpomalení dynamiky zahraniční poptávky¹⁵, rychlejšího růstu domácí poptávky a předpokládaného nárůstu cen energetických surovin) a zvýšení deficitu prvotních důchodů. V menší míře se na zhoršení běžného účtu bude podílet i posun bilance druhotných důchodů do většího deficitu související s očekávaným dalším poklesem čistého čerpání zdrojů z evropských fondů. Přebytek bilance služeb se oproti roku 2016 nezmění.

Prognóza **běžného účtu na rok 2018** předpokládá, že se obnoví trend postupného růstu přebytku obchodní bilance (především vlivem oživení zahraniční poptávky), zároveň se mírně zvýší čisté čerpání zdrojů v rámci druhotných důchodů (vyšší čisté čerpání fondů EU). Rozsah zlepšení těchto dvou dílčích bilancí převáží nad očekávaným zhoršením prvotních důchodů (další růst záporného salda důchodů z přímých investic).

Prognóza předpokládá výrazný pokles přebytku **kapitálového účtu** v roce 2016 oproti minulému roku, který souvisí s doznívajícím proplácením prostředků z fondů EU za programové období 2007 až 2013. Další výrazný pokles v roce 2017 bude odrážet jen pozvolný náběh čerpání zdrojů z nového programového období; v roce 2018 pak již toto čerpání zrychlí.

V letošním roce dochází k obratu v tocích **přímých investic**, když jejich mírný čistý odliv bude vystřídán čistým přílivem. Odezni totiž mimořádné faktory, které ovlivňovaly vývoj přímých investic v roce 2015 (jednorázový odliv kapitálu rezidentů do zahraničí a snížení základního kapitálu ve významných tuzemských dceřiných společnostech ve vlastnictví nerezidentů¹⁶). Současně bude saldo přímých investic v roce 2016 významně ovlivněno finančními operacemi v rámci

TAB. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet v letošním roce vykáže rekordní přebytek, a to zejména v důsledku rostoucího přebytku bilance zboží; poté se přebytek běžného účtu sníží
(v mld. Kč)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	41,4	90,0	45,0	55,0
Zboží	210,7	275,0	255,0	270,0
Služby	75,0	80,0	80,0	80,0
Prvotní důchody	-243,5	-260,0	-280,0	-290,0
Druhotné důchody	-0,9	-5,0	-10,0	-5,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	106,1	60,0	20,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	193,8	245,0	50,0	52,0
Přímé investice	26,6	-70,0	-50,0	-50,0
Portfoliové investice	-164,1	-110,0	-125,0	-40,0
Finanční deriváty	-4,8			
Ostatní investice	-15,2	100,0	75,0	50,0
Rezervní aktiva	351,3	325,0	150,0	92,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

(rozdíl je koncentrován výhradně do oblasti odhadované výše zisků nerezidentů z přímých investic). Prognóza přitom vychází z nižších hodnot ČNB.

15 Jedním z faktorů je dopad výsledku referenda brexitu (zejména oslabení britské libry a očekávaný útlum investiční aktivity ve Spojeném království) na saldo obchodní výměny se Spojeným královstvím. Bližší se vzájemným obchodním vztahům věnuje BOX 4 v kapitole III.6.1.

16 Zejména poskytnutí úvěru na změnu vlastnické struktury O2 Czech Republic a.s. a snížení základního kapitálu Škody Auto a.s., RWE Grid Holding a.s. a OKD a.s.

skupiny u jedné významné domácí firmy ([Škody Auto](#)).¹⁷ K čistému přílivu přispěje i nová investice firmy Nexen v ČR v rozsahu více než 20 mld. Kč (realizovaná v letech 2016 a 2017). Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku. V roce 2017 zmíněné finanční operace odezní a čistý příliv přímých investic se sníží, stejného objemu pak dosáhne i v roce 2018 (mírný růst salda reinvestovaných zisků vykompenzuje odeznění investice Nexen).

Údaje o **portfoliových investicích** byly v roce 2015 výrazně ovlivněny (v rozsahu téměř 140 mld. Kč) účetními operacemi bankovního sektoru, které souvisely s výpočtem odvodů do nově vzniklého Fondu pro řešení krizí.¹⁸ Vývoj portfoliových investic v letošním roce bude na straně pasiv ovlivňován především pokračujícím zájmem nerezidentů o korunové vládní dluhopisy v kombinaci s emisní aktivitou MF ČR využívajícího současných úrokových sazeb ke snížení nákladů na financování státního dluhu. V souvislosti s aktuálním vývojem na světových akciových trzích prognóza zároveň očekává snížení zájmu rezidentů o nákup zahraničních akcií a v důsledku toho i zmírnění celkového odlivu kapitálu do zahraničí na straně aktiv. Zájem nerezidentů o nákup tuzemských vládních dluhopisů bude zřejmě přetrvávat i v následujících letech. [Vývoj toků portfoliových investic v roce 2017 bude dominantně ovlivňován časováním a způsobem provedení exitu z kurzového závazku a změnami v měnové politice ECB.](#)

V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá relativně vysoký čistý odliv kapitálu z podnikového sektoru ve formě růstu depozit rezidentů v zahraničí a splátek dříve přijatých úvěrů ze zahraničí. V souvislosti s očekávaným růstem investiční aktivity v ČR by se měl tento odliv v následujících letech postupně snižovat. [Odliv kapitálu však může být dočasně odkládán \(v závislosti na komunikaci exitu z kurzového závazku ze strany ČNB\) vlivem očekávání budoucího posílení koruny ze strany zahraničních vlastníků tuzemských firem.](#)

Prognóza **rezervních aktiv** zahrnuje očekávané výnosy z devizových rezerv, kladné saldo ve vztahu s EU (dočerpávání prostředků z minulého programového období a jen pozvolný náběh nových programů) a po dobu platnosti kurzového závazku též příliv do rezerv plynoucí z přebytků jiných částí platební bilance.

17 Zároveň byla oznámena akvizice (v rozsahu 31,7 mld. Kč) zahraničně vlastněné firmy českou firmou Avast. V prognóze není zahrnuta, protože zatím nejsou známy detaily této transakce. Stejně tak prognóza neobsahuje nákup podílu ve Slovenské energetice firmou EPH (20,3 mld. Kč), která v minulosti realizovala jinou významnou akvizici v Itálii prostřednictvím zahraniční dceřiné společnosti.

18 U výpočtu odvodů nedošlo k žádné změně, proto prognóza na roky 2016 až 2018 předpokládá jejich zachování v nezměněném rozsahu. Nelze však vyloučit jejich nárůst nad rámec již realizovaných transakcí.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a nastavení fiskální politiky se odrážejí ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** (Tab. II.2.4).

V podmínkách pokračujícího hospodářského růstu dojde v **roce 2016** k poklesu deficitu vládního sektoru na 0,1 % HDP. Na výdajové straně k tomuto vývoji přispěje očekávaný hluboký pokles vládních investic. Ten souvisí s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z evropských fondů. Ve stejném směru bude působit snížení nákladů na dluhovou službu. Opačný vliv mají vyšší dotace na obnovitelné zdroje energie a výplata mimořádného příspěvku pro důchodce. Příjmová strana vládního sektoru je posílena dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH, dalším zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky a zvýšením sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her. Působení fiskální politiky bude v letošním roce v souhrnu výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,7 procentního bodu (Tab. II.2.5), a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic.

V **roce 2017** lze očekávat přebytek hospodaření vládního sektoru ve výši 0,1 % HDP, a to zejména v souvislosti s pokračujícím příznivým ekonomickým vývojem. Na příjmové straně je předpokládán pozitivní dopad zavedení elektronické evidence tržeb (EET)¹⁹ a zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Proti tomu bude působit dopad přesunu stravovacích služeb do snížené sazby DPH související s EET a zvýšení daňového zvýhodnění na dítě. Na výdajové straně se předpokládá zrychlení růstu mezd ve vládním sektoru, vyšší výdaje na penze a zdravotnictví. Urychlení vládních výdajů bude mírně tlumeno výpadkem některých jednorázových výdajových opatření z letošního roku a další úsporou nákladů na dluhovou službu. Celkové působení fiskální politiky bude v roce 2017 slabě expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,1 procentního bodu.

Pozitivní vliv hospodářského růstu se dále projeví v **roce 2018** v nárůstu přebytku vládního sektoru na 0,3 % HDP. Příjmová strana bude současně posílena dodatečnými příjmy plynoucími z rozšíření okruhu podnikatelských subjektů spadajících pod EET a z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Na výdajové straně se předpokládá pokračující růst výdajů na penze a mzdy ve vládním sektoru. Působení fiskální politiky bude v roce 2018 opět lehce expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,1 procentního bodu.

Aktuálně záporné **strukturální saldo** vládního sektoru se do roku 2018 posune do mírného přebytku. Při současném nastavení fiskální politiky tak bude na horizontu prognózy

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

**Pokračující pokles deficitu veřejných financí
vyústí počínaje rokem 2017 do lehce přebytkového
hospodaření vládního sektoru**
(v % nominálního HDP)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	41,4	40,4	41,0	41,1
Výdaje vládního sektoru	41,8	40,5	40,9	40,8
z toho: úrokové platby	1,1	0,9	0,9	0,8
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-0,4	-0,1	0,1	0,3
z toho:				
primární saldo ^{a)}	0,7	0,8	0,9	1,1
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-0,1	0,1	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-0,4	-0,2	0,0	0,3
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,1	0,2	0,2	0,0
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-0,2	-0,5	-0,1	0,3
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,5	-0,2	0,3	0,4
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,1	-0,2	0,0	0,1
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-0,3	-0,1	0,0	0,1
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	0,3	0,2	0,1	0,1
Dluh vládního sektoru	40,3	39,7	38,5	36,7

- a) saldo vládního sektoru snižené o úrokové platby
- b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům, v roce 2015 dopad prodloužení pronájmu stíhacích letounů a jednorázový příjem Fondu pojištění vkladů v rámci konkurzních řízení a ukončených soudních sporů.
- c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB
- d) odhad ČNB
- e) Měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi).

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

**Fiskální impuls bude v roce 2016 zřetelně záporný
zejména v důsledku propadu vládních investic,
v příštím roce tento vliv odezní**
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
Fiskální impuls ^{a)}	0,8	-0,7	0,1	0,1
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,2	0,0	-0,1	-0,1
soukromé investice	0,1	-0,1	0,0	0,0
vládní investice domáci	0,0	0,1	0,1	0,0
vládní investice z fondů EU	0,5	-0,7	0,1	0,1

- a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

19 Konvergenční program z dubna 2016 odhaduje pozitivní dopad EET v roce 2017 ve výši cca 0,3 % HDP. S ohledem na účinnost zákona od prosince 2016 bude dopad v letošním roce zanedbatelný.

bezpečně plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP.

V souvislosti s příznivým vývojem hospodaření vládního sektoru (tj. při rostoucích primárních přebytcích) a zrychlujícím růstem nominálního HDP prognóza očekává pokles **vládního dluhu** až na 36,7 % HDP v roce 2018 (ze 40,3 % HDP v roce 2015). K tomu přispěje i pokles nákladů na dluhovou službu, který vyplývá z předpokládaného dalšího snížení efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a pozitivním vnímáním ČR.²⁰

Rizikem fiskální prognózy je možný výraznější útlum v oblasti vládních investic, než očekává prognóza, mimo jiné z důvodu nutnosti opakovat posouzení dopadů některých infrastrukturních projektů na životní prostředí (EIA). Rizikem v opačném směru jsou případné vyšší vládní výdaje v souvislosti s blížícími se parlamentními volbami v roce 2017.

²⁰ Nejistota panuje ohledně „operativního“ přístupu Ministerstva financí k emisi státních dluhopisů. Při pokračujících nízkých či záporných výnosech státních dluhopisů může MF v letošním roce předfinancovat státní dluh i na rok 2017 a vytvářet rezervu na předfinancování výdajů určených na projekty z evropských fondů pro nové programové období.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze posouvá do poloviny příštího roku mírně nahoru. Děje se tak z důvodu lehce vyšší krátkodobé predikce čisté inflace, vyššího výhledu regulovaných cen a pozorovaného i očekávaného rychlejšího růstu nominálních mezd. Vývoj celkového HDP je v letošním roce přehodnocen lehce směrem nahoru zejména v důsledku mírnějšího propadu tvorby hrubého kapitálu. Pro rok 2017 se naopak prognóza HDP snižuje v návaznosti na pomaleji rostoucí zahraniční poptávku, mj. vlivem výsledku referenda o brexitu. Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 zůstává zachován. Také po opuštění kurzového závazku ČNB se trajektorie tržních úrokových sazeb a kurzu ve srovnání s minulou prognózou téměř nemění. Dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře se do poloviny příštího roku posouvá výše.

Predikce meziroční **celkové inflace** se oproti minulé prognóze pro nejbližší rok mírně zvyšuje (Graf II.3.1). Za tímto přehodnocením stojí vyšší očekávaná čistá inflace i výhled regulovaných cen. Prognóza čisté inflace (Graf II.3.2) je přitom na kratším konci ovlivněna předstihovými indikátory naznačujícími vyšší ceny potravin a mírnějším poklesem cen pohonných hmot. Do predikce se promítají rovněž nákladové tlaky v důsledku rychlejšího růstu mezd, které vyvažují pozdější obnovení růstu zahraničních cen. Domácí nákladové tlaky tak porostou oproti minulé prognóze na kratším konci rychleji, poté se budou vyvíjet zhruba stejně. Výhled regulovaných cen byl přehodnocen směrem nahoru zejména v důsledku menšího než očekávaného snížení cen plynu pro domácnosti a vyššího růstu cen tepla, elektrické energie, vodného a stočného. Odhad dopadů změn nepřímých daní se nemění. Prognóza **měnověpolitické inflace** je tedy přehodnocena stejně jako predikce celkové inflace.

V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz grafy v kapitole II.1) byl oproti minulé prognóze dále snížen výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně pro letošní i příští rok. Dovozní ceny tak budou na prognóze působit více protiinflačně. Predikce růstu zahraniční poptávky je pro letošek přehodnocena lehce směrem nahoru vlivem pozitivního vývoje počátkem roku, pro příští rok naopak směrem dolů v návaznosti na předpokládané dopady výsledků referenda o brexitu. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR se snižuje mírně hlouběji do záporných hodnot. V prognóze zůstává expertně zpracováno kvantitativní uvolňování ECB prostřednictvím stínových sazeb. Jejich přehodnocení přitom odpovídá přehodnocení výhledu sazeb 3M EURIBOR, neboť program nákupu aktiv ECB zůstal beze změny.

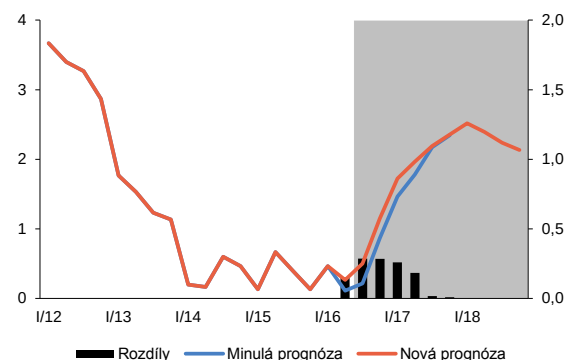
Předpoklad o používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 zůstává zachován. Do této doby tak **kurz koruny k euru** setrvá na hladině kurzového závazku

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se pro nejbližší rok mírně zvyšuje

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

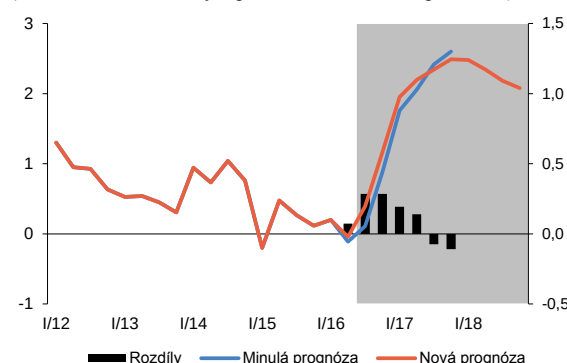


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY ČISTÉ INFLACE

Vyšší výhled čisté inflace do poloviny příštího roku odráží očekávané vyšší ceny potravin a pohonných hmot a rychlejší růst nominálních mezd

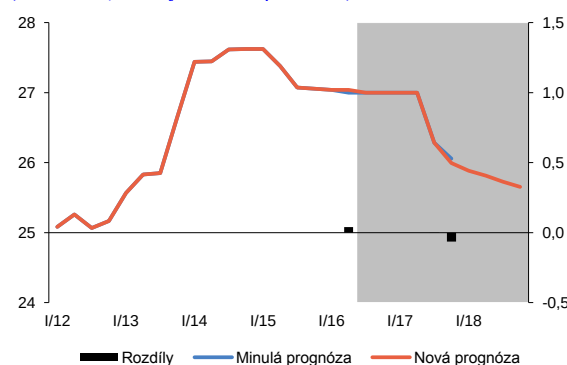
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF SZ II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY KURZU

Předpoklad o používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 se nemění, po opuštění kurzového závazku kurz posiluje stejným tempem (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



ČNB (Graf SZ II.3.1). I pro druhou polovinu roku 2017 se výhled kurzu téměř nemění, jen nepatrný vliv oproti minulé prognóze má posun zahraničních tržních i stínových úrokových sazeb směrem dolů. Domácí tržní **úrokové sazby** budou stabilní až do poloviny příštího roku, tedy stejně jako v minulé prognóze. Jejich následné zvýšení se rovněž příliš neliší od předchozí predikce (Graf II.3.3).

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se v letošním roce lehce zvyšuje v důsledku vyšší pozorované tvorby hrubého kapitálu. V roce 2017 je tomu naopak zejména ve vazbě na mírně nižší zahraniční poptávku (vliv brexitu). Vývoj meziroční dynamiky HDP tak zůstává rozkolísaný, ale méně než v minulé prognóze (Graf II.3.4).²¹ Výhled spotřeby domácností se – i přes nadále trvající robustní růst objemu mezd a platů – v letošním i příštím roce mírně snižuje v důsledku vyšší predikované inflace. Dynamika tvorby hrubého kapitálu je výrazně ovlivněna vývojem vládních investic, které se po zohlednění pozorovaných dat přehodnocují v roce 2016 směrem k mírnějšímu propadu. I přes očekávaný pozvolnější růst soukromých investic tak bude dynamika fixních investic v letošním roce celkově méně záporná oproti minulé predikci. Reálná spotřeba vlády poroste v letošním i příštím roce pomalejším tempem, což zohledňuje zejména zvýšení deflátoru vládní spotřeby. Předpokládaný fiskální impuls nad rámec vládní spotřeby je méně záporný pro rok 2016, v roce 2017 je přehodnocen z neutrální do nepatrně kladné polohy.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP pro rok 2016 bude méně kladný, neboť dovozně náročná celková investiční aktivita neklesne tak výrazně. Pro rok 2017 se příspěvek čistého vývozu snižuje v důsledku nižší dynamiky zahraniční poptávky (včetně oslabení vývozu do Spojeného království).

Oproti minulé prognóze se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře zvyšuje až do poloviny příštího roku (Graf II.3.5). Toto přehodnocení odráží především vyšší pozorovanou dynamiku mezd na začátku letošního roku. Současně koresponduje s vyšším očekávaným růstem HDP i inflací v letošním roce. Od poloviny roku 2017 bude naopak růst nominálních mezd pomalejší oproti minulé prognóze vlivem pozvolnějšího růstu domácí ekonomické aktivity.

Meziroční růst implikované agregátní **technologie** se oproti minulé prognóze přehodnocuje mírně směrem dolů pro letošní rok, opačným směrem pro příští rok. Také práci zhodnocující technologie je přehodnocena směrem dolů zejména pro rok 2016, když částečně zachycuje výrazné snížení pozorovaného růstu produktivity práce.

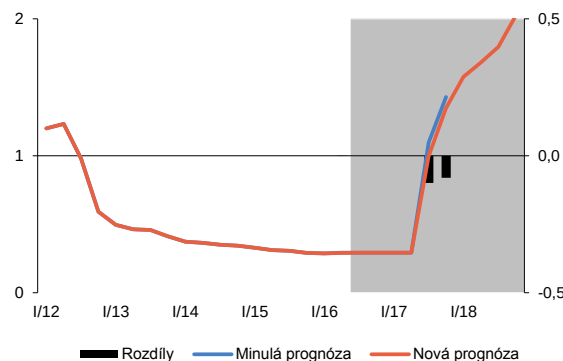
21 Vývoj HDP a nominálních mezd na minulosti (Graf II.3.4 a Graf II.3.5) byl výrazně ovlivněn revizemi dat ze strany ČSÚ.

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017 zůstává zachován

(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

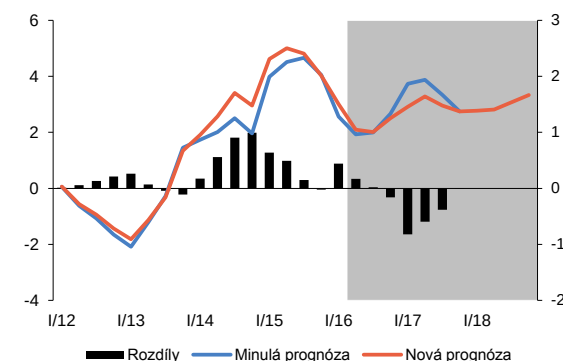


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

Prognóza vývoje HDP se pro letošní rok lehce zvyšuje, v příštím roce je naopak nižší v návaznosti na slabší zahraniční poptávku

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

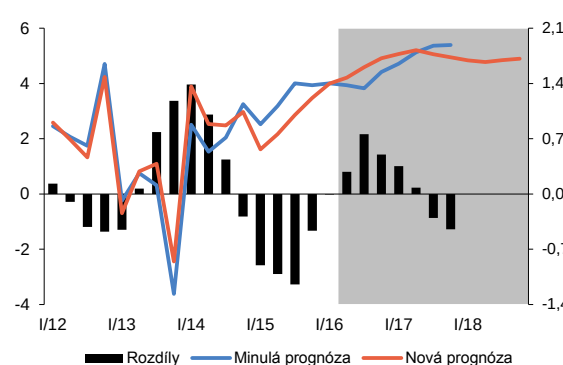


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V PODNIKATELSKÉ SFÉŘE

Prognóza nominálních mezd se až do poloviny příštího roku posouvá výše, poté je mírně nižší

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



II.4 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se v posledních měsících nacházejí stabilně mírně pod cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou na jeho úrovni. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se nachází v mírně záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace je naopak lehce kladný. Analytici v průměru očekávají, že v letošním roce růst ekonomiky zpomalí pod 3 %, kde přes lehké zrychlení setrvá i v příštím roce. Kurz koruny podle průměru názorů analytiků v ročním horizontu posílí lehce pod hladinu 27 CZK/EUR. Žádný z analytiků přitom neočekává ukončení kurzového závazku ČNB dříve než v roce 2017. Všichni analytici zároveň předpokládali, že na srpnovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled naznačuje v ročním horizontu pokles úrokových sazeb přibližně o 0,1 procentního bodu, a nachází se tak lehce pod úrovní sazeb z nové prognózy ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se v posledních měsících nachází stabilně mírně pod 2% cílem ČNB. Také inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvávají pod cílem (Tab. II.4.1). V tříletém horizontu se inflační očekávání analytiků dlouhodobě nacházejí přesně na úrovni 2% cíle ČNB nebo v jeho těsné blízkosti.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** je již téměř dva roky mírně záporný (Graf II.4.1). To znamená, že domácnosti v souhrnu mínily, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor **očekávané inflace** je naopak dlouhodobě mírně kladný. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud. Oba tyto ukazatele se ve druhém čtvrtletí 2016 příliš neměnily.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce – po odeznění jednorázových faktorů z roku 2015 – zpomalení růstu ekonomiky pod 3 % (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). Pod touto hranicí by měl růst – i přes lehké zrychlení – zůstat i v příštím roce. V případě nominálních mezd se v obou letech očekává zhruba 4% nárůst. V ročním horizontu analytici v průměru očekávají posílení měnového kurzu koruny lehce pod hladinu 27 CZK/EUR.²² Žádný analytik neočekává ukončení platnosti kurzového závazku před koncem roku 2016. Jejich očekávání tohoto kroku jsou rozprostřena přes celý rok 2017 a začátek roku 2018, přičemž většina analytiků tento okamžik umístila do druhého pololetí příštího roku. Před srpnovým zasedáním bankovní rady všech čtrnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni

TAB. II.4.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se nacházejí stabilně mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou na úrovni cíle
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

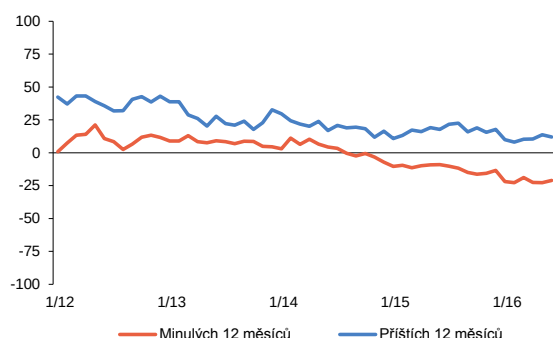
	3/16	4/16	5/16	6/16	7/16
IOFT:					
Index spotř. cen	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0
Reálný HDP v roce 2016	2,5	2,5	2,3	2,4	2,4
Reálný HDP v roce 2017	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Nominální mzdy v roce 2016	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2
Nominální mzdy v roce 2017	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,7	26,8	26,8	26,8	26,9
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Podniky:					
Index spotř. cen	1,4			1,4	

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátor vnímané inflace setrval v záporných hodnotách, ukazatel očekávané inflace je naopak dlouhodobě mírně kladný

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že růst ekonomiky letos zpomalí pod 3 %, kde setrvá i v příštím roce
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/16	4/16	5/16	6/16	7/16
Reálný HDP v roce 2016	2,5	2,4	2,4	2,5	2,4
Reálný HDP v roce 2017	2,7	2,7	2,7	2,7	2,5
Nominální mzdy v roce 2016	3,9	3,9	3,9	4,1	4,0
Nominální mzdy v roce 2017	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,7	26,8	26,6	26,6	26,8
3M PRIBOR (v %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

²² Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 26–27,3 CZK/EUR, v průzkumu CF 26–27,4 CZK/EUR.

analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

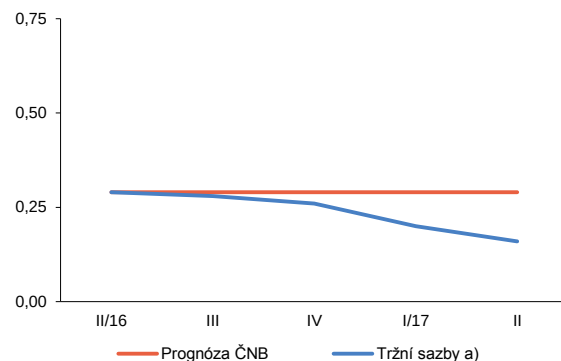
V souhrnu analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním roce stejný růst reálného HDP, v příštím roce pak růst pomalejší. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu se pohybuje na nižší úrovni než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB. **Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků nachází v průměru na mírně slabší úrovni než v prognóze ČNB.**

Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb předpokládanou novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich pokles o cca 0,1 procentního bodu. Na tomto horizontu se tak očekávané tržní sazby nacházejí lehce pod úrovní sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB.

