

V Praze dne 16. prosince 2016
Č.j. 2016/143343/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

8. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

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

Část III

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik, Petr Král, Luboš Komárek

Zpracovatel: Sekce měnová

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 8.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, Situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

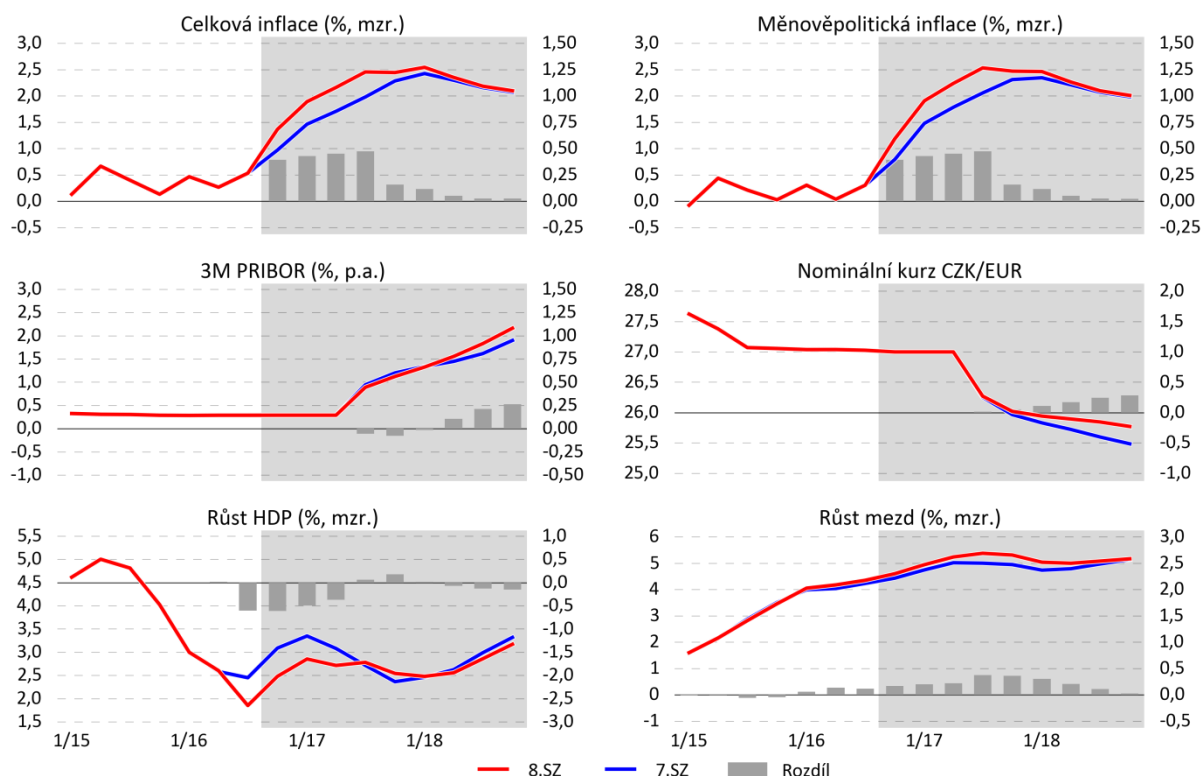
O B S A H

I. SHRnutí	1
1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik	1
2 Prognózy ostatních institucí	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	6
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	7
1 Vnější prostředí	7
2 Vývoj veřejných rozpočtů	14
III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	16
1 Trh práce	16
2 Ekonomický růst a jeho složky	20
3 Platební bilance	26
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	28
5 Peníze a úvěry	33
IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	37
1 Domácí úrokové sazby	37
2 Devizový kurz	38

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRnutí

1 Aktualizovaný scénář prognózy a výsledná bilance jejích rizik



Výše zobrazená simulace pracuje s předpoklady ze 7.SZ v podobě zachování stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni za současného používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Pozorované vyšší hodnoty celkové i měnověpolitické inflace v posledním čtvrtletí letošního roku posouvají jejich výhled k vyšším hodnotám, a to zejména v ročním horizontu. Celková i měnověpolitická inflace se tak budou dle aktualizované simulace zvyšovat rychleji a dosáhnou inflačního cíle již v průběhu druhého čtvrtletí příštího roku. Rovněž výhled mezd se lehce zvyšuje na celém horizontu prognózy. Naproti tomu výhled meziroční dynamiky ekonomické aktivity se pro nejbližší rok v této simulaci snižuje vlivem pozorovaného slabšího růstu domácí ekonomiky v letošním třetím čtvrtletí. O něco pozvolnější posilování nominálního kurzu po opuštění kurzového závazku je v simulaci ovlivněno více faktory: vyšším inflačním diferencialem, zhoršením nominálních čistých exportů i přehodnocením výhledu zahraničních tržních úrokových sazeb směrem vzhůru. Tyto faktory částečně vyvažuje vliv prodloužení kvantitativního uvolňování ze strany ECB. Nárůst domácích úrokových sazeb je v roce 2018 o něco výraznější.

Nad rámec výše uvedené simulace existují dodatečná rizika krátkodobé prognózy jdoucí ve směru vyšší inflace pramenící z pravděpodobných sekundárních dopadů EET a z cen potravin. Další riziko se týká možného nižšího domácího ekonomického růstu a plyne z horších předstihových indikátorů v posledním čtvrtletí letošního roku. Celkově tak sekce měnová hodnotí rizika prognózy ze 7.SZ na horizontu měnové politiky jako mírně proinflační.

V případě zahraničních veličin se výhled implikované tržní sazby 3M EURIBOR na delším horizontu lehce zvýšil, i nadále však zůstává až do konce roku 2018 v záporných hodnotách.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Tento výhled již reflektuje poslední měnověpolitické jednání ECB, kde došlo k rozhodnutí prodloužit kvantitativní uvolňování až do konce roku 2017. U stínových sazeb se dosud odhadovaný dodatečný efekt plynoucí z kvantitativního uvolňování ECB ve výši 1,25 procentního bodu nemění až do března 2017. Poté se tento efekt bude stejně jako v 7.SZ zmírňovat, ale v návaznosti na prodloužení programu nákupů dluhopisů v nižších objemech bude jeho zmírňování pomalejší, a uvedený efekt tak bude přetrvávat delší dobu. Stínové úrokové sazby se tedy v tomto období posouvají do více záporných hodnot, a to až o 0,37 procentního bodu. Očekávané prodloužení kvantitativního uvolňování ze strany ECB se odrazilo i ve slabším výhledu kurzu eura vůči USD, u nějž se pro příští dva roky očekává průměrná hodnota 1,06 USD/EUR. Výhled růstu efektivního HDP eurozóny se na celém horizontu prognózy takřka nemění a nadále zohledňuje očekávané zpomalení růstu ekonomické aktivity v příštím roce (na 1,7 %) v důsledku nejistoty související s budoucím „brexitem“. Tržní výhledy ceny ropy Brent zůstávají na celém horizontu poblíž předpokladů stávající prognózy a očekávají pro závěr roku 2018 hodnotu okolo 57 USD/barel. Výhledy růstu cen průmyslových výrobců se v letošním i příštím roce přehodnocují lehce směrem nahoru (o 0,2 p.b.). Nadále se tak očekává, že ceny průmyslových výrobců na počátku příštího roku přejdou v růst, který se rychle přiblíží 2% hranici, přičemž nově publikovaná data i přehodnocení výhledů lehce směrem nahoru zvyšují pravděpodobnost tohoto obratu. Výhled spotřebitelské inflace se na celém predikčním horizontu téměř nemění; ani v závěru roku 2018 tedy nedosáhne 2% hranice.

