

V Praze dne 23. září 2016  
Č.j. 2016/109160/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

**6. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji**

**Stručný obsah – důvod předložení:**

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

**Část I**

Předkládací zpráva

**Útvary, s nimiž byl materiál projednán:**

Sekce bankovních obchodů  
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

**Část II**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

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

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

**Část III**

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik, Petr Král, Luboš Komárek

Zpracovatel: Sekce měnová

### **Předkládací zpráva**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 6.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, Situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

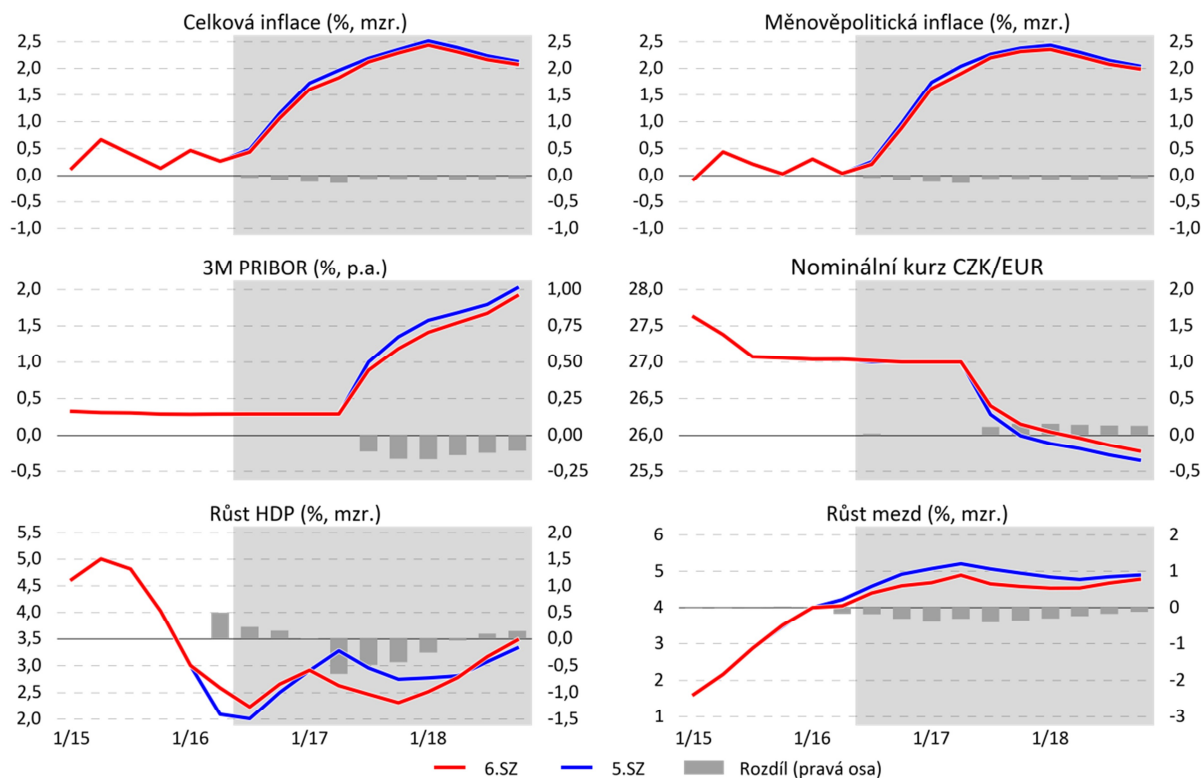
**OBSAH**

<b>I. SHRnutí .....</b>	<b>1</b>
1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik .....	1
2 Prognózy ostatních institucí .....	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů .....	6
<b>II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY .....</b>	<b>7</b>
1 Vnější prostředí .....	7
2 Vývoj veřejných rozpočtů .....	14
<b>III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN .....</b>	<b>16</b>
1 Trh práce .....	16
2 Ekonomický růst a jeho složky .....	20
3 Platební bilance .....	24
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy .....	26
5 Peníze a úvěry .....	31
<b>IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH .....</b>	<b>34</b>
1 Domácí úrokové sazby .....	34
2 Devizový kurz .....	35

**Tabulkové a grafické přílohy**

## I. SHRNU TÍ

## 1 Aktualizovaný scénář prognózy a výsledná bilance jejích rizik



Výše uvedená simulace zachovává předpoklad z 5.SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Výhled celkové i měnověpolitické inflace se posouvá k jen nepatrně nižším hodnotám. Celková i měnověpolitická inflace se tak budou dále postupně zvyšovat, na horizontu měnové politiky dosáhnou inflačního cíle a následně ho mírně překročí. Výhledy ekonomické aktivity pro příští rok a mezd v celém prognózovaném období se posouvají ve směru pomalejšího růstu. Za tímto posunem je vliv nižšího výhledu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně pro příští rok a o něco pomalejší růst mezd v letošním druhém čtvrtletí. Pomalejší tempo růstu zahraniční poptávky spolu s nižší domácí ekonomickou aktivitou vede i k pozvolnějšímu posílení nominálního měnového kurzu po opuštění kurzového závazku ve druhé polovině příštího roku. Rovněž nárůst domácích úrokových sazeb v tomto období je o něco pozvolnější.

Celkově sekce měnová hodnotí rizika prognózy z 5.SZ na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná.

U **zahraničních veličin** se zářijový výhled růstu ekonomické aktivity efektivní eurozóny v letošním roce posouvá vlivem silnějších pozorovaných dat nepatrně výše. Pro příští rok se však výhled o 0,2 procentního bodu snižuje, což zřejmě odráží zhoršení ukazatelů ekonomického sentimentu v eurozóně v poslední době. Letos se tak očekává růst zahraničního HDP o 2,3 % a v příštím roce jeho zvolnění na 1,6 %. V roce 2018 růst zrychlí na 2 %. Pokles efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců byl ve druhém čtvrtletí letošního roku mírnější oproti předpokladům predikce a rovněž jeho výhled se pro nejbližší tři čtvrtletí

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

posouvá směrem nahoru. Analytici tedy nadále očekávají obrat ve vývoji tohoto ukazatele, který 5.SZ vyhodnotila jako konzistentní s výhledem dalších zahraničních veličin. Ve zbývajícím horizontu prognózy zůstává výhled cen výrobců takřka neměnný. Pro letošní rok se tak očekává pokles výrobních cen o 2,8 % s tím, že v příštím roce se i nadále předpokládá obnovení jejich růstu, který by měl v průměru dosáhnout 1,5 % a v roce 2018 dále zrychlit na 2,1 %. Naproti tomu u spotřebitelské inflace se sice stále očekává její postupné oživení až k 2% hranici ve druhé polovině roku 2018, v ročním horizontu se však její výhled vlivem nižších cen energií pro domácnosti i méně příznivého výhledu ekonomického růstu mírně snižuje. Výhled implikovaných úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu nepatrně zvýšil. Ve stejném rozsahu i směru se posunuly i stínové úrokové sazby 3M EURIBOR, zohledňující celkový rozsah uvolnění měnové politiky ECB s využitím nekonvenčních nástrojů, jejichž odhadovaný efekt nadále zůstává 1,25 procentního bodu. Tržní výhledy ceny ropy Brent se změnily jen zanedbatelně, a nadále se tedy očekává její postupný nárůst až na hodnotu 55 USD/barel v závěru roku 2018. Výhled kurzu eura vůči dolaru se posouvá k mírně silnějším hodnotám kurzu eura na kratším horizontu prognózy, naopak ve druhé polovině roku 2018 se euro nachází na slabších úrovních. Riziko však představuje vliv brexitu na politiku ECB spolu s možným odložením dalšího zpřísnění měnové politiky FEDem.

**Trh práce** se v průběhu druhého čtvrtletí vyvíjel zhruba v souladu s prognózou, když nadále pokračoval silný růst zaměstnanosti doprovázený dalším poklesem obou měř nezaměstnanosti. Růst zaměstnanosti byl tažen nejen nárůstem počtu zaměstnanců, ale nově i obnoveným růstem počtu podnikatelů. Došlo k dalšímu nárůstu míry ekonomické aktivity na historicky nejvyšší hodnoty. Nárůst zaměstnanosti i počtu volných pracovních míst byl nejvýraznější v odvětví průmyslu a obchodu. Růst průměrné mzdy podle očekávání zpomalil, dosažené tempo 3,9 % přitom byla mírně pod prognózou. Rychlejší než očekávaný ekonomický růst se odrazil ve výraznějším zrychlení národohospodářské produktivity práce spolu s výraznějším zpomalením růstu jednotkových mzdových nákladů. Měsíční data za dosavadní průběh třetího čtvrtletí letošního roku ukazují na další snižování podílu nezaměstnaných osob v souladu s prognózou, zatímco obecná míra nezaměstnanosti stagnovala.

**Ekonomická aktivita** měřená reálným HDP ve druhém čtvrtletí letošního roku dále zpomalila svůj meziroční růst. Ten dosáhl 2,6 %, což bylo o 0,5 p.b. nad prognózou. Zpomalení růstu HDP bylo způsobeno především – nad očekávání výrazným – propadem hrubé tvorby fixního kapitálu a neočekávaným zpomalením růstu spotřeby domácností. K vyššímu než prognózovanému růstu však přispěly vyšší příspěvky změny stavu zásob a čistého vývozu. Růst hrubé přidané hodnoty činil stejně jako v prvním čtvrtletí 2,7 %, když se do záporných hodnot propadla dynamika hrubé přidané hodnoty ve stavebnictví a naopak vyšší růstové tempo vykázal průmysl a služby. Data za druhé čtvrtletí jsou zatížena zvýšenou nejistotou spojenou s očištěním o výrazně nadprůměrný počet pracovních dnů, které může mírně podhodnocovat zejména spotřebu domácností, u níž neexistují fundamentální důvody pro trvalejší zpomalení. Dosavadní údaje za druhé i třetí čtvrtletí ukazují na pokračující růst maloobchodních tržeb v solidním tempu, nadále silný spotřebitelský sentiment i rychlý růst reálných mzdových příjmů. Propad průmyslové produkce a zakázek v červenci byl do značné míry dán odlišným čerpáním celozávodních dovolených u významných průmyslových podniků oproti stejnému období loňského roku. Výrazný propad produkce ve stavebnictví se dále prohloubil, naopak orientační hodnota stavebních povolení nadále rostla.

V souhrnu **vývoj domácí ekonomiky** za druhé čtvrtletí přinesl protisměrné informace, na jedné straně v podobě vyššího růstu ekonomické aktivity a na druhé straně mírně nižší dynamiky mezd. Aktualizovaná simulace prognózy z 5.SZ jde ve směru mírně rychlejšího růstu ekonomické aktivity v letošním roce a naopak pozvolnějšiho růstu v roce 2017, a to při pomalejší mzdové dynamice na celém predikčním horizontu. To je dáno výraznějším zpomalením zahraniční poptávky v příštím roce a nižším pozorovaným růstem mezd.

Celková meziroční **inflace** se v průběhu třetího čtvrtletí odpoutala od hodnot poblíž nuly a v souladu s prognózou dosáhla v srpnu 0,6 %. Rovněž vývoj v jednotlivých složkách inflace byl v souladu s prognózou. Na jednu stranu se lehce zmírnila korigovaná inflace bez pohonných hmot, to však bylo převáženo obnovením růstu cen potravin a zmírněním poklesu cen pohonných hmot. Předchozí slabý pokles regulovaných cen se téměř zastavil a jejich nový výhled se posouvá jen lehce proinflačním směrem. Rizika krátkodobé prognózy inflace jsou zhruba vyrovnaná.

V dosavadním průběhu třetího čtvrtletí letošního roku zůstaly **úrokové sazby 3M PRIBOR** nadále stabilní a jejich průměrná výše (0,3 %) odpovídala prognóze. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba bylo rovněž v souladu s prognózou stabilní na úrovni 0,24 p.b. Tržní výhled úrokových sazeb 3M PRIBOR dle kotací FRA implikuje v ročním horizontu jejich nepatrný pokles, a do poloviny roku 2017 se tak pohybuje nepatrně pod trajektorií úrokových sazeb z prognózy ČNB. Výnosy státních dluhopisů poklesly a nacházejí se pod nulou až do splatnosti 6–7 let.

**Měnový kurz** se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí většinou pohyboval jen nepatrně nad hladinou kurzového závazku a v průměru dosáhl 27,0 CZK/EUR. To představuje jeho meziroční posílení o 0,1 %. Kurz se tak vyvíjel v souladu s předpoklady prognózy.

## 2 Prognózy ostatních institucí

*Analytici předpovídají znatelné zpomalení růstu HDP v letošním roce, v příštím roce pak jeho nepatrné urychlení. Inflační očekávání se v ročním horizontu přiblížila do těsné blízkosti 2% cíle ČNB, v tříletém horizontu jsou pak stále na jeho úrovni. Podle většiny analytiků dojde k opuštění kurzového závazku ve druhé polovině roku 2017; kurz by se dle jejich očekávání měl v ročním horizontu pohybovat v průměru mírně pod úrovní 27 CZK/EUR. V ročním horizontu žádný z analytiků nepředpokládá změnu nastavení měnověpolitických úrokových sazeb. Tržní výhled úrokových sazeb implikuje jejich nepatrný pokles v ročním horizontu; stávající prognóza ČNB předpokládá jejich stabilitu do poloviny roku 2017.*

Ke dni odevzdání 6.SZ byla k dispozici dvě šetření, na základě kterých lze provést standardní srovnání s prognózou z 5.SZ. Konkrétně jde o anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 15.9.) a Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 12.9.). U šetření Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za srpen (uzávěrka 15.8.).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Srovnání prognózy ČNB z 5.SZ s prognózami ostatních institucí

HDP (%)	rok 2016			rok 2017		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
6/16		2,4	2,5		2,7	2,7
7/16	2,4	2,4	2,4	3,0	2,6	2,5
8/16		2,4	2,4		2,6	2,5
9/16		2,5			2,6	

mzdy (%)	rok 2016			rok 2017		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
6/16		4,2	4,1		4,1	4,0
7/16	4,4	4,2	4,0	5,0	4,1	4,0
8/16		4,2	4,1		4,2	4,1
9/16		4,2			4,1	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
6/16		27,0		26,8	26,6
7/16	27,0 (III/16)	27,1	26,3	26,9	26,8
8/16		27,0		26,9	26,7
9/16		27,0		26,9	26,8

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
6/16		1,8	1,4	1,9	2,2
7/16	2,2 (III/17)	1,8		2,0	
8/16		1,8		2,0	
9/16		1,9	1,4	2,0	2,1

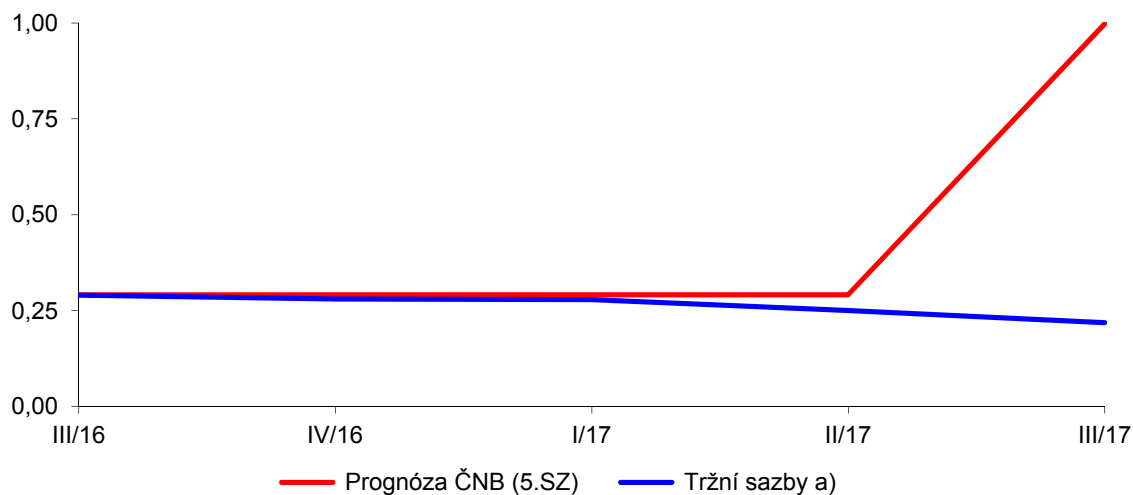
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
6/16		0,05		0,3	0,5
7/16	0,8 (III/17)	0,05	1,0 (III/17)	0,3	0,5
8/16		0,05		0,3	0,5
9/16		0,05			0,5

Analytici v letošním roce předpovídají zpomalení růstu **HDP** na cca 2,5 % (v souvislosti s odezněním loňských jednorázových prorůstových faktorů), v příštím roce by jeho tempo mělo nepatrně zrychlit. Pro letošní rok se tak jejich předpovědi prakticky shodují se stávající prognózou ČNB, v roce 2017 jsou odhady analytiků nižší. To platí i pro očekávanou dynamiku nominálních **mezd**, u kterých se jejich odhady pro roky 2016 až 2017 pohybují lehce nad 4 %. Očekávání ohledně ukončení kurzového závazku jsou aktuálně mezi analytiky IOFT rozložena takto: 1Q17 (1 respondent), 2Q17 (1), 3Q17 (7), 4Q17 (5). Oslovení analytici očekávali v ročním horizontu **kurz** na průměrné úrovni 26,9 CZK/EUR (IOFT), resp. 26,8 CZK/EUR (FECF) s poměrně širokým rozpětím: 25,5 až 27,4 CZK/EUR. **Inflační očekávání** se v ročním horizontu přiblížila do těsné blízkosti 2% cíle ČNB, v tříletém horizontu jsou pak stále na jeho úrovni. Pro zářijové měnové zasedání bankovní rady i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. To znamená, že minimálně část respondentů nepředpokládá, že ukončení kurzového závazku bude bezprostředně doprovázeno změnou základních úrokových sazeb.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s jejich trajektorií ze stávající prognózy ČNB. **Výhled sazeb FRA** implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny příštího roku se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté jsou výrazně nižší, neboť s prognózou ČNB je ve třetím čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, se kterým tržní výhled nepočítá.