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

Očekávané úrokové sazby odvozené z FRA se nacházejí lehce pod sazbami z nové prognózy ČNB (v %)



a) pro II/16 a III/16 3M PRIBOR, pro IV/16 až II/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 22. 7. 2016

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2016 v průměru zpomalila na 0,3 %. V dubnu přitom inflace nejprve zrychlila na 0,6 %, v květnu a červnu však vlivem snížení cen potravin a regulovaných cen opět poklesla do blízkosti nuly. Měnověpoliticky relevantní inflace kopírovala vývoj celkové inflace, přičemž se nacházela o 0,2 procentního bodu níže v důsledku harmonizační úpravy spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2016. V květnu a červnu se tak dostala do lehce záporných hodnot. Stále se tudíž nacházela výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Korigovaná inflace bez pohonných hmot mírně zvolnila, přesto i nadále zůstává hlavním tahounem růstu spotřebitelských cen. V jejím vývoji se odráželo zvyšování domácích nákladových tlaků vlivem pokračujícího růstu domácí ekonomiky a dalšího urychlení dynamiky mezd. V opačném směru naopak nadále působil protiinflační cenový vývoj v zahraničí.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2016 nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma, i pod **prognózou ze Zprávy o inflaci I/2015** (Graf III.1.1).²³ Tehdejší prognóza byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do konce roku 2016. Prognóza očekávala nulové, resp. mírně záporné, hodnoty celkové i měnověpolitické inflace v roce 2015 a jejich následné zvýšení k 2% cíli během roku 2016. Inflační tlaky se měly v první polovině roku 2015 téměř vytratit, neboť již pozorovaný propad světových cen energetických komodit měl vést k výraznému snížení nákladů plynoucích z dovozních cen. Směrem ke zvyšování cen měl naopak na celém horizontu prognózy působit pokračující růst domácí ekonomické aktivity a povolna zrychlující dynamika mezd.

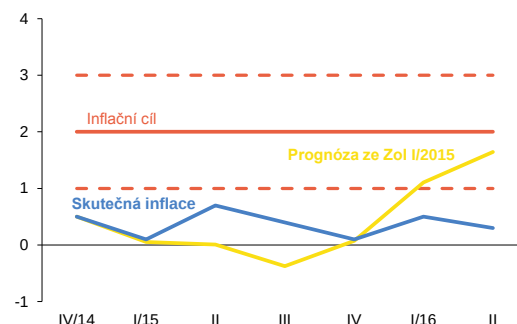
Celková **inflace ve skutečnosti** v celém období zůstala kladná a během roku 2015 se tak pohybovala nad prognózou; naopak od počátku letošního roku se nacházela pod ní. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce ve druhém čtvrtletí 2016 dosáhl -1,3 procentního bodu (Tab. III.1.1). Tato odchylka byla dána vývojem všech složek inflace s výjimkou primárních

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNOZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2016 nacházela výrazně pod prognózou ze Zol I/2015, a tedy i výrazně pod 2% cílem ČNB

(meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNOZY INFLACE

Odchylka inflace od prognózy byla dána vývojem všech složek inflace s výjimkou změn nepřímých daní (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol I/2015	Skutečnost 2.čtvrtletí 2016	Příspěvek k celkovému rozdílu c)
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,6	0,3	-1,3
z toho:			
regulované ceny	1,0	0,2	-0,1
primární dopady změn nepřímých daní a)	0,0	0,2	0,2
ceny potravin b)	2,2	-0,8	-0,8
ceny pohonných hmot (PH) b)	3,5	-12,4	-0,6
korigovaná inflace bez PH b)	1,4	1,1	-0,1

- a) Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.
b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.
c) Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

²³ Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí 2016 je přitom nutné zkoumat období od října 2014 do března 2016, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza přesnosti prognóz se v této kapitole nicméně zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci I/2015 s následným vývojem.

dopadů změn nepřímých daní. Největší záporný příspěvek vyplýval z nečekaně utlumeného vývoje cen potravin (výraznější než očekávaný pokles světových cen zemědělských komodit, embargo na dovoz potravin do Ruska a zrušení kvót na produkci mléka v rámci EU). K záporné odchylce od prognózy přispěl také propad cen pohonných hmot. V menší míře se na odchylce od prognózy podílely také pomalejší růst regulovaných cen a nižší korigovaná inflace bez pohonných hmot (především v důsledku přetrvávajícího poklesu výrobních cen v eurozóně).

Na výrazně nižší domácí inflaci oproti prognóze se podílely zejména **vnější ekonomické faktory**. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí (až 5 procentních bodů na počátku roku 2016), u nichž se nenaplnil očekávaný růst a jejichž dynamika naopak setrvala v silně záporných meziročních hodnotách (Tab. III.1.2). K tomu významně přispěl i neočekávaný propad cen ropy od druhého pololetí 2015. Růst zahraniční poptávky mírně převyšoval předpokládanou dynamiku. Zahraniční úrokové sazby se dále snižovaly, a to až do záporu, s čímž prognóza také nepočítala. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na ČR protiinflačně, resp. ve směru potřeby výrazně uvolněnějších měnových podmínek. **Domácí tržní úrokové sazby** však zůstaly stabilní (Tab. III.1.3) kvůli existenci nulové dolní meze. **Měnový kurz** setrval na hodnotách, které sice byly zpočátku mírně slabší vůči vyhlášenému závazku ČNB, avšak nebyly dostatečné ke kompenzování deflačních tlaků ze zahraničí a zajištění návratu inflace na cíl. Dopady protiinflačního vývoje zahraničí na domácí cenový vývoj tak byly podstatně silnější než v prostředí, kde měnová politika není omezena nulovou dolní mezí úrokových sazeb.

Pozorovaný **růst domácího HDP** byl oproti hodnocené prognóze znatelně rychlejší. Za tímto rozdílem stojí (vedle vlivu revizí dat) výraznější zvýšení investic v důsledku dočerpávání fondů EU v roce 2015 a reálná spotřeba domácností pozitivně ovlivněná nečekaně nízkými cenami energetických surovin. Spotřeba vlády byla taktéž vyšší, než předpokládala prognóza, a to zejména vlivem vyššího mzdového růstu ve vládním sektoru.

Pro rozhodování bankovní rady o **nastavení měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila bilanci rizik prognóz na horizontu měnové politiky buď jako protiinflační nebo vyrovnanou. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu znatelně převažovala protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a světové ceny energetických a potravinářských komodit). Oslabený kurz koruny nadále přispívá k růstu domácí ekonomiky, tedy směrem ke zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Inflační cíl je však vlivem silných zahraničních nákladových protiinflačních až deflačních šoků již delší dobu výrazně podstřelován. V souhrnu se tak s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od října 2014 do března 2016 měla být uvolněnější.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraniční veličiny působily v souhrnu protiinflačně, resp. ve směru potřeby výrazně uvolněnějších domácích měnových podmínek

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

		I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	0,9	1,3	1,8	2,0	2,1	2,0
	s	1,4	1,9	2,2	2,3	2,4	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-0,9	-0,1	0,5	1,3	1,5	1,6
	s	-2,8	-2,1	-2,6	-3,1	-3,7	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
	s	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,19	1,18	1,16	1,16	1,15	1,15
	s	1,13	1,10	1,11	1,09	1,10	1,13
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	49,3	52,7	55,7	57,9	59,9	61,8
	s	55,1	63,5	51,3	44,7	35,2	47,0

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze ZoI I/2015

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Skutečný růst domácího HDP předstihoval predikovanou dynamiku

(p – prognóza, s – skutečnost)

		I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16
3M PRIBOR (v %)	p	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
	s	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	kurzový závazek poblíž 27 CZK/EUR					
	s	27,6	27,6	27,4	27,1	27,1	27,0
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	1,9	2,5	2,9	3,0	2,9	3,0
	s	4,6	5,0	4,8	4,0	3,0	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	1,8	2,2	2,8	3,4	3,6	3,7
	s	1,4	2,4	3,0	3,1	4,5	-

a) sezonně očištěno

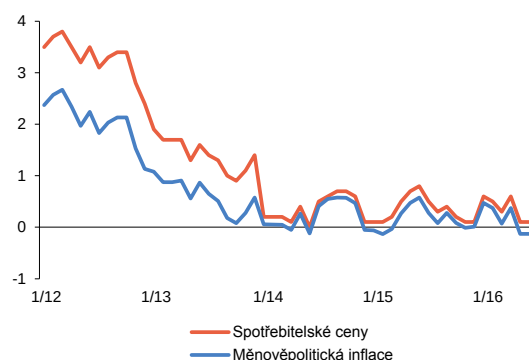
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Spotřebitelská inflace klesla ve druhém čtvrtletí 2016 k nule

(meziroční změny v %)



III.1.2 Současný vývoj inflace

Meziroční inflace dosáhla ve druhém čtvrtletí 2016 v průměru 0,3 %, což bylo o 0,2 procentního bodu méně než v předchozím čtvrtletí. V dubnu přitom inflace nejprve zrychlila na 0,6 %, v květnu a červnu však cenový růst dosáhl pouze 0,1 % (Graf III.1.2). Za dubnovým zrychlením meziročního růstu spotřebitelských cen stálo dočasné zmírnění poklesu cen potravin, poté se však jejich pokles opět prohloubil. Na snížení inflace působil také přechod dynamiky regulovaných cen do lehce záporných hodnot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot mírně zvolnila, přesto zůstává i nadále hlavním tahounem růstu spotřebitelských cen (Graf III.1.3).

Příspěvek změn nepřímých daní k inflaci souvisel s dopadem harmonizační úpravy spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2016 a dosáhl 0,2 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**²⁴ se tak nacházela pod celkovou inflací, přičemž její vývoj úzce kopírovala. V květnu a červnu se přitom dostala lehce pod nulu. Stále se tedy nacházela výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.

Předchozí mírný růst **regulovaných cen** vystřídal v květnu a červnu jejich meziroční pokles o 0,2 % (Graf III.1.4), a to zejména vlivem snížení cen plynu pro domácnosti, ke kterému od května přistoupili nejvýznamnější dodavatelé na trhu. Záporný příspěvek vykázaly rovněž ceny v dopravě v důsledku klesajících cen pohonných hmot. Naopak se zvyšovalo vodné a stočné. Ceny elektřiny a tepla pro domácnosti si udržely stabilní růst na úrovni 1 %.

Meziroční růst **tržních cen**²⁵ měřený čistou inflací dosáhl ve druhém čtvrtletí 2016 v průměru lehce záporných hodnot. V dynamice čisté inflace se odrážel nejvíce vývoj cen potravin. Menší vliv pak na její vývoj mělo zmírnění propadu cen pohonných hmot a v opačném směru působící snížení korigované inflace bez pohonných hmot.

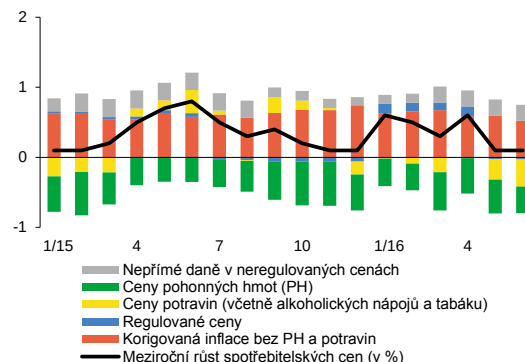
Ceny potravin, nápojů a tabáku v dubnu sice zmírnily svůj meziroční pokles až k nule, v květnu se však opět propadly a v červnu svůj pokles dále prohloubily (Graf III.1.5). Jejich utlumený vývoj odrážel zrychlující pokles cen zemědělských výrobců včetně přetrvávajícího vlivu zrušení kvót na produkci mléka v EU. Nadále tak výrazně klesaly ceny mléka, mléčných výrobků a masa, ceny pekárenských výrobků, ovoce i řady dalších položek. Rostly naopak ceny zeleniny, ryb, alkoholických nápojů a tabáku (Graf III.1.6).

Hluboký meziroční pokles **cen pohonných hmot** se ve druhém čtvrtletí 2016 zmírňoval (až na -10,2 % v červnu; Graf III.1.4). Ceny pohonných hmot tak následovaly postupně odeznívající

GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

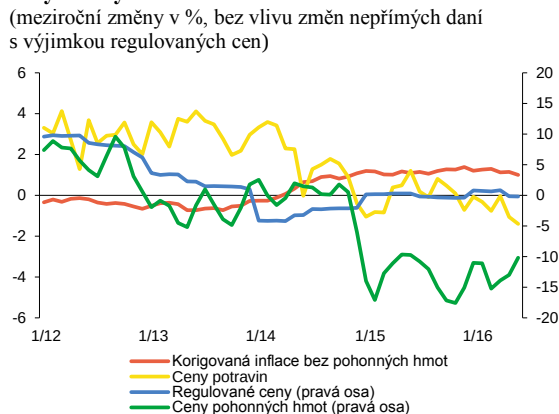
Za snížením celkové inflace v květnu a červnu stálo zejména obnovení poklesu cen potravin (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.4

SLOŽKY INFLACE

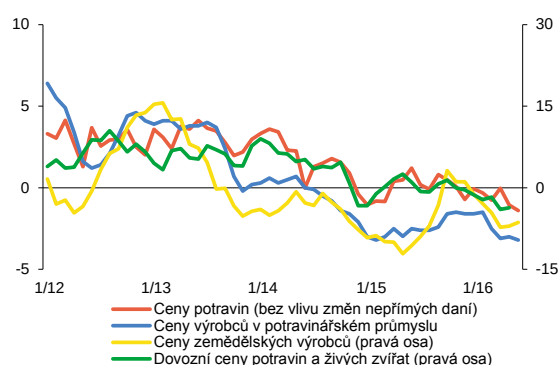
Korigovaná inflace se lehce snížila, ceny potravin a pohonných hmot setrvaly v poklesu, regulované ceny začaly rovněž lehce klesat (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Pokles cen potravin, nápojů a tabáku se v květnu a červnu obnovil (meziroční změny v %)



24 inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní

25 Následující text popisuje vývoj jednotlivých skupin tržních cen bez vlivu daňových změn.

výrazné meziroční poklesy světových cen ropy Brent i benzínu při mírném posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot lehce zvolnila (na 1 % v červnu; Graf III.1.7), za čímž stálo mírné zpomalení růstu cen neobchodovatelných statků²⁶. Ten se přitom nacházel v průměru na 1,4 %, což odráželo pokračující růst domácí ekonomické aktivity a zrychlenou dynamiku mzdových nákladů. Zvyšovaly se zejména ceny kulturních a rekreačních služeb, nájemné, ceny služeb spojených s provozem osobních dopravních prostředků a služeb spojených s osobní péčí, klesaly pouze ceny poštovních služeb a telekomunikace. Růst cen obchodovatelných statků²⁷ stagnoval na úrovni 0,6 %. Zrychlení cenového růstu v tomto segmentu bylo bržděno protiinflačním působením zahraničních cen spolu s mírným posílením kurzu koruny vůči euru.

BOX 3 Experimentální index CPI se zahrnutím cen nemovitostí

Index spotřebitelských cen ČSÚ zahrnuje náklady související s vlastnickým bydlením ve formě tzv. **imputovaného nájemného** neboli hypotetického nájemného vlastníků. Tím je v cenovém indexu zahrnuta pouze spotřební složka nemovitosti (tj. cena služby související s potřebou bydlet uspokojovanou bydlením ve vlastněné nemovitosti). Její měření ze strany ČSÚ bylo přitom tradičně založeno na tzv. přístupu ekvivalentu nájemného (*rental equivalence approach*) a zohledňovalo zejména index cen stavebních prací u bytových budov (aktuálně váha 38,2 %), index cen materiálových vstupů v bytových budovách (38,2 %) a index cen úhrad placených v družstevních bytech (15,6 %). V poslední době do něj sice ČSÚ zahrnul i odhad cen nákupu nových nemovitostí určených k bydlení, ovšem s poměrně malou vahou (8 %). Tento způsob měření tak nijak nezohledňuje vývoj cen nemovitostí na sekundárním trhu, kde přitom probíhá většina transakcí.

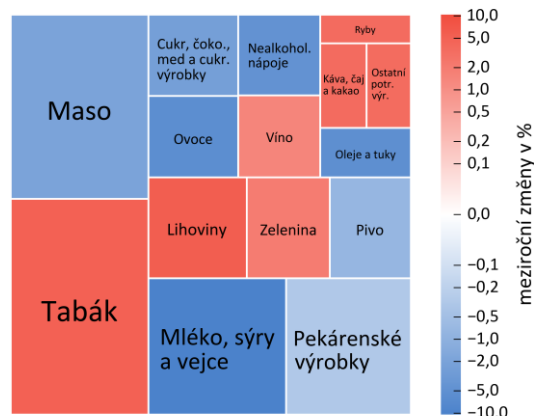
Takový koncept může být, pokud chápeme cenovou stabilitu šířeji jako podmnožinu celkové finanční a makroekonomické stability, nedostačující. Možným postupem je proto explicitně **zohlednit vlastní dynamiku cen nemovitostí** v indexu spotřebitelských cen. V tomto boxu jsou představeny dvě varianty takového experimentálního cenového indexu.

První variantou je index CPI OOH (Graf 1; OOH = *owner occupied housing*), který lze vytvořit nahrazením imputovaného nájemného v dosavadním pojetí vlastnickým bydlením v podobě **čistého akvizičního přístupu** (*net acquisition approach*, NAA). To znamená zohlednit souhrn

GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU V ČERVNU 2016

Vývoj cen potravin je nadále velmi různorodý (velikost dlaždice – relativní váha ve spotřebním koši, barva dlaždice – meziroční změny v %)

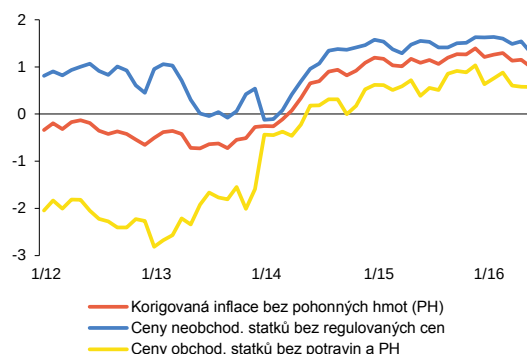


Pozn.: Po započtení vlivu změn nepřímých daní by ceny tabákových výrobků vzrostly meziročně o 5,1 %.

GRAF III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Korigovaná inflace bez PH zpomalila vlivem zvolnění tempa růstu cen neobchodovatelných statků (meziroční změny v %)



26 Ceny neobchodovatelných statků zahrnují především ceny služeb s výjimkou regulovaných cen.

27 Ceny obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjimkou potravin a pohonných hmot.

výdajů domácností na nákup nemovitostí od ostatních sektorů, včetně výdajů na z kvalitnění a udržování bydlení a souvisejících služeb, očištěný o celkové příjmy domácností z prodeje nemovitostí. Tento koncept tak mimo spotřební složku obsahuje ceny nových nemovitostí a pouze v omezené míře ceny starších nemovitostí. Neobsahuje ale transakce se staršími nemovitostmi mezi domácnostmi navzájem, ty jsou obsaženy v indexu cen nemovitostí (HPI = *house price index*). Doplněním tohoto chybějícího segmentu tak vzniká druhá varianta experimentálního indexu CPI OOH + HPI (Graf 1), která opouští tradiční koncept CPI, neboť striktně neoddeluje spotřební a investiční složku výdajů domácností.²⁸ Lze jej tedy chápat jako širší makro-finanční index konstruovaný ČNB sloužící potenciálně k propojování úvah měnové politiky a finanční stability.

V případě CPI OOH byla vlastnickému bydlení přiřazena stejná **váha**, jakou má v aktuálním spotřebním koši imputované nájemné, tj. 8,7 %. Rozšířením indexu o transakce se staršími nemovitostmi mezi domácnostmi klesá váha vlastnického bydlení v pojetí NAA v indexu CPI OOH + HPI na 7,5 %, váha indexu cen nemovitostí dosahuje 14 %.²⁹

Nahrazením stávajícího imputovaného nájemného vlastnickým bydlením v pojetí NAA nedochází k významnějším odchylkám inflace **CPI OOH** od inflace CPI, a cyklické působení trhu nemovitostí se tedy v tomto ukazateli téměř neprojevuje. Je to důsledek na jedné straně snahy ČSÚ postupně přibližovat imputované nájemné k pojetí NAA a na druhé straně poměrně malé váhy nákupu nových nemovitostí ve srovnání s nemovitostmi stavěnými svépomocí v OOH. Navíc vývoj dalších složek OOH v některých obdobích částečně vyvažoval vliv vývoje cen nových nemovitostí.

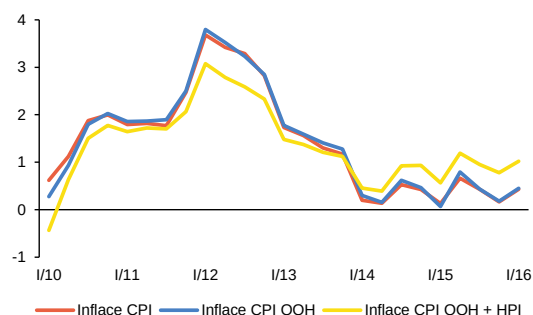
Jinak tomu je v případě druhého experimentálního indexu **CPI OOH + HPI**. Jeho meziroční změna se v důsledku poklesu cen nemovitostí v letech 2010 až 2012 pohybovala o 0,7 procentního bodu pod inflací CPI. Naopak od roku 2014 růst cen nemovitostí rozevírá odchylku CPI OOH + HPI od CPI v opačném směru až k 0,6 procentního bodu, přičemž inflace reprezentovaná experimentálním indexem v prvním čtvrtletí 2016 dosáhla 1 %. Zaměření měnové politiky na tento rozšířený ukazatel by tedy vedlo, za jinak nezměněných okolností, k vnímání potřeby více uvolněné měnové politiky během recese v letech 2012 a 2013, kdy klesaly ceny nemovitostí. A naopak v současnosti by se potřeba uvolněné měnové politiky jevila jako slabší vzhledem k růstu cen nemovitostí na sekundárním trhu. Na druhou stranu je třeba upozornit, že na rizika přehřívání tohoto trhu již ČNB začala

GRAF 1 (BOX)

EXPERIMENTÁLNÍ INDEXY

Inflace CPI OOH + HPI odrážející nad rámec CPI i cyklický vývoj trhu starších nemovitostí dosáhla v prvním čtvrtletí 2016 výše 1 %

(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ a ČNB)



28 Přijetím tohoto přístupu vzniká i další metodologická nekonzistence, neboť OOH v podobě čistého akvizičního přístupu nezohledňuje na rozdíl od indexu cen nemovitostí ceny pozemků.

29 Nastavení vah odpovídá objemu transakcí sledovaných v rámci statistik OOH a HPI.

reagovat zpřísnováním makroomezřetnostní politiky, která je pro tyto účely vhodnější než použití měnověpolitických nástrojů.

Lze očekávat, že ČSÚ do konce letošního roku zjemněním struktury imputovaného nájemného dále přiblíží tuto složku inflace k OOH v pojetí NAA. Eurostat publikuje index OOH od června 2016 a ČSÚ začne data za ČR zveřejňovat zřejmě koncem roku. Ohledně samotného zahrnutí OOH do HICP bude rozhodnuto v roce 2018 na základě studie Eurostatu.

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Znatelný meziroční pokles dovozních cen pokračoval také v průběhu druhého čtvrtletí 2016, i když se již v květnu začal zmírňovat. Za tím stál největší měrou trvající propad cen energetických surovin, meziroční pokles však vykazaly i ostatní složky. Nižší ceny dovážených vstupů se následně odrazily v pokračování meziročního poklesu cen průmyslových výrobců. Ceny zemědělských komodit prohloubily svůj pokles vlivem obnoveného snižování cen rostlinné produkce při prohlubujícím se propadu cen živočišných produktů. Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru přešly do slabého meziročního růstu. Meziroční růst cen stavebních prací byl nadále nevýrazný a pohyboval se okolo 1 %.

III.2.1 Dovozní ceny

Pokles **dovozních cen** se v průběhu druhého čtvrtletí 2016 dále mírně prohloubil (na -6,4 % v květnu; Graf III.2.1), v meziměsíčním srovnání však většina jejich složek v květnu již mírně rostla. Pokračující výrazný meziroční pokles dovozních cen je vedle setrvalé záporné působení skupiny minerálních paliv ovlivněn i vývojem z poloviny loňského roku, kdy došlo ke znatelnému poklesu dovozních cen polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování. Tyto efekty budou nicméně ve zbytku letošního roku postupně odeznívat (Graf III.2.2).

Nejvýznamnější záporný příspěvek cen skupiny **minerálních paliv** se v průběhu druhého čtvrtletí 2016 víceméně nezměnil (Graf III.2.2), což bylo dáno protichůdným působením dvou faktorů. Pozvolna se sice zmírňoval meziroční pokles ceny ropy Brent (na -27,4 %) a světových cen zemního plynu (na -46,6 %), proti tomu však stál vliv meziročně slabšího kurzu koruny vůči americkému dolaru (Graf III.2.3).