Ve třetím čtvrtletí pokračoval robustní vývoj na **trhu práce**. Zaměstnanost i nadále výrazně rostla, což bylo taženo především zvyšováním počtu zaměstnanců, pokračoval však i obnovený růst počtu podnikatelů. Nárůst zaměstnanosti byl přitom nejvýraznější v průmyslu a netržních službách, naproti tomu zaměstnanost v tržních službách přešla do poklesu. Míra ekonomické aktivity se dále zvýšila na historicky nejvyšší hodnotu. Sezonně očištěná míra obecné nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob v souladu s prognózou slabě poklesly. Průměrná mzda podle očekávání zrychlila svou dynamiku, a to na hodnoty ležící nad prognózou. To platilo i pro vývoj v obou jejích složkách – podnikatelské i nepodnikatelské sféře. Výraznější než predikované zpomalení tempa ekonomického růstu se odrazilo v národohospodářské produktivitě práce, která se po předchozím zvyšování ve třetím čtvrtletí lehce meziročně snížila. Růst jednotkových mzdových nákladů naopak zrychlil. Měsíční data za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí letošního roku ukazují na další mírné snižování podílu nezaměstnaných osob i míry nezaměstnanosti přibližně v souladu s prognózou.

I ve třetím čtvrtletí pokračovalo zpomalování růstu **ekonomické aktivity**, který zvolnil na 1,9 %. Oproti prognóze ze 7.SZ tak ekonomický růst zpomalil výrazněji (o 0,6 p.b.). Nižší tempo růstu HDP ve srovnání s prognózou bylo způsobeno především – nad očekávání výrazným – snížením kladného příspěvku čistého exportu. Ten odrážel zejména skokové zpomalení růstu vývozu a při nižším propadu hrubé tvorby fixního kapitálu, který zmírňoval překvapení směrem dolů u dynamiky dovozů. Rovněž vládní spotřeba zpomalila oproti prognóze o něco výrazněji. Prognóza spotřeby domácností se naopak naplnila, když její růst dosáhl téměř 3 %. Z pohledu tvorby hrubé přidané hodnoty i nadále v největší míře přispíval k jejímu růstu průmysl, jeho příspěvek se však oproti předchozím obdobím dále snížil. Klesl rovněž příspěvek odvětví obchodu, pohostinství a dopravy. Měsíční údaje za počátek čtvrtého čtvrtletí naznačují – navzdory stabilnímu výhledu efektivního ukazatele zahraniční poptávky – další zvolnění růstu ekonomické aktivity a propad exportů v průmyslu, mírně zpomalující růst tržeb v maloobchodě a pokračující pokles ve stavebnictví. Naproti tomu ekonomický sentiment spotřebitelů i podnikatelů se oproti předchozímu čtvrtletí zvýšil.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

V souhrnu **vývoj domácí ekonomiky** ve třetím čtvrtletí přinesl protisměrné informace, když na jedné straně téměř v souladu s prognózou nadále pokračuje růst zaměstnanosti i pokles nezaměstnanosti a růst mezd zrychlil mírně nad prognózu. Naproti tomu zpomalení růstu ekonomické aktivity bylo hlubší, a to především vlivem podstatně nižšího příspěvku čistého vývozu. Aktualizovaná simulace prognózy ze 7.SZ tak při téměř nezměněných předpokladech o vývoji efektivní zahraniční poptávky reflektuje nižší data za třetí čtvrtletí a jde ve směru pomalejšího meziročního růstu HDP, a to především v ročním horizontu. Naproti tomu vyšší pozorovaný růst mezd spolu s vlivem vyšší inflace vede k mírně zvýšenému výhledu mezd na celém horizontu prognózy. Říjnová data o výrazném zpomalení růstu průmyslové produkce a poklesu zahraničního obchodu představují dodatečné riziko této simulace, jdoucí ve směru ještě nižšího ekonomického růstu ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku.

Celková meziroční **inflace** v průběhu třetího čtvrtletí zrychlovala výrazněji oproti prognóze a v listopadu dosáhla již 1,5 %, což bylo o 0,5 procentního bodu nad prognózou. Na této odchylce se nejvíce podílelo rychlejší než očekávané oživení růstu cen potravin a v menší míře zrychlující korigovaná inflace bez pohonných hmot. Naopak regulované ceny i ceny pohonných hmot setrvaly v lehkém meziročním poklesu, a nacházely se tak mírně pod prognózou. Výhled regulovaných cen se rovněž posouvá protiinflačním směrem z důvodu nižších cen plynu a elektřiny. K oživení růstu regulovaných cen tudíž dojde až v polovině příštího roku. Ve výše uvedené simulaci převládá vliv vyšších pozorovaných hodnot celkové inflace a její výhled se na celém horizontu prognózy zvyšuje, zejména v ročním horizontu. Nad rámec této simulace jsou rizika krátkodobé prognózy inflace dále mírně proinflační v souvislosti se zavedením EET a krátkodobými výhledy cen potravin.

V dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí letošního roku zůstaly **úrokové sazby 3M PRIBOR** nadále stabilní a jejich průměrná výše (0,3 %) odpovídala prognóze. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba bylo rovněž v souladu s prognózou stabilní na úrovni 0,24 p.b. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle kotací FRA implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles 3M PRIBOR. Úrokové sazby s delší splatností se lehce zvýšily, což platí i pro výnosy tuzemských státních dluhopisů. Jejich výnosová křivka se nicméně i nadále pohybuje pod nulou až do splatnosti 5 let.

Měnový kurz se v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí pohyboval těsně nad hladinou kurzového závazku a v průměru dosáhl 27,03 CZK/EUR. To představuje jeho meziroční posílení o 0,2 %. Kurz se tak vyvíjel v souladu s předpoklady prognózy.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici předpovídají zpomalení růstu HDP v letošním roce na 2,5 % a jeho setrvání poblíž této hodnoty v příštím roce. Inflační očekávání v ročním horizontu opět lehce vzrostla a po více než 2 letech se vrátila přesně na úroveň 2% cíle ČNB. Podle většiny analytiků dojde k opuštění kurzového závazku ve druhé polovině roku 2017; kurz CZK/EUR by dle jejich očekávání měl do konce příštího roku v průměru posílit o 50 – 60 hal. V ročním horizontu žádný z analytiků nepředpokládá změnu nastavení měnověpolitických úrokových sazeb. Tržní výhled úrokových sazeb implikuje jejich nepatrný pokles v ročním horizontu; stávající prognóza ČNB předpokládá jejich stabilitu pouze do poloviny roku 2017.

Ke dni odevzdání 8.SZ bylo publikováno pouze jedno šetření, na základě kterého je možné provést standardní srovnání s prognózou ze 7.SZ, a to Foreign Exchange Consensus Forecasts

OMEZENÝ PŘÍSTUP

(FECF, uzávěrka 5.12.). U šetření Inflační očekávání finančního trhu (IOFT) a Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za listopad (uzávěrka 15.11., resp. 14.11.)¹.