### Srovnání sazeb FRA s trajektorií sazeb z prognózy ČNB (v %)



a) pro III/16 3M PRIBOR, pro IV/16 až III/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 1\*4, 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 21.9.2016



### 3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %, resp. v %	
		5. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/16	2,1	2,6
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/16	2,9	2,2
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	II/16	2,3	2,5
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	II/16	-5,6	-4,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	II/16	-1,8	-4,4
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	II/16	-1,1	-0,1
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	II/16	7,8	5,7
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	II/16	6,0	3,1
Vývoz zboží (národní pojetí)	07/16	6,7 (Q)	-16,5
Dovoz zboží (národní pojetí)	07/16	5,6 (Q)	-14,6
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	07/16	30,0 (Q)	-1,5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	II/16	-6,0	-0,1
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	II/16	.	-9,3
Index spotřebitelských cen	08/16	0,6	0,6
Ceny průmyslových výrobců	08/16	-2,8	-3,4
Ceny zemědělských výrobců	08/16	-5,4	-6,9
Vývozní ceny	II/16	-4,2	-4,3
Dovozní ceny	II/16	-6,3	-6,3
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	08/16	5,5 (Q)	5,5
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	07/16	.	4,2
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	II/16	4,0	4,1
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	II/16	1,6	1,7
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	II/16	2,5	2,0
ostatní	II/16	-2,6	0,2
Průměrná reálná mzda	II/16	3,9	3,7
Průměrná nominální mzda	II/16	4,2	3,9
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	II/16	4,2	3,9
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	II/16	4,2	3,6
Průměrná nominální mzda v průmyslu	07/16	.	1,9
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	07/16	.	6,0
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	07/16	9,7 (Q)	9,3
Průmyslová produkce (s.o.)	07/16	.	-7,7
Stavební produkce (s.o.)	07/16	.	-13,3
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	07/16	.	5,1

(Q) U uvedeného údaje neexistuje predikce na jednotlivý měsíc, proto se uvádí predikce na čtvrtletí.

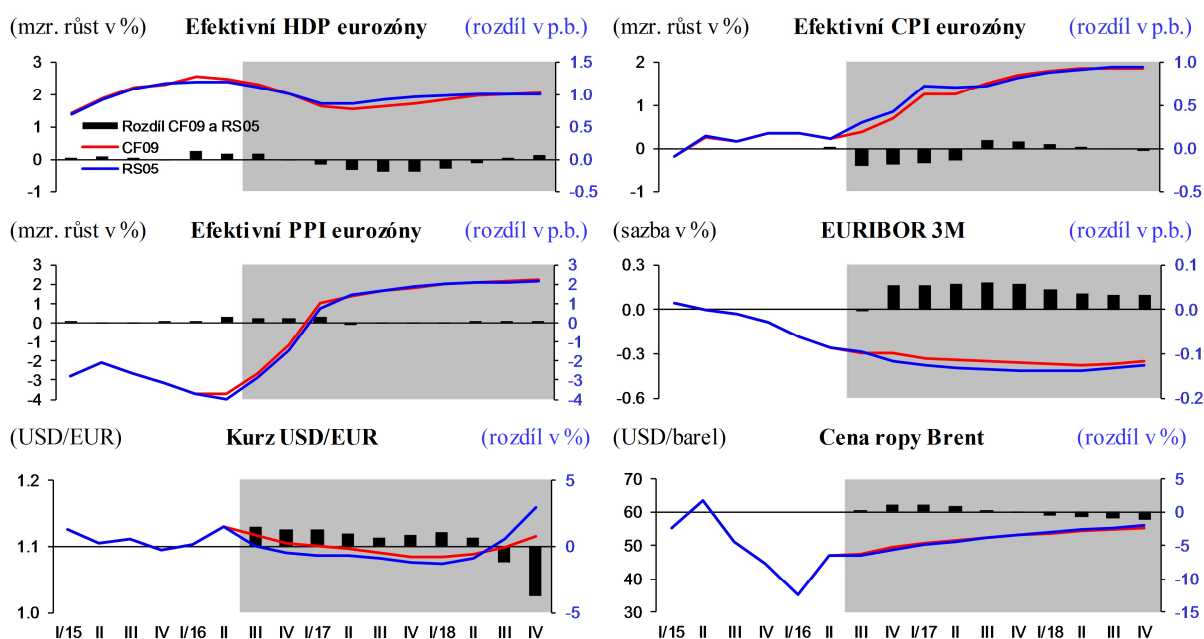
## II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

### 1 Vnější prostředí

Výhled tempa růstu zahraniční poptávky je pro letošní rok oproti prognóze lehce vyšší, naopak pro příští rok se snížil. Ve srovnání s minulou prognózou se v letošním roce očekává o něco mírnější meziroční pokles cen výrobců, naopak výhled inflace spotřebitelských cen je v letošním roce o něco nižší. Trajektorie implikovaných budoucích tržních i stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR je na celém horizontu prognózy nepatrně vyšší. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru se téměř na celém horizontu posouvá směrem k mírně silnějším hodnotám eura. Výhled ceny ropy Brent se nachází na úrovni minulé prognózy. Rizika budoucího vývoje jsou spojena zejména s budoucím vystoupením Spojeného království z EU a jeho dopady na ekonomický sentiment v eurozóně.

#### 1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF09) je založena na průzkumu **Consensus Forecasts z 12. září 2016** (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (scénář sazeb 3M EURIBOR a ceny ropy Brent).



Výhled **efektivního ukazatele HDP<sup>1</sup>** eurozóny předpokládá pro letošní rok růst zahraniční poptávky o 2,3 %, což je o 0,4 p.b. více oproti roku 2015. V roce 2017 se očekává zpomalení na 1,6 % a v roce 2018 naopak zrychlení ke 2 %. Výhled se tak oproti předpokladům 5.SZ posouvá v letošním roce o 0,1 p.b. výše v důsledku rychlejšího růstu v první polovině roku. V příštím roce se naopak o 0,2 p.b. snižuje, což odráží zejména zhoršení ukazatelů ekonomického sentimentu v eurozóně během posledních měsíců. Jedním z důvodů jsou zřejmě i obavy z dopadů budoucího brexitu, jejichž rozsah je však nadále nejistý.

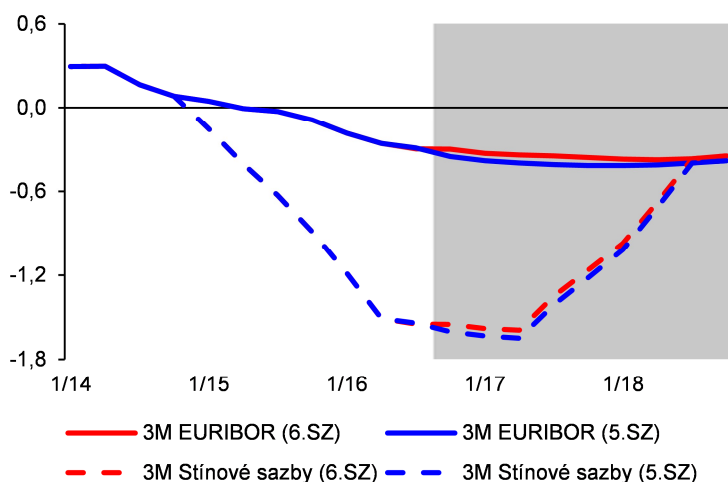
<sup>1</sup> Výhled je v grafech označen šedou plochou. Nepatrné rozdíly mezi prognózou a 6.SZ u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí v českém vývozu a sezonním očištění.

U **efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (PPI)** v eurozóně se očekává pro letošní rok pokles o 2,8 %<sup>2</sup>, zejména v souvislosti s předchozím poklesem cen ropy a dalších komodit. Odeznění tohoto vlivu z meziročního růstu cen se očekává začátkem příštího roku. V roce 2017 by tempo růstu výrobních cen v efektivní eurozóně mělo zrychlit na 1,5 % a v roce 2018 dále na 2,1 %. Oproti minulé prognóze je výhled pro letošní rok výše o 0,2 p.b., zejména v důsledku mírnějšího než očekávaného poklesu ve druhém čtvrtletí.

Předpověď **efektivní inflace spotřebitelských cen (CPI)** v eurozóně pro letošní rok se oproti minulé prognóze naopak snižuje o 0,1 p.b. V průměru by tak měly spotřebitelské ceny letos vzrůst pouze o 0,4 %. V letech 2017 a 2018 by měl růst zrychlit na 1,4 % resp. 1,8 %. Inflace pod 2% hranicí odráží zejména pokračující meziroční pokles cen energií pro domácnosti a předpokládané zpomalení ekonomické aktivity v eurozóně v příštím roce.

Implikovaná **trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR** se nepatrně zvýšila, když ECB v září nenaplnila očekávání části trhu ohledně dalšího uvolnění své měnové politiky. Zahraniční úrokové sazby se však nadále budou pohybovat na celém horizontu prognózy zřetelně v záporných hodnotách. V průměru se letos a v příštím roce budou zahraniční úrokové sazby nacházet na úrovni -0,3 %, což znamená pro rok 2017 posun oproti minulé prognóze o 0,1 p.b. vzhůru. V roce 2018 se očekává v souladu s minulou prognózou průměrná hodnota sazeb 3M EURIBOR -0,4 %. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s výsledky průzkumu v rámci zářijového CF, který v horizontu tří měsíců i jednoho roku předpokládá 3M EURIBOR ve výši -0,3 %.

#### Implikované sazby 3M EURIBOR a jejich stínové sazby (v %)



Rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, tj. prostřednictvím růstu její bilance, který je zohledněn v trajektorii **stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR**, zůstává oproti prognóze nezměněn. ECB pokračuje v nákupu dluhopisů v rozsahu 80 mld. EUR měsíčně a prozatím neprodloužila horizont tohoto kvantitativního uvolňování za březen 2017. Efekt kvantitativního uvolňování byl přitom ve 5.SZ odhadnut jako dodatečný pokles trajektorie sazeb 3M EURIBOR o 1,25 p.b. a tato kvantifikace se nemění.

<sup>2</sup> Předpokládaný vývoj průmyslových cen v efektivní eurozóně na celém predikčním horizontu je oproti výhledu dle zářijového CF a EIU expertně sniženo o 0,2 p.b., tj. je zachována expertní úprava ve stejném rozsahu jako v 5.SZ.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** se téměř na celém horizontu prognózy posouvá nepatrně k silnějším hodnotám eura, s výjimkou druhé poloviny roku 2018. Letos by se měl v průměru nacházet na úrovni 1,11 USD/EUR, když aktuálně je euro nepatrně silnější. V příštím roce by mělo euro mírně oslabit v průměru na 1,09 USD/EUR, v roce 2018 by se pak měl tento vývoj obrátit. Rizikem uvedené předpovědi je nejistota ohledně dopadu odchodu Spojeného království z EU na ekonomiku eurozóny. V případě negativního vývoje by mohla ECB odložit návrat své měnové politiky k neutrálnějšímu nastavení nebo dokonce přistoupit k jejímu dalšímu uvolnění. Naopak Fed zvažuje zpřísnění své měnové politiky ještě během letošního roku, i když v menším rozsahu a později, než se původně očekávalo. Rizikem pro očekávané posilování dolaru by tak mohlo být nenaplněné očekávání trhů, pokud budou sazby v USA ponechány letos na stávající úrovni, a případně i výsledek amerických prezidentských voleb.

Očekávaný vývoj **cen ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů zůstává na celém horizontu předpovědi na úrovni minulé prognózy. Futures křivka tak vykazuje i nadále mírně rostoucí trend. Na trhu přetrvává vysoký převis nabídky ropy v důsledku rostoucí těžby v zemích OPEC a v Rusku. Cena ropy Brent by měla letos činit v průměru přibližně 45 USD/b, aktuálně se nachází mírně výše. Na konci roku 2018 se očekává cena ropy Brent přibližně 55 USD/b. Záříjový CF uvádí pro roční horizont očekávanou cenu ropy Brent v souladu s tržní křivkou na úrovni necelých 53 USD/b.

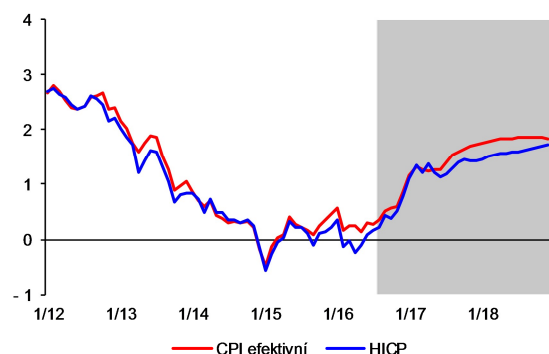
### 1.2 Eurozóna

Ve druhém čtvrtletí 2016 meziroční **růst HDP eurozóny mírně zpomalil** na 1,6 %, a to zejména vlivem nižšího příspěvku soukromé spotřeby a investic. Pozitivně se nadále vyvíjejí zejména ekonomiky Irska, Německa, Španělska a Slovenska. Z velkých zemí je naopak méně příznivá situace ve Francii a Itálii. Řecko se nadále jako jediné nacházelo v recesi.

**Celkový ekonomický sentiment v eurozóně** je v posledních měsících pod vlivem výsledku britského referenda. Průmyslová produkce v červenci vzrostla, ale v srpnu se naopak vlivem poklesu produkce energií a kapitálových statků výrazně propadla. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu v posledních dvou měsících klesal kvůli zpomalení růstu výstupu, nových objednávek i zaměstnanosti. Nezaměstnanost se již třetí měsíc v řadě nacházela na úrovni 10,1 %. Pozitivní zprávou navzdory zhoršování spotřebitelské důvěry bylo výrazné zvýšení červencových tržeb v maloobchodě.

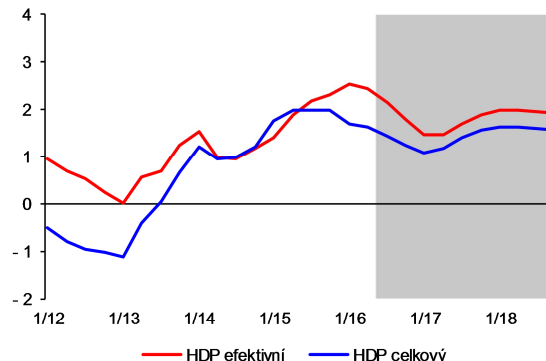
**ECB ve své aktuální prognóze** předpokládá v roce 2016 růst HDP na úrovni 1,7 % a v dalších dvou letech nepatrné zvolnění jeho tempa na 1,6 %. Záříjový CF očekává v letech 2016 a 2017 pomalejší růst než ECB (1,5 % resp. 1,3 %). Inflaci pro letošní rok předpovídá ECB v průměru na úrovni 0,2 %, což odpovídá její současné výši. Až v roce 2017 by se růst spotřebitelských cen měl dostat nad 1 %, nicméně pod 2% hranicí by měl zůstat i v roce 2018. Na záříjovém zasedání nepřistoupila ECB ke změnám v nastavení své měnové politiky.

**Efektivní inflace CPI v eurozóně a celková inflace HICP pro eurozónu (mzr. v %)**



	2014	2015	2016	2017	2018
<b>CPI efekt.</b>	0,4	0,1	0,4	1,4	1,8
<b>HICP</b>	0,4	0,0	0,2	1,3	1,6

**Efektivní a celkový HDP v eurozóně (mzr. v %)**



	2014	2015	2016	2017	2018
<b>HDP efekt.</b>	1,2	1,9	2,2	1,6	2,0
<b>HDP celk.</b>	1,1	1,9	1,5	1,3	1,6

**Červencové šetření úvěrových podmínek (BLS)** ukázalo na pokračující oživení růstu úvěrů i ve druhém čtvrtletí tohoto roku. Podmínky pro úvěry podnikatelských subjektů a spotřebitelské úvěry byly nadále uvolňovány, k čemuž se navíc přidalo i mírné uvolnění úvěrových podmínek pro domácnosti na nákup nemovitostí. V nárůstu pokračovala rovněž poptávka po úvěrech ve všech kategoriích, nejvýrazněji pak v případě úvěrů na bydlení.

**Růst spotřebitelských cen (HICP)** se v červenci zvýšil na 0,2 %, kde zůstal i v srpnu. Důvodem stále nízké míry inflace jsou ceny energií, jejichž meziroční pokles se ale zmírňuje. Inflace bez cen energií a potravin se pohybuje lehce pod 1 %. Ceny průmyslových výrobců již třetí měsíc v řadě rostly díky cenám v energetickém sektoru, a jejich meziroční pokles tak postupně slábne.

Meziroční **růst německé ekonomiky** ve druhém čtvrtletí lehce zpomalil o 0,1 p.b. na 1,7 %.<sup>3</sup> Pokračování tohoto stále robustního růstu umožňovala silná dynamika investic a spotřeby domácností i vlády. Pokles čistého vývozu růst HDP naopak brzdil. Příznivý ekonomický vývoj je provázen poklesem míry nezaměstnanosti<sup>4</sup> (v červnu na 4,2 %) a významným růstem zaměstnanosti (o 0,3 % mezičtvrtletně a 1,2 % meziročně).

Silný hospodářský růst umožnil německé vládě vykázat v polovině roku **přebytek německého státního rozpočtu** 18,5 mld. EUR. Podle odhadu Ministerstva financí bude i za celý rok dosaženo přebytku, který však bude o něco nižší než v minulém roce kvůli dalším výdajům spojeným s péčí o uprchlíky. Ministerstvo financí předpokládá, že se rozpočtový přebytek bude opakovat i ve střednědobém horizontu a do roku 2020 by se podíl zadlužení na HDP měl snížit ze současných 71 % na 60 %.

**Podle odhadu zářijového CF i Bundesbanky** bude solidní ekonomický vývoj pokračovat i ve druhé polovině letošního roku. Zahraniční poptávka po německých výrobcích by měla nadále růst (zejména v eurozóně a Číně), a to samé platí i u spotřeby domácností díky očekávanému zvyšování disponibilních příjmů (růst zaměstnanosti i reálných mezd).

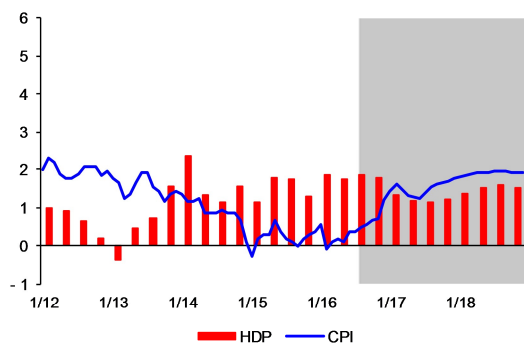
<sup>3</sup> Mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky rovněž zvolnilo, a to z 0,7 % na 0,4 %, a to v důsledku pomalejšího růstu spotřeby domácností i vlády a snížení investic. V opačném směru působilo zvýšení čistého vývozu.

<sup>4</sup> A to přesto, že se mezi nezaměstnané postupně zařazují uprchlíci, kteří do Německa dorazili v posledních letech.

Bude také narůstat spotřeba vlády. Uvedený příznivý výhled je poněkud v rozporu s vývojem předstihových ukazatelů, které v srpnu vesměs stagnovaly nebo mírně klesaly. Podle zářijového CF by měl hospodářský růst za celý letošní rok dosáhnout 1,8 %, ale snížit se na 1,2 % v příštím roce, kdy by se měl projevit negativní vliv brexitu.

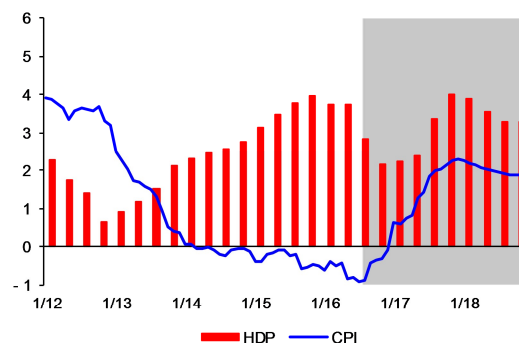
**Německá inflace** v srpnu zůstala beze změny na úrovni 0,4 %. Zmírnění meziročního propadu cen energií bylo kompenzováno zpomalením růstu cen potravin a služeb. Za celý letošní rok by inflace podle CF měla dosáhnout 0,4 % a v příštím roce vzrůst na 1,5 %.

### HDP a inflace v Německu (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	1,6	1,5	1,8	1,2	1,5
CPI	0,9	0,2	0,4	1,5	1,9

### HDP a inflace na Slovensku (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	2,5	3,6	3,1	3,0	3,5
CPI	-0,1	-0,3	-0,6	1,5	2,0

Pozn.: Šedá plocha je předpověď CF.

Na **Slovensku** pokračoval ve druhém čtvrtletí letošního roku robustní **hospodářský růst** podporovaný zejména zvyšováním čistého vývozu. HDP vzrostl meziročně o 3,7 % (mezičtvrtletně o 0,9 %). Silný ekonomický růst se promítl do zvýšení zaměstnanosti (meziročně o 2,3 %) a poklesu nezaměstnanosti (v červenci na 9,7 %). Tento vývoj měl za následek částečný nedostatek pracovních sil a zvýšené zaměstnávání cizinců, jejichž podíl na růstu zaměstnanosti již činí 20 %. Srpnový CF očekává pro celý letošní rok růst HDP o 3,1 % (což je zpomalení o 0,5 p.b. proti minulému roku) a zhruba stejnou dynamiku v příštím roce.

**Inflace spotřebitelských cen** na Slovensku se v srpnu nezměnila a zůstala na úrovni -0,9 %. Deflaci nadále způsobují zejména meziročně nižší ceny energií. Podle srpnového CF by inflace za celý letošní rok měla být záporná na úrovni -0,2 % a v příštím roce by se měla zvýšit na 1,5 %.

### 1.3 Cena ropy

V průběhu července **cena ropy Brent** silně klesala a zaznamenala v průměru první měsíční pokles od letošního ledna. Důvodem byla vysoká úroveň zásob rafinovaných produktů během hlavní motoristické sezóny spolu s nižší než očekávanou poptávkou po benzínu v USA, rostoucí těžba kartelu OPEC a Ruska a rostoucí počet nových vrtů v USA. Pokles cen byl zesilován spekulativní aktivitou investičních fondů. Na začátku srpna se sentiment na trhu s ropou obrátil a cena během necelých tří týdnů vzrostla ze čtyřměsíčního minima 42 USD/b nad 50 USD/b. Obrat iniciovali investoři, kteří začali vybírat zisky z předchozího poklesu a pokrývat masivní krátké pozice v souvislosti s poklesem zásob benzínu v USA a příznivými daty z tamní ekonomiky. Posléze k růstu cen ropy přispěly i zprávy o plánované neformální schůzce velkých ropných těžařů při příležitosti Mezinárodního energetického fóra, které se bude konat koncem září v Alžírsku, a kde by se měla řešit možná spolupráce ohledně

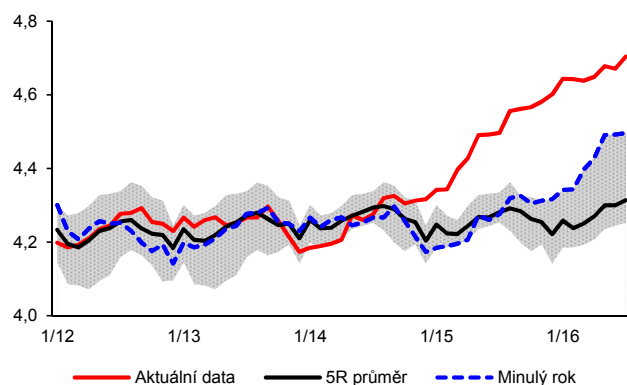
## OMEZENÝ PŘÍSTUP

stabilizace ropného trhu. Značná část analytiků ovšem nevěří v nalezení shody, přestože podporu schůzce vyslovili jak zástupci kartelu OPEC (včetně Íránu), tak Rusko. K růstu cen ropy přispíval i slabší dolar.

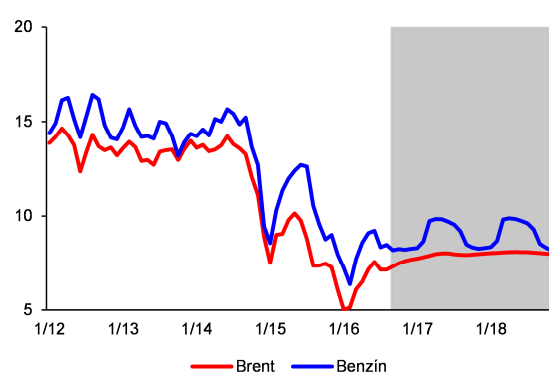
**Koncem srpna** však na trhu převládly opět obavy z fundamentálního přebytku ropy po překvapivém růstu zásob ropy a v reakci na pokračující růst počtu nových vrtů v USA. K poklesu ceny ropy Brent výrazně pod 50 USD/b (kde se nacházela i v polovině září) přispěl i pokračující růst těžby v zemích OPEC a v Rusku, obavy o čínskou poptávku po rekordním vývozu nafty a benzínu z Číny a znovu posilující dolar.

Po mírném optimismu, kdy **velké energetické agentury** v předchozí zprávě přehodnocovaly termín návratu trhu s ropou k rovnováze blíže směrem k přítomnosti, došlo v září k opětovnému vystřízlivění, když jejich analytici posunuli očekávaný termín trvalejší rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou opět až na polovinu příštího roku. IEA snížila očekávaný růst globální poptávky po ropě v letošním roce, a očekává se i menší pokles těžby v USA v důsledku rostoucího počtu nových břidlicových vrtů. Blíží se rovněž termín, kdy bude do provozu uvedeno nové ropné pole v Kazachstánu. Globální zásoby ropy a ropných produktů tak budou ještě několik měsíců pokračovat v růstu. EIA odhaduje, že po růstu o 1,8 mil. b/d v roce 2015 by jejich růst měl letos zpomalit na 0,8 mil. b/d. Od června 2017 pak tato agentura očekává již setrvalý pokles globálních zásob, který by měl v roce 2018 zrychlovat.

**Celkové zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD (mld. barelů)**



**Ceny ropy Brent a benzínu na burzách ARA (CZK/litr)**



Pozn.: Šedá plocha označuje rozpětí hodnot pro daný měsíc v předchozích pěti letech. Modrá čára znázorňuje stav zásob před rokem.

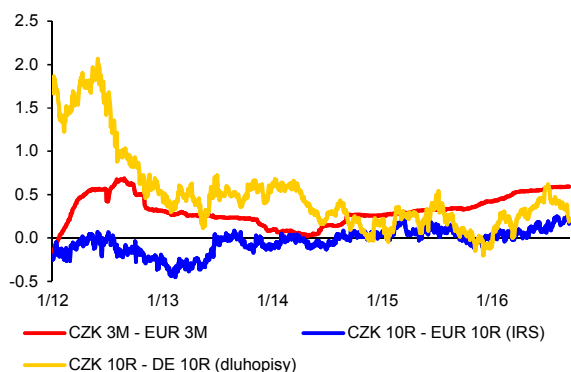
**Dle tržní futures křivky** by se cena ropy Brent měla do konce roku udržet pod 50 USD/b a poté pokračovat v pozvolném růstu na průměrných 52 USD/b v roce 2017, což odpovídá předpokladům prognózy z 5.SZ. Stejnou hodnotu uvádí i aktuální předpověď EIA, která však od druhé poloviny příštího roku očekává zrychlení cenového růstu až na 58 USD/b v posledním čtvrtletí, což by mělo odrážet očekávaný rychlejší pokles globálních zásob za horizontem její prognózy. Předpověď CF09 pro roční horizont je s cenou necelých 53 USD/b v souladu s tržní křivkou. Cena WTI by dle EIA měla být o cca 1 USD/b nižší, i když aktuální rozpětí již přesahuje 2 USD/b.

## 1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

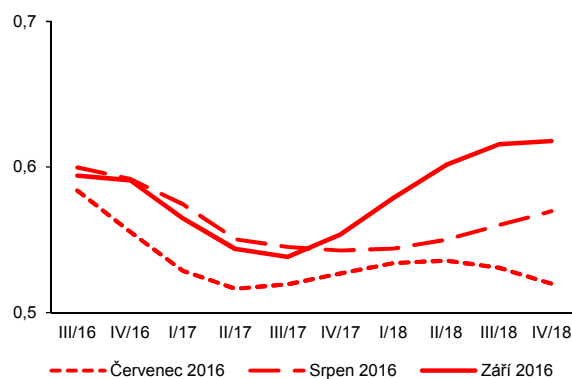
**Tříměsíční referenční úroková sazba 3M EURIBOR** dále mírně poklesla. V polovině září se tak nacházela lehce pod úrovní -0,3 %. Mezibankovní sazby se stejnou splatností jsou v Evropě záporné ještě v Dánsku (-0,2 %), Švédsku (-0,5 %) a Švýcarsku (-0,7 %), přičemž švédská sazba se během posledních tří měsíců lehce snížila, švýcarská naopak. Mimo evropský kontinent je potom obdobná referenční sazba nadále nepatrně záporná v Japonsku. Úrokový diferenciál mezi tříměsíčními korunovými a eurovými výnosy se ve sledovaném období při neměnné výši sazby 3M PRIBOR zvýšil jen minimálně. Záříjový tržní výhled pak očekává do konce letošního roku jeho stabilitu, v první polovině roku 2017 zúžení a následně rozšíření až nad 0,6 p.b., tedy výše než srpnový výhled.

Výnos desetiletého dluhopisu české vlády v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí vytrvale klesal a dostal se až na své historické minimum (0,26 %). Naproti tomu výnos jeho německého protějšku dosáhl svého minima (-0,19 %) už v první třetině července, načež razantně vzrostl, když opadla hlavní vlna obav z dopadů referenda ve Velké Británii i související očekávání, že centrální banky na něj zareagují urychleným přijetím dalších stimulačních opatření. Obdobně, byť v menší míře, pak výnos tohoto cenného papíru reagoval na záříjové zasedání ECB, na němž nedošlo k uvolnění měnové politiky. Výnos desetiletého Bundu se tak nyní pohybuje v kladných číslech (aktuálně okolo 0,05 %). **Úrokový diferenciál** obou dluhopisů se proto snížil na 0,2 p.b. Záříjový CF očekává v jednoletém horizontu růst výnosu německého dluhopisu na 0,2 %. Co se týče desetiletých úrokových swapů, výnos českého rostl ve sledovaném období o něco rychleji než výnos eurového, jejich rozdíl se tak lehce zvýšil na 0,2 p.b.

**Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)**



**Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M**



**Kurz eura vůči americkému dolaru** pokračoval v průběhu července v mírném oslabování, když na trzích po britském referendu převládala zvýšená nejistota. Po letním zasedání amerického Fedu a slabších než očekávaných datech z americké ekonomiky se však nálada obrátila a euro vůči dolaru posílilo. V průběhu srpna pak smazalo většinu svých ztrát souvisejících se zmíněným referendem. Vystoupení J. Yellenové v Jackson Hole podpořilo dolar, optimismus však trval jen do zveřejnění dalších slabších dat z USA. V polovině září se tak kurz pohyboval lehce nad 1,12 USD/EUR. Záříjový výhled CF v ročním horizontu očekává oslabení eura o 3,1 %, na 1,09 USD/EUR.



## 2 Vývoj veřejných rozpočtů

*Dosavadní vývoj veřejných rozpočtů potvrzuje základní vyznění prognózy z 5.SZ. Aktuálně byl vládou schválen návrh státního rozpočtu na rok 2017 včetně rozpočtové dokumentace a návrh střednědobého výhledu státního rozpočtu na léta 2018 a 2019. Vláda ČR rovněž schválila zvýšení starobních důchodů nad valorizační schéma v maximálním rozsahu umožněném novelou důchodového zákona a nařízení o růstu mezd ve veřejné správě, službách a zdravotnictví, nicméně tato opatření stávající prognóza již z podstatné části zohledňuje.*

		2014	2015	2016	2017	2018
		5. SZ				
<b>Saldo vládního sektoru</b> (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-1,9	-0,4	-0,1	0,1	0,3
<b>Upravené saldo *</b> (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-1,4	-0,4	-0,2	0,0	0,3
<b>Strukturální saldo (metoda ESCB) **</b> (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,7	-0,2	-0,5	-0,1	0,3
<b>Fiskální pozice (ESCB) ****</b>	v p.b.	-0,4	0,5	-0,2	0,3	0,4
<b>Strukturální saldo (metoda EK) ***</b> (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,1
<b>Fiskální pozice (EK) ****</b>	v p.b.	-0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
<b>Fiskální impuls</b> (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	0,3	0,8	-0,7	0,1	0,1

\* upraveno o mimořádné jednorázové operace

\*\* cyklicky očištěné saldo dle metodiky ESCB (upravené o mimořádné jednorázové operace)

\*\*\* cyklicky očištěné saldo dle metodiky EK (metoda založená na produkční funkci, upravené o mimořádné jednorázové operace)

\*\*\*\* měří meziroční změnu strukturálního salda (indikuje fiskální restrikcí, resp. expanzi)

Pro rok 2016 stávající prognóza předpokládá snížení deficitu vládního sektoru na 0,1 % HDP mimo jiné díky pokračujícímu hospodářskému růstu. Na výdajové straně k tomuto vývoji přispívá 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 působí snížení nákladů na dluhovou službu. Opačný vliv mají vyšší dotace na obnovitelné zdroje energie a výplata mimořádného příspěvku pro důchodce v únoru letošního roku. Příjmová strana vládního sektoru je ovlivněna dalším zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky, zvýšením sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her a dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH. Působení fiskální politiky je v letošním roce výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,7 procentního bodu, a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic.

**Státní rozpočet** dosáhl ke konci srpna t.r. přebytku 81,2 mld. Kč a rovněž místní rozpočty vykazují značné přebytky (ke konci června t.r. 52,4 mld. Kč). Saldo státního rozpočtu je nicméně významně ovlivněno finančními toky souvisejícími s financováním evropských projektů, které nyní významně zlepšují hospodaření státního rozpočtu (v 1.pololetí v rozsahu cca 72 mld. Kč). V aktuální metodice, v níž je prognóza ČNB formulována, se přitom tento vliv neprojeví, protože jednak do značné míry souvisí s financováním projektů v předchozím období a jednak má v aktuální metodice financování evropských projektů prakticky neutrální dopad do bilance hospodaření vládního sektoru (tj. projeví se ve stejné výši na příjmové i výdajové straně a jediný dopad má rozsah spolufinancování). Dosavadní vývoj hospodaření státního rozpočtu tak není v rozporu se zhruba vyrovnaným hospodařením vládního sektoru v aktuálním vyjádření.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

V **roce 2017** lze podle stávající prognózy očekávat přebytek vládního sektoru ve výši 0,1 % HDP, a to zejména v souvislosti s pokračujícím příznivým ekonomickým vývojem. Na příjmové straně je předpokládán pozitivní dopad ze zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky a ze zavedení elektronické evidence tržeb (EET). Proti tomu bude působit přesun stravovacích služeb do snížené sazby DPH 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 zejména další úsporou nákladů na dluhovou službu. Celkové působení fiskální politiky měřené fiskálním impulsem bude v roce 2017 slabě expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši 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 z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky a dodatečnými příjmy plynoucími z rozšíření okruhu podnikatelských subjektů spadajících pod EET. 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 0,1 procentního bodu.

**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.

Aktuálně (21. září t.r.) byl vládou schválen **návrh zákona o státním rozpočtu na rok 2017** včetně rozpočtové dokumentace a návrh střednědobého výhledu státního rozpočtu na léta 2018 a 2019. V souladu s fiskálními cíli vlády stanovenými v letošní aktualizaci Konvergenčního programu<sup>5</sup> a v limitech daných zvýšenými střednědobými výdajovými rámci<sup>6</sup> je deficit SR pro rok 2017 navržen ve výši 60 mld. Kč, ve střednědobém výhledu pro rok 2018 ve výši 50 mld. Kč a pro rok 2019 ve výši 30 mld. Kč (vše v hotovostní metodice sestavování SR).

Dle očekávání vláda ČR rovněž schválila **nařízení o růstu mezd** ve veřejných službách a správě o 4 % od listopadu 2016 a ve zdravotnictví o 10 % od ledna 2017 (ke zvýšení mezd ve školství již došlo v září tohoto roku). Uvedené mzdové růsty byly prognózou z 5.SZ do značné míry anticipovány.

Na jednání dne 21. září t.r. bylo vládou schváleno **zvýšení starobních důchodů** nad úroveň, jež by vyplývala pouze z aplikace valorizačního schématu. Vláda rozhodla o navýšení v maximálním rozsahu umožněném novelou důchodového zákona, tj. o 2,7 %, což představuje nárůst průměrného důchodu od ledna 2017 o 308 Kč měsíčně (dopady tohoto opatření jsou v souladu s předpoklady stávající prognózy). Vláda též odsouhlasila (na jednání 31. srpna t.r.) novelu důchodového zákona stanovující horní hranici pro odchod do důchodu<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Deficit vládního sektoru pro roky 2017 až 2019 ve shodné výši 0,5 % HDP (v metodice ESA 2010), strukturální deficit vládního sektoru ve výši 0,9 % HDP v roce 2017 (tj. o 0,1 p.b. menší než v KP) a 1 % HDP pro roky 2018 a 2019.

<sup>6</sup> Z důvodu zabezpečení vládních výdajových priorit schválila PSP ČR zvýšení výdajových rámců (oproti rámcům stanoveným PSP v roce 2015) pro rok 2017 o 31,2 mld. Kč a pro rok 2018 o 32,5 mld. Kč.

<sup>7</sup> Pro předložení do PSP ČR byla vybrána varianta zastropování horní hranice odchodu do důchodu ve výši 65 let doplněná revizním mechanismem zajišťujícím, že pojištěnec, který se dožil důchodového věku, stráví ve starobním důchodu ¼ své očekávané střední délky života.

### III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

#### 1 Trh práce

Zaměstnanost pokračovala ve druhém čtvrtletí v souladu s očekáváním prognózy v silném meziročním růstu, taženém zejména navýšením počtu zaměstnanců. Dynamika počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky mírně zpomalila a byla oproti predikci nižší. Sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dále poklesla, nacházela se však nepatrně nad prognózou. Meziroční tempa růstu mezd i objemu mezd a platů podle podnikových statistik byla ve druhém čtvrtletí 2016 mírně pod prognózou. Výraznější než očekávaný růst ekonomické aktivity vedl ke zdatelně rychlejšímu zvyšování národohospodářské produktivity práce a spolu s tím k utlumenějšímu růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů oproti prognóze. V dosavadním průběhu třetího čtvrtletí pokračuje pokles sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob v souladu s prognózou. Měsíční data o vývoji sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti za třetí čtvrtletí zatím naznačují zastavení jejího poklesu, a jsou tak vyšší než predikce.

#### Porovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Podíl nezaměstnaných osob (s. o., v %)	8/16	5.5	5.5
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	7/16	3.9	4.2
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	II/16	4.0	4.1
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	II/16	1.6	1.7
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	II/16	2.5	2.0
ostatní zaměstnaní	II/16	-2.6	0.2
Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. změna v %)	II/16	2.2	1.8
Nominální mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	II/16	4.2	3.9
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/16	4.2	3.9
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/16	4.2	3.6
Reálná mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	II/16	3.9	3.7
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/16	3.9	3.7
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/16	3.9	3.4
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	7/16	.	1.9
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	7/16	.	6.0
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	II/16	3.3	1.7
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	II/16	.	-0.2
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	II/16	.	7.1
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	II/16	0.5	1.9

Rychlé meziroční zvyšování **celkové zaměstnanosti** (podle metodiky VŠPS) pokračovalo i ve druhém čtvrtletí 2016, a to o 1,7 %. Tato hodnota se od predikce z 5.SZ lišila jenom nepatrně (o 0,1 p.b.). V mezičtvrtletním srovnání po sezonním očištění však celková zaměstnanost po rekordním nárůstu v předchozím čtvrtletí (o 1,1 %) vzrostla již pouze o 0,1 %. Červencová data o vývoji sezonně očištěné zaměstnanosti naznačují pokračování jejího mírného mezičtvrtletního růstu i ve třetím čtvrtletí letošního roku.

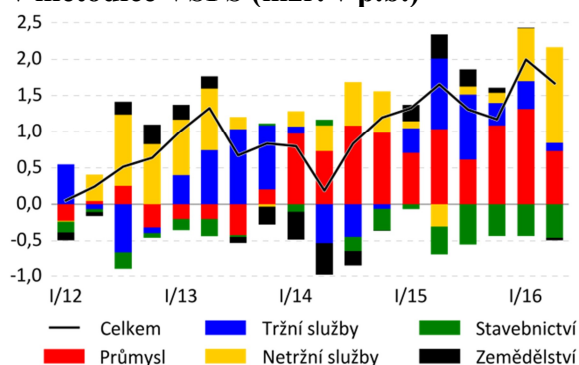
Z hlediska **struktury zaměstnanosti** byl její růst poprvé od konce roku 2014 tažen jak zvýšením počtu zaměstnanců, tak nově i nárůstem počtu podnikatelů. Prognóza z 5.SZ přitom očekávala pokračující silný růst počtu zaměstnanců (ten byl ve skutečnosti slabší o 0,5 p.b.), avšak při dalším snižování počtu podnikatelů.

Z pohledu **jednotlivých odvětví** národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) přispěly ke zvýšení zaměstnanosti na rozdíl od prvního čtvrtletí 2016 nejvýznamněji netržní služby. V jejich rámci se zvýšil počet zaměstnaných především ve zdravotnictví, avšak i v ostatních odvětvích byl vykázan silný meziroční růst zaměstnanosti. Ve zpracovatelském průmyslu, který byl od roku 2014 nejvýznamnějším tahounem zvyšování zaměstnanosti, zvolnilo tempo

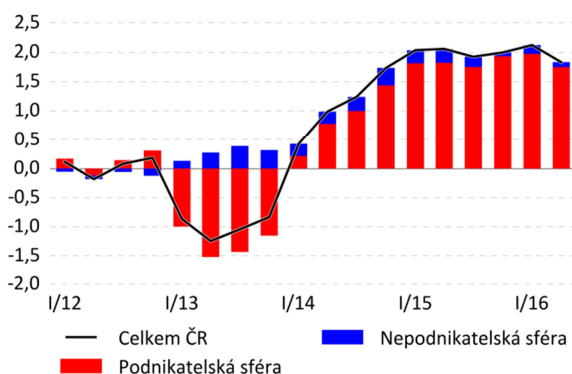
## OMEZENÝ PŘÍSTUP

jejího růstu, i nadále se však udrželo nad 2% hranicí. V souhrnu nevýrazný nárůst zaměstnanosti v rámci tržních služeb byl výsledkem rozdílného vývoje v jednotlivých odvětvích. Zatímco v profesních, vědeckých a technických činnostech i v odvětví dopravy a skladování, které jako navazující odvětví těží z dobré kondice průmyslu, se udrželo silné tempo zvyšování zaměstnanosti, v obchodu zaměstnanost i přes výrazně rostoucí kupní sílu domácností i maloobchodní tržby poklesla a nižší byla rovněž zaměstnanost v ubytování a stravování. Ve stavebnictví pokračoval pokles z předchozího čtvrtletí. Červencová data naznačují, že meziroční růst zaměstnanosti v průmyslu ve třetím čtvrtletí pravděpodobně dále zvolní, zatímco ve stavebnictví se bude zaměstnanost snižovat obdobným tempem jako ve druhém čtvrtletí.

### Příspěvky k vývoji počtu zaměstnaných v metodice VŠPS (mzr. v p.b.)



### Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. v %)



Výrazný meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** pokračoval i ve druhém čtvrtletí 2016, byť ve srovnání s prognózou z 5.SZ o něco mírnějším tempem. Přepočtený počet zaměstnanců se stejně jako v předchozích čtvrtletích zvyšoval ve většině odvětví, nejvíce pak ve zpracovatelském průmyslu. Vedle něj zaznamenalo výraznější nárůst i odvětví obchodu i doprava a skladování. Průměrný úvazek na zaměstnance se ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně snížil již jen slabě (o 0,2 %), což zhruba odpovídá prognóze z 5.SZ (-0,3 %).

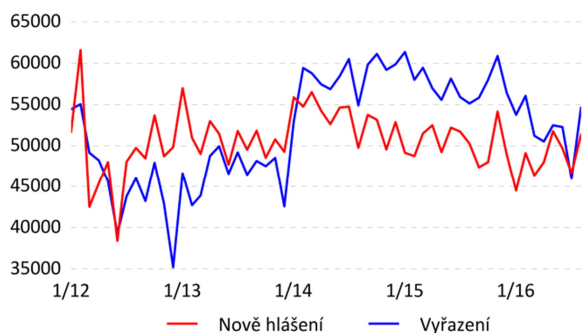
**Obecná míra nezaměstnanosti** (VŠPS, dle metodiky ILO) po sezonním očištění ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně i mezičtvrtletně poklesla na 4,1 %. To je jen slabě nad prognózou z 5.SZ. Růst pracovní síly při poklesu populace ve věku 15–64 let vedl k dalšímu nárůstu sezonně očištěné míry ekonomické aktivity, která tak dále posunula svá maxima, a to na 74,7 %. Podle měsíčních dat za červenec letošního roku se tento ukazatel ve třetím čtvrtletí 2016 pravděpodobně dále zvýší. Zároveň se zastavil pokles sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti, která se tak nacházela mírně nad predikcí.

Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** nadále klesal a v průměru za druhé čtvrtletí 2016 dosáhl 5,6 %. Tento pokles odrážel snižování počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání při současně pokračujícím poklesu populace v produktivním věku. Červencová a srpnová data naznačují, že sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob ve třetím čtvrtletí 2016 se v souladu s prognózou dále snížil, a to na 5,5 %.

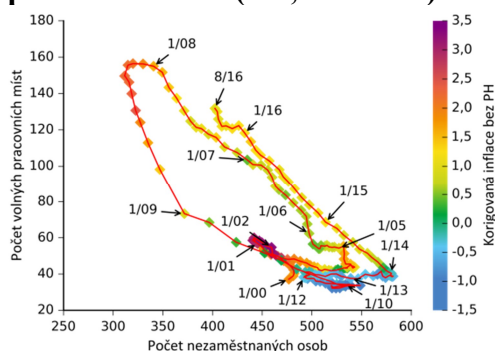
Pokračující výrazný vliv růstové fáze ekonomického cyklu na trh práce zobrazuje **Beveridgeova křivka**, podle které se ve třetím čtvrtletí nadále snižoval počet nezaměstnaných osob, i když oproti předchozímu období pomalejším tempem. Růst počtu volných pracovních míst se po krátkodobé stagnaci naopak obnovil. I nadále se zhruba ze tří

pětina jedná o poptávku po řemeslnících, obsluze strojů a nekvalifikovaných pracovnících, přičemž z odvětvového pohledu byla nejvýraznější poptávka po práci ve zpracovatelském průmyslu a v odvětví obchodu.

### Nově hlášené nezaměstnanosti a vyřazení z evidence úřadů práce

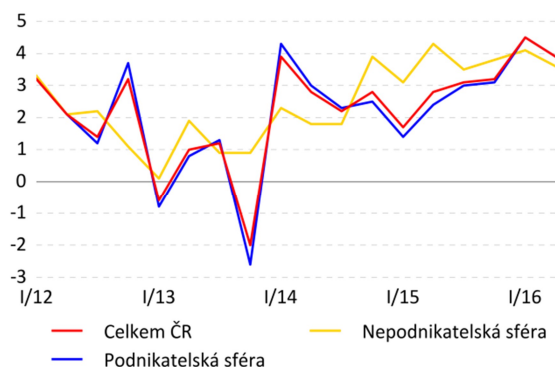


### Beveridgeova křivka – počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst (s.o., v tisících)

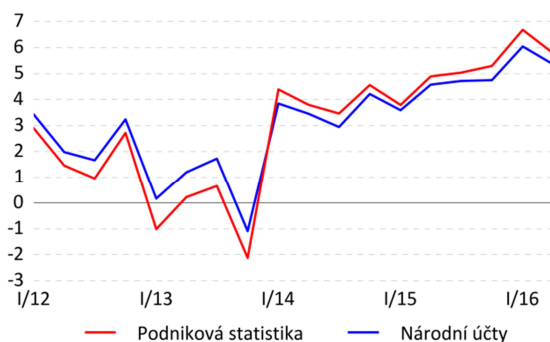


**Průměrná mzda v ČR celkem** zpomalila ve druhém čtvrtletí 2016 svůj meziroční růst, a to na 3,9 %. Prognóza sice zvolnění její dynamiky očekávala, skutečnost byla ale o 0,3 p.b. pod ní. Mírnější meziroční růst ve srovnání s prognózou zaznamenaly mzdy jak v podnikatelské, tak zejména v nepodnikatelské sféře. V reálném vyjádření se celková průměrná mzda ve druhém čtvrtletí 2016 při stále nízké meziroční inflaci zvýšila o 3,7 % (predikce činila 3,9 %). Výraznějším meziročním tempem oproti průměru se zvýšila nominální **mediánová mzda**, a to o 4,5 %. Slabší mzdová dynamika ve srovnání s prognózou doprovázená pomalejším nárůstem přepočteného počtu zaměstnanců znamenala méně výrazné meziroční tempo celkového objemu nominálních mezd a platů podle podnikové statistiky ČSÚ. To však bylo i přes své zpomalení nadále vysoké (5,8 %). Podle statistiky národních účtů sice objem mezd rostl meziročně stále pomaleji (o 5,4 %), avšak rozdíl dynamik těchto dvou časových řad se snížil zhruba na polovinu.

### Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



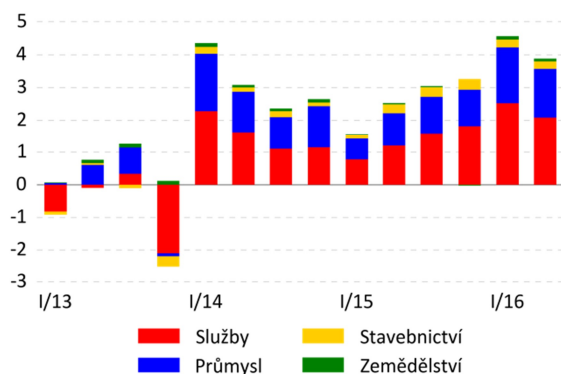
### Vývoj objemu mezd a platů (mzr. v %)



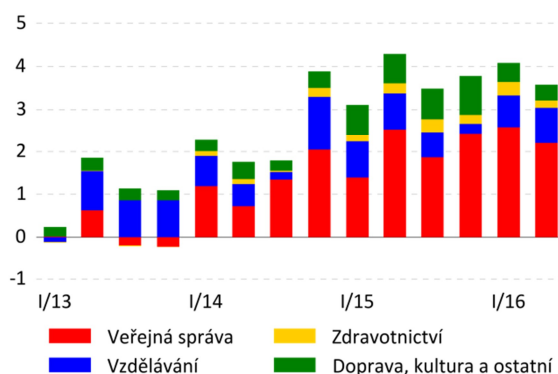
Meziroční růst **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2016 zpomalil na 3,9 %, a o 0,3 p.b. tak zaostal za prognózou. Při nízké inflaci pokračoval významný růst reálné mzdy, a to o 3,7 %. V rámci jednotlivých odvětví podnikatelské sféry ve druhém čtvrtletí dosáhl mzdový růst ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu 3,9 %. Obdobnými tempy se zvýšily mzdy i v obchodě a dopravě a skladování. Nejvíce mzdy

meziročně vzrostly v odvětvích kultura (o 8,1 %) a peněžnictví a pojišťovnictví (o 7,1 %). Mezičtvrtletní růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře po očištění o sezonnost a jednorázové vlivy ve druhém čtvrtletí zvolnil na 0,9 %, což bylo o 0,2 p.b. pod prognózou. V příštím roce bude průměrná mzda v podnikatelské sféře ovlivněna zvýšením minimální mzdy z 9900 Kč na 11000 Kč od ledna 2017, což zrychlí mzdový růst přibližně o 0,3 p.b.

**Příspěvky sektorů k růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře (mzr. v p.b.)**



**Příspěvky sektorů k růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře (mzr. v p.b.)**

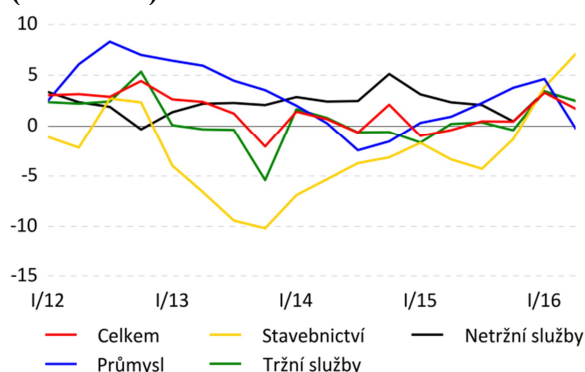


Jen mírně pomalejším meziročním tempem než v podnikatelské sféře se zvýšila **průměrná mzda v nepodnikatelské sféře**. Její meziroční růst byl ztlačně pod prognózou a dosáhl 3,6 %. K růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře nejvíce přispělo pokračování silného mzdového růstu ve veřejné správě a obraně (meziročně o 4,9 %). Ve vzdělávání se mzdy zvýšily v porovnání s tímto odvětvím polovičním tempem a ani ve zdravotnictví mzdová dynamika nepřekročila 3% hranici. Reálná průměrná mzda v nepodnikatelské sféře se meziročně zvýšila o 3,4 %. Zpomalení mzdového růstu v nepodnikatelské sféře je pouze přechodné, když by měl ve druhé polovině letošního roku tento růst opět výrazně zrychlit, a to v návaznosti na předstunutý nárůst platů pedagogických pracovníků v září a u ostatních státních zaměstnanců v listopadu.

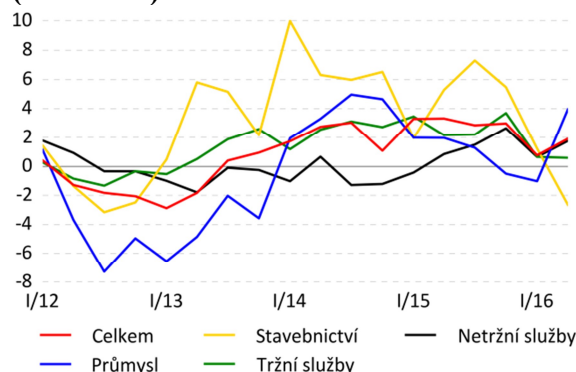
**Nominální jednotkové mzdové náklady** rostly ve druhém čtvrtletí 2016 ve srovnání s prognózou meziročně zhruba polovičním tempem. To bylo výsledkem výrazně rychlejší dynamiky (sezonně neočištěné) ekonomické aktivity při přibližném naplnění predikce objemu mezd a platů dle NÚ. V jednotlivých odvětvích ekonomiky se NJMN vyvíjely různorodě. Na jedné straně došlo k obnově jejich poklesu v průmyslu, zejména ve zpracovatelském, na straně druhé pokračoval růst NJMN ve službách a nejvýrazněji ve stavebnictví.

Rovněž ztlačně rychlejší růst **produktivity práce na zaměstnaného** v porovnání s 5.SZ odrážel výraznější než očekávanou dynamiku (sezonně neočištěné) ekonomické aktivity. Produktivita práce se tak meziročně zvýšila téměř o 2 %, což odráželo obnovení jejího silného růstu v průmyslu (o 4 %), zatímco ve službách byl její nárůst ztlačně mírnější a ve stavebnictví produktivita dokonce poklesla. Při rychlejším růstu počtu odpracovaných hodin než ekonomické aktivity došlo ve druhém čtvrtletí 2016 ke snížení **hodinové produktivity práce** (meziročně o 1,6 %). Pokles hodinové produktivity práce přitom zaznamenala všechna sledovaná odvětví s výjimkou průmyslu, kde takto měřená produktivita meziročně stagnovala.

**NJMN v metodice ESA 2010  
(mzr. v %)**



**Produktivita práce v metodice ESA 2010  
(mzr. v %)**



Poznámka: NJMN celkem jsou podílem objemu mezd a HDP v kupních cenách (zohledňují vliv daní a dotací), zatímco NJMN v jednotlivých odvětvích jsou podílem objemu mezd a hrubé přidané hodnoty v daném odvětví v základních cenách

## 2 Ekonomický růst a jeho složky

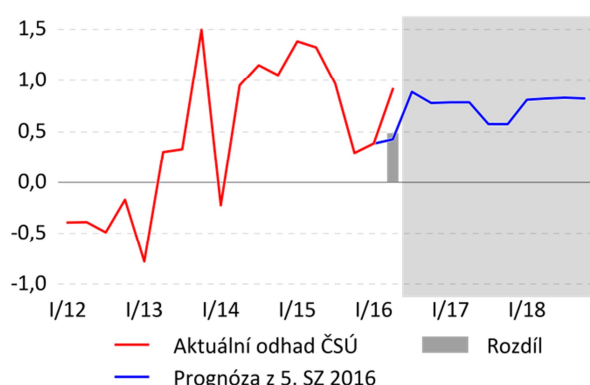
*Ve druhém čtvrtletí 2016 meziroční tempo reálného HDP dále zpomalilo na 2,6 %, a to zejména vlivem poklesu hrubé tvorby kapitálu a zpomalení spotřeby domácností. Oproti prognóze byl však meziroční růst o 0,5 p.b. vyšší, což bylo způsobeno zejména znatelně vyššími příspěvky změny stavu zásob a čistého vývozu. Opačným směrem na odchylku od prognózy působil hlubší než očekávaný propad fixních investic a zpomalení dynamiky spotřeby domácností. Data za druhé čtvrtletí jsou nicméně zatížena zvýšenou nejistotou spojenou s očištěním o výrazně nadprůměrný počet pracovních dní, které může mírně podhodnocovat zejména spotřebu domácností, u níž neexistují fundamentální důvody pro trvalejší zpomalení. Hrubá přidaná hodnota si udržela svůj růst z předchozího čtvrtletí. Na něm se i nadále výrazně podílel zpracovatelský průmysl. Znatelně kladný příspěvek k růstu byl pozorován také v odvětvích terciálního sektoru. Příspěvek stavebnictví byl v návaznosti na znatelný pokles produkce v tomto sektoru záporný. Dvouciferný meziroční pokles stavební produkce přitom pokračoval také na počátku třetího čtvrtletí letošního roku. Do záporných hodnot se propadl i růst průmyslové produkce a zakázek, to však bylo ovlivněno předsunutím celozávodních dovolených významných podniků do července. Výraznou dynamiku si naopak udržely tržby v maloobchodě, a to jak v motoristickém, tak i v nemotoristickém segmentu.*

Ukazatel (s.c., sezonně oč., mzr. změny v %)	Období	Predikce z 5. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	II/2016	2,1	2,6
Spotřeba domácností	II/2016	2,9	2,2
Spotřeba vládních institucí	II/2016	2,3	2,5
Hrubá tvorba kapitálu	II/2016	-5,6	-4,5
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	II/2016	-1,8	-4,4
Zásoby vč. cenností (přísp. k mzr. růstu HDP v p.b.)	II/2016	-1,1	-0,1
Vývoz zboží a služeb	II/2016	7,8	5,7
Dovoz zboží a služeb	II/2016	6,0	3,1
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mzr. růstu HDP v p.b.)	II/2016	1,8	2,4
Průmyslová výroba	07/16	.	-7,7
Stavební výroba	07/16	.	-13,3
Tržby v maloobchodě bez motor. segmentu	07/16	.	5,1

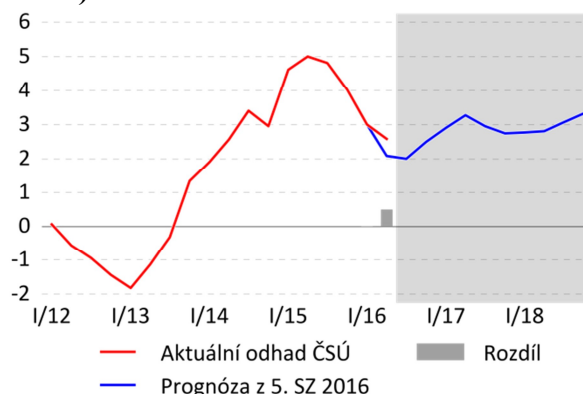
## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Růst sezonně očištěného **HDP ve druhém čtvrtletí 2016** zpomalil na 2,6 % meziročně (oproti 3 % v závěru loňského roku). V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 0,9 %. V porovnání s prognózou tak byl pozorovaný růst o 0,5 p.b. silnější, když tato odchylka byla dána oproti predikci ztlačně méně záporným příspěvkem změny stavu zásob a vyšším kladným příspěvkem čistého vývozu. Výraznější pokles fixních investic a pomalejší růst spotřeby domácností tyto odchylky kompenzoval pouze částečně. Sezonně očištěné hodnoty za druhé čtvrtletí byly nicméně ovlivněny neobvykle vysokým počtem pracovních dní, což může zkreslovat publikovaná data zejména u spotřeby domácností směrem dolů.

**Růst HDP (s.c., sez. oč., mezičtvrtletní změny v %)**



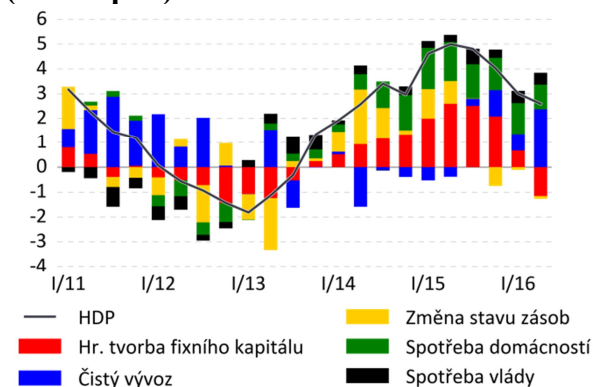
**Růst HDP (s.c., sez. oč., meziroční změny v %)**



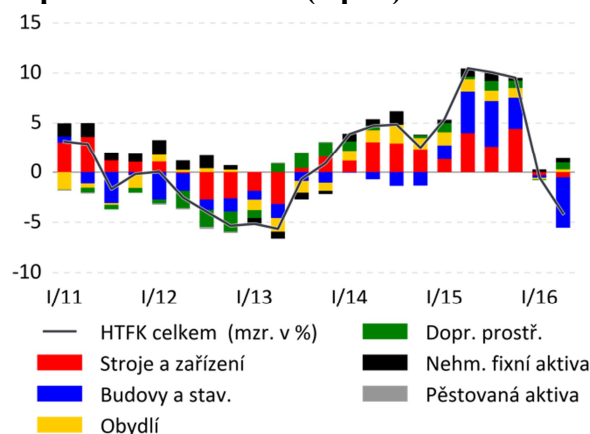
Meziroční růst reálné **spotřeby domácností** ztlačně zvolnil (na 2,2 % z 2,7 % v prvním čtvrtletí). Ve srovnání s prognózou, která naopak předpokládala jeho mírné zrychlení, byl pozorovaný růst o 0,7 p.b. nižší. Meziroční dynamika sezonně neočištěné spotřeby domácností se přitom ve srovnání s předchozím obdobím výrazněji nezměnila a nadále ukazuje na stabilně kladný růst všech jejích složek. Při pokračujícím svižném růstu reálných mezd a zaměstnanosti a současně rychlém růstu tržeb v maloobchodě tak může být výrazné zpomalení meziroční dynamiky spotřeby domácností částečně dáno zkreslením při jejím očištění o výjimečně vysoký počet pracovních dní ve druhém čtvrtletí.

Obdobný meziroční růst jako v předchozím čtvrtletí zaznamenala **reálná spotřeba vlády**, když mírně nižší než očekávaný růst nominální spotřeby vlády byl téměř plně kompenzován nižší meziroční dynamikou jejího deflátoru.

**Příspěvky výdajových složek k růstu HDP (mzr. v p.b.)**



**Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k mzd. růstu (v p.b.)**





## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Meziroční dynamika **hrubé tvorby kapitálu** v souladu s očekáváním prognózy překmitla do znatelně záporných hodnot (-4,5 %). Na vykázaném poklesu se téměř výhradně podílel vývoj fixních investic, zatímco příspěvek změny stavu zásob byl zanedbatelný. Meziroční pokles **fixních investic** přitom odráží zejména prognózou očekávaný vliv ukončení investičních projektů spolufinancovaných za pomoci EU fondů z minulého programového období a pouze pozvolný náběh projektů z nového programového období. To je v souladu s výrazným meziročním poklesem investic do budov a staveb realizovaných převážně veřejným sektorem. Utlumené však zřejmě byly ve druhém čtvrtletí také soukromé investice, neboť v průběhu druhého čtvrtletí opět meziročně poklesly investice do strojů a zařízení. Nepatrně kladný příspěvek tak zaznamenaly pouze investice do dopravních prostředků, obydlí a nehmotných fixních aktiv.

V porovnání s prognózou byl ve druhém čtvrtletí pozorován znatelně nižší meziroční růst **vývozu zboží a služeb**, přičemž ČSÚ současně revidoval směrem dolů růst zahraničního obchodu i za první čtvrtletí. Meziroční růst zahraniční efektivní poptávky přitom zpomalil pouze mírně. Nižší než očekávaný růst vývozu a spotřeby domácností ovlivnil v důsledku jejich dovozní náročnosti také dynamiku **dovozu**. Ta tak byla rovněž o poznání slabší, než očekávala prognóza. Celkově se ale naplnil předpoklad, že **čistý vývoz** přispěje při výpadku investic k meziročnímu růstu HDP velmi významnou měrou. Ve druhém čtvrtletí se přitom příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP zvýšil na 2,4 p.b., což bylo ještě více, než očekávala predikce.

**Hrubá přidaná hodnota** si ve 2.čtvrtletí 2016 udržela svůj růst z předchozího čtvrtletí (2,7 % meziročně). Podle očekávání došlo k propadu hrubé přidané hodnoty ve stavebnictví, to však bylo zcela kompenzováno zrychlením jejího růstu v odvětví těžebního průmyslu a služeb.

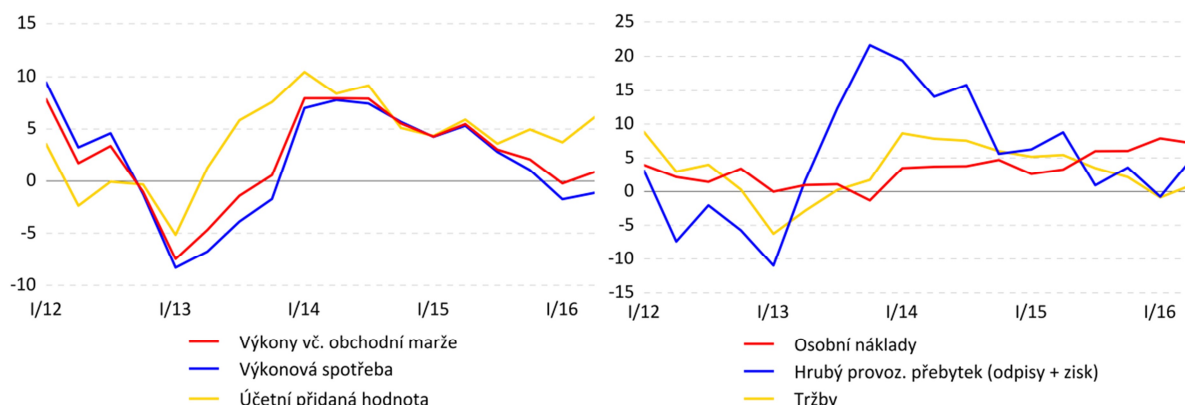
**Daně z produktů** meziročně vzrostly o 2,3 %. Jejich dynamika se tak již několik čtvrtletí zmírňuje, i nadále však zůstala v důsledku meziročně vyššího výběru daně z tabákových výrobků kladná.

**Nefinanční podniky s 50 a více zaměstnanci** sice za druhé čtvrtletí 2016 obnovily růst svých výkonů, ten však činil pouze 0,9 %.<sup>8</sup> K růstu výkonů ve zvýšené míře přispělo zrychlení dynamiky výkonů ve zpracovatelském průmyslu spolu s pokračujícím růstem v odvětví obchodu a služeb. Naopak zřetelně negativně i nadále přispívala odvětví těžebního a energetického průmyslu a zároveň se dále prohloubil propad výkonů ve stavebnictví. Nárůst výkonů ve zpracovatelském průmyslu souvisel zejména s výrobou automobilů. Negativně na růst výkonů ve zpracovatelském průmyslu působila i nadále situace v chemickém průmyslu. V důsledku pokračujícího vlivu klesajících cen vstupů poklesla výkonová spotřeba meziročně o 1,1 %, tedy obdobně jako v předcházejícím čtvrtletí. Vlivem obnoveného růstu výkonů došlo ke zrychlení meziročního tempa účetní přidané hodnoty (na 6,1 %). Vysokou dynamiku vykazovaly i nadále osobní náklady, když vzrostly o 7,2 %. Hrubý provozní přebytek se zvýšil o 5 %. Ze sektorového hlediska k růstu hrubého provozního přebytku přispíval nejvíce zpracovatelský průmysl a také odvětví služeb.

---

<sup>8</sup> Údaje o hospodaření nefinančních podniků nejsou sezonně očištěny.

**Vybrané ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %)**



**Průmyslová produkce** (sezonně očištěná, ve stálých cenách) ve druhém čtvrtletí 2016 vzrostla meziročně o 2,3 %. Ve srovnání s prvním čtvrtletím 2016 tak růst produkce mírně zpomalil (o 1 p.b.), mezičtvrtletně přitom průmyslová produkce zůstala takřka nezměněna. K růstu průmyslové produkce přispíval pozitivně zpracovatelský průmysl a po dlouhé době také odvětví energetiky. Naopak v odvětví těžby a dobývání došlo k dalšímu prohloubení meziročního poklesu. Hodnota nových zakázek ve druhém čtvrtletí 2016 vzrostla o výrazných 10 %, a to zásluhou jak domácích, tak zahraničních zakázek. Nárůst hodnoty nových zakázek se týkal především automobilového průmyslu. Poslední dostupná data o průmyslové produkci (-7,7 % mzr.) a nových zakázkách (-16,2 %) za měsíc červenec jsou výrazně ovlivněna čerpáním celozávodních dovolených u velkých podniků<sup>9</sup>, které v loňském roce určily celozávodní dovolenou převážně na srpen, a lze jim tedy přisoudit jen velmi malou míru relevance.

**Stavební produkce** (sezonně očištěná, ve stálých cenách) zaznamenala ve druhém čtvrtletí 2016 meziroční pokles o 11,7 %, při mezičtvrtletním snížení o 4,5 %. Ve srovnání s prvním čtvrtletím 2016 tak došlo k dalšímu prohloubení meziročního poklesu stavební produkce (o 6,8 p.b.). Produkce přitom propadla jak v pozemním, tak inženýrském stavitelství (o 9,7 %, resp. o 15,8 %). Počet vydaných stavebních povolení naopak ve druhém čtvrtletí 2016 vzrostl o 7,7 %, jejich hodnota o 25,8 %. Poslední měsíční data za červenec naznačují pokračování sestupné tendence stavební produkce. K jejímu poklesu (o 13,3 %) přitom i nadále dochází jak v pozemním, tak v inženýrském stavitelství. Naproti tomu počet vydaných stavebních povolení v červenci i nadále rostl, a to o 5,2 %.

**Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu** (sezonně očištěné, ve stálých cenách) rostly ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně o 6,5 %, tedy obdobným tempem jako v předcházejícím čtvrtletí. Růst tržeb přitom vykázal jak motoristický (o 9 %), tak nemotoristický segment (o 5,6 %). Údaje za červenec pak přinesly mírné zpomalení růstu maloobchodních tržeb, a to především v motoristickém segmentu.

**Důvěra v ekonomiku** se podle souhrnného indikátoru ČSÚ v průběhu druhého čtvrtletí 2016 mírně snížila, šlo nicméně spíše o korekci vysokých hodnot z přelomu roku. Nižší důvěru v ekonomiku vykazovali jak podnikatelé, tak spotřebitelé. V podnikatelském sektoru došlo k poklesu důvěry především ve stavebnictví. Z posledních červencových dat vyplývá opětovný nárůst důvěry spotřebitelů a podnikatelů, s výjimkou podnikatelů ve stavebnictví.

<sup>9</sup> V oblasti automobilového průmyslu šlo jak o Škodu Auto, tak o Hyundai.

### 3 Platební bilance

*Běžný účet platební bilance byl ve druhém čtvrtletí 2016 přibližně vyrovnaný, oproti očekávanému schodku ve výši 6 mld. Kč. Odchylka od prognózy souvisela zejména s mírně vyšším než očekávaným přebytkem bilance zboží. Přebytek kapitálového účtu odpovídal predikci. V případě finančního účtu byl především patrný výrazně vyšší než předpokládaný čistý příliv přímých investic a pokračující příliv portfoliových investic.*

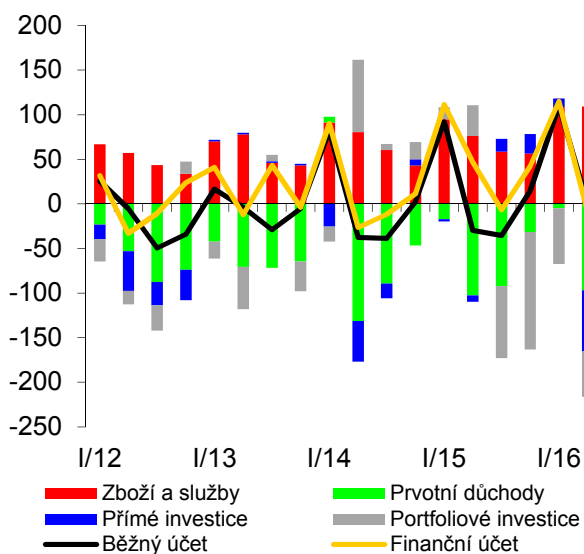
v mld. Kč	2. čtvrtletí 2016		1. pololetí 2016
	predikce z 5.SZ	skutečnost	skutečnost
běžný účet	-6,0	-0,1	109,8
kapitálový účet	21,0	21,6	40,1
finanční účet	-	-9,3	105,6

Ve druhém čtvrtletí 2016 dosáhl **běžný účet** platební bilance – po vysokém přebytku v předchozím čtvrtletí – nepatrného schodku (-0,1 mld. Kč), který se však meziročně zmínil o téměř 30 mld. Kč. K poklesu celkového schodku přispěl především růst přebytku bilance zboží. Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP dosáhl 1,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se o 0,6 p.b. zvýšil. Roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil 3,3 %.

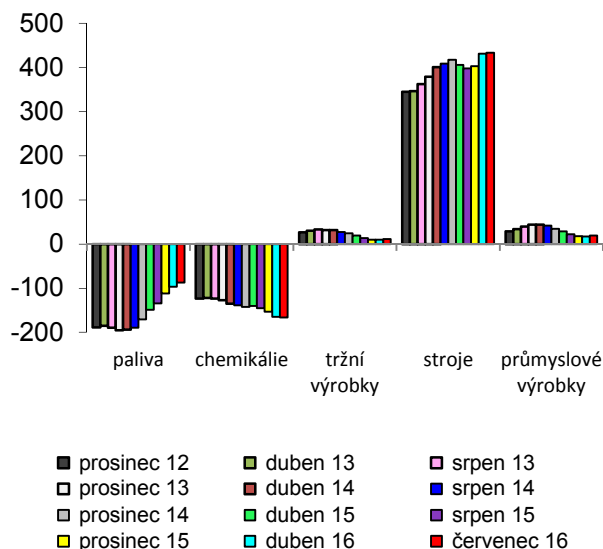
Ve druhém čtvrtletí 2016 skončila **bilance zboží a služeb** přebytkem 109,1 mld. Kč, který se třetí čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval, tentokrát o 33 mld. Kč. Růst přebytku výkonové bilance byl podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích spojen s růstem přebytků obou jejích složek. Ke zvýšení aktiva **zboží** (o téměř 30 mld. Kč) přispěl zejména vývoj v reálném vyjádření. Zhruba čtvrtinou se na něm podílel také cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn růstem přebytku strojů a dopravních prostředků. Po meziročním poklesu nominálního obchodního obrátu v prvním čtvrtletí se jeho růst ve druhém čtvrtletí opět obnovil, zůstal však nízký (0,7 %). Souvisel navíc pouze s růstem vývozu zboží (o 2,5 %), který byl zaznamenán i přes pokračující poměrně výrazný cenový pokles a nepatrné zpomalení růstu poptávky v eurozóně. Dovoz zboží naproti tomu pokračoval druhé čtvrtletí v řadě v meziročním poklesu (o 1,2 %). Ten souvisel s dalším prohloubením poklesu dovozních cen a zvolněním růstu celkové domácí poptávky. K růstu aktiva výkonové bilance přispělo meziroční zvýšení přebytku **služeb** jen mírně (přes 3 mld. Kč), což souviselo především se zvýšením přebytku dílčí bilance dopravy v důsledku růstu jejích příjmů.

**Prvotní důchody** dosáhly ve druhém čtvrtletí vysokého sezonního schodku 96,8 mld. Kč, který se ovšem meziročně o téměř 6 mld. Kč zmínil. Ke zmírnění celkového schodku nejvíce přispěly meziročně vyšší příjmy z rozpočtu EU vykazované v rámci ostatních prvotních důchodů. Nejvýznamnější složku celkové bilance nadále představoval schodek důchodů z přímých investic (-113,9 mld. Kč), související především s výplatou dividend nerezidentům. Rovněž **druhotné důchody** zaznamenaly schodek (-12,4 mld. Kč), který se naopak meziročně prohloubil o více než 9 mld. Kč, a to především z důvodu nižších příjmů z rozpočtu EU. Čisté příjmy z rozpočtu EU vykazované v rámci druhotných důchodů totiž přešly ve druhém čtvrtletí z přebytku do schodku ve výši 4,5 mld. Kč. Nejvýznamnější součástí druhotných důchodů tak představoval schodek ostatních důchodů, nenavázaných na rozpočet EU. Naproti tomu **kapitálový účet** skončil přebytkem 21,6 mld. Kč, vyplývajícím téměř zcela z čerpání prostředků z rozpočtu EU, které však bylo meziročně výrazně nižší.

**Vývoj vybraných složek platební bilance**  
(čtvrtletní hodnoty v mld. Kč)



**Roční klouzavé úhrny obchodní bilance**  
podle SITC (vybrané skupiny, v mld. Kč)



**Finanční účet** skončil ve druhém čtvrtletí čistými výpůjčkami ze zahraničí, tj. čistým přílivem, ve výši 9,3 mld. Kč, ke kterému přispěly přímé a portfoliové investice. Po třech čtvrtletích čistého odlivu dosáhly **přímé investice** čistého přílivu (ve výši 68,3 mld. Kč) při současném poklesu aktiv a růstu pasiv<sup>10</sup>. Příliv zahraničních investic do ČR dosáhl téměř 43 mld. Kč a souvisel zejména s reinvesticemi zisku a s převahou přijatých půjček v dluhových nástrojích. V akciích a ostatních účastech naopak mírně převážil odliv zdrojů. Pokles českých investic v zahraničí byl důsledkem čistého úbytku aktiv v dluhových nástrojích. Ten byl však částečně vyvážen reinvesticemi zisku a přírůstkem v akciích a ostatních účastech. Také meziroční zvýšení čistého přílivu o více než 61 mld. Kč souviselo především s vývojem v úvěrových vztazích.

**Portfoliové investice** zaznamenaly ve druhém čtvrtletí podobně jako v předchozích třech čtvrtletích čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, který dosáhl 51,5 mld. Kč. Nejvýznamnější operace představovaly nákupy vládních korunových dluhopisů nerezidenty a růst pasiv bank ve formě krátkodobých dluhopisů. Také meziroční změna toků portfoliových investic (přesahující 86 mld. Kč) byla ovlivněna zejména nákupem tuzemských dluhových cenných papírů. Držba tuzemských účastí a podílů v investičních fondech zahraničními investory se zvýšila jen mírně. Celkově dosáhl příliv pasivních portfoliových investic téměř 58 mld. Kč. Nákupy převážily i v obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory. Byly však spojeny pouze s růstem držby zahraničních dluhopisů, zatímco u účastí a podílů v investičních fondech mírně převážily jejich prodeje.

U **ostatních investic** byly vykázány čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 40,1 mld. Kč. K celkovým čistým půjčkám přispěl čistý odliv zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru téměř 64 mld. Kč. Souvisel zejména s poskytováním dlouhodobých půjček a s růstem krátkodobých vkladů v zahraničí. Částečně byl však vyvážen čistým přílivem bankovního sektoru včetně ČNB (převyšujícím 24 mld. Kč), který byl spojen zejména s růstem krátkodobých vkladů u tuzemských bank. **Rezervní aktiva** se ve druhém čtvrtletí především v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB a v menší míře i konverzí EU fondů zvýšila o 70 mld. Kč.

<sup>10</sup> Z celkového čistého přílivu však zhruba dvě třetiny nebyly bezprostředně spojeny s investičními aktivitami v ČR.

## 4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

Celková meziroční inflace v červenci i srpnu se zvýšila, a to v souladu s prognózou. Rovněž vývoj v jednotlivých složkách inflace byl v souladu s predikcí. Dovozní ceny a ceny průmyslových výrobců zmírnily svůj meziroční pokles a pohybovaly se poblíž prognózy. Naopak meziroční pokles cen zemědělských výrobců se dále prohloubil a byl oproti prognóze výraznější. Rizika krátkodobé prognózy inflace jsou pro nejbližší měsíce zhruba vyrovnaná.

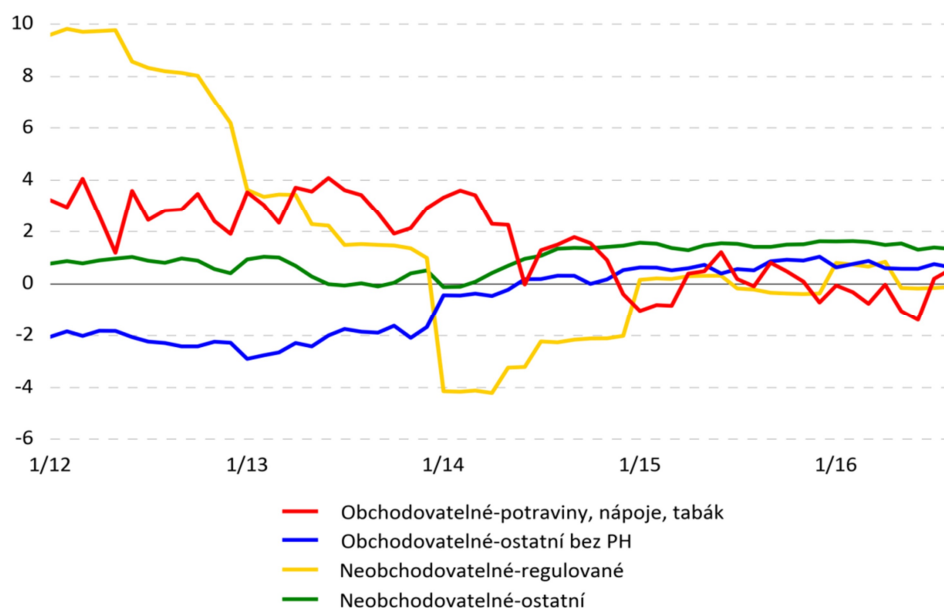
### 4.1 Spotřebitelské ceny

srpen 2016	meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace*)
	predikce 5.SZ	skutečnost	
<b>Index spotřebitelských cen</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.05</b>
<b>Regulované ceny</b>	-0.3	-0.1	0.03
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.23	0.23	0.00
<b>Čistá inflace</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.08</b>
Z toho:			
<b>Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté</b>	0.6	0.5	-0.01
<b>Korigovaná inflace bez PH</b>	1.0	1.0	0.01
<b>Ceny pohonných hmot - čisté</b>	-8.1	-10.7	-0.08
<b>Měnověpolitická inflace</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	

\*) Odchylky jsou vypočítány z dat spotřebního koše ČSÚ a v případě celkové inflace se mohou mírně lišit od zaokrouhlených čísel ČSÚ.

**Celková meziroční inflace** v červenci zrychlila na 0,5 % a v srpnu dále na 0,6 %. Prognóza z 5.SZ tento vývoj očekávala. Rovněž vývoj v jednotlivých složkách inflace byl prakticky v souladu s prognózou. K lehce záporné odchylce od prognózy došlo u cen pohonných hmot, jejichž pokles se nadále udržel na dvouciferných hodnotách, zatímco prognóza očekávala jeho postupné zmírňování. Naopak pozorovaný pokles regulovaných cen byl ve srovnání s prognózou o něco mírnější, což bylo dáno zejména slabším poklesem cen zemního plynu pro domácnosti. Prognóza růstu cen potravin a korigované inflace bez pohonných hmot se naplnila.

#### Meziroční růst jednotlivých skupin cen (kromě regul. cen vše očištěno o vliv změn daní)

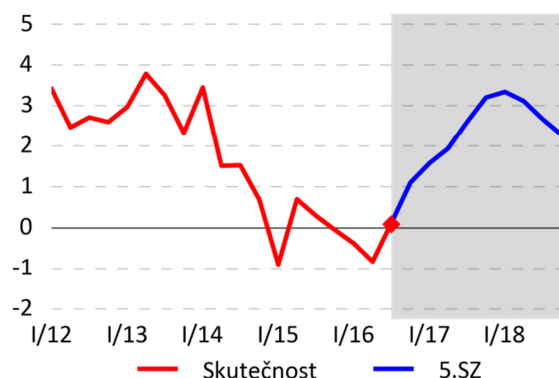


## OMEZENÝ PŘÍSTUP

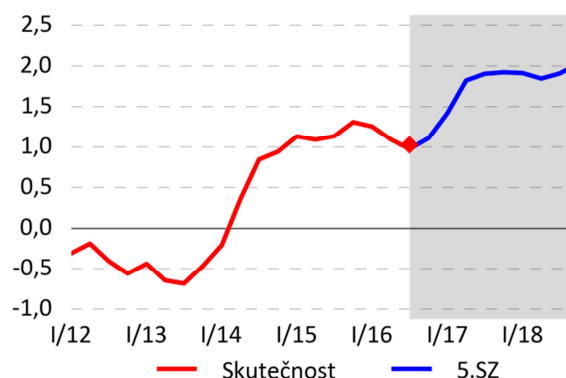
**Regulované ceny** poklesly meziročně v červenci o 0,2 % a v srpnu již jen o 0,1 %. Prognóza z 5.SZ očekávala mírně rychlejší poklesy. Tato odchylka byla dána zejména o něco menším poklesem cen zemního plynu pro domácnosti (-6,9 %) a mírně vyššími cenami tepla (růst o 1,2 %). K proinflační odchylce u regulovaných cen dále přispěly vyšší ceny stravování a mírnější pokles cen v dopravě. V řadě dalších skupin regulovaných cen byl však publikovaný růst v porovnání s prognózou nižší. Ceny elektřiny podle očekávání rostly o 1,2 % a i ve zbytku letošního roku je očekáváno setrvání jejich dynamiky na této úrovni. U regulovaných cen jako celku lze očekávat v následujících měsících odeznění jejich meziročního poklesu a přechod do kladných temp, což souvisí zejména s postupným odezníváním poklesu cen plynu. Ve srovnání s prognózou z 5.SZ se výhled růstu regulovaných cen mění pouze nepatrně proinflačním směrem.

Příspěvek **primárních dopadů změn nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v červenci i srpnu 0,2 procentního bodu, což odráželo dopad harmonizačního zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky z ledna letošního roku. Další harmonizační zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky nastane od počátku roku 2017 i 2018. Odhadovaný efekt obou změn do celkové inflace činí shodně 0,1 p.b. Od prosince 2016 navíc dojde ke změně nepřímých daní vlivem snížení DPH ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu pro restaurace a jiná stravovací zařízení. Toto opatření je součástí zákona o elektronické evidenci tržeb, který právě v prosinci vstoupí v platnost. Primární dopad této změny DPH do celkové inflace je odhadován na -0,15 p.b. Předpoklady o dopadech změn nepřímých daní se tak oproti 5.SZ nemění.

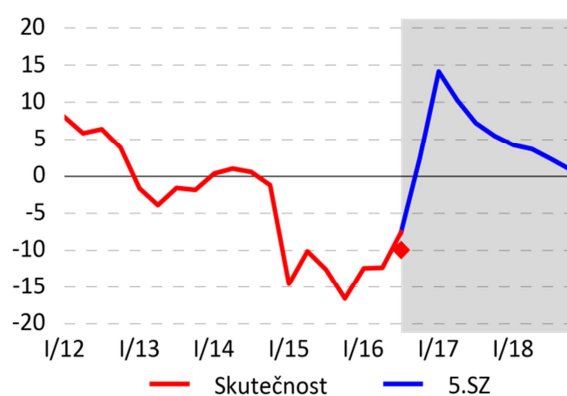
**Ceny potravin (mzr. v %)**



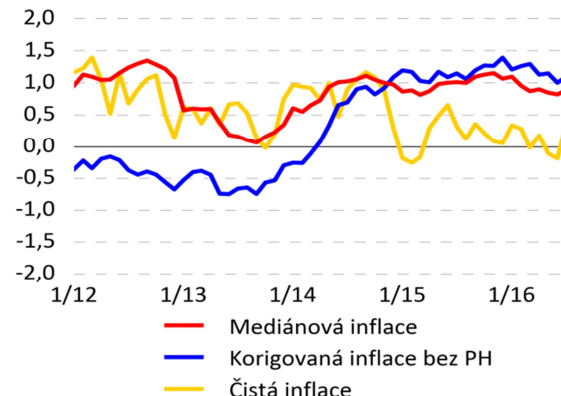
**Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)**



**Ceny pohonných hmot (mzr. v %)**

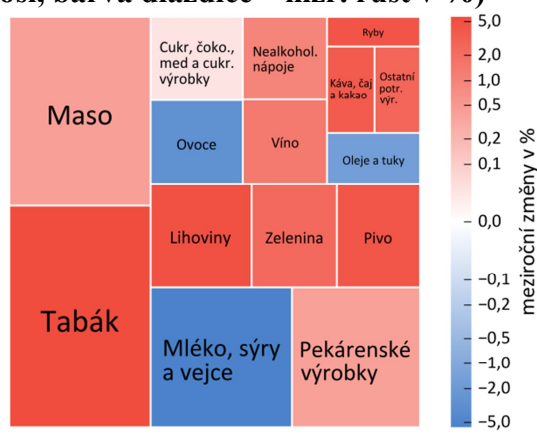


**Ukazatele jádrové inflace (mzr. v %)**

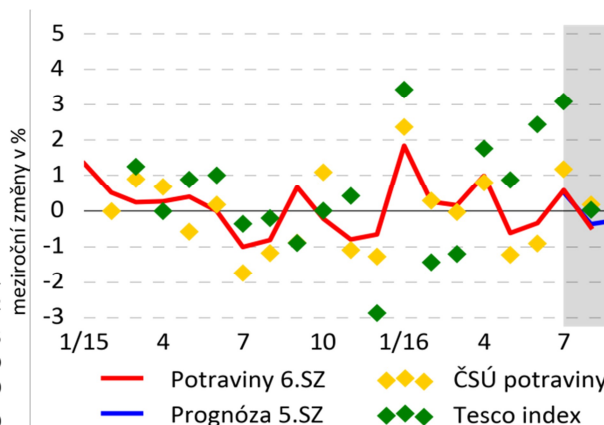


**Ceny potravin** v červenci meziročně slabě vzrostly (o 0,2 %), v srpnu pak svůj růst zrychlily (na 0,5 %). Prognóza z 5.SZ se tak naplnila. Ve vývoji cen potravin se odráželo zmírnění poklesu cen mléčných výrobků i vajec, od července pak začaly slabě meziročně růst ceny masa, pekárenských výrobků, nealkoholických nápojů, piva a cukrovinek. Kladně k růstu cen potravin nadále přispívaly ceny alkoholických nápojů, zeleniny a tabáku. Pokles cen zemědělských výrobců se v červenci i srpnu nicméně udržoval na hlubokých hodnotách, a byl tak výraznější oproti předpokladům prognózy z 5.SZ. Rizika prognózy cen potravin pro nejbližší období jsou tedy mírně protiinflační.

**Struktura růstu cen potravin - srpen**  
(obsah dlaždice – relativní váha ve spotř. koši, barva dlaždice – mizr. růst v %)



**Předstihové indikátory (mzm. v %)**



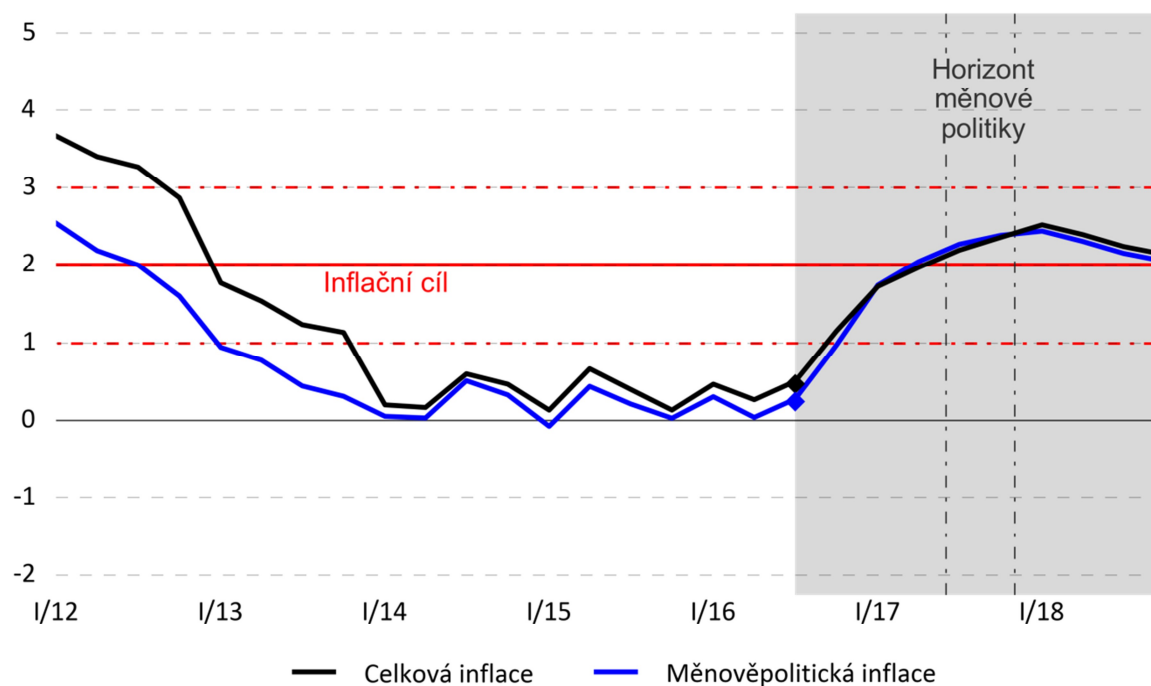
**Korigovaná inflace bez pohonných hmot** dosáhla v červenci hodnoty 1,1 %, v srpnu pak lehce zpomalila na 1,0 %, a nacházela se tak na prognóze z 5.SZ. V jejím rámci přitom rostly rychleji ceny neobchodovatelných statků (v průměru o 1,4 %), kde k růstu nejvýrazněji přispěly ceny rekreačních a kulturních služeb a dále ceny v oddíle bydlení, kde vzrostly ceny čistého nájemného. Vyšší byly rovněž ceny finančních služeb a služeb týkajících se osobní péče. Nižším tempem rostly v červenci a srpnu ceny obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot (v průměru o 0,7 %), když pokračoval zejména růst cen obuvi, oděvů a zařízení pro domácnosti. Rizika stávající prognózy korigované inflace bez pohonných hmot jsou neutrální.

**Ceny pohonných hmot** v červenci i srpnu lehce zmírnily svůj meziroční pokles (na -10,5 %, resp. -10,7 %), což bylo dáno postupným odezníváním meziročních propadů cen ropy Brent na světových trzích. Prognóza z 5.SZ však očekávala o něco rychlejší zmírňování dosavadních poklesů cen pohonných hmot. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump<sup>11</sup> tyto ceny soustavně klesaly od konce června až do poloviny srpna, v posledních třech týdnech však došlo ke korekci a ceny slabě vzrostly. Vzhledem k nepatrně nižším cenám ropy Brent v novém výhledu CF a silnějšímu výhledu kurzu eura vůči dolaru pro nejbližší období, míří riziko prognózy cen pohonných hmot slabě protiinflačním směrem.

<sup>11</sup> Pro účely krátkodobé prognózy cen pohonných hmot jsou sledována data na denní frekvenci z portálu platebních karet CCS ([www.ccs.cz](http://www.ccs.cz)) a jsou doplňována o týdenní šetření pohonných hmot ČSÚ. Průměrná měsíční hodnota těchto údajů je velmi dobrým předstihovým indikátorem pro oficiální data ČSÚ o cenách pohonných hmot, která přicházejí s více než týdenním odstupem po konci kalendářního měsíce.

**Medián meziroční čisté inflace** jako alternativní ukazatel jádrové inflace se v červenci mírně zvýšil, v srpnu pak dále vzrostl o 0,1 p.b. na 1,0 %. Změny mediánové inflace jsou nicméně jen mírné, v rozsahu několika desetín procentního bodu. Meziměsíční sezonně očištěná mediánová inflace v anualizovaném vyjádření v červenci vzrostla na úroveň 2 %, kde se udržela i v srpnu.

#### Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



## 4.2 Ostatní cenové okruhy

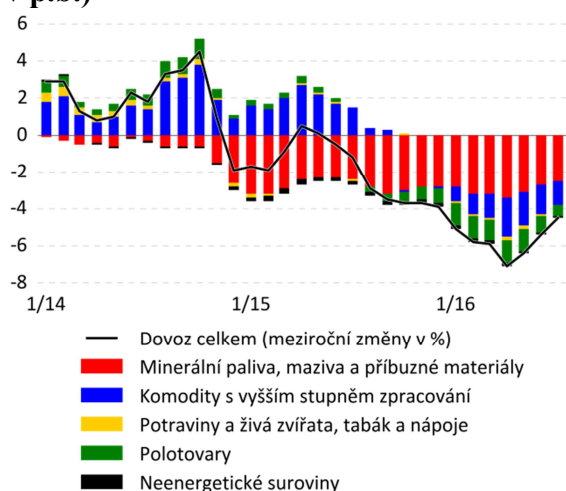
**Dovozní ceny** v červenci 2016 podle očekávání zmírnily svůj meziroční pokles, a to na -4,5 %, což byla o 0,3 p.b. méně záporná hodnota oproti prognóze. Zmírnění poklesu dovozních cen bylo ovlivněno zvolňováním meziročního poklesu většiny položek dovozních cen, zejména komodit s vyšším stupněm zpracování, polotovarů a minerálních paliv. Stejným směrem na vývoj dovozních cen působilo i obnovení meziročního růstu dovozních cen potravin, nápojů a tabáku.

**Ceny průmyslových výrobců** rovněž pokračovaly v postupném zmírňování svého výrazného meziročního poklesu. Ten v srpnu dosáhl -3,4 %, což je nicméně ve srovnání s prognózou z 5.SZ o něco výraznější hodnota. Nejvíce byla cenová hladina ovlivněna vývojem cen ve zpracovatelském průmyslu, kde se ceny meziročně snížily o 3,2 %. To vedle dlouhodobého propadu cen v odvětví koksu a rafinérských ropných produktů<sup>12</sup> odráželo i výrazný pokles cen chemických látek a výrobků a meziročně nižší ceny obecných kovů a kovářských výrobků. Pokles cen v odvětví výrobců potravin, nápojů a tabáku v srpnu ve srovnání s předchozím měsícem mírně zvolnil (na -2,5 %). I přes dílčí zmírnění pokračoval výrazný meziroční pokles cen těžby a dobývání. Cenový vývoj v odvětví elektřiny, páry a klimatizovaného vzduchu a zpracování vody se ve srovnání s předchozím čtvrtletím nezměnil.

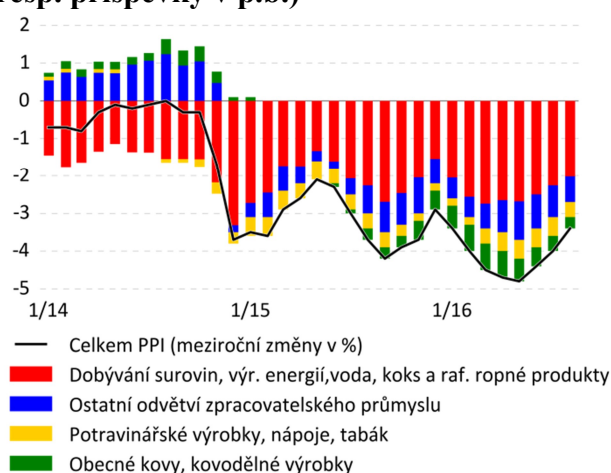
<sup>12</sup> ČSÚ přestal od května 2015 zveřejňovat číselné údaje týkající se cen výrobců v odvětví koksu a rafinovaných ropných produktů, protože někteří výrobci nesouhlasí s jejich publikováním.



**Dovozní ceny (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)**

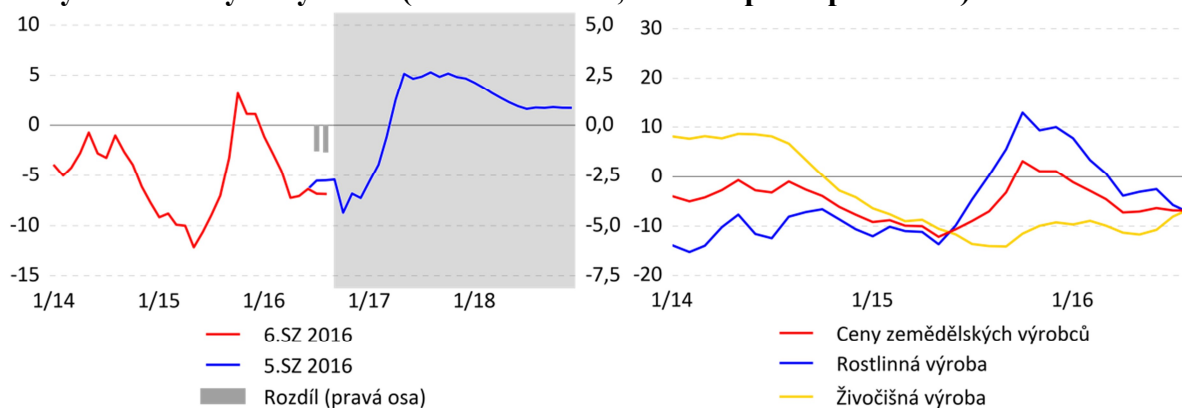


**Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)**



**Ceny zemědělských výrobců** v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí lehce prohloubily svůj meziroční pokles na 6,9 % v srpnu. V jejich rámci se prohloubil pokles cen v rostlinné výrobě (na 7,3 %), na němž se i nadále ve velké míře podílely zejména ceny obilovin a olejnin. V živočišné výrobě se naopak pokles cen zmírnil (na -6,6 %). Nižší byly stejně jako v celém letošním roce zejména ceny mléka (o 16,2 %) a vajec, což bylo částečně kompenzováno růstem cen prasat. V porovnání s prognózou z 5.SZ byl pokles cen zemědělských výrobců v červenci a srpnu mírně hlubší. Rizika prognózy cen zemědělských výrobců pro nejbližší období tak jdou mírně protiinflačním směrem.

**Ceny zemědělských výrobců (meziročně v %, rozdíl v p.b. – pravá osa)**



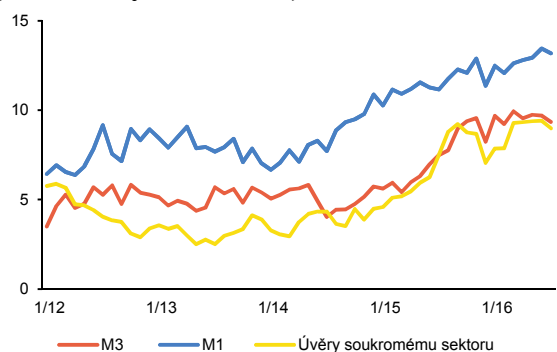
## 5 Peníze a úvěry

Růst peněžního agregátu M3 v červenci zvolnil v důsledku pokračujícího snižování dynamiky vkladů nefinančních podniků. V peněžním vývoji se nadále projevuje vysoký růst domácích úvěrů doprovázený přílivem zahraničního kapitálu. Dynamika podnikových úvěrů po předchozím zvolnění stagnovala. Poprvé po delším období zpomalil růst úvěrů domácnostem na bydlení. Skutečně nové hypoteční úvěry po zhruba 20% meziročním růstu zaznamenaném ve druhém čtvrtletí 2016 následně v červenci poklesly o cca 3%. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se nacházely poblíž svých historických minim.

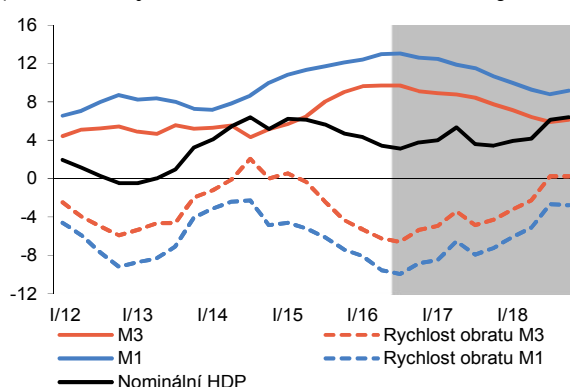
### 5.1 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 v souladu s prognózou zpomalil. Roční míra růstu M3 se v červenci snížila na 9,3% (oproti 9,6% v prvním čtvrtletí a 9,7% ve druhém čtvrtletí 2016). Zvolnil též růst peněžního agregátu M1, a to v důsledku zpomalení dynamiky jednodenních vkladů. Peněžní agregát M3 přitom nadále roste výrazně vyšším tempem než nominální HDP, což se ve druhém čtvrtletí 2016 projevovalo v meziročním prohloubení poklesu rychlosti obrátu peněz. Dynamika M3 zůstává zřetelně nad úrovní eurozóny. Z hlediska sektorů držby peněz se snížilo tempo růstu vkladů nefinančních podniků, což převážilo nad pokračujícím zrychlováním růstu vkladů domácností podporovaného pozitivním vývojem mezd. Z hlediska tvorby peněz se ve zvyšování M3 projevuje vysoký růst domácích úvěrů doprovázený přírůstkem čistých zahraničních aktiv bank v důsledku nákupů tuzemských korunových státních dluhopisů nerezidenty. Podle prognózy se růst M3 bude ve třetím čtvrtletí 2016 pohybovat v blízkosti stávajících hodnot. V následujících dvou letech dynamika M3 zpomalí, což spolu s postupným zrychlováním nominálního HDP povede ke zmírnění poklesu rychlosti obrátu peněz.

Peněžní agregáty a úvěry soukr. sektoru (roční míry růstu v %)



Peněžní agregát M3 a nominální HDP (roční míry růstu v %, čtvrtletní údaje, s. o.)

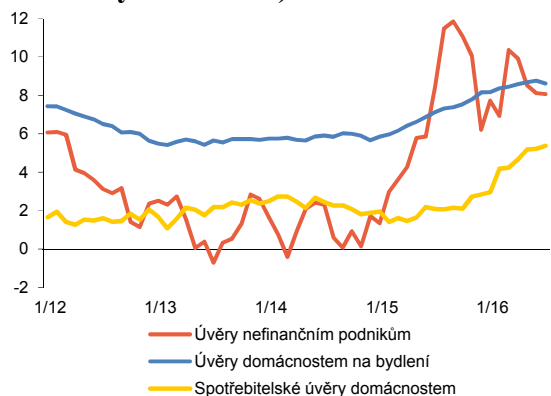


### 5.2 Úvěry

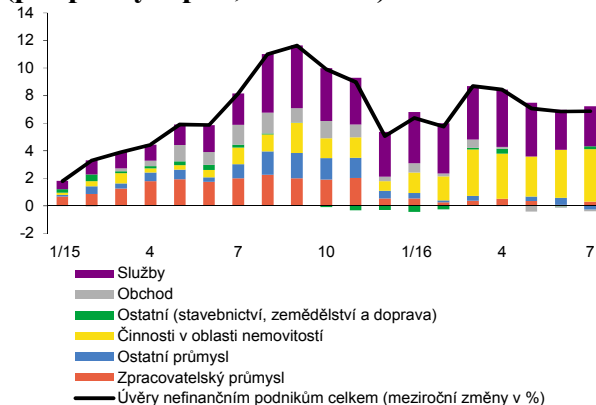
Růst úvěrů soukromému sektoru zůstává i přes červencové zvolnění na vysoké úrovni. Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru se v posledních měsících pohybuje v blízkosti 9% a je podporována zejména nízkou hladinou úrokových sazeb a uvolněnými úvěrovými podmínkami v prostředí pokračujícího růstu české ekonomiky a domácí poptávky. Růst úvěrů nefinančním podnikům setrval v červenci na úrovni zhruba 8% při zpomalení růstu dlouhodobých úvěrů, které bylo kompenzováno zmírněním poklesu krátkodobých úvěrů. Dynamika podnikových úvěrů se nadále koncentruje v komerčních službách včetně činností v oblasti nemovitostí. Slabě vzrostla dynamika úvěrů ve zpracovatelském průmyslu, zatímco úvěry v ostatních průmyslových odvětvích (energetika a těžba) poklesly. Poslední dobou zvýšený meziroční růst úvěrů v cizí měně, související zejména s exportní orientací české

ekonomiky a pravděpodobně s očekávaným ukončením kurzového závazku ČNB, aktuálně nepatrně zvolnil na zhruba 21 %; podíl těchto úvěrů na celkových úvěrech však dosahuje historického maxima ve výši 25 %. Nejsilnější zájem o cizoměnové úvěry (eurové s delší splatností) projevují podniky ve službách včetně nemovitostí a průmyslu (ve zpracovatelském a těžebním průmyslu), ale i v dopravě, v peněžnictví a pojišťovnictví.

**Úvěry nefin. podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %)**

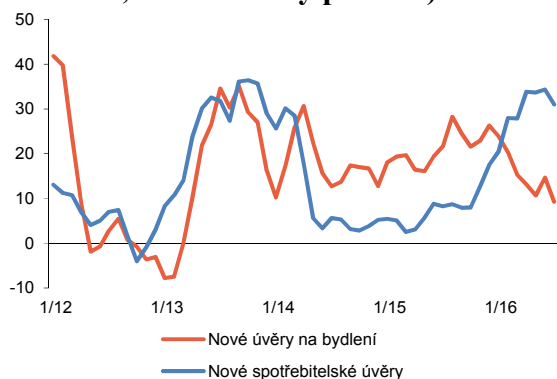


**Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví (příspěvky v p.b., mizr. v %)**

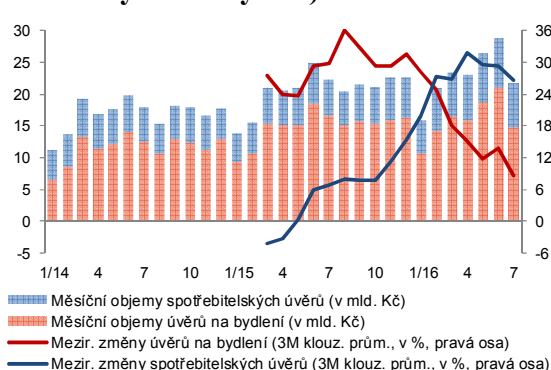


**Úvěry domácnostem** v červenci poprvé po delším období zmírnily svůj růst na 7,5 %. V tom se projevovalo zvolnění dynamiky úvěrů na bydlení. Nově sjednané úvěry na bydlení v červenci poprvé za poslední tři roky meziročně poklesly, jejich 3M průměrný růst v důsledku toho dále zpomalil. **Skutečně nové hypoteční úvěry** (čisté včetně navýšení) po meziročním růstu okolo 20 % zaznamenaném ve druhém čtvrtletí letošního roku následně v červenci poklesly o zhruba 3 %. Poslední indikátory však ukazují, že v srpnu se meziroční růst hypoték obnovil. Měsíční objemy nových úvěrů na bydlení zůstávají na vysoké úrovni.<sup>13</sup> Jsou doprovázeny rekordně nízkými úrokovými sazbami a pokračujícím zvyšováním cen nemovitostí. **Realizované ceny bydlení** se ve druhém čtvrtletí dále zvýšily (u nových bytů dosáhly meziročně 3,8 %, u starších bytů 9,1 %, ještě rychleji rostly nabídkové ceny bytů, a to zejména v Praze). Investice do obydlí ve druhém čtvrtletí zrychlily svůj meziroční růst na 2,5 % ve stálých cenách. Na druhou stranu se počet zahájených bytů v uvedeném období propadl o 7 %. Nové **spotřebitelské úvěry** přispívající částečně k financování růstu spotřeby domácností nadále rychle rostly, což odráželo oproti minulosti příznivější úvěrové podmínky v tomto segmentu trhu a zvýšení spotřebitelské důvěry. Růst stavu spotřebitelských úvěrů se tak lehce zvýšil.

**Nové úvěry domácnostem (mizr. v %, 3M klouzavý průměr)**



**Skutečně nové úvěry domácnostem (čisté úvěry vč. navýšení)**



Pozn.: Údaje o skutečně nových úvěrech jsou k dispozici od ledna 2014.

<sup>13</sup> Dle vyjádření realitních makléřů roste poptávka domácností po financování nemovitostí jako investic.

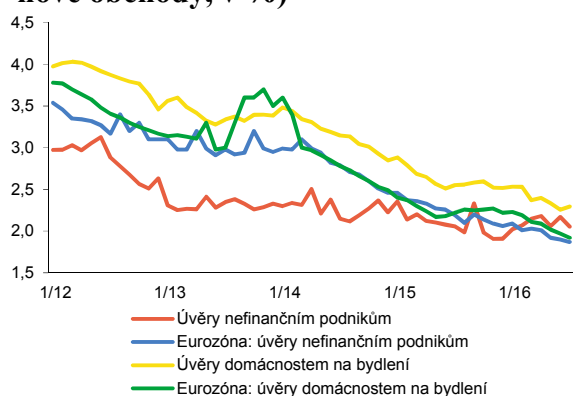
### 5.3 Klientské úrokové sazby

**Klientské úrokové sazby** z úvěrů přetrvávají poblíž rekordně nízkých hodnot. Ve vývoji úvěrových sazeb se odráží zejména vysoká likvidita a nízké náklady financování bank, když výnos desetiletého státního dluhopisu v srpnu poklesl na 0,3 % a výnosy dvouletých a pětiletých dluhopisů se propadly do více záporných hodnot. Od počátku roku 2015 se sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení snížily o 0,2, resp. 0,6 procentního bodu, což je více než u referenčních sazeb finančního trhu. Průměrná **úroková sazba z klientských vkladů** v červenci dále mírně poklesla na zhruba 0,3 %, aktuálně zejména v důsledku poklesu sazeb z termínovaných vkladů domácností. Od počátku roku 2015 se průměrná sazba z vkladů snížila o 0,3 procentního bodu. V reálném vyjádření sazba z vkladů při neměnění se očekávané inflaci v červenci poklesla do více záporných hodnot na -1,6 %. V eurozóně klientské sazby z úvěrů dosáhly nového historického minima a jsou ve všech segmentech úvěrového trhu pod úrovní sazeb v ČR.

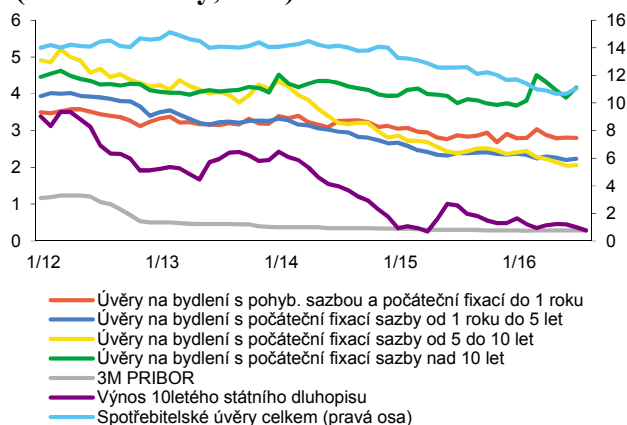
**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** v domácí měně se nadále pohybuje v blízkosti 2 %, když v červenci nepatrně poklesla. Spread mezi sazbami z malých (do 30 mil. Kč) a velkých úvěrů pokračoval ve svém dlouhodobém poklesu, a to vlivem výraznějšího snižování sazeb z malých úvěrů. Sazba z nových domácích eurových úvěrů se aktuálně pohybuje na obdobné úrovni jako sazba z korunových úvěrů.

Pokles **úrokových sazeb z úvěrů domácnostem** na bydlení a spotřebu zaznamenaný v první polovině letošního roku se v červenci zastavil. Sazba z úvěrů na bydlení dosáhla 2,3 % (u hypotečních úvěrů 2,1 %) a u spotřebitelských úvěrů 11,1 %. Aktuální informace ukazují, že hlavní hráči hypotečního trhu v srpnu a na počátku září sazby již zásadněji nemění, i když některé banky opět přistoupily k jejich snížení. Dle Fincentra Hypoindex se sazba v srpnu slabě snížila, a to zřejmě též vlivem skutečnosti, že některé banky přestaly nabízet hypotéky bez prokazování příjmů, jejichž sazby jsou vyšší než u běžných úvěrů. V červenci byla nejnižší sazba z úvěrů na bydlení u fixace od pěti do deseti let, což je v posledním období doprovázeno zvýšením podílu úvěrů s touto fixací na 31 %. To odráží snahu bank o poskytování delších fixací před nabytím účinnosti nového zákona o spotřebitelském úvěru, který nově umožní předčasné splacení části hypoték, ovšem ne u již běžících fixací. Zejména v souvislosti s opatřeními ČNB ohledně limitů LTV banky již ve třetím čtvrtletí 2016 očekávají zpřísnění úvěrových standardů v tomto segmentu úvěrového trhu.

**Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně (celkové náklady úvěrů - *cost of borrowing*, nové obchody, v %)**



**Úrokové sazby z úvěrů domácnostem (nové obchody, v %)**



## IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

V dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2016 zůstaly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní, výnosy státních dluhopisů se snížily. Pokračovaly intervence ze strany ČNB v rámci udržování kurzového závazku. Sazba 3M PRIBOR i kurz koruny v průměru odpovídají prognóze.

### Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

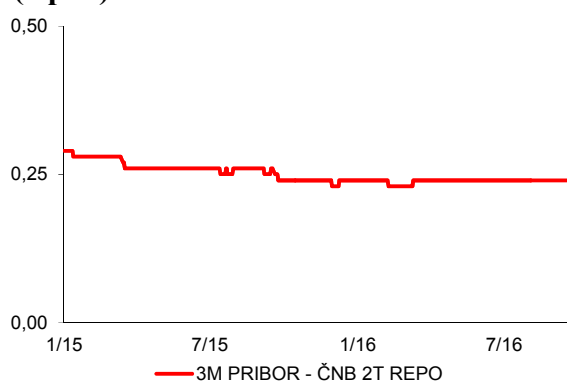
	III/16 – prognóza	III/16 – skut. <sup>a)</sup>	21.9. – skut.
3M PRIBOR	0,3	0,3	0,3
Kurz – CZK/EUR	27,0	27,0	27,0

<sup>a)</sup> průměr za čtvrtletí do 21.9.2016

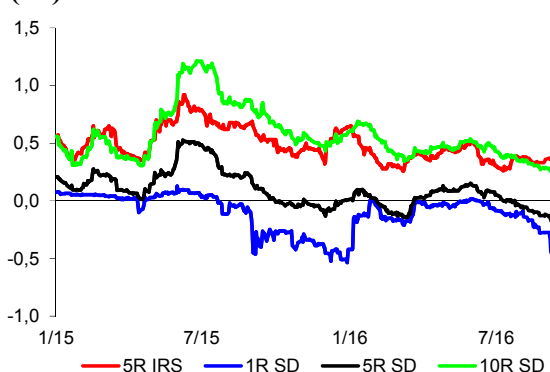
### 1 Domácí úrokové sazby

V dosavadním průběhu tohoto čtvrtletí byly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR (do 21.9.) činila 0,3 %, a odpovídala tak prognóze. Kladný sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal zachován. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se v souladu s prognózou nacházelo na úrovni 0,24 p.b.

#### Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba (v p.b.)



#### Sazba IRS a výnosy státních dluhopisů (%)



**Sazby FRA** se od minulého měnověpolitického zasedání bankovní rady ČNB téměř nezměnily. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle aktuálních kotací FRA kontraktů implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny příštího roku se tak pohybuje nepatrně pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, se kterou je poté ve třetím čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí).

**Domácí úrokové sazby s delší splatností** se vyvíjely převážně v souladu s evropskými sazbami. Dění na světových finančních trzích se po prvotním šoku z výsledku referenda o brexitu zklidnilo, a bylo ovlivněno především rozdílným očekáváním ohledně nastavení měnových politik v eurozóně a USA. Od zářijového zasedání ECB (8.9.) část trhu čekala prodloužení programu nákupu aktiv, případně i úpravu parametrů odkupovaných cenných papírů<sup>14</sup>. V USA pod vlivem komunikace Fedu a příznivého vývoje ekonomiky (zejména trhu práce a realitního trhu) naopak zesílila očekávání zvýšení sazeb. Výsledek jednání ECB

<sup>14</sup> Cca třetina dluhopisů nesplňuje podmínky programu nákupu aktiv ECB v důsledku poklesu jejich výnosů pod úroveň depozitní sazby ECB (-0,4 %).

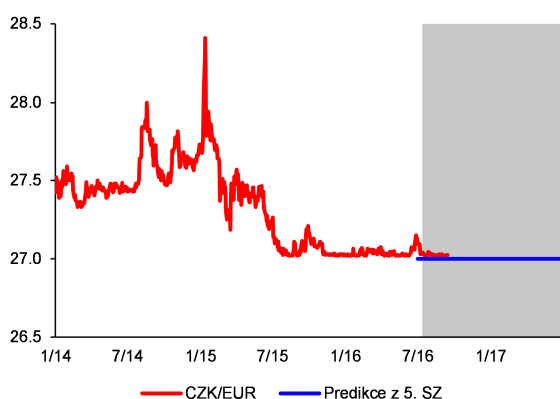
(současné nastavení měnové politiky je efektivní, nejsou potřeba další stimuly, rozšíření programu nákupu aktiv ani další opatření nebyla diskutována) se promítl do nárůstu eurových a následně i tuzemských úrokových sazeb. Celkově se domácí sazby IRS od srpnového měnového zasedání bankovní rady ČNB téměř nezměnily. Výnosy tuzemských státních dluhopisů se však – především u kratších splatností – na začátku září zřetelně snížily. Příčinou byly šířící se spekulace na opuštění kurzového závazku ČNB dříve než v polovině roku 2017, které výrazně zesílily poptávku po koruně, což se následně promítlo do vyšší poptávky po českých státních dluhopisech. Výnosová křivka tuzemských státních dluhopisů se tak pohybuje v záporných hodnotách až do splatnosti 7R.

## 2 Devizový kurz

V dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2016 činila **průměrná hodnota kurzu** koruny vůči euru 27,03 CZK/EUR, což představovalo jen nepatrné meziroční posílení kurzu koruny (o 0,1 %) při jeho mezičtvrtletní stabilitě. S výjimkou prvního červencového týdne se koruna pohybovala těsně nad hranicí kurzového závazku 27 CZK/EUR. Dosavadní vývoj kurzu koruny tak je v souladu s prognózou z 5.SZ na třetí čtvrtletí 2016 (27,0 CZK/EUR).

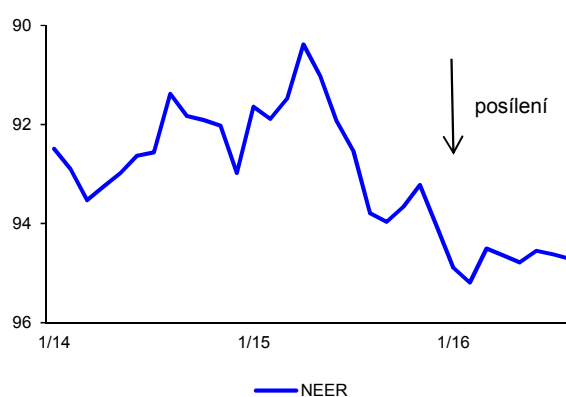
**Krátkodobé oslabení koruny** v posledním červnovém týdnu a na počátku července bylo způsobeno prvotní reakcí finančních trhů na negativní výsledek referenda o setrvání Spojeného království v EU. Zklidnění situace na trzích pak vrátilo kurz koruny těsně nad hranici kurzového závazku ČNB, kde se nacházel ve zbývající části třetího čtvrtletí 2016. Na kurz nadále působila uvolněná měnová politika ECB, která byla vyvažována obranou kurzového závazku ze strany ČNB. Zveřejněné informace o ekonomickém vývoji v ČR a eurozóně v podstatě jen potvrzovaly stávající očekávání finančních trhů. Objemy automatických intervencí ČNB v souhrnu za červenec a srpen činily téměř 37 mld. Kč. V průběhu čtvrtletí narůstající potřeba intervencí odrážela očekávání finančních trhů, že ČNB ukončí obranu kurzového závazku (v souladu s komunikací vedení ČNB) v létě příštího roku nebo případně i dříve (s poukazem na tvrdý závazek ČNB pokrývající pouze zbytek letošního roku), tedy za méně než rok, zatímco ke korekci stávající politiky ECB dle jejich očekávání dojde mnohem později.

Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



Pozn.: Šedá plocha značí období od projednání 5.SZ v bankovní radě.

Index nominálního efektivního kurzu koruny



Pozn.: Hodnoty na svislé ose jsou v obráceném pořadí (2010=100).

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

**Nominální efektivní kurz**<sup>15</sup> v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí<sup>16</sup> meziročně posílil o 1,6 %. Příčinou meziročního posílení NEER bylo především prudké zhodnocení koruny vůči britské libře (o 16,3 %) a dále výrazné zhodnocení koruny vůči čínskému renminbi, ruskému rublu a polskému zlotému v rozsahu 4 až 6,4 %. Proti posílení působilo naopak prudké oslabení koruny vůči japonskému jenu téměř o 20 %.

---

<sup>15</sup> NEER ukazuje změnu kurzu koruny vůči koši 13 měn našich nejvýznamnějších obchodních partnerů z hlediska jejich podílu na obchodním obratu ČR. Nejvýznamnější podíl v tomto koši má euro (více než 65 %), další významnější podíly (7,2 % až 2,2 %) mají čínský renminbi, polský zlotý, ruský rubl, britská libra, americký dolar a maďarský forint. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují mezi 0,8 až 1,6 %. Použita byla varianta výpočtu uplatňovaná MMF zahrnující všechny skupiny SITC.

<sup>16</sup> Jde o hodnoty za červenec a srpen.