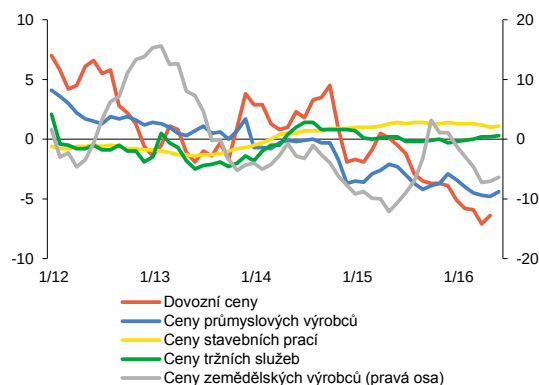
K mírnému prohloubení meziročního poklesu dovozních cen došlo ve skupinách **polotovarů a neenergetických surovin**. To bylo dáno zejména jejich znatelným dubnovým poklesem, který byl v květnu kompenzován jen částečně. Výraznější prohloubení poklesu vykazaly dovozní ceny **potravin, tabáku a nápojů**. To bylo přitom dáno hlavně vývojem dovozních cen potravin a živých zvířat, ačkoli opětovně nižší byly také dovozní ceny nápojů i tabáku.

Také meziroční pokles **dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování** se v průběhu druhého čtvrtletí 2016 prohloubil, a to jak ve skupině dovážených strojů a dopravních prostředků, tak u průmyslového spotřebního zboží (na -1,9 %, resp. -3,1 % v květnu). V rámci první jmenované skupiny byl ovšem vývoj dovozních cen diferencovaný. Zatímco dovozní ceny silničních vozidel stagnovaly, dovozní ceny ostatních strojů a elektrických zařízení se snížily v rozmezí od 1,4 % do 3,5 %.

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

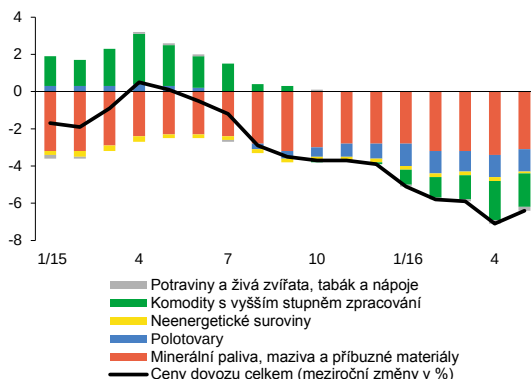
Pokles dovozních cen, cen průmyslových i zemědělských výrobců již zřejmě dosáhl svého dna
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

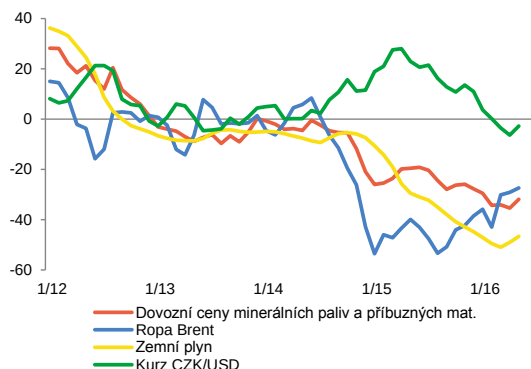
Pokračující pokles dovozních cen byl plošný, i když se na něm v největší míře nadále podílel propad cen energetických surovin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel zmírňující se pokles světových cen ropy i zemního plynu a protisměrně působící posílení kurzu CZK/USD
(meziroční změny v %)



III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Dlouhou dobu trvající meziroční pokles cen průmyslových výrobců se v průběhu druhého čtvrtletí 2016 nejprve dále prohloubil (Graf III.2.4), podle červnových údajů se však tato tendence zastavila a došlo naopak k jeho zmírnění. Tento vývoj odrážel především pokračující pokles cen dovážených vstupů, zejména pak propad světových cen ropy, který však již začal v meziročním pohledu zvolňovat.

Meziroční pokles cen průmyslových výrobců byl tažen i nadále zejména vývojem **sloučeného indikátoru cen výrobců energií a služeb spojených s vodou**³⁰ (Graf III.2.4). Bližší pohled do jednotlivých odvětví tohoto indexu přitom ukazoval znatelné rozdíly v rámci jednotlivých složek. Od začátku roku 2016 klesaly ceny v odvětvích elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch (kolem 4 %). V odvětví těžby a dobývání se pokles cen výrobců dále prohloubil. Růst výrobních cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami naopak ve druhém čtvrtletí 2016 svůj růst zrychlil (na 1,6 %; Graf III.2.5). Pokračování silného meziročního poklesu sloučeného indikátoru bylo tedy i nadále v rozhodující míře ovlivněno vývojem cen v odvětví koks a rafinované ropné výrobky, což odráželo zejména trvající meziroční propad světových cen ropy. V třídění podle hlavních průmyslových skupin se to projevilo zejména setrváním cen energií v silném meziročním poklesu (Graf III.2.6).

V potravinářském průmyslu se meziroční pokles cen ve druhém čtvrtletí 2016 prohloubil (na -3 %). Hluboký pokles (na -6 %) zaznamenaly v dubnu ceny v odvětví **obecných kovů a kovodělných výrobků**. V červnu se však pokles výrobních cen v tomto odvětví zmírnil (na -4,3 %). Zhruba stabilním tempem se průběžně snižovaly ceny výrobců dopravních prostředků (v červnu o 2,1 %).

V souhrnu ve druhém čtvrtletí 2016 pokračoval výrazný pokles cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu, který v červnu dosáhl 4,5 %. K tomuto vývoji přispěly nejen nižší světové ceny ropy a trvající pokles cen výrobců v efektivní eurozóně, ale i mírné meziroční posílení kurzu CZK/EUR.

Aktuálně pozorovaný výrazný propad cen průmyslových výrobců bude podle nové prognózy postupně odezdnávat, což je dáno předpokladem o vývoji cen ropy, benzinů i cen výrobců v efektivní eurozóně. Návrat k meziročnímu růstu cen výrobců v průmyslu prognóza očekává na začátku roku 2017 (Graf SZ III.2.1), a to v návaznosti na obnovení růstu výrobních cen v eurozóně odrážející mimo jiné zvyšování cen ropy.

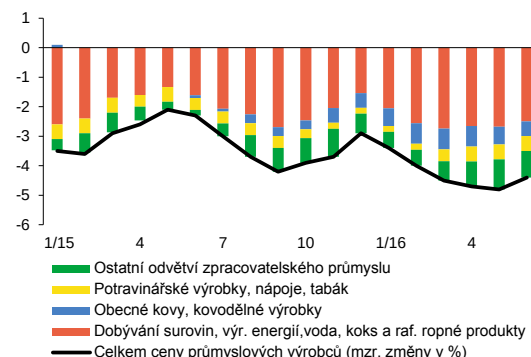
30 ČSÚ od května 2015 nepublikuje samostatně údaje o cenách výrobců v odvětví koks a rafinérské ropné produkty. Z tohoto důvodu je v Grafu III.2.4 toto odvětví sloučeno s odvětvími těžba a dobývání, elektřina, plyn, pára a klimatizovaný vzduch a zásobování vodou, služby související s odpadními vodami.

GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ

Plošný pokles cen průmyslových výrobců pokračoval i ve druhém čtvrtletí 2016

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

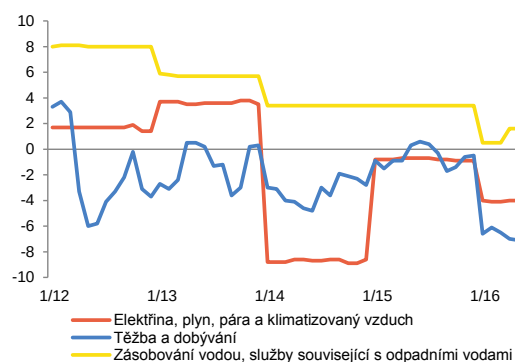


GRAF III.2.5

CENY ENERGIÍ A SLUŽEB SOUVISEJÍCÍCH S VODOU

Pokles cen elektrické energie i těžby a dobývání pokračoval, naopak růst cen služeb spojených s vodou mírně zrychlil

(meziroční změny v %)

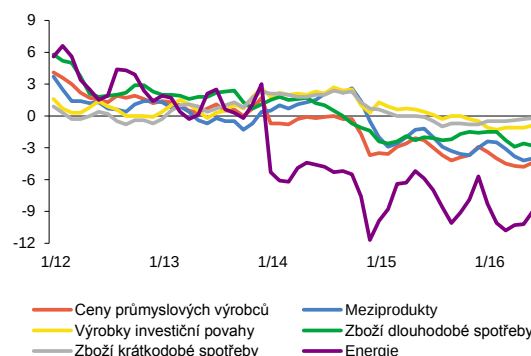


GRAF III.2.6

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLVÝCH SKUPIN

Ceny výrobců energií dále výrazně klesaly, pokles cen pokračoval i ve všech dalších skupinách

(meziroční změny v %)



V průměru se v příštím roce ceny průmyslových výrobců zvýší o 1,6 %. Proti jejich ještě rychlejšímu růstu bude působit posílení měnového kurzu po očekávaném ukončení kurzového závazku v polovině příštího roku. Obdobným tempem porostou ceny výrobců v průměru i v následujícím roce. Oproti minulé predikci předpokládá nová prognóza mírně vyšší trajektorii růstu cen průmyslových výrobců na celém srovnatelném horizontu.

Ceny zemědělských výrobců

Meziroční pokles cen zemědělských výrobců se ve druhém čtvrtletí 2016 dále prohloubil (v červnu na -6,4 %; Graf III.2.7). Za tím stálo jak prohloubení poklesu cen v živočišné výrobě (v červnu na -10,7 %), tak i obnovení poklesu cen v rostlinné výrobě (v červnu o 2,6 %). V případě živočišné výroby byl prohlubující se cenový pokles zapříčiněn zejména dále se snižujícími cenami mléka při přetrvávajícím poklesu cen většiny dalších produktů v této skupině s výjimkou skotu. Na obnovení poklesu cen v rostlinné výrobě měly dominantní vliv zejména snižující se ceny obilovin, což bylo jen částečně kompenzováno zrychlujícím růstem především u cen brambor a zeleniny.

Tento vývoj ovlivnilo několik faktorů. Liberalizace trhu s mlékem v EU v loňském roce přispěla v kombinaci s pokračováním odvetných obchodních sankcí ze strany Ruska k udržení poklesu cen mléka a vepřového masa. Na ceny produktů rostlinné výroby působil kromě nadprůměrné úrody v loňském roce i očekávaný nárůst světové produkce pro letošní rok vedoucí při mírném poklesu světové poptávky k dalšímu očekávanému nárůstu světových zásob. To vedlo zejména u obilovin k dalšímu snížení cenové hladiny, resp. u řady dalších komodit rostlinné výroby k udržení cen na velmi nízké úrovni. Na pokles domácích cen zemědělských produktů působilo rovněž mírné meziroční posílení kurzu koruny.

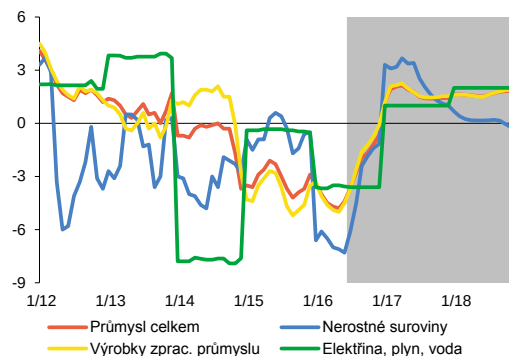
Nová prognóza cen zemědělských výrobců očekává v celém průběhu letošního roku jejich meziroční pokles (v průměru o 5,7 %), a to zejména kvůli výraznému poklesu cen zemědělských výrobků v první polovině letošního roku a jen lehce rostoucímu výhledu cen klíčových zemědělských komodit na světových trzích v ročním horizontu při předpokládaném stabilním kurzu koruny (Graf SZ III.2.2). K oživení meziročního růstu cen tak dojde až ve druhém čtvrtletí 2017. Vliv rostoucího výhledu cen komodit na světových trzích ale bude od druhé poloviny roku 2017 částečně vyvažován nominálním posilováním kurzu koruny. Ve srovnání se 3. SZ 2016 se prognóza přehodnocuje pro letošní rok a první polovinu příštího roku směrem dolů, pro druhou polovinu roku 2017 je to vlivem srovnávací základny naopak. Na snížení predikce pro letošní rok mají vliv zejména nižší domácí i zahraniční pozorovaná data, zatímco výhledy cen agrárních komodit se v průměru posouvají lehce vzhůru.

GRAF SZ III.2.1

PROGNÓZA CEN PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Aktuální pokles cen výrobců bude postupně odeznívat, výrobní ceny začnou opětovně meziročně růst od počátku roku 2017

(meziroční změny v %, vybraná odvětví)

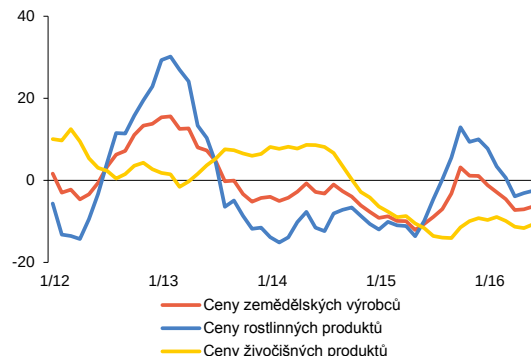


GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ve druhém čtvrtletí 2016 se obnovil pokles cen v rostlinné výrobě

(meziroční změny v %)

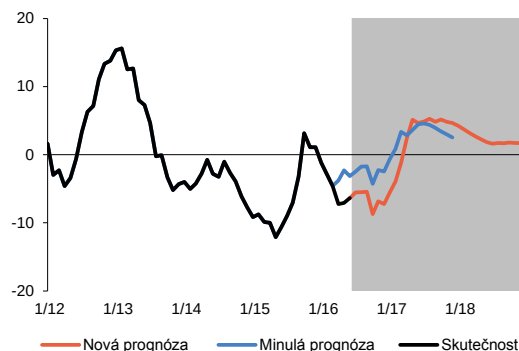


GRAF SZ III.2.2

PROGNÓZA CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Prognóza očekává růst cen zemědělských výrobců až od roku 2017

(meziroční změny v %)



Ostatní cenové okruhy produkční sféry

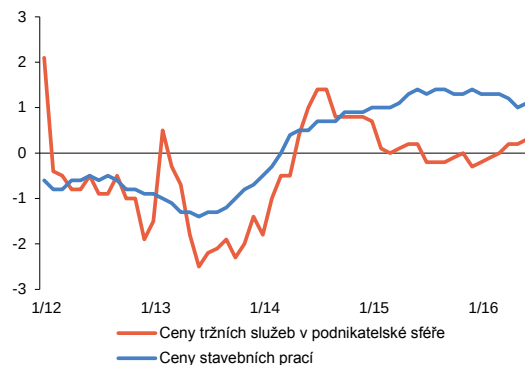
Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru přešly ve druhém čtvrtletí 2016 ke slabému meziročnímu růstu (Graf III.2.8). Celkově však byl cenový vývoj v této oblasti nadále utlumený, když růst cen převyšující úroveň 3 % zaznamenalo pouze odvětví poštovních a kurýrních služeb a reklamní služby a průzkum trhu.

Dosavadní mírný růst **cen stavebních prací** ve druhém čtvrtletí 2016 slabě zpomalil (Graf III.2.8), na což měl vliv mimo jiné také meziroční pokles cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví (o 1,8 % v červnu).

GRAF III.2.8

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Ceny tržních služeb začaly meziročně růst, růst cen stavebních prací se udržoval mírně nad 1 %
(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Hospodářský růst v prvním čtvrtletí 2016 zpomalil na 3 %. Na meziročním růstu hrubého domácího produktu se opětovně podílela především stabilně rostoucí spotřeba domácností. Kladně, ale v o poznání menší míře než v předchozích čtvrtletích, přispěl také růst investic, na jehož zpomalení se podepsalo zejména odeznění vlivu dočerpávání fondů EU z předchozího programového období. Čistý vývoz zboží a služeb pokračoval v růstu, i když dynamika celkového obchodního obrátu zpomalila. Zpomalil i růst hrubé přidané hodnoty, k němuž nejvýrazněji přispěly služby, zatímco příspěvek zpracovatelského průmyslu se dále snížil. Výkon ekonomiky se nachází v blízkosti svého potenciálu.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf III.3.1) byl i v úvodu letošního roku tažen z větší části **domácí poptávkou**. Její meziroční dynamika však ztlačila, což bylo způsobeno především výrazným zvolněním růstu fixních investic. K růstu domácí poptávky přispíval stabilní růst spotřeby domácností i spotřeby vlády. Příspěvek změny stavu zásob byl mírně záporný.

Konečná spotřeba

V prvním čtvrtletí 2016 pokračoval meziroční růst reálných **výdajů domácností na konečnou spotřebu** (2,6 %; Graf III.3.2). Obdobný růst spotřeby domácností jako v předchozím čtvrtletí byl přitom dosažen při ztlačila nižším růstu hrubého disponibilního důchodu, což se projevilo meziročním snížením **míry úspor** (o více než 1 procentní bod na 9,6 %³¹).

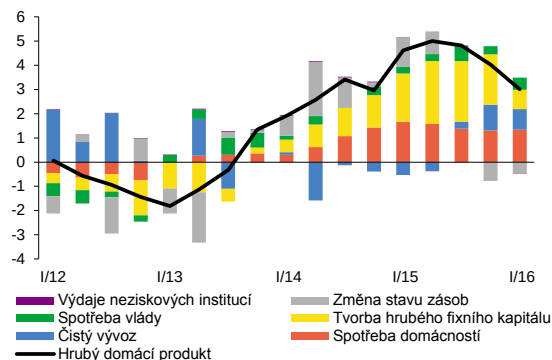
Meziroční růst nominálního **hrubého disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, v úvodu letošního roku zpomalil (o 1 procentní bod na 1,5 %; Graf III.3.2). Vzhledem k téměř stagnujícímu deflátoru spotřeby domácností rostla jejich reálná kupní síla o 1,4 %. Pozorované zpomalení meziroční dynamiky hrubého disponibilního důchodu bylo přitom způsobeno zejména ztlačila poklesem důchodů z vlastnictví (o více než 20 %). Mírný meziroční pokles vykázaly také příjmy podnikatelů. Ve směru nárůstu disponibilního důchodu naopak působil dominantně objem mezd a platů (Graf III.3.3), který dále zrychloval (na 5,9 %). To se na druhou stranu odrazilo v opětovně výrazně záporném příspěvku placených daní a sociálních příspěvků.

Růst **spotřebních výdajů** se v prvním čtvrtletí 2016 realizoval ve všech sledovaných skupinách (Graf III.3.4). Obdobně jako

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

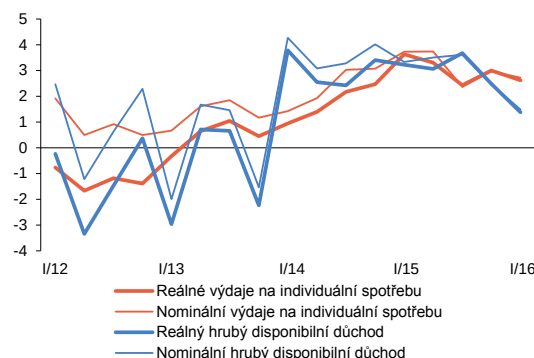
K růstu HDP přispěla opět nejvýrazněji spotřeba domácností, růst fixních investic ztlačila (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

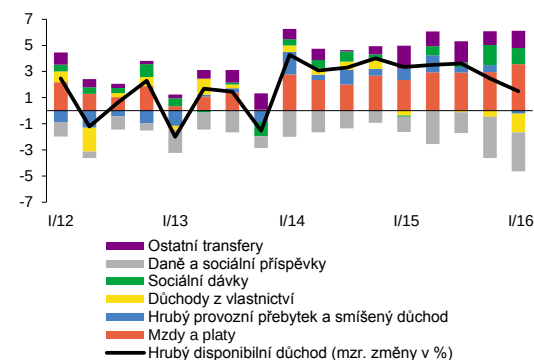
Spotřeba domácností rostla ztlačila rychleji než hrubý disponibilní důchod (meziroční změny v %, sezonně neočištěné údaje)



GRAF III.3.3

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

K růstu disponibilního důchodu přispěl nejvýrazněji objem mezd a platů, v opačném směru působily daně a sociální příspěvky a důchody z vlastnictví (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěné údaje)



31 Jedná se o sezonně neočištěný údaj. Poslední revize národních účtů vedla k výraznému přehodnocení vývoje míry úspor na minulosti.

v předchozích čtvrtletích zvyšovaly domácnosti nejvíce své výdaje na předměty krátkodobé spotřeby, znatelně však rostly také jejich výdaje na služby. Podle posledních dostupných měsíčních indikátorů pokračoval v dubnu a květnu výrazný a plošný meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb.

Indikátor spotřebitelské důvěry se ve druhém čtvrtletí 2016 mírně snížil. Lednový vrchol tak zatím zůstává jeho historickým maximem (Graf III.3.5). Stále však dosahuje vysokých hodnot.

Růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** v prvním čtvrtletí 2016 zrychlil (na 2,5 %), což bylo způsobeno růstem mezispotřeby. Kladný příspěvek spotřeby vlády k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu tak dosáhl 0,5 procentního bodu (Graf III.3.1).

Investice

Růst **fixních investic** v úvodu letošního roku výrazně zpomalil (na 3,1 %³² z 8,2 % v předchozím čtvrtletí), což bylo způsobeno převážně propadem vládních investic do mírně záporných hodnot.

Výraznou změnu dynamiky investiční aktivity ovlivnilo³³ dominantně odeznění růstu fixních investic **sektoru vlády**. Ty klesaly v prvním čtvrtletí 2016 o 2,1 %. Ještě v předchozím čtvrtletí přitom intenzivně rostly v souvislosti s dočerpáváním prostředků ze strukturálních fondů EU z minulého programového období (o více než 40 %; Graf III.3.6). Náběh čerpání fondů z nového programového období je zatím dle očekávání jen velmi pozvolný.

Růst investic v **sektoru nefinančních podniků** byl utlumený již druhé čtvrtletí v řadě. Meziroční pokles investic ve zpracovatelském průmyslu a ve stavebnictví byl přitom vyvažován pokračujícím růstem investic v odvětví obchodu a služeb. Tento vývoj koresponduje s konjunkturními ukazateli ČSÚ, dle kterých vnímají průmyslové podniky budoucí poptávku po své produkci jako stabilní, zatímco podniky v maloobchodě očekávají její růst. Poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za druhé čtvrtletí 2016 ukazují na jen mírný plánovaný růst investic nefinančních podniků v horizontu šesti i dvanácti měsíců.

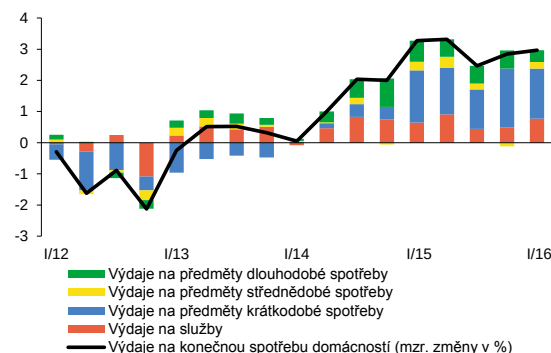
Investice **sektoru domácností** přešly v úvodu roku 2016 do meziročního poklesu (o 5 %, Graf III.3.6). Klesala přitom nejvýznamnější složka celkových fixních investic domácností, tedy investic do obydlí (Graf III.3.7). Vybrané indikátory nicméně naznačují, že se jedná jen o krátkodobý výkyv. Důvěra domácností v příznivý budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti se nachází nadále na vysokých hodnotách.

GRAF III.3.4

SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ

Spotřební výdaje domácností rostly ve všech kategoriích, největší příspěvek zaznamenaly výdaje na předměty krátkodobé spotřeby

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

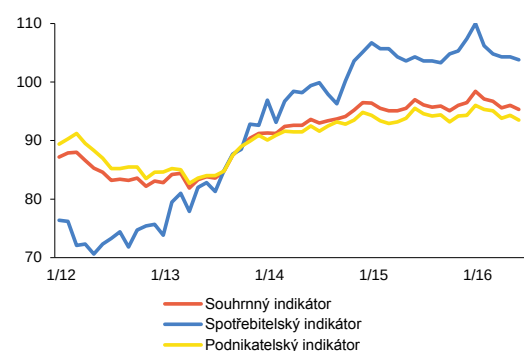


GRAF III.3.5

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů i podnikatelů se i přes mírný pokles nachází na vysokých hodnotách

(průměr roku 2005 = 100)

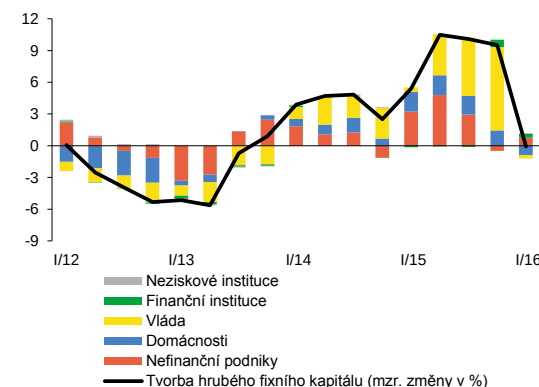


GRAF III.3.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Předchozí rychlý růst fixních investic odezněl v důsledku překmitu dynamiky vládních investic do záporných hodnot

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



32 podle sezonně očištěných údajů ve stálých cenách

33 podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách

Podmínky financování investic do obydlí zůstaly příznivé a byly doprovázeny vysokým růstem nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2) a růstem cen nemovitostí (viz kapitola III.5.7). Pokračuje také meziroční růst počtu zahájených staveb bytů (o 2,1 %).

Zatímco ostatní složky domácí poptávky meziročně rostly, **změna stavu zásob** tlumila meziroční růst hrubého domácího produktu již druhé čtvrtletí v řadě (Graf III.3.1).

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Čistý vývoz zboží a služeb³⁴ přispěl v prvním čtvrtletí 2016 k růstu HDP v rozsahu 0,8 procentního bodu (Graf III.3.1). Jeho meziroční růst pokračoval již třetí čtvrtletí v řadě, i když poněkud pozvolněji než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.8). Čistý vývoz nyní rostl jak vlivem pokračujícího růstu přebytku bilance služeb, tak zejména v důsledku vývoje bilance zboží, jejíž přebytek v reálném vyjádření se po roce meziročního poklesu zvýšil. Podobně jako v předchozím čtvrtletí bylo meziroční zvýšení čistého vývozu spojeno s mírným předstihem růstu vývozu před růstem dovozu. Meziroční dynamika celkového obchodního obrátu přitom zpomalila.

Růst **celkového vývozu** zvolnil na 6,7 %. Ke zmírnění růstu vývozu došlo i přes nepatrné zvýšení vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů ČR. Ve směru zmírnění růstu celkového vývozu působila jak nižší dynamika vývozu zboží, tak především pomalejší dynamika vývozu služeb.