Srovnání prognózy ČNB ze 7.SZ s prognózami ostatních institucí

HDP (%)	rok 2016			rok 2017		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
8/16		2,4	2,4		2,6	2,5
9/16		2,5	2,5		2,6	2,5
10/16	2,8	2,5	2,5	2,9	2,6	2,5
11/16		2,5	2,5		2,6	2,4

mzdy (%)	rok 2016			rok 2017		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
8/16		4,2	4,1		4,2	4,1
9/16		4,2	4,2		4,1	4,1
10/16	4,2	4,1	4,2	5,0	4,2	4,2
11/16		4,1	4,2		4,2	4,3

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
8/16		27,0		26,9	26,7
9/16		27,0		26,9	26,8
10/16	27,0 (IV/16)	27,1	26,0	26,7	26,7
11/16		27,0		26,4	26,7
12/16		27,0			26,5

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
8/16		1,8		2,0	
9/16		1,9	1,3	2,0	2,1
10/16	2,3 (IV/17)	1,9		1,9	
11/16		2,0		2,0	

úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
8/16		0,05		0,3	0,5
9/16		0,05		0,4	0,5
10/16	1,0 (IV/17)	0,05	1,2 (IV/17)	0,3	0,5
11/16		0,05		0,3	0,5

Analytici v letošním roce předpovídají zpomalení růstu **HDP** na 2,5 % (v souvislosti s odezněním loňských jednorázových prorůstových faktorů), obdobné dynamiky by ekonomika měla dosáhnout i v příštím roce. Pro oba roky se tak jejich předpovědi pohybují mírně níže ve srovnání se stávající prognózou ČNB. Analytiky odhadovaná tempa růstu nominálních **mezd** pro roky 2016 a 2017 se pohybují lehce nad 4 %, analytici tedy – na rozdíl od prognózy ČNB – nepředpokládají zrychlení dynamiky mezd v příštím roce. Očekávání ohledně ukončení kurzového závazku jsou aktuálně mezi analytiky IOFT rozložena takto: 2Q17 (3 respondenti), 3Q17 (6) a 4Q17 (5). Oslovení analytici očekávali v ročním horizontu **kurz** na průměrné úrovni 26,4 – 26,5 CZK/EUR, tzn. silnější kurz o více než 2 % oproti jeho současným hodnotám, avšak slabší proti predikci ČNB. **Inflační očekávání** v ročním horizontu opět lehce vzrostla a po více než 2 letech se vrátila přesně na

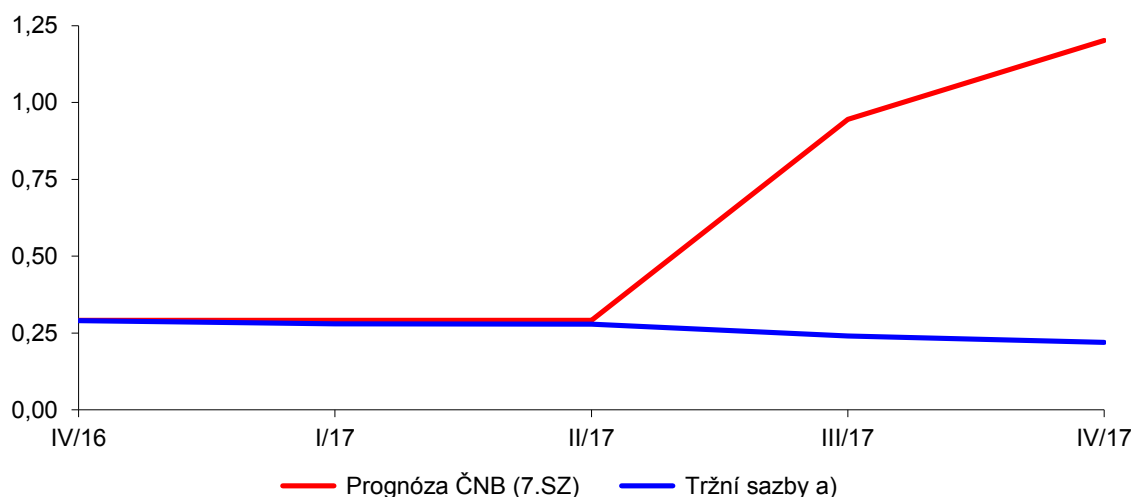
¹ Údaje z prosincových šetření budou součástí prezentace na měnověpolitickém jednání bankovní rady.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

úroveň 2% cíle ČNB, také v tříletém horizontu jsou na cíli. Pro prosincové měnové zasedání bankovní rady i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. To znamená, že minimálně část respondentů nepředpokládá, že ukončení kurzového závazku bude bezprostředně doprovázeno změnou základních úrokových sazeb.

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

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



a) pro IV/16 3M PRIBOR, pro I/17 až IV/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 14.12.2016

OMEZENÝ PŘÍSTUP

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %, resp. v %	
		7. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	III/16	2.5	1.9
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	III/16	2.8	2.8
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	III/16	2.1	1.5
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	III/16	-4.9	-1.1
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	III/16	-5.0	-2.3
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	III/16	0.0	0.3
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	III/16	6.7	2.0
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	III/16	4.5	1.4
Vývoz zboží (národní pojetí)	10/16	3.0 (Q)	-4.9
Dovoz zboží (národní pojetí)	10/16	1.9 (Q)	-5.3
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	10/16	34.0 (Q)	15.5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	II/16	-6.0	-0.1
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	II/16	.	-9.3
Index spotřebitelských cen	11/16	1.0	1.5
Ceny průmyslových výrobců	10/16	-1.8	-1.7
Ceny zemědělských výrobců	10/16	-6.5	-3.8
Vývozní ceny	III/16	-2.6	-2.7
Dovozní ceny	III/16	-3.7	-3.7
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	11/16	5.3 (Q)	5.1
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	10/16	.	3.9
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	III/16	4.0	4.0
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	III/16	1.7	1.8
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	III/16	1.8	1.9
ostatní	III/16	1.1	1.4
Průměrná reálná mzda	III/16	3.6	4.0
Průměrná nominální mzda	III/16	4.2	4.5
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	III/16	4.2	4.5
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	III/16	3.9	4.6
Průměrná nominální mzda v průmyslu	10/16	.	2.8
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	10/16	.	0.1
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	10/16	8.4 (Q)	8.3
Průmyslová produkce (s.o.)	10/16	.	0.8
Stavební produkce (s.o.)	10/16	.	-9.1
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	10/16	.	3.2

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

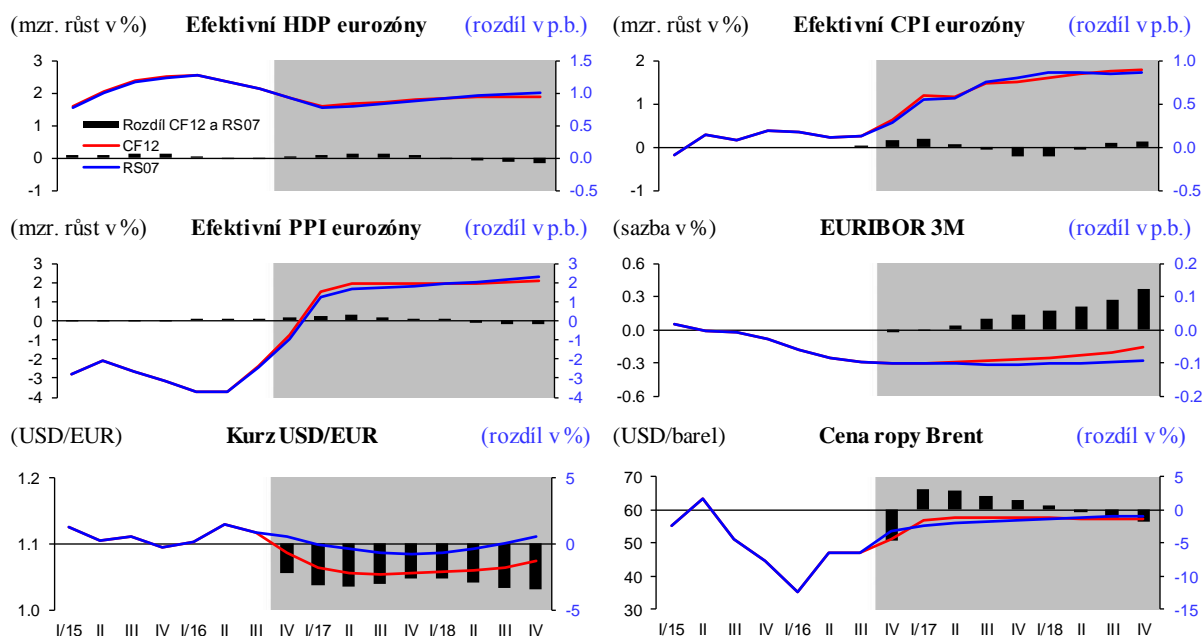
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Výhled tempa růstu zahraniční poptávky se na celém horizontu nemění. Ve srovnání s minulou prognózou je v letošním a příštím roce vyšší výhled růstu cen výrobců, výhled inflace spotřebitelských cen zůstává na celém predikčním horizontu beze změny. Trajektorie implikovaných budoucích tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR je na celém horizontu prognózy vyšší, avšak i nadále se pohybuje v záporných hodnotách. K výrazné změně směrem dolů dochází u stínových úrokových sazeb v reakci na prodloužení kvantitativního uvolňování ze strany ECB až do konce roku 2017. Rozdílné směřování měnových politik ECB a Fedu se promítá do výhledu kurzu eura vůči americkému dolaru, který se na celém horizontu posouvá směrem k výrazně slabším hodnotám eura. Výhled cen ropy Brent se nachází přibližně na úrovni minulé prognózy. Rizika budoucího vývoje jsou spojena zejména s budoucím vystoupením Spojeného království z EU a jeho dopady na ekonomický sentiment v eurozóně.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF12) je založena na průzkumu **Consensus Forecasts z 5. prosince 2016** (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (ceny ropy Brent). Scénář sazeb 3M EURIBOR byl odečten k 12. prosinci, tj. již zohledňuje rozhodnutí ECB po posledním měnovém zasedání.



Výhled **efektivního ukazatele HDP²** eurozóny předpokládá pro letošní rok růst zahraniční poptávky o 2,2 %. V roce 2017 se nadále očekává zpomalení na 1,7 %, zejména z důvodu negativních dopadů budoucího „brexitu“, jejichž rozsah je však nejistý. V roce 2018 by naopak mělo dojít k opětovnému zrychlení efektivní zahraniční poptávky na 1,9 %. Výhled se tak na celém horizontu oproti předpokladům 7.SZ nemění.

² Výhled je v grafech označen šedou plochou. Nepatrné rozdíly mezi prognózou a 8.SZ u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí v českém vývozu a sezonním očištěním.

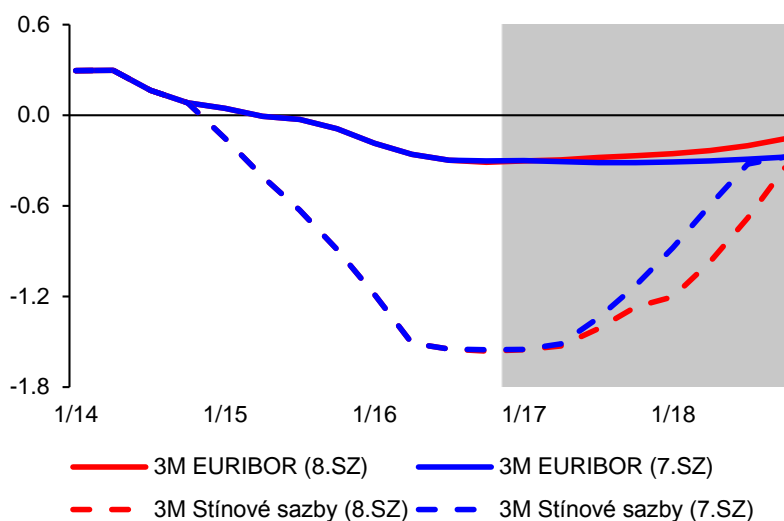
OMEZENÝ PŘÍSTUP

U **efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (PPI)** v eurozóně se očekává pro letošní rok pokles v průměru o 2,6 %, zejména v souvislosti s předchozím poklesem cen ropy a dalších komodit. K odeznění tohoto vlivu z meziročního růstu cen by mělo dojít začátkem příštího roku. V roce 2017 by tempo růstu výrobních cen v efektivní eurozóně mělo zrychlit na 1,8 % a v roce 2018 dále na 2 %. Oproti minulé prognóze je výhled pro letošní a příští rok výše přibližně o 0,2 p.b., pro rok 2018 se výhled naopak nepatrně snížil.

Výhled **efektivní inflace spotřebitelských cen (CPI)** v eurozóně se na celém predikčním horizontu oproti prognóze ze 7.SZ prakticky nemění. V rámci celoročního průměru by tak měly spotřebitelské ceny v letošním roce vzrůst o 0,4 %. V roce 2017 by měl jejich růst zrychlit na 1,3 %, v roce 2018 pak dále až na 1,7 %. Inflace spotřebitelských cen by ale neměla do konce roku 2018 dosáhnout 2 %.

Implikovaná **trajektorie budoucích tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR** se posunula téměř na celém predikčním horizontu výše. To pravděpodobně odráží rozhodnutí o snížení programu nákupu aktiv o 20 mld. měsíčně, což trh vnímá již jako nakročení k budoucímu ukončování kvantitativního uvolňování. I nadále se však budou zahraniční úrokové sazby pohybovat ve zřetelně záporných hodnotách na celém horizontu prognózy. Průměrná hodnota zahraničních úrokových sazeb se pro letošní a příští rok nachází přibližně na úrovni minulé prognózy, tj. -0,3 %. V roce 2018 by měla dosáhnout v průměru -0,2 %, což je oproti minulé prognóze o 0,1 p.b. výše. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků v rámci prosincového CF, kteří v horizontu 3 a 12 měsíců předpokládají úroveň zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR rovněž na úrovni -0,3 %.

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



Rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, tj. prostřednictvím růstu její bilance, je aproximován v trajektorii **stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR**. Původní plán ECB nakupovat dluhopisy v objemu 80 mld. EUR měsíčně do března 2017 byl na posledním zasedání 8. prosince prodloužen až do konce roku 2017, i když měsíční objem nákupů se od dubna pouze snižuje na 60 mld. EUR. Efekt měsíčních nákupů ve výši 80 mld. EUR byl v předchozích SZ kvantifikován jako dodatečný pokles trajektorie sazeb 3M EURIBOR o 1,25 p.b. Od dubna 2017 se tento efekt postupně zmírní na 1 p.b., a bude přetrvávat déle oproti předpokladům 7.SZ.

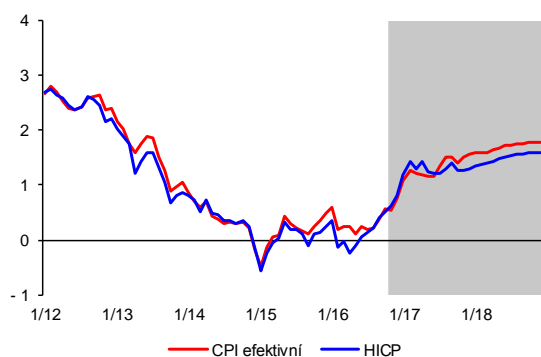
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** se na celém horizontu prognózy posouvá ke slabším hodnotám eura. To odráželo zejména očekávání o prodloužení kvantitativního uvolňování ze strany ECB, i zpřísnění měnové politiky Fedu, ke kterým nakonec skutečně došlo. V letošním roce se kurz eura vůči americkému dolaru doposud v průměru nacházel na úrovni cca 1,11 USD/EUR. Prosincový výhled CF, který byl odečten ještě před měnovými zasedáními ECB i Fedu, předpokládá průměrný kurz USD/EUR v následujících dvou letech na úrovni 1,06 USD/EUR. Rizikem uvedené předpovědi je nejistota ohledně dopadu odchodu Spojeného království z EU na ekonomiku eurozóny. Zasedání Fedu přineslo trhy očekávané zpřísnění měnové politiky, což bezprostředně vedlo jen k lehkému oslabení eura na hodnoty poblíž 1,05 USD/EUR. Avšak vyjádření Fedu naznačující razantnější zpřísnění měnové politiky v příštích dvou letech představuje oproti výhledu CF dodatečná rizika ve směru ještě slabšího kurzu eura.

Očekávaný vývoj **cen ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů zůstává na celém horizontu předpovědi téměř na úrovni minulé prognózy. Na trhu přetrvává převis nabídky ropy v důsledku rostoucí těžby v zemích OPEC a v Rusku, který by se však měl dále snižovat, pokud dojde k realizaci dohody OPEC o omezení těžby, ke které dospěli zástupci kartelu na zasedání 30. listopadu ve Vídni. Cena ropy Brent by měla letos činit v průměru přibližně 45 USD/b, aktuálně se ale nachází výrazně výše (54 USD/b). Na konci roku 2018 se očekává cena ropy Brent přibližně 57 USD/b. Prosincový CF uvádí pro roční horizont očekávanou cenu ropy Brent na úrovni kolem 55 USD/b, což je oproti tržnímu výhledu o 3 USD/b níže.

1.2 Eurozóna

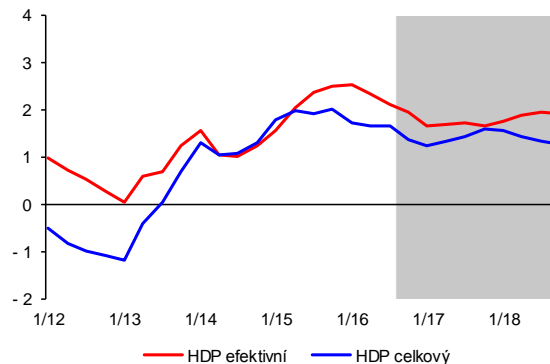
Ve třetím čtvrtletí se meziroční **tempo růstu HDP** eurozóny lehce zvýšilo na 1,7 %. K růstu nadále přispívala hlavně domácí poptávka, především spotřeba domácností. Z jednotlivých zemí nejvíce rostly ekonomiky Španělska, Slovenska a Slovinska. Řecká ekonomika se ve třetím čtvrtletí vymanila z recese. Na základě vývoje předstihových indikátorů by měl růst ve čtvrtém čtvrtletí v eurozóně ještě zrychlit.

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



	2014	2015	2016	2017	2018
CPI efekt.	0,4	0,2	0,4	1,3	1,7
HICP	0,4	0,0	0,2	1,3	1,5

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



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP efekt.	1,2	2,1	2,2	1,7	1,9
HDP celk.	1,2	1,9	1,6	1,4	1,4

Vývoj jednotlivých ukazatelů ekonomiky byl v posledních měsících smíšený. Průmyslová produkce v září klesla kvůli zpomalení ve většině odvětví a nepatrně by se měla snížit i v říjnu, vzhledem k poklesu většiny dostupných dat. Nicméně předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu se postupně v minulých měsících zvyšoval, a naznačuje tak

zlepšování vývoje a solidní růst zejména výstupu, nových objednávek a zaměstnanosti. Nezaměstnanost se v posledních třech měsících postupně snižovala až na říjnových 9,8 %. Růst maloobchodních tržeb několik měsíců zpomaloval, ale zlepšující se situace na trhu práce a spotřebitelská důvěra vedly v říjnu k obrátu.

Celková inflace (HICP) pokračuje v rostoucím trendu a dle předběžných údajů by měla v listopadu dosáhnout 0,6 %. Stále ji podporují hlavně ceny služeb a potravin, naopak ceny energií dále působí protiinflačně. Ale i bez cen energií a potravin se inflace nadále nachází pod 1 %. Ceny průmyslových výrobců postupně zmírňují svůj meziroční pokles (v říjnu na -0,4 %) zejména díky cenám energií a statků dlouhodobé spotřeby.

Dle ECB a prosincového CF by měl růst HDP v letošním roce dosáhnout 1,6 %, ale v příštím roce by mělo jeho tempo zvolnit na 1,4 %. Předpověď míry inflace zůstává pro tento rok na hodnotě 0,2 %. V roce 2017 je pak očekáván růst celkové inflace nad 1 %, ale ještě v roce 2018 by měla být inflace výrazně pod hranicí 2 %. ECB na svém prosincovém zasedání potvrdila pokračování nákupů aktiv do své bilance ve výši 80 mld. EUR měsíčně do března 2017 s tím, že do konce roku by pak měly nákupy pokračovat ve sníženém objemu 60 mld. EUR měsíčně. Mírně se změnily i parametry nakupovaných dluhopisů. ECB přitom odmítá, že by se mělo jednat o začátek „taperingu“.

Meziroční růst německé ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2016 setrval na úrovni 1,7 %.³ Pokračování robustního růstu umožňovala silná dynamika spotřeby (jak vlády, tak domácností) a investic. Pokles čistého vývozu nárůst HDP naopak brzdil. Příznivý ekonomický vývoj je provázen poklesem počtu nezaměstnaných i míry nezaměstnanosti⁴ (v říjnu na 4,1 %) a zvyšováním zaměstnanosti. Německé ministerstvo financí předpokládá, že hospodářský růst umožní i letos dosáhnout přebytku státního rozpočtu. Ten bude však nižší než v minulém roce kvůli zvyšujícím se výdajům na uprchlíky.⁵

Pro **poslední čtvrtletí letošního roku** prosincový CF a Bundesbanka očekávají mírné posílení hospodářské dynamiky. Důvodem jsou rostoucí průmyslové zakázky (zejména ze zahraničí – z EU i mimo ni) a pokračující příznivé výhledy pro růst zaměstnanosti i reálných mezd. Pozitivní výhled má podporu i ve vysokých hodnotách většiny předstihových ukazatelů. Prosincový CF předpokládá, že HDP se za celý rok 2016 zvýší o 1,8 %, ale jeho růst zpomalí v roce 2017 na 1,3 %. Podle Bundesbanky, jejíž predikce je obdobná, bude hlavním důvodem snížené dynamiky oslabení vnější poptávky.

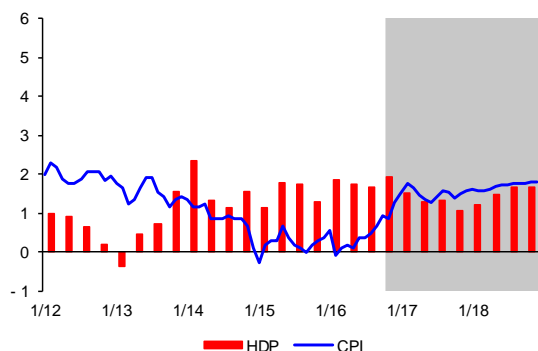
Německá inflace se v listopadu proti říjnu nezměnila a zůstala na hodnotě 0,8 % (nejvyšší úroveň za poslední 2 roky). Nadále ji brzdil propad cen energií, ale podporovaly ceny potravin a nájmu. Jádrová inflace se v říjnu také nezměnila a dosáhla 1,2 %. Pokles cen průmyslových výrobců se zmírnil o 1 p.b. na -0,4 %. Prosincový CF očekává, že průměrná inflace za celý letošní rok bude na úrovni 0,4 % a v příštím roce se zvýší na 1,5 %.

³ Mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky naopak zvolnilo na 0,2 % (po růstu o 0,7 % v prvním a 0,4 % ve druhém čtvrtletí). Na oslabení dynamiky měl nejvýraznější vliv pokles čistého vývozu, který se ze silného přispěvatele k růstu změnil v jeho negativní faktor. Prorůstově působila spotřeba vlády a domácností.

⁴ A to přesto, že se mezi nezaměstnané postupně zařazují uprchlíci, kteří do Německa dorazili v posledních letech. Bundesbanka očekává, že v příštích měsících dojde z tohoto důvodu k mírnému nárůstu míry nezaměstnanosti při současném růstu zaměstnanosti.

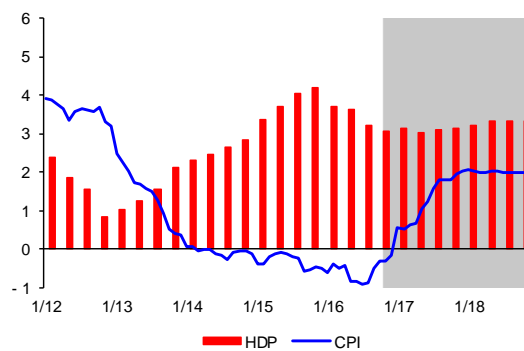
⁵ K největšímu přílivu uprchlíků došlo ve druhé polovině 2015, takže náklady na jejich integraci se plně projeví až v průběhu letošního roku.

HDP a inflace v Německu (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	1,6	1,5	1,8	1,3	1,5
CPI	0,9	0,2	0,5	1,5	1,7

HDP a inflace na Slovensku (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	2,6	3,8	3,4	3,1	3,3
CPI	-0,1	-0,3	-0,6	1,3	2,0

Pozn.: Šedá plocha je předpověď CF.

Meziroční tempo růstu slovenské ekonomiky ve třetím čtvrtletí letošního roku zpomalilo na 3,2 % hlavně v důsledku propadu investic (o 17 %) a snížení dynamiky vývozu (na 4,5 %). Nárůst spotřeby domácnosti (2,5 %) a vlády (2,1 %) růst HDP naopak podpořil. Také mezičtvrtletní dynamika se snížila na 0,7 %. Silný hospodářský vývoj provázelo zvýšení zaměstnanosti (o 2,4 % meziročně) a pokles nezaměstnanosti (v říjnu na 9,1 %). Podle listopadového CF by měl růst HDP za celý letošní rok dosáhnout 3,4 % a v příštím roce mírně zvolnit na 3,1 %.

Slovenská deflace se v říjnu zmírnila z -0,5 % na -0,3 % hlavně díky menšímu poklesu cen potravin a růstu cen pohonných hmot a služeb. Do kladných hodnot by inflace měla přejít na přelomu roku. Průměrný pokles spotřebitelských cen za rok 2016 dosáhne podle CF -0,5 % a v příštím roce se obrátí v růst o 1,3 %.

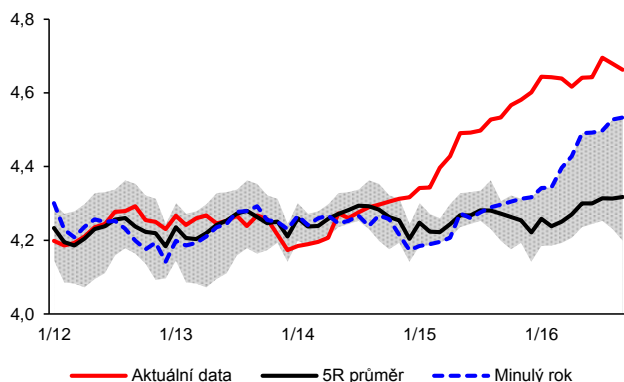
1.3 Cena ropy

Poté, co se na konci září zástupci kartelu OPEC v Alžíru překvapivě dohodli na snížení těžby o cca 700 tis. barelů denně, rostla **cena ropy Brent** silně až do poloviny října (a celkově zaznamenala zvýšení o více než 15 %). Ve zbytku měsíce se však cenový vývoj obrátil a cena ropy přišla prakticky o všechny své zisky, když sílily obavy, že dohodu z Alžíru se nepodaří uvést do praxe. V průběhu listopadu pak cena silně kolísala v reakci na často protichůdné zprávy z probíhajících schůzek expertů před zasedáním nejvyšších představitelů OPEC ve Vídni. V první polovině listopadu se cena pohybovala v průměru kolem 46 USD/barel, když nadále převládal negativní sentiment a trhy byly ohledně budoucí dohody spíše skeptické. Ve druhé polovině měsíce ale zesílila diplomatická aktivita Saudské Arábie a setkala se se vstřícnějším přístupem jak Iráku a Íránu, tak Ruska, což posunulo cenu o cca 2 USD/b výše. 30. listopadu pak dospěl kartel OPEC ve Vídni k dohodě o omezení těžby o 1,2 mil. barelů denně. Ochotu snížit produkci vyjádřily i některé země mimo OPEC (Mexiko, Kazachstán, Ázerbájdžán) a snížení o 300 tis. barelů denně přislíbilo ústy svého prezidenta i Rusko. Na to reagovala cena ropy Brent největším růstem od začátku roku 2009 (během čtyř dnů o více než 15 %), a dostala se tak nejvýše od poloviny roku 2015 (na 54,3 USD/b). Zde se však růst zastavil a další vývoj bude záviset na dodržování stanovených kvót jednotlivými zeměmi, a rovněž na reakci těžby břidlicové ropy v USA na zvýšenou cenu.

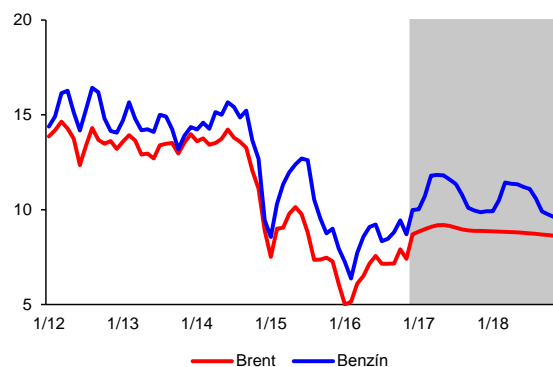
Po rychlém cenovém růstu začíná optimismus z trhu postupně opět vprchávat, když data za listopad ukazují silný **nárůst produkce zemí OPEC** na další historické maximum 34,2 mil. b/d a rovněž rekordní produkci v Rusku. To spolu s menším než dříve očekávaným

poklesem produkce v USA a oživováním tamní břidlicové těžby vede část analytiků k přesvědčení, že ani signalizované omezení produkce nebude stačit na udržení současných cen. EIA tak očekává i v příštím roce růst globálních zásob v průměru o 0,5 mil. b/d (po letošním růstu 0,8 mil. b/d). Na druhé straně EIA zvýšila odhad růstu poptávky po ropě z letošních 1,3 mil. b/d na 1,5 mil. b/d v roce 2017. Odůvodňuje to tím, že americký dolar sice v posledních měsících posílil, ale zejména vůči měnám vyspělých zemí, takže nebude tlumit růst poptávky po ropě z rozvíjejících se zemí.

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



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



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

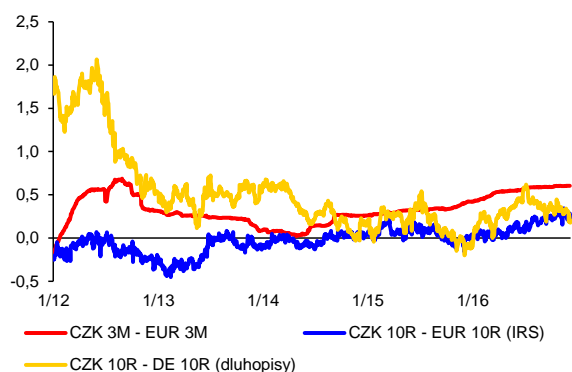
Tržní křivka cen **futures kontraktů** po silném růstu cen ropy na začátku prosince v horizontu dvou let signalizuje jen nepatrný růst. Průměrná cena ropy Brent by tak měla dosáhnout 57 USD/b v roce 2017 a pouze o dolar více v následujícím roce, což je jen lehce nad předpokladem prognózy ze 7.SZ. Prosincový CF je se svojí předpovědí 54,5 USD/b na konci roku 2017 o 3 USD/b níže a ještě nižší je předpověď EIA, která očekává pro první čtvrtletí příštího roku cenu 48 USD/b a pro celý rok jen 51 USD/b, a tedy akceleraci cen až ve druhé polovině roku 2017. Rovněž předpovědi ostatních institucí se v současnosti značně rozcházejí. Např. analytici Goldman Sachs nepředpokládají, že by se cena ropy udržela nad hranicí 55 USD/b. Větší růst cen neočekává ani IEA, neboť na rozdíl od minulých omezení produkce ze strany OPEC je nyní v záloze velké množství ropy v USA, které by při ceně nad 60 USD/b bylo relativně rychle uvedeno na trh. Naopak analytici Barclays očekávají sblížení nabídky ropy s poptávkou již v polovině příštího roku s tím, že by cena mohla reagovat s předstihem a vzrůst až na 75 USD/b.

1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

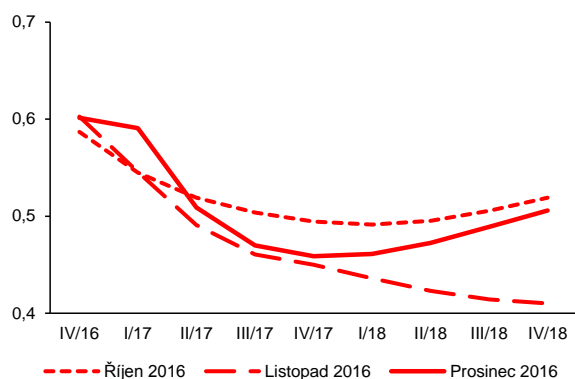
Úrokový **diferenciál mezi tříměsíčními korunovými a eurovými výnosy** se od konce září zvýšil jen minimálně, aktuálně činí 0,6 p.b. Výše sazby 3M PRIBOR zůstává již od března neměnná. Tříměsíční referenční úroková sazba 3M EURIBOR poklesla v posledních dvou měsících o něco hlouběji do záporných hodnot. V současnosti se nachází lehce pod úrovní -0,3 %. Mezibankovní sazby se stejnou splatností jsou v Evropě záporné nadále i v Dánsku (-0,2 %), Švédsku (-0,6 %) a Švýcarsku (-0,7 %), přičemž jak švédská, tak švýcarská sazba se od září posunuly o něco více do záporu. Mimo evropský kontinent je obdobná referenční sazba záporná v Japonsku. Prosincový tržní výhled očekává v příštím roce zúžení úrokového diferenciálu v průměru o 0,1 p.b., v roce 2018 pak jeho stabilitu.

Úrokový diferenciál mezi výnosy českého a německého desetiletého vládního dluhopisu naproti tomu mírně poklesl (na 0,2 p.b.), když výnosy dluhopisů vydávaných německou vládou rostly o něco rychleji než u jejich českých protějšků. Výnos německého desetiletého dluhopisu, jenž se ještě v průběhu prvního říjnového týdne pohyboval v záporných hodnotách, nyní dosahuje 0,4 %. Prosincový CF očekává, že na stejné hodnotě zůstane i v jednoletém horizontu. Rozdíl mezi výnosy korunových a eurových desetiletých úrokových swapů zůstal zhruba stabilní a v současné době dosahuje 0,2 p.b.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Kurz eura vůči americkému dolaru během října a listopadu znatelně oslabil, a to až pod úroveň z loňského prosince. Dolar podporovaly především jestřábí výroky členů FOMC a stále sílící očekávání trhů, že v prosinci bude po roce zvýšena hlavní úroková sazba Fedu. Výjimkou trendu posilování USD byly pouze dva týdny před americkými prezidentskými volbami, během nichž euro vůči dolaru vlivem zvýšené politické nervozity v USA posilovalo. Od konce listopadu nicméně euro začalo své předchozí ztráty umazávat s blížícím se prosincovým měnověpolitickým zasedáním ECB a posílilo až na 1,08 USD/EUR. Po zasedání ECB a Fedu pak kurz USD/EUR korigoval na 1,05. Prosincový výhled CF, který byl odečten ještě před oběma měnovými zasedáními, očekává průměrný kurz eura na 1,06 USD/EUR v následujících dvou letech.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Dosavadní vývoj veřejných rozpočtů potvrzuje základní vyznění prognózy ze 7.SZ. Aktuálně byl PSP ČR schválen zákon o státním rozpočtu na rok 2017 s deficitem ve výši 60 mld. Kč. Naproti tomu zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti byl v Senátu zamítnut a vrácen k projednání do Poslanecké sněmovny.

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

* upraveno o mimořádné jednorázové operace

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

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

**** měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi)

V roce 2016 očekává stávající prognóza díky příznivému hospodářskému vývoji a posílení příjmové strany rozpočtů pokles deficitu vládního sektoru v metodice ESA2010 na 0,3 % HDP. Na výdajové straně k tomuto vývoji přispívá snížení výdajů na dluhovou službu. Ve stejném směru v souladu s očekáváním působí pozorovaný hluboký pokles vládních investic v souvislosti s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z evropských fondů. Naproti tomu rostou dotace na obnovitelné zdroje energie, důchody, odvody vlastních zdrojů do rozpočtu EU a platy státních zaměstnanců. Působení fiskální politiky je v letošním roce výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,7 procentního bodu, a to zejména vlivem výše zmíněného propadu vládních investic spolufinancovaných z fondů EU.

Státní rozpočet dosáhl ke konci listopadu tohoto roku přebytku 55,5 mld. Kč a rozpočtové saldo je tak o 85,5 mld. Kč lepší než ve stejném období minulého roku. Rovněž místní rozpočty vykazují značné přebytky, ke konci října t.r. 52,5 mld. Kč (tj. meziročně o 15,1 mld. Kč vyšší přebytek). Saldo státního rozpočtu je však značně ovlivněno finančními toky souvisejícími s financováním evropských projektů, které aktuálně hospodaření státního rozpočtu výrazně zlepšují (za tři čtvrtletí letošního roku v rozsahu cca 89,5 mld. Kč⁶). V aktuální metodice, v níž je prognóza ČNB formulována, se přitom tento vliv neprojeví, protože jednak do značné míry souvisí s financováním projektů v předchozím období a jednak mají vládní projekty financované z evropských fondů neutrální dopad do bilance hospodaření vládního sektoru (tj. projeví se ve stejné výši na příjmové i výdajové straně a jediný dopad má rozsah domácího spolufinancování z veřejných rozpočtů).

V roce 2017 lze podle stávající prognózy očekávat vyrovnané hospodaření vládního sektoru, a to zejména v souvislosti s pokračujícím ekonomickým růstem. Na příjmové straně je navíc předpokládáno zvýšení v důsledku zavedení elektronické evidence tržeb (EET) a dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Proti tomu bude působit dopad přesunu stravovacích služeb do snížené sazby DPH a zvýšení daňového zvýhodnění na dítě. Na

⁶ Celkový objem transferů z EU a Národního fondu do státního rozpočtu dosáhl ke konci listopadu 2016 částky 145,2 mld. Kč při meziročním snížení o 4,5 % (tj. o 6,9 mld. Kč).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

výdajové straně se předpokládá další úspora nákladů na dluhovou službu, pokračování zrychleného růstu mezd ve vládním sektoru, vyšší výdaje na penze a zdravotnictví a obnovení růstu vládních investic. Působení fiskální politiky jdoucí nad rámec rostoucí vládní spotřeby bude v roce 2017 slabě expanzivní.

Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR byl již schválen **zákon o státním rozpočtu na rok 2017**. Deficit SR pro rok 2017 je stanoven v souladu s návrhem vlády ve výši 60 mld. Kč, ve střednědobém výhledu pro rok 2018 ve výši 50 mld. Kč a pro rok 2019 ve výši 30 mld. Kč (vše v hotovostní metodice sestavování SR).

Pozitivní vliv hospodářského růstu vyústí v roce 2018 do přebytku vládního sektoru ve výši 0,4 % HDP. Příjmová strana bude dle předpokladů 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.

Riziky fiskální prognózy zůstávají naplňování výhledu vládních investic, skutečný dopad opatření omezujících daňové úniky (kontrolního hlášení u DPH a EET) a případné vyšší vládní výdaje v souvislosti s blížícími se parlamentními volbami v roce 2017.

Senát počátkem prosince tohoto roku zamítl vládní návrh **zákona o pravidlech rozpočtové odpovědnosti** včetně souvisejícího návrhu pozměňovacího zákona a vrátil normu do PSP ČR k opětovnému projednání. Návrhy těchto zákonů byly zařazeny na program aktuálně probíhající 53. schůze Poslanecké sněmovny.

III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

V průběhu třetího čtvrtletí pokračoval obdobný vývoj na trhu práce jako v předchozím období. Růst zaměstnanosti v souladu s očekáváním prognózy nadále dosahoval silných meziročních temp, tažených zejména navýšením počtu zaměstnanců. Dynamika počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky naopak zpomalila a byla oproti prognóze nepatrně nižší. Sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti v souladu s prognózou dále slabě poklesla. Meziroční tempo růstu mezd bylo v porovnání s prognózou vyšší, celkový objem mezd a platů podle podnikových statistik se pak nacházel zhruba na prognóze. Mírnější než očekávaný růst ekonomické aktivity vedl ke zdatelně rychlejšímu zvyšování nominálních jednotkových mzdových nákladů a spolu s tím ke slabému poklesu produktivity práce. V dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí je vývoj na trhu práce téměř v souladu se stávající prognózou, když pokračuje pokles sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob a rovněž měsíční data o vývoji sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti zatím naznačují její další slabý pokles.

Porovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Podíl nezaměstnaných osob (s. o., v %)	11/16	5.2	5.1
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	10/16	4.0	3.9
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	III/16	4.0	4.0
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	III/16	1.7	1.8
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	III/16	1.8	1.9
ostatní zaměstnaní	III/16	1.1	1.4
Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. změna v %)	III/16	1.7	1.6
Nominální mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	III/16	4.2	4.5
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	III/16	4.2	4.5
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	III/16	3.9	4.6
Reálná mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	III/16	3.6	4.0
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	III/16	3.7	4.0
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	III/16	3.3	4.1
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	10/16	.	2.8
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	10/16	.	0.1
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	III/16	3.0	4.0
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	III/16	.	4.1
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	III/16	.	8.7
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	III/16	0.8	-0.1

Vývoj ekonomické aktivity se na trhu práce ve třetím čtvrtletí 2016 projevil výrazným meziročním zvýšením **celkové zaměstnanosti** (podle metodiky VŠPS)⁷. Tento vývoj odpovídal prognóze ze 7.SZ, a to i z hlediska struktury růstu zaměstnanosti, když k vyššímu počtu zaměstnaných osob v ekonomice přispělo jak navýšení počtu zaměstnanců, tak opětovně i nárůst počtu podnikatelů. Říjnová data o vývoji sezonně očištěné zaměstnanosti naznačují pokračování jejího silného meziročního růstu i ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku.

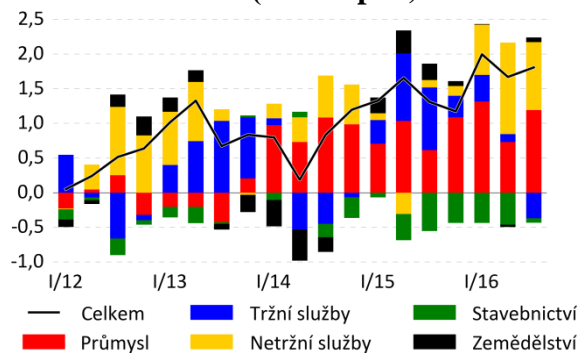
Z pohledu **jednotlivých odvětví** národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) přispěl ke zvýšení zaměstnanosti nejvýznamněji průmysl. V jeho rámci narostl zejména počet zaměstnaných ve zpracovatelském průmyslu, nicméně i v odvětví energetiky pracovalo ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně zdatelně více osob. Rovněž příspěvek netržních služeb k růstu zaměstnanosti zůstal vysoký. To odráželo plošné navýšení zaměstnanosti v netržních službách, které bylo nejvíce patrné ve vzdělávání. Na druhou stranu zaměstnanost v tržních službách meziročně poklesla. K tomu vedl zejména výrazný pokles počtu zaměstnaných osob

⁷ Ve srovnání se druhým čtvrtletím mezičtvrtletní růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí dokonce zrychlil.

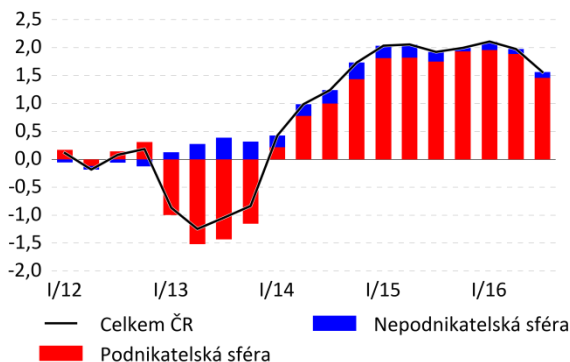
OMEZENÝ PŘÍSTUP

v obchodu, a to i přes výrazně rostoucí kupní sílu domácností a reálné maloobchodní tržby. Nižší byla rovněž zaměstnanost v ubytování a stravování. Ve většině ostatních odvětví tržních služeb se však zaměstnanost ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně zvýšila. Vedle informačních a komunikačních činností pracovalo meziročně zdatelně více osob v odvětví dopravy a skladování, které těží z vývoje ve zpracovatelském průmyslu. Ve stavebnictví se pokles zaměstnanosti z předchozího čtvrtletí zdatelně zmírnil. Říjnová data naznačují, že meziroční růst počtu zaměstnanců v průmyslu ve čtvrtém čtvrtletí pravděpodobně mírně zvolní, zatímco ve stavebnictví se jejich pokles opětovně prohloubí.

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



Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. v %)



Výrazný meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2016, byť ve srovnání s prognózou ze 7.SZ o něco mírnějším tempem. Obdobně jako v předchozích čtvrtletích se přepočtený počet zaměstnanců zvyšoval ve většině odvětví, nejvíce pak ve zpracovatelském průmyslu. Vedle něj zaznamenalo výraznější nárůst i odvětví obchodu. Průměrný úvazek na zaměstnance se ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně mírně snížil (-0,3 %), což je mírně výraznější pokles oproti prognóze ze 7.SZ (-0,1 %). To pravděpodobně odráží další zvýšení počtu zaměstnaných na kratší pracovní dobu spíše než snižování průměrných úvazků stávajících zaměstnanců.

Obecná míra nezaměstnanosti (VŠPS, dle metodiky ILO) se po sezonním očištění ve třetím čtvrtletí 2016 dále slabě snížila a nacházela se na prognóze ze 7.SZ. Při silném růstu zaměstnanosti přitom došlo i k navýšení pracovní síly, a to pravděpodobně⁸ zejména ve věkové skupině lidí v (před)důchodovém věku, u nichž se projevuje postupné zvyšování věkové hