ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA **OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let**
Sekce měnová

V Praze dne 27. října 2016
Čj.: 124305/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci IV/2016)

Stručný obsah – důvod předložení:
Jedná se o pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB.
Materiál se předkládá bez rozporu.

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:
Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:
Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Kamil Galuščák, Michal Hlaváček

Část I
Předkládací zpráva

Část II
Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Část III
7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci IV/2016)

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

Část I

P ř e d k l á d a c í

z p r á v a

7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci IV/2016)

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

Stručné srovnání nové prognózy s 5. situační zprávou (Zprávou o inflaci III/2016) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání s 5. SZ 2016 (mzr. v %)

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

Část II

N á v r h

rozhodnutí bankovní rady

Po projednání materiálu „7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci IV/2016)“ předloženého ředitelem sekce měnové p. Tomášem Holubem bankovní rada

a) **ukládá členům bankovní rady** zaslat své připomínky k veřejné části materiálu (černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové do 4. 11. 2016 do 12.00 hodin.

b) **ukládá řediteli sekce měnové** p. Tomáši Holubovi

   i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s ředitelkou sekce kancelář pí Janou Báčovou zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 4. 11. 2016

   ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 8. 11. 2016 do 13.00 hodin.

Část III

7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

(Zpráva o inflaci IV/2016)

OBSAH

I. SHRNUTÍ **2**
II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA **4**
II.1 Vnější předpoklady prognózy **4**
II.2 Prognóza **6**
BOX 1 Odhad reálné přirozené úrokové míry 8
II.3 Srovnání s minulou prognózou **20**
II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY **22**
II.4.1 Citlivostní scénář prodloužení QE ECB 22
II.5 Prognózy ostatních subjektů **23**
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ **25**
III.1 Inflace **25**
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle 25
III.1.2 Současný vývoj inflace 27
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců **29**
III.2.1 Dovozní ceny 29
III.2.2 Ceny výrobců 30
III.3 Poptávka a nabídka **32**
III.3.1 Domácí poptávka 32
BOX 2 Vliv čerpání prostředků z fondů EU na vývoj investic nefinančních podniků 33
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka 35
III.3.3 Nabídka 36
III.3.4 Odhad cyklické pozice ekonomiky a vývoj potenciálního produktu 37
III.4 Trh práce **38**
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 38
III.4.2 Mzdy a produktivita 39
III.5 Finanční a měnový vývoj **41**
III.5.1 Peníze 41
III.5.2 Úvěry 41
III.5.3 Úrokové sazby 43
III.5.4 Měnový kurz 46
BOX 3 Výše rozvahy ČNB a eurosystému 47
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků 48
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností 48
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí 49
III.6 Platební bilance **51**
III.6.1 Běžný účet 51
BOX 4 Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie 52
III.6.2 Kapitálový účet 54
III.6.3 Finanční účet 54
III.7 Vnější prostředí **56**
III.7.1 Eurozóna 56
III.7.2 Spojené státy 58
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám 59
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit 60
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU **63**
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU **65**
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY **65**
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY **65**
POUŽITÉ ZKRATKY **66**
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI **67**
GLOSÁŘ POJMŮ **68**

I. SHRNUTÍ

Celková i měnověpolitická inflace se ve třetím čtvrtletí 2016 mírně zvýšily, nadále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB. Růst české ekonomiky zpomalil vlivem dočasného poklesu investic spolufinancovaných z fondů EU, za rok 2016 celkově dosáhne 2,8 %. V příštích dvou letech setrvá růst HDP na obdobných tempech, když se na jednu stranu obnoví zvyšování investic a na druhou stranu bude působit přechodné zpomalení zahraniční poptávky a posléze i méně uvolněné měnové podmínky po ukončení kurzového závazku ČNB. Pokračující ekonomický růst povede ke zvýšení dynamiky mezd při již jen lehce klesající míře nezaměstnanosti. Rostoucí ekonomika a mzdy budou nadále působit na zvyšování domácích nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň odezní protiinflační působení dovozních cen. Celková i měnověpolitická inflace se tak dále zvýší a na horizontu měnové politiky mírně přesáhnou 2% cíl, poté se k němu budou shora navracet. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb a posílení kurzu koruny.

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí 2016 zpomalila svůj meziroční růst na 2,6 %, zejména v důsledku poklesu vládních i podnikových investic spolufinancovaných z evropských fondů. K růstu kladně přispěly především čistý vývoz a v menší míře spotřeba domácností. Ekonomiku přitom nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb. Příznivě k ekonomickému vývoji přispívají i nízké ceny ropy a zvyšující se zahraniční poptávka. Ve třetím čtvrtletí 2016 prognóza předpokládá další nepatrné zpomalení růstu HDP.

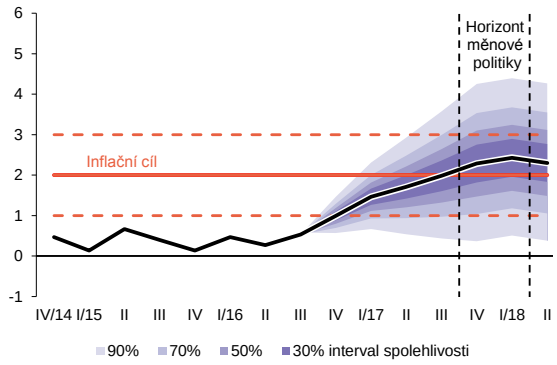
Celková i měnověpolitická inflace ve třetím čtvrtletí 2016 v průměru mírně zrychlily, nadále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf I.1 a Graf I.2). Hlavním zdrojem růstu spotřebitelských cen zůstala korigovaná inflace bez pohonných hmot, v jejímž vývoji se odráží růst domácí ekonomiky a mezd. Zároveň se zastavil pokles cen potravin a postupně odeznívá i propad cen pohonných hmot.

Růst ekonomické aktivity v **efektivní eurozóně** se bude na celém horizontu prognózy pohybovat okolo 2 % s tím, že v příštím roce dočasně zpomalí pod tuto hranici v důsledku dopadů budoucího brexitu na ekonomický sentiment. Vývoj výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně zůstává velmi utlumený. V důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy a pokračujícího růstu ekonomiky eurozóny se však výrobní i spotřebitelské ceny budou zvyšovat. Přispěje k tomu i uvolněná měnová politika ECB, včetně kvantitativního uvolňování, s nímž prognóza počítá do března 2017. Měnová politika ECB se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR, který se až do konce roku 2018 nachází

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

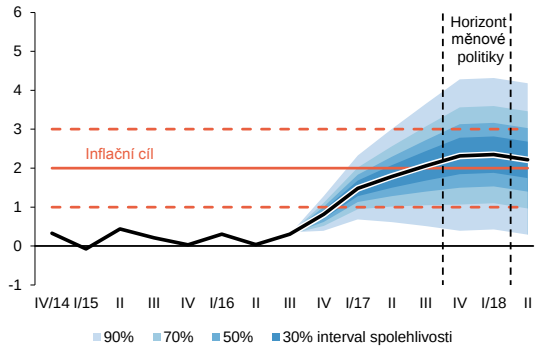
Celková inflace se bude dále zvyšovat a na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% cíl
(meziročně v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace bude pokračovat v růstu a na horizontu měnové politiky se bude pohybovat mírně nad 2% cílem
(meziročně v %)



v záporných hodnotách. U ceny ropy Brent se předpokládá její pozvolný nárůst.

Podle **prognózy** se **celková i měnověpolitická inflace** budou dále zvyšovat a na horizontu měnové politiky mírně přesáhnou 2% cíl (Graf I.1 a Graf I.2). Během roku 2018 se pak inflace bude shora navracet k cíli. Domácí náklady znatelně porostou na celém horizontu prognózy vlivem zvyšujících se mezd i ceny kapitálu v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity. Zároveň odezní – v současnosti již slábnoucí – protiinflační působení dovozních cen vyvolané poklesem cen průmyslových výrobců v eurozóně. Uvedené faktory povedou ke zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot od začátku příštího roku. Také ceny potravin zrychlí svůj růst v souvislosti s vývojem světových cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových vlivů z minulého roku. Regulované ceny budou letos v souhrnu stagnovat, v příštích dvou letech se budou zvolna zvyšovat. Ceny pohonných hmot se na konci letošního roku vymaní z aktuálně hlubokého meziročního poklesu a v dalším období porostou v návaznosti na vývoj světových cen ropy.

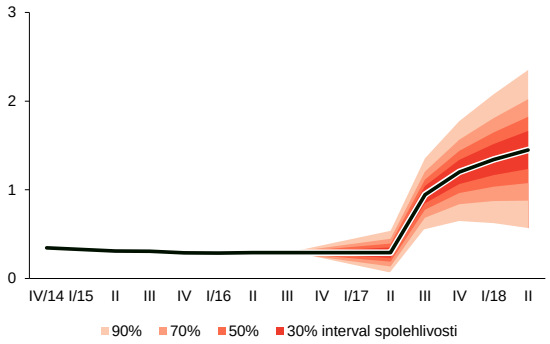
Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017 (Graf I.3). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. S prognózou je poté konzistentní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

Růst české ekonomiky v letošním roce celkově dosáhne 2,8 % (Graf I.4), a to při dočasném poklesu investic spolufinancovaných z evropských fondů. V příštích dvou letech setrvá růst HDP na obdobných tempech, když se na jednu stranu obnoví zvyšování investic a na druhou stranu bude působit přechodné zpomalení zahraniční poptávky a posléze i méně uvolněné měnové podmínky po ukončení kurzového závazku ČNB. Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat zrychlením dynamiky mezd při již jen lehkém poklesu míry nezaměstnanosti.

GRAF I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

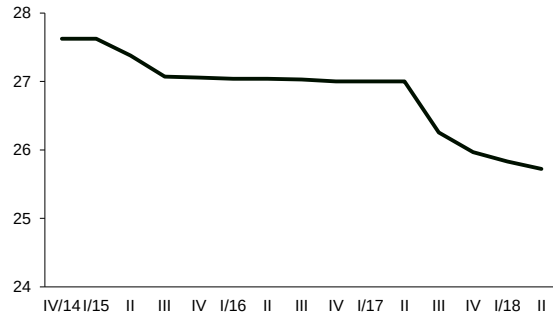
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní nárůst sazeb
(3M PRIBOR v %)



GRAF SZ I.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

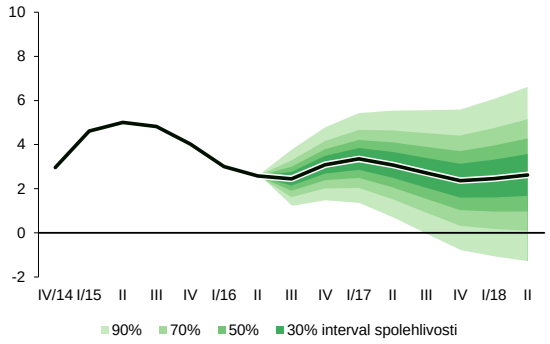
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017, po opuštění kurzového závazku koruna dle prognózy posílí
(CZK/EUR)



GRAF I.4

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst ekonomiky se bude pohybovat poblíž 3 %
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity v příštím roce zpomalí v důsledku dopadů budoucího brexitu na ekonomický sentiment. V roce 2018 se zahraniční poptávka vrátí k přibližně 2% růstu. Pokračující pokles výrobních cen v eurozóně odráží zejména nízké ceny energetických komodit. Návrat cen výrobců k meziročnímu růstu se očekává začátkem příštího roku. Spotřebitelská inflace se z velmi nízkých hodnot bude postupně zvyšovat v návaznosti na rostoucí poptávku a odeznění vlivu propadu cen ropy, až do konce roku 2018 však nedosáhne 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB a na celém horizontu se pohybuje v záporných hodnotách. To rovněž přispívá k očekávanému oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru až do konce roku 2017. Výhled ceny ropy Brent na horizontu prognózy předpokládá její pozvolný nárůst.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce lehké zrychlení tempa ekonomického růstu na 2,2 % (Graf II.1.1)[1], zejména díky příznivému vývoji z počátku roku. Pozitivně působí uvolněné měnové podmínky a nízké ceny energetických komodit. V roce 2017 se očekává zpomalení ekonomického růstu na 1,6 %, v roce 2018 pak zrychlení na necelá 2 %. Výhled se tak v následujících dvou letech oproti předpokladům minulé prognózy posouvá mírně níže, což odráží zejména zhoršení ukazatelů ekonomického sentimentu související s budoucím brexitem.

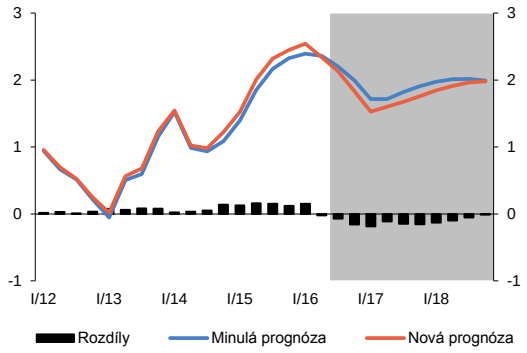
Efektivní ukazatel cen průmyslových výrobců v eurozóně by se měl v letošním roce snížit o 2,7 %, tj. ve stejném rozsahu jako v roce 2015 (Graf II.1.2), a to zejména vlivem propadu cen energetických komodit. Ke kladné meziroční dynamice by se ceny průmyslových výrobců měly vrátit začátkem příštího roku, když odezní vliv poklesu cen komodit a k oživení cenového růstu přispěje i meziročně slabší kurz eura k dolaru. Za celý rok 2017 prognóza předpokládá zvýšení výrobních cen v průměru o 1,6 % a v roce 2018 o 2,1 %. Oproti minulé prognóze je výhled pro letošní a příští rok vyšší v průměru o 0,2 procentního bodu, a to v návaznosti na již pozorovaná data a mírně vyšší výhled cen ropy.

Utlumený vývoj **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** v letošním roce odráží zejména pokračující snižování cen energií pro domácnosti. V průměru za celý rok 2016 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit jen o 0,3 % (Graf II.1.3), tedy přibližně stejně jako v minulém roce.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

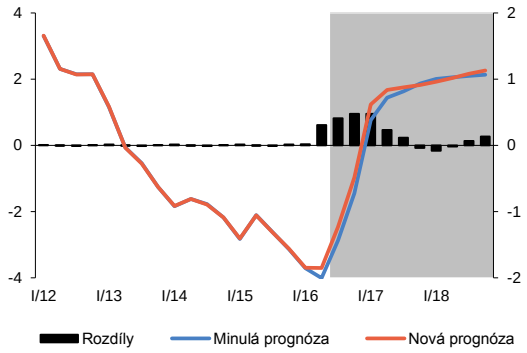
Růst zahraniční ekonomické aktivity v roce 2017 dočasně zpomalí pod 2 %, poté se opět zvýší
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

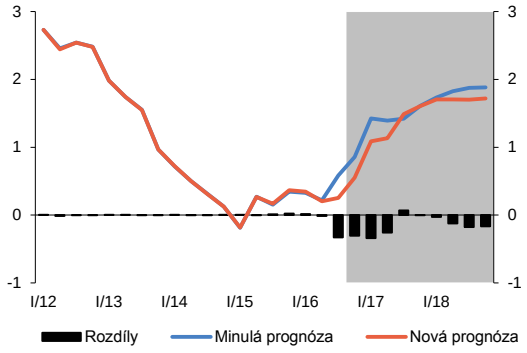
Pokles cen průmyslových výrobců odezní začátkem roku 2017, během roku 2018 jejich růst přesáhne 2 %
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Tempo růstu spotřebitelských cen se bude postupně zvyšovat mírně pod 2% úroveň
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



1 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z říjnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 10. říjnu 2016. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou na minulosti jsou dány zejména revizí dat; zároveň byly aktualizovány váhy jednotlivých zemí na českém vývozu.

V příštím roce se – spolu s postupným odezněním vlivu nízkých cen energií – předpokládá zvýšení spotřebitelských cen v průměru o 1,3 %, v roce 2018 pak o 1,7 %. V porovnání s minulou prognózou to znamená mírně nižší hodnoty na celém predikčním horizontu.

Tržní úrokové sazby 3M EURIBOR by se měly na celém horizontu prognózy pohybovat v záporných hodnotách kolem -0,3 %[2] (Graf II.1.4). Jejich výhled odráží utlumený cenový vývoj a pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB. Oproti minulé prognóze zaznamenal tržní výhled lehký posun směrem výše. Tento výhled je v souladu s očekáváním analytiků v rámci říjnového CF, kteří v horizontu 3 i 12 měsíců očekávají úroveň sazby 3M EURIBOR rovněž na úrovni -0,3 %.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá jeho pohyb v blízkosti hodnoty 1,1 USD/EUR. V příštím roce by měl kurz eura mírně oslabovat, v roce 2018 se naopak očekává jeho lehké posílení (Graf II.1.5). Na většině predikčního horizontu (s výjimkou druhé poloviny roku 2018) se ve srovnání s minulou prognózou jedná o posun k silnějšímu euru. Riziko ve směru výraznějšího oslabení kurzu eura představují nejistoty spojené s brexitem a jeho dopady na ekonomiku eurozóny, což by mohlo vést k dalšímu uvolnění měnové politiky ECB. Naopak od Fedu se očekává ještě během letošního roku zvýšení úrokových sazeb; jejich případné ponechání na současné úrovni by se mohlo odrazit v oslabení dolaru.

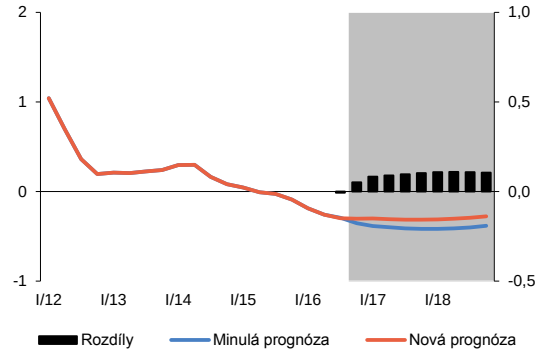
Tržní výhled **ceny ropy Brent** předpokládá její pozvolný nárůst z výchozí hodnoty těsně nad 50 USD/barel na přibližně 58 USD/barel na konci roku 2018 (Graf II.1.6). Ve srovnání s minulou prognózou je výhled na celém horizontu vyšší přibližně o 3 USD/barel, především v souvislosti s říjnovou dohodou hlavních producentů ropy o omezení těžby; finální dohoda se však předpokládá až na listopadovém jednání členských zemí OPEC a Ruska. K posunu přispělo také zvýšení odhadu poptávky po ropě, zejména v USA a Indii. Analytici oslovení v rámci říjnového CF očekávají za 12 měsíců cenu ropy Brent na úrovni kolem 53 USD/barel, tj. oproti tržnímu výhledu o 3 USD/barel níže.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Pokračující uvolněná měnová politika ECB se promítá do výhledu záporných tržních sazeb v eurozóně na celém predikčním horizontu

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

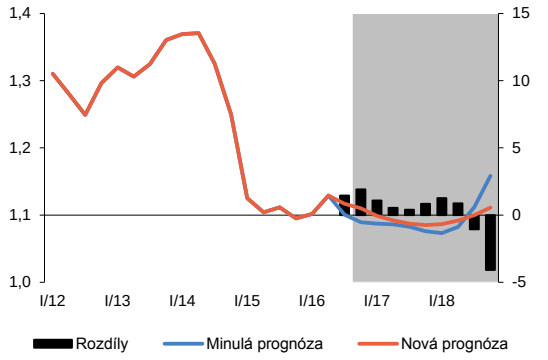


GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl v příštím roce lehce oslabit

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

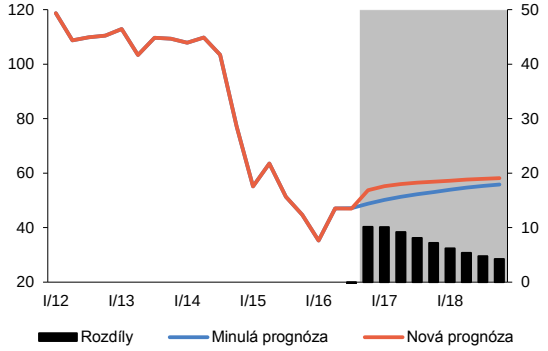


GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá její pozvolný nárůst

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



2 Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB (minimálně do března 2017), a to prostřednictvím stínových úrokových sazeb. Ty jsou přibližně o 1,25 procentního bodu více záporné oproti výhledu tržních sazeb. Citlivostní scénář v kapitole II.4 kvantifikuje nejistotu, která souvisí s načasováním a způsobem ukončení programu nákupu aktiv ze strany ECB.

II.2 PROGNÓZA

Celková i měnověpolitická inflace ve třetím čtvrtletí 2016 mírně zrychlily, avšak nadále se nacházely výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Inflace se bude zvyšovat i nadále a na horizontu měnové politiky mírně přesáhne 2% cíl. Během roku 2018 se pak bude shora navracet k cíli. Domácí ekonomika bude prostřednictvím zvyšujících se mezd i ceny kapitálu nadále přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň postupně odezní protiinflační působení dovozních cen, které již začalo slábnout. Dynamika reálného HDP letos zpomalí na 2,8 %, a to vlivem poklesu tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítá propad vládních i podnikových investic spolufinancovaných z evropských fondů. Ekonomiku naopak nadále podporují uvolněné měnové podmínky, nízké ceny komodit i zahraniční poptávka. V následujících dvou letech dynamika HDP v průměru setrvá nepatrně pod 3% úrovní. Pokračující růst ekonomiky se na trhu práce projeví zrychlením dynamiky mezd a již jen lehkým poklesem míry nezaměstnanosti. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny.

Meziroční **celková inflace** ve třetím čtvrtletí 2016 mírně zrychlila na 0,5 % a i v následujícím období se bude zvyšovat. K tomu bude přispívat pokračující odeznívání protiinflačního vlivu dovozních cen a rostoucí inflační tlaky z domácí ekonomiky, plynoucí především z růstu mezd. Na horizontu měnové politiky pak celková inflace mírně přesáhne 2% inflační cíl (Graf II.2.1), k čemuž přispěje i obnovený růst regulovaných cen. Udržitelné plnění cíle v budoucnosti je podmínkou pro opuštění kurzového závazku ČNB, které prognóza předpokládá v polovině roku 2017. V roce 2018 se inflace bude shora navracet k cíli v prostředí postupně posilujícího kurzu a rostoucích úrokových sazeb.

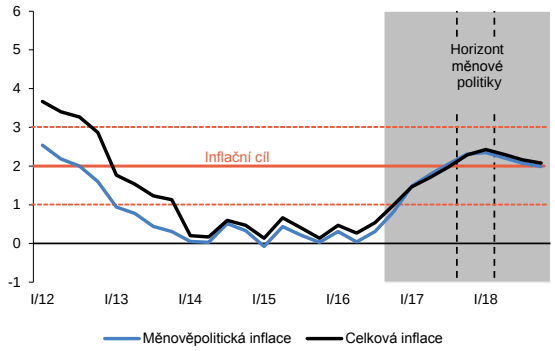
Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se ve třetím čtvrtletí letošního roku pohybovala v průměru na hodnotě 0,3 %. Nadále se tak nacházela výrazně pod 2% cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Na prognóze se měnověpolitická inflace bude od celkové inflace odchylovat jen nevýrazně. Souhrnný předpokládaný dopad změn nepřímých daní je pro letošní rok a pro rok 2018 lehce kladný, pro rok 2017 naopak nepatrně záporný. Měnověpolitická inflace se tak bude letos a v roce 2018 nacházet slabě níže než celková inflace, v roce 2017 tomu bude naopak (Graf II.2.1). I v jejím případě tedy dojde na horizontu měnové politiky k mírnému překročení cíle.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k celkové meziroční inflaci ve třetím čtvrtletí 2016 činil 0,2 procentního bodu, a to v důsledku harmonizační úpravy spotřební daně z cigaret a tabáku z ledna 2016. Prognóza předpokládá další zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky, a to na počátku let 2017 i 2018. Odhadovaný efekt změn do celkové inflace činí v obou

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

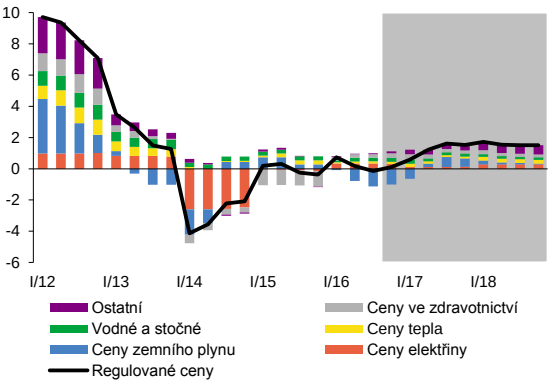
Celková i měnověpolitická inflace dále vzrostou a na horizontu měnové politiky mírně přesáhnou 2% cíl
(meziročně v %)



GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY

Regulované ceny se v letošním roce v průměru téměř nezmění, po odeznění poklesu cen zemního plynu budou pozvolna růst
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



případech 0,1 procentního bodu. Prognóza rovněž obsahuje snížení DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení (s výjimkou alkoholických nápojů) ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu s odhadovaným primárním dopadem -0,15 procentního bodu do celkové inflace. Uvedená změna vstoupí v platnost 1. prosince 2016.

Regulované ceny ve třetím čtvrtletí 2016 nepatrně meziročně klesly. Na tom se podílelo snížení cen plynu pro domácnosti, ke kterému přistoupili významní dodavatelé na trhu. Prognóza očekává, že do konce letošního roku regulované ceny slabě porostou, přičemž pokles cen plynu bude zhruba kompenzován růstem ostatních položek. V případě elektrické energie a tepla pro domácnosti prognóza předpokládá pro letošní rok pokračující růst cen slabě nad 1 %, ještě rychleji poroste vodné a stočné i ceny ostatních služeb. V souhrnu za letošní rok se tak regulované ceny téměř nezmění (Graf II.2.2). V příštím roce se pak v průměru zvýší o 1,2 %. To bude výsledkem obnoveného růstu cen zemního plynu v návaznosti na očekávané zvyšování cen na světových trzích, když současně zůstanou mírně kladné příspěvky všech ostatních významných regulovaných položek (Tab. II.2.1). V roce 2018 pak regulované ceny vzrostou v průměru o 1,6 %.

Meziroční **čistá inflace** vzrostla ve třetím čtvrtletí 2016 v průměru na 0,4 % (Graf II.2.3). To bylo dáno odezněním poklesu cen potravin a zmírněním propadu cen pohonných hmot. V následujícím období prognóza očekává další rychlé zvyšování čisté inflace v návaznosti na sílící nákladové tlaky z trhu práce a obnovující se růst cen zahraničních výrobců a cen energetických i agrárních komodit. Od poloviny roku 2017 se bude čistá inflace pohybovat nad 2% úrovní. V roce 2018 se k ní bude shora navracet v důsledku posílení kurzu po předpokládaném ukončení jeho používání jako nástroje měnové politiky.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** ve třetím čtvrtletí 2016 zůstala stabilní v průměru na úrovni 1,1 %. V jejím rámci se přitom růst cen neobchodovatelných statků v průběhu třetího čtvrtletí mírně zrychlil, zatímco růst cen obchodovatelných statků naopak mírně zvolnil. Na podobných úrovních setrvá korigovaná inflace bez pohonných hmot i do konce letošního roku, v roce 2017 se však již začne postupně zvyšovat (Graf II.2.3). Ve druhé polovině roku se tak dostane k 2% úrovni, kde setrvá i v roce 2018. Její zrychlení bude dáno pokračujícím působením proinflačních tlaků z domácí ekonomiky v podmínkách rychlého mzdového růstu a obnoveným zvyšováním výrobních cen v eurozóně. Tyto faktory budou jen částečně kompenzovány předpokládaným posílením kurzu koruny po opuštění kurzového závazku ČNB.

Ceny potravin vzrostly ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně o 0,2 %. To bylo důsledkem postupně odeznívajících hlubokých meziročních poklesů především cen masa a mléčných výrobků vyvolaných odvetným embargem na dovoz vybraných potravin do Ruska spolu s loňským zrušením mléčných kvót v rámci EU.

TAB. II.2.1

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Od příštího roku porostou všechny hlavní položky regulovaných cen

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

	2015 skutečnost		2016 prognóza		2017 prognóza		2018 prognóza	
Regulované ceny [a)]	0,0	0,00	0,2	0,04	1,2	0,21	1,6	0,26
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	-0,4	-0,01	1,2	0,06	0,4	0,02	1,0	0,05
ceny zemního plynu	3,1	0,08	-4,5	-0,13	1,1	0,03	0,8	0,02
ceny tepla	1,9	0,03	1,0	0,02	1,2	0,03	2,0	0,04
vodné a stočné	3,4	0,03	1,4	0,01	2,0	0,02	2,0	0,02
regulované ceny ve zdravotnictví	-17,0	-0,15	3,8	0,04	3,9	0,04	3,3	0,04
Primární dopady změn nepř. daní v neregul. cenách		0,21		0,20		-0,02		0,09

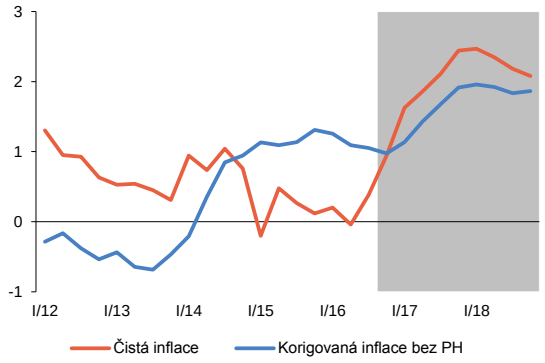
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

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

(meziročně v %)

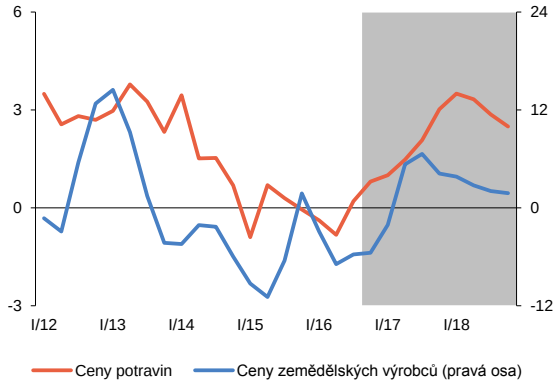


GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ceny potravin zrychlí svůj růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových protiinflačních vlivů z minulého roku

(meziroční změny v %)



V nejbližších měsících uvedené faktory odezní a poté převáží vliv mírného růstu cen agrárních komodit i pokračujícího proinflačního působení domácí ekonomiky. V příštím roce by tak ceny potravin měly postupně zrychlovat svůj meziroční růst až k úrovni 3 % (Graf II.2.4). Ještě mírně vyšší tempa pak prognóza očekává na počátku roku 2018, poté bude dynamika cen potravin opět zvolňovat.

Ceny pohonných hmot ve třetím čtvrtletí 2016 pokračovaly v meziročním propadu, který se však postupně zmírňoval (až na -7,3 % v září; Graf II.2.5). V cenách pohonných hmot se tak nadále odrážely meziročně klesající ceny ropy Brent i benzínu na zahraničních trzích. Dle dostupných indikátorů[3] jsou ceny pohonných hmot v říjnu vyšší ve srovnání s předchozími měsíci. Jejich hluboký meziroční pokles se tak v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 dále zmírní a v závěru letošního roku by ceny pohonných hmot již měly meziročně slabě růst. Na začátku roku 2017 by pak v návaznosti na meziroční růst světových cen ropy a benzínu (zejména vlivem nízké základny z počátku letošního roku) mělo dojít k výraznému meziročnímu růstu cen pohonných hmot, který však následně oslabí. V roce 2018 ceny pohonných hmot vzrostou v průměru o 1,6 %.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve třetím čtvrtletí 2016 setrvaly na historicky nejnižších hodnotách. Prognóza předpokládá stabilitu krátkodobých tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny příštího roku. To odráží předpoklad ponechání dvoutýdenní repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. S prognózou je poté konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2017 a jejich další mírné zvyšování v roce 2018 (Graf II.2.6). Rychlost tohoto nárůstu v prognóze nicméně neodráží dodatečné měnověpolitické úvahy, kdy lze v realitě předpokládat nejprve ukončení kurzového závazku a až s určitým časovým odstupem postupné zvyšování sazeb. Zároveň je podmíněna předpoklady prognózy ohledně výše reálné přirozené úrokové míry (blíže k tomuto tématu viz BOX 1).

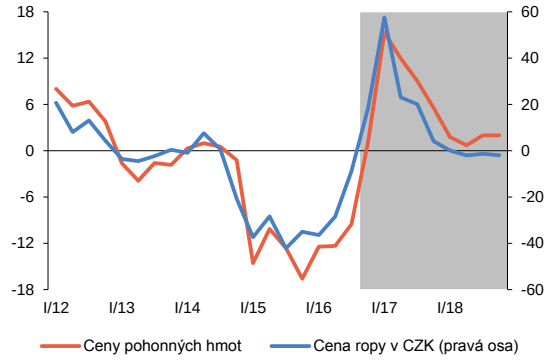
BOX 1 Odhad reálné přirozené úrokové míry

Reálné úrokové sazby ve světě od roku 2008 výrazně klesly (Graf 1). Otázkou je, zda se jednalo o přechodný odraz potřeby udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky, nebo jde o trvalejší jev. Guvernér sanfranciského Fedu John C. Williams ve svém srpnovém vystoupení v Jackson Hole vyvolal širokou ekonomickou diskusi tvrzením, že reálná přirozená úroková míra, tj. reálná úroková sazba, při které měnová politika není ani uvolněná ani restriktivní, se nachází v mnoha velkých

GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

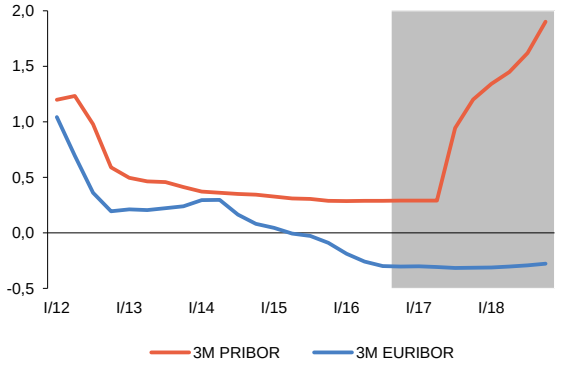
Ceny pohonných hmot začnou výrazně meziročně růst v návaznosti na vývoj světových cen ropy
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

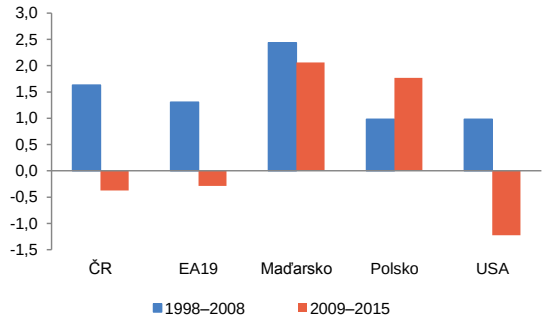
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní jejich nárůst
(v %)



GRAF 1 (BOX)

EX-POST REÁLNÉ ÚROKOVÉ SAZBY

Reálné úrokové sazby v hlavních světových ekonomikách od vypuknutí krize výrazně klesly
(průměr za období v %; zdroj: OECD, Eurostat, výpočet ČNB)



Pozn. 3M sazby mezibankovního trhu s výjimkou USA, kde je použita měnověpolitická sazba.

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

ekonomikách na historicky nejnižších hodnotách a zůstane to tak delší dobu.[4] Vyjmenoval přitom hned několik faktorů, které přispívají k nízkým úrokovým sazbám ve světě: pomalý růst produktivity, demografie a kumulace úspor v rozvíjejících se trzích.[5] Cílem tohoto boxu je poskytnout odhad reálné přirozené úrokové míry pro ČR. Odhad rovnovážných veličin zároveň umožňuje posoudit celkové působení měnové politiky pomocí indexu reálných měnových podmínek.

Odhad reálné přirozené úrokové míry pro ČR je proveden na základě **malého strukturálního modelu české ekonomiky**, který je specifikován v tzv. gapové podobě: každá reálná veličina v modelu[6] je definovaná jako procentuální odchylka od své rovnovážné (přirozené) hladiny. Dosahuje-li reálná veličina své rovnovážné hodnoty, znamená to, že nevyvolává další přizpůsobovací procesy v ekonomice, je „neutrální“. Nachází-li se např. reálný produkt na své rovnovážné hladině, inflace – za jinak nezměněných podmínek – ani neroste, ani neklesá. Podobně, reálná úroková sazba (nebo kurz) dosahující své přirozené hladiny působí na ekonomiku neutrálně.

V souladu s moderní literaturou odhadující reálné rovnovážné sazby[7] byla přitom k odhadu rovnovážné sazby použita **Kalmanova filtrace** (KF). Výhodou tohoto přístupu je, že na základě celé modelové struktury a pozorovaných dat identifikuje nepozorované veličiny v souladu s ekonomickými vazbami. Například u produkční mezery odráží její odhad specifikaci Phillipsovy křivky. Ta předpokládá inflační tlaky na základě tří hlavních determinant: tlaků pocházejících z domácí ekonomiky (zachycených produkční mezerou), dovozních cen a nákladových šoků. Po zohlednění vlivu dovozních cen a šoků do cenového vývoje KF ztotožňuje „chybějící“ inflační tlaky s domácími poptávkovými faktory. Odhaduje proto potenciální produkt tak, aby výsledná produkční mezera doplnila zatím nezohledněné poptávkově-inflační tlaky. Stejným způsobem tato metoda identifikuje modelově konzistentním způsobem reálnou přirozenou úrokovou míru. Klíčovým vztahem je zde křivka agregátní poptávky, která vysvětluje vývoj produkční mezery na základě nastavení měnových podmínek a mezery zahraniční poptávky. Modelová filtrace určí rovnovážné domácí měnové veličiny tak, aby výsledné gapy v reálném kurzu a v sazbách (po zohlednění vlivu zahraničí a domácí fiskální politiky formou reziduí) co nejlépe vysvětlily vývoj v produkční mezeře, která je zároveň konzistentní s vývojem

4 Výši neutrální sazby pro eurozónu odhadoval – dle aktualizace studie Laubach a Williams (2001) – pod 1 %, pro USA kolem 0 %. Podobné výsledky uvádí pro eurozónu Constâncio (2016).

5 Průměrná úroveň reálných úrokových sazeb by měla reflektovat ekonomické fundamenty, jako je vývoj produktivity a preference spotřebitelů. Reálná úroková sazba v relativně uzavřené ekonomice je tak pozitivně korelována s ekonomickým růstem. Koncept neutrální úrokové sazby navazuje volně na švédského ekonoma Wicksella (1936), který posuzoval neutrální sazbu na úvěr z hlediska cenového vývoje.

6 Klíčovými veličinami jsou reálný HDP, reálný kurz a reálné úrokové sazby.

7 Viz Holston et al. (2016) anebo Taylor a Wieland (2016).

inflace.

Odhad reálné přirozené úrokové míry pro ČR výše popsanou metodou[8] zachycuje Graf 2. V předkrizovém období (v letech 2006–2007) reálná přirozená úroková míra mírně rostla, přičemž se nacházela nad 1,5 %. To bylo odrazem vysokého ekonomického růstu v podmínkách stabilně se zvyšující zahraniční poptávky. Po vypuknutí Velké recese reálná přirozená úroková míra naopak výrazně trendově klesala[9] a dosáhla svého dna na přelomu let 2012 a 2013. Tento pokles zřejmě do určité míry odrážel negativní spotřebitelský a podnikatelský sentiment během tohoto období, projevující se odkládáním spotřeby i investic. Současně je vidět, že vzhledem k nízké hladině přirozené reálné úrokové míry a existenci nulové dolní meze byl prostor pro další uvolnění měnové politiky prostřednictvím úrokové sazby velice omezený. K obratu ve vývoji přirozené úrokové míry došlo – spolu s obnoveným ekonomickým růstem – až počátkem roku 2014, kdy se začala navracet k hladině 1 %. Tento odhad naznačuje, že aktuální nastavení jádrového predikčního modelu g3 odpovídá stávající situaci.[10]

Použitý model umožňuje zároveň kvantifikovat celkové působení měnových podmínek. Graf 3 znázorňuje **index reálných měnových podmínek** a jeho rozklad na příspěvky úrokové a kurzové složky.[11] Jeho vývoj dokládá, že v předkrizovém období byla měnová politika uvolněná. Od začátku roku 2008 až do listopadu 2013 ale působil reálný kurz převážně restriktivně, což sice částečně vyvažovala úroková složka, avšak míra uvolnění měnových podmínek jejím prostřednictvím nebyla postačující. Teprve přijetí kurzového závazku ČNB v listopadu 2013 vedlo k výraznému uvolnění v prostředí nulových sazeb. Měnové podmínky jsou tak od konce roku 2013 uvolněné v obou svých složkách. K tomu přispěl i nárůst přirozené úrokové míry v roce 2014 a v poslední době též obnovení dlouhodobého rovnovážného reálného posilování kurzu.

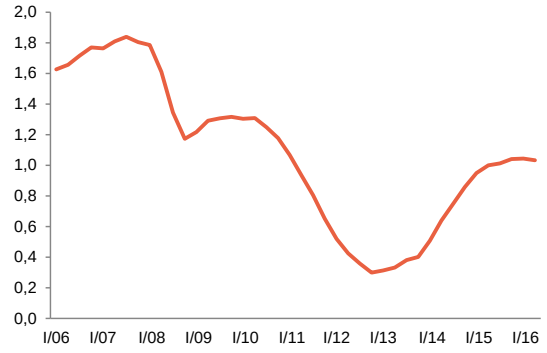
Kurz koruny vůči euru se ve třetím čtvrtletí 2016 nadále nacházel v těsné blízkosti hladiny kurzového závazku 27 CZK/EUR. Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 s tím, že kurz v tomto období na této hladině setrvá (Graf SZ II.2.1). Počínaje

GRAF 2 (BOX)

ODHAD REÁLNÉ PŘIROZENÉ ÚROKOVÉ MÍRY

Přirozená úroková míra v letech 2008–2012 výrazně poklesla; v roce 2014 však došlo k jejímu obratu a aktuálně se nachází poblíž 1 %

(v %, zdroj: výpočty ČNB)

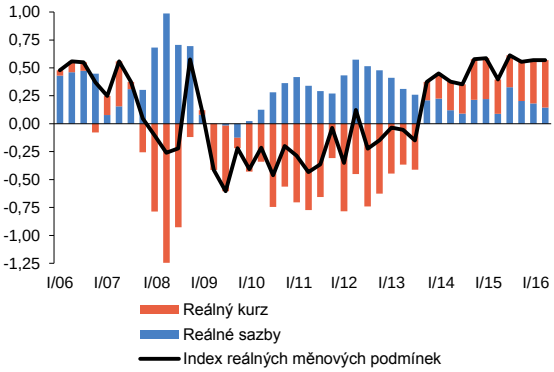


GRAF 3 (BOX)

INDEX REÁLNÝCH MĚNOVÝCH PODMÍNEK

Měnové podmínky jsou od přijetí kurzového závazku uvolněné v obou složkách

(zdroj: výpočty ČNB)

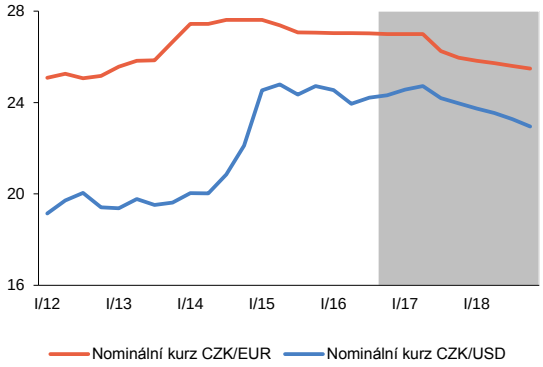


GRAF SZ II.2.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017, po opuštění kurzového závazku koruna dle prognózy posílí

(CZK/EUR a CZK/USD)



8 Odhad vychází z nastavení dlouhodobých parametrů jádrového modelu g3, viz BOX 2 v ZoI IV/2013: dlouhodobý růst české ekonomiky je kalibrován na úrovni 3 %, zahraniční reálné úrokové sazby 1,5 %, domácí reálné úrokové sazby 1 % a apreciace reálného kurzu 1,5 %.

9 Nerovnoměrný vývoj v odhadu během této doby může vedle fundamentálních faktorů odrážet vysokou volatilitu reálných úrokových sazeb i ekonomického vývoje po vypuknutí krize.

10 Odhad je sice podmíněn nastavením dlouhodobých parametrů modelu včetně předpokladu 1% dlouhodobě rovnovážné úrokové sazby, nicméně platí, že neutrální sazba je použitou metodou identifikovaná v souladu s pozorovaným ekonomickým vývojem v ČR. Poskytuje tak užitečnou informaci ohledně možných střednědobých odchylek rovnovážné úrovně od její kalibrované dlouhodobé hodnoty.

11 Jde o alternativní odhad k RMCI z BOXu 3 v ZoI II/2015.

polovinou roku 2017 dojde k udržitelnému plnění 2% inflačního cíle, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál vůči euru[12] a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 26 CZK/EUR v závěru roku).[13] Lehce posilovat bude i v roce 2018, a to zhruba svým předpokládaným rovnovážným tempem (v reálném vyjádření 1,5 % ročně). Při výhledu lehce oslabujícího kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to do poloviny roku 2017 znamená oslabování kurzu CZK/USD. Poté bude naopak koruna vůči dolaru posilovat, což bude v roce 2018 podpořeno předpokládaným slabým posílením eura k dolaru.

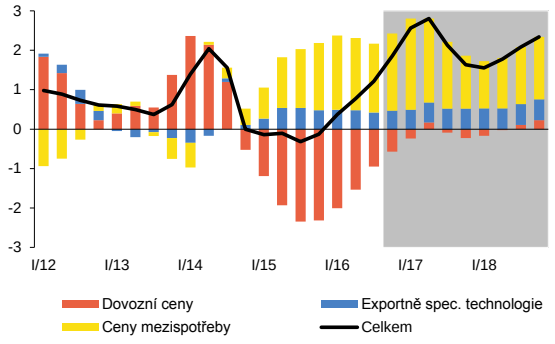
Růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se od začátku letošního roku zvyšuje s tím, jak postupně odeznívá deflační působení dovozních cen při zhruba stabilním příspěvku domácích nákladových tlaků (Graf II.2.7). Odhadovaný růst exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt, viz BOX 2 v ZoI III/2016) přispívá k růstu celkových nákladů již dva roky. Do poloviny roku 2017 se budou celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen rychle zvyšovat. Projeví se tak zrychlující dynamika domácích mezd a zejména obnovení růstu zahraničních výrobních cen. Protiinflační vliv dovozních cen se tak při stabilním kurzu koruny bude dále zmírňovat a v první polovině příštího roku již odezní. Od druhé poloviny roku 2017, tj. po předpokládaném ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky, bude proti sobě působit posílení kurzu koruny a pokračující růst výrobních cen v eurozóně. Dovozní ceny tak budou krátkodobě působit slabě protiinflačně a rovněž růst cen mezispotřeby zvolní z předchozích poměrně vysokých temp. V roce 2018 se celkové náklady spotřebitelského sektoru budou vracet k 2% tempu růstu při obnoveném mírně proinflačním působení dovozních cen.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve třetím čtvrtletí 2016 nepatrně zrychlily své tempo růstu (Graf II.2.8). K tomu přispěl především pokračující růst nominálních mezd

GRAF II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

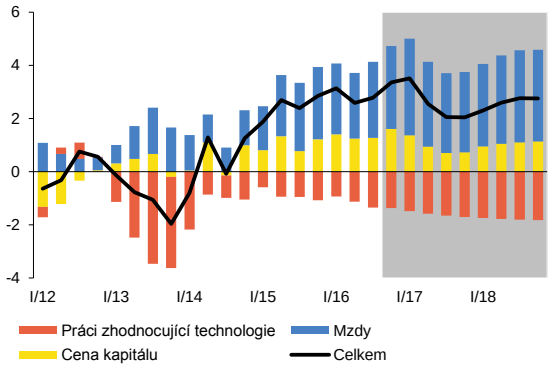
Výrazné zrychlení růstu nákladů v letošním roce bude odrážet nadále rostoucí domácí ekonomiku a mzdy i odeznívání záporných příspěvků dovozních cen
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí náklady porostou vlivem zvyšování mezd i ceny kapitálu
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



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

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

v podnikatelské sféře. Kladný příspěvek k vývoji mezních nákladů nadále měla i cena kapitálu, která odráží pokračující růst celkové ekonomické aktivity a zahraniční poptávky. Dynamika domácích nominálních nákladů bude zrychlovat až do začátku příštího roku, částečně i s přispěním zvýšení minimální mzdy od ledna 2017. V dalším období však zvolní s předpokládaným zpomalením dynamiky zahraniční poptávky a s posílením kurzu koruny ve druhé polovině roku 2017. Sníží se tedy kladné příspěvky ceny kapitálu a v menší míře i mezd při opětovně zrychlujícím růstu produktivity práce. V roce 2018 se tempo růstu domácích nákladů stabilizuje mírně nad 2% úrovní.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se v polovině minulého roku uzavřela. Poté se opět začala rozevírat do záporných hodnot, když růst nákladů (plynoucí především ze zvyšování mezd a v poslední době i odeznívání výrazně protiinflačního působení dovozních cen) převažuje nad cenovým růstem. Od poloviny roku 2017 se mezera marží začne uzavírat (Graf II.2.9) z důvodu posílení kurzu koruny, zrychlující inflace a dočasně zvolňujícího růstu domácích nákladů.

Národohospodářská produktivita práce počínaje třetím čtvrtletím 2016 dočasně zpomalí své meziroční tempo. V letech 2017–2018 pak bude její vývoj, při jen pozvolném a stabilním navyšování zaměstnanosti, odrážet meziroční dynamiku HDP, přičemž se bude pohybovat v intervalu 2-3 %.

Odhadované tempo růstu implikované agregátní **technologie** odráží především zpomalení tempa růstu soukromých investic. V první polovině letošního roku tedy její růst zvolnil pod 3% rovnovážnou úroveň, kde setrvá do konce letošního roku v souvislosti s velmi utlumeným vývojem soukromých investic (Graf SZ II.2.2). Ty jsou ovlivněny dočasným výpadkem čerpání prostředků z fondů EU a pouze mírným růstem zahraniční poptávky. S odezníváním těchto faktorů v dalším období zrychlí tempo růstu této technologie zpět ke svým rovnovážným hodnotám. Také odhad vývoje práce zhodnocující technologie je významně ovlivněn utlumeným růstem soukromých investic a bude se ve zbytku letošního roku pohybovat mírně pod svou rovnovážnou hodnotou. Toto zpomalení však bude postupně odeznívat v souladu s dlouhodobým růstem národohospodářské produktivity práce.

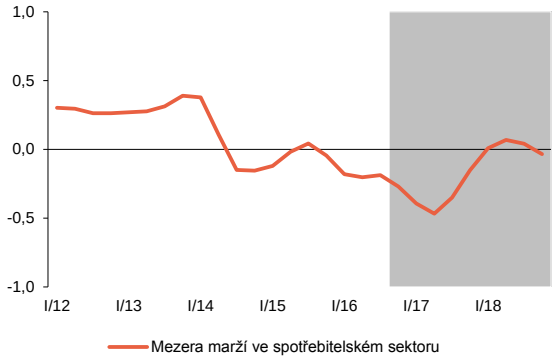
Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** se ve druhém čtvrtletí 2016 zvýšila o 4 % (po sezonním očištění). Od druhé poloviny letošního roku prognóza očekává postupné zrychlování mzdového růstu (Graf II.2.10). Za celý rok 2016 se tak průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře zvýší o 4,2 %. V průběhu příštího roku pak bude zrychlování mzdového růstu pokračovat až k 5% úrovni, a to vlivem postupného návratu inflace k cíli, solidního růstu ekonomické aktivity, sílícího nedostatku volné pracovní síly a dalšího zvýšení minimální

GRAF II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

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

(v %)

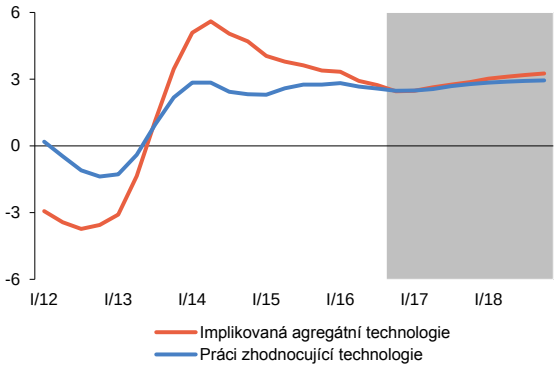


GRAF SZ II.2.2

TECHNOLOGIE

Po mírném zpomalení dynamiky vlivem vývoje soukromých investic se růst technologií vrátí ke svým rovnovážným hodnotám

(meziroční změny v %)

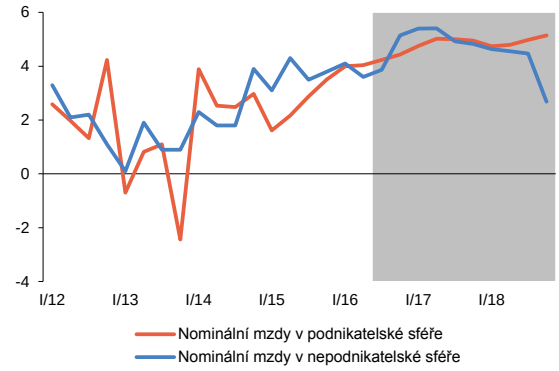


GRAF II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd dále zrychlí

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



mzdy[14]. V roce 2018 se pak růst mezd bude rovněž nacházet poblíž této předpokládané dlouhodobě rovnovážné úrovně. Reálná mzda v podnikatelské sféře vzroste v letošním roce o 3,7 %, v následujících dvou letech v návaznosti na vyšší inflaci její dynamika zvolní na 3,1 %, resp. 2,7 %.

Zrychlený růst mezd ve druhé polovině letošního roku prognóza očekává i v **nepodnikatelské sféře** (Graf II.2.10). To odráží zářijový nárůst mezd pedagogických pracovníků i listopadové zvýšení mezd ostatních státních zaměstnanců. Meziroční dynamika mezd v této sféře letos celkově lehce přesáhne 4 %. V příštím roce prognóza předpokládá její zrychlení slabě nad 5% úroveň. To vedle aktuálních záměrů vlády odráží i prognózou očekávaný pozitivní vývoj hospodaření vládního sektoru a předpoklad o opětovně předsunutém zvýšení mezd v nepodnikatelské sféře na podzim 2017. V roce 2018 pak růst mezd v nepodnikatelské sféře zvolní v průměru na 4 %.

Růst reálného HDP ve druhém čtvrtletí 2016 zpomalil na 2,6 % meziročně. Kladně k němu přispěly všechny složky poptávky s výjimkou fixních investic, z toho nejvíce čistý vývoz (Graf II.2.11). Celkově dynamika **HDP v roce 2016** zpomalí na 2,8 %, a to především vlivem snížení tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítá propad vládních investic i pokles podnikových fixních investic v důsledku jen pozvolného čerpání evropských fondů v novém programovém období. Ostatní složky poptávky budou k růstu HDP přispívat kladně, nadále nejvíce čistý vývoz.

V **roce 2017** dynamika HDP nepatrně zrychlí na 2,9 %, zejména v důsledku nadále robustní spotřeby domácností a obnoveného růstu fixních investic v souvislosti s postupným oživením jejich vládní i soukromé složky. Proti výraznějšímu zrychlení růstu bude v prvním pololetí působit zvolnění dynamiky zahraniční poptávky ovlivněné budoucím brexitem a ve druhém pololetí pak méně uvolněné měnové podmínky po předpokládaném ukončení kurzového závazku ČNB. Kladné příspěvky k růstu budou přitom vykazovat všechny složky poptávky s výjimkou zásob. V **roce 2018** setrvá růst HDP v průměru na stejné úrovni jako v předchozím roce.

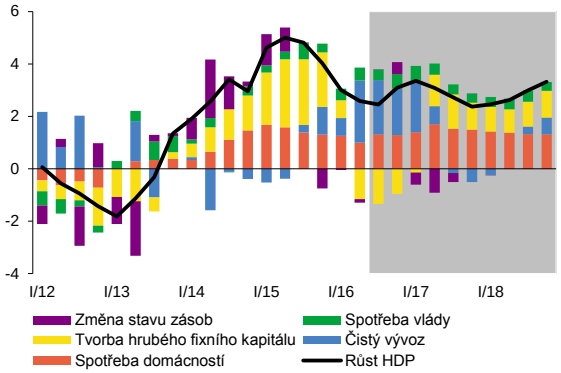
Meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** bude v nejbližších čtvrtletích postupně zvolňovat. Zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců se přitom bude téměř výhradně realizovat prostřednictvím dalšího růstu počtu zaměstnanců. Od počátku roku 2018 bude opětovné zrychlení růstu přepočteného počtu zaměstnanců v návaznosti na stupňující se nedostatek vhodné pracovní síly taženo prodlužováním průměrného úvazku (Graf II.2.12). Zpomalení meziroční dynamiky očekává predikce i u **celkové zaměstnanosti**. Toto zpomalení se projeví zejména na začátku příštího roku a bude – vedle odeznění vlivu výrazného zvýšení

14 Od ledna 2017 dojde ke zvýšení minimální mzdy z 9900 Kč na 11000 Kč. To přispěje ke zrychlení růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře zhruba v rozsahu 0,3 procentního bodu.

GRAF II.2.11

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

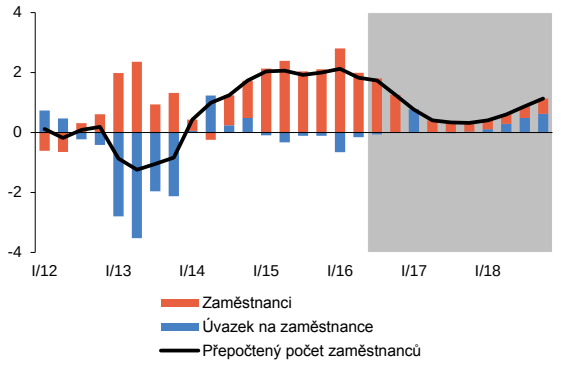
K růstu HDP bude stabilně přispívat spotřeba domácností, příspěvek investic bude letos záporný
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

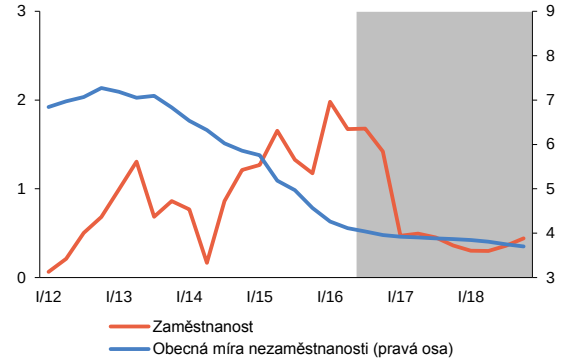
Vysoký růst přepočteného počtu zaměstnanců zvolní při sílícím nedostatku volné pracovní síly
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.13

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale zpomalujícím tempem; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



zaměstnanosti z počátku roku 2016 – odrážet již omezenou nabídku volné pracovní síly. V návaznosti na následné lehké zrychlení růstu ekonomické aktivity bude poté dynamika celkové zaměstnanosti od druhé poloviny roku 2018 znovu slabě zrychlovat (Graf II.2.13).

Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** se bude ve zbytku letošního roku snižovat jen zvolna. To vedle zpomalujícího růstu zaměstnanosti odráží i další růst pracovní síly. V následujících dvou letech se tento ukazatel bude pohybovat mírně pod 4 % (Graf II.2.13). Podobný vývoj prognóza očekává i u sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV**, který se při předpokladu pokračujícího mírného poklesu populace ve věku 15–64 let sníží ze současné hodnoty 5,4 % až na 4,9 % na konci roku 2018.

Meziroční růst reálné **spotřeby domácností** ve druhém čtvrtletí 2016 znatelně zvolnil na 2,2 % (Graf II.2.14). To při pokračujícím stabilním růstu reálných mezd, zaměstnanosti i přetrvávající vysoké spotřebitelské důvěře (viz kapitola III.3) a zrychlujícím růstu spotřebitelských úvěrů (viz kapitola III.5) bylo zřejmě do značné míry způsobeno efektem očištění o nadprůměrný počet pracovních dní v daném čtvrtletí. K dynamice spotřeby domácností nadále přispívaly z hlediska věcného členění všechny její složky, v největší míře krátkodobá spotřeba. Podle prognózy meziroční růst spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí 2016 opětovně zrychlil mírně pod 3% úroveň a na těchto hodnotách zůstane i v závěru roku. V průměru tak spotřeba domácností letos vzroste o 2,6 %. Její výrazný příspěvek k meziročnímu růstu ekonomické aktivity se v letech 2017 a 2018 ještě zvýší, když dynamika spotřeby domácností dosáhne 3,3 %, resp. 2,9 %. Na tom se vedle stabilního příspěvku mezd a platů budou ve zvýšené míře podílet i příjmy podnikatelů.

Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** ve druhém čtvrtletí 2016 mírně zrychlil (o 0,4 procentního bodu na 2,9 %), když zmírnění záporného příspěvku běžných daní a sociálních příspěvků převážilo nad zpomalením dynamiky objemu mezd a platů (Graf II.2.15). Na horizontu prognózy bude meziroční dynamika disponibilního důchodu dále zesilovat až k 5,5 % na konci roku 2018 v důsledku očekávaného obnovení růstu příjmů podnikatelů i důchodů z vlastnictví. Stabilně vysoký bude příspěvek mezd a platů, když zrychlující dynamika průměrné mzdy bude zhruba kompenzována zpomalováním růstu zaměstnanosti.

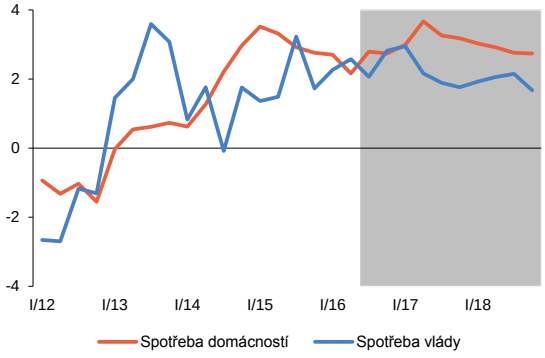
Sezonně očištěná **míra úspor domácností** ve druhém čtvrtletí letošního roku setrvala na hodnotě lehce pod 12 %. Na prognóze bude míra úspor – při jen mírně rychlejším meziročním růstu nominální spotřeby domácností oproti růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu – pozvolna klesat k hodnotám okolo 11,5 % (Graf II.2.16).

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** ve druhém čtvrtletí 2016 mírně zrychlil na 2,6 %. Prognóza očekává v průměru mírné

GRAF II.2.14

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

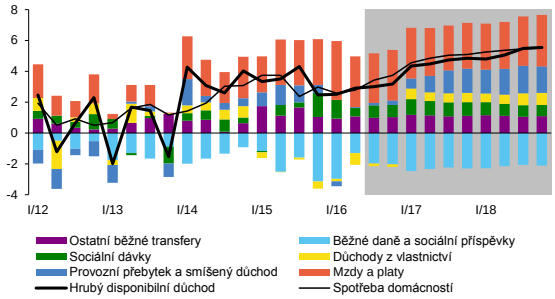
Tempo růstu spotřeby domácností bude předstihovat dynamiku vládní spotřeby
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.15

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

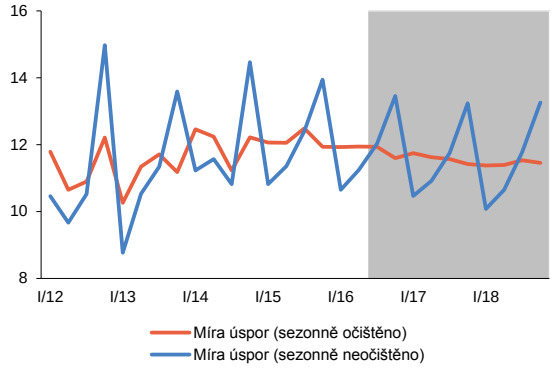
Růst disponibilního důchodu bude zrychlovat vlivem zvýšené dynamiky příjmů podnikatelů a důchodů z vlastnictví při stabilním růstu objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.16

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor domácností se bude lehce snižovat
(v %)



zpomalení meziročního růstu reálné spotřeby vlády ve druhé polovině letošního roku (Graf II.2.14); za celý rok 2016 se spotřeba vlády zvýší o 2,4 %. Mírně nižší, ale nadále znatelně kladný, růst spotřeby vlády očekává prognóza i v následujících dvou letech. Ten bude přitom ovlivněn především očekávaným zřetelným růstem náhrad státním zaměstnancům a výdajů ve zdravotnictví.

Tvorba hrubého kapitálu se začala ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně snižovat (Graf II.2.17), což bylo důsledkem zejména prohloubení poklesu vládních investic financovaných z fondů EU. Při jen pozvolném náběhu čerpání evropských fondů v novém programovém období očekává prognóza záporný příspěvek tvorby hrubého kapitálu k meziročnímu růstu HDP i v následujících čtvrtletích. Utlumený růst ve srovnání s předchozím rokem však zaznamenaly také soukromé investice, zejména v sektoru nefinančních podniků, které jsou rovněž ovlivněny čerpáním prostředků z evropských fondů (blíže viz BOX 2 v kapitole III.3). Prognóza ale očekává obnovení jejich růstu již ve druhé polovině letošního roku (Graf II.2.18). V souhrnu za celý rok 2016 tak tvorba hrubého kapitálu klesne o 2,3 %. S obnoveným růstem vládních investic v roce 2017 dynamika celkových investic oživí na 1,7 % a v roce 2018 dále zrychlí.

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve druhém čtvrtletí letošního roku nepatrně zvolnil na 5,7 % (Graf II.2.19). Toto tempo je relativně umírněné ve srovnání s pozitivním vývojem HDP v efektivní eurozóně v první polovině roku, když celkový dovoz do eurozóny rostl poměrně nevýrazně. Prognóza na jednu stranu předpokládá, že růst HDP v efektivní eurozóně vlivem dopadů budoucího brexitu na ekonomický sentiment dočasně zpomalí, na druhou stranu se jeho dovozní náročnost bude vracet k vyšším hodnotám. Tempo růstu vývozu tak bude celkově do poloviny roku 2017 lehce zrychlovat, poté se opět dočasně sníží v návaznosti na posílení kurzu po opuštění kurzového závazku. V celoročním pohledu tak vývoz zboží a služeb vzroste o 6,4 % v roce 2017 a o 6,7 % v roce 2018.

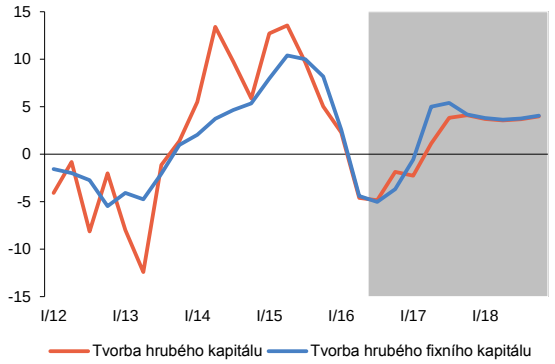
Ve druhém čtvrtletí 2016 zpomalil také reálný meziroční růst **dovozu zboží a služeb** (na 3,1 %), což odráželo jak nižší dynamiku vývozu, tak pokles celkových investic. Ve druhé polovině letošního roku prognóza očekává pouze mírné zrychlení meziročního tempa dovozu v návaznosti na zvolna rostoucí dynamiku vývozu a zrychlení spotřeby domácností. Jelikož do konce roku 2016 zůstane investiční aktivita utlumená, dovoz zboží a služeb vzroste v souhrnu jen o 4,3 %. V roce 2017 a 2018 bude tempo růstu dovozu, v návaznosti na oživení meziročního růstu investic při zohlednění jejich dovozní náročnosti, podstatně vyšší (6,4 % a 7,1 %).

Čistý vývoz přispěl k meziročnímu růstu HDP ve druhém čtvrtletí 2016 znatelně kladně (2,4 procentního bodu). Mírně nižší, ale nadále výrazně kladné příspěvky čistého vývozu očekává prognóza i ve zbytku letošního roku, a to zejména v důsledku utlumeného růstu dovozně náročných soukromých

GRAF II.2.17

TVORBA HRUBÉHO KAPITÁLU

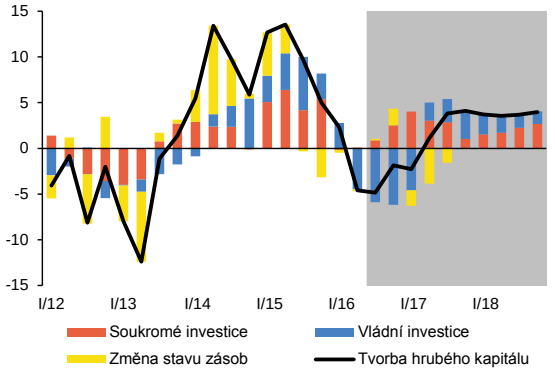
Tvorba hrubého kapitálu se letos sníží zejména v souvislosti s poklesem investic spolufinancovaných z fondů EU, v dalších dvou letech stabilně poroste
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.18

ROZKLAD INVESTIC

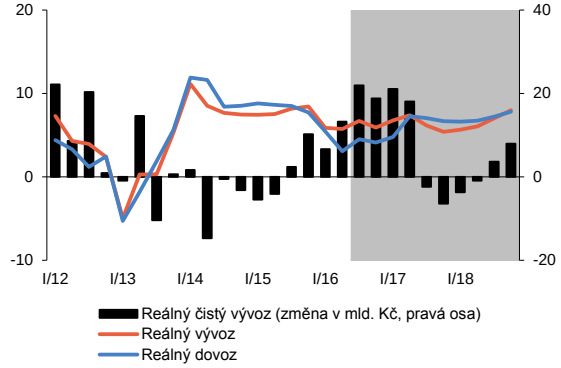
Pokles investic v letošním roce je ovlivněn jen pozvolným čerpáním evropských fondů ve vládním i soukromém sektoru
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



GRAF II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Vývoz poroste relativně stabilním tempem, dynamika dovozu v příštím roce zrychlí v návaznosti na oživení domácí poptávky
(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



investic. V souhrnu za celý rok 2016 tak čistý vývoz přispěje k meziročnímu růstu HDP 1,7 procentním bodem. V následujících dvou letech pak bude kladný příspěvek čistého vývozu – při oživení investic – podstatně nižší (0,5, resp. 0,2 procentního bodu).

Platební bilance v roce 2015 skončila podle předběžných údajů přebytkem běžného účtu ve výši 0,9 % HDP. V roce 2016 dosáhne dle prognózy přebytek běžného účtu 2,4 %, v následujících dvou letech se sníží pod 2 % HDP[15] (Tab. II.2.3).

Prognózovaný růst přebytku **běžného účtu v roce 2016** odráží především výrazné zvýšení přebytku bilance zboží, spojené se zpomalením tempa růstu celkové domácí poptávky a pokračujícím příznivým vlivem nízkých cen energetických surovin. V opačném směru je vývoj bilance zboží ovlivňován dalším poklesem vývozu do Ruska a s ním hospodářsky provázaných ekonomik. V menší míře se na očekávaném zvýšení kladného salda běžného účtu bude podílet též růst přebytku bilance služeb (zejména výrazné zvýšení přebytku v oblasti dopravy[16]). Přebytek běžného účtu bude naopak zmírňován prohloubením deficitů prvotních důchodů (růst výnosů nerezidentů z přímých investic a snížení přebytku ostatních prvotních důchodů vlivem poklesu čistých úrokových výnosů) a druhotných důchodů (meziročně nižší příjmy z EU).

Přebytek **běžného účtu v roce 2017** se oproti letošnímu roku výrazně sníží. Přispěje k tomu pokles přebytku obchodní bilance (kombinace zpomalení dynamiky zahraniční poptávky[17], rychlejšího růstu domácí poptávky, posílení koruny po opuštění kurzového závazku ČNB a předpokládaného meziročního zvýšení cen energetických surovin) a zvýšení deficitu prvotních důchodů (výhradně vlivem růstu deficitu důchodů z přímých investic). V menší míře se na zhoršení běžného účtu bude podílet i posun bilance druhotných důchodů do většího deficitu související s očekávaným dalším poklesem čistého čerpání zdrojů z evropských fondů. Přebytek bilance služeb se oproti roku 2016 nezmění.

Prognóza **běžného účtu na rok 2018** předpokládá, že přebytek obchodní bilance opět vzroste (především vlivem oživení zahraniční poptávky), zároveň se mírně zvýší čisté čerpání

TAB. II.2.2

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod se bude dále zvyšovat při zrychlující dynamice mezd a pokračujícím růstu produktivity práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

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

(v mld. Kč)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	41,4	115,0	75,0	70,0
Zboží	210,7	280,0	265,0	270,0
Služby	75,0	90,0	90,0	90,0
Prvotní důchody	-243,5	-250,0	-270,0	-285,0
Druhotné důchody	-0,9	-5,0	-10,0	-5,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	106,1	60,0	20,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET a)	193,8	215,0	-28,0	52,0
Přímé investice	26,6	-120,0	-50,0	-50,0
Portfoliové investice	-164,1	-165,0	-125,0	-40,0
Finanční deriváty	-4,8			
Ostatní investice	-15,2	140,0	75,0	50,0
Rezervní aktiva	351,3	360,0	72,0	92,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

15 Riziko prognózy platební bilance představuje především případná výrazná revize bilance prvotních důchodů směrem k vyšším deficitům vedoucí ke sblížení dat ČNB a ČSÚ. V současnosti totiž ČSÚ uvádí za rok 2015 deficit prvotních důchodů o 100 mld. Kč vyšší než ČNB (rozdíl je koncentrován výhradně do oblasti odhadované výše zisků nerezidentů z přímých investic). Prognóza přitom vychází z nižších hodnot ČNB.

16 Není vyloučeno, že prudký růst čistých příjmů z dopravních služeb, který ČSÚ vykazuje v dosavadním průběhu letošního roku, a který lze jen obtížně ekonomicky vysvětlit, bude revidován směrem k nižším hodnotám, což by se odrazilo ve snížení přebytku bilance služeb na celém horizontu prognózy.

17 Jedním z faktorů bude zřejmě i oslabení britské libry a očekávaný útlum investiční aktivity ve Spojeném království, které může vést ke snížení dosavadního vysokého přebytku obchodní bilance vůči Spojenému království; to se může týkat i bilance služeb, zejména turistiky a dopravy.

zdrojů v rámci druhotných důchodů (vyšší čisté čerpání fondů EU). Rozsah zlepšení těchto dvou dílčích bilancí převáží nad očekávaným zhoršením bilance prvotních důchodů (další růst záporného salda důchodů z přímých investic). Predikovaný přebytek bilance služeb zůstává na úrovni předchozích dvou let.

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

V letošním roce dochází k obratu v tocích **přímých investic**, přičemž jejich mírný čistý odliv bude vystřídán jejich výrazným čistým přílivem. Odezní totiž mimořádné faktory, které ovlivňovaly vývoj přímých investic v roce 2015 (jednorázový odliv kapitálu rezidentů do zahraničí a snížení základního kapitálu ve významných tuzemských dceřiných společnostech ve vlastnictví nerezidentů[18]). Současně bude saldo přímých investic v roce 2016 významně ovlivněno ve směru přílivu jednorázovými finančními operacemi významné domácí firmy (Škoda Auto a.s.), které snižují její zahraniční aktiva, a účetními operacemi jiné významné firmy (RWE a.s.), které zvyšují rozsah přijatých úvěrů. K čistému přílivu přispěje i nová investice firmy Nexen v ČR v rozsahu více než 20 mld. Kč (realizovaná v letech 2016 a 2017). Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku. V roce 2017 zmíněné finanční operace odezní a čistý příliv přímých investic se sníží; stejného objemu pak dle předpokladu prognózy dosáhne i v roce 2018 (mírný růst salda reinvestovaných zisků vykompenzuje odeznění vlivu investice Nexen).[19]

Údaje o **portfoliových investicích** byly v roce 2015 výrazně ovlivněny (v rozsahu téměř 140 mld. Kč) účetními operacemi bankovního sektoru, které souvisely s výpočtem odvodů do nově vzniklého Fondu pro řešení krizí.[20] Vývoj portfoliových investic v letošním roce bude na straně pasiv ovlivňován především pokračujícím zájmem nerezidentů o korunové vládní dluhopisy v kombinaci s emisní aktivitou MF ČR využívajícího současných úrokových sazeb ke snížení nákladů na financování státního dluhu. Prognóza zahrnuje též objemově významnou emisi dluhopisů k financování modernizace telekomunikační infrastruktury. V souvislosti s dosavadním vývojem na světových akciových trzích prognóza zároveň očekává snížení zájmu rezidentů o nákup zahraničních akcií a v důsledku toho

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

19 V říjnu 2016 byla podepsána dohoda s firmou General Electric o první nové významné investici do základního kapitálu od snížení investičních pobídek v ČR pod úroveň ostatních zemí střední Evropy v roce 2014. Celková hodnota investice dosáhne necelých 10 mld. Kč a týká se vývoje a výroby menších leteckých motorů.

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

i zmírnění celkového odlivu kapitálu do zahraničí na straně aktiv. Zájem nerezidentů o nákup tuzemských vládních dluhopisů bude zřejmě přetrvávat i v příštím roce. Vývoj toků portfoliových investic v roce 2017 bude dominantně ovlivňován časováním a způsobem provedení exitu z kurzového závazku a změnami v měnové politice ECB.

V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá rekordně vysoký čistý odliv kapitálu z podnikového sektoru ve formě růstu depozit rezidentů v zahraničí, splátek dříve přijatých úvěrů ze zahraničí a nově poskytnutých úvěrů do zahraničí. Zatím v tomto sektoru není patrná snaha dočasně zadržovat korunové prostředky v očekávání budoucího posílení kurzu koruny. V souvislosti s očekávaným postupným růstem investiční aktivity v ČR by se měl tento odliv v následujících letech postupně zmírňovat.

Prognóza **rezervních aktiv** zahrnuje očekávané výnosy z devizových rezerv, kladné saldo ve vztahu s EU (dočerpávání prostředků z minulého programového období a jen pozvolný náběh nových programů) a též příliv do rezerv plynoucí z dosud uskutečněných devizových intervencí na obranu kurzového závazku ČNB.

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

Příznivý hospodářský vývoj **v roce 2016** povede k poklesu deficitu vládního sektoru na 0,3 % HDP. Na výdajové straně k tomuto vývoji přispívá snížení výdajů na dluhovou službu, které vyplývá z dalšího snížení efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a pozitivním vnímáním ČR.[21] V letošním roce se projevuje i očekávaný hluboký pokles vládních investic v souvislosti s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z evropských fondů. Celkovou bilanci hospodaření vládního sektoru ovšem ovlivní pouze související pokles výdajů na spolufinancování evropských projektů z národních zdrojů.[22] Opačným směrem působí zvýšení dotací na obnovitelné zdroje energie, výplata mimořádného příspěvku pro důchodce, vyšší odvody vlastních zdrojů do rozpočtu EU a předsunuté zvýšení platů státních zaměstnanců. Příjmová strana vládního sektoru je v letošním roce posílena dalším zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky, zvýšením sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her a dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH[23]. Působení fiskální politiky bude v letošním roce

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

Pokračující pokles deficitu veřejných financí vyústí v roce 2018 do přebytkového hospodaření vládního sektoru

(v % nominálního HDP)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	41,3	40,5	41,3	41,5
Výdaje vládního sektoru	42,0	40,7	41,3	41,1
z toho: úrokové platby	1,1	0,9	0,8	0,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-0,6	-0,3	0,0	0,4
z toho:				
primární saldo [a)]	0,4	0,7	0,8	1,1
mimořádné jednorázové operace [b)]	-0,1	0,1	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO [c)]	-0,6	-0,4	-0,1	0,3
Cyklická složka (metoda ESCB) [d)]	-0,2	0,2	0,2	0,0
Strukturální saldo (metoda ESCB) [d)]	-0,4	-0,6	-0,3	0,3
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) [e)]	0,3	-0,1	0,3	0,5
Cyklická složka (metoda EK) [d)]	-0,1	0,0	0,1	0,2
Strukturální saldo (metoda EK) [d)]	-0,4	-0,4	-0,2	0,1
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) [e)]	0,1	0,1	0,2	0,3
Dluh vládního sektoru	40,3	39,0	37,9	36,2

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům, v roce 2015 dopad prodloužení pronájmu stíhacích letounů a jednorázový příjem Fondu pojištění vkladů v rámci konkurzních řízení a ukončených soudních sporů.

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

e) Měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, záporná hodnota fiskální expanzi).

21 Nejistota panuje ohledně „operativního“ přístupu Ministerstva financí k emisi státních dluhopisů.

22 Prostředky z fondů EU spolufinancující investiční aktivity vládních institucí se v akruálním pojetí projeví v bilanci hospodaření vládního sektoru ve stejném rozsahu na příjmové i na výdajové straně.

23 Dopad do výběru DPH ve výši 0,2 % HDP vychází z konzervativního odhadu MF ČR, který je založený na analýze změny implicitní daňové sazby dle slovenské zkušenosti po zavedení obdobného opatření.

v souhrnu výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,7 procentního bodu (Tab. II.2.5), a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic spolufinancovaných z fondů EU.

V souvislosti s pokračujícím ekonomickým růstem lze v **roce 2017** očekávat vyrovnané hospodaření vládního sektoru. Na příjmové straně je navíc předpokládán pozitivní dopad zavedení elektronické evidence tržeb (EET)[24] a další zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Proti tomu bude působit dopad přesunu stravovacích služeb do snížené sazby DPH související s EET a zvýšení daňového zvýhodnění na dítě. Na výdajové straně se předpokládá pokračování zrychleného růstu mezd ve vládním sektoru, vyšší výdaje na penze a zdravotnictví a obnovení růstu vládních investic. Urychlení vládních výdajů bude mírně tlumeno výpadkem některých jednorázových výdajových opatření z letošního roku a další úsporou nákladů na dluhovou službu. Působení fiskální politiky jdoucí nad rámec rostoucí vládní spotřeby bude v roce 2017 slabě expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,2 procentního bodu.

V **roce 2018** vyústí pozitivní vliv hospodářského růstu v přebytek vládního sektoru ve výši 0,4 % HDP. Příjmová strana bude dále posílena dodatečnými příjmy plynoucími z rozšíření okruhu podnikatelských subjektů spadajících pod EET a z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Vládní investice nadále porostou. Působení fiskální politiky nad rámec růstu vládní spotřeby bude v roce 2018 zhruba neutrální.

Aktuálně záporné **strukturální saldo** vládního sektoru se do roku 2018 posune do mírného přebytku. Při současném nastavení fiskální politiky tak bude na horizontu prognózy s rezervou plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP.

V souvislosti s příznivým vývojem hospodaření vládního sektoru (tj. při rostoucích primárních přebytcích), zrychlujícím růstem nominálního HDP a při zohlednění dosavadního vývoje vládního zadlužení stejně jako deklarované strategie MF ohledně řízení státního dluhu prognóza očekává pokles **vládního dluhu** až na 36,2 % HDP v roce 2018 (ze 40,3 % HDP v roce 2015).

Riziky fiskální prognózy jsou naplňování výhledu vládních investic, skutečný dopad opatření omezujících daňové úniky a případné vyšší vládní výdaje v souvislosti s blížícími se parlamentními volbami v roce 2017.

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz bude v roce 2016 zřetelně záporný zejména v důsledku propadu vládních investic, v příštím roce bude lehce kladný
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	progn.	progn.	progn.
Fiskální impulz	0,8	-0,7	0,2	0,0
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,2	0,0	0,0	-0,1
soukromé investice	0,1	-0,1	-0,1	0,0
vládní investice domácí	0,1	0,0	0,1	0,0
vládní investice z fondů EU	0,4	-0,6	0,2	0,1

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

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze lehce snižuje. Důvodem je mírně nižší krátkodobá predikce čisté inflace, nižší výhled regulovaných cen a pozorovaný i očekávaný slabší růst nominálních mezd. Vývoj celkového HDP je v letošním roce přehodnocen směrem nahoru při výraznějším kladném příspěvku čistého vývozu. Pro následující dva roky se naopak prognóza HDP nepatrně snižuje v návaznosti na pomaleji rostoucí zahraniční poptávku, mj. vlivem očekávaných ekonomických dopadů budoucího brexitu, a slabší růst soukromých investic. Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 zůstává zachován. Po opuštění kurzového závazku ČNB se trajektorie tržních úrokových sazeb ve srovnání s minulou prognózou posouvá ve směru pomalejšího nárůstu, kurz posiluje nepatrně rychleji. Dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře se do poloviny příštího roku posouvá níže.

Predikce meziroční **celkové inflace** se oproti minulé prognóze lehce snižuje (Graf II.3.1). Za tímto přehodnocením stojí kombinace nižšího výhledu čisté inflace pro nejbližší rok a regulovaných cen od poloviny roku 2017. Prognóza čisté inflace (Graf II.3.2) je přitom krátkodobě ovlivněna předstihovými indikátory naznačujícími slabší růst cen potravin a nižší korigovanou inflaci bez pohonných hmot. Do predikce se promítají rovněž snížené nákladové tlaky v důsledku pomalejšího růstu mezd v roce 2016; s nově zapracovaným zvýšením minimální mzdy na začátku roku 2017 se však nákladové tlaky zvýší a ve zbytku prognózy se budou pohybovat zhruba na úrovních z minulé predikce. Domácí nákladové tlaky tak porostou oproti minulé prognóze na kratším konci pomaleji, poté se budou vyvíjet zhruba stejně. Příliš se nemění ani působení dovozních cen. Výhled regulovaných cen byl přehodnocen v roce 2016 nepatrně směrem nahoru zejména v důsledku menšího než očekávaného snížení cen plynu pro domácnosti. V následujících dvou letech se jejich výhled posouvá naopak mírně směrem dolů vlivem méně výrazného předpokládaného zvyšování cen plynu a elektřiny. Odhad dopadů změn nepřímých daní se nemění. Prognóza **měnověpolitické inflace** je tedy přehodnocena stejně jako predikce celkové inflace.

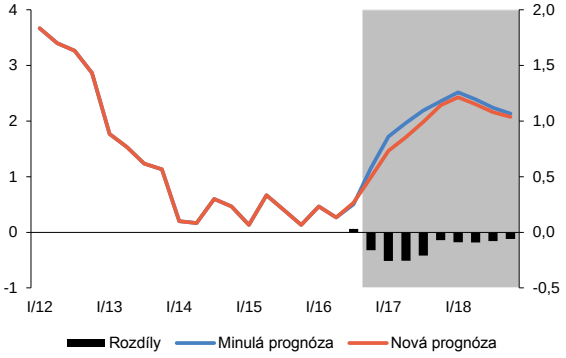
V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz kapitola II.1) byl oproti minulé prognóze slabě zvýšen výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně pro letošní i příští rok. Růst zahraniční poptávky byl v první polovině letošního roku vyšší než očekávaný, jeho výhled je však přehodnocen naopak směrem dolů v souvislosti s očekávanými dopady budoucího brexitu na ekonomický sentiment. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR se posouvá na lehce méně záporné hodnoty. Při nezměněných parametrech kvantitativního uvolňování ECB odpovídá posun stínových sazeb přehodnocení tržního výhledu sazeb 3M EURIBOR.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se lehce snižuje na celém horizontu

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

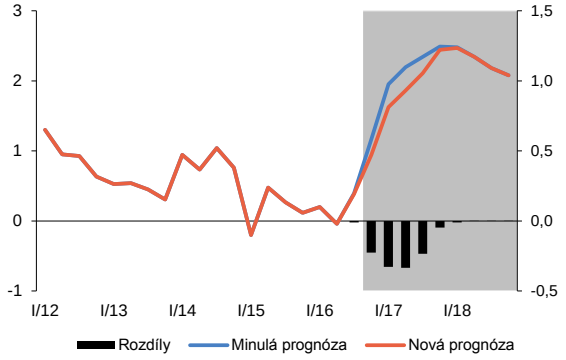


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY ČISTÉ INFLACE

Nižší výhled čisté inflace do konce příštího roku odráží očekávaný pomalejší růst cen potravin a nominálních mezd

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

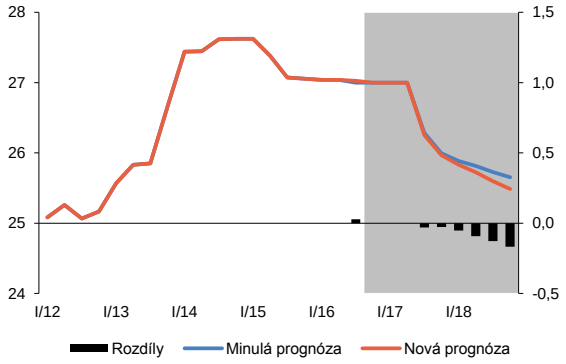


GRAF SZ II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY KURZU

Předpoklad o používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 se nemění, po opuštění kurzového závazku kurz posiluje nepatrně rychleji

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Předpoklad o používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 zůstává zachován. Do této doby tak **kurz koruny k euru** setrvá na hladině kurzového závazku ČNB, stejně jako v minulé predikci (Graf SZ II.3.1). I pro druhou polovinu roku 2017 se výhled kurzu nemění, v roce 2018 kurz zhodnocuje nepatrně rychleji než v minulé prognóze, což je dáno zejména mírným zvýšením výhledu cen zahraničních průmyslových výrobců. Domácí tržní **úrokové sazby** zůstanou stabilní až do poloviny příštího roku, tedy stejně jako v předchozí predikci. Jejich následné zvýšení je oproti ní pomalejší, což odráží nepatrně silnější kurz a nižší inflaci (Graf II.3.3).

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se v letošním roce zvyšuje (Graf II.3.4) v důsledku vyšších než očekávaných dat za druhé čtvrtletí a v rámci nich zejména výraznějšího příspěvku čistého vývozu. V letech 2017 a 2018 se naopak predikce HDP nepatrně snižuje především ve vazbě na mírně nižší zahraniční poptávku (vliv budoucího brexitu). Výhled spotřeby domácností se – i přes nadále trvající robustní růst objemu mezd a platů – v letošním roce snižuje kvůli krátkodobému výkyvu ve druhém čtvrtletí 2016, což bude vlivem srovnávací základny kompenzováno v příštím roce; v roce 2018 se predikce významně nemění. Dynamika tvorby hrubého kapitálu je v letošním roce výrazně ovlivněna vývojem vládních a podnikových fixních investic, které se přehodnocují směrem k většímu poklesu. Nová data přitom naznačují, že investice nefinančních podniků byly více ovlivněny dočerpáváním evropských fondů z předchozího programového období, než předpokládala minulá prognóza. Propad investic v letošním roce je proto výraznější a snížen je i jejich růst v příštím roce. Reálná spotřeba vlády poroste v letošním roce naopak vyšším tempem, což zohledňuje zejména předsunutí navýšení mezd ve veřejném sektoru za rok 2017 již do letošního září. K obdobné úpravě dojde dle předpokladu prognózy i v příštím roce, avšak v menším rozsahu, proto je celkový růst reálné vládní spotřeby v příštích dvou letech oproti minulé prognóze mírně nižší. Předpokládaný fiskální impulz nad rámec vládní spotřeby je přehodnocen nepatrně směrem nahoru na celém horizontu prognózy.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP bude do poloviny roku 2017 více kladný, neboť dovozně náročná celková investiční aktivita je přehodnocena směrem dolů. Poté se příspěvek čistého vývozu naopak snižuje v důsledku nižší dynamiky zahraniční poptávky.

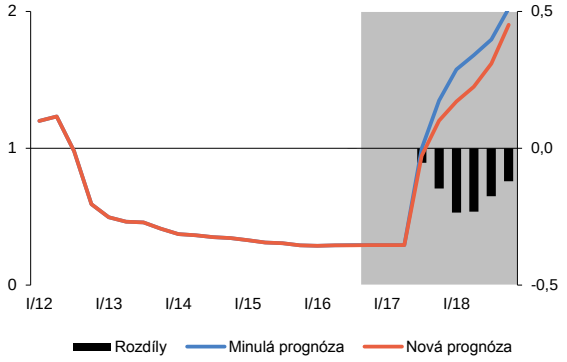
Oproti minulé prognóze se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře snižuje v několika příštích čtvrtletích (Graf II.3.5), což odráží především méně výraznou pozorovanou dynamiku mezd v první polovině letošního roku. Od počátku roku 2017 prognóza nově zahrnuje vládou schválené zvýšení minimální mzdy od ledna 2017. I přesto bude celkově za rok 2017 růst nominálních mezd v podnikatelském sektoru mírně nižší oproti minulé predikci, v následujícím roce pak naopak lehce vyšší.

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Po opuštění kurzového závazku porostou tržní úrokové sazby pomaleji

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

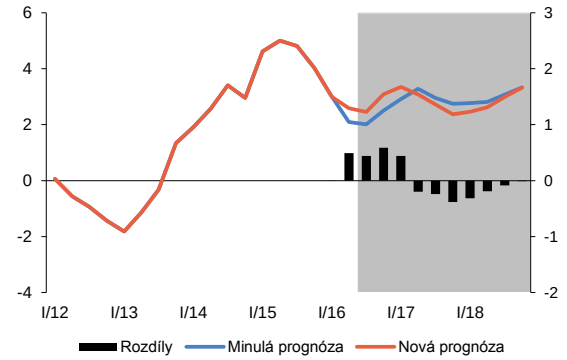


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

Prognóza vývoje HDP se pro letošní rok zvyšuje, v příštích dvou letech je naopak nepatrně nižší v návaznosti na slabší zahraniční poptávku

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

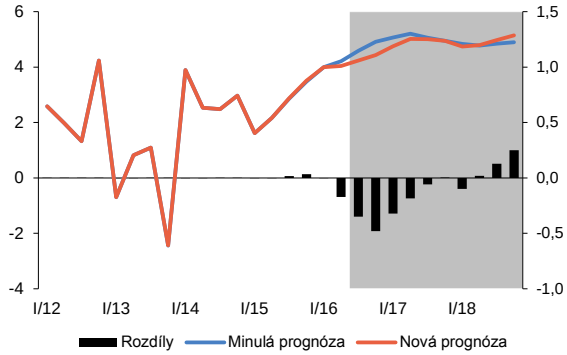


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V PODNIKATELSKÉ SFÉŘE

Prognóza nominálních mezd se v nejbližším období posouvá níže

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



Meziroční růst implikované agregátní **technologie** se oproti minulé prognóze přehodnocuje směrem dolů téměř na celém horizontu prognózy, stejně jako výhled práci zhodnocující technologie. Snížení růstu obou technologií souvisí s utlumenější investiční aktivitou, zejména v soukromém sektoru.

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. První z nich je spojena s hloubkou propadu vládních investic a utlumeným vývojem soukromých investic, resp. jejich dopadem do národohospodářské produktivity a rychlostí obnovení jejich růstu. Ve fiskální oblasti představuje nejistotu vliv volebního cyklu na výdaje v diskreci vlády. Další nejistota souvisí s ekonomickými dopady budoucího brexitu. Nejistota ohledně načasování a způsobu ukončení programu nákupu aktiv ze strany ECB je kvantifikována citlivostním scénářem v této kapitole. Sekce měnová hodnotí rizika prognózy inflace celkově jako vyrovnaná. Případné pozdější ukončení kvantitativního uvolňování ECB by mohlo mít významné implikace zejména pro vývoj domácích úrokových sazeb a kurzu koruny po předpokládaném exitu v polovině příštího roku a případně až vést k odložení jeho provedení.

II.4.1 Citlivostní scénář prodloužení QE ECB

Motivací pro zpracování citlivostního scénáře je očekávání části trhu o **prodloužení programu nákupu aktiv ze strany ECB** (QE), které by mohlo mít výrazný vliv na měnověpolitické rozhodování ČNB z hlediska realizovatelnosti hladkého exitu z kurzového závazku v polovině roku 2017.

Základní scénář prognózy pracuje s ukončením QE v březnu 2017 s tím, že jeho efekty budou postupně odeznívat v následujících čtvrtletích. Citlivostní scénář předpokládá jeho prodloužení do konce roku 2017 ve stejné výši, tj. 80 mld. EUR měsíčně. Od roku 2018 pak zahrnuje postupné ukončování QE v podobě tzv. taperingu tempem 10 mld. EUR měsíčně, tzn. do července 2018. Následně bilance ECB zůstává zachována v dané výši při dokupování expirujících dluhopisů, což se dále projevuje postupným odezníváním efektů nekonvenční měnové politiky a pozvolným návratem stínové úrokové sazby k úrovni tržní úrokové sazby 3M EURIBOR. V citlivostním scénáři **zůstávají všechny zahraniční veličiny s výjimkou stínových sazeb beze změny** ve srovnání se základním scénářem. Jedná se tedy o ohodnocení parciálního vlivu jiného nastavení politiky ECB. Rozdíly mezi stínovými úrokovými sazbami v základním a citlivostním scénáři jsou uvedeny v Tab. SZ II.4.1. Citlivostní scénář zároveň zachovává předpoklad základního scénáře prognózy ohledně ukončení kurzového závazku ČNB v polovině roku 2017.

Dopady do vývoje vybraných domácích veličin jsou zachyceny v Tab. SZ II.4.2 ve formě odchylek od základního scénáře. Očekávaná nižší trajektorie zahraničních stínových

TAB. SZ II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ – ZAHRANIČNÍ STÍNOVÉ SAZBY

Stínová úroková sazba v citlivostním scénáři leží až o 0,8 procentního bodu hlouběji v záporných hodnotách oproti základnímu scénáři

(v %, rozdíly v procentních bodech)

	Základní scénář	Citlivostní scénář	Rozdíly
IV/16	-1,6	-1,6	0,0
I/17	-1,6	-1,6	0,0
II/17	-1,5	-1,6	0,0
III/17	-1,3	-1,6	-0,2
IV/17	-1,1	-1,6	-0,4
I/18	-0,9	-1,5	-0,6
II/18	-0,6	-1,3	-0,7
III/18	-0,3	-1,1	-0,8
IV/18	-0,3	-0,8	-0,6

TAB. SZ II.4.2

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ – DOMÁCÍ EKONOMIKA

V citlivostním scénáři se domácí úrokové sazby zvyšují pomaleji než v základním scénáři, a to při silnějším kurzu

(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (mzr. v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
IV/16	0,0	0,0	0,1	0,0
I/17	0,0	0,0	0,1	0,0
II/17	0,0	0,0	0,1	0,0
III/17	0,0	-0,3	0,1	-0,3
IV/17	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4
I/18	-0,1	-0,5	-0,1	-0,3
II/18	-0,1	-0,4	-0,1	-0,3
III/18	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
IV/18	-0,1	-0,1	0,0	-0,1

sazeb od druhého čtvrtletí 2017 se projevuje tlakem na zvýšení úrokového diferenciálu, které působí ve směru zhodnocení kurzu koruny vůči euru. Výraznějšímu posílení kurzu po opuštění kurzového závazku, tj. počínaje třetím čtvrtletím 2017, které by se promítlo do nižší inflace oproti základnímu scénáři, brání měnová politika podstatně pomalejším zvyšováním domácích úrokových sazeb. Výsledné měnové podmínky jsou charakterizovány přísnější kurzovou a naopak uvolněnější úrokovou složkou, což vede ve srovnání se základním scénářem k pouze lehce nižší inflaci na horizontu prognózy. Dopady do reálné ekonomiky jsou zanedbatelné.

Rozsah reakce domácích sazeb i kurzu zachycený v této simulaci je spojen s **řadou nejistot**. Část z nich souvisí se samotnou měnovou politikou ECB, konkrétně se způsobem ukončení QE, jeho případného prodloužení a postupného odeznívání dopadů QE na finančních trzích. Další nejistota se týká relevance stínových sazeb vůči tržnímu EURIBORu v jednotlivých segmentech ekonomiky. Samotné oznámení o prodloužení QE může zvyšovat význam stínové úrokové sazby v kurzovém vývoji. Čím větší tento význam bude, o to silnější bude promítání dodatečného QE do domácí měnové politiky.

Zpracovaný citlivostní scénář naznačuje možné **riziko odložení ukončení stávajícího kurzového závazku ČNB** za polovinu roku 2017, protože neumožňuje naplnění předpokladu o dostatečně robustním zpřísnění domácí měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb po ukončení intervenčního režimu. Zároveň by neplatila dosavadní komunikace ČNB, že kurz po opuštění kurzového závazku neposílí skokově na předintervenční úroveň.

II.5 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí těsně pod cílem ČNB. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se pohybuje v mírně záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace je naopak lehce kladný. Analytici očekávají, že v letošním roce růst ekonomiky zpomalí pod 3 %, kde setrvá i v příštím roce. Kurz koruny podle průměru názorů analytiků v ročním horizontu posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Všichni analytici přitom očekávají, že k ukončení kurzového závazku ČNB nedojde dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Rovněž všichni analytici předpokládali, že základní úrokové sazby budou ponechány beze změny jak na listopadovém zasedání bankovní rady ČNB, tak v ročním horizontu. Tržní výhled naznačuje v ročním horizontu nepatrný pokles úrokových sazeb, a do poloviny příštího roku se tak nachází nepatrně pod úrovní sazeb z prognózy ČNB. S tou je poté konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu se v ročním i tříletém horizontu nachází těsně pod 2% cílem ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu nadále setrvávají znatelně pod cílem (Tab. II.5.1).

TAB. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí těsně pod 2% cílem ČNB

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

	6/16	7/16	8/16	9/16	10/16
IOFT:					
Index spotř. cen	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
Index spotř. cen v horizontu 3R	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Reálný HDP v roce 2016	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2017	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2016	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1
Nominální mzdy v roce 2017	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,8	26,9	26,9	26,9	26,7
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Podniky:					
Index spotř. cen	1,4			1,3	

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** je již dva roky mírně v záporných hodnotách (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v souhrnu mínily, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor **očekávané inflace** naopak dlouhodobě dosahuje lehce kladných hodnot. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud. Oba tyto ukazatele se ve třetím čtvrtletí 2016 v průměru lehce snížily, na jeho konci se však posunuly výše.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce – v souvislosti s odezněním loňských jednorázových faktorů – zpomalení růstu ekonomiky pod 3 % (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). Pod touto hodnotou by měl růst setrvat i v příštím roce. V případě nominálních mezd se v obou letech očekává růst mírně nad 4 %. V ročním horizontu analytici v průměru očekávají posílení měnového kurzu koruny mírně pod hladinu 27 CZK/EUR.[25] Všichni analytici v souladu s komunikací bankovní rady ČNB očekávají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Většina analytiků tento krok předpokládá ve druhém pololetí příštího roku. Před listopadovým zasedáním bankovní rady všech šestnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

V souhrnu analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním i příštím roce pomalejší růst reálného HDP. Rovněž inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu se pohybuje na nižší úrovni než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou do poloviny příštího roku v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB. Měnový kurz se v ročním výhledu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB, což souvisí s tím, že ne všichni analytici očekávají opuštění kurzového závazku v tomto časovém horizontu.

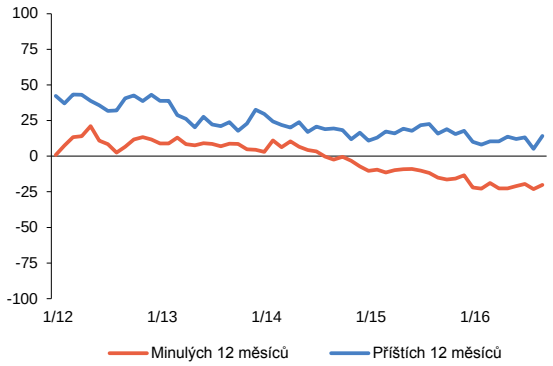
Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb předpokládanou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich nepatrný pokles. Do poloviny příštího roku se tak pohybuje nepatrně pod trajektorií úrokových sazeb předpokládanou v prognóze ČNB. S tou je poté ve třetím čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá.

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

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

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že růst ekonomiky letos zpomalí pod 3 %, stejné tempo si zachová i v příštím roce

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

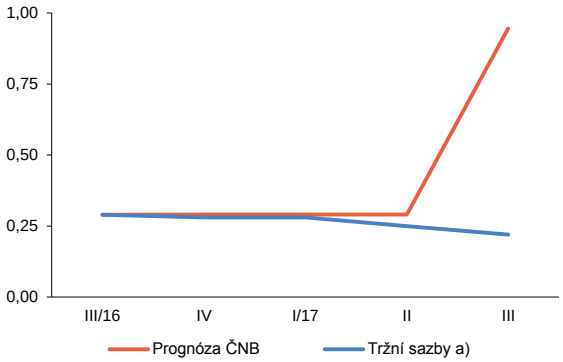
	6/16	7/16	8/16	9/16	10/16
Reálný HDP v roce 2016	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2017	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5
Nominální mzdy v roce 2016	4,1	4,0	4,1	4,2	4,2
Nominální mzdy v roce 2017	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,6	26,8	26,7	26,8	26,7
3M PRIBOR (v %)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

S novou prognózou ČNB je ve třetím čtvrtletí příštího roku konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá

(v %)



a) pro III/16 a IV/16 3M PRIBOR, pro I/17 až III/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 21. 10. 2016

25 Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 25,5–27,0 CZK/EUR, v průzkumu CF 25,8–27,4 CZK/EUR.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace v průměru ve třetím čtvrtletí 2016 mírně zrychlila na 0,5 %, a to zejména vlivem odeznění výrazného poklesu cen potravin a postupného zmírňování propadu cen pohonných hmot. Měnověpoliticky relevantní inflace byla nadále o 0,2 procentního bodu níže v důsledku harmonizační úpravy spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2016. Inflace se tudíž stále nacházela hluboko pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla již druhé čtvrtletí v řadě stabilní na úrovni 1 % a zůstala i nadále hlavní složkou přispívající k růstu spotřebitelských cen. Její stabilita přitom odrážela protichůdný vliv mírného zpomalení dynamiky cen obchodovatelných statků, ovlivněných nadále protiinflačním působením zahraničí, a zrychlení růstu cen neobchodovatelných statků taženého domácími faktory.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

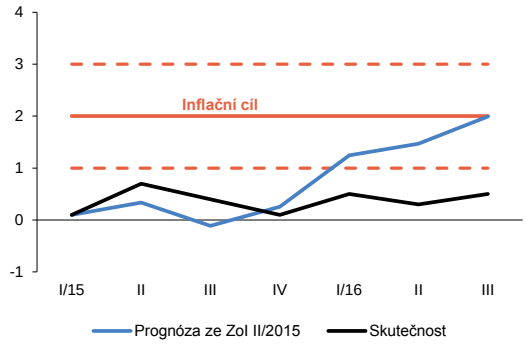
Celková i měnověpolitická inflace se ve třetím čtvrtletí 2016 nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma, i pod **prognózou ze Zprávy o inflaci II/2015** (Graf III.1.1).[26] Tehdejší prognóza byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do konce roku 2016. Prognóza očekávala hodnoty celkové i měnověpolitické inflace poblíž nuly v roce 2015 a jejich následné zvýšení k 2% cíli během roku 2016. Protiinflační působení dovozních cen v důsledku poklesu výrobních cen v eurozóně a cen energetických komodit mělo postupně odeznívat. Směrem ke zvyšování cen měl přitom na celém horizontu prognózy působit pokračující růst domácí ekonomické aktivity a oživování mzdového vývoje.

Celková **inflace ve skutečnosti** se zpočátku pohybovala nad prognózou, od konce minulého roku se však nacházela stále více pod ní. Rozdíl skutečné inflace od predikce ve třetím čtvrtletí 2016 dosáhl -1,5 procentního bodu (Tab. III.1.1). Tato odchylka byla dána vývojem všech složek inflace s výjimkou primárních dopadů změn nepřímých daní. Největší záporný příspěvek vyplýval z nečekaně utlumeného vývoje cen potravin (výraznější než očekávaný pokles světových cen zemědělských komodit, embargo na dovoz potravin do Ruska a zrušení kvót na

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2016 nacházela výrazně pod prognózou ze ZoI II/2015, a tedy i výrazně pod 2% cílem ČNB
(meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

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

	Prognóza ZoI II/2015	Skutečnost 3.čtvrtletí 2016	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,0	0,5	-1,5
z toho:			
regulované ceny	1,2	-0,1	-0,2
primární dopady změn nepřímých daní [a)]	0,2	0,2	0,0
ceny potravin [b)]	2,2	0,2	-0,5
ceny pohonných hmot (PH) [b)]	3,7	-9,5	-0,5
korigovaná inflace bez PH [b)]	1,6	1,1	-0,3

a) Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.
b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

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

produkci mléka v rámci EU) a propadu cen pohonných hmot. V menší míře se na odchylce od prognózy podílely také nižší korigovaná inflace bez pohonných hmot (především v důsledku přetrvávajícího poklesu výrobních cen v eurozóně) a utlumenější vývoj regulovaných cen.

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

Pozorovaný **růst domácího HDP** byl v roce 2015 oproti hodnocené prognóze znatelně rychlejší. Za tímto rozdílem stojí vedle silného vlivu revizí historických dat výraznější zvýšení vládních i soukromých investic v důsledku dočerpávání fondů EU a reálná spotřeba domácností pozitivně ovlivněná nečekaně nízkými cenami energetických surovin. Naopak v první polovině roku 2016 byl růst HDP oproti prognóze pomalejší, a to především vlivem snížení tvorby hrubého kapitálu v souvislosti s jen pozvolným čerpáním evropských fondů v novém programovém období.

Pro rozhodování bankovní rady o **nastavení měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila bilanci rizik prognóz na horizontu měnové politiky buď jako protiinflační nebo vyrovnanou. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu znatelně převažovala protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a nízké světové ceny energetických a potravinářských komodit). Kurzový závazek ČNB nadále přispívá k růstu domácí ekonomiky, tedy ke zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Inflační cíl je však vlivem silných zahraničních nákladových protiinflačních až deflačních šoků již delší dobu výrazně podstřelován. V souhrnu se tak s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od ledna 2015 do června 2016 měla být uvolněnější.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

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

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

		II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16
HDP v eurozóně a), b), c)	p	1,6	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
	s	1,9	2,2	2,3	2,5	2,4	-
PPI v eurozóně b), c)	p	-1,5	-0,9	0,1	1,4	1,6	1,6
	s	-2,1	-2,6	-3,1	-3,7	-3,7	-
3M EURIBOR	p	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(v %)	s	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR	p	1,07	1,05	1,04	1,04	1,05	1,05
(úroveň)	s	1,10	1,11	1,09	1,10	1,13	1,12
Cena ropy Brent	p	59,0	61,3	63,0	64,3	65,4	66,4
(USD/barel)	s	63,5	51,3	44,7	35,2	47,0	47,0

a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele ze ZoI II/2015

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Skutečný růst domácího HDP v roce 2015 předstihoval predikci, v první polovině letošního roku byl naopak mírně nižší

(p – prognóza, s – skutečnost)

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

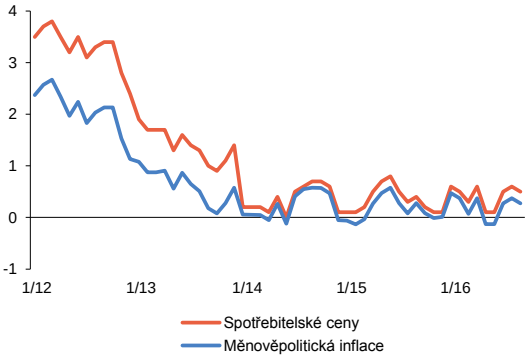
a) sezonně očištěno
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Inflace ve třetím čtvrtletí 2016 lehce zrychlila

(meziroční změny v %)



III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve třetím čtvrtletí 2016 dosáhla **meziroční inflace** v průměru 0,5 %, což bylo o 0,2 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Po jejím zrychlení v červenci a srpnu přitom následoval mírný pokles v září (Graf III.1.2). Za zrychlením meziročního růstu spotřebitelských cen stálo především odeznění výrazných poklesů cen potravin z května a června spolu s postupným zmírňováním poklesů cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se držela zhruba na úrovni 1 %, a byla tak i nadále složkou nejvíce přispívající k růstu spotřebitelských cen (Graf III.1.3).

Příspěvek změn nepřímých daní k inflaci souvisel s dopadem harmonizační úpravy spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2016 a dosáhl 0,2 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**[27] proto nadále ležela mírně pod celkovou inflací. Stále se tedy nacházela výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.

Regulované ceny ve třetím čtvrtletí 2016 v průměru zhruba stagnovaly (Graf III.1.4). Vývoj v jednotlivých kategoriích byl ale různorodý. Regulované ceny snižoval pokles cen plynu pro domácnosti, ke kterému od května 2016 přistoupili nejvýznamnější dodavatelé na trhu. Záporný příspěvek vykázaly rovněž ceny v dopravě v důsledku klesajících cen pohonných hmot. Naopak se zvyšovalo vodné a stočné. Ceny elektřiny a tepla pro domácnosti si udržely stabilní růst mírně nad 1 %.

Meziroční růst **tržních cen**[28] měřený čistou inflací dosáhl ve třetím čtvrtletí 2016 v průměru 0,4 %. V návratu čisté inflace do kladných hodnot se odráželo nejvíce odeznění poklesu cen potravin, menší vliv pak mělo zmírnění propadu cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstala zhruba stabilní.

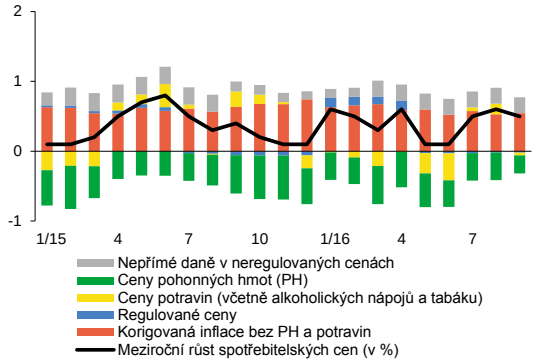
Ceny potravin, nápojů a tabáku v červenci a srpnu meziročně rostly, v září se však vrátily do nepatrného poklesu (Graf III.1.5). V jejich vývoji se nadále odrážel přetrvávající pokles cen zemědělských výrobců daný jen pozvolným odezníváním vlivu zrušení kvót na produkci mléka v EU i přetrvávajícími nízkými cenami rostlinné produkce. Pokračoval pokles zejména cen mléka, mléčných výrobků a vajec. V září však výrazně poklesly také ceny ovoce, zeleniny a překvapivě i ceny pekárenských výrobků. Zvyšovaly se naopak ceny alkoholických i nealkoholických nápojů, tabáku a masa (Graf III.1.6).

Doposud hluboký meziroční pokles **cen pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí 2016 zmírňoval (na -7,3 % v září; Graf III.1.4). Ceny pohonných hmot tak následovaly postupně odeznívající výrazné meziroční poklesy světových cen ropy Brent i benzínu

GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

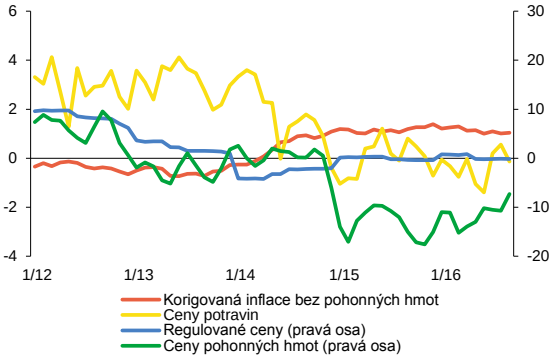
Inflace se zvýšila vlivem odeznění poklesu cen potravin a zmírnění propadu cen pohonných hmot
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.4

SLOŽKY INFLACE

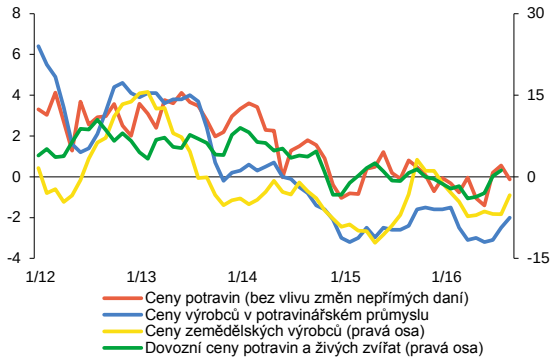
Korigovaná inflace byla nadále nejvyšší složkou inflace, propad cen pohonných hmot se postupně zmírňoval
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

I přes trvající pokles cen zemědělských výrobců spotřebitelské ceny potravin, nápojů a tabáku ve třetím čtvrtletí 2016 v průměru slabě rostly
(meziroční změny v %)



27 inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní

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

při jen nepatrném meziročním posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru.

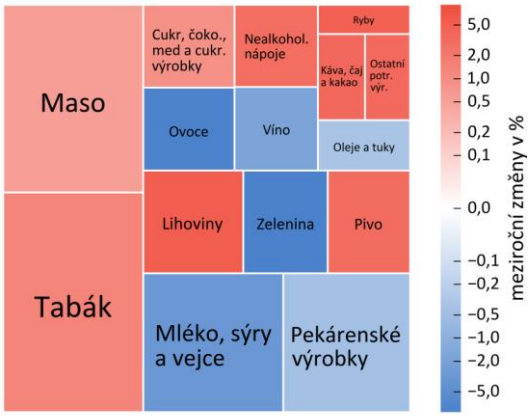
Korigovaná inflace bez pohonných hmot se v průběhu třetího čtvrtletí 2016 držela na úrovni 1 % (Graf III.1.7). Tento vývoj byl dán mírným zrychlením růstu cen neobchodovatelných statků[29] při souběžném zpomalení růstu cen obchodovatelných statků. Zářijový růst cen neobchodovatelných statků o 1,5 % odrážel pokračující růst domácí ekonomické aktivity zejména v sektoru služeb i zrychlenou dynamiku mzdových nákladů (viz BOX 2 v ZoI III/2016). Zvyšovaly se především ceny kulturních a rekreačních služeb, nájemné, ceny služeb spojených s provozem osobních dopravních prostředků a služeb spojených s osobní péčí. Klesaly pouze ceny poštovních služeb a telekomunikace. Růst cen obchodovatelných statků[30] zvolnil na 0,4 %; takto utlumený vývoj je zejména odrazem pokračujícího protiinflačního působení zahraničních cen.

Experimentální výpočty inflace[31] se zahrnutím cen nemovitostí za druhé čtvrtletí 2016 ukazují na zvýšení rozdílu mezi indexem CPI OOH+HPI a oficiálním CPI (viz Graf SZ III.1.1.). Index zahrnující – s poměrně velkou vahou – ceny nemovitostí v průběhu druhého čtvrtletí dále mírně zrychlil na 1,1 %, zatímco oficiální celková inflace naopak v uvedeném čtvrtletí zpomalila. Přesto se ale i tento experimentální index nadále nachází zřetelně pod 2 %, a nezpochybňuje tudíž potřebu udržovat měnové podmínky nadále uvolněné.

GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU V ZÁŘÍ 2016

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

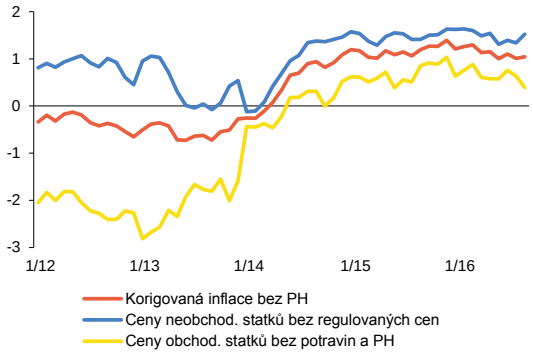


Pozn.: Po započtení vlivu změn nepřímých daní by ceny tabákových výrobků vzrostly meziročně o 5,9 %.

GRAF III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

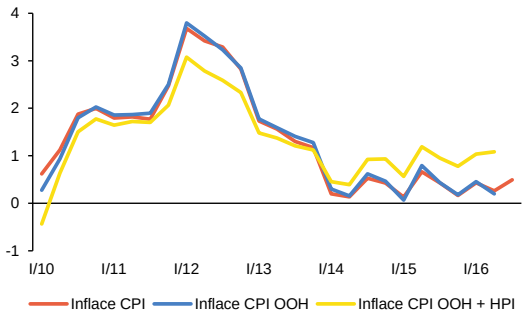
Korigovaná inflace se držela blízko 1 %
(meziroční změny v %)



GRAF SZ III.1.1

EXPERIMENTÁLNÍ INFLACE

Inflace CPI OOH + HPI odrážející nad rámec CPI i ceny bydlení dosáhla ve druhém čtvrtletí výše 1,1 %
(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ a ČNB)



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

30 Ceny obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjmkou potravin a pohonných hmot.

31 U indexu CPI OOH (OOH = owner occupied housing) dochází k nahrazení dosavadního konceptu inputovaného nájemného vlastnickým bydlením na základě čistého akvizičního přístupu, tj. výdajů na zkvalitnění a udržování bydlení a souvisejících služeb, očištěných o příjmy domácností z prodeje nemovitostí. Tento koncept pouze v omezené míře zahrnuje ceny starších nemovitostí a transakce s těmito nemovitostmi mezi domácnostmi navzájem. Doplněním této investiční složky tak vzniká index CPI OOH + HPI (HPI = house price index). Více o této problematice viz BOX 3 v 5. SZ 2016.

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Znatelný meziroční pokles dovozních cen se v průběhu třetího čtvrtletí 2016 postupně zmírňoval, a to zejména v souvislosti se snižujícím se záporným příspěvkem cen energetických surovin. Stejným směrem však působilo také zmírnění poklesu cen v ostatních složkách. Tento trend se odrazil i do vývoje cen průmyslových výrobců. Ceny zemědělských komodit se snižovaly rovněž mírnějším tempem než v předchozím čtvrtletí, a to jak v rostlinné, tak živočišné výrobě. Růst cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru byl nadále utlumený. Ceny stavebních prací pokračovaly v nevýrazném růstu.

III.2.1 Dovozní ceny

Hluboký meziroční pokles **dovozních cen** se od dubna postupně zmírňoval (na -3,6 % v srpnu; Graf III.2.1). V červenci a srpnu již přitom většina ze složek dovozních cen v meziměsíčním srovnání mírně rostla. Meziroční pokles dovozních cen byl vedle setrvale záporného působení skupiny minerálních paliv (i když již pozvolna odeznívajícího) ovlivněn i vývojem dovozních cen polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování (Graf III.2.2). I jejich meziroční pokles trvající od poloviny loňského roku přitom již odeznívá.

Záporný příspěvek cen skupiny **minerálních paliv** byl nadále nejvýraznější, v průběhu třetího čtvrtletí 2016 se však zmírňoval (Graf III.2.2). To bylo, při jen nepatrném posílení kurzu koruny vůči americkému dolaru, dáno zejména odezníváním meziročního poklesu ceny ropy Brent (na -2,2 %). Zvolnil i meziroční pokles světových cen zemního plynu, který však stále zůstává výrazný (35,2 %, Graf III.2.3), neboť plyn následuje za vývojem cen ropy tradičně se zhruba půlročním zpožděním.

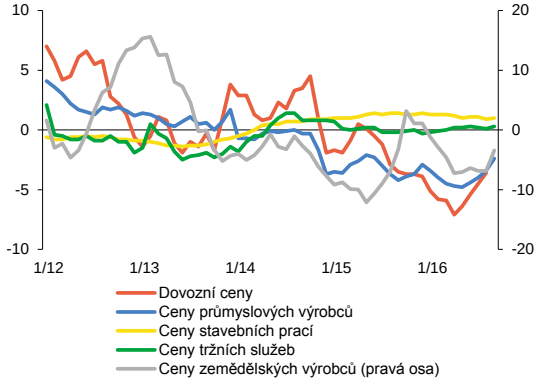
Ke zmírnění meziročního poklesu dovozních cen došlo také ve skupině **polotovarů** a **neenergetických surovin**. To bylo dáno znatelnými meziměsíčními růsty v těchto skupinách na přelomu druhého a třetího čtvrtletí 2016. Do mírného meziročního růstu přešly dovozní ceny **potravin, tabáku a nápojů**. To bylo přitom dáno vývojem všech hlavních složek této skupiny dovozních cen.

Také meziroční pokles **dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování** v průběhu třetího čtvrtletí 2016 zvolnil, a to jak ve skupině dovážených strojů a dopravních prostředků, tak u průmyslového spotřebního zboží (na -1,4 %, resp. -1,7 % v srpnu). V rámci první jmenované skupiny byl ovšem vývoj dovozních cen diferencovaný. Zatímco dovozní ceny strojů a zařízení používaných v průmyslu přešly do nepatrného meziročního růstu, pokles dovozních cen silničních vozidel se prohloubil.

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

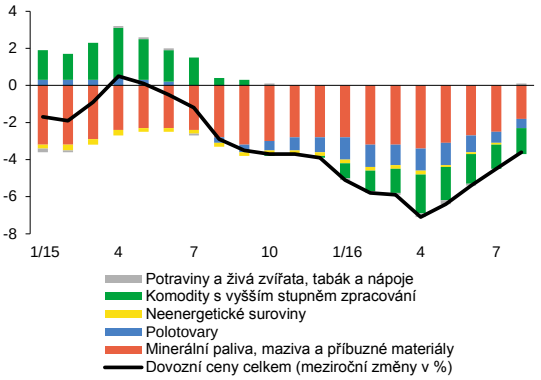
Pokles dovozních cen i cen průmyslových a zemědělských výrobců se zmírnil
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

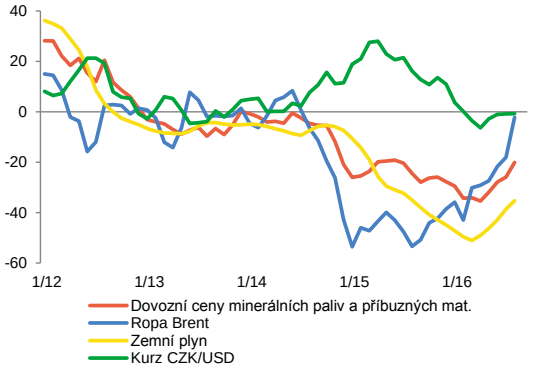
Pokračující pokles dovozních cen byl nadále plošný, zmírňoval se však ve všech skupinách
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel zmírňující se pokles světových cen ropy i zemního plynu při stabilním vývoji kurzu CZK/USD
(meziroční změny v %)



III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Dlouhou dobu trvající výrazný meziroční pokles **cen průmyslových výrobců** se v průběhu třetího čtvrtletí 2016 postupně zmírňoval (Graf III.2.4). To odráželo především pozvolné odeznívání poklesu cen dovážených vstupů, zejména pak světových cen ropy.

K meziročnímu snížení cen průmyslových výrobců přispíval i nadále nejvíce pokles **sloučeného indikátoru cen výrobců energií a služeb spojených s vodou** (Graf III.2.4). Pokračování silného meziročního poklesu tohoto indikátoru ovlivňoval stále v rozhodující míře vývoj cen v odvětví koks a rafinované ropné výrobky, který odrážel zejména trvající meziroční pokles světových cen ropy. Ceny elektřiny, plynu a páry a klimatizovaného vzduchu klesaly stabilním tempem. Oproti tomu silnější pokles cen v odvětví těžby a dobývání se přitom zmírňoval. Stejně jako v předchozím období dále mírně rostly ceny v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami. V třídění podle hlavních průmyslových skupin se tento vývoj projevil setrváním cen energií v meziročním poklesu, který však průběžně slábl (Graf III.2.5).

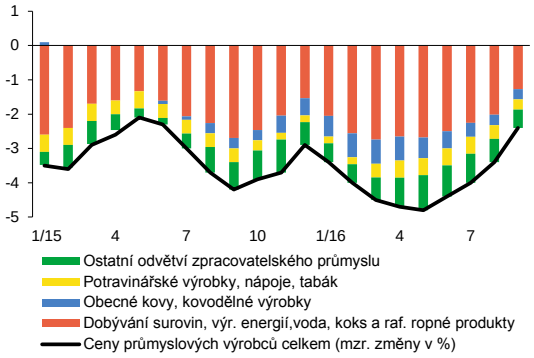
V potravinářském **průmyslu** meziroční snižování cen ve třetím čtvrtletí 2016 zvolnilo, stejně jako v odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků. Naopak v odvětví dopravních prostředků se meziroční vývoj cen ve srovnání s předchozím čtvrtletím v podstatě nezměnil. V souhrnu došlo ke znatelnému zvolnění do té doby výrazného poklesu cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu, který v září dosáhl 2 %. Tento vývoj odrážel postupně slábnoucí pokles cen výrobců v efektivní eurozóně při odeznívajícím poklesu světových ceny ropy i dalších komodit.

Aktuálně pozorovaný meziroční pokles cen průmyslových výrobců ve zbytku roku podle **nové prognózy** postupně odezní. Tento vývoj odráží předpokládané ukončení poklesu světových cen ropy, benzínů i vývoj cen výrobců v efektivní eurozóně. Po většinu roku 2017 se bude dynamika cen průmyslových výrobců pohybovat poblíž 2% úrovně (Graf SZ III.2.1), a to v návaznosti na obnovení růstu výrobních cen v eurozóně. V průměru se v příštím roce ceny průmyslových výrobců zvýší o 1,9 %. Od druhé poloviny roku však bude jejich růst brzděn posílením měnového kurzu po očekávaném ukončení kurzového závazku v polovině příštího roku. V roce 2018 bude růst výrobních cen pozvolnější, a to zejména vlivem dalšího posílení kurzu při současném výrazném zmírnění meziročního růstu světových cen ropy. Oproti minulé predikci předpokládá nová prognóza mírně vyšší trajektorii růstu cen průmyslových výrobců v příštím roce, v roce 2018 se budou výrobní ceny zvyšovat naopak pomaleji.

GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

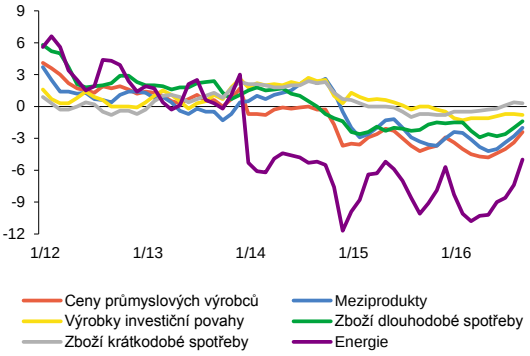
Nadále plošný pokles cen průmyslových výrobců se v průběhu třetího čtvrtletí 2016 zmírňoval
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

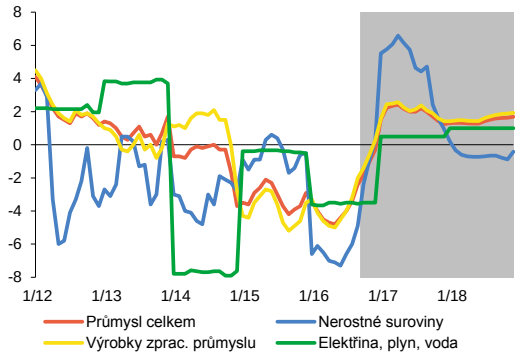
Ceny výrobců energií dále výrazně klesaly, jejich propad se však výrazně zmírnil
(meziroční změny v %)



GRAF SZ III.2.1

PROGNÓZA CEN PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Aktuální pokles cen výrobců do konce roku odezní, poté tyto ceny porostou tempy poblíž 2 %
(meziroční změny v %, vybraná odvětví)



Ceny zemědělských výrobců

Ceny **zemědělských výrobců** v červenci a srpnu klesaly podobným meziročním tempem jako ve druhém čtvrtletí 2016, v září se však jejich pokles zmírnil na -3,4 % (Graf III.2.6). K tomu přispěl vývoj cen jak v živočišné, tak v rostlinné výrobě. U cen živočišné výroby zvolnil pokles cen mléka a obnovil se růst cen prasat. V rostlinné výrobě sice nadále výrazně klesaly ceny váhově nejvýznamnějších obilovin, v září však došlo ke skokovému nárůstu cen chmele a hroznů vinné révy, které mají v tomto období relativně vysokou sezonní váhu.

Na pokles cen zemědělských výrobců ve třetím čtvrtletí 2016 působilo stejně jako v předchozích obdobích několik **faktorů**, jejich vliv se však již vyčerpával. To se týkalo jak loňské liberalizace trhu s mlékem v EU, tak i pokračování odvetných obchodních sankcí vůči EU ze strany Ruska, což ovlivňovalo zejména ceny mléka a vepřového masa. Na klesající ceny pšenice nadále působil vliv příznivých zahraničních i domácích sklizní z posledních let. Nárůst světové produkce převážil nad růstem spotřeby, což vedlo k setrvalému poklesu cen.

Nová prognóza cen zemědělských výrobců očekává i ve zbytku letošního roku jejich meziroční pokles (Graf SZ III.2.2). Ten v celoročním průměru dosáhne 5,2 %, a to zejména kvůli výraznému poklesu cen zemědělských výrobků v první polovině letošního roku. Výhled cen klíčových zemědělských komodit na světových trzích je v ročním horizontu jen pozvolna rostoucí. Při předpokládaném stabilním kurzu koruny tak k oživení meziročního růstu cen dojde až ve druhém čtvrtletí 2017. Vliv rostoucího výhledu cen komodit na světových trzích ale bude od druhé poloviny roku 2017 částečně vyvažován nominálním posilováním kurzu koruny. Ve srovnání s 5. SZ 2016 se prognóza přehodnocuje pro letošní rok a první polovinu příštího roku směrem nahoru. Na to má kromě vyšších pozorovaných hodnot za třetí čtvrtletí 2016 vliv i mírné zvýšení výhledů světových cen agrárních komodit.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

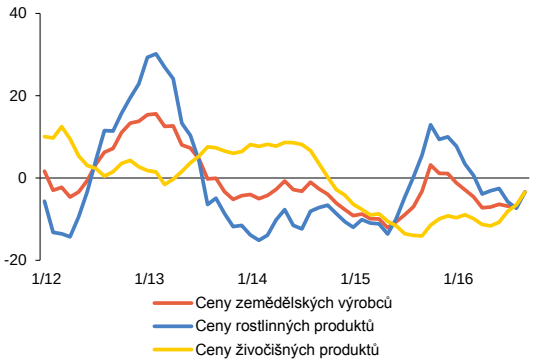
Celkově se meziroční růst **cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru** i ve třetím čtvrtletí 2016 držel v blízkosti nulových hodnot (Graf III.2.7). Růst cen přesahující 3 % zaznamenalo pouze odvětví poštovních a kurýrních služeb, reklamních služeb a průzkumu trhu.

Ceny stavebních prací rostly stabilně tempy kolem 1 % (Graf III.2.7), a to i přes pokračující meziroční pokles cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.2.6

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

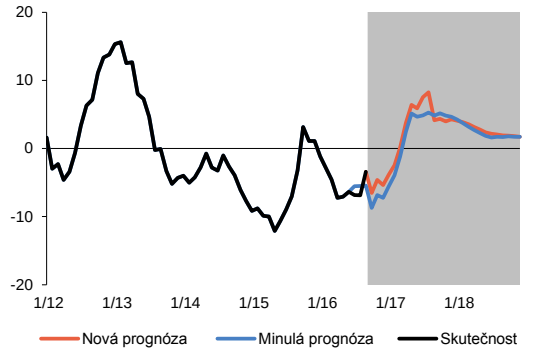
Pokles cen zemědělských výrobců se v září zmírnil vlivem vývoje cen rostlinné i živočišné výroby
(meziroční změny v %)



GRAF SZ III.2.2

PROGNÓZA CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

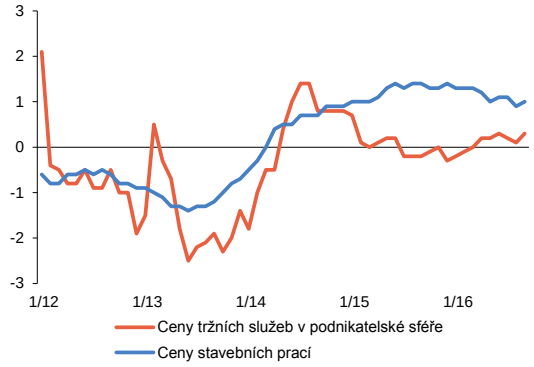
Prognóza očekává obnovení růstu cen zemědělských výrobců během roku 2017
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Ceny tržních služeb rostly jen nepatrně, růst cen stavebních prací se pohyboval okolo 1 %
(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Hospodářský růst ve druhém čtvrtletí 2016 dále zpomalil na 2,6 %. Česká ekonomika se přitom nachází v blízkosti svého potenciálu. Na meziročním růstu hrubého domácího produktu se nejvýrazněji podílel čistý vývoz. Kladně, ale menší měrou než v předchozím čtvrtletí, přispěla také spotřeba domácností. Odeznění vlivu dočerpávání fondů EU z předchozího programového období se odrazilo ve znatelném poklesu vládních fixních investic a v menší míře i investic nefinančních podniků.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf III.3.1) byl ve druhém čtvrtletí letošního roku nejvíce tažen čistým vývozem. Příspěvek **domácí poptávky** se znatelně zmírnil, když růst spotřeby domácností zvolnil a dynamika fixních investic přešla do výrazně záporných hodnot. Mírně naopak zrychlil růst spotřeby vlády.

Konečná spotřeba

Růst sezonně očištěné spotřeby domácností ve druhém čtvrtletí 2016 znatelně zvolnil. Jednalo se však převážně o důsledek výjimečně silných kalendářních vlivů. Sezonně neočištěný růst reálných **výdajů domácností na konečnou spotřebu** naopak mírně zrychlil (na 2,7 %; Graf III.3.2). Mírně rychlejší růst vykázal také hrubý disponibilní důchod, v důsledku čehož se míra úspor ve srovnání s předchozím rokem téměř nezměnila.

Meziroční růst nominálního **hrubého disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, mírně zrychlil (na 2,9 %; Graf III.3.2). Vzhledem k téměř stagnujícímu deflátoru spotřeby domácností rostla jejich reálná kupní síla o 2,8 %. Pozorované zrychlení meziroční dynamiky hrubého disponibilního důchodu bylo přitom způsobeno zejména snížením dlouhodobě záporného příspěvku placených daní a sociálních příspěvků. Ve směru zmírnění růstu disponibilního důchodu naopak působil objem mezd a platů, přestože se jeho tempo i nadále drželo nad 5% úrovní.

Spotřební výdaje domácností rostly dále ve všech sledovaných skupinách (Graf III.3.3). Obdobně jako v předchozích čtvrtletích nejvíce k růstu spotřeby domácností přispěla krátkodobá spotřeba. Podle posledních dostupných měsíčních indikátorů pokračoval v červenci a srpnu výrazný meziroční růst maloobchodních tržeb tažený prodejem nepotravinářského zboží a pohonných hmot.

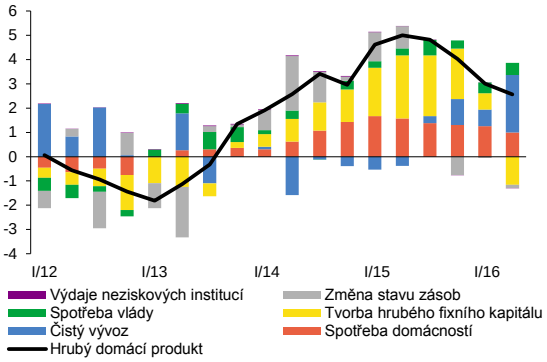
Indikátor spotřebitelské důvěry se ve třetím čtvrtletí 2016 postupně zvyšoval, a opět se tak přibližuje historicky nejvyšším hodnotám pozorovaným v úvodu letošního roku (Graf III.3.4). K tomuto vývoji přispělo zejména zlepšující se vnímání hospodářské situace ze strany spotřebitelů.

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Na růstu HDP se nejvýrazněji podílel čistý vývoz, zatímco růst spotřeby domácností zvolnil a tvorba hrubého fixního kapitálu poklesla

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %, sezonně očištěné údaje)

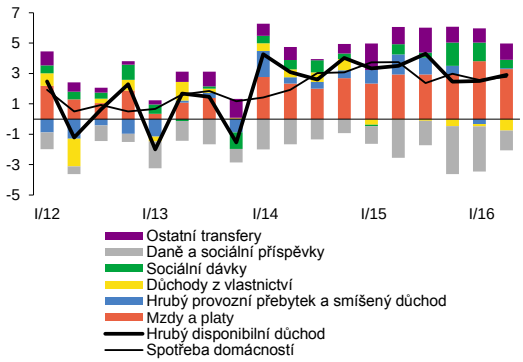


GRAF III.3.2

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

K setrvalému růstu disponibilního důchodu přispívá nejvíce objem mezd a platů

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

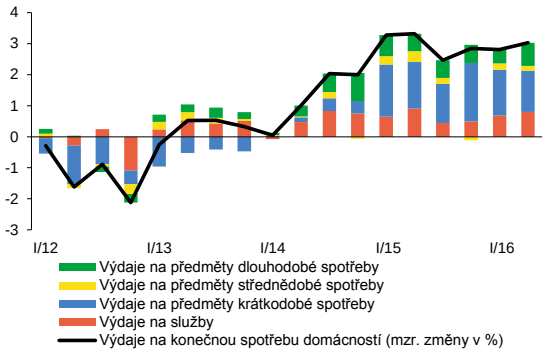


GRAF III.3.3

SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ

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

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



Růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve druhém čtvrtletí 2016 mírně zrychlil (na 2,6 %). Kladný příspěvek spotřeby vlády k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu tak dosáhl 0,5 procentního bodu (Graf III.3.1).

Investice

Fixní investice přešly ve druhém čtvrtletí 2016 do znatelného meziročního poklesu (o 4,4 %[32]; Graf III.3.5). Tento vývoj byl ovlivněn dominantně prohloubením propadu fixních investic **sektoru vlády** na výrazných 23,5 %[33], který vedl ke zřetelnému snížení investic do budov a staveb (Graf III.3.7). Na silné dočerpávání prostředků ze strukturálních fondů EU minulého programového období v loňském roce totiž navázal jen velmi pozvolný náběh čerpání fondů z nového období, mimo jiné i v důsledku problémů s posouzením vlivu velkých infrastrukturních staveb na životní prostředí.

Investice v **sektoru nefinančních podniků** rovněž poklesly (Graf III.3.6), přičemž ke snížení investiční aktivity došlo ve většině sledovaných odvětví. BOX 2 ukazuje, že nejen investice vlády, ale také investice nefinančních podniků byly zejména v roce 2015 znatelně ovlivněny spolufinancováním z fondů EU. V návaznosti na jen pozvolné čerpání strukturálních fondů v úvodu letošního roku tak investice nefinančních podniků spolufinancované z fondů EU aktuálně klesají vlivem vysoké srovnávací základny předchozího roku, a snižují tak dynamiku celkových investic nefinančních podniků. Investice plně z vlastních zdrojů přitom pravděpodobně nadále rostou, což koresponduje také s konjunkturním šetřením ČSÚ, dle kterého průmyslové podniky vnímají budoucí poptávku po své produkci jako dlouhodobě stabilní. Také poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za třetí čtvrtletí 2016 nesignalizují trvalejší pokles investičních výdajů nefinančních podniků.

BOX 2 Vliv čerpání prostředků z fondů EU na vývoj investic nefinančních podniků

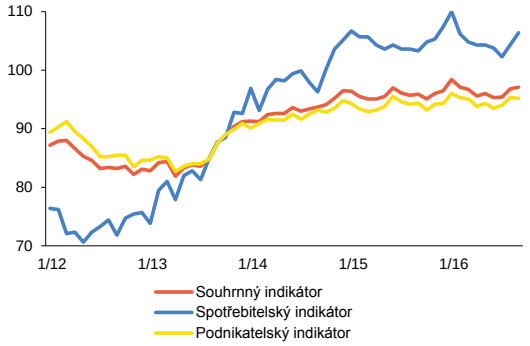
Cílem tohoto boxu je vysvětlit důvody loňského poměrně rychlého růstu **investic nefinančních podniků** a jejich náhlý meziroční pokles v průběhu letoška. Tento vývoj byl přitom pozorován ve většině odvětví. Analýzy ukazují, že nejen investice vlády, ale také investice nefinančních podniků jsou ovlivňovány spolufinancováním z fondů EU.

Vývoj investic nefinančních podniků je v případě České republiky, jakožto malé a otevřené ekonomiky, možné dlouhodobě z větší části vysvětlit změnami v **zahraniční poptávce**. Odhad efektivní zahraniční poptávky dle HDP

GRAF III.3.4

INDIKÁTORY DŮVĚRY

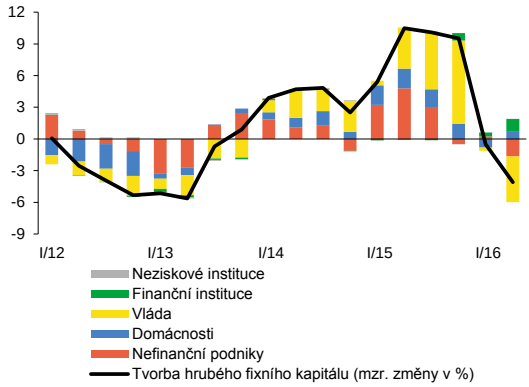
Důvěra spotřebitelů směřovala opět k historickým maximům
(průměr roku 2005 = 100)



GRAF III.3.5

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Po předchozím rychlém růstu poklesly fixní investice v důsledku propadu vládních i podnikových investic do znatelně záporných hodnot
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



32 podle sezonně očištěných údajů ve stálých cenách
33 podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách

hlavních obchodních partnerů zemí eurozóny používaný pro prognózu soukromých fixních investic[34] však zcela nezachycuje výkyvy v jejich dynamice v posledních dvou letech. Mírně lepší predikční schopnost má v tomto období odhad vývoje efektivní zahraniční poptávky měřený dle dovozů zemí eurozóny, ale ani ten nedokáže pozorované výrazné zrychlení investic nefinančních podniků v roce 2015 plně vysvětlit (Graf 1).

Další vysvětlení může souviset se zvýšeným úsilím o **dočerpání prostředků evropských fondů** z minulého programového období. Na rozdíl od predikce vládních investic, kde byl výrazný meziroční výkyv v návaznosti na nerovnoměrné čerpání fondů EU očekáván[35], u soukromých investic počítala prognóza s jejich znatelně hladším průběhem. Data za rok 2015 o kapitálových transferech vlády nefinančním podnikům[36] spojených se spolufinancováním investic z fondů EU ale ukazují na téměř zdvojnásobení vyplacených prostředků nefinančním podnikům oproti předchozímu roku. Jejich podíl na celkové alokaci pro Českou republiku přitom vzrostl z jednotek na zhruba 30 % (v roce 2015 více než 40 mld. Kč).

Analýza dat individuálních projektů spolufinancovaných ze strukturálních fondů[37] navíc ukázala, že **příspěvek z evropských prostředků** k hodnotě investice může být relativně vysoký také v případě soukromých investic. Zatímco ve vládním sektoru se strukturální fondy podílejí na hodnotě investice v průměru z 82 %, u nefinančních podniků to je 65 %.

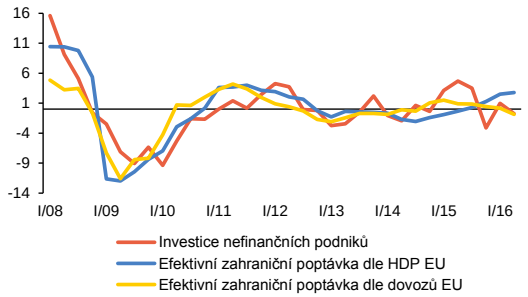
Znalost tohoto poměru, společně s údaji o objemu transferů nefinančním podnikům ze strukturálních fondů, umožňuje rozdělit investice nefinančních podniků na část spolufinancovanou fondy EU a část financovanou výhradně z vlastních zdrojů. Z tohoto rozdělení (Graf 2) je přitom patrné, že investice financované z vlastních zdrojů tvoří dominantní část z celkového **objemu investic** nefinančních podniků a navíc setrvale rostou. V posledním období však byly změny celkového objemu investic ve větší míře taženy investicemi spolufinancovanými ze strukturálních fondů.

Rozklad **meziročního růstu investic** nefinančních podniků potvrzuje, že k němu zejména v roce 2015 dominantně přispěly investice spolufinancované z fondů EU (Graf 3). Informace o pozvolném náběhu čerpání v úvodu letošního roku přitom naznačují, že investice spolufinancované ze strukturálních fondů aktuálně klesají vlivem srovnávací základny, a snižují tak dynamiku růstu celkových investic nefinančních podniků. V roce 2017 je již očekáváno obnovení meziročního růstu investic spolufinancovaných z fondů EU, který se tak opět přidá k pokračujícímu zvyšování investic z vlastních zdrojů.

GRAF 1 (BOX)

INVESTICE PODNIKŮ A ZAHRANIČNÍ POPTÁVKA

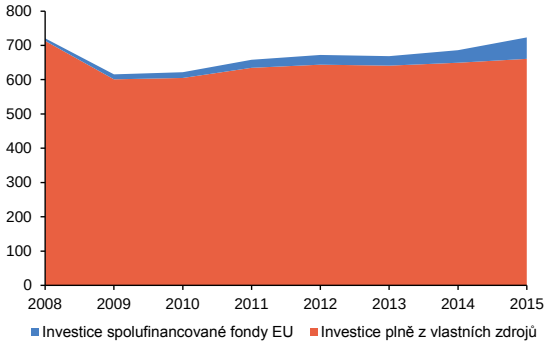
Odhady efektivní zahraniční poptávky dle HDP EU a dovozů EU nedokáží vysvětlit výkyv dynamiky investic nefinančních podniků v letech 2015 a 2016
(odchylky od trendu v %, výpočet ČNB)



GRAF 2 (BOX)

INVESTICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

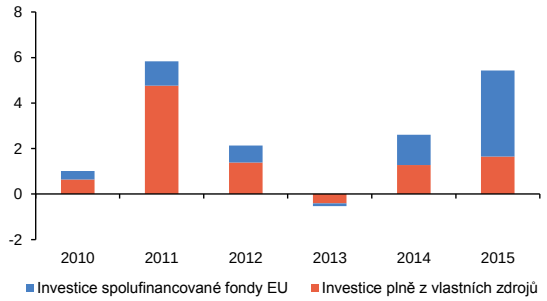
Investicím nefinančních podniků dominují investice financované plně z vlastních zdrojů, zvýšil se však podíl investic spolufinancovaných z fondů EU
(v mld. Kč, běžné ceny, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)



GRAF 3 (BOX)

ROZKLAD MEZIROČNÍHO RŮSTU INVESTIC NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Meziroční růst investic nefinančních podniků byl v roce 2015 znatelně tažen investicemi spolufinancovanými z evropských fondů
(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, MMR, výpočet ČNB)



34 Nefinanční podniky se na soukromých investicích podílejí zhruba 75 %.
35 Viz BOX 1 ve Zprávě o inflaci I/2016.
36 Zdroj: ČSÚ.
37 Zdroj: Ministerstvo pro místní rozvoj.

Investice **sektoru domácností** se ve druhém čtvrtletí 2016 vrátily do kladných meziročních temp (Graf III.3.5), čemuž pomohl obnovený růstu investic do obydlí (Graf III.3.6). Vybrané indikátory přitom naznačují, že investice domácností dále porostou. Důvěra domácností v příznivý budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti směřovala v průběhu třetího čtvrtletí 2016 opět k historickým maximům. Podmínky financování investic do obydlí zůstávají příznivé, přičemž jsou doprovázeny vysokým růstem nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2) a růstem cen nemovitostí (viz kapitola III.5.7). Zatímco počet dokončených bytů ve druhém čtvrtletí 2016 vzrostl téměř o 10 %, počet zahájených bytů znatelně poklesl, což může být odrazem problémů developerů s hledáním míst pro nové projekty dle platných územních plánů.

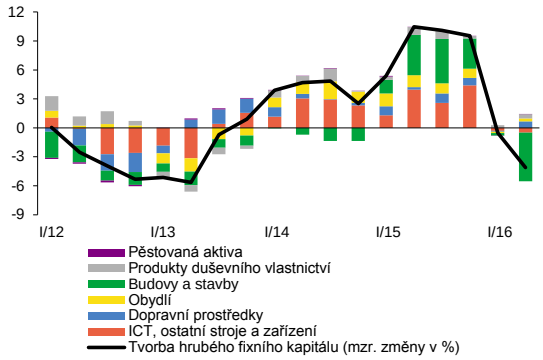
Změna stavu zásob měla ve druhém čtvrtletí 2016 jen nepatrný vliv na dynamiku hrubé tvorby kapitálu i celého hrubého domácího produktu (Graf III.3.1).

GRAF III.3.6

TVORBA HRUBÉHO FIXNÍHO KAPITÁLU

Pokles tvorby hrubého fixního kapitálu byl tažen zejména vývojem investic do budov a staveb

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



III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Čistý vývoz zboží a služeb[38] se ve druhém čtvrtletí 2016 výrazně zvýšil (Graf III.3.7), a opět tak přispěl k růstu HDP. Jeho příspěvek v rozsahu 2,4 procentního bodu byl přitom ze všech složek HDP nejvýznamnější (Graf III.3.1). Meziroční růst čistého vývozu byl především důsledkem vývoje bilance zboží, jejíž přebytek se druhé čtvrtletí v řadě zvyšoval. K růstu čistého vývozu přispěl také již rok a půl trvající růst přebytku bilance služeb. Podobně jako v předchozím období bylo meziroční zvýšení čistého vývozu spojeno s předstihem růstu vývozu před růstem dovozu, který vzrostl na 2,6 procentního bodu, a to v důsledku výrazného zpomalení dovozu. Meziroční dynamika celkového obchodního obratu však třetí čtvrtletí v řadě zpomalovala (o 1,3 procentního bodu).

Celkový vývoz meziročně vzrostl o 5,7 %. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím jeho dynamika mírně zpomalila vlivem zvolnění růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů ČR. Za zpomalením růstu celkového vývozu přitom stála pouze nižší dynamika vývozu zboží, zatímco vývoz služeb naopak zrychlil své růstové tempo.

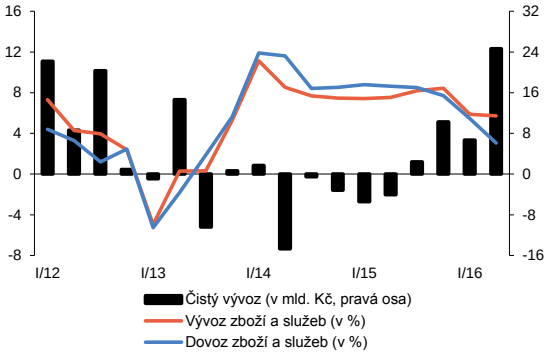
Růst **celkového dovozu** dosáhl 3,1 %, přičemž jeho dynamika páté čtvrtletí v řadě zpomalovala, tentokrát o 2,4 procentního bodu. To souviselo s výrazným oslabením růstu celkové domácí poptávky. Ke zmírnění tempa celkového dovozu přispělo podobně jako v případě vývozu zpomalení u dovozu zboží, zatímco růst dovozu služeb nepatrně zrychlil. V rámci dovozu zboží rostly podobně jako v předchozím čtvrtletí nejrychleji dovozy pro konečnou spotřebu, zatímco vývoj dovozu pro investice byl utlumený.

GRAF III.3.7

VÝVOZ A DOVOZ

Růst čistého vývozu výrazně zrychlil, růst obchodního obratu však dále zvolnil

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



38 v cenách roku 2010, sezonně očištěno

III.3.3 Nabídka

Hrubá přidaná hodnota rostla ve druhém čtvrtletí 2016 stabilním tempem (2,7 %, Graf III.3.8).[39] Nejvýznamněji k jejímu růstu přispíval i nadále zpracovatelský průmysl, o něco menší měrou pak odvětví obchodu a služeb. Příspěvek těžebního a energetického průmyslu přešel ze záporných hodnot k nule, a to v důsledku obnoveného růstu produkce v energetickém průmyslu. Negativně vývoj přidané hodnoty ovlivňovala situace ve stavebnictví.

Růst **průmyslové produkce** ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně zpomalil (na 2,3 %, Graf III.3.9). Za tímto vývojem stálo zejména výrazné zpomalení produkce váhově nejvýznamnějšího zpracovatelského průmyslu a částečně také další prohloubení poklesu produkce v těžebním průmyslu. Naopak produkce energetického průmyslu začala po dlouhé době opět růst. Z hlediska užití vzrostla především průmyslová produkce pro investice a dlouhodobou spotřebu. Podle posledních dostupných údajů za červenec a srpen celková průmyslová produkce v průměru meziročně stagnovala. Hodnota nových zakázek ve druhém čtvrtletí 2016 rostla o výrazných 10 %; v červenci pak poklesla o 16,2 %, v srpnu nicméně opět vzrostla o 18,7 %. Údaje za poslední dva měsíce jsou přitom takto rozkolísány vlivem rozdílného počtu pracovních dní a čerpání celozávodních dovolených v odlišném měsíci oproti předchozímu roku.

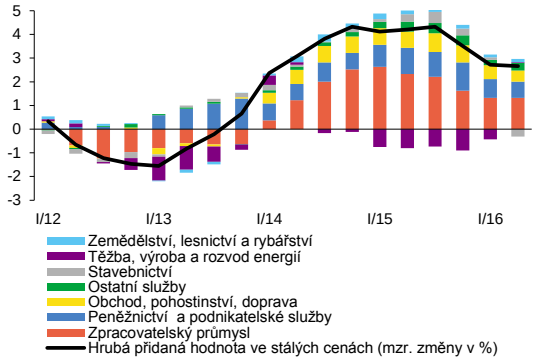
Podle říjnových výsledků konjukturního šetření ČSÚ dále klesl význam nedostatečné poptávky jako hlavní **bariéry růstu** (Graf III.3.10). Podíl průmyslových podniků, které za hlavní bariéru růstu považují nedostatek zaměstnanců, naopak výrazněji vzrostl na nejvyšší hodnotu od roku 2009. Podíl podniků, jež necítí žádné omezení ve vztahu k budoucímu rozvoji, mírně poklesl. Využití výrobních kapacit v průmyslu se i nadále pohybovalo kolem 85 %.

Pokles **stavební produkce** se v druhém čtvrtletí 2016 značně prohloubil (na -11,8 %). Plně se tak projevil vliv útlumu čerpávání fondů EU oproti roku 2015. Produkce poklesla jak v pozemním, tak inženýrském stavitelství (o 9,6 %, resp. o 16,1 %). Stavební produkce klesala také v červenci a srpnu. Růst počtu stavebních povolení, který ve druhém čtvrtletí 2016 dosáhl hodnoty 7,7 %, se v posledních dvou měsících v průměru zastavil. Orientační hodnota těchto povolení vzrostla v druhém čtvrtletí 2016 o výrazných 25,8 %, v červenci růst zpomalil na 17,4 % a v srpnu došlo k poklesu o 2,9 %.

GRAF III.3.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

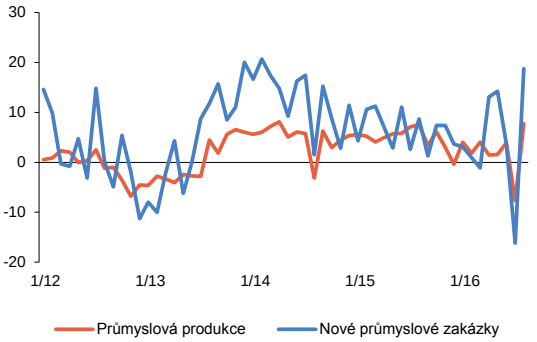
Hrubá přidaná hodnota rostla stabilním tempem
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.3.9

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE A NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

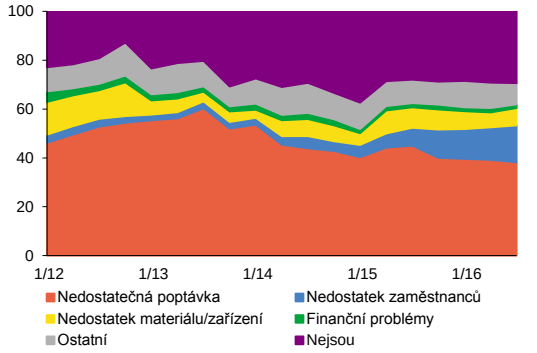
Průmyslová produkce v červenci významně poklesla, v srpnu nicméně rostla opět rychlým tempem; obdobný vývoj zaznamenaly také nové průmyslové zakázky
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

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



39 ve stálých cenách, sezonně očištěno

III.3.4 Odhad cyklické pozice ekonomiky a vývoj potenciálního produktu

Mezera výstupu podle Kalmanova filtru zůstala ve druhém čtvrtletí 2016 i nadále uzavřená (Graf III.3.11). Spolu s uvolněnými měnovými podmínkami k jejímu uzavření přispěl především růst zahraniční poptávky. Tyto faktory budou dále působit i na horizontu prognózy, a mezera výstupu tak zůstane blízko nuly až do konce roku 2017. Její postupné otevírání do mírně kladných hodnot lze pak očekávat v průběhu roku 2018, a to při mírně zrychlujícím růstu ekonomiky. To se projeví poklesem míry nezaměstnanosti pod svou přirozenou úroveň, a tedy zejména narůstajícím nedostatkem pracovních sil. Zpřísňování měnových podmínek v období po opuštění kurzového závazku bude otevírání mezery výstupu do kladných hodnot naopak tlumit.

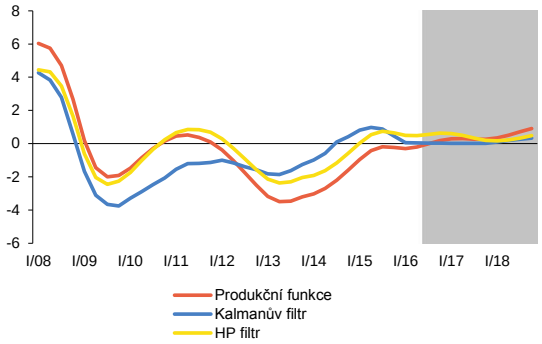
Růst **potenciálního produktu** podle Kalmanova filtru dosahoval ve druhém čtvrtletí 2016 přibližně 3,5 % (Graf III.3.12). Na horizontu prognózy bude růst potenciálního produktu postupně lehce zpomalovat.

Variantní propočty pozice ekonomiky v cyklu prostřednictvím HP filtru a Cobb-Douglasovy produkční funkce poskytují obdobné závěry ohledně aktuální mezery výstupu při poněkud nižším odhadu potenciálního růstu ekonomiky.[40]

GRAF III.3.11

MEZERA VÝSTUPU

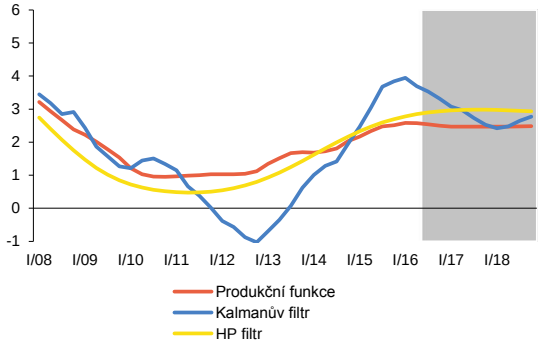
Česká ekonomika se pohybuje poblíž svého potenciálu
(v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.12

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu se nachází kolem 3 %
(meziroční změny v %)



40 V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient λ=1600.

III.4 TRH PRÁCE

Na trhu práce pokračoval ve druhém čtvrtletí 2016 obdobný vývoj jako v předchozím období. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky meziročně výrazně rostly, což vedlo při mírném nárůstu pracovní síly k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Podíl nezaměstnaných osob klesal i v průběhu třetího čtvrtletí letošního roku. Růst průměrné mzdy zpomalil, podle měsíčních údajů z průmyslu se však jedná pouze o dočasný jev. Zrychlení ekonomické aktivity se projevilo rychlejším růstem národohospodářské produktivity práce a nižší dynamikou nominálních jednotkových mzdových nákladů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Celková zaměstnanost rostla ve druhém čtvrtletí 2016 i přes dílčí zpomalení rychlým tempem (Graf III.4.1). Přispívalo k tomu zvyšování počtu zaměstnanců, zatímco počet podnikatelů zhruba stagnoval.

Z hlediska jednotlivých sektorů ekonomiky se na růstu zaměstnanosti podílel nejvíce **terciární sektor** a v jeho rámci především netržní služby (Graf III.4.2). Růst zaměstnanosti v netržních službách byl plošný, nejvíce ho však ovlivnilo zvýšení počtu zaměstnaných ve vzdělávání. Příspěvek tržních služeb se naopak snížil, když byl významný nárůst počtu zaměstnaných v dopravě a skladování, resp. v profesních, vědeckých a technických činnostech ve velké míře kompenzován poklesem zaměstnanosti v odvětví ubytování a stravování a v obchodu.

Příspěvek **sekundárního sektoru** k růstu celkové zaměstnanosti se oproti předchozímu čtvrtletí snížil. To bylo výsledkem zpomalení růstu počtu zaměstnaných v průmyslu při setrvale klesající zaměstnanosti ve stavebnictví. Podle červencových a srpnových údajů meziroční nárůst evidenčního počtu zaměstnanců[41] v průmyslu ve třetím čtvrtletí 2016 dále zpomalí, zatímco ve stavebnictví se jeho pokles slabě zmírní.

Přibližně z jedné třetiny se na meziročním růstu zaměstnanosti podílelo zaměstnávání na kratší pracovní dobu. To se však projevilo pouze slabým meziročním poklesem průměrného úvazku na zaměstnance. Vzhledem k silnému růstu počtu zaměstnanců se tak **počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky** i nadále výrazně zvyšoval (Graf III.4.3). Největší podíl na růstu tohoto ukazatele měl váhově nejvýznamnější zpracovatelský průmysl.

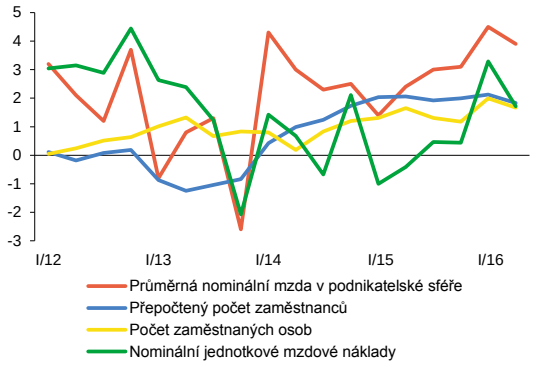
Pokračující silný meziroční růst zaměstnanosti se projevil v dalším snížení **obecné míry nezaměstnanosti**[42] (Graf III.4.4).

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře i NJMN pokračoval, i když pomalejším tempem

(meziroční změny v %)

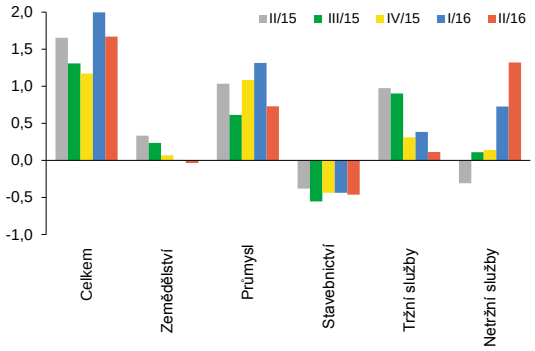


GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

K růstu zaměstnanosti přispěly nejvýznamněji netržní služby

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

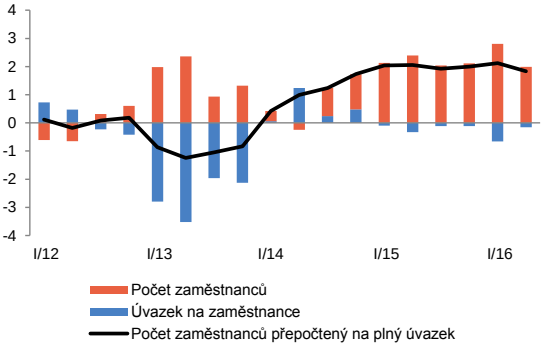


GRAF III.4.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Rychlý růst počtu zaměstnanců byl doprovázen jen nepatrným zkrácením průměrné délky úvazku

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

42 Obecná míra nezaměstnanosti pokrývá věkovou skupinu 15–64 let (měřeno metodikou ILO dle VŠPS, sezonně očištěno). Jedná se o podíl počtu nezaměstnaných

Ve srovnání s nárůstem počtu zaměstnaných byl však její meziroční pokles znatelně mírnější, což odráželo zvýšení pracovní síly. Ta se zvyšovala zejména u osob s věkem okolo hranice pro odchod do důchodu. Rostoucí pracovní síla spolu s dlouhodobě se snižující populací ve věkové skupině 15–64 let vedla ke zvýšení míry ekonomické aktivity. Ta vzrostla na historicky nejvyšší úroveň (mírně pod 75 % po sezonním očištění). Pokles obecné míry nezaměstnanosti při zvyšující se míře ekonomické aktivity pokračoval dle měsíčních údajů VŠPS za červenec a srpen také ve třetím čtvrtletí 2016, avšak již jen slabým tempem. **Podíl nezaměstnaných osob**[43] se ve třetím čtvrtletí 2016 rovněž dále postupně snižoval, a to při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce a mírného poklesu populace v dané věkové skupině.

Z dlouhodobého pohledu se vývoj na trhu práce optikou **Beveridgeovy křivky** postupně přibližuje svému vrcholu z počátku roku 2008. V průběhu třetího čtvrtletí 2016 došlo k urychlení poklesu počtu registrovaných nezaměstnaných při dalším zvýšení počtu volných pracovních míst na Úřadu práce (Graf III.4.5). V porovnání se stejnou fází minulého cyklu na trhu práce byly zároveň zaznamenávány i obdobné hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Růst **průměrné nominální i reálné mzdy** ve druhém čtvrtletí 2016 zpomalil (Graf III.4.6), což bylo výsledkem mírnějšího mzdového růstu jak v podnikatelské, tak nepodnikatelské sféře.

Ke zpomalení mzdové dynamiky v **podnikatelské sféře** přispělo zejména zvolnění mzdového růstu v odvětví obchodu a ve zpracovatelském průmyslu. V rámci jednotlivých odvětví rostly mzdy nejrychleji ve váhově méně významném odvětví kultury, dále pak v peněžnictví a pojišťovnictví. Zhruba 6% mzdovou dynamiku zaznamenalo odvětví ubytování, stravování a pohostinství, kde na růst průměrné nominální mzdy působilo zvýšení minimální mzdy od ledna 2016 (z 9 200 Kč na 9 900 Kč). Aktuální data za červenec a srpen naznačují, že růst mezd v průmyslu v průměru za třetí čtvrtletí 2016 opět zrychlí.

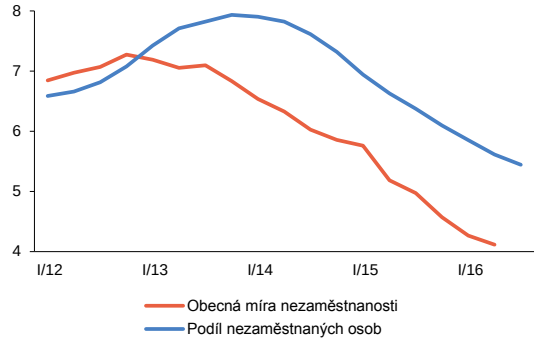
I v **nepodnikatelské sféře** rostla průměrná mzda ve druhém čtvrtletí 2016 ve srovnání s předchozím čtvrtletím volnějším tempem. K tomu vedlo zejména zpomalení mzdového růstu ve veřejné správě a obraně, který však i tak zůstal na vysoké (téměř 5%) úrovni. Ke znatelnému zpomalení růstu průměrné mzdy došlo i ve zdravotnictví. Naopak ve vzdělávání se mzdová dynamika mírně zvýšila; přesto i nadále zaostávala za zbytkem nepodnikatelské sféry.

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstaných osob se dále snižovaly

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

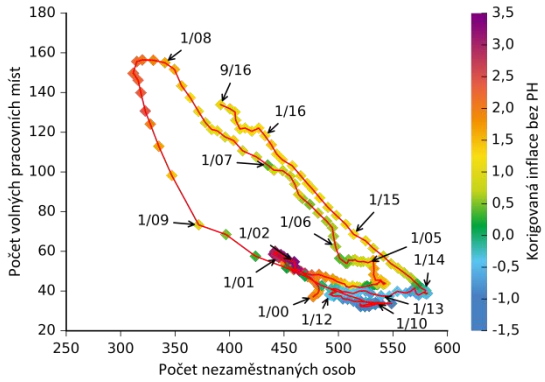


GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet nezaměstnaných plynule klesal a počet volných pracovních míst dále mírně rostl

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

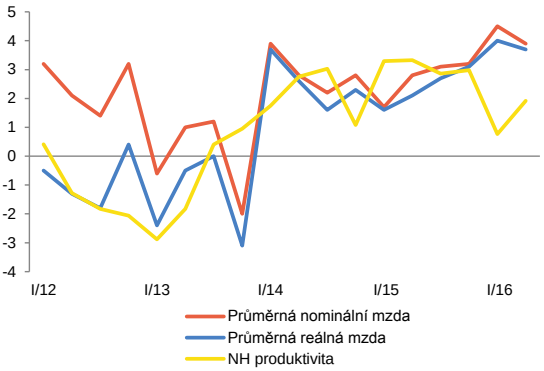


GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst mezd výrazně předčil zvýšení produktivity práce

(meziroční změny v %)



a pracovní síly (tedy součtu zaměstnaných a nezaměstnaných) v dané věkové skupině.

43 Podíl nezaměstnaných osob je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku. Data jsou sezonně očištěna.

Růst **národohospodářské produktivity práce**[44] ve druhém čtvrtletí 2016 znatelně zrychlil (na 1,9 %). Při jen slabém zvolnění dynamiky zaměstnanosti k tomu přispělo především zrychlení (sezonně neočištěného) růstu ekonomické aktivity. K meziročnímu růstu se navrátila produktivita práce v průmyslu (Graf III.4.7), což bylo dáno výrazným navýšením produktivity práce ve zpracovatelském průmyslu. V tržních i netržních službách rostla produktivita i nadále nevýrazným tempem. Naopak ve stavebnictví produktivita práce vlivem meziročního propadu hrubé přidané hodnoty strmě poklesla. Výrazný meziroční nárůst počtu odpracovaných hodin, který do jisté míry odrážel vyšší počet pracovních dní v letošním roce, vedl – i přes výše uvedené zrychlení dynamiky ekonomické aktivity – k prohloubení meziročního poklesu **hodinové produktivity práce**.

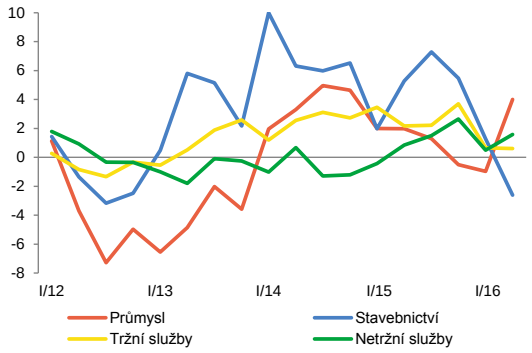
Zrychlení meziročního růstu ekonomické aktivity[45] (v porovnání s předchozím čtvrtletím) při naopak pomalejším zvyšování objemu mezd a platů vedlo ve druhém čtvrtletí 2016 ke zpomalení růstu **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (Graf III.4.8). Na úrovni jednotlivých sektorů byl přitom vývoj NJMN různorodý – ve stavebnictví a v menší míře i ve službách se zvyšovaly, naopak v průmyslu díky obnovenému růstu produktivity práce mírně poklesly.

GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

V průmyslu přešla produktivita práce z poklesu k rychlému růstu, naopak ve stavebnictví se výrazně propadla

(meziroční změny v %)

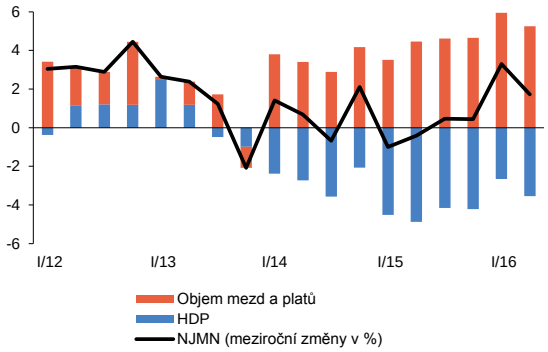


GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Na zpomalení dynamiky NJMN se podílelo jak zrychlení růstu ekonomického výkonu, tak zmírnění dynamiky objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



44 Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

45 podle sezonně neočištěných dat

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Růst peněžního agregátu M3 v průběhu třetího čtvrtletí 2016 setrval lehce pod 10% úrovní. V měnovém vývoji se nadále projevoval zejména rychlý růst domácích úvěrů v podmínkách pokračujícího poklesu úrokových sazeb a uvolněných úvěrových standardů. Růst úvěrů na bydlení dále mírně zrychlil, což bylo doprovázeno pokračujícím zvyšováním cen rezidenčních nemovitostí. Zrychlil i růst spotřebitelských úvěrů, zatímco dynamika podnikových úvěrů zvolnila. Výnosy státních dluhopisů klesaly, u kratších splatností znatelně do záporných hodnot. Kladné úrokové diferenciály vůči eurovým sazbám se nezměnily. Koruna se nacházela nadále těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru nepatrně meziročně posílila. Hospodaření nefinančních podniků bylo ovlivňováno na jednu stranu klesajícími cenami vstupů a na druhou stranu výraznou dynamikou mzdových nákladů. Hrubý provozní přebytek obnovil svůj meziroční růst.

III.5.1 Peníze

Tempo růstu **peněžního agregátu M3** se stabilizovalo na poměrně vysokých hodnotách. Roční míra růstu M3 dosáhla v srpnu 9,5 % a pohybovala se nadále poblíž úrovní zaznamenávaných od počátku letošního roku (Graf III.5.1). Peněžní agregát M3 přitom nadále roste výrazně vyšším tempem než nominální HDP. K růstu M3 dominantně přispívají likvidní jednodenní vklady zahrnuté v peněžním agregátu M1, a to v podmínkách přetrvávajících mimořádně nízkých úrokových sazeb. Ostatní krátkodobé vklady prohloubily svůj pokles, což bylo v posledním období doprovázeno snížením jejich úročení ze strany bank. Z hlediska sektorů držby peněz se dále zvýšil příspěvek vkladů domácností podporovaný růstem mezd. Z hlediska **tvorby peněz** se ve zvyšování M3 projevuje vysoký růst domácích úvěrů a pokračující zvýšený příliv kapitálu ze zahraničí vedoucí k růstu čistých zahraničních aktiv bankovního sektoru. Podíl vkladů v cizí měně přetrvával na úrovni kolem 10 %. Podle nové **prognózy** by roční míra růstu peněžního agregátu M3 měla ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zpomalit a pohybovat se lehce nad 8 %. V následujících dvou letech bude dynamika M3 dále zvolňovat, což povede spolu s postupným zrychlováním nominálního HDP ke zmírňování, resp. posléze k zastavení poklesu rychlosti obratu peněz (Graf SZ III.5.1).

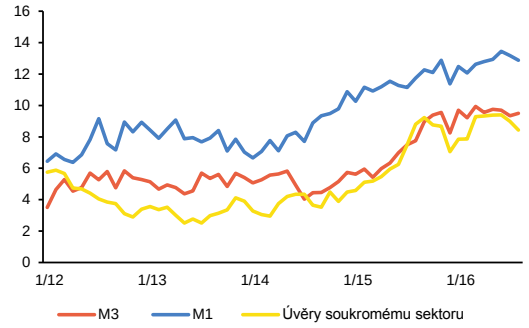
III.5.2 Úvěry

Růst celkového stavu úvěrů zůstává i přes aktuální zvolnění na vysoké úrovni, úvěrové podmínky jsou uvolněné a poptávka po úvěrech dle bank dále roste ve všech hlavních segmentech trhu. Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru se v dosavadním průběhu roku pohybuje okolo 8 % a je podporována rekordně nízkou hladinou úrokových sazeb a pokračujícím příznivým vývojem ekonomiky. Stabilizace tempa růstu celkových úvěrů v letošním roce je výsledkem zvyšování dynamiky úvěrů domácnostem na bydlení i spotřebu

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

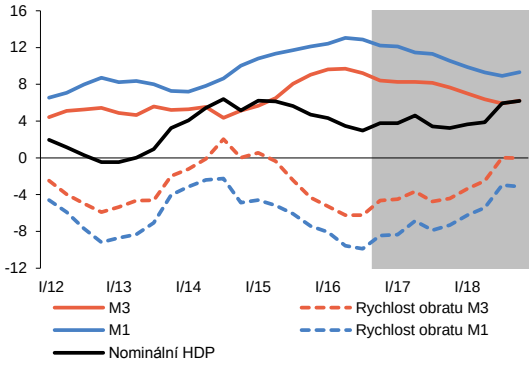
Růst peněžních agregátů zůstává vysoký
(roční míry růstu v %)



Graf SZ III.5.1

PROGNÓZA PENĚŽNÍHO VÝVOJE

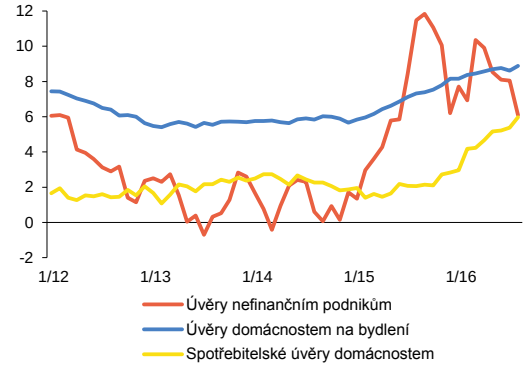
Dynamika peněžního agregátu M3 v následujících dvou letech postupně zpomalí do blízkosti tempa růstu nominálního HDP
(roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.5.2

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

Úvěry rostou rychle ve všech segmentech úvěrového trhu
(roční míry růstu v %)



při zpomalování růstu úvěrů nefinančním podnikům (Graf III.5.2).

Úvěrové standardy se dle šetření úvěrových podmínek bank ve třetím čtvrtletí 2016 u části bankovního trhu dále uvolnily, a to v segmentu podnikových a spotřebitelských úvěrů, přičemž u úvěrů na bydlení se standardy neměnily (Graf III.5.3). Banky uvolnily i úvěrové podmínky, zejména prostřednictvím poklesu průměrných úrokových marží. V opačném směru působilo u úvěrů na bydlení snížení poměru úvěrů k zastavené hodnotě nemovitostí (LTV).

K růstu úvěrů soukromému sektoru nejvýrazněji přispívají **úvěry domácnostem**, jejichž dynamika po červencovém zvolnění v srpnu opět zrychlila na zhruba 8 % (Graf III.5.2). Dále rostla poptávka po **úvěrech na bydlení** podporovaná rekordně nízkými úrokovými sazbami. Tempo růstu stavu hypoték zůstává lehce nad 8 %, dynamika úvěrů ze stavebního spoření se v letošním roce lehce zvýšila. Nově sjednané úvěry na bydlení celkem včetně úvěrů ze stavebního spoření (očištěné o refinancování a refixace) dále zvolnily svůj meziroční růst, jejich měsíční objemy se však pohybují v blízkosti historických maxim (Graf III.5.4). Podle aktuálních údajů Fincentra Hypoindex se objemy a počty nových hypotečních úvěrů v září meziročně zvýšily o cca 20 %, resp. 14 %, v průměru za třetí čtvrtletí 2016 však jejich růst zvolnil. Úrokové sazby z hypoték se dále lehce snížily. Poptávka po úvěrech na bydlení je ovlivňována vedle nízkých úrokových sazeb očekáváním dalšího růstu cen nemovitostí (viz kapitola III.5.7) a příznivým sentimentem domácností. Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 poptávka domácností po úvěrech na bydlení dle vnímání bank dále vzroste. Současně banky avizují u úvěrů na bydlení zpřísnění úvěrových standardů v souvislosti s novou legislativou (platnost zákona o spotřebitelském úvěru od prosince 2016) a regulatorními opatřeními ČNB, které budou společně působit na omezení dostupnosti hypoték. Pokračuje zvyšování tempa růstu **spotřebitelských úvěrů** související s růstem spotřebních výdajů a silnou spotřebitelskou důvěrou, a to v podmínkách uvolňujících se úvěrových podmínek (Graf III.5.2).

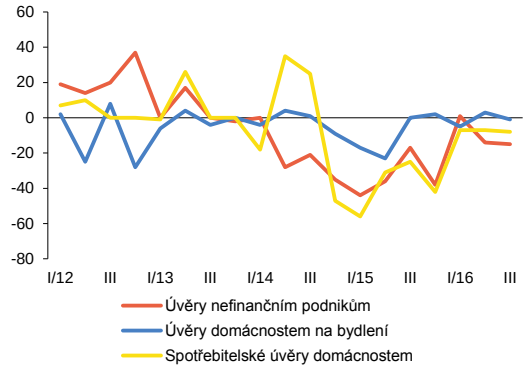
Tvar **úvěrové Lorenzovy křivky** ukazuje na zvýšení nerovnoměrnosti u nových úvěrů domácnostem s tím, že zhruba 80 % těchto úvěrů se koncentrovalo v roce 2015 u domácností s vyššími než mediánovými příjmy. Na nejvyšší příjmový decil přitom připadá 40 % nových úvěrů (Graf III.5.5).

Celková zadluženost domácností roste rychleji než jejich příjmy, což se projevuje ve zvýšení poměru úvěrů k úhrnnému ročnímu nominálnímu disponibilnímu důchodu na zhruba 65 % ve druhém čtvrtletí 2016. I nadále však zůstávají české domácnosti výrazně méně zadlužené v porovnání s průměrem za eurozónu (zhruba 100 %). Zvýšení zadluženosti spolu s pokračujícím výrazným poklesem úrokových příjmů z vkladů se v posledním období projevovalo v růstu čistých úroků placených domácnostmi bankám (na 2 %).

GRAF III.5.3

ÚVĚROVÉ STANDARDY

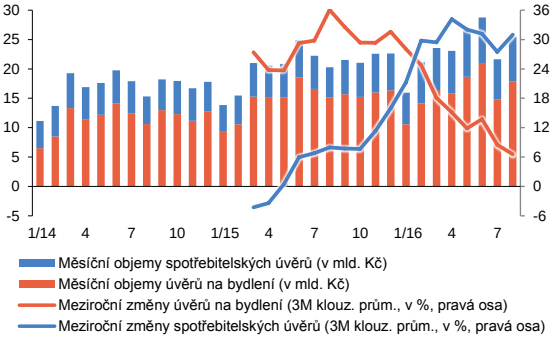
Úvěrové standardy se ve třetím čtvrtletí 2016 celkově dále uvolnily, u úvěrů na bydlení se neměnily
(čisté procentní podíly bankovního trhu v %)



GRAF III.5.4

NOVÉ ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Meziroční růst nových úvěrů na bydlení dále zpomalil, měsíční objemy úvěrů však zůstávají vysoké
(očištěno o refinancování a refixace)

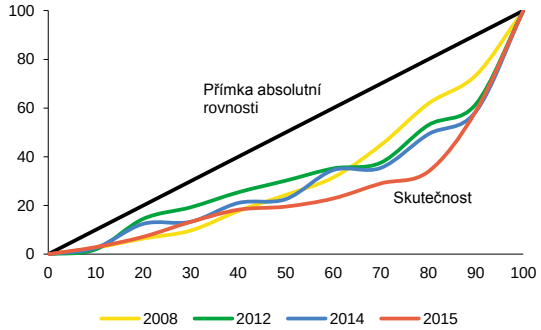


Pozn.: Údaje o nových úvěrech očištěných o refinancování a refixace jsou k dispozici od ledna 2014.

GRAF III.5.5

LORENZOVA KŘIVKA – ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Na nejvyšší příjmový decil připadalo v roce 2015 40 % nových úvěrů
(v % na obou osách, zdroj: Rodinné účty ČSÚ, výpočty ČNB)



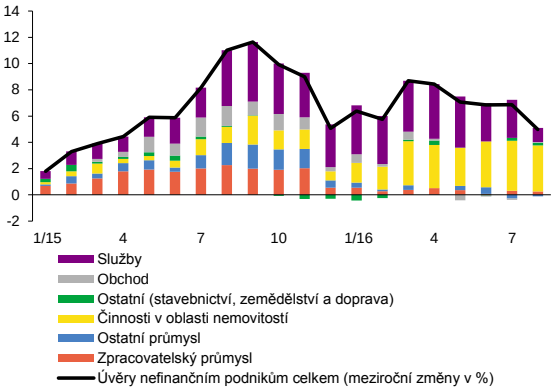
Pozn.: Osa x je procentní kumulativní podíl domácností podle příjmů a osa y je procentní kumulativní podíl domácností na úvěrech.

Tempo růstu **úvěrů nefinančním podnikům** v posledním období zvolnilo na zhruba 6 %. Pokračující růst podnikových úvěrů je podporován příznivými úvěrovými podmínkami a zvýšenou poptávkou podniků zejména po dlouhodobých úvěrech investičního charakteru. Koncentruje se přitom především ve službách a činnostech v oblasti nemovitostí (Graf III.5.6). Mírně rostly i úvěry ve zpracovatelském průmyslu, zatímco úvěry v ostatních průmyslových odvětvích a ve stavebnictví při poklesu jejich výkonů klesaly. Meziroční růst **úvěrů v cizí měně** (zejména v eurech) dále zrychlil na 24 %. Podíl těchto úvěrů na celku přitom dosahuje svého historického maxima ve výši 25 %. Nejsilnější zájem o cizoměnové úvěry v letošním roce projevují podniky ve službách včetně nemovitostí, ve zpracovatelském průmyslu, ale i v dopravě, v peněžnictví a pojišťovnictví.

GRAF III.5.6

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE EKONOMICKÝCH ODVĚTVÍ

Růst úvěrů nefinančním podnikům se koncentruje ve službách a činnostech v oblasti nemovitostí
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

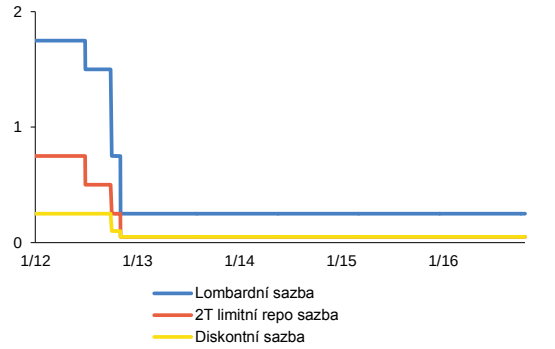
Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve třetím čtvrtletí 2016 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017.

Bankovní rada na svém **srpnovém i zářijovém jednání** jednomyslně rozhodla ponechat základní úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule[46] (Graf III.5.7). Bankovní rada také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Na obou zasedáních bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Bankovní rada na srpnovém jednání konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017, v září pak sdělila, že používání kurzu neukončí dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Bankovní rada přitom nadále viděla jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

GRAF III.5.7

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

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



Na svém **měnověpolitickém zasedání 3. listopadu 2016** bankovní rada rozhodla ...

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby PRIBOR** se ve třetím čtvrtletí 2016 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.5.8). Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Průměrná sazba 3M

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

PRIBOR zůstala v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na úrovni 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala zhruba na čtvrtině procentního bodu.

Derivátové **sazby FRA** během července korigovaly předchozí pokles, který byl prvotní reakcí (stejně jako v zahraničí) na výsledek referenda o vystoupení Spojeného království z EU. V dalším období se již sazby FRA téměř nezměnily; celkově se během třetího čtvrtletí 2016 posunuly jen lehce výše. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce října implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny příštího roku se tak pohybuje nepatrně pod trajektorií úrokových sazeb z nové prognózy ČNB. S tou je pak počínaje třetím čtvrtletím 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž výhled FRA nepočítá (viz kapitola II).

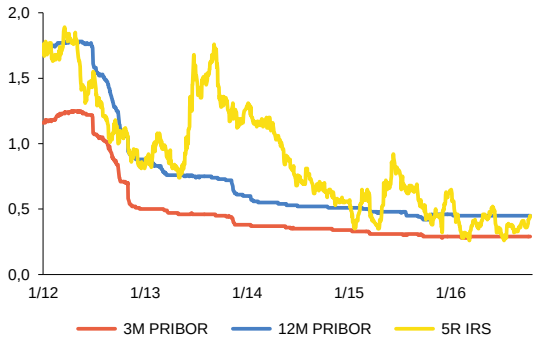
Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely rozdílný vývoj na peněžních trzích v eurozóně a USA (vlivem protisměrného očekávání ohledně budoucího směřování jejich měnové politiky – viz níže) při stabilitě tržních sazeb v tuzemsku. Kladné diferenciály vůči eurovým sazbám zůstaly stabilní, vůči dolaru se prohloubily jejich záporné hodnoty (Graf III.5.9). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve třetím čtvrtletí 2016 činil průměrně 0,6 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci října.

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** (IRS) se vyvíjely převážně v souladu s evropskými sazbami. Dění na světových finančních trzích se po prvotním šoku z výsledku referenda o brexitu počátkem července zklidnilo, a bylo ovlivněno především rozdílným očekáváním ohledně nastavení měnových politik v eurozóně a USA. Od zářijového zasedání ECB (8. září) si část trhu slibovala prodloužení programu nákupu aktiv, případně i úpravu parametrů odkupovaných cenných papírů[47]. V USA pod vlivem komunikace Fedu a příznivého vývoje ekonomiky – zejména trhu práce a realitního trhu – naopak zesílila očekávání zvýšení sazeb. Výsledek jednání ECB (se závěrem, že současné nastavení měnové politiky je efektivní a nejsou potřeba další stimuly, přičemž 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 oproti začátku července zvýšily o 0,1–0,2 procentního bodu (Graf III.5.8). Výnosy tuzemských státních dluhopisů se však – především u kratších splatností – na začátku září znatelně snížily. Příčinou byly šířící se spekulace na opuštění kurzového závazku ČNB již začátkem roku 2017, které výrazně zvýšily poptávku po koruně, což se následně promítlo do poptávky po českých státních dluhopisech. Výnosová křivka tuzemských státních dluhopisů se tak pohybuje v záporných hodnotách až do splatnosti 6R (Graf III.5.10).

GRAF III.5.8

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

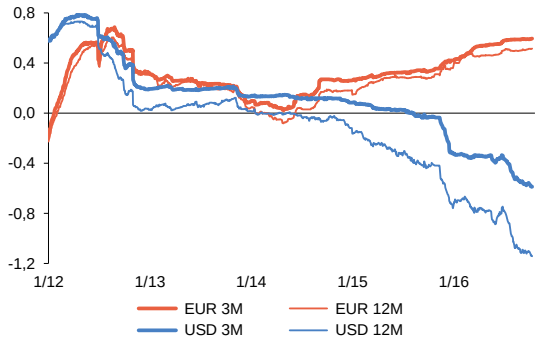
Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby IRS s delší splatností se lehce zvýšily
(v %)



GRAF III.5.9

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

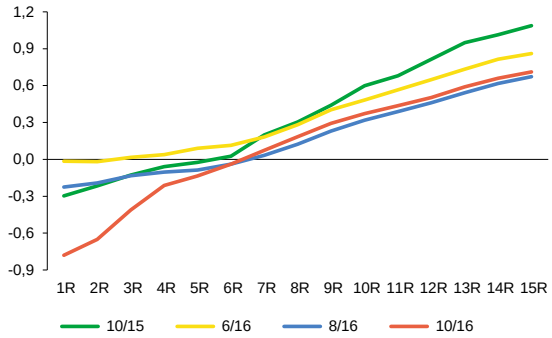
Kladné úrokové diferenciály vůči euru se nezměnily, vůči dolaru se prohloubily jejich záporné hodnoty
(v procentních bodech)



GRAF III.5.10

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

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



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

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve třetím čtvrtletí 2016 uskutečnilo čtrnáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 65,3 mld. Kč.[48] Ve většině aukcí poptávka převyšovala nabídku, průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* činila 1,8. Ministerstvo financí nadále využívalo příznivých podmínek na trhu a dluhopisy v kratších splatnostech prodávalo se záporným výnosem, zároveň pokračovala strategie omezující vydávání pokladničních poukázek se splatností do 1R a jejich nahrazování dluhopisy s nulovým či záporným výnosem. Poptávka ze strany zahraničních investorů v jednotlivých aukcích zůstala vysoká, přičemž byla zaměřena zejména na dluhopisy s kratší splatností. Podíl nerezidentů se tak na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů zvýšil na přibližně 27 % ke konci září 2016.

Klientské úrokové sazby

Nízké, resp. negativní a dále klesající výnosy státních dluhopisů se odrážejí v pokračujícím poklesu **klientských úrokových sazeb** (Graf III.5.11.) V delším horizontu, tj. od počátku roku 2015, se klientské úrokové sazby z úvěrů snížily více než referenční sazby finančního trhu, což bylo ovlivněno při vysoké likviditě bank rovněž příznivým vnímáním rizik. **Průměrná úroková sazba z vkladů** se nachází na úrovni historických minim, když od počátku roku 2015 se snížila o 0,3 procentního bodu na 0,3 %, a to především v důsledku snížení sazeb z termínovaných vkladů na zhruba 1 %. Sazby z krátkodobých a dlouhodobých termínovaných vkladů se na rozdíl od minulosti příliš neliší, což do jisté míry odráží nulové rozpětí výnosu desetiletých státních dluhopisů a sazeb peněžního trhu. V eurozóně sazby z úvěrů vykazují sestupný trend, a to v důsledku měnověpolitických opatření ECB, přičemž sazby u podnikových úvěrů jsou obdobné jako v ČR.

Úroková sazba z podnikových úvěrů v domácí měně poklesla pod 2 %. Sazba z velkých úvěrů se snížila na 1,4 % a z malých úvěrů na 2,4 %. Rozpětí vůči referenční sazbě 3M PRIBOR ve třetím čtvrtletí pokleslo. Sazba z domácích eurových podnikových úvěrů byla obdobná jako u sazeb z korunových úvěrů. Pokračovalo mírné snižování **úrokové sazby z úvěrů domácnostem** na bydlení a spotřebu (Graf III.5.12). Sazba z hypoték s fixací od pěti do deseti let se lehce snížila na 1,8 %, podíl těchto hypoték se zvýšil na necelých 40 % oproti loňským cca 20 %. Sazba ze spotřebitelských úvěrů zůstává i přes snížení na 10,6 % výrazně nad úrovní eurozóny (cca 6 %).

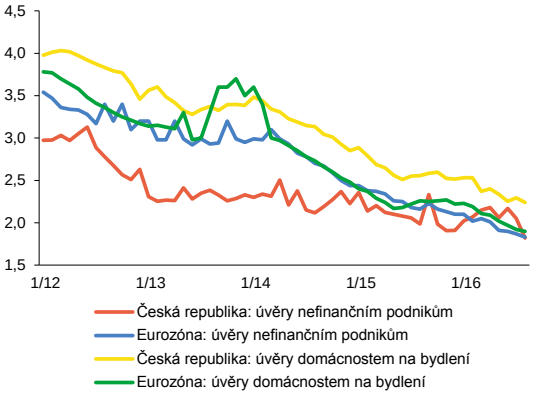
Reálné klientské úrokové sazby[49] z úvěrů a vkladů se v průběhu třetího čtvrtletí při neměnící se očekávané inflaci (1,8 %) lehce snížily na 0,6 %, resp. -1,5 %. U podnikových

GRAF III.5.11

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům a z úvěrů domácnostem na bydlení v ČR i eurozóně dále mírně poklesly

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

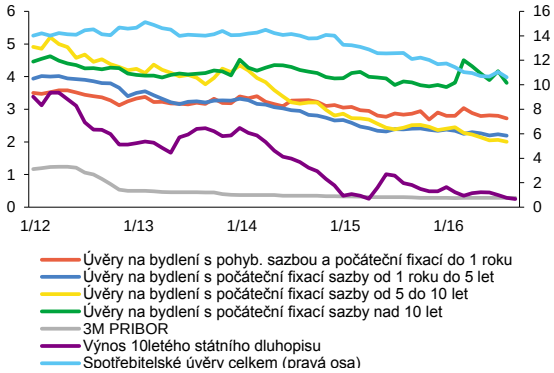


GRAF III.5.12

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení jsou nejnižší u fixací pět až deset let, sazba ze spotřebitelských úvěrů se i přes své snížení nadále nachází nad úrovní 10 %

(nové obchody, v %)



48 Aktualizovaná Strategie financování a řízení státního dluhu ČR na rok 2016 předpokládá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v minimální výši 150 mld. Kč.

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

úvěrů a úvěrů domácnostem na bydlení reálné úrokové sazby poklesly do blízkosti nuly.

III.5.4 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru se ve třetím čtvrtletí 2016 i v první polovině října nacházel většinou v úzkém pásmu těsně nad hladinou kurzového závazku ČNB. Výjimku představovalo jen krátké období na počátku července, kdy koruna dočasně mírně oslabila (až na 27,1 CZK/EUR). V průměru kurz dosáhl hodnoty 27,03 CZK/EUR (v souladu s prognózou), což představovalo jeho meziroční posílení o 0,2 % (Graf III.5.13).

Od července 2015 trvající tlaky na posílení koruny (s dočasnými přestávkami v říjnu 2015 a březnu 2016) jsou nadále spojené s příznivější ekonomickou situací v ČR oproti eurozóně a očekáváním posílení koruny po ukončení kurzového závazku ČNB. Vliv má i uvolněná měnová politika ECB, resp. kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru. Vliv výsledku britského referenda o vystoupení z EU rychle vyprchal. Kurzový vývoj ve třetím čtvrtletí 2016 nebyl viditelně ovlivňován novými statistickými informacemi z domácí ani světové ekonomiky, neboť se významně neodchylovaly od očekávání finančních trhů. Rostoucí potřeba intervencí na obranu kurzového závazku v průběhu třetího čtvrtletí byla způsobena především zkracující se očekávanou dobou platnosti kurzového závazku, resp. spekulacemi části trhu, že k jeho ukončení by mohlo dojít již počátkem příštího roku. Rozsah **intervencí ČNB** na obranu kurzového závazku se v důsledku toho oproti předcházejícím třem čtvrtletím výrazně zvýšil na cca 136 mld. Kč.

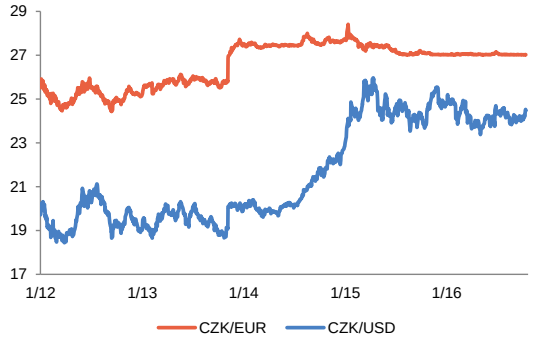
Kurz koruny vůči dolaru dosáhl v průměru ve třetím čtvrtletí 2016 hodnoty 24,2 CZK/USD, což představovalo meziroční posílení koruny o 0,6 % při mezičtvrtletním oslabení o 1,1 %. Vývoj kurzu koruny vůči dolaru v průběhu třetího čtvrtletí 2016 odrážel relativně nevýrazné pohyby kurzu dolaru na světových trzích. Očekávání finančních trhů ohledně budoucího růstu úrokových sazeb v USA se výrazně zmírnilo, zejména vlivem značného zpomalení hospodářského růstu v letošním roce (přibližně na úroveň eurozóny). V průběhu října však dolar začal na světových trzích opět posilovat. V důsledku tohoto vývoje se na konci druhé říjnové dekády kurz koruny vůči dolaru pohyboval přibližně kolem hodnoty 24,6 CZK/USD.

Nominální efektivní kurz koruny (NEER)[50] ve třetím čtvrtletí meziročně posílil o 1,4 % (Graf III.5.14). Příčinou bylo zhodnocení koruny zejména vůči britské libře (o 15,7 %)[51] a v menší míře též vůči čínskému renminbi, polskému zlotému a

GRAF III.5.13

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna se ve třetím čtvrtletí 2016 nacházela nadále těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru nepatrně meziročně posílila

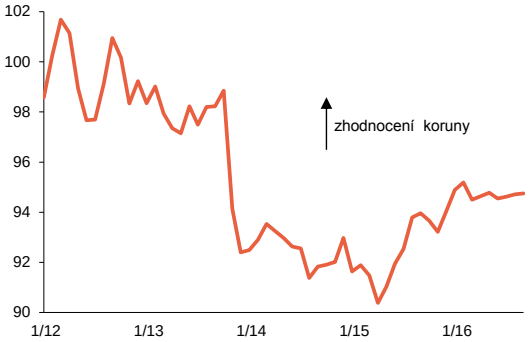


GRAF III.5.14

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Koruna v efektivním vyjádření meziročně mírně posílila, nejvíce vůči britské libře

(bazický index, rok 2010 = 100)



50 NEER ukazuje vývoj kurzu koruny vůči koši měn nejvýznamnějších z hlediska jejich podílu na obchodním obratu ČR. Největší podíl v koši má euro (více než 65 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,2 až 2,2 %) mají dále 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 %. Použitá varianta výpočtu vah (uplatňovaná MMF) zahrnuje všechny skupiny SITC.

51 Meziroční posílení koruny vůči libře ve druhé říjnové dekádě bylo ještě o něco výraznější, když činilo cca 18 %.

ruskému rublu (o 3,2 až 4,7 %). Ke zmírnění posilování NEER koruny přispělo její oslabení vůči japonskému jenu o 18,6 %. Vůči ostatním měnám obsaženým v koši byly změny kurzu koruny nevýznamné.

BOX 3 Výše rozvahy ČNB a eurosystému

Rozvahy centrálních bank procházejí v posledním desetiletí významnou proměnou, když odrážejí používání široké škály nástrojů nekonvenční měnové politiky. Vývoj **rozvahy eurosystému** je v posledních letech poměrně dynamický (Graf 1). Z pohledu struktury se v rozvaze odrážejí dvě hlavní aktivity měnové politiky v eurozóně. Jedná se o poskytování dlouhodobějších refinančních operací (LTRO, TLTRO) prováděných od roku 2012 za účelem dodávání likvidity a o nákupy široké škály cenných papírů (APP). Původně z hlediska likvidity nedostatkový bankovní sektor se tak v průběhu uplynulé dekády proměnil v systém s přebytkem likvidity. Poměr aktiv eurosystému k HDP se v posledních pěti letech pohyboval od zhruba 20 % do cca 32 % se dvěma vrcholy v roce 2012 a v roce 2016. Ty odrážejí vývoj objemů nekonvenčních opatření. Aktuální zvýšení tohoto poměru vyplývá zejména z nákupů cenných papírů ECB (QE).

Strana aktiv **rozvahy ČNB** je tvořena téměř výlučně zahraničními aktivy[52], tj. devizovými rezervami (Graf 2). Bilance ČNB byla relativně velká již před finanční krizí. Důvodem byly zejména devizové intervence prováděné nejprve v režimu fixního kurzu a poté i v prvních letech cílování inflace, spolu s konverzemi devizových příjmů státu získaných privatizací. S odezněním těchto vlivů došlo v následujících letech v podmínkách rychlého růstu domácí ekonomiky nejprve k poklesu a posléze ke stabilizaci velikosti devizových rezerv v poměru k HDP (Graf 3). ČNB zároveň od roku 2004 přistoupila k pozvolným odprodejům výnosů z devizových rezerv, aby jejich výše tímto způsobem dále nenarůstala. Tyto odprodeje byly ukončeny rok před zavedením kurzového závazku, tedy na podzim roku 2012. Po zavedení závazku v listopadu 2013 se vlivem krátkodobé masivní intervenční aktivity úroveň zahraničních aktiv ČNB skokově zvýšila. K dalšímu zvyšování úrovně zahraničních aktiv v důsledku intervenčních nákupů na udržování kurzového závazku pak dochází od poloviny roku 2015. V průběhu sledovaného období lze zároveň pozorovat nárůst objemu klientských operací[53], které v posledních letech odrážejí téměř výhradně objemově poměrně významné nákupy přílivu peněz z fondů EU.

Rozvaha ČNB **v poměru k HDP** historicky dosahovala

52 Zahraniční aktiva jsou získána jako podpoložka celkových aktiv rozvahy ČNB v pojetí měnové a finančních statistiky. Oproti devizovým rezervám, které zahrnují pouze likvidní aktiva, obsahují i majetkové cenné papíry BIS a vklady poskytnuté jako kolaterál.

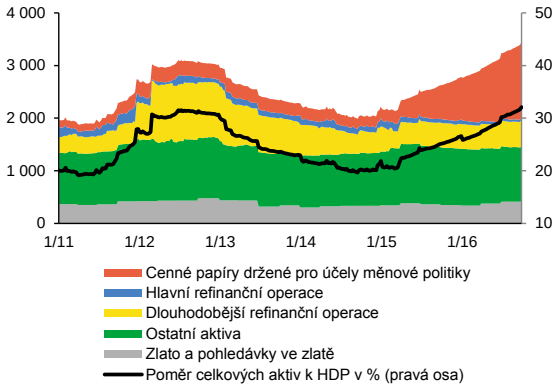
53 Klientské operace jsou jak prodeje, tak nákupy cizí měny proti české koruně prováděné ČNB, u nichž je protistranou klient centrální banky.

GRAF 1 (BOX)

VÝVOJ VÝŠE A SKLADBY AKTIV EUROSYSTÉMU

Aktuální nárůst objemu aktiv eurosystému je dán programem nákupu cenných papírů

(stav aktiv v mil. EUR, poměr v % – pravá osa, HDP v běžných cenách, konsolidované pojetí)

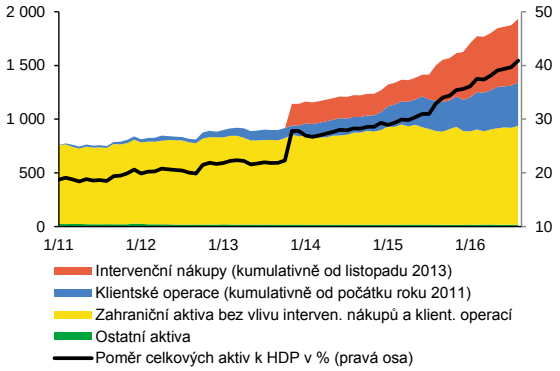


GRAF 2 (BOX)

VÝVOJ VÝŠE A SKLADBY AKTIV ČNB

Nárůst aktiv ČNB je dán zejména intervenčními nákupy, v menší míře klientskými operacemi

(stav aktiv v mil. CZK, poměr v % – pravá osa, HDP v běžných cenách)

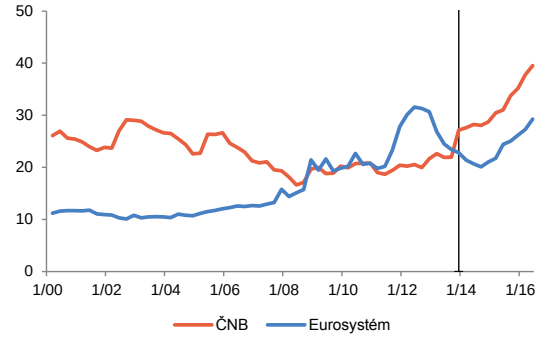


GRAF 3 (BOX)

POMĚR CELKOVÝCH AKTIV K HDP V ČR A EA

Rychlost nárůstu poměru aktiv k HDP je v posledních dvou letech podobná v ČR i eurozóně

(v %, HDP v běžných cenách, stav aktiv)



Pozn.: V tomto grafu jsou celková aktiva vyjádřena poměrem k anualizovanému čtvrtletnímu HDP (poslední údaje za 2Q2016), což může vést k mírným nekonzistencím s grafy 1 a 2. Svislá černá čára v grafu vyznačuje termín přijetí kurzového závazku ČNB.

relativně vysokých hodnot – před zahájením odprodejů výnosů z devizových rezerv v roce 2004 činila celková aktiva ČNB 30 % HDP, poté postupně klesla k hranici 20 %. V současné době tento poměr lehce překročil 40 %. V případě eurozóny činila předkrizová úroveň poměru aktiv ECB k HDP méně než 15 %, následný nárůst vlivem prováděných nekonvenčních opatření od počátku finanční krize je tak relativně větší. Aktuálně dosahuje **ČR ve srovnání s eurozónou** vyšší úrovně tohoto poměru, avšak tempa jeho zvyšování (směrnice růstu) byla od třetího čtvrtletí 2014 srovnatelná (Graf 3 nicméně končí v polovině letošního roku, a nezachycuje tak nárůst objemu intervencí ČNB během třetího čtvrtletí 2016).

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci (přibližně 9200 subjektů) ovlivňovaly i nadále klesající ceny vstupů (Graf III.5.15, Tabulka III.5.1). Náklady podniků byly přitom naopak zvyšovány rychle rostoucími mzdovými náklady. Výkony přešly ve druhém čtvrtletí 2016 ze stagnace do mírného růstu, což přispělo ke zrychlení dynamiky účetní přidané hodnoty. Hrubý provozní přebytek po předchozím mírném poklesu vzrostl o 5 %.

Za obnovením růstu výkonů i provozního přebytku stál zejména **zpracovatelský průmysl** (Graf III.5.16), který byl nejvýznamněji ovlivněn zvyšováním automobilové výroby. Produkce naopak klesla v chemickém, těžebním a energetickém průmyslu i ve stavebnictví.

Výkony **podniků s 250 a více zaměstnanci** (přibližně 1800 subjektů) meziročně prakticky stagnovaly. Jejich výkonová spotřeba však poklesla o 1,7 % a díky tomu zrychlil růst účetní přidané hodnoty na 5,2 %. Obdobně jako v předchozím čtvrtletí rostly osobní náklady u větších podniků oproti širšímu vzorku rychleji (8,4 %), což bylo dáno zejména vyšším růstem zaměstnanosti. Hrubý provozní přebytek podniků s 250 a více zaměstnanci vzrostl o 2,1 %.

Hospodářský výsledek před zdaněním u **podniků s největšími aktivy** (výběr 2000 subjektů, Tabulka SZ III.5.1) vzrostl ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně o 3,4 %. Na tomto růstu se přitom podílel v menší míře provozní výsledek hospodaření (růst o 0,9 %) a výrazněji finanční výsledek hospodaření (růst o 11,8 %). Provozní výsledek hospodaření byl přitom dominantně ovlivněn výsledky společnosti Škoda Auto, a.s., které potvrzují příznivý vývoj v automobilovém průmyslu. Růst finančního výsledku hospodaření byl dán především společnostmi v energetice a ve finančním sektoru.

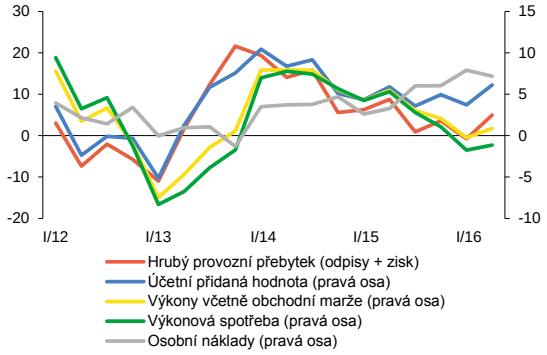
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Růst **finančních závazků nefinančních podniků** ve druhém čtvrtletí 2016 dále meziročně zrychlil (na 2,6 %; Graf III.5.17).

GRAF III.5.15

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Růst hrubého provozního přebytku nefinančních podniků se obnovil
(meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

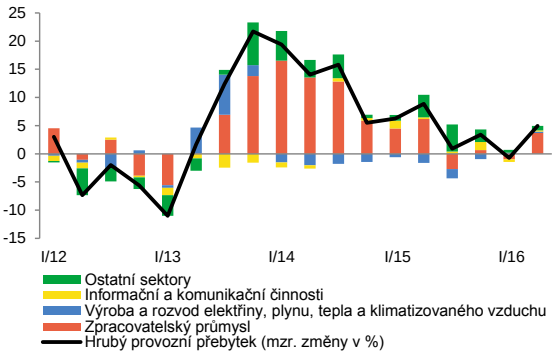
Výkonová spotřeba podniků meziročně dále klesala, osobní náklady naopak výrazně rostly

	2. čtvrtletí 2015	2. čtvrtletí 2016	Meziroční změny v %
	v mld. Kč	v mld. Kč	
Tržby celkem	2 052,5	2 072,9	1,0
Výkony vč. obchodní marže	1 553,5	1 566,9	0,9
Výkonová spotřeba	1 123,8	1 111,0	-1,1
Účetní přidaná hodnota	429,7	455,9	6,1
Osobní náklady	220,3	236,1	7,2
Hrubý provozní přebytek	209,4	219,9	5,0
	v %	v %	Meziroční změny v p. b.
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	72,3	70,9	-1,4
Podíl přidané hodnoty na výkonech	27,7	29,1	1,4
Podíl osobních nákladů na výkonech	14,2	15,1	0,9
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	51,3	51,8	0,5
Podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě	48,7	48,2	-0,5

GRAF III.5.16

VÝVOJ PROVOZNÍHO ZISKU V ODVĚTVÍCH

K obnovenému růstu hrubého provozního přebytku přispíval především zpracovatelský průmysl
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



TAB. SZ III.5.1

VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM

Hospodářský výsledek před zdaněním se u největších podniků meziročně zvýšil, a to jak zásluhou provozního, tak finančního výsledku hospodaření
(mld. Kč)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	2. čtvrtletí 2015	2. čtvrtletí 2016
Výsledek hospodaření před zdaněním	152,0	157,1
- z toho: provozní výsledek hospodaření	116,0	117,0
- z toho: finanční výsledek hospodaření	35,9	40,1

K tomuto zrychlení nejvíce přispěly úvěry, zejména dlouhodobé, a nekotované akcie. Záporný příspěvek dluhových cenných papírů se i v tomto čtvrtletí nepatrně zmírnil a naopak u kotovaných akcií se prohloubil, a to vlivem jejich přecenění. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** zpomalil (na 3,9 %) v souvislosti s vývojem účastí, cenných papírů a ostatních pohledávek, jejichž vliv převážil nad zvýšeným příspěvkem půjček a oběživa s vklady. Celkově se záporná čistá finanční pozice podniků mírně prohloubila.

Základní **tendence ve vývoji rozvah nefinančních podniků** se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Ukazatel pohotové likvidity[54] podniků druhé čtvrtletí v řadě klesl (na 189 %), avšak v meziročním vyjádření byl stále vyšší. Poklesl také poměrový ukazatel tržního financování[55] (na 7,6 %), a to vlivem stagnující emisní aktivity. Stejně tak oproti minulému čtvrtletí poklesla i solventnost podniků[56] (na 119 %).

Růst **čistých finančních aktiv domácností** ve druhém čtvrtletí 2016 meziročně mírně zpomalil (na 7,3 %; Graf III 5.18). Obdobně se vyvíjel i přírůstek čistých finančních aktiv ve vztahu k ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu domácností, který činil 9,9 %. Samotné zpomalení růstu **finančních aktiv domácností** oproti předchozímu čtvrtletí bylo mírné (na 7,1 %). Na tom se podílely účasti a dluhové cenné papíry. Naproti tomu mírně zrychlil růst oběživa a vkladů, jejichž příspěvek k růstu finančních aktiv domácností aktuálně činí zhruba 3 procentní body. Z dlouhodobějšího pohledu táhne zvyšující dynamiku účastí rostoucí objem investic do podílových listů investičních fondů, přičemž v tomto čtvrtletí k vývoji účastí opět přispěly i nekotované akcie. Mírně zrychlil meziroční růst **finančních závazků domácností** (na 6,7 %) odrážející dominantně zvyšování dlouhodobých půjček.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

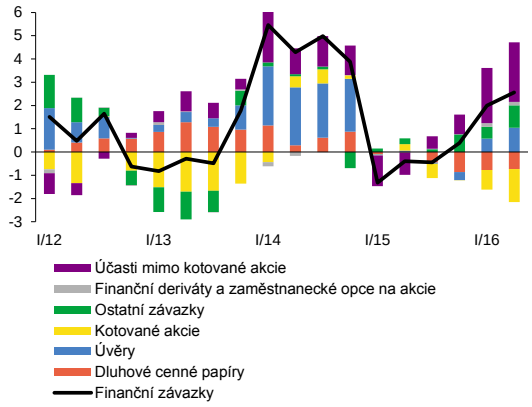
Realizované ceny bydlení pokračovaly také ve druhém čtvrtletí 2016 v růstu. Podle indexu cen bydlení ČSÚ zrychlily oproti předchozímu čtvrtletí meziročně o necelé 2 procentní body, a to na 6,3 % (Graf III.5.19). **Realizované ceny starších bytů** rostly podle odhadů z výběrového šetření ČSÚ ve stejném období o 9,1 %. Tempo jejich růstu v Praze se zvýšilo na 7,4 %, ve zbytku ČR se pak udrželo na úrovni blízké 10 %. Od svého posledního cyklického dna tyto ceny narostly téměř o 17 % v Praze a 19 % ve zbytku ČR.[57]

Nabídkové ceny bytů rostly podle údajů ČSÚ ve druhém čtvrtletí 2016 stále rychleji než ceny realizované. Tento rozdíl

GRAF III.5.17

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

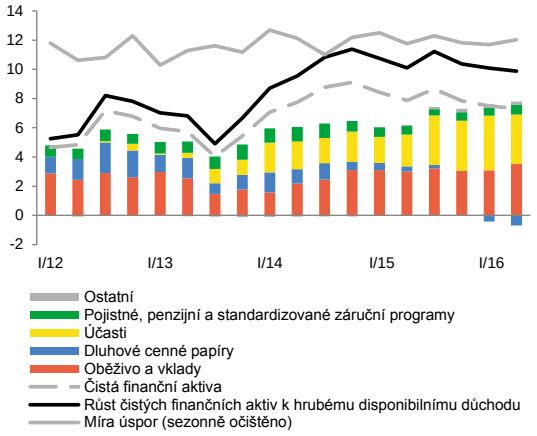
K dalšímu zrychlení růstu finančních závazků podniků přispěly úvěry a účasti mimo kotované akcie
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.5.18

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

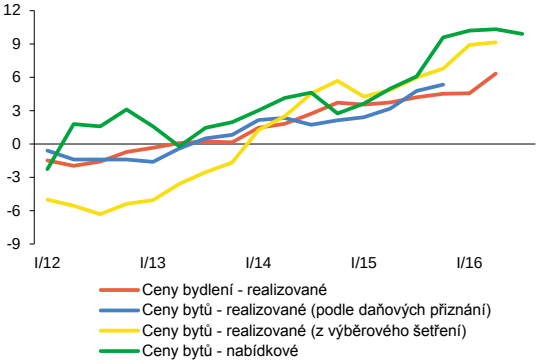
Ke zpomalení růstu čistých finančních aktiv domácností přispěly zejména účasti a dluhové cenné papíry
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



GRAF III.5.19

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

Ceny bytů výrazně rostou
(meziroční změny v %)



54 Pohotová likvidita je podílem, v jehož čitateli je oběživo, převoditelné vklady, držené krátkodobé dluhové cenné papíry a poskytnuté krátkodobé půjčky a ve jmenovateli krátkodobé emitované dluhové cenné papíry a přijaté krátkodobé půjčky.
55 Ukazatel tržního financování je podílem emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.
56 Solventnost podniků je podílem celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí.
57 Realizované ceny v Praze a ve zbytku ČR dosáhly svých posledních minimálních hodnot ve třetím čtvrtletí 2012, resp. ve čtvrtém čtvrtletí 2013.

zůstal významný především v Praze. Ve třetím čtvrtletí 2016 se růst nabídkových cen nadále pohyboval kolem 10 %.

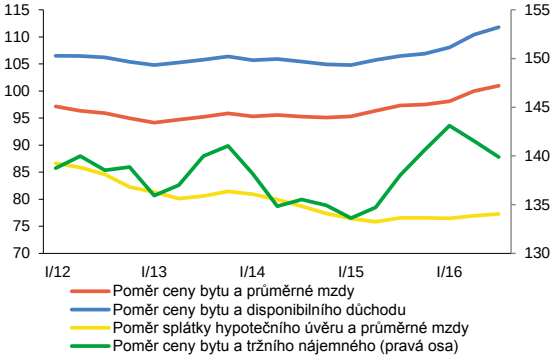
Růst cen bytů se ve třetím čtvrtletí 2016 opět projevil zhoršením **indikátorů dostupnosti a vnímané výhodnosti jejich koupě**[58] (Graf III.5.20). Poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu, se podle odhadů meziročně zvýšil o 3,8 %, resp. 5,0 %. Vzrostl také poměr ceny bytu a tržního nájemného podle IRI (meziročně o 1,3 %). Poměr hypotečního úvěru a průměrné mzdy[59] se i s ohledem na další pokles úrokových sazeb z nových úvěrů na bydlení zvýšil jen mírně (meziročně o 0,9 % meziročně).

GRAF III.5.20

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Indikátory dostupnosti a vnímané výhodnosti koupě bytu se opět zhoršily

(průměr 2000–2007=100[a)], zdroj: ČSÚ, ČNB, Institut regionálních informací)



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

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

59 Pro výpočet tohoto indikátoru je uvažována vzorová hypotéka s fixními parametry LTV 65 % a splatností 20 let na koupi bytu o standardní výměře 68 m^2. Za výši úrokových sazeb na nové úvěry na bydlení ve třetím čtvrtletí 2016 byly uvažovány údaje dostupné za první dva měsíce čtvrtletí.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance byl ve druhém čtvrtletí 2016 charakteristický zhruba vyrovnaný běžný účet, což bylo výsledkem téměř shodných úrovní přebytku bilance zboží a služeb a schodku důchodových bilancí. Kapitálový účet vykázal přebytek v souvislosti s čerpáním prostředků z EU. V rámci finančního účtu zaznamenaly čistý příliv portfoliové a přímé investice. Jejich protipoložkou byl nárůst rezervních aktiv spojený s devizovými intervencemi ČNB a konverzemi fondů EU.

III.6.1 Běžný účet

Běžný účet platební bilance skončil ve druhém čtvrtletí 2016 jen nepatrným schodkem (-0,1 mld. Kč), který se meziročně zmírnil o téměř 30 mld. Kč. K poklesu celkového schodku přispěl především růst přebytku bilance zboží (Graf III.6.1). Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP dosáhl 1,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se zvýšil o 0,6 procentního bodu.

Ve druhém čtvrtletí 2016 skončila **bilance zboží** přebytkem 85,6 mld. Kč, který se třetí čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval, tentokrát o téměř 30 mld. Kč. K tomuto zvýšení přispěl zejména vývoj v reálném vyjádření. Zhruba čtvrtinou se však na něm podílel také cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn zvýšením přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). Po meziročním poklesu nominálního obchodního obratu v prvním čtvrtletí se jeho růst ve druhém čtvrtletí 2016 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. V průběhu třetího čtvrtletí meziroční růst celkového přebytku bilance zboží dále pokračoval a za červenec až srpen přesáhl 8 mld. Kč.

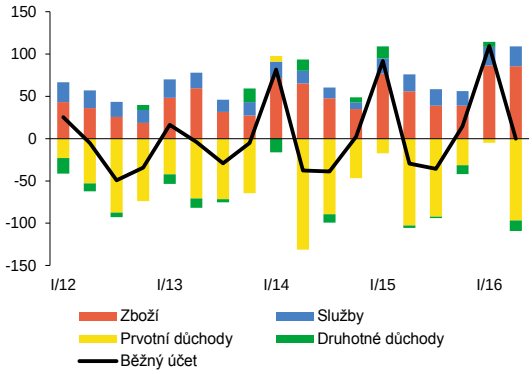
K přebytku výkonové bilance přispěla **bilance služeb** v rozsahu 23,5 mld. Kč (Graf III.6.3). Přebytek služeb se tak páté čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval, ve druhém čtvrtletí o více než 3 mld. Kč. Vývoj bilance služeb byl přitom obdobný jako v předchozím čtvrtletí. Na celkovém výsledku se nejvíce podílel přebytek výrobních služeb a oprav (7,5 mld. Kč), avšak pozitivní byla i salda ostatních tří dílčích bilancí. K meziročnímu růstu celkového přebytku nejvíce přispěla bilance dopravy v důsledku růstu jejích příjmů a současného poklesu výdajů.

Ve srovnání s přebytkovou bilancí zboží a služeb skončily **prvotní důchody** vysokým sezónním schodkem 96,8 mld. Kč, i když ten se meziročně o téměř 6 mld. Kč zmírnil. Ke zmírnění

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

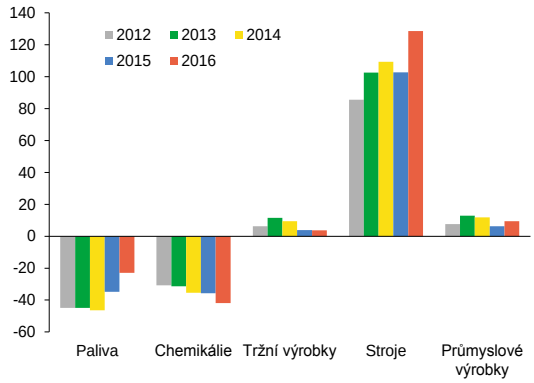
Běžný účet byl ve druhém čtvrtletí 2016 téměř vyrovnaný, oproti výraznému schodku ve stejném období loňského roku
(v mld. Kč)



GRAF III.6.2

ZAHRANIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM PODLE SITC

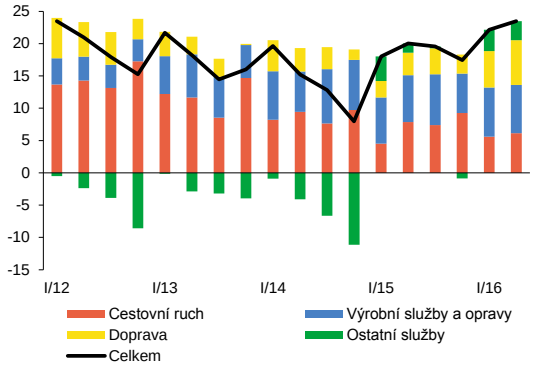
Přebytek obchodní bilance byl nejvíce zvyšován růstem přebytku strojů
(druhé čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



GRAF III.6.3

SLUŽBY

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



celkového schodku nejvíce přispěly meziročně vyšší příjmy z rozpočtu EU vykazované v rámci ostatních prvotních důchodů. Rozhodující složku celkové bilance nicméně nadále představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající především ze schodku důchodů z přímých investic (-113,9 mld. Kč), který ve druhém čtvrtletí 2016 souvisel zejména s výplatou dividend nerezidentům (mezinárodnímu srovnání odlivu dividend z přímých investic se věnuje BOX 4). Mírný schodek v důsledku výplat dividend z akcií nerezidentům zaznamenaly také důchody z portfoliových investic. Ke zmírnění celkového schodku naopak nejvýrazněji přispěl přebytek náhrad zaměstnancům, zahrnující především mzdy.

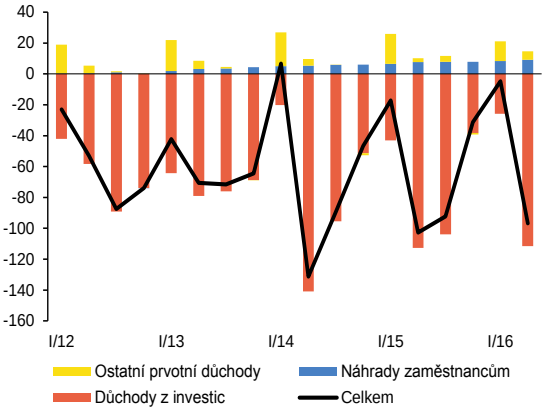
Rovněž **druhotné důchody** zaznamenaly schodek (-12,4 mld. Kč), který se především z důvodu nižších příjmů z rozpočtu EU meziročně prohloubil o více než 9 mld. Kč. Čisté příjmy z rozpočtu EU, vykazované v rámci druhotných důchodů, přešly meziročně z mírného přebytku do schodku ve výši 4,5 mld. Kč. Nejvýznamnější součást druhotných důchodů představoval souhrnný schodek ostatních důchodů, nenavázaných na rozpočet EU, v rámci kterého bylo největších schodků dosaženo v položkách sociální příspěvky a běžné daně z důchodů a jmění.

GRAF III.6.4

PRVOTNÍ DŮCHODY

Schodek prvotních důchodů se meziročně zmírnil zejména vlivem zvýšení přebytku v kategorii ostatních prvotních důchodů

(v mld. Kč)



BOX 4 Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie

S růstem mezinárodního obchodu se od 80. let minulého století postupně zvyšovaly také přímé zahraniční investice (PZI). **Odliv důchodů z PZI** se přitom stal časem podstatnou složkou bilance prvotních důchodů v zemích EU. Cílem boxu je provést srovnání velikosti tohoto odlivu s důrazem na odliv dividend napříč zeměmi EU[60] v posledních letech.

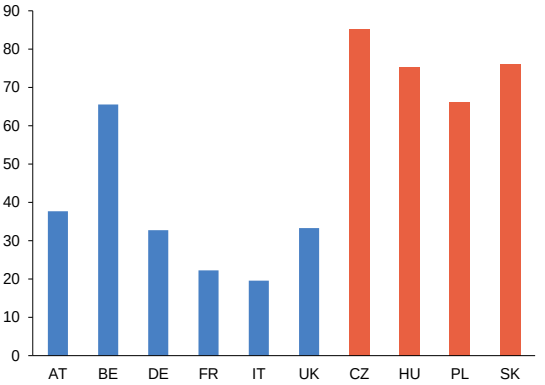
Na základě údajů z období 2012–2014[61] se v tradičních členských zemích EU **důchody z PZI** podílely **na celkových důchodech z investic** vyplacených nerezidentům většinou méně než z poloviny (Graf 1). Nejvýznamnější složku důchodů z investic u nich představovaly důchody z portfoliových investic odrážející rozvinutost jejich finančního sektoru a vyšší úroveň soukromého i vládního zadlužení.[62] Naproti tomu v případě členských zemí, které do EU vstoupily od roku 2004, je patrný vysoký podíl důchodů z PZI na celkových investičních důchodech.[63] Ten odráží vyšší zásobu PZI v těchto zemích i jejich vyšší výnosnost, které souvisejí s pokračujícím procesem ekonomické konvergence, včetně významné podpory ve formě investičních pobídek.

GRAF 1 (BOX)

PODÍL DŮCHODŮ Z PZI NA DŮCHODECH Z INVESTIC

V zemích Visegradské skupiny je podíl důchodů z PZI na důchodech z investic znatelně vyšší než v tradičních zemích EU

(v %, průměr za roky 2012–2014, výdajová strana bilance)



60 Dividendy z PZI jsou vykazovány v rámci běžného účtu platební bilance v bilanci prvotních důchodů na výdajové straně ve složce důchodů z přímých investic. Uváděné propočty vycházejí ze statistických údajů MMF.

61 Rok 2014 je posledním rokem, za který existují finální údaje.

62 Výjimkou je v tomto směru Belgie. Za zmínku stojí také nizozemský 72% podíl důchodů z PZI, který odráží pozici této země jako základny pro investice do jiných zemí.

63 Podíl pod 40 % byl v posledním období zaznamenán pouze u Slovinska a Chorvatska.

Struktura důchodů z PZI je přitom především výsledkem investičních strategií a odrazem rozdílné fáze životního cyklu investic v jednotlivých zemích. Výsledky studií ukazují, že roční výnosnost nové PZI nejprve roste, poté přibližně v sedmém roce dosahuje svého maxima a následně pozvolna klesá až do šestnáctého roku původní investice, kdy je také celý investiční cyklus završen. Celkové důchody z PZI se dělí na dividendy vyplacené zahraničním investorům, zisky reinvestované v hostitelské ekonomice a úroky. V zásadě existuje shoda, že v prvních fázích životního cyklu dominují reinvestované zisky a teprve postupně nabývají na významu dividendy. Mezi tradičními a novějšími členskými zeměmi EU není přitom patrný zásadní rozdíl v poměru dividend a reinvestovaných zisků. Z údajů za roky 2012–2014 vyplývá, že **podíl dividend na celkových důchodech z PZI** je napříč sledovanými zeměmi poměrně různorodý (Graf 2).

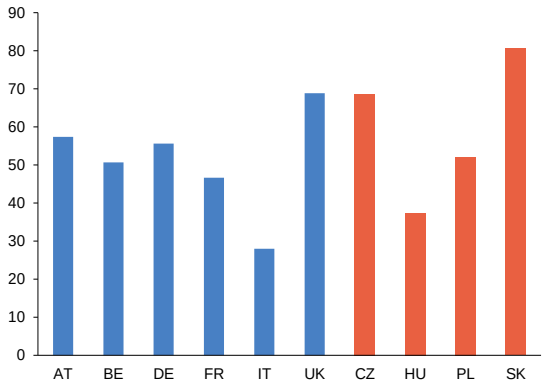
Z důvodu nižšího podílu PZI na HDP v případě největších tradičních členských zemí EU dosahuje i **podíl vyplacených dividend na** jejich **HDP** stabilně velmi nízkých hodnot, přičemž většinou nedosahuje ani 1 % (Graf 3). Nejvyššího podílu naopak dosahují daňové ráje a země se stabilním právním rámcem jako Lucembursko (s průměrným podílem vyplacených dividend na HDP ve sledovaném období 128 %) nebo Nizozemsko (17 %). V případě členských zemí EU přistoupivších od roku 2004 se podíl vyplacených dividend na HDP v letech 2012–2014 většinou nacházel v rozmezí 1,1 až 4,2 %. Podíl dividend v ČR nicméně ležel nad horní hranicí tohoto intervalu (na 5,2 %). Výjimkou byl v minulosti Kypr, jehož podíl vyplacených dividend na HDP dosahoval dvojciferných hodnot, do roku 2014 se však významně snížil. V současnosti je tak v tomto ohledu rekordmanem Malta (s podílem nad 100 %).[64]

Jak je patrné ze srovnání s ostatními zeměmi EU, odliv dividend z PZI nerezidentům představuje v ČR – při absenci výrazných daňových úlev – velmi významnou položku, a to nejen z hlediska bilance prvotních důchodů, ale celého běžného účtu platební bilance. Vysoký podíl vyplacených dividend na českém HDP vyplývá mimo jiné z velkého objemu i ze struktury PZI, charakteristické vysokým podílem zahraničních investic do nadprůměrně ziskových odvětví. Přirozeným protipólem tohoto odlivu dividend je přebytek zboží a služeb, přičemž vývoz je z velké části generován podniky pod zahraniční kontrolou.

GRAF 2 (BOX)

PODÍL DIVIDEND NA DŮCHODECH Z PZI

Výše podílu dividend na důchodech z PZI se mezi jednotlivými zeměmi EU značně liší
(v %, průměr za roky 2012–2014, výdajová strana bilance)

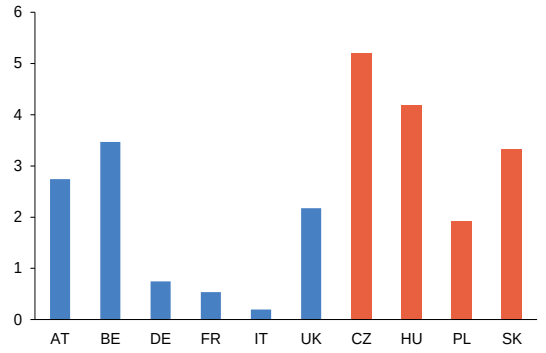


Pozn.: Propočet za Rakousko zahrnuje pouze roky 2012 a 2014.

GRAF 3 (BOX)

PODÍL ODLIVU DIVIDEND Z PZI NA HDP

Nejnižšího podílu dividend z PZI na HDP dosahují největší tradiční země EU, v ČR je naopak tento podíl relativně vysoký
(v %, průměr za roky 2012–2014)



64 Podíl vyplacených dividend na HDP je v uvedených případech významně ovlivněn výší zdanění. Pokud jde o zdanění samotných dividend, jejich základní sazba na Maltě a na Kypru činí jen 5 %, zatímco ve státech EU je zpravidla na úrovni 15 %. Nejnižšího efektivního zdanění příjmů firem je přitom rovněž dosahováno v zemích jako Malta (5 %) nebo Kypr (10 %).

III.6.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet skončil v souvislosti s čerpáním prostředků z rozpočtu EU (ve výši 20,5 mld. Kč) přebytkem 21,6 mld. Kč. Meziročně však došlo v důsledku nižšího čerpání fondů EU ke snížení celkového přebytku o 31 mld. Kč.

III.6.3 Finanční účet

Finanční účet zaznamenal ve druhém čtvrtletí 2016 čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, ve výši 9,3 mld. Kč, což souviselo s čistým přílivem přímých a portfoliových investic. Ten byl však z velké části vyvážen růstem rezervních aktiv a čistým odlivem ostatních investic (Graf III.6.5).

Po třech čtvrtletích čistého odlivu dosáhly **přímé investice** čistého přílivu (ve výši 68,3 mld. Kč; Graf III.6.6), a to při současném poklesu aktiv a růstu pasiv[65]. 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 (Graf III.6.7). 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 portfoliových investic nerezidentů 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.

Naproti tomu vypořádání obchodů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo při meziroční změně toků (o necelé 4 mld. Kč) k mírným čistým půjčkám do zahraničí, tj. čistému odlivu, ve výši 0,5 mld. Kč.

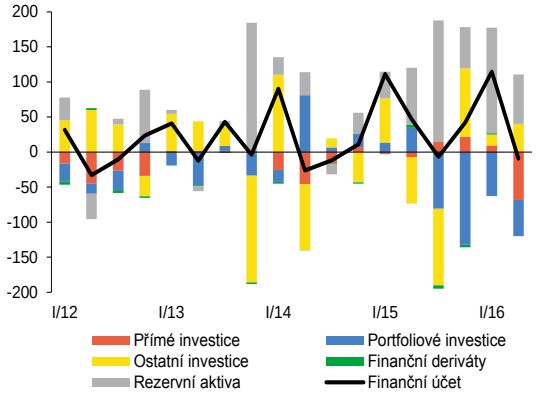
U **ostatních investic** byly vykázány čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 40,1 mld. Kč. K němu přispěl čistý odliv zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru v rozsahu téměř

65 Z celkového čistého přílivu však zhruba dvě třetiny nebyly bezprostředně spojeny s reálnými investičními aktivitami v ČR.

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

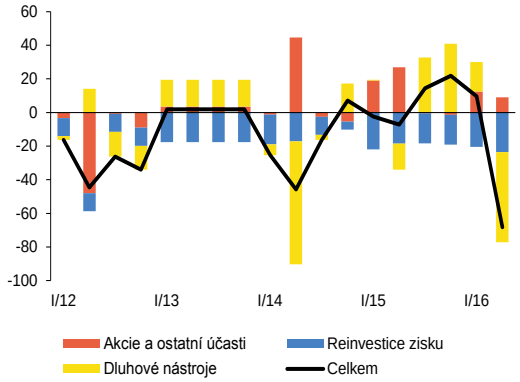
Čistý příliv přímých a portfoliových investic byl z velké části vyvážen růstem rezervních aktiv a čistým odlivem ostatních investic
(v mld. Kč)



GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

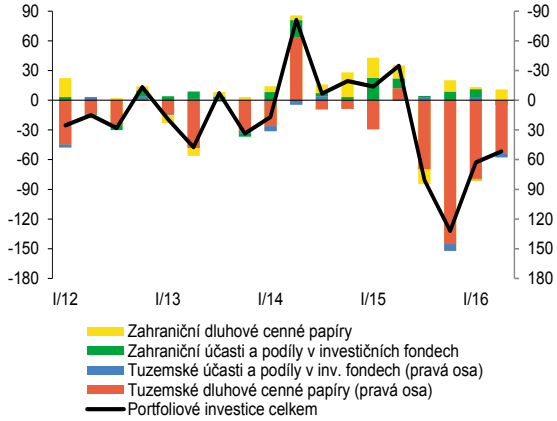
Nejvýznamnější součástí čistého přílivu přímých investic byl čistý příliv v dluhových nástrojích
(v mld. Kč)



GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

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



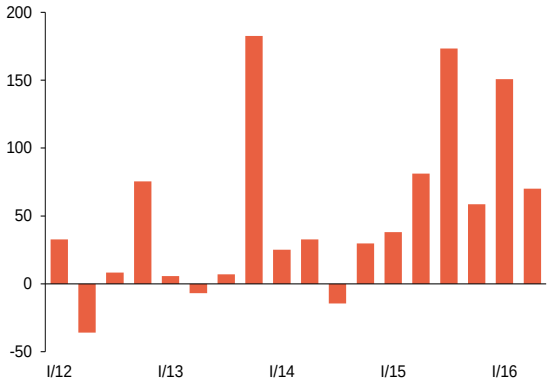
64 mld. Kč. Souvisel zejména s poskytováním dlouhodobých půjček a s růstem krátkodobých vkladů v zahraničí. Částečně byl však vyvážen čistým přílivem u bankovního sektoru včetně ČNB (převyšujícím 24 mld. Kč), který byl spojen zejména s růstem krátkodobých vkladů u tuzemských bank. K meziroční změně toků o více než 106 mld. Kč přispělo téměř shodně zmírnění čistého přílivu u bankovního sektoru včetně ČNB a zvýšení čistého odlivu v sektoru podniků.

Rezervní aktiva se sedmé čtvrtletí v řadě zvyšovala. Ve druhém čtvrtletí dosáhl jejich přírůstek v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB a konverzemi prostředků z rozpočtu EU 70 mld. Kč (Graf III.6.8).

GRAF III.6.8

REZERVNÍ AKTIVA

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



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Meziroční hospodářský růst v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2016 zvolnil jen lehce, zatímco americká ekonomika zpomalila výrazněji a navíc již šesté čtvrtletí v řadě. Inflace spotřebitelských cen se v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2016 zvýšila a ceny průmyslových výrobců zmírnily svůj meziroční pokles, zrychlila i dynamika cenového růstu v USA. V příštím roce se v obou těchto ekonomikách očekává růst inflace. Euro dále výrazně posílilo vůči libře, vůči dolaru i jenu zůstalo relativně stabilní. Cena ropy ve třetím čtvrtletí 2016 mírně rostla, v říjnu se pak skokově zvýšila spolu s cenou uhlí, na což silným růstem reagovala i cena elektřiny. Naopak ceny potravinářských komodit až do září klesaly.

III.7.1 Eurozóna

Meziroční **tempo růstu HDP** v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2016 lehce zpomalilo (na 1,6 %, Graf III.7.1), a to především kvůli menšímu příspěvku soukromé spotřeby a investic. Mezi nejrychleji rostoucí země eurozóny patřily ve druhém čtvrtletí 2016 Německo, Španělsko, Slovensko a Irsko, naopak Řecko se nadále nacházelo v recesi. Po odeznění prvotního šoku z výsledků britského referenda zvýšily mezinárodní instituce (s výjimkou OECD) o 0,1 procentního bodu výhledy růstu HDP pro letošní rok (Graf III.7.2).

Měsíční údaje naznačují, že by ekonomika eurozóny ve třetím čtvrtletí 2016 měla nadále mírně růst. Průmyslová produkce se až na červencový propad, způsobený převážně sezonními faktory, vyvíjela příznivě, když se postupně zvyšoval růst produkce ve většině odvětví. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu po dvouměsíčním poklesu v září vzrostl, když znovu zrychlil růst výstupu, nových objednávek, exportu a pracovních míst. Nezaměstnanost přitom již několik měsíců stagnuje na úrovni 10,1 %, a to zejména kvůli rozdílným trendům v jednotlivých zemích. Na této úrovni by podle CF měla zůstat až do konce letošního roku. Po příznivém vývoji maloobchodních tržeb v předchozích měsících se v srpnu jejich růst výrazně snížil napříč jednotlivými složkami.

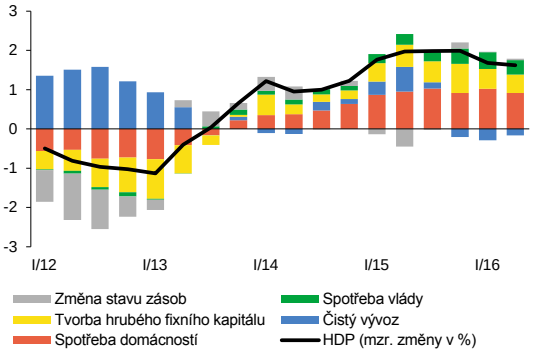
Celková **inflace v eurozóně** se pozvolna zvyšuje a v září byla nejvyšší od října 2014, když ji podporovaly zejména ceny potravin a služeb. Ceny energií nadále působí protiinflačně, ale jejich meziroční pokles se postupně snižuje. V příštím roce by měla inflace zrychlit nad 1 %, nadále by se však měla nacházet zřetelně pod 2% cílem ECB (Graf III.7.2). Inflace bez cen energií a potravin se nadále nachází pod 1 %. Ceny průmyslových výrobců již čtvrtý měsíc v řadě postupně zmírňovaly svůj meziroční pokles, nicméně jejich meziměsíční růst v posledních měsících zpomaloval (Graf III.7.3).

Měnová politika ECB nedoznala v minulých týdnech žádné změny. Dle ECB se zdá být ekonomika eurozóny odolná vůči současným globálním ekonomickým a politickým nejistotám, rizika růstu však podle ní nadále převládají směrem dolů.

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

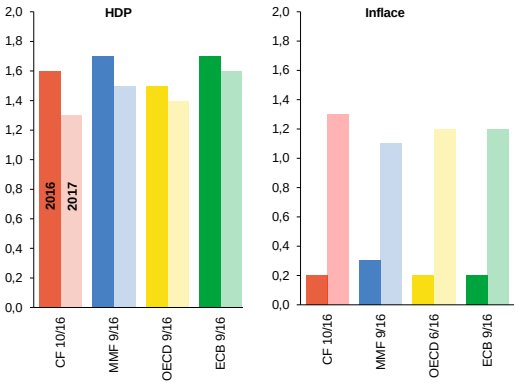
Mírné zpomalení tempa růstu HDP ve druhém čtvrtletí 2016 bylo způsobeno menším příspěvkem soukromé spotřeby a investic
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE HICP PRO EUROZÓNU

Růst HDP eurozóny by měl v příštím roce zvolnit; inflace bude naopak postupně zrychlovat
(meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)

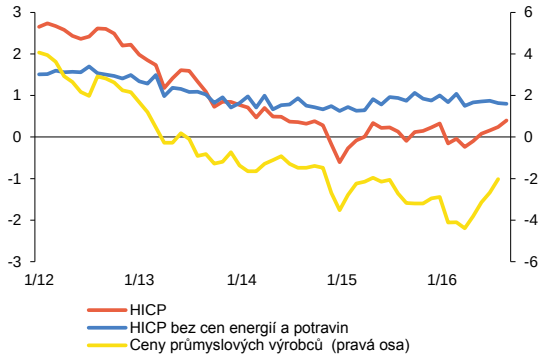


Pozn.: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Celková inflace se v posledních měsících postupně zvyšuje a pokles cen průmyslových výrobců odeznívá
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



3M EURIBOR by měl dle tržních výhledů nadále setrvávat v záporných hodnotách.

Meziroční růst německé ekonomiky ve druhém čtvrtletí 2016 lehce zpomalil (na 1,7 %[66], Graf III.7.4). Pokračování 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[67] (v červenci na 4,2 %) a růstem zaměstnanosti (o 0,3 % mezičtvrtletně a 1,2 % meziročně).

Německé ministerstvo financí očekává, že hospodářský růst umožní i letos dosáhnout přebytku státního rozpočtu, i když nižšího než v minulém roce kvůli dalším výdajům na uprchlíky. Ministerstvo předpokládá, že rozpočtový přebytek bude pokračovat i ve střednědobém horizontu a do roku 2020 se podíl zadlužení na HDP sníží ze současných 71 % na 60 %.

Podle odhadu **říjnového CF i Bundesbanky** příznivý ekonomický vývoj pokračoval i ve třetím čtvrtletí letošního roku. Zahraniční poptávka po německých výrobcích nadále rostla (zejména v eurozóně a Číně), stejně jako spotřeba domácností díky zvyšování disponibilních příjmů (s přispěním růstu zaměstnanosti i reálných mezd). Vzrostla také spotřeba vlády. Příznivý vývoj potvrzují rovněž růstové dynamiky průmyslové výroby a maloobchodního obratu za červenec a srpen i zvyšující se předstihové ukazatele (Ifo, ZEW a PMI) za září a říjen. Říjnový CF předpokládá, že celoroční růst HDP dosáhne letos 1,8 %, v příštím roce se však sníží na 1,3 % v důsledku negativního vlivu výsledků referenda o brexitu.

Německá inflace se kvůli mírnějšímu meziročnímu poklesu cen energií v září zvýšila o 0,3 procentního bodu na 0,7 % (Graf III.7.5), když zároveň pokračoval růst cen potravin a služeb. Jádrová inflace (po vyloučení cen potravin a energií) zůstala zřetelně kladná, i když v srpnu klesla na 1,2 %. Meziroční pokles cen průmyslových výrobců se v září dále zmírnil na -1,4 %. Podle CF by měl růst spotřebitelských cen v Německu za celý letošní rok dosáhnout 0,4 % a v příštím roce zrychlit na 1,5 %.

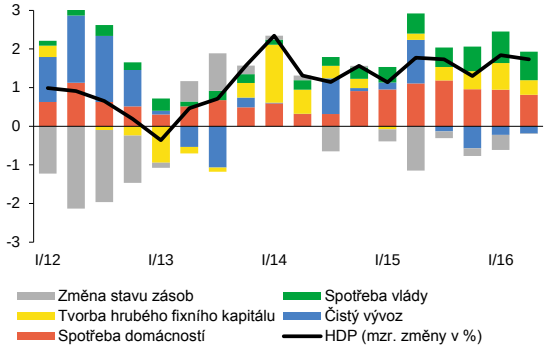
Na Slovensku vzrostl ve druhém čtvrtletí letošního roku HDP meziročně o 3,7 % (mezičtvrtletně o 0,9 %). Robustní růst byl podporován zejména zvyšováním čistého vývozu. Silný ekonomický vývoj se promítnul do růstu zaměstnanosti (meziročně o 2,3 %) a poklesu nezaměstnanosti (v srpnu na 9,5 %). Má tak za následek částečný nedostatek pracovních sil

GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve druhém čtvrtletí 2016 meziroční tempo růstu HDP mírně zvolnilo zejména kvůli nižšímu příspěvku fixních investic

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

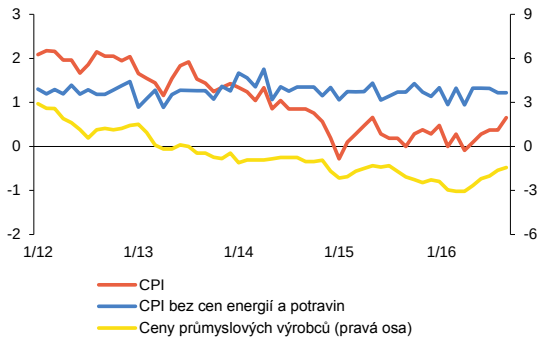


GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

Ve třetím čtvrtletí 2016 pokračoval růst spotřebitelské inflace a zmírňování poklesu cen průmyslových výrobců

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



66 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.

67 A to přesto, že se mezi nezaměstnané postupně zařazují uprchlíci, kteří do Německa dorazili v posledních letech.

a tudíž zvýšené zaměstnávání cizinců, jejichž podíl na růstu zaměstnanosti již činí 20 %.

Průměrné **tempo růstu průmyslové výroby** se v červenci a srpnu poněkud snížilo, a pro třetí čtvrtletí 2016 tak lze očekávat mírné zpomalení ekonomiky. Určité oslabení hospodářského růstu ve druhé polovině letošního roku předpokládá rovněž říjnový CF, který odhaduje, že růst HDP za celý rok dosáhne 3,3 % (zpomalení o 0,3 procentního bodu proti minulému roku) a v příštím roce dále lehce zpomalí.

Meziroční **pokles spotřebitelských cen** na Slovensku se v září zmírnil o 0,3 procentního bodu na -0,5 %. Na konci letošního roku by se tento pokles měl podle NBS změnit v mírný růst. Říjnový CF očekává letos celoroční inflaci na úrovni -0,4 % a její zvýšení na 1,3 % v příštím roce.

III.7.2 Spojené státy

Americká ekonomika v meziročním vyjádření zpomaluje již šest čtvrtletí v řadě. Ve druhém čtvrtletí 2016 dosáhl **meziroční růst HDP** ve Spojených státech jen 1,3 % (Graf III.7.6). Výrazně se propadly zejména zásoby, mírně záporný byl i příspěvek čistého vývozu. Kladný příspěvek investic se dále snížil, když ceny ropy přinesly nižší zisky v energetickém sektoru. Pouze u spotřeby domácností je patrné zvýšení jejího příspěvku v porovnání s předchozím čtvrtletím.

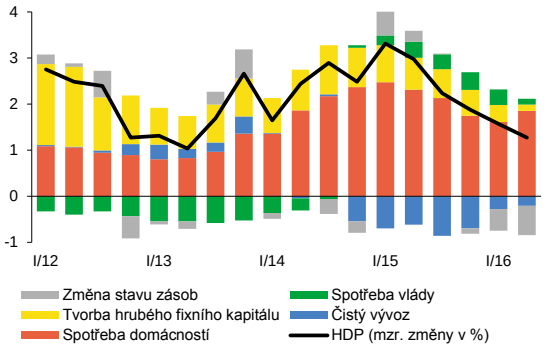
Dle dostupných údajů podporovala růst americké ekonomiky i **ve třetím čtvrtletí 2016** zejména silná spotřeba domácností. Míra nezaměstnanosti stagnovala ve sledovaném období poblíž 5 %. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v červenci až září v průměru 191 tisíc. Maloobchodní prodeje po revizi dosáhly za celé třetí čtvrtletí průměrného meziročního růstu o 2,4 %, zejména díky prodejům automobilů. Důvěra spotřebitelů je podle šetření Conference Board nejvyšší od srpna 2007. Situace v ostatních sektorech již tak optimistická není. Velkoobchodní zásoby v červenci a srpnu meziročně opět poklesly, takže i ve třetím čtvrtletí by měl přetrvávat záporný vliv zásob na celkový růst. Vývoji investic bude i nadále negativně ovlivňovat nízká ziskovost podniků v energetickém sektoru. Průmyslová produkce ve zpracovatelském průmyslu meziročně stagnovala a předstihový ukazatel ISM PMI naznačuje jen mírnou expanzi. Podle sledovaných výhledů by se měl růst amerického HDP v roce 2016 pohybovat v rozmezí 1,5 % až 1,8 % (Graf III.7.7), což je oproti červenci výrazně nižší výhled. Zrychlení růstu HDP je očekáváno až v roce 2017.

Cenový vývoj v USA zrychlil v průběhu třetího čtvrtletí 2016 svou dynamiku. Celková meziroční inflace vzrostla z červencových 0,9 % na 1,5 % v září, zatímco průměrná hodnota pro inflaci bez cen energií a potravin činila 2,2 % (Graf III.7.8). Inflaci zvyšují zejména rostoucí náklady na

GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

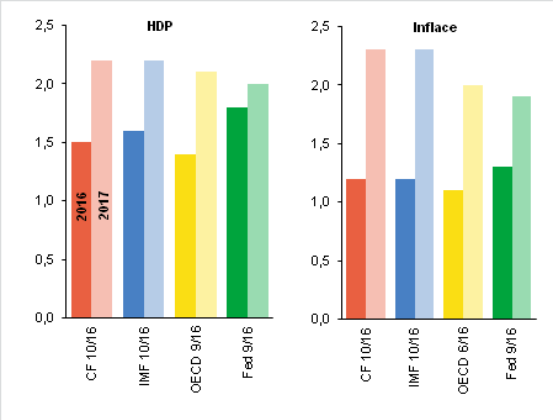
Růst HDP v USA zpomaluje již šest čtvrtletí v řadě
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



GRAF III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY

Všechny sledované instituce revidovaly výhled růstu HDP pro rok 2016 pod hranici 2 %
(meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)

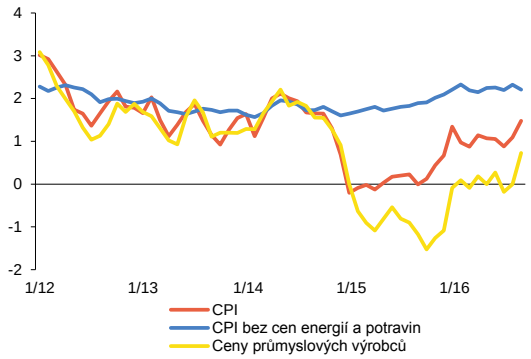


Pozn.: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Růst cen ve třetím čtvrtletí 2016 zrychlil
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



zdravotnickou péči a nájemné. Výhledy inflace od sledovaných institucí se pro rok 2016 nacházejí v pásmu 1,1 až 1,3 %. V roce 2017 by se inflace v USA měla zvýšit, a to podle některých predikcí až nad 2 %. Růst cen výrobců se v červenci a srpnu pohyboval v meziročním vyjádření poblíž nulových hodnot, v září však již činil 0,7 %.

Měnová politika Fedu zůstala v průběhu sledovaného období beze změn. Do konce roku by však dle tržních očekávání měla centrální banka alespoň jednou přistoupit ke zvýšení základní úrokové sazby. S ohledem na prezidentské volby očekávají trhy tento krok až na zasedání v prosinci, přičemž komentáře představitelů Fedu zatím vyznívají smíšeně.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

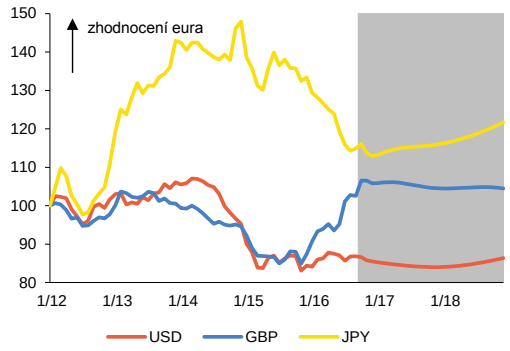
Kurz eura vůči americkému dolaru pokračoval v průběhu července v mírném oslabování (Graf III.7.9), když na trzích převládala zvýšená nejistota po britském referendu. Po zasedání amerického Fedu a neočekávaně slabších předběžných datech o růstu americké ekonomiky nicméně euro na konci července vůči dolaru posílilo. V průběhu srpna pak smazalo většinu svých ztrát souvisejících se zmíněným referendem. Vystoupení J. Yellenové koncem srpna v Jackson Hole, které se neslo v jednoznačně jestřábím duchu, sice podpořilo dolar, ale optimismus trval jen do zveřejnění dalších slabších dat z USA. V průběhu září se pak kurz eura vůči dolaru pohyboval v poměrně úzkém pásmu kolem 1,12 USD/EUR. V první polovině října euro oslabilo až k 1,1 USD/EUR po sérii výroků členů FOMC, které posilují očekávání, že do konce tohoto roku dojde ke zvýšení sazeb v USA. Ve stejném směru působí na kurz i preference voličů před prezidentskými volbami posouvající se v průzkumech ve prospěch H. Clintonové.

Kurz eura vůči **britské libře** reaguje od červnového referenda o setrvání Spojeného království v EU především na zprávy z Velké Británie. Výrazné oslabování libry, které nastalo po zveřejnění výsledků referenda, se zastavilo až v polovině července poté, co se ustanovením nové premiérky stabilizovala politická situace ve Velké Británii. Impulzem k dalšímu oslabení libry pak bylo měnověpolitické zasedání BoE na počátku srpna, na němž bylo rozhodnuto o snížení úrokových sazeb a navýšení objemu nákupu aktiv v rámci kvantitativního uvolňování. Trend ve vývoji kurzu se obrátil až v polovině srpna, kdy začalo být na základě přicházejících dat zřejmé, že obavy z okamžitého negativního dopadu výsledku referenda na britskou ekonomiku se nepotvrzují. Libra tak vůči euru posílila zpět až na úroveň z počátku července. Tomuto vývoji napomáhalo i očekávání finančních trhů, že počátkem září přistoupí k uvolnění své měnové politiky i ECB. K tomu však nedošlo, načež začala libra vůči euru znovu oslabovat. Její propad se ještě zrychlil počátkem října poté, co britská premiérka zveřejnila bližší informace ohledně načasování oficiálních kroků pro vystoupení Spojeného království z EU, což zasáhlo tu část trhů, která ještě doufala, že by k brexitu

GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro ve třetím čtvrtletí 2016 dále posílilo vůči libře, vůči dolaru i jenu zůstalo relativně stabilní
(leden 2012 = 100, zdroj: Datastream, předpověď na základě Consensus Forecasts, výpočet ČNB)



nakonec nemuselo dojít. Euro se tak do poloviny října dostalo vůči libře na nejsilnější hodnotu za posledních pět let.

Japonský jen je nadále vnímán jako bezpečné aktivum, k němuž se investoři uchylují s každým zvýšením averze k riziku na světových trzích. Na výsledky britského referenda tak jen reagoval výrazným posílením. Ke korekci vývoje došlo až po japonských volbách, v nichž obhájil svůj post premiér Abe. To povzbudilo očekávání, že jak japonská vláda, tak tamní centrální banka budou nadále pokračovat ve svých snahách o podporu ekonomiky. Na konci července nicméně BoJ zklamala trhy tím, že svou měnovou politiku uvolnila méně, než čekaly (úrokové sazby i program nákupu dluhopisů zůstaly beze změn, zvýšen byl pouze objem nákupu akcií), načež jen vůči euru opět posílil. V srpnu se pak kurz stabilizoval v souvislosti s oznámením vlády o novém stimulačním balíčku. Koncem září podpořila klid na trzích také BoJ, když přestala usilovat o snižování krátkodobých sazeb dále do záporných hodnot. Aktuálním záměrem centrální banky je snaha ovlivnit sklon výnosové křivky prostřednictvím cílení na úroveň výnosů na jejím dlouhém konci. Kromě toho už nebude nakupovat fixní objemy aktiv. Místo toho bude program kvantitativního uvolňování reagovat pružně na aktuální potřeby ekonomiky. V očích trhů, které v posledních měsících pochybovaly o efektivnosti dosavadních opatření, tak BoJ získala zpět část své důvěryhodnosti. Jen v této souvislosti v první polovině října vůči euru osciloval kolem lehce slabší úrovně.

Podle **říjnového CF** by mělo euro v horizontu jednoho roku vůči všem třem zmiňovaným měnám mírně oslabit – vůči americkému dolaru o 2,8 % (na 1,09 USD/EUR), vůči britské libře o 3,4 % a vůči japonskému jenu pouze o 0,6 %.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

V průběhu července **cena ropy Brent** klesala v reakci na vývoj fundamentálních faktorů na trhu (Graf III.7.10). Rostoucí těžba kartelu OPEC a Ruska udržovala vysokou nabídku ropy, která se díky silné aktivitě rafinérií transformovala do rostoucích zásob rafinérských produktů během hlavní motoristické sezóny. Navíc se ukázalo, že růst spotřeby benzínu v USA nebyl tak silný, jak naznačovala předběžná data. Pokles cen byl zesilován spekulativní aktivitou hedžových fondů. Ty však na začátku srpna zareagovaly na pokles zásob benzínu v USA a začaly vybírat zisky z předchozího poklesu a uzavírat masivní krátké pozice. Posléze se sentiment na trhu zlepšil i díky zprávám o plánované neformální schůzce velkých ropných těžařů v Alžírsku a cena během necelých tří týdnů vzrostla ze čtyřměsíčního minima 42 USD/barel nad 50 USD/barel. K růstu cen přispíval i slabší dolar.

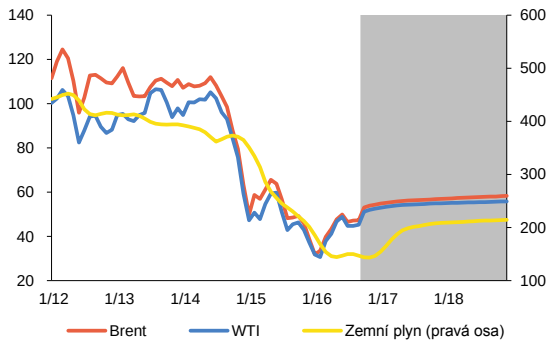
Na konci srpna však na trhu opět převládly **obavy z fundamentálního přebytku ropy**, když v USA překvapivě vzrostly zásoby ropy a pokračoval nárůst počtu aktivních vrtných souprav. Cena tak opět poklesla a po většinu září pak kolísala poblíž 46 USD/barel. Tento vývoj se změnil až

GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent vzrostla v první polovině října na roční maximum poté, co se kartel OPEC dohodl na snížení produkce

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



s výsledkem neformálních jednání v Alžíru na konci září, kde se zástupci zemí kartelu OPEC překvapivě dohodli na snížení denní produkce o zhruba 700 tis. barelů na 32,5 až 33 mil. barelů s tím, že kvóty pro jednotlivé země a další technické aspekty budou stanoveny na pravidelném zasedání OPEC na konci listopadu ve Vídni.[68] Od té doby cena ropy Brent vzrostla za dva týdny o více než 15 %, když dohodu na následné schůzce v Istanbulu podpořilo ústy svého prezidenta i Rusko, které však preferuje spíše zmrazení své produkce na stávající úrovni.

Od začátku října se cena ropy udržuje nad 50 USD/barel, i když převis nabídky ropy nad poptávkou nadále trvá[69] a mnozí analytici jsou skeptičtí ohledně naplňování dohody z Alžíru. Další prostor pro výraznější růst cen ropy je jen omezený, neboť cena mezi 50 a 60 USD/barel povede k růstu vrtné aktivity v USA. Tam za poslední dva roky značně vzrostla produktivita nových břidlicových vrtů a klesly jejich pořizovací náklady. Mnozí těžaři tak využívají současné ceny poblíž ročního maxima k zajišťování cen pro prodej své budoucí produkce, což bude oddalovat nastolení rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou.

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

Tržní futures křivka se s nedávným růstem ceny posunula vzhůru a implikuje pro čtvrté čtvrtletí letošního roku cenu ropy Brent cca 54 USD/barel. V následujících dvou letech by pak průměrná cena měla činit zhruba 56, resp. 58 USD/barel. EIA naopak přehodnotila svou předpověď cen ropy pro rok 2017 směrem dolů na průměrných 51 USD/barel. Nejvíce byla předpověď snížena pro konec roku 2017 z 58 na 55 USD/barel. Důvodem je snížení očekávaného růstu poptávky a vyšší než původně očekávaný růst, resp. nižší pokles produkce v Rusku a USA. Zhruba o 3 dolary pod tržní křivkou je se svou předpovědí i říjnový CF, který v ročním horizontu očekává cenu ropy Brent 53,7 USD/barel. Krátkodobá rizika budoucího cenového vývoje míří spíše směrem dolů, neboť se díky zklidnění politické situace obnovuje pozvolna těžba v Libyi a Nigérii. Současná cena může zároveň vést k obnovení růstu produkce v USA. K propadu ceny by mohlo dojít i v případě, že se nepodaří naplnit dohodu o omezení produkce ropy z Alžíru.

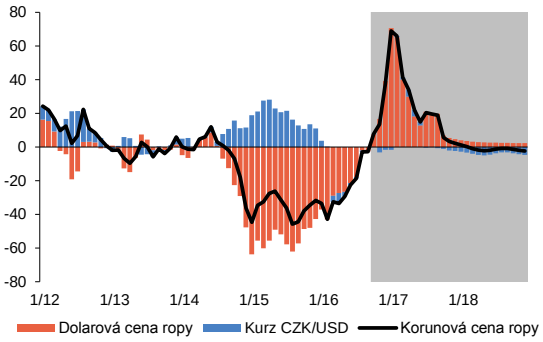
Index cen energetických surovin ve třetím čtvrtletí 2016 mírně rostl (Graf III.7.12). V říjnu se však skokově zvýšil nejen kvůli cenám ropy, ale i cenám uhlí, které se dostaly na nejvyšší úroveň od srpna 2014. Na to reagovala prudkým růstem i cena elektřiny. Index cen neenergetických komodit v průběhu třetího čtvrtletí 2016 klesal, když výrazný pokles vykázal hlavně subindex cen zemědělských komodit. Ceny potravinářských

GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

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

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

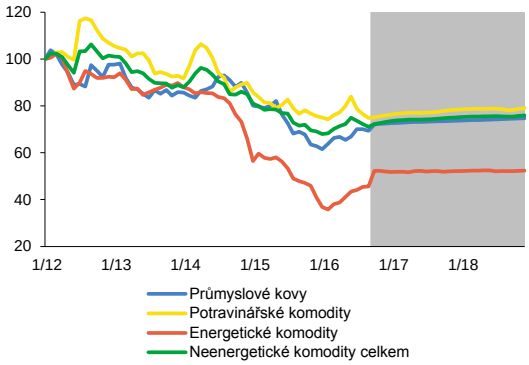


GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Pokles cen potravinářských komodit se v září zastavil. V říjnu skokově vzrostl index cen energetických komodit vlivem zvýšení cen ropy i uhlí

(leden 2012 = 100, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



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

68 Přitom současná produkce kartelu OPEC se odhaduje na 33,6 mil. barelů denně, a snížení produkce se nemá vztahovat na Libyi, Nigérii ani na Írán.

69 EIA odhaduje růst globálních zásob ropy pro letošní rok na 0,7 a pro příští rok na 0,3 mil. barelů denně.

komodit, zejména zrnin, se snižovaly v důsledku příznivého počasí a vysokých očekávaných zásob po letošní sklizni. Jejich pokles se zastavil až v průběhu září a v říjnu ceny mírně vzrostly díky silné poptávce po pšenici a kukuřici a také proto, že deště komplikovaly sklizeň v hlavních pěstitelských oblastech USA a Kanady. Ve sledovaném období klesaly silně i ceny masa, naopak větší růst zaznamenala jen cena cukru. Subindex cen průmyslových kovů ve třetím čtvrtletí prakticky stagnoval, ale v první polovině října vzrostl na nejvyšší hodnotu od loňského července díky zrychlenému růstu průmyslové produkce v Číně.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1	Prognóza celkové inflace	2
Graf I.2	Prognóza měnověpolitické inflace	2
Graf I.3	Prognóza úrokových sazeb	3
Graf I.4	Prognóza růstu HDP	3
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	4
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	4
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	4
Graf II.1.4	3M EURIBOR	5
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	5
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	5
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	6
Graf II.2.2	Regulované ceny	6
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	7
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	7
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	8
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	8
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	11
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	11
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	12
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	12
Graf II.2.11	Struktura meziročního růstu HDP	13
Graf II.2.12	Přepočtený počet zaměstnanců	13
Graf II.2.13	Prognóza trhu práce	13
Graf II.2.14	Reálná spotřeba domácností a vlády	14
Graf II.2.15	Nominální disponibilní důchod	14
Graf II.2.16	Míra úspor domácností	14
Graf II.2.17	Tvorba hrubého kapitálu	15
Graf II.2.18	Rozklad investic	15
Graf II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	15
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	20
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	21
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	21
Graf II.3.5	Změny prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	21
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	24
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	24
Graf III.1.1	Srovnání prognózy celkové inflace se skutečností	25
Graf III.1.2	Inflace	26
Graf III.1.3	Struktura inflace	27
Graf III.1.4	Složky inflace	27
Graf III.1.5	Ceny potravin	27
Graf III.1.6	Struktura vývoje cen potravin, nápojů a tabáku v září 2016	28
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	28
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	29
Graf III.2.2	Dovozní ceny	29
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	29
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	30
Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	30
Graf III.2.6	Ceny zemědělských výrobců	31
Graf III.2.7	Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru a ceny stavebních prací	31

Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	32
Graf III.3.2	Disponibilní důchod	32
Graf III.3.3	Spotřeba domácností	32
Graf III.3.4	Indikátory důvěry	33
Graf III.3.5	Investice podle sektorů	33
Graf III.3.6	Tvorba hrubého fixního kapitálu	35
Graf III.3.7	Vývoz a dovoz	35
Graf III.3.8	Podíly odvětví na růstu HPH	36
Graf III.3.9	Průmyslová produkce a nové průmyslové zakázky	36
Graf III.3.10	Bariéry růstu v průmyslu	36
Graf III.3.11	Mezera výstupu	37
Graf III.3.12	Potenciální produkt	37
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	38
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	38
Graf III.4.3	Přepočtený počet zaměstnanců	38
Graf III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	39
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	39
Graf III.4.6	Průměrná mzda a NH produktivita	39
Graf III.4.7	Vývoj produktivity v odvětvích	40
Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	40
Graf III.5.1	Peněžní agregáty a úvěry	41
Graf III.5.2	Úvěry soukromému sektoru	41
Graf III.5.3	Úvěrové standardy	42
Graf III.5.4	Nové úvěry domácnostem	42
Graf III.5.5	Lorenzova křivka – úvěry domácnostem	42
Graf III.5.6	Úvěry nefinančním podnikům dle ekonomických odvětví	43
Graf III.5.7	Základní sazby ČNB	43
Graf III.5.8	Tržní úrokové sazby	44
Graf III.5.9	Úrokové diferenciály	44
Graf III.5.10	Výnosová křivka státních dluhopisů	44
Graf III.5.11	Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	45
Graf III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	45
Graf III.5.13	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	46
Graf III.5.14	Nominální efektivní kurz koruny	46
Graf III.5.15	Základní ukazatele hospodaření	48
Graf III.5.16	Vývoj provozního zisku v odvětvích	48
Graf III.5.17	Finanční závazky nefinančních podniků	49
Graf III.5.18	Struktura finančních aktiv domácností	49
Graf III.5.19	Realizované a nabídkové ceny bydlení	49
Graf III.5.20	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	50
Graf III.6.1	Běžný účet	51
Graf III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím podle SITC	51
Graf III.6.3	Služby	51
Graf III.6.4	Prvotní důchody	52
Graf III.6.5	Finanční účet	54
Graf III.6.6	Přímé investice	54
Graf III.6.7	Portfoliové investice	54
Graf III.6.8	Rezervní aktiva	55
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	56
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu	56
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	56
Graf III.7.4	HDP v Německu	57
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	57
Graf III.7.6	HDP ve Spojených státech	58
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy	58

Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	58
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	59
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	60
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	61
Graf III.7.12	Ceny komodit	61

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	7
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	16
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	16
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	18
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	19
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	23
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	24
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	25
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	26
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	26
Tab. III.5.1	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	48

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	3
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	10
Graf SZ II.2.2	Technologie	12
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	20
Graf SZ III.1.1	Experimentální inflace	28
Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	30
Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	31
Graf SZ III.5.1	Prognóza peněžního vývoje	41

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ II.4.1	Citlivostní scénář – zahraniční stínové sazby	22
Tab. SZ II.4.2	Citlivostní scénář – domácí ekonomika	22
Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	48

POUŽITÉ ZKRATKY

BoE	centrální banka UK
BoJ	centrální banka Japonska
CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CZK, Kč	česká koruna
CZ-ISCO	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
ČEB	Česká exportní banka
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EGAP	Exportní garanční a pojišťovací společnost
EHP	Evropský hospodářský prostor
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIA	Environmental Impact Assessment (vyhodnocení vlivu na životní prostředí)
EIU	Economist Intelligence Unit
EK	Evropská komise
ESA	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	centrální banka USA
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HNP	hrubý národní produkt
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní energetická agentura)
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
IRI	Institut regionálních informací
ISPV	informační systém o průměrném výdělku
JPY	japonský jen
KZAM	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	loan to value
M1, M3	peněžní agregát
MFI	měnové finanční instituce
MF	Ministerstvo financí
MHD	městská hromadná doprava
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NAIRU	nonaccelerating inflation rate of unemployment (inflaci nezrychlující míra nezaměstnanosti)
NBS	Národná banka Slovenska (Slovenská národní banka)
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
NÚ	národní účty
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
p. b.	procentní body
PH	pohonné hmoty
PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
1T, 1M, 1R	jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční
PZI	přímé zahraniční investice
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
UK	Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI

Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011	box	I/2012
Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů	box	I/2012
Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011	box	I/2012
Revize spotřebního koše	box	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	box	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	box	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	box	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	box	III/2012
Vývoj míry úspor domácností	box	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	box	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	box	IV/2012
Revize čtvrtletních národních účtů	box	I/2013
Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012	box	III/2013
Avizované omezování kvantitativního uvolňování USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek	box	III/2013
Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	box	IV/2013
Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	box	IV/2013
Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví vývoje reinvestic	box	IV/2013
Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	box	IV/2013
Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)	box	I/2014
Vývoj a struktura zaměstnanosti na kratší pracovní dobu	box	II/2014
Obchodní vztahy České republiky s Ukrajinou a Ruskou federací	box	II/2014
Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci	box	III/2014
Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku	box	IV/2014
Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010	box	IV/2014
Dopady vojensko-politické krize na Ukrajině na ČR	box	IV/2014
Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře	box	I/2015
Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy	box	I/2015
Mediánová inflace	box	II/2015
Vývoj na trhu práce z pohledu NAIRU a cyklického vývoje míry nezaměstnanosti a mezd	box	II/2015
Index měnových podmínek pro Českou republiku	box	II/2015
Index měnových podmínek pro eurozónu	box	II/2015
Průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží	box	III/2015
Vývoj rovnovážného měnového kurzu CZK/EUR	box	III/2015
Německá ekonomika a kurz USD/EUR	box	III/2015
Zaměstnávání zahraničních a agenturních pracovníků a jejich vliv na statistiky zaměstnanosti	box	IV/2015
Údaje o veřejných zakázkách jako předstihový indikátor vládních investic	box	I/2016

Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje	box	I/2016
Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit	box	I/2016
Vývoj mezd v roce 2015 z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO	box	II/2016
Index cen bydlení a jeho vývoj v zemích EU	box	II/2016
Model efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně	box	III/2016
Vliv Balassova-Samuelsonova efektu na ceny v domácí ekonomice	box	III/2016
Obchodní vztahy ČR se Spojeným královstvím	box	III/2016
Vliv čerpání prostředků z fondů EU na vývoj investic nefinančních podniků	box	IV/2016
Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie	box	IV/2016

GLOSÁŘ POJMŮ

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Korigovaná inflace bez pohonných hmot: označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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