Růst **celkového dovozu** dosáhl 6,1 %, přičemž jeho dynamika také zpomalila, a to v souvislosti se zvolněním celkové domácí poptávky i zmírněním růstu vývozu zboží při jeho vysoké dovozní náročnosti. Ke zpomalení celkového dovozu přispělo výhradně zpomalení dovozu zboží, v rámci něhož rostly rychle pouze dovozy pro konečnou spotřebu. Dovoz služeb se naopak po předchozím mírném poklesu opět zvýšil.

III.3.3 Nabídka

Růst **hrubé přidané hodnoty** v prvním čtvrtletí 2016 dále zpomalil (na 2,8 %).³⁵ Příspěvek váhově nejvýznamnějšího zpracovatelského průmyslu byl přitom oproti situaci před rokem poloviční (Graf III.3.9), za čímž stál především chemický, elektrotechnický a hutní průmysl. Naopak stabilní růst hrubé přidané hodnoty vykazovala nadále odvětví obchodu a služeb. Příspěvek těžebního a energetického průmyslu zůstává záporný, i když v menší míře než v průběhu minulého roku.

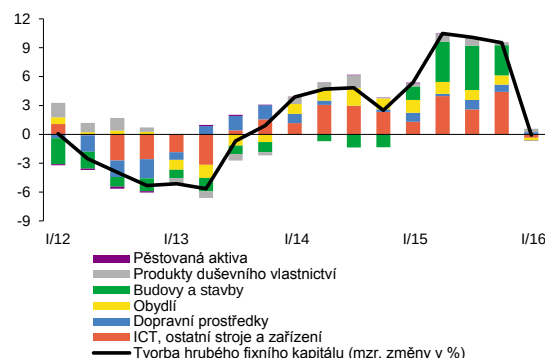
Růst **průmyslové produkce** meziročně mírně zrychlil (na 3,2 %; Graf III.3.10).³⁶ K tomu přispělo především zmírnění

GRAF III.3.7

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Vývoj všech složek fixního kapitálu z pohledu věcného členění byl utlumený

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

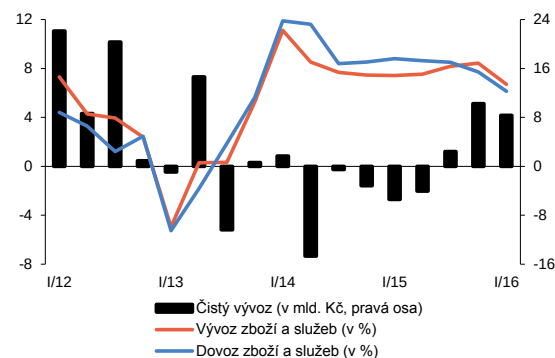


GRAF III.3.8

VÝVOZ A DOVOZ

Růst čistého vývozu i obchodního obrátu zpomalil

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

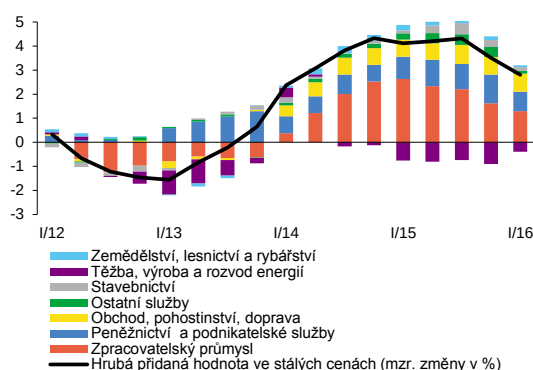


GRAF III.3.9

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Růst hrubé přidané hodnoty dále zvolnil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



34 v cenách roku 2010, sezonně očištěno

35 ve stálých cenách, sezonně očištěno

36 ve stálých cenách, sezonně očištěno

poklesu produkce v energetickém průmyslu při stabilním růstu produkce ve zpracovatelském průmyslu. Z hlediska užití vzrostla zejména průmyslová produkce pro investice a dlouhodobou spotřebu. Podle posledních měsíčních indikátorů průmyslová produkce v dubnu a květnu zpomalila (v průměru na 1,2 %), když produkce v odvětví těžby a dobývání pokračovala v prohlubování svého meziročního poklesu a výroba ve zpracovatelském průmyslu zmírnila svůj růst. Naopak produkce energetického průmyslu začala po dlouhé době opět meziročně růst. Hodnota nových průmyslových zakázek v běžných cenách zaznamenala v dubnu a květnu výrazný meziroční nárůst (o 13,4 %; Graf III.3.11) způsobený především nárůstem zakázek v automobilovém průmyslu. K růstu zakázek přitom přispívala jak domácí, tak zahraniční poptávka.

Podle červencových výsledků konjunkturního šetření ČSÚ dále mírně klesl význam nedostatečné poptávky jako hlavní **bariéry růstu** (Graf III.3.12). Podíl průmyslových podniků, které za hlavní bariéru růstu považují nedostatek zaměstnanců, naopak vzrostl na nejvyšší hodnotu od roku 2009. Podíl podniků, jež necítí žádné omezení ve vztahu k budoucímu rozvoji, zůstal v podstatě nezměněn. Využití výrobních kapacit v průmyslu se v červenci mírně snížilo zhruba na úroveň z počátku letošního roku (necelých 85 %).

Stavební produkce³⁷ přešla v prvním čtvrtletí 2016 do meziročního poklesu (o 4,7 %) zejména vlivem snížení objemu vládních investic financovaných z EU. Výrazně klesala produkce v pozemním stavitelství, pokles v inženýrském stavitelství byl v tu dobu jen mírný. Na základě dubnových a květnových údajů se propad stavební produkce dále prohloubil (v průměru na -10,2 %), když se do hlubšího poklesu přidalo i inženýrské stavitelství. Počet vydaných stavebních povolení však v dosavadním průběhu letošního roku postupně rostl (o 1,7 % v prvním čtvrtletí, resp. o 6,4 % v průměru za duben a květen) a zároveň se zvyšovala i jejich hodnota (až o výrazných 41 % v dubnu a květnu).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

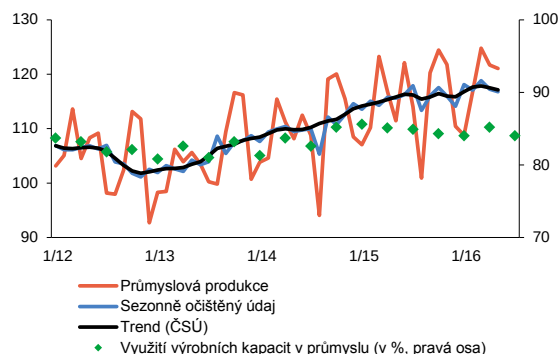
Potenciální produkt rostl v prvním čtvrtletí 2016 podle **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** meziročně o 2,6 % (Graf III.3.13), tedy tempem srovnatelným s koncem roku 2015. Domácí ekonomická aktivita se pohybuje poblíž svého potenciálu (Graf III.3.14). Na horizontu prognózy bude potenciální produkt podle produkční funkce růst meziročně stabilním tempem přibližně na aktuální úrovni. Dojde přitom k odeznění vlivu zvyšující se zaměstnanosti, který bude kompenzován nárůstem příspěvku souhrnné produktivity a fixního kapitálu. Mezera výstupu se bude v následujících dvou letech pozvolna otevírat do kladných hodnot.

37 ve stálých cenách, sezonně očištěno

GRAF III.3.10

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

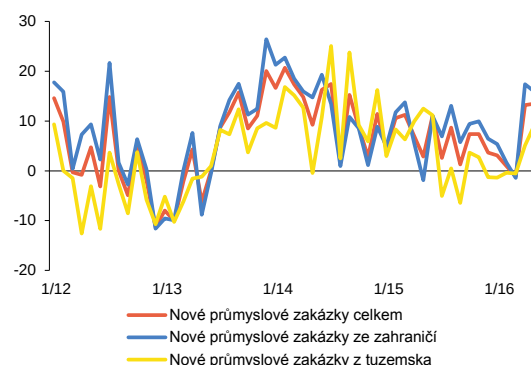
Přes mírné zpomalení zůstává průmyslová produkce i využití výrobních kapacit na vysokých hodnotách
(bazický index, rok 2010 = 100)



GRAF III.3.11

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

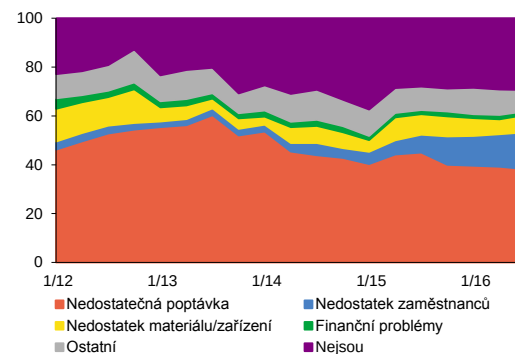
Růst zahraničních i domácích průmyslových zakázek výrazně zrychlil, a to především zásluhou automobilového průmyslu
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.12

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako bariéry růstu průmyslové produkce dále mírně poklesl, vzrostl naopak význam nedostatku zaměstnanců
(v %)



Obdobné tempo růstu potenciálního produktu (na úrovni 2,7 %) indikoval pro první čtvrtletí 2016 také alternativní odhad pomocí **HP filtru**.³⁸ Na horizontu prognózy by růst potenciálního produktu měl postupně dosáhnout hodnoty kolem 3 %. Mezera výstupu byla podle této metody i nadále mírně kladná (0,5 % z potenciálního produktu) a tento charakter si zachová i po celý predikční horizont.

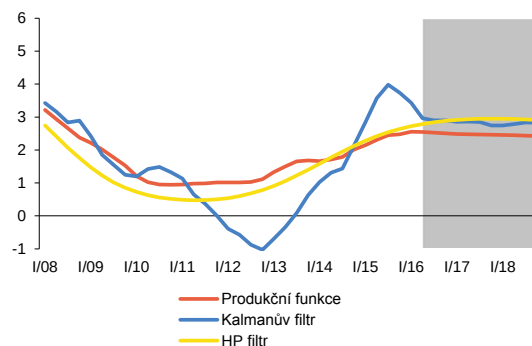
Výraznější růst potenciálního produktu (3,4 %) vykázal v prvním čtvrtletí 2016 odhad pomocí **Kalmanova filtru**. V následujících letech by se pak růst potenciálního produktu měl pohybovat v blízkosti 3% hladiny. Mezera výstupu se podle Kalmanova filtru nachází poblíž nulové hodnoty, kolem níž se bude pohybovat také v budoucnu.

GRAF III.3.13

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu se nachází kolem 3 %

(meziroční změny v %)

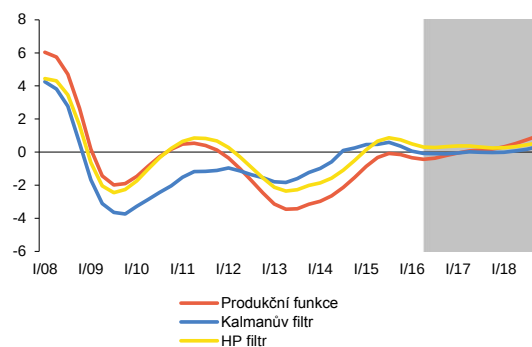


GRAF III.3.14

MEZERA VÝSTUPU

Česká ekonomika se nachází poblíž svého potenciálu

(v % z potenciálního produktu)



³⁸ V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda=1600$.

III.4 TRH PRÁCE

Situace na trhu práce se v prvním čtvrtletí 2016 dále zlepšovala. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky meziročně výrazně rostly, což i při mírném nárůstu pracovní síly vedlo k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Podíl nezaměstnaných osob klesal i v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku. Růst průměrné mzdy dále zrychlil, zatímco růst národohospodářské produktivity práce prudce zpomalil, což vedlo ke znatelnému zvýšení dynamiky jednotkových mzdových nákladů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Růst **celkové zaměstnanosti** v prvním čtvrtletí 2016 dále výrazně zrychlil (Graf III.4.1). Stejně jako v minulém období se přitom zvyšoval počet zaměstnanců a klesal počet podnikatelů.

Z hlediska jednotlivých sektorů ekonomiky se na meziročním nárůstu zaměstnanosti podílel nejvíce **terciární sektor**. Znatelně rychlejší růst zaměstnanosti v sektoru služeb oproti předchozímu čtvrtletí byl dán zejména vývojem v netržních službách (Graf III.4.2), který odrážel obnovení růstu zaměstnanosti ve veřejné správě a obraně. Zaměstnanost v tržních službách rostla podobně jako v předchozím čtvrtletí. V rámci tržních služeb došlo k významnému nárůstu počtu zaměstnaných v dopravě a skladování a v profesních, vědeckých a technických činnostech. Naopak v obchodu se růst zaměstnanosti zmínil a v ubytování se její pokles prohloubil.

V **sekundárním sektoru** byl růst zaměstnanosti výsledkem rozdílného vývoje v průmyslu a stavebnictví. Pokračující rychlé meziroční zvyšování zaměstnanosti v průmyslu, a to zejména ve zpracovatelském, bylo odrazem především dobré kondice českého automobilového průmyslu. Podle posledních údajů za duben a květen se evidenční počet zaměstnanců³⁹ v průmyslu dále meziročně zvyšoval o 3,2 %, resp. 3 %. Naopak ve stavebnictví zaměstnanost vlivem pokračujícího nepříznivého vývoje v oblasti specializovaných stavebních činností dále poklesla. Evidenční počet zaměstnanců ve stavebnictví pokračoval v poklesu i v dubnu a květnu o 2,7 %, resp. 2,2 %.

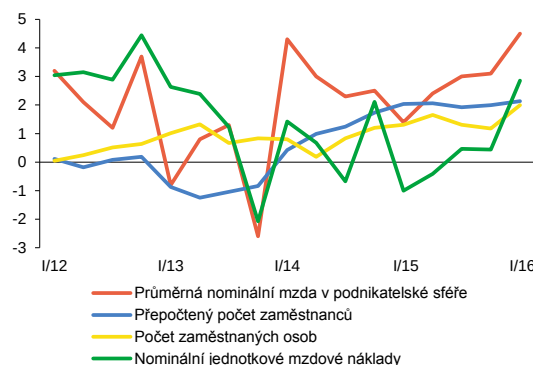
V **primárním sektoru** se růst zaměstnanosti z předchozích čtvrtletí zastavil.

I přes dílčí zpomalení růstu ekonomické aktivity pokračovalo v prvním čtvrtletí 2016 výrazné meziroční zvyšování **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** (Graf III.4.3) tažené výhradně růstem počtu zaměstnanců, zatímco délka průměrného úvazku na zaměstnance se zkracovala. To odráželo výrazný meziroční nárůst počtu zaměstnaných na kratší pracovní dobu, který se projevil zejména v odvětví obchodu.

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

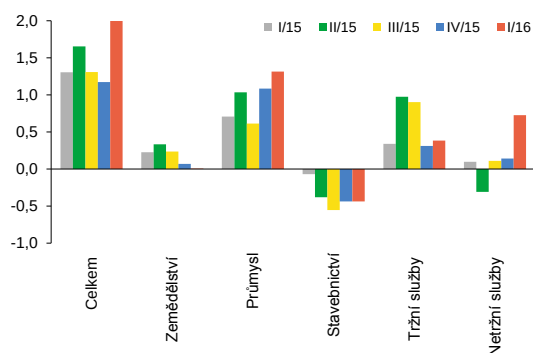
Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře i NJMN znatelně zrychlil
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

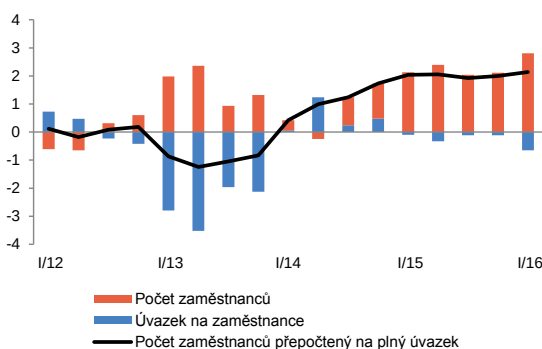
K růstu zaměstnanosti přispěl nejvýznamněji průmysl následovaný netržními službami
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



GRAF III.4.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Rychlý růst počtu zaměstnanců byl doprovázen zkrácením průměrné délky úvazku
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



39 v podnicích s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců

Největší podíl na růstu přepočteného počtu zaměstnanců měl zpracovatelský průmysl.

Ačkoliv rostla celková zaměstnanost znatelně rychleji než v předchozím čtvrtletí, **obecná míra nezaměstnanosti**⁴⁰ se snížila méně výrazně (Graf III.4.4). K tomuto vývoji vedlo zvýšení pracovní síly, potažmo míry ekonomické aktivity⁴¹. Ta se zvýšila na historicky nejvyšší úroveň (přes 74 % po sezonním očištění), a to zejména vlivem postupného nárůstu míry ekonomické aktivity starších osob s věkem okolo hranice pro odchod do důchodu. Pokles obecné míry nezaměstnanosti při zvyšující se míře ekonomické aktivity pokračoval dle údajů VŠPS také v dubnu a květnu. Obecná míra nezaměstnanosti se přitom v těchto měsících snížila pod svou úroveň z roku 2008. **Podíl nezaměstnaných osob**⁴² se ve druhém čtvrtletí 2016 rovněž dále postupně snižoval (podle sezonně očištěných údajů v průměru na 5,6 %), a to při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce a mírného poklesu populace v dané věkové skupině.

Dlouhodobější zlepšování situace na trhu práce je patrné také z vývoje **Beveridgeovy křivky**. Po dočasné stagnaci počtu volných pracovních míst došlo v červnu 2016 k obnově jeho růstu při pokračujícím snižování počtu registrovaných nezaměstnaných (Graf III.4.5). V porovnání se stejnou fází minulého cyklu na trhu práce byly zároveň zaznamenávány i obdobné hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Růst **průměrné nominální i reálné mzdy** v prvním čtvrtletí 2016 dále zrychlil, což bylo dáno rychlejším zvyšováním mezd jak v podnikatelské, tak nepodnikatelské sféře (Graf III.4.6; Tab. III.4.1).

Průměrná nominální i reálná mzda v **podnikatelské sféře** rostla ve srovnání s koncem roku 2015 znatelně rychleji (Tab. III.4.1). Nejvýrazněji k růstu mezd přispěl mzdový vývoj ve zpracovatelském průmyslu, následovaný obchodem a zdravotní a sociální péčí. V rámci jednotlivých odvětví rostly mzdy nejrychleji ve váhově méně významném odvětví kultury, v ubytování, stravování a pohostinství a v administrativních a podpůrných činnostech, což bylo pravděpodobně i důsledkem opětovného zvýšení minimální mzdy od ledna 2016 (z 9 200 Kč na 9 900 Kč). Ke znatelnému zrychlení mezd došlo ve zpracovatelském průmyslu (na 4,5 %). Aktuální data za duben

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

41 Míra ekonomické aktivity je podíl součtu zaměstnaných a nezaměstnaných osob na populaci v dané věkové skupině.

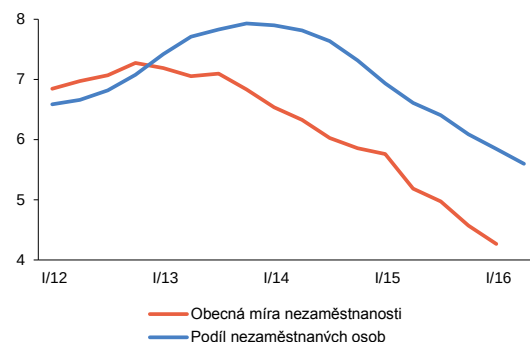
42 Podíl nezaměstnaných osob je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚŠTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob dále klesaly

(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)

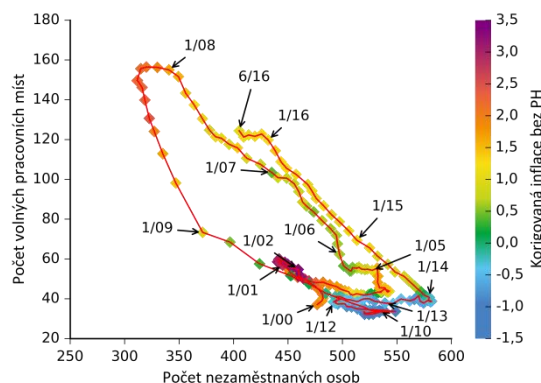


GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet nezaměstnaných dále plynule klesal, volná pracovní místa se přitom zvyšovala jen mírně

(počty v tisících, sezonně očištěné údaje, u korigované inflace meziroční změny v %, zdroj: MPSV, ČSÚ)

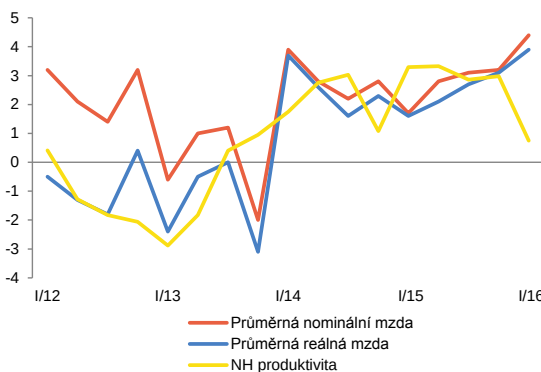


GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst produktivity práce znatelně zaostal za dynamikou reálných mezd

(meziroční změny v %)



a květen nicméně naznačují, že růst mezd v průmyslu bude v průměru za druhé čtvrtletí 2016 mírnější.

I v **nepodnikatelské sféře** se nominální mzdy v prvním čtvrtletí 2016 ve srovnání se závěrem minulého roku zvýšily výrazněji, rostly ovšem o něco pomaleji než v podnikatelské sféře. V reálném vyjádření růst průměrné mzdy v tomto sektoru setrval mírně nad 3,5 % (Tab. III.4.1). K růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře nejvíce přispěl téměř 6% mzdový růst ve veřejné správě a obraně a jen o něco pomalejší dynamika mezd ve zdravotnictví. Naopak mzdový růst ve vzdělávání za průměrným mzdovým vývojem v nepodnikatelské sféře dlouhodobě zaostává, a to konkrétně od začátku roku 2014.

Meziroční růst **národohospodářské produktivity práce**⁴³ v prvním čtvrtletí 2016 výrazně zpomalil (Tab. III.4.1). Na tom se vedle pomalejšího růstu ekonomické aktivity podílelo i rychlejší zvyšování zaměstnanosti. Nejrychleji ze sledovaných odvětví rostla, i přes své výrazné zpomalení, produktivita práce ve stavebnictví. Pouze mírné navýšení přidané hodnoty zde doprovázel pokračující pokles zaměstnanosti. Produktivita práce v tržních službách rostla ve srovnání se závěrem roku 2015 pouze třetinovým tempem. Do meziročního poklesu přešla po třech čtvrtletích produktivita práce v netržních službách, zatímco v průmyslu klesala již druhé čtvrtletí v řadě (Graf III.4.7). Meziroční dynamika **hodinové produktivity práce** se v prvním čtvrtletí 2016 přesunula do mírného meziročního poklesu.

Zpomalení meziročního růstu ekonomické aktivity⁴⁴ (v porovnání s předchozím čtvrtletím) spojené s rychlejším zvyšováním objemu mezd a platů vedlo v prvním čtvrtletí 2016 k urychlení růstu **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (Graf III.4.8). Ty se zvýšily především v průmyslu a v netržních službách.

TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

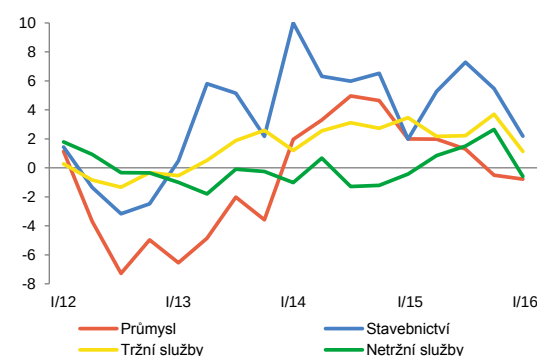
Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře ztlačil, to se projevilo i v dynamice NJMN
(meziroční změny v %)

	II/15	III/15	IV/15	I/16
Průměrná mzda v ČR				
nominální	2,8	3,1	3,2	4,4
reálná	2,1	2,7	3,1	3,9
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	2,4	3,0	3,1	4,5
reálná	1,7	2,6	3,0	4,0
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	4,3	3,5	3,8	4,1
reálná	3,6	3,1	3,7	3,6
NHPP	3,3	2,9	3,0	0,7
NJMN	-0,4	0,5	0,4	2,9

GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

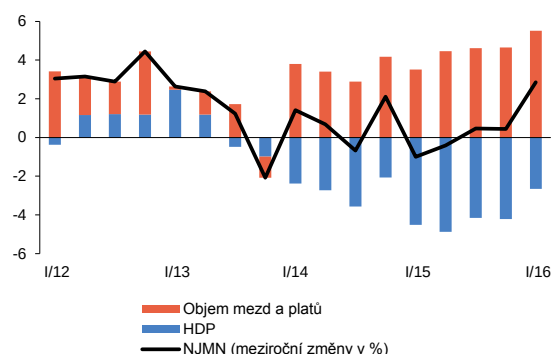
K poklesu produktivity práce v průmyslu se přidaly také netržní služby, růst produktivity práce ve stavebnictví a v tržních službách zpomalil
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Na zrychlení dynamiky NJMN se podílel jak pomalejší růst ekonomického výkonu, tak výraznější zvýšení objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



43 Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl 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).

44 podle sezonně neočištěných dat

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Růst peněžního agregátu M3 se stabilizoval blízko 10% úrovně. V měnovém vývoji se projevoval rychlý růst domácích úvěrů, který je nadále podporován uvolňováním úvěrových podmínek, a zvýšený příliv zahraničního kapitálu. Dynamika úvěrů nefinančním podnikům zvolnila, zatímco růst úvěrů domácnostem zrychlil. Pokračoval přitom vysoký růst úvěrů na bydlení doprovázený rekordně nízkými úrokovými sazbami a zvyšováním cen rezidenčních nemovitostí. Realizované ceny bydlení se v prvním čtvrtletí 2016 dále zvyšovaly a ještě rychleji rostly nabídkové ceny bytů. Hospodaření nefinančních podniků se i přes klesající ceny vstupů mírně zhoršilo vlivem silnějšího růstu osobních nákladů. Úrokové sazby finančního trhu zůstávají na nízkých hodnotách, kladné diferenciály vůči eurovým sazbám se lehce zvýšily. Koruna vůči euru ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně mírně posílila, když se nadále nacházela jen těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru posílila výrazněji.

III.5.1 Peníze

Výrazné zrychlování růstu **peněžního agregátu M3** se zastavilo na poměrně vysokých tempech. Roční míra růstu M3 v květnu dosáhla 9,7 % a pohybovala se v blízkosti úrovně z počátku letošního roku (Graf III.5.1). K růstu M3 dominantně přispívá akcelerace peněžního agregátu M1, a to v důsledku pokračujícího růstu vysoce likvidních jednodenních vkladů. Ostatní krátkodobé vklady nadále klesaly. Růst M3 je významně tažen vklady domácností. Dynamika vkladů nefinančních podniků přispívající k výraznému zrychlení růstu M3 v loňském roce letos zvolnila (Graf III.5.2), což bylo v souladu s vývojem pohotovové likvidity podniků. Nicméně v květnu růst podnikových vkladů opět zrychlil. Dynamika M3 zůstává výrazně nad úrovní eurozóny.

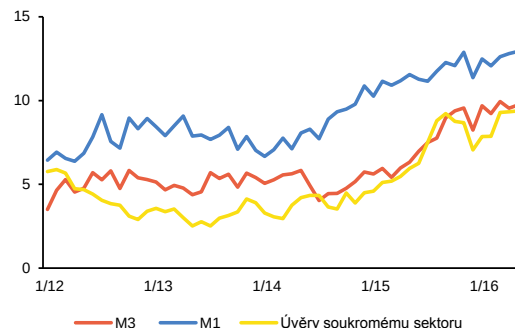
Peněžní agregát M3 roste výrazně vyšším tempem než nominální HDP, což se v prvním čtvrtletí 2016 projevovalo v meziročním prohloubení poklesu **rychlosti obratu peněz**. Poměr M3 k nominálnímu HDP se dále zvýšil na zhruba 80 %. Z hlediska **tvorby peněz** se v růstu M3 projevuje vysoký růst domácích úvěrů doprovázený pokračujícím zvyšováním čistých zahraničních aktiv. V jejich vývoji se odráží přebytek obchodní bilance a příliv kapitálu spojený s nákupy tuzemských korunových státních dluhopisů nerezidenty.

Podle nové **prognózy** by roční míra růstu peněžního agregátu M3 měla ve třetím čtvrtletí 2016 dosáhnout 9,7 %, následně zpomalit na zhruba 8 % v roce 2017 a cca 6 % v roce 2018 (Graf SZ III.5.1). Růst peněžního agregátu M1 bude oproti M3 na celém horizontu prognózy o cca 3 procentní body vyšší. Vývoj dynamiky M3 bude při postupném zrychlování ekonomické aktivity, růstu inflace i úrokových sazeb doprovázen zmírněním poklesu rychlosti obratu peněz.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

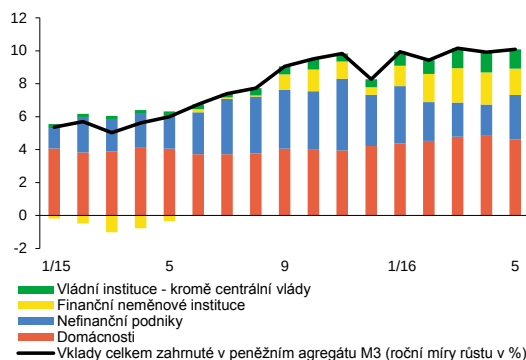
Růst peněžních agregátů zůstává vysoký
(roční míry růstu v %)



GRAF III.5.2

STRUKTURA VKLADŮ V RÁMCI PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M3

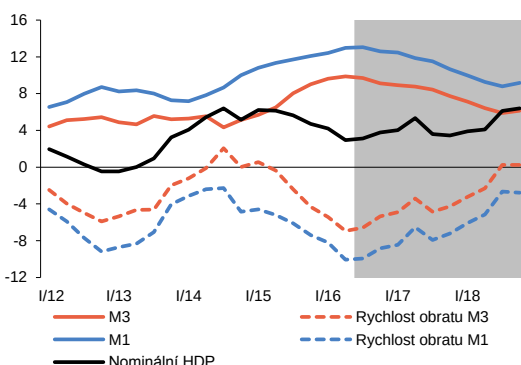
K růstu M3 přispívají nejvýrazněji vklady domácností, příspěvek vkladů nefinančních podniků po zvolnění následně v květnu vzrostl
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Graf SZ III.5.1

PROGNÓZA PENĚŽNÍHO VÝVOJE

Růst peněžního agregátu M3 postupně zpomalí
(roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



III.5.2 Úvěry

Růst úvěrů zůstává na vysoké úrovni. Roční míra růstu úvěrů se v květnu lehce zvýšila a byla tažena poptávkou podniků po dlouhodobých investičních úvěrech a poptávkou domácností po úvěrech na bydlení a spotřebu (Graf III.5.3). Dynamika úvěrů nefinančním podnikům však v posledním období zvolnila, zatímco růst úvěrů domácnostem zrychlil. Podíly nesplacených úvěrů dále klesaly.

Růst úvěrů je nadále podporován uvolňováním **úvěrových podmínek**.⁴⁵ Dle červencového šetření úvěrových podmínek bank se úvěrové standardy dále uvolnily u podnikových úvěrů a u spotřebitelských úvěrů domácnostem. U úvěrů na bydlení se standardy téměř nezměnily. Poptávka po úvěrech rostla ve všech segmentech úvěrového trhu, když byla příznivě ovlivňována především nízkými úrokovými sazbami a příznivou spotřebitelskou důvěrou a u podniků obnovenou potřebou financování fixních investic. Ve třetím čtvrtletí 2016 však téměř čtvrtina bankovního trhu očekává zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení v souvislosti s novými legislativními a regulatorními opatřeními.

Úvěry nefinančním podnikům zvolnily svůj růst tažený dlouhodobými úvěry. Růst podnikových úvěrů se koncentruje v komerčních službách a u činností v oblasti nemovitostí (Graf III.5.4), což se v posledním období projevuje ve zvýšené dynamice cizoměnových úvěrů – jejich podíl na celkových úvěrech činí zhruba 24 %. Dynamika úvěrů zpracovatelskému průmyslu je v letošním roce umírněná, úvěry do odvětví obchodu poklesly. Růst investičních úvěrů se stabilizoval okolo 17 %, zatímco provozní úvěry klesaly ve všech odvětvích. Podíl dluhu podniků k nominálnímu HDP se v prvním čtvrtletí 2016 dále nepatrně snížil na 58 % (podíl úvěrů k HDP činil 51 % a emitovaných dluhopisů 7 %).

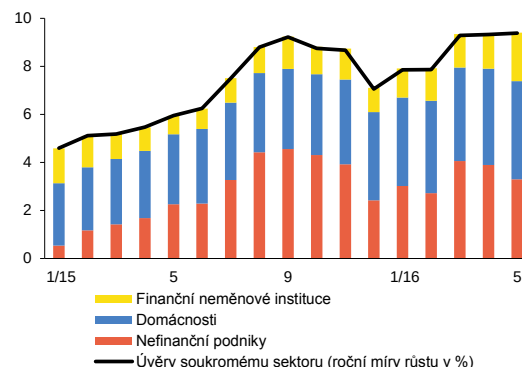
Dynamika **úvěrů domácnostem** dále zrychlila a v květnu se pohybovala na úrovni 7,5 % (Graf III.5.5). K nárůstu úvěrů nejvýrazněji přispívají **úvěry na bydlení**. Tempo růstu nově sjednaných hypotečních úvěrů (očištěných o refinancování a refixace) se zvýšilo v květnu na 34 %, následně v červnu však jejich růst zmírnil na 21 %. Měsíční objemy nových hypoték se pohybovaly při rekordně nízkých úrokových sazbách na historických maximech. Podle aktuálních údajů Fincentra Hypoindex se objemy a počty nových hypoték v červnu 2016 meziročně zvýšily o cca 20 %, resp. 14 %, oproti květnu nicméně jejich meziroční růst zvolnil. Dle šetření úvěrových podmínek bank poptávka po úvěrech rostla vlivem nízké hladiny úrokových sazeb, očekávání pokračujícího růstu cen nemovitostí a příznivé spotřebitelské důvěry. Pokračuje i akcelerace **spotřebitelských úvěrů** přispívajících částečně k financování růstu spotřeby domácností. To je podporováno v prostředí

GRAF III.5.3

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

Růst úvěrů přetrvává na vysoké úrovni

(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)

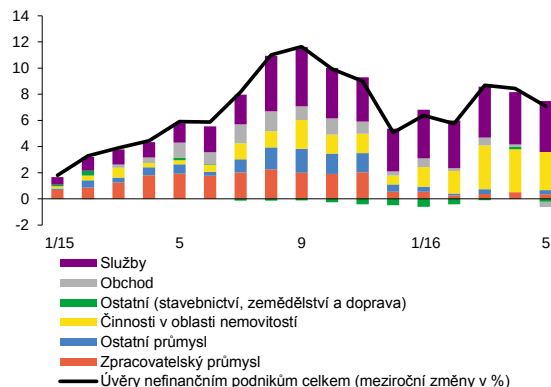


GRAF III.5.4

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE EKONOMICKÝCH ODVĚTVÍ

Růst úvěrů se koncentruje v oblasti služeb včetně činností v oblasti nemovitostí

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

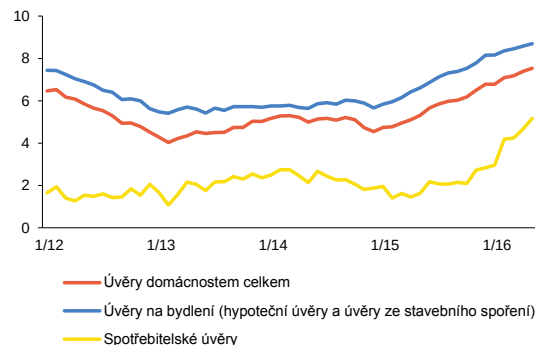


GRAF III.5.5

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Dynamika úvěrů domácnostem se dále zvýšila v důsledku rychlejšího růstu úvěrů na bydlení i spotřebitelských úvěrů

(roční míry růstu v %)



⁴⁵ Výsledky červencového šetření úvěrových podmínek bank jsou k dispozici na webových stránkách ČNB.

klesajících úrokových sazeb rovněž zlepšenou spotřebitelskou důvěrou a příznivějšími úvěrovými podmínkami.

Celková zadluženost domácností v poměru k úhrnnému ročnímu nominálnímu disponibilnímu důchodu se v prvním čtvrtletí 2016 dále zvýšila na zhruba 65 %, a to vlivem vyššího růstu úvěrů oproti příjmům. Zvýšení zadluženosti spolu s poklesem úrokových příjmů z vkladů se projevuje v růstu čistých úroků placených domácnostmi bankám (na 2,2 %).

Zatížení jednotlivých **příjmových skupin domácností** splátkami úvěrů (poměr úroků a jistiny k příjmům) se v roce 2015 oproti předchozímu roku prakticky nezměnilo (Graf III.5.6). Poměr spotřeby k příjmům byl u všech příjmových skupin domácností s výjimkou 6. a 10. decilu lehce nižší než v roce 2014, což odráželo umírněnější růst spotřeby oproti příjmům. V roce 2015 tak většině domácností zbyla po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů mírně větší část příjmů než v roce 2014.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2016 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté byl s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb.

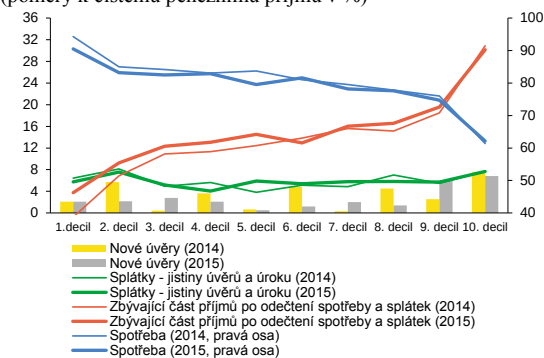
Bankovní rada na svém **květnovém i červnovém jednání** jednomyslně rozhodla ponechat základní úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule⁴⁶ (Graf III.5.7). Bankovní rada také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Na obou zasedáních bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako mírně protiinflační, především v důsledku vývoje cen průmyslových výrobců v eurozóně. S prodlužující se dobou trvání velmi nízké inflace navíc roste riziko nežádoucích druhotných dopadů zahraničních nákladových vlivů. V souvislosti s tím bankovní rada připomněla, že ČNB je připravena posunout hladinu kurzového závazku na slabší úroveň, pokud by mělo dojít k systematickému poklesu inflačních očekávání, které by se projevilo ve vývoji nominálních veličin, zejména mezd. Bankovní rada na obou jednáních konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako

GRAF III.5.6

ZATÍŽENÍ PŘÍJMŮ JEDNOTLIVÝCH PŘÍJMOVÝCH SKUPIN DOMÁCNOSTÍ SPOTŘEBNÍMI VÝDAJÍ A SPLÁTKAMI ÚVĚRŮ

V roce 2015 zbyla po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů většině domácností nepatrně větší část příjmů než v předchozím roce

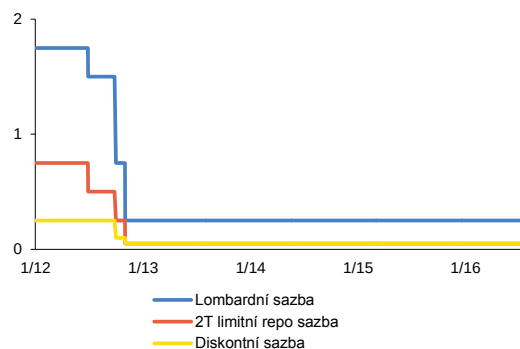
(poměry k čistému peněžnímu příjmu v %)



GRAF III.5.7

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB ponechala své základní úrokové sazby ve druhém čtvrtletí 2016 na technicky nulové úrovni (v %)



⁴⁶ S účinností od 2. 11. 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017; viděla přitom jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

Na svém **měnověpolitickém zasedání 4. srpna 2016** bankovní rada rozhodla ...

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby PRIBOR** se ve druhém čtvrtletí 2016 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.5.8). Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala lehce pod hladinou 0,3 procentního bodu.

Derivátové **sazby FRA** se lehce zvyšovaly až do začátku června. Poté korigovaly předchozí pozvolný nárůst, pravděpodobně v reakci na data o nízké květnové inflaci. Na konci června byl zveřejněn výsledek referenda o vystoupení Spojeného království z EU. Prvotní reakcí byl další pokles domácích sazeb FRA (stejně jako v zahraničí) v očekávání, že centrální banky se budou snažit zmírnit negativní dopady výsledků referenda více uvolněnou měnovou politikou. V dalších dnech však došlo k částečné korekci směrem nahoru. Celkově se během druhého čtvrtletí 2016 sazby FRA téměř nezměnily. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce července implikuje v ročním horizontu pokles sazeb 3M PRIBOR o cca 0,1 procentního bodu. Na celém tomto horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB (viz kapitola II).

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely protichůdný vývoj na peněžních trzích v eurozóně a USA (vlivem protisměrného vývoje, resp. očekávání měnové politiky v těchto ekonomikách) při stabilitě sazeb v tuzemsku. Kladné diferenciály vůči eurovým sazbám se lehce zvýšily, vůči dolaru jejich záporné hodnoty zůstaly přibližně stabilní (Graf III.5.9). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve druhém čtvrtletí 2016 činil průměrně 0,6 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci července.

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se vyvíjely převážně v souladu se zahraničními sazbami. Ty se zpočátku zvyšovaly, následně však bylo dění na světových finančních trzích poznamenáno nervozitou v souvislosti s blížícím se referendem o vystoupení Spojeného království z EU a klesajícím očekáváním brzkého zvýšení sazeb v USA. Vývoj sazeb byl dále ovlivněn také navýšením objemu nakupovaných státních dluhopisů ze 60 mld. na 80 mld. EUR měsíčně ze strany ECB (od dubna) a zahájením nákupů korporátních dluhopisů v rámci programu nákupu aktiv (8. června). Výsledek referenda ve Spojeném království z konce června byl pro trhy překvapením

GRAF III.5.8

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

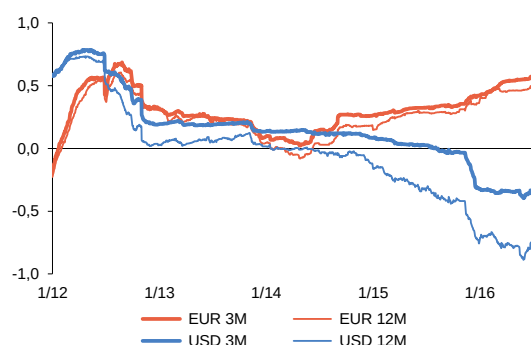
Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby IRS s delší splatností se převážně snižovaly (v %)



GRAF III.5.9

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Kladné úrokové diferenciály vůči euru se lehce zvýšily, záporné diferenciály vůči dolaru se téměř nezměnily (v procentních bodech)



a způsobil jejich silnou reakci v podobě výprodejů rizikových aktiv, poklesu výnosů „bezpečných“ státních dluhopisů a propadu akciových indexů. Spekulace, že brexit by mohl vést ke zpomalení globálního ekonomického oživení, se negativně projevil i v cenách komodit. Později však ve všech segmentech finančního trhu došlo k částečné korekci. Celkově se tak domácí sazby IRS oproti začátku dubna snížily o 0,1–0,2 procentního bodu (Graf III.5.8). Ve všech splatnostech atakovaly historická minima, přičemž i v nejvzdálenějších splatnostech (20R) se snížily pod 1 %. U výnosů státních dluhopisů byl rozsah poklesu obdobný. Výnosová křivka tuzemských státních dluhopisů se do splatnosti 4R pohybuje v lehce záporných hodnotách (Graf III.5.10).

Na primárním trhu státních dluhopisů se ve druhém čtvrtletí 2016 uskutečnilo dvanáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 40,7 mld. Kč.⁴⁷ Ve všech aukcích poptávka převyšovala nabídku, průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* činila 2,6. Ministerstvo financí využívalo příznivých podmínek na trhu a dluhopisy v kratších splatnostech prodávalo s nepatrně záporným výnosem. Poptávka ze strany zahraničních investorů v jednotlivých aukcích zůstala vysoká, přičemž byla zaměřena zejména na dluhopisy s kratší splatností. Podíl nerezidentů se tak na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů zvýšil na přibližně 26 % ke konci června 2016.

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z úvěrů se ve druhém čtvrtletí 2016 nadále pohybovaly v blízkosti rekordně nízkých hodnot (Graf III.5.11). V jejich vývoji se odrážela konkurence, vysoká likvidita a nízké náklady financování bank. Od počátku roku 2015 se sazby snížily u úvěrů domácnostem na bydlení a u podnikových úvěrů o 0,6, resp. 0,3 procentního bodu, což je více než u referenčních sazeb finančního trhu. Nejvýrazněji se snižovaly sazby s delšími fixacemi. Průměrné úrokové sazby z vkladů se snížily na 0,3 % (Graf III.5.12), což odráželo snížení sazeb většiny vkladových produktů bank. Od počátku roku 2015 se průměrná sazba z vkladů snížila o 0,3 procentního bodu.

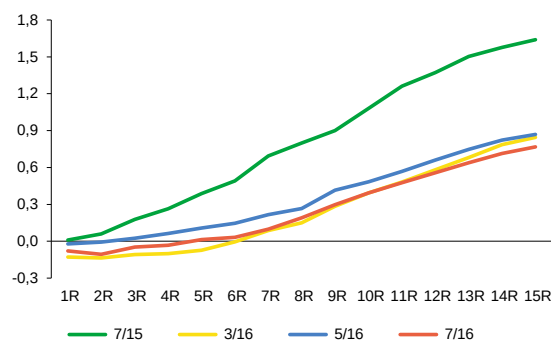
Úroková sazba z podnikových úvěrů přetrvává v průměru v blízkosti 2 %, když po předchozím lehkém zvýšení v květnu poklesla zejména v důsledku vývoje sazby u velkých úvěrů. Vývoj sazby z podnikových úvěrů odráží v posledním období mírně zhoršené vnímání rizik ohledně výhledu ekonomické situace doprovázené konkurenčním tlakem bank v segmentu velkých podniků.

Úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení a spotřebu se dále snížily. Sazba z úvěrů na bydlení dosáhla v květnu 2,3 %, u hypotečních úvěrů 2,1 % a u spotřebitelských úvěrů

GRAF III.5.10

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

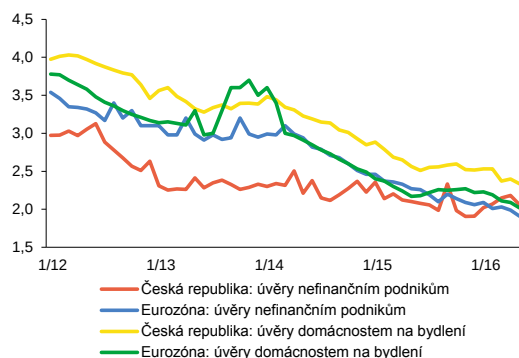
Výnosy státních dluhopisů se na kratším konci křivky pohybují v lehce záporných hodnotách (v %)



GRAF III.5.11

KLIENSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

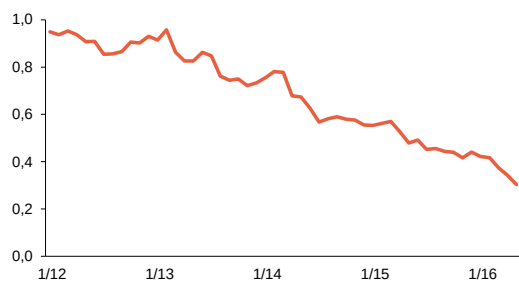
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům a z úvěrů domácnostem na bydlení se v ČR i eurozóně pohybují na rekordně nízkých hodnotách (celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



GRAF III.5.12

ÚROKOVÁ SAZBA Z KLIENSKÝCH VKLADŮ

Průměrná úroková sazba z bankovních vkladů se snížila na nové historické minimum (v %)



47 Strategie financování a řízení státního dluhu ČR na rok 2016 předpokládá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v hodnotě alespoň 150 mld. Kč.

10,7 %. Nejnižší sazba z úvěrů na bydlení je aktuálně u fixace od pěti do deseti let (Graf III.5.13), což je doprovázeno dalším zvýšením podílu objemu úvěrů s touto fixací sazby na zhruba 30 %. To odráží mimo jiné silící konkurenci před nabytím účinnosti nového zákona o spotřebitelském úvěru, který usnadní předčasné splácení hypoték, a délka fixace tak hraje z hlediska bank významnou roli. V souvislosti s tím téměř čtvrtina bankovního trhu očekává ve třetím čtvrtletí 2016 zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení.

Reálné klientské úrokové sazby⁴⁸ zůstaly u úvěrů při výrazněji se neměnicí očekávané inflaci na úrovni 0,8 %. U podnikových úvěrů se reálná úroková sazba v posledním období nepatrně zvýšila na 0,4 %, zatímco u úvěrů domácnostem na bydlení slabě poklesla na 0,6 %. Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů se snížily do více záporných hodnot na -1,4 %.

III.5.4 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru se ve druhém čtvrtletí 2016 (i v první polovině července) nacházel většinou těsně nad hladinou kurzového závazku ČNB. Výjimku představovalo jen krátké období na přelomu června a července, kdy koruna dočasně mírně oslabila (až na 27,16 CZK/EUR). V průměru kurz dosáhl hodnoty 27,04 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční posílení o 1,2 % (Graf III.5.14).

Tlaky na posílení koruny trvají s občasnými přestávkami (říjen 2015, březen 2016) již rok a jsou spojené s příznivější ekonomickou situací v ČR oproti eurozóně a uvolněnou měnovou politikou ECB. K dočasnému krátkodobému přerušení tlaků na posílení koruny a jejímu mírnému oslabení v závěru června přispěl neočekávaný výsledek referenda ve Spojeném království o jeho členství v EU. Během dvou týdnů se však koruna vrátila zpět k hranici kurzového závazku ČNB. Kurzový vývoj ve druhém čtvrtletí 2016 viditelně neovlivňovaly nové údaje z domácí ekonomiky, protože se významně nelišily od očekávání trhů. Odsouvání trhu očekávaného okamžiku opuštění kurzového závazku ČNB a omezená nabídka vládních dluhopisů nicméně přispěly k eliminaci přílivu krátkodobého kapitálu. Rozsah **intervencí ČNB** na obranu kurzového závazku se díky tomu oproti předcházejícím třem čtvrtletím výrazně snížil (na necelých 35 mld. Kč).

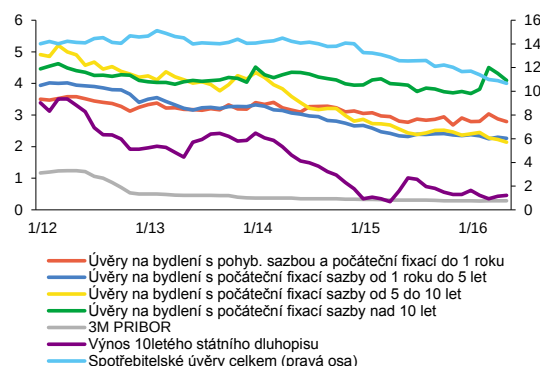
Kurz koruny vůči dolaru dosáhl v průměru ve druhém čtvrtletí 2016 hodnoty 23,9 CZK/USD, což představovalo meziroční posílení koruny o 3,4 %. Tento vývoj kurzu koruny vůči dolaru odrážel mírné oslabení dolaru na světových trzích. Příčinou bylo zmírnění očekávání finančních trhů ohledně hospodářského růstu USA (na počátku roku trhy počítaly s urychlením růstu, nyní naopak se zpomalením) a výhledu zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb Fedu. Na začátku třetí

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení a spotřebu se dále snížily

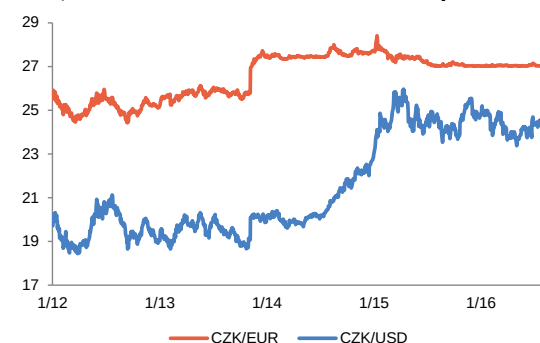
(nové obchody, v %)



GRAF III.5.14

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna se vůči euru nacházela ve druhém čtvrtletí 2016 nadále jen těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru meziročně posílila

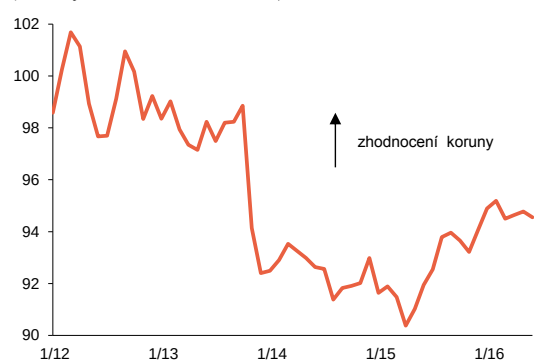


GRAF III.5.15

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Nominální efektivní kurz meziročně posílil

(bazický index, rok 2010 = 100)



Pozn.: Jedná o koš 13 měn, kde nejvyšší podíl patří euru (více než 65 %). Další významnější podíly mají čínský renminbi, polský zlotý, ruský rubl, britská libra, americký dolar a maďarský forint. Při výpočtu byly použity všechny skupiny SITC.

48 Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu v ročním horizontu.

červencové dekády se kurz koruny vůči dolaru pohyboval kolem 24,5 CZK/USD. K tomuto mírnému posílení dolaru došlo vlivem negativních informací z Evropy.

Nominální efektivní kurz⁴⁹ (Graf III.5.15) ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně posílil o 3,9 %. Příčinou podstatně silnějšího posílení NEER než koruny vůči euru bylo posílení koruny prakticky vůči všem měnám zahrnutým v koši (s výjimkou japonského jenu). Posílení koruny vůči ruskému rublu (téměř o čtvrtinu) a britské libře (téměř o 10 %⁵⁰) bylo velmi prudké. Několikanásobně silnější než posílení koruny vůči euru bylo i posílení koruny vůči polskému zlotému, švýcarskému franku, maďarskému forintu a americkému dolaru.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci (přibližně 9200 subjektů) ovlivňovaly příznivě v prvním čtvrtletí 2016 i nadále klesající ceny vstupů. Celkově však hrubý provozní přebytek nepatrně poklesl (o 0,4 %), a to zejména v důsledku výrazného zrychlení růstu osobních nákladů. Výkony⁵¹ podniků přitom meziročně stagnovaly (Graf III.5.16; Tab. III.5.1). Vývoj hrubého provozního přebytku byl přitom utlumený ve všech významných odvětvích (Graf III.5.17).

Na sektor nefinančních podniků působil plošně růst průměrné mzdy a v některých odvětvích také růst zaměstnanosti, což se projevilo v nárůstu mzdové náročnosti výkonů⁵². Meziroční růst celkových **osobních nákladů** dosáhl v prvním čtvrtletí 7,8 %, což je nejvyšší hodnota za celé sledované období. Objem mezd přitom rostl nejrychleji v sektoru služeb, v odvětví obchodu, dopravy a pohostinství a ve zpracovatelském průmyslu. První dva zmíněné sektory přitom zaznamenaly vedle zvýšení průměrné mzdy také viditelné zrychlení meziročního tempa růstu zaměstnanosti.

Vývoj výkonů byl v jednotlivých sektorech ekonomiky značně diferencovaný, jako celek však výkony stagnovaly. Nejvýrazněji klesaly výkony v těžebním a energetickém průmyslu a v menší míře také ve stavebnictví. Kladný, i když v porovnání s minulým čtvrtletím o něco mírnější, růst výkonů zaznamenal zpracovatelský průmysl, a to výhradně zásluhou růstu výkonů v automobilové výrobě, který vyvažoval pokles výkonů v chemickém, hutním a elektrotechnickém průmyslu. Výrazně rostly výkony sektoru služeb a odvětví obchodu, dopravy a pohostinství. Meziroční pokles výkonové spotřeby způsobil značný pokles materiálové náročnosti výkonů⁵³ téměř ve všech

49 NEER ukazuje změnu kurzu národní měny vůči koši měn nejvýznamnějších obchodních partnerů z hlediska jejich podílu na obchodním obratu.

50 Po oznámení výsledků referenda o vystoupení Spojeného království z EU britská libra dále výrazně oslabila. V polovině července byla oproti průměru za druhé čtvrtletí 2016 slabší o více než 5 %.

51 Výkony zahrnují také obchodní marži. Jejich vývoj je primárně dán vývojem tržeb.

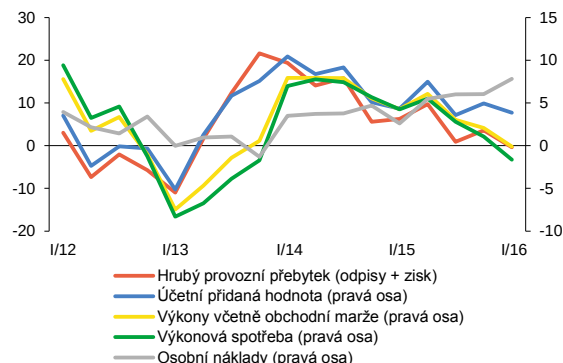
52 Mzdová náročnost výkonů je podíl celkových osobních nákladů na výkonech.

53 Materiálová náročnost výkonů je podíl výkonové spotřeby na výkonech.

GRAF III.5.16

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Hospodaření nefinančních podniků ovlivnil v prvním čtvrtletí 2016 zrychlující růst osobních nákladů (meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů meziročně poklesla, naopak mzdová náročnost dále rostla

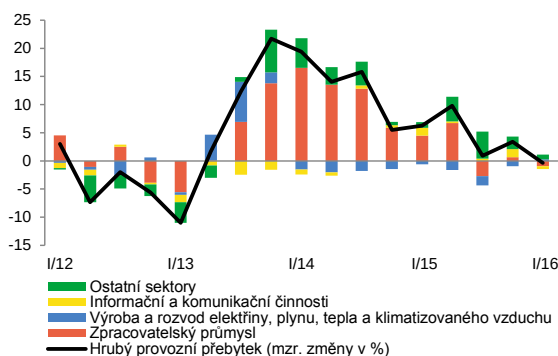
	1. čtvrtletí 2015	1. čtvrtletí 2016	Meziroční změny v %
	v mld. Kč	v mld. Kč	
Tržby celkem	1 940,2	1 924,3	-0,8
Výkony vč. obchodní marže	1 465,5	1 463,9	-0,1
Výkonová spotřeba	1 060,2	1 042,9	-1,6
Účetní přidaná hodnota	405,3	421,0	3,9
Osobní náklady	210,0	226,4	7,8
Hrubý provozní přebytek	195,3	194,6	-0,4
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	72,3	71,2	-1,1
Podíl přidané hodnoty na výkonech	27,7	28,8	1,1
Podíl osobních nákladů na výkonech	14,3	15,5	1,1
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	51,8	53,8	2,0
Podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě	48,2	46,2	-2,0

GRAF III.5.17

VÝVOJ PROVOZNÍHO ZISKU V ODVĚTVÍCH

Zastavení růstu celkového provozního přebytku bylo zapříčiněno jeho utlumeným vývojem ve všech významných odvětvích

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



sektorech ekonomiky. V důsledku toho meziroční růst účetní přidané hodnoty zpomalil pouze o 1 procentní bod na 3,9 %.

Růst výkonů **podniků s 250 a více zaměstnanci** (přibližně 1800 subjektů) zpomalil o 2,4 procentního bodu na 1,1 %, zatímco jejich výkonová spotřeba více méně stagnovala. Stejně jako v případě širší skupiny podniků došlo k dalšímu poklesu materiálové náročnosti výkonů. Meziroční růst účetní přidané hodnoty u větších podniků zpomalil o 0,7 procentního bodu na 3,8 %. Osobní náklady rostly ještě rychleji (8,9 %) než v širší skupině, a to v souvislosti s vyšším růstem zaměstnanosti. V důsledku toho poklesl hrubý provozní přebytek větších podniků výrazněji (o 1,2 %).

Hospodářský výsledek před zdaněním u **podniků s největšími aktivy** (výběr 2000 subjektů) meziročně poklesl (o 14,6 %; Tab. SZ III.5.1), přestože provozní výsledek hospodaření mírně rostl. Na pokles celkového výsledku hospodaření největších podniků měl rozhodující vliv propad finančního výsledku hospodaření.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Růst **finančních závazků nefinančních podniků** v prvním čtvrtletí 2016 dále meziročně zrychlil (na 4,5 %; Graf III.5.18). K tomu nejvíce přispěly účasti mimo kotované akcie, konkrétně nekotované akcie. Kladného, avšak oproti předchozímu čtvrtletí nižšího, příspěvku dosáhly úvěry a ostatní závazky. Záporný příspěvek dluhových cenných papírů se v tomto čtvrtletí poněkud zmínil. Záporného příspěvku dosáhly i kotované akcie vlivem přecenění. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** výrazně zrychlil (na 7,8 %). K tomu přispěly účasti i oběživo a vklady. Půjčky si zachovaly kladný, avšak nižší příspěvek. Celkově se tak záporná čistá finanční pozice podniků v prvním čtvrtletí zmínila.

Základní **tendence ve vývoji rozvah nefinančních podniků** se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Ukazatel pohotové likvidity⁵⁴ podniků po růstu v předchozím čtvrtletí klesl (na 204 %). Poklesl také poměrový ukazatel tržního financování⁵⁵ (na 7,6 %), a to vlivem stagnující emisní aktivity. Solventnost podniků⁵⁶ se naopak zvýšila (na 119 %).

Růst **čistých finančních aktiv domácností** v prvním čtvrtletí 2016 meziročně zrychlil (na 8,5 %; Graf III 5.19). Obdobně se vyvíjel i přírůstek čistých finančních aktiv ve vztahu k ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu domácností, který činil 11,4 %. Samotné zrychlení růstu **finančních aktiv domácností**

TAB. SZ III.5.1

VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM

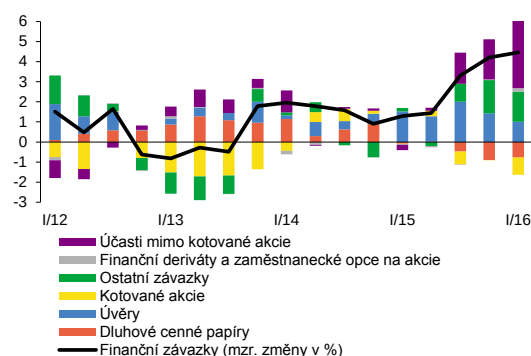
Hospodářský výsledek před zdaněním se u největších podniků meziročně snížil, a to v důsledku záporného příspěvku finančního výsledku hospodaření (mld. Kč)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	1. čtvrtletí 2015	1. čtvrtletí 2016
Výsledek hospodaření před zdaněním	120,9	103,3
- z toho: provozní výsledek hospodaření	110,7	112,0
- z toho: finanční výsledek hospodaření	10,2	-8,8

GRAF III.5.18

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

K dalšímu zrychlení růstu finančních závazků podniků přispěly zejména účasti mimo kotované akcie; zpomalil naopak růst úvěrů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

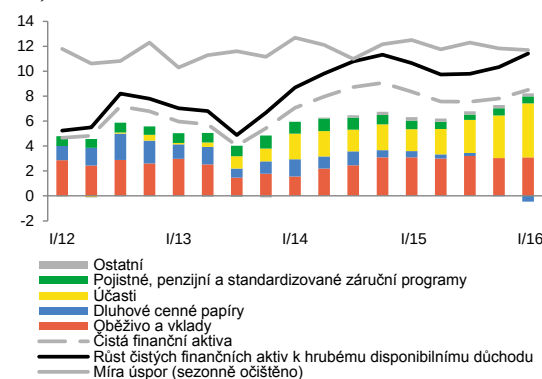


GRAF III.5.19

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Ke zrychlení růstu čistých finančních aktiv domácností přispěly zejména účasti

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



54 Pohotová likvidita je podílem, v jehož čitateli je oběživo, převoditelné vklady, držené krátkodobé dluhové cenné papíry a poskytnuté krátkodobé půjčky a ve jmenovateli krátkodobé emitované dluhové cenné papíry a přijaté krátkodobé půjčky.

55 Ukazatel tržního financování je podílem emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.

56 Solventnost podniků je podílem celkových finančních aktiv k závazkům bez účasti.

oproti předchozímu čtvrtletí bylo spíše mírné (na 7,8 %). Na tom se podílelo zrychlení růstu účastí a mírné urychlení růstu oběživa a vkladů. Z dlouhodobějšího pohledu táhne dynamiku účastí zvyšující se objem investic do podílových listů investičních fondů, přičemž v tomto čtvrtletí k vývoji účastí přispěly i nekotované akcie. Mírně zrychlil meziroční růst **finančních závazků domácností** (na 6,2 %) odrážející dominantně zvyšování dlouhodobých půjček.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Realizované ceny bydlení pokračovaly ve zvyšování také v prvním čtvrtletí 2016. Tempo jejich meziročního růstu zůstalo podle indexu cen bydlení ČSÚ na úrovni 4,5 % (Graf III.5.20).

Realizované ceny starších bytů rostly ve stejném období podle odhadů z výběrového šetření ČSÚ o 8,4 %. Tempo jejich růstu se výrazně zvýšilo v mimopražských regionech (na 9,3 %), méně pak v hlavním městě (na 5,7 %). Od svého posledního cyklického dna tyto ceny narostly o 13,5 % v Praze a o 15,7 % ve zbytku ČR⁵⁷. Zrychlování růstu realizovaných cen bytů potvrzují také odhady ČSÚ podle daňových přiznání, považovaných za nejreprezentativnější zdroj údajů o realizovaných cenách. Ve čtvrtém čtvrtletí 2015, do kdy jsou tyto odhady dostupné, ceny bytů mírně zrychlily na 5,1 % v Praze a na 5,4 % ve zbytku ČR.

Nabídkové ceny bytů přitom podle údajů ČSÚ rostly v prvním čtvrtletí 2016 nadále rychleji než ceny realizované, a to především v Praze. Ve druhém čtvrtletí 2016 růst nabídkových cen dále výrazně nezrychlil, když setrval v blízkosti desetiprocenní úrovně v Praze i ve zbytku ČR.

Růst cen bytů se i ve druhém čtvrtletí 2016 projevil dalším zhoršením **indikátorů dostupnosti a vnímané výhodnosti jejich koupe**⁵⁸ (Graf III.5.21). Poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu, se podle odhadů meziročně zvýšil o 3,4 %, resp. 4,4 %. Poměr ceny bytu a tržního nájemného podle IRI meziročně vzrostl o 5,1 %. Poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy⁵⁹ se i přes další pokles úrokových sazeb z nových úvěrů na bydlení mírně zvýšil o 1,5 %.

57 Realizované ceny v Praze a ve zbytku ČR dosáhly svých posledních minimálních hodnot ve třetím čtvrtletí 2012, resp. ve čtvrtém čtvrtletí 2013.

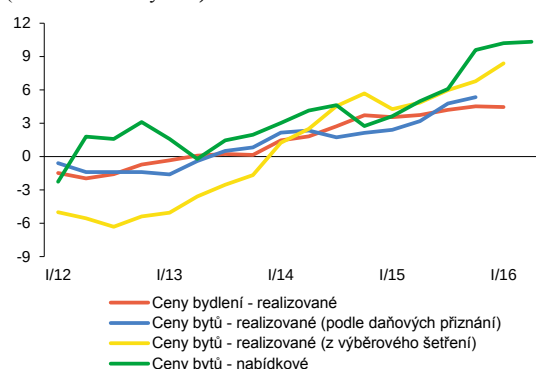
58 Pro výpočty těchto indikátorů jsou ceny bytů podle dostupnosti aproximovány realizovanými cenami z daňových přiznání a z výběrového šetření a dále také nabídkovými cenami.

59 Pro výpočet tohoto indikátoru je uvažována vzorová hypotéka s fixními parametry LTV 65 % a splatností 20 let na koupi bytu o standardní výměře 68 m². Za výši úrokových sazeb na nové úvěry na bydlení ve druhém čtvrtletí 2016 byly uvažovány údaje dostupné za první dva měsíce čtvrtletí.

GRAF III.5.20

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

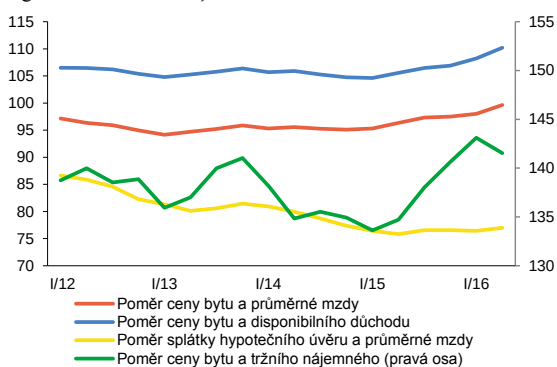
Nabídkové ceny bytů rostou i nadále rychleji než ceny realizované
(meziroční změny v %)



GRAF III.5.21

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Indikátory dostupnosti a vnímané výhodnosti koupe bytu pokračují ve zhoršování
(průměr 2000–2007=100^{a)}, zdroj: ČSÚ, ČNB, Institut regionálních informací)



a) Pro poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy 2004–2007 = 100 z důvodu omezené dostupnosti údajů o úrokových sazbách na nové úvěry na bydlení.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance byl v prvním čtvrtletí 2016 charakteristický vysoký přebytek běžného účtu, který vyplýval z přebytku bilance zboží a služeb. Přebytkem skončil také kapitálový účet v souvislosti s čerpáním prostředků z EU. Nejvýznamnější složku finančního účtu představoval růst rezervních aktiv, spojený s devizovými intervencemi i konverzemi fondů EU. Zároveň pokračoval čistý příliv portfoliových investic související s nákupy tuzemských vládních dluhopisů nerezidenty.

III.6.1 Běžný účet

Běžný účet platební bilance dosáhl v prvním čtvrtletí 2016 přebytku 113,8 mld. Kč, což znamenalo jeho meziroční zvýšení o téměř 22 mld. Kč. Poprvé tak v historii ČR přesáhl 100 mld. Kč. K růstu celkového přebytku přispěly zejména růst přebytku bilance zboží a zmírnění schodku prvotních důchodů (Graf III.6.1). Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP se ve srovnání s předchozím čtvrtletím dále zvýšil (na 1,4 %).

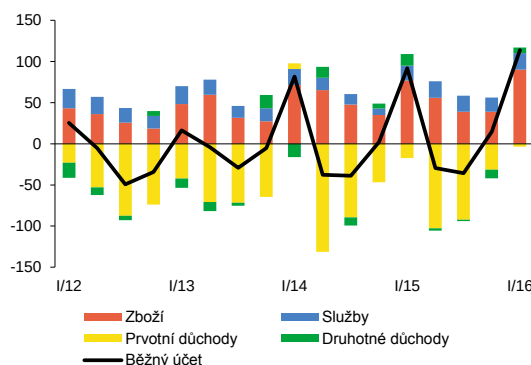
Pro vývoj běžného účtu byl v prvním čtvrtletí určující přebytek **bilance zboží** (90,3 mld. Kč), který se druhé čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval (o více než 13 mld. Kč). K tomuto zvýšení přitom přispěly zhruba rovnoměrně vývoj v reálném vyjádření a cenový vliv spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací. Z hlediska zboží struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn zvýšením přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). Vývoz v této skupině tak nadále potvrzoval svou vysokou konkurenceschopnost; do budoucna však pro něj představují riziko směrem dolů výsledky referenda ve Spojeném království (viz BOX 4). Meziroční tempo růstu nominálního obchodního obrátu ve srovnání s předchozím čtvrtletím nicméně výrazně zpomalilo (o 5,4 procentního bodu na 0,9 %). Tento vývoj souvisel zejména se stagnací dovozu zboží, která byla významně ovlivněna prohloubením poklesu dovozních cen (včetně kurzového vlivu) prakticky ve všech obchodních skupinách. Přispělo k ní i zmírnění růstu celkové domácí poptávky a slabší poptávka po kooperačních dovozech k výrobě na vývoz. Poměrně výrazným cenovým poklesem byl ovlivněn i vývoz zboží, jehož růst přes nepatrné posílení poptávky v eurozóně zpomalil na 1,7 %. V průběhu druhého čtvrtletí 2016 meziroční růst celkového přebytku dále zrychlil a za duben až květen dosáhl téměř 19 mld. Kč.

K přebytku výkonové bilance přispěla v prvním čtvrtletí **bilance služeb** v rozsahu 20,1 mld. Kč (Graf III.6.3). Přebytek služeb se tak čtvrté čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval, tentokrát o více než 2 mld. Kč. Na celkovém přebytku se nejvíce podílel přebytek výrobních služeb a oprav (6,4 mld. Kč), který se však meziročně nepatrně snížil. Mírného přebytku dosáhly i ostatní tři dílčí bilance. K meziročnímu růstu celkového přebytku nejvíce přispěla bilance dopravy v důsledku růstu jejích příjmů.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

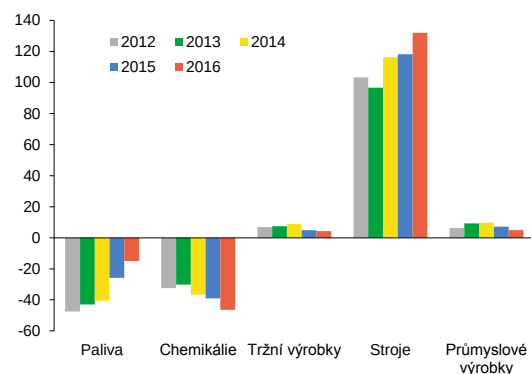
K meziročnímu růstu přebytku běžného účtu v prvním čtvrtletí 2016 přispělo zvýšení přebytku zboží a služeb i zmírnění schodku prvotních důchodů (v mld. Kč)



GRAF III.6.2

ZAHRANIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM PODLE SITC

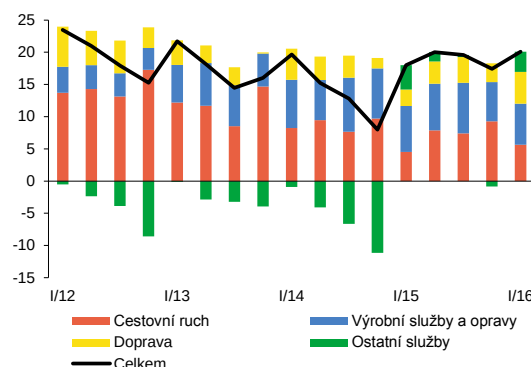
K meziročnímu růstu přebytku obchodní bilance přispělo nejvíce zvýšení přebytku strojů (čtvrté čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



GRAF III.6.3

SLUŽBY

K přebytku bilance služeb přispěly všechny její složky (v mld. Kč)



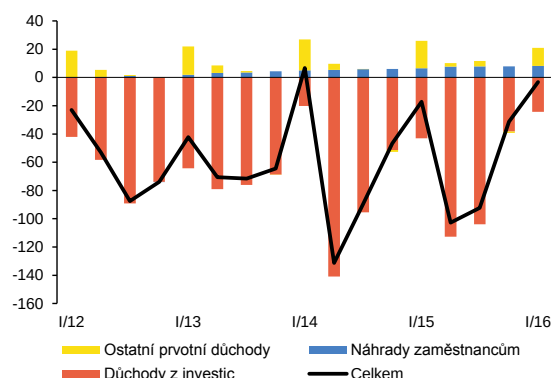
Oproti vysoce přebytkové bilanci zboží a služeb skončily **prvotní důchody** malým schodkem 3,3 mld. Kč, který se ovšem meziročně o téměř 14 mld. Kč zmínil. Ke zmírnění celkového schodku podobně jako v předchozím čtvrtletí nejvíce přispěly meziročně nižší důchody z přímých investic ve formě dividend hrazených nerezidentům. Rozhodující složku celkové bilance nicméně i nadále představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4) vyplývající ze schodku důchodů z přímých investic (-33 mld. Kč). Ten byl však v tomto čtvrtletí téměř vyvážen přebytky ostatních dílčích bilancí. Významně byl korigován především přebytkem ostatních prvotních důchodů (12,8 mld. Kč), zahrnujících čisté příjmy z rozpočtu EU, a dále přebytky náhrad zaměstnancům a důchodů z rezervních aktiv.

Naproti tomu **druhotné důchody** zaznamenaly přebytek 6,8 mld. Kč, který se však meziročně o více než 7 mld. Kč snížil. Jejich nejvýznamnější součástí byly čisté příjmy z běžné mezinárodní spolupráce, které přesáhly 23 mld. Kč a zahrnovaly hlavně příjmy z rozpočtu EU. Z velké části však byly vyváženy schodky ve většině dalších položek, především v položce odvodů odvozených z DPH a HNP do rozpočtu EU. Čisté čerpání zdrojů z EU vykazované v rámci druhotných důchodů dosáhlo celkově 13,8 mld. Kč a meziročně se snížilo o více než 6 mld. Kč. Meziroční vývoj druhotných důchodů tak nejvíce souvisel s poklesem příjmů z EU.

GRAF III.6.4

PRVOTNÍ DŮCHODY

Schodek prvotních důchodů se meziročně snížil vlivem zmírnění schodku důchodů z investic
(v mld. Kč)



BOX 4 Obchodní vztahy ČR se Spojeným královstvím

Neočekávaný **výsledek referenda** o odchodu Spojeného království Velké Británie a Severního Irska (UK) z EU se bezprostředně projevil oslabením britské libry a eura, poklesem akciových trhů a nárůstem výnosů dluhopisů periferních zemí eurozóny. V krátkodobém horizontu se dostavilo zvýšení nejistoty, která ovlivní investiční aktivitu, a tím i vývoj HDP zejména v UK.⁶⁰ Negativní dopady odchodu UK z EU jako takového do jejich vzájemného obchodu se zbožím a službami se projeví až v delším horizontu několika let.⁶¹

Nová prognóza zahrnuje aktualizované výhledy vnější poptávky ČR a dalších zahraničních veličin, ve kterých jsou očekávané dopady brexitu již obsažené. Cílem tohoto boxu je ukázat přímé obchodní vazby mezi ČR a UK. Obrat **zahraničního obchodu se zbožím** ČR a UK dosáhl v roce 2015 výše 227,7 mld. Kč⁶² a na celkovém obchodním obratu ČR se podílel 3,7 %. Podíl vývozu do UK přitom na celkovém vývozu zboží ČR dosáhl 5,1 %. UK tak představovalo čtvrtého

60 CF snížil odhad růstu HDP UK pro rok 2017 o 1,4 procentního bodu na 0,7 %. Podle MMF zpomalí hospodářský růst UK v příštím roce o 0,9 procentního bodu na 1,3 %. Podle simulací Evropské komise může růst HDP UK poklesnout oproti základnímu scénáři kumulativně do konce roku 2017 v rozmezí 0,9 až 2,7 procentního bodu.

61 A jeho rozsah bude navíc velmi záležet na tom, jaké podmínky tohoto odchodu se podaří vyjednat.

62 Souhrnná charakteristika vychází z údajů v metodice platební bilance.

nejvýznamnějšího obchodního partnera z hlediska vývozu ČR.⁶³ Dovoz z UK naopak představoval v rámci celkového dovozu zboží do ČR pouze 2,1 %. Vzájemná obchodní bilance tak skončila v roce 2015 pro ČR jako vysoce přebytková (Graf 1).

Z hlediska **zbožové struktury**⁶⁴ představovaly nejvýznamnější položku vývozu i dovozu stroje a dopravní prostředky. Vývoz strojů se na celkovém vývozu zboží do UK podílel téměř 70 %, přičemž zhruba třetinu z toho (v absolutním vyjádření 48 mld. Kč) představovaly osobní automobily. Skupina strojů a dopravních prostředků dosáhla ze všech obchodních skupin také nejvyššího přebytku (Tab. 1). Na něm se přitom z poloviny podílel přebytek silničních vozidel. Schodek zaznamenala pouze skupina chemikálií.

Obrat **zahraničního obchodu se službami** ČR a UK dosáhl v roce 2015 výše 56,7 mld. Kč a na celkovém obchodním obratu ČR se podílel 5,4 %. Vývoz služeb do UK měl podíl na vývozu ČR ve výši 5,9 % a podíl dovozu služeb z UK do ČR činil 4,9 %. Bilance služeb tak skončila v roce 2015 jako mírně přebytková (8,9 mld. Kč). K celkovému přebytku nejvíce přispěl přebytek dílčí bilance dopravy, který dosáhl téměř 6 mld. Kč.

UK tak představuje relativně významný exportní trh zejména pro české strojírenské výrobky, a to především automobilový průmysl. Přímé **dopady zpomalení ekonomického růstu v UK** do vývoje v ČR nicméně budou poměrně mírné. Zpomalení britské poptávky o 1,5 procentního bodu ovlivní český vývoz do UK ve směru poklesu jeho dynamiky v roce 2017 přibližně o 5 procentních bodů (s dopadem do bilance zboží a služeb směrem ke snížení jejího přebytku o cca 10 mld. Kč).

III.6.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet skončil přebytkem (18,4 mld. Kč), což souviselo téměř plně s čerpáním prostředků z rozpočtu EU (ve výši 17,9 mld. Kč). Také meziroční snížení tohoto přebytku o více než 12 mld. Kč bylo především důsledkem nižšího čerpání fondů EU.

III.6.3 Finanční účet

Finanční účet zaznamenal v prvním čtvrtletí 2016 čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 109,1 mld. Kč. To souviselo

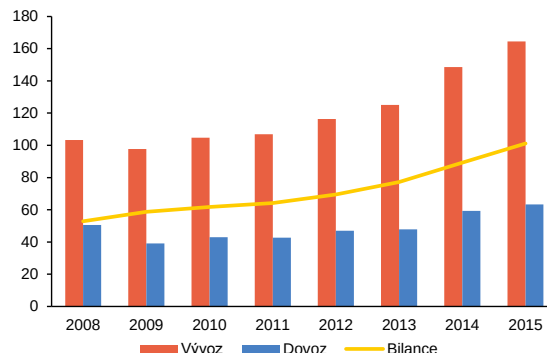
63 Nejvýznamnějším obchodním partnerem ČR z pohledu vývozu zboží bylo v roce 2015 Německo, které se na celkovém vývozu ČR podílelo 31,3 %. S odstupem pak následovalo Slovensko (10,7 %) a Polsko (6,4 %).

64 Rozbor zbožové struktury vychází z údajů v přehrániční statistice.

GRAF 1 (BOX)

ZAHRA NIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM MEZI ČR A SPOJENÝM KRÁLOVSTVÍM

Obchodní výměna se Spojeným královstvím je charakteristická vysokými přebytky na straně ČR (v mld. Kč, v metodice platební bilance)



TAB. 1 (BOX)

OBCHODNÍ BILANCE ČR SE SPOJENÝM KRÁLOVSTVÍM V ROCE 2015

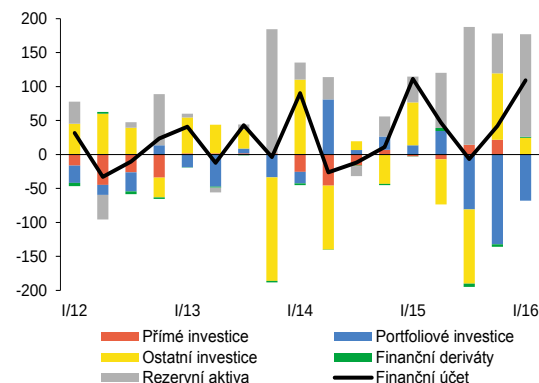
Nejvýznamnější položku vývozu i dovozu tvořily stroje a dopravní prostředky (v mld. Kč, v přehrániční statistice)

SITC	Vývoz	Dovoz	Bilance
0 Potraviny a živá zvířata	4,0	3,0	1,0
1 Nápoje a tabák	1,3	0,8	0,4
2 Suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	0,9	0,7	0,2
3 Minerální paliva, maziva a příbuzné materiály	1,8	1,3	0,6
4 Živočišné a rostlinné oleje, tuky a vosky	0,4	0,0	0,4
5 Chemikálie a příbuzné výrobky	5,8	14,7	-8,9
6 Tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	23,5	11,5	12,0
7 Stroje a dopravní prostředky	143,0	35,1	107,9
8 Průmyslové spotřební zboží	25,6	6,1	19,5
9 Komodity a předměty obchodu jinde neuvedené	0,2	0,2	0,0
Celkem	206,6	73,4	133,1

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Výrazný růst vykázala rezervní aktiva, pokračoval příliv portfoliových investic (v mld. Kč)



s růstem rezervních aktiv a čistým odlivem ostatních investic, které však byly částečně vyváženy čistým přílivem portfoliových investic (Graf III.6.5).

Bilance **přímých investic** přitom skončila po půl roce čistého odlivu jako vyrovnaná (Graf III.6.6). Příliv zahraničních investic do ČR i přírůstek českých investic v zahraničí dosáhly shodně 22,2 mld. Kč. Přírůstky investic souvisely na straně aktiv i pasiv s reinvesticemi zisku a s převahou poskytnutých půjček v dluhových nástrojích. V akciích a ostatních účastech naopak převažoval odliv zdrojů. Meziroční přechod přímých investic z malého čistého přílivu do vyrovnané pozice byl především důsledkem vývoje v úvěrových vztazích.

Portfoliové investice zaznamenaly v prvním čtvrtletí podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, v rozsahu 68 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace přitom představovaly nákupy tuzemských vládních dluhopisů nerezidenty. Také meziroční změna toků portfoliových investic (dosahující téměř 82 mld. Kč) byla ovlivněna zejména nákupem tuzemských dluhových cenných papírů. Držba majetkových cenných papírů zahraničními investory se zvýšila jen velmi mírně. Celkově přesáhl příliv pasivních portfoliových investic 81 mld. Kč. Rovněž v obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory převážily nákupy, které souvisely především s růstem držby zahraničních účastí a podílů v investičních fondech.

Naproti tomu vypořádání obchodů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo při mírné meziroční změně toků k čistým půjčkám do zahraničí, tj. čistému odlivu, ve výši 1,6 mld. Kč.

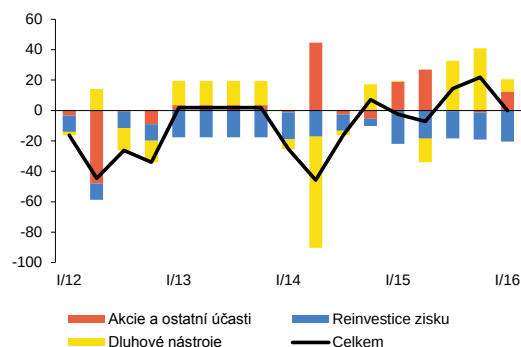
U **ostatních investic** byly vykázány čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 24,7 mld. Kč. K tomu přispěl hlavně čistý odliv zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru, který přesáhl 72 mld. Kč. Souvisel s růstem vkladů a poskytováním obchodních úvěrů v zahraničí a současným splácením obchodních úvěrů a půjček nerezidentům. Zhruba ze dvou třetin byl však vyvážen čistým přílivem u bankovního sektoru včetně ČNB, spojeným s růstem krátkodobých vkladů u tuzemských bank. Také meziroční zmírnění čistého odlivu ostatních investic o více než 38 mld. Kč souviselo nejvíce s nárůstem vkladů u tuzemských bank.

Rezervní aktiva se šesté čtvrtletí v řadě zvyšovala. V prvním čtvrtletí 2016 dosáhl jejich přírůstek v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB a konverzí prostředků z rozpočtu EU 150,9 mld. Kč (Graf III.6.8).

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

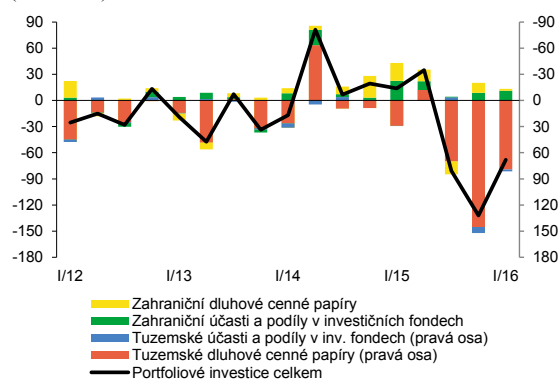
Přímé investice skončily v důsledku čistého přílivu reinvestovaného zisku při čistém odlivu v akciích a ostatních účastech i v dluhových nástrojích jako vyrovnané (v mld. Kč)



GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

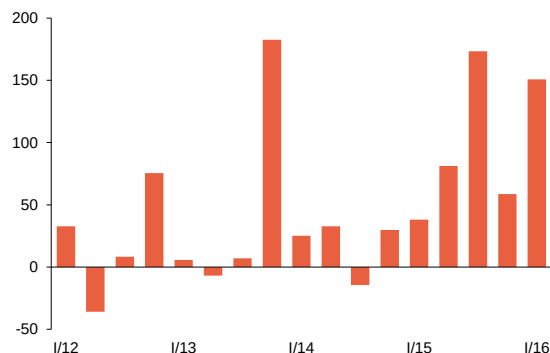
Portfoliové investice zaznamenaly čistý příliv v důsledku nákupu tuzemských vládních dluhopisů nerezidenty (v mld. Kč)



GRAF III.6.8

REZERVNÍ AKTIVA

Rezervní aktiva se opět zvýšila, především v důsledku devizových intervencí ČNB a konverzí fondů EU (změny v mld. Kč)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Meziroční hospodářský růst se v eurozóně držel v prvním čtvrtletí 2016 na stabilní úrovni. Ve Spojených státech růst po předchozím zvolnění lehce zrychlil. Inflace byla vyšší ve Spojených státech než v eurozóně, kde se pohybovala kolem nuly. Zrychlení inflace v obou ekonomikách je očekáváno až v roce 2017. Posilující trend eura vůči americkému dolaru se od konce dubna obrátil, směrem k oslabení eura vůči dolaru působil i vliv referenda ve Spojeném království. Ceny ropy a potravinářských komodit v průběhu druhého čtvrtletí 2016 vzrostly, tržní výhled do budoucna však naznačuje prakticky jejich stabilitu.

III.7.1 Eurozóna

Meziroční růst HDP v eurozóně se v prvním čtvrtletí 2016 držel na úrovni 1,7 % (Graf III.7.1). K růstu v prvních třech měsících roku přispívaly nejvíce spotřeba domácností a soukromé investice. Negativní příspěvek k celkovému růstu měl znovu čistý vývoz. Ze zemí eurozóny rostly nejrychleji ekonomiky Malty, Lucemburska, Španělska a Slovenska. Naopak ekonomika Řecka jako jediná z členských zemí již třetí čtvrtletí v řadě meziročně klesala.

Ekonomický vývoj v eurozóně doposud potvrzoval postupné oživování ekonomiky. V červnu se dále zvýšil předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu, a to díky expanzi ve všech zemích kromě Francie, která již několik měsíců zaznamenává pokles výstupu, nových objednávek i zaměstnanosti. Průmyslová produkce se přitom v souladu s očekáváním v květnu snížila téměř ve všech zemích eurozóny. Růst maloobchodních tržeb v květnu naopak po několika měsících útlumu opět zrychlil, v souladu se snižující se mírou nezaměstnanosti a rostoucí spotřebou domácností. S ohledem na výsledek referenda o vystoupení Spojeného království z EU nicméně došlo k přehodnocení předpovědi růstu HDP eurozóny k nižším hodnotám⁶⁵ (Graf III.7.2). Konzistentně s tím se snížil také červencový PMI, a to zejména kvůli očekávanému oslabení růstu vývozu do Spojeného království.

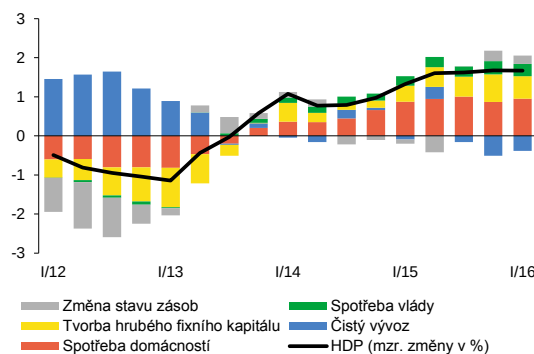
Spotřebitelské ceny přešly v červnu z deflace do velmi slabého růstu (o 0,1 %). Hlavními důvody tohoto vývoje bylo pokračující zmírňování propadu cen energií a nárůst cen ostatních složek spotřebitelského koše. CF přitom mírně zvýšil výhled inflace pro letošní rok (Graf III.7.2). Jádrová inflace pokračovala i v červnu v postupném zvyšování (na 0,9 %). Ceny průmyslových výrobců v květnu zmírnily svůj meziroční pokles

⁶⁵ Červencový CF snížil oproti červnové předpovědi výhledy růstu HDP eurozóny pro tento rok i příští rok (o 0,1, resp. 0,3 procentního bodu). Ačkoliv MMF výhled růstu HDP eurozóny pro rok 2016 lehce zvýšil (o 0,1 procentního bodu), růst v roce 2017 z důvodu brexitu snížil (o 0,2 procentního bodu). Pokud by byl přitom výsledek referenda opačný a Spojené království by se rozhodlo v EU setrvat, MMF by dle svých slov předpověď ekonomického růstu mírně zvýšil i pro rok 2017.

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

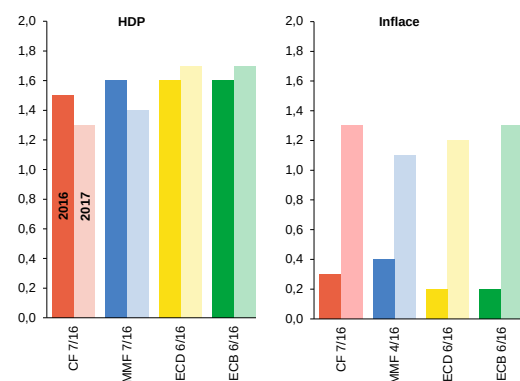
Spotřeba domácností a investice byly v prvním čtvrtletí 2016 nadále hlavními zdroji růstu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE HICP PRO EUROZÓNU

Růst HDP eurozóny by měl v následujících letech mírně zvolnit zejména vlivem očekávaných dopadů brexitu; inflace se výrazněji zvýší až v roce 2017 (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)

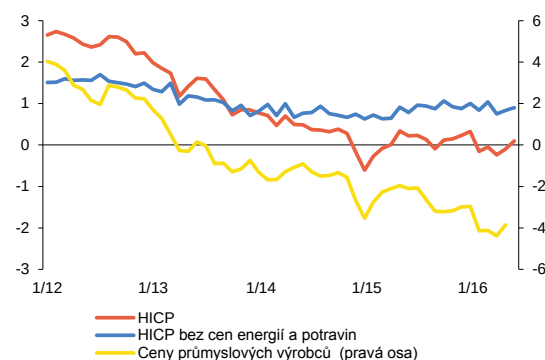


Pozn.: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Ceny energií zmírňují svůj pokles, a proto u inflace i cen průmyslových výrobců nastal obrat směrem nahoru (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



především díky zvolnění propadu cen v energetickém sektoru (Graf III.7.3).

Podle **ECB** jsou rizika růstu nadále negativní a řadí se mezi ně dopady rozhodnutí o brexitu, vývoj ve světové ekonomice a další geopolitické faktory. Měnová politika se od března letošního roku neměnila. Na svém červencovém zasedání ECB potvrdila, že program nákupu dluhopisů bude pokračovat do konce března 2017, ovšem v případě potřeby i delší dobu. Tříměsíční Euribor zůstává v záporných hodnotách, na nichž by měl setrvat i v dalších čtvrtletích.

Růst německé ekonomiky v prvním čtvrtletí 2016 výrazně zrychlil (na 1,6 %; Graf III.7.4). K tomu přispěla zejména spotřeba domácností podpořená růstem reálných disponibilních příjmů v důsledku značného navýšení mezd a zaměstnanosti při velmi nízké inflaci. S příznivým hospodářským vývojem souviselo též další snižování nezaměstnanosti (v květnu na 4,2 %). V souvislosti s přílivem uprchlíků se významně zvýšila také spotřeba vlády. Vzhledem k dynamickému růstu využití kapacit (nejvyššímu od roku 2012) se projevila i tendence ke zvyšování investic, což bylo mimo jiné podpořeno také značně uvolněnou měnovou politikou ECB. Ve stejném směru působilo snížení negativního příspěvku čistého vývozu, které bylo výsledkem obnovené dynamiky vývozu do Číny a částečně i do Ruska. Pokles zásob se zmínil.

Podle odhadu Bundesbanky lze očekávat pro druhé čtvrtletí 2016 výrazné zpomalení ekonomického růstu, což potvrzují údaje o snížení tempa růstu průmyslové a stavební výroby, maloobchodního obrátu a disponibilních příjmů za duben a květen. Pro třetí čtvrtletí 2016 počítá Bundesbanka s obnovením silného ekonomického růstu. Nasvědčuje tomu vývoj předstihových ukazatelů, které se v červnu vesměs zvýšily. Výjimkou je index ZEW, jenž se v červenci výrazně snížil především v důsledku referenda o odchodu Spojeného království z EU. V souvislosti s referendem svůj výhled pro německou ekonomiku mírně snížil také červencový CF (0,1 procentního bodu na 1,6 % pro letošní rok a o 0,2 procentního bodu na 1,3 % pro rok 2017). Bundesbanka očekává, že vliv hlasování bude v krátkém horizontu omezený.

Německá inflace v červnu vzrostla (o 0,2 procentního bodu na 0,3 %) v důsledku zmírnění poklesu cen energií a poněkud rychlejšího růstu cen potravin a služeb (Graf III.7.5). CF ponechal svůj odhad růstu spotřebitelských cen pro letošní rok na 0,4 %, předpověď pro příští rok snížil na 1,5 %.

Růst slovenské ekonomiky v prvním čtvrtletí 2016 ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírně zvolnil (ze 4 % na 3,7 %), jeho dynamika zůstala přesto vysoká⁶⁶, což řadí Slovensko mezi nejrychleji rostoucí ekonomiky eurozóny. Tento pozitivní vývoj

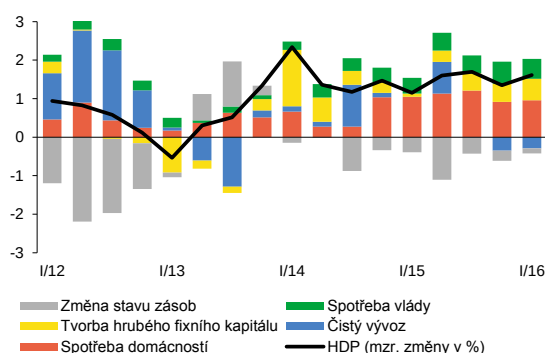
66 Velmi vysoký růst slovenské ekonomiky byl ve druhé polovině minulého roku podpořen dočerpáváním evropských fondů z uplynulého programového období.

GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

V prvním čtvrtletí 2016 se meziroční tempo růstu HDP zvýšilo v důsledku rychlejšího růstu domácí poptávky

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)

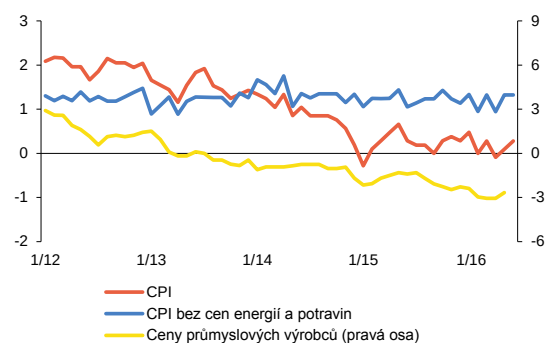


GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

V červnu se inflace zvýšila, zároveň se zmírnil pokles cen průmyslových výrobců

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



se nadále opírá o domácí poptávku (zejména spotřebu domácností a růst zásob), jejíž nárůst je částečně kompenzován poklesem čistého vývozu. Silný ekonomický růst se projevuje zvyšováním zaměstnanosti při pokračujícím snižování míry nezaměstnanosti (meziročně o 1,5 procentního bodu na 10 %). Nezaměstnanost se přesto stále nevrátila na úroveň před krizí z roku 2008.

Podle odhadu NBS pokračoval ve druhém čtvrtletí 2016 hospodářský růst na obdobné úrovni jako v předchozím čtvrtletí. Pro letošní rok očekává červencový CF nárůst HDP o 3,1 % (tj. o 0,5 procentního bodu méně než loni) a zachování zhruba stejného tempa i v roce 2017.

V červnu se **slovenská deflace** poněkud zmírnila (o 0,1 procentního bodu na 0,8 %) v důsledku zvolnění propadu cen energií a potravin a pokračujícího růstu cen služeb. Červencový CF očekává pro letošní rok pokračování deflace na úrovni 0,2 %, což je prakticky v souladu s prognózou NBS. Pro rok 2017 očekává CF návrat cen k růstu na úrovni 1,5 %.

III.7.2 Spojené státy

Meziroční **růst HDP ve Spojených státech** dosáhl v prvním čtvrtletí 2,1 % (Graf III.7.6). V porovnání se závěrem roku 2015 americká ekonomika mírně meziročně zrychlila. Kladně k meziročnímu růstu HDP přispěla opět zejména spotřeba domácností a fixní investice. Příspěvek čistého vývozu, který byl v minulém roce záporný, skončil v prvním čtvrtletí 2016 na nule.

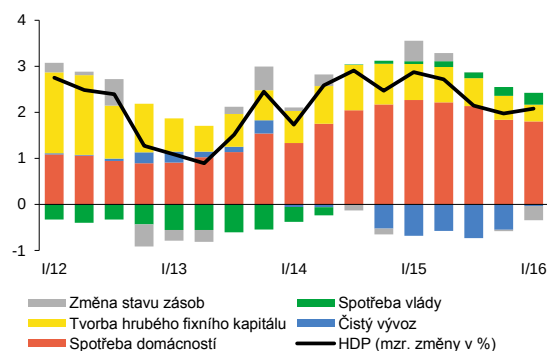
Na základě dostupných údajů lze předpokládat, že expanze americké ekonomiky pokračovala i **ve druhém čtvrtletí 2016**, a to zejména vlivem silné domácí poptávky. Přírůstek nových pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v květnu pouhých 11 tis., v červnu pak ovšem výrazně předčil tržní výhled (287 tis. ve skutečnosti oproti očekávaným 180 tis.). Míra nezaměstnanosti se stále pohybuje na historicky nízké úrovni (5 %). Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board v červnu dosáhla nejvyšší hodnoty za posledních osm měsíců, maloobchodní prodeje v průběhu druhého čtvrtletí meziročně rostly (o více než 2%). Zlepšuje se také situace v průmyslu. Předstihový ukazatel ISM PMI již čtyři měsíce v řadě naznačuje expanzi ve zpracovatelském průmyslu, přičemž pokles je patrný pouze ve složce zásob. Spolu s poklesem velkoobchodních zásob v květnu to naznačuje, že příspěvek zásob k růstu ve druhém čtvrtletí 2016 bude opět záporný. Průmyslová produkce v červnu zmírnila svůj meziroční pokles zejména díky vyšší produkci v automobilovém průmyslu. Podle sledovaných výhledů (Graf III.7.7) by měl růst HDP v roce 2016 dosáhnout hodnoty v rozmezí 1,8 % až 2,2 %. V roce 2017 je očekáváno jeho další mírné zrychlení.

GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

V prvním čtvrtletí 2016 americká ekonomika mírně zrychlila

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)

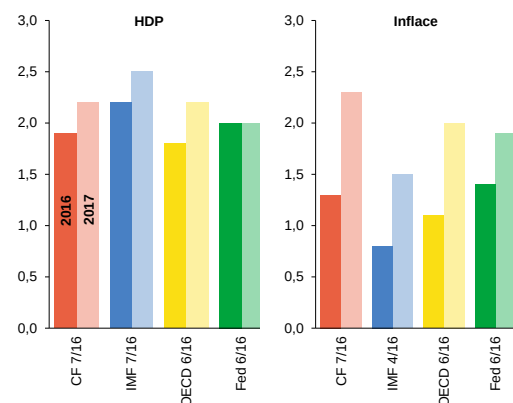


GRAF III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY

Hospodářský růst se bude pohybovat poblíž 2 %; zvýšení inflace se očekává v roce 2017

(meziročně v %, zdroj: CF, IMF, OECD, Fed)



Pozn.: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

Cenový vývoj byl v průběhu druhého čtvrtletí 2016 stabilní, když celková meziroční inflace ve všech třech měsících dosáhla hodnoty 1,1 % (Graf III.7.8). Inflace bez cen energií a potravin se pohybovala od prosince 2015 na úrovni 2,1 % až 2,3 %. Ceny výrobců od počátku roku prakticky stagnovaly, s mírným nárůstem v červnu (0,3 %). Výhledy inflace u sledovaných institucí (Graf III.7.7) se pro rok 2016 pohybují v pásmu 0,8 % až 1,4 %. V roce 2017 by se inflace v USA měla zvýšit.

Měnová politika Fedu se v průběhu sledovaného období nezměnila. Komentáře členů Fedu sice jistě zpřísnění měnové politiky původně naznačovaly, ale nízký přírůstek nových pracovních míst v květnu (viz výše) a posléze nejasný dopad nových rizik na americkou ekonomiku (vliv výsledku referenda o brexitu a následné turbulence na finančních trzích) tento krok odložily. Údaje z ekonomiky v poslední době nicméně obnovují očekávání na finančních trzích, že do konce roku Fed přistoupí alespoň k jednomu zvýšení své základní sazby.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči americkému dolaru pokračoval až do konce dubna v posilujícím trendu započatém v prosinci loňského roku a dosáhl tak svých nejsilnějších hodnot od srpna 2015 (Graf III.7.9). Tento trend přerušila příznivá data z americké ekonomiky, která vedla k posílení dolaru. Na počátku června byly nicméně zveřejněny překvapivě nepříznivé údaje z amerického trhu práce a vývoj se opět obrátil. K posílení eura ve stejné době přispěl rovněž výsledek měnověpolitického zasedání ECB, která navzdory očekávání trhů nepřistoupila k dalšímu uvolnění své politiky. Na zveřejnění výsledků referenda o brexitu pak ale reagovalo euro vůči dolaru během prvního dne ztrátou o 2,1 %.

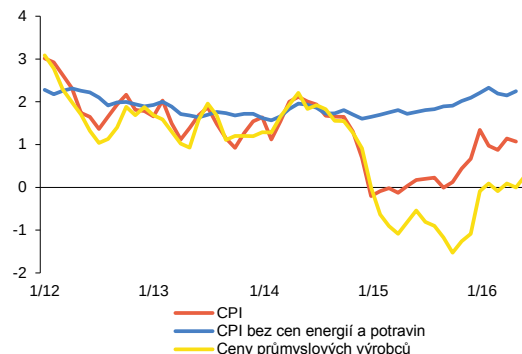
Vůči **britské libře** přerušilo euro své déletrvající posilování na počátku dubna. Důvodem bylo především posilování libry vůči dolaru v polovině dubna. S krátkou výjimkou na přelomu dubna a května, kdy dosahovalo euro výše zmíněných maxim vůči dolaru, pak vůči libře téměř dva měsíce oslabovalo. Měsíc před hlasováním o brexitu však začaly libru výrazněji srážet obavy z možného výsledku referenda, když čím dál více průzkumů veřejného mínění naznačovalo, že obyvatelé Spojeného království zvolí odchod z EU. Pár dní před referendem se sice očekávání trhů ještě jednou na chvíli otočila, po zveřejnění jeho výsledků však došlo k propadu libry. Vůči euru tak oslabila během jediného dne o 6,4 %.⁶⁷

Naproti tomu vůči **japonskému jenu** pokračovalo euro v již rok trvající trendovém oslabování v průběhu celého druhého čtvrtletí 2016. Ve druhé polovině dubna sice jen před zasedáním BoJ mírně oslabil, měnová politika však navzdory očekáváním

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

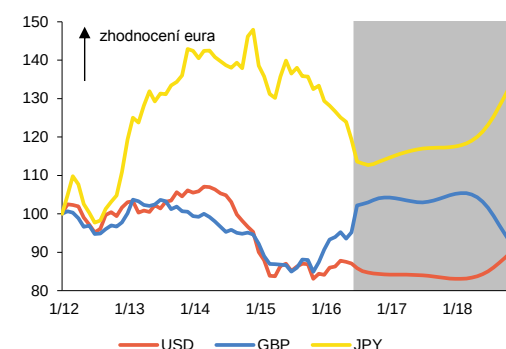
Inflace byla ve druhém čtvrtletí 2016 stabilní
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro ve druhém čtvrtletí 2016 oslabilo vůči dolaru i jenu, vůči libře naopak po referendu posílilo
(leden 2012 = 100, zdroj: Datastream, předpověď na základě Consensus Forecasts, výpočet ČNB)



⁶⁷ Vůči dolaru oslabila z 23. na 24. června o 8 %, čímž se propadla až k minimu za posledních 31 let, kolem něž se pak pohybovala i v průběhu první červencové dekády.

trhů uvolněna nebyla a tak své předchozí drobné zisky skokově smazal. V průběhu května sice jen vůči euru mírně oslaboval⁶⁸, následně však BoJ trhy opět zklamala svou nečinností na červnovém zasedání a jen znovu prudce posílil. Týden na to reagoval japonský jen na výsledek referenda o vystoupení Spojeného království z EU ještě mnohem silnějším posílením (trhy je totiž vnímán jako „bezpečné aktivum“), čímž se dostal na svou nejsilnější úroveň vůči euru od prosince 2012.

V první polovině července euro vůči americkému dolaru kolísalo bez znatelného trendu, poté mírně oslabilo. Vůči britské libře začalo postupně oslabovat, když se politická situace ve Spojeném království po jmenování nové premiérky zklidnila. Naproti tomu vůči jenu euro posílilo poté, co ve volbách zvítězila koalice dosavadního premiéra Abeho, což podpořilo tržní očekávání dalšího uvolnění měnové politiky BoJ. Podle červencového CF by mělo euro v horizontu jednoho roku vůči americkému dolaru oslabit o 1,9 % (na 1,08 USD/EUR), vůči britské libře a japonskému jenu pak posílit o 0,7 %, resp. 2,6 %.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Po velkém převisu nabídky nad poptávkou v prvním čtvrtletí 2016 se dle IEA trh s ropou ve druhém čtvrtletí dostal neočekávaně téměř do rovnováhy. Příčinou byly zejména velké výpadky těžby jak v zemích OPEC (Libye, Nigérie, Venezuela), tak i mimo tento kartel (Kanada). Nabídku snižoval i zrychlující pokles břidlicové těžby v USA, zatímco poptávku zvyšovala vysoká aktivita rafinérií po celém světě. Ty reagovaly na rychle rostoucí spotřebu benzínu v Číně, Indii a USA. **Cena ropy Brent** tak v průběhu dubna a první poloviny května vzrostla ze 40 USD/barel k hranici 50 USD/barel. Poté však její trendový růst, trvající téměř čtyři měsíce, výrazně zpomalil a v červnu se úplně zastavil (Graf III.7.10). Od té doby cena ropy Brent kolísala v intervalu cca 46 až 51 USD/barel.⁶⁹

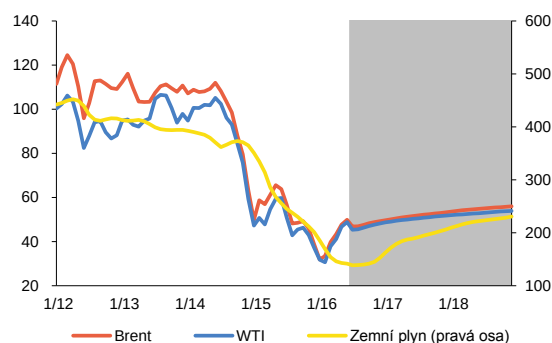
Ke zpomalení růstu cen ropy ve druhé polovině května přispěl posilující dolar a slábnoucí spekulativní aktivita investorů, kteří při ceně ropy nad 50 USD/barel již nevidí větší prostor pro další růst ceny, neboť patrně dojde k oživení investiční aktivity a zpomalení poklesu břidlicové těžby v USA. V průběhu června cena ropy svými výkyvy odrážela zvýšenou nejistotu v důsledku nadcházejícího referenda o setrvání Spojeného království v EU, a reagovala i na s tím související změny kurzu dolaru. Propad cen ropy po oznámení výsledků referenda byl jen dočasný, když pokračující pokles zásob ropy v USA dopomohl cenám k růstu zpět k hranici 50 USD/barel. Na počátku července se objevily obavy, že spotřeba benzínu v USA nebyla ve druhém čtvrtletí 2016 tak silná, jak

GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Po pět měsíců trvajícím růstu cena ropy v první polovině července mírně poklesla; výhled do konce roku 2018 je jen zvolna rostoucí

(ropa v USD/barel, zemní plyn [ruský na hranicích s Německem] v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



68 Jak euro, tak jen v té době oslabovaly přibližně stejnou měrou vůči dolaru.

69 Ke konci července se však dostala až pod 45 USD/barel, když dále zesílily obavy z vysokých zásob benzínu a s tím spojená spekulativní aktivita investorů, kteří očekávají, že cena se posune ještě níže. K poklesu přispělo rovněž další posílení dolaru.

naznačovala předběžná data, což společně s návratem kanadské ropy na trh poslalo ceny ropy o cca 3 USD/barel níže.

Rafrinérie ve všech oblastech světa v první polovině letošního roku využívaly vysokých marží (daných nízkou cenou ropy a vysokou poptávkou po benzínu) a maximalizovaly produkci benzínu. **Rostoucí globální zásoby rafinérských produktů** však vzbuzují obavy, že část fundamentální nerovnováhy se patrně jen přesunula z ropného trhu na trh s produkty. V současné době již část rafinérií omezuje produkci, což představuje krátkodobě tlak na ceny ropy směrem dolů. Ačkoliv je tedy trh s ropou již zřejmě nasměrován k fundamentální rovnováze⁷⁰, krátkodobé nerovnováhy budou nadále existovat a přelévat se mezi jednotlivými trhy. To bude zvyšovat volatilitu cen ropy.

Korunová cena ropy by měla na konci letošního roku přejít z více než dva roky trávajícího meziročního poklesu k růstu, a to převážně v důsledku vývoje dolarové ceny (Graf III.7.11).

Přes aktuálně značnou nejistotu ohledně budoucího vývoje se předpovědi sledovaných institucí příliš neliší od tržní futures křivky z 11. července, která implikuje průměrnou cenu ropy Brent v letošním roce 44,5 USD/barel a v příštím roce 51,7 USD/barel. Prakticky stejné hodnoty tak očekává i EIA a červencová předpověď CF pro roční horizont je jen o necelý dolar nad tržní křivkou (52,8 USD/barel). **Rizika budoucího vývoje cen ropy** mohou krátkodobě působit spíše směrem dolů (uklidnění politické situace v Libyi a Nigérii, slabší než očekávaný růst poptávky), i když tržní křivka zatím zůstává relativně plochá (ač stále rostoucí), což podporuje názory, že nabídka s poptávkou se aktuálně sblížily. V delším horizontu však nelze vyloučit naopak rychlejší růst cen ropy. Předpověď EIA od třetího čtvrtletí 2017 očekává pokles globálních zásob ropy a jeho urychlení v roce 2018. Na to by cena ropy měla v závěru roku 2017 reagovat zrychlením růstu až na průměrných 58 USD/barel ve čtvrtém čtvrtletí 2017 a dalším růstem v roce 2018. V této době by se již mohl začít projevat výpadek investic do konvenční těžby, která zatím zvyšuje nabídku ropy v důsledku dokončování projektů, zainvestovaných ještě v dobách vysokých cen ropy.

Trendový růst indexu cen neenergetických surovin ve druhém čtvrtletí 2016 oproti předchozímu čtvrtletí zrychlil zásluhou obdobného vývoje indexu cen zemědělských komodit (Graf III.7.12). Zejména ceny sóji, kukuřice, cukru a rýže reagovaly růstem na nepříznivé počasí v hlavních pěstelských oblastech. Ve druhé polovině června se vývoj počasí zlepšil a ceny zrnin část předchozích zisků ztratily (cena pšenice dokonce poklesla na desetileté minimum). Index cen průmyslových kovů ve druhém čtvrtletí 2016 více méně stagnoval, když na něj působily protichůdné vlivy. Rostoucí

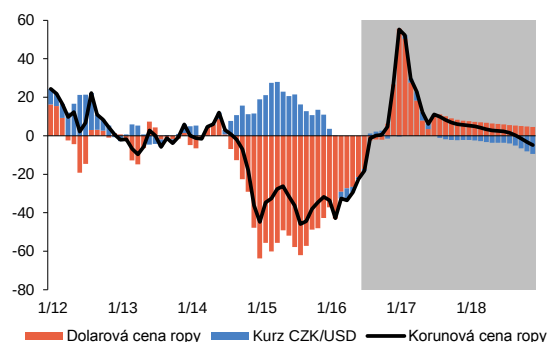
70 IEA, EIA i OPEC ve svých červencových zprávách očekávají, že nabídka ropy se dostane do rovnováhy s poptávkou ve druhé polovině roku 2017.

GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Korunová cena ropy začne meziročně růst v závěru letošního roku, přičemž rozhodující bude vliv vývoje dolarové ceny

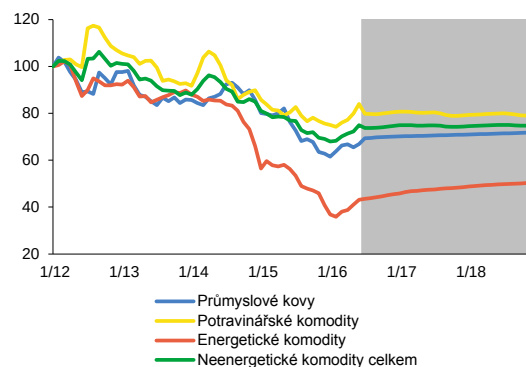
(ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Indexy cen neenergetických a potravinářských komodit ve druhém čtvrtletí 2016 rostly, index cen průmyslových kovů stagnoval; u všech tří indexů se na výhledu očekává prakticky stabilita (leden 2012= 100, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



Pozn.: Struktura indexů neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist, index energetických surovin se skládá z ropy Brent (0,4), uhlí (0,4) a zemního plynu (0,2).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

ceny ropy obecně růst cen kovů podporovaly, proti tomu však působila zvýšená nejistota po referendu v UK a silný dolar. Výhled průmyslu (na základě PMI) se zlepšoval v USA, ale zhoršoval v Číně. Částečnou podporu cenám základních kovů poskytovalo zlepšení na čínském trhu nemovitostí. Podle tržních výhledů by všechny tři sledované neenergetické indexy měly prakticky stagnovat.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1	Prognóza celkové inflace	2
Graf I.2	Prognóza měnověpolitické inflace	2
Graf I.3	Prognóza úrokových sazeb	3
Graf I.4	Prognóza růstu HDP	3
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	4
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	4
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	6
Graf II.1.4	3M EURIBOR	7
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	7
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	7
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	8
Graf II.2.2	Regulované ceny	9
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	9
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	10
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	10
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	10
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	11
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	13
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	13
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	14
Graf II.2.11	Struktura meziročního růstu HDP	14
Graf II.2.12	Přepočtený počet zaměstnanců	15
Graf II.2.13	Prognóza trhu práce	15
Graf II.2.14	Reálná spotřeba domácností a vlády	15
Graf II.2.15	Nominální disponibilní důchod	16
Graf II.2.16	Míra úspor domácností	16
Graf II.2.17	Tvorba hrubého kapitálu	16
Graf II.2.18	Rozklad investic	17
Graf II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	17
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	22
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	22
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	23
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	23
Graf II.3.5	Změny prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	23
Graf II.4.1	Vnímaná a očekávaná inflace	24
Graf II.4.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	25
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	26
Graf III.1.2	Inflace	27
Graf III.1.3	Struktura inflace	28
Graf III.1.4	Složky inflace	28
Graf III.1.5	Ceny potravin	28
Graf III.1.6	Struktura vývoje cen potravin, nápojů a tabáku v červnu 2016	29
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	29
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	32
Graf III.2.2	Dovozní ceny	32
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	32
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	33
Graf III.2.5	Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	33
Graf III.2.6	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	33
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	34

Graf III.2.8	Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru a ceny stavebních prací	35
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	36
Graf III.3.2	Výdaje domácností na spotřebu	36
Graf III.3.3	Disponibilní důchod	36
Graf III.3.4	Spotřeba domácností	37
Graf III.3.5	Indikátory důvěry	37
Graf III.3.6	Investice podle sektorů	37
Graf III.3.7	Tvorba fixního kapitálu	38
Graf III.3.8	Vývoz a dovoz	38
Graf III.3.9	Podíly odvětví na růstu HPH	38
Graf III.3.10	Průmyslová produkce	39
Graf III.3.11	Nové průmyslové zakázky	39
Graf III.3.12	Bariéry růstu v průmyslu	39
Graf III.3.13	Potenciální produkt	40
Graf III.3.14	Mezera výstupu	40
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	41
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	41
Graf III.4.3	Přepočtený počet zaměstnanců	41
Graf III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	42
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	42
Graf III.4.6	Průměrná mzda a NH produktivita	42
Graf III.4.7	Vývoj produktivity v odvětvích	43
Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	43
Graf III.5.1	Peněžní agregáty a úvěry	44
Graf III.5.2	Struktura vkladů v rámci peněžního agregátu M3	44
Graf III.5.3	Úvěry soukromému sektoru	45
Graf III.5.4	Úvěry nefinančním podnikům dle ekonomických odvětví	45
Graf III.5.5	Úvěry domácnostem	45
Graf III.5.6	Zatížení příjmů jednotlivých příjmových skupin domácností spotřebními výdaji a splátkami úvěrů	46
Graf III.5.7	Základní sazby ČNB	46
Graf III.5.8	Tržní úrokové sazby	47
Graf III.5.9	Úrokové diferenciály	47
Graf III.5.10	Výnosová křivka státních dluhopisů	48
Graf III.5.11	Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	48
Graf III.5.12	Úroková sazba z klientských vkladů	48
Graf III.5.13	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	49
Graf III.5.14	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	49
Graf III.5.15	Nominální efektivní kurz koruny	49
Graf III.5.16	Základní ukazatele hospodaření	50
Graf III.5.17	Vývoj provozního zisku v odvětvích	50
Graf III.5.18	Finanční závazky nefinančních podniků	51
Graf III.5.19	Struktura finančních aktiv domácností	51
Graf III.5.20	Realizované a nabídkové ceny bydlení	52
Graf III.5.21	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	52
Graf III.6.1	Běžný účet	53
Graf III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím podle SITC	53
Graf III.6.3	Služby	53
Graf III.6.4	Prvotní důchody	54
Graf III.6.5	Finanční účet	55
Graf III.6.6	Přímé investice	56
Graf III.6.7	Portfoliové investice	56
Graf III.6.8	Rezervní aktiva	56
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	57

Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu	57
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	57
Graf III.7.4	HDP v Německu	58
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	58
Graf III.7.6	HDP ve Spojených státech	59
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy	59
Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	60
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	60
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	61
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	62
Graf III.7.12	Ceny komodit	62

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	9
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	17
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	18
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	20
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	20
Tab. II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	24
Tab. II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	24
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	26
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	27
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	27
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	43
Tab. III.5.1	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	50

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	3
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	11
Graf SZ II.2.2	Technologie	14
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	22
Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	34
Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	34
Graf SZ III.5.1	Prognóza peněžního vývoje	44

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	51
-----------------	------------------------------------	----

POUŽITÉ ZKRATKY

CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CZK, Kč	česká koruna
CZ-ISCO	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
ČEB	Česká exportní banka
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EGAP	Exportní garanční a pojišťovací společnost
EHP	Evropský hospodářský prostor
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)
EIU	Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ESA	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	centrální banka USA
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HNP	hrubý národní produkt
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
IRS	interest rate swap (úrokový swap)

IRI	Institut regionálních informací
ISPV	informační systém o průměrném výděлку
JPY	japonský jen
KZAM	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	loan to value
M1, M3	peněžní agregát
MFI	měnové finanční instituce
MF	Ministerstvo financí
MHD	Městská hromadná doprava
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
NBS	Národní banka Slovenska (Slovenská národní banka)
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
NÚ	národní účty
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
p. b.	procentní body
PH	pohonné hmoty
PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
1T, 1M, 1R	jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční
PZI	přímé zahraniční investice
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI

Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011	box	I/2012
Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů	box	I/2012
Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011	box	I/2012
Revize spotřebního koše	box	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	box	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	box	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	box	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	box	III/2012
Vývoj míry úspor domácností	box	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	box	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	box	IV/2012
Revize čtvrtletních národních účtů	box	I/2013
Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012	box	III/2013
Avizované omezování kvantitativního uvolňování USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek	box	III/2013
Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	box	IV/2013
Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	box	IV/2013
Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví vývoje reinvestic	box	IV/2013
Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	box	IV/2013
Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)	box	I/2014
Vývoj a struktura zaměstnanosti na kratší pracovní dobu	box	II/2014
Obchodní vztahy České republiky s Ukrajinou a Ruskou federací	box	II/2014
Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci	box	III/2014
Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku	box	IV/2014
Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010	box	IV/2014
Dopady vojensko-politické krize na Ukrajině na ČR	box	IV/2014
Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře	box	I/2015
Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy	box	I/2015
Mediánová inflace	box	II/2015
Vývoj na trhu práce z pohledu NAIRU a cyklického vývoje míry nezaměstnanosti a mezd	box	II/2015
Index měnových podmínek pro Českou republiku	box	II/2015
Index měnových podmínek pro eurozónu	box	II/2015
Průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží	box	III/2015
Vývoj rovnovážného měnového kurzu CZK/EUR	box	III/2015
Německá ekonomika a kurz USD/EUR	box	III/2015
Zaměstnávání zahraničních a agenturních pracovníků a jejich vliv na statistiky zaměstnanosti	box	IV/2015

Údaje o veřejných zakázkách jako předstihový indikátor vládních investic	box	I/2016
Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje	box	I/2016
Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit	box	I/2016
Vývoj mezd v roce 2015 z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO	box	II/2016
Index cen bydlení a jeho vývoj v zemích EU	box	II/2016
Model efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně	box	III/2016
Vliv Balassova-Samuelsonova efektu na ceny v domácí ekonomice	box	III/2016
Obchodní vztahy ČR se Spojeným královstvím	box	III/2016

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

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.

Čistá inflace: přírůstek indexu spotřebitelských cen po vyloučení položek regulovaných cen a po očištění o primární dopady změn nepřímých daní. Čistá inflace se skládá z inflace cen potravin, cen pohonných hmot a tzv. korigované inflace bez pohonných hmot. Do konce roku 2001 byly v čisté inflaci stanoveny inflační cíle ČNB. Od roku 2002 jsou inflační cíle ČNB stanoveny v celkové inflaci, a čistá inflace tak má pouze analytické využití.

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.

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. Vahami při výpočtu jsou podíly jednotlivých ekonomik eurozóny na obratu zahraničního obchodu ČR.

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

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

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

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

Horizont měnové politiky: časový horizont, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika a který zohledňuje zpoždění v transmissi 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), tvorba hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

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

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

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

Inflační tlaky: jsou v modelovém aparátu ČNB aproximovány vývojem tzv. mezery reálných mezních nákladů v sektoru spotřebních statků. Celkové inflační tlaky se dělí na domácí inflační tlaky (v sektoru mezispotřebních statků) a dovezené inflační tlaky (v sektoru dovozních cen).

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.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

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.

Loan-to-value ratio (LTV): poměr úvřů a hodnoty zastavené nemovitosti.

Marže výrobců: v příslušném sektoru jsou převrácenou hodnotou jejich reálných mezních nákladů. Růst nominálních nákladů výrobce bez odpovídajícího růstu ceny produkce způsobuje pokles obchodní marže, a tedy růst reálných mezních nákladů. Pokud by byly ceny v odvětví dokonale flexibilní, cena by byla v každém okamžiku tvořena konstantními maržemi k mezním nominálním nákladům. O „mezeře“ marží ve spotřebitelském sektoru hovoříme proto, že se jedná o odchylku od dlouhodobé úrovně marží.

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. Mezi ně patří 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 nemovitostí: ceny nabídek prodeje nemovitostí v realitních kancelářích. Nabídkové ceny by měly být vyšší než ceny převodů nemovitostí. V ČR jsou nabídkové ceny nemovitostí publikované například ČSÚ či Institutem regionálních informací (IRI).

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

Nominální náklady v sektoru mezispotřeby: jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady tzv. práci zhodnocující technologie. Tu lze chápat jako koncept podobný souhrnné produktivitě výrobních faktorů např. v Cobbově-Douglasově produkční funkci.

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

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice zachycené v tzv. měnovém přehledu. Podle národní definice jsou propočteny z pasiv rezidentských měnových finančních institucí měnového charakteru vůči sektorům jiným než měnovým finančním institucím nacházejících se v ČR (domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce mimo vládní instituce). Peněžní agregáty se liší podle likvidity jednotlivých složek. Úzký peněžní agregát M1 zahrnuje oběživo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, celkové vklady s dohodnutou splatností a s výpovědní lhůtou a repo operace. Široký peněžní agregát M3 zahrnuje oběživo, jednodenní

OMEZENÝ PŘÍSTUP

vkłady, vkłady s dohodnutou splatností do dvou let, vkłady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry do dvou let.

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.

Poměr ceny bytu a průměrné mzdy (také ukazatel price-to-wage): podíl ceny bytu a součtu roční průměrné mzdy za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Index počítán z realizačních cen nemovitostí, nejnovější údaje jsou odhadnuty z cen nabídkových.

Poměr ceny bytu a disponibilního důchodu (také ukazatel price-to-disposable income): podíl ceny bytu a součtu disponibilního důchodu za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Index počítán z realizačních cen nemovitostí, nejnovější údaje jsou odhadnuty z cen nabídkových.

Poměr ceny bytu a tržního nájemného (také ukazatel price-to-rent): ukazatel udržitelnosti cen bytů označující podíl ceny bytu a ročního nájemného. Ukazatel price-to-rent je převrácenou hodnotou výnosu z nájemného. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Ukazatel počítán z nabídkového nájemného a nabídkových cen bytů dle údajů Institutu regionálních informací.

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

Realizované ceny nemovitostí: ceny pocházející jednak ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitostí MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním. Druhým alternativním zdrojem dat o realizačních cenách jsou údaje ČSÚ z výběrového šetření v realitních kancelářích, u kterých je časové zpoždění výrazně nižší.

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

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

Růst technologie: situace, kdy dochází k růstu objemu produkce bez navyšování výrobních faktorů práce a kapitálu. Růst technologie tak vyvolává růst reálného objemu produkce při její konstantní ceně nebo pokles ceny výstupu vůči cenám vstupů při konstantním reálném objemu produkce.

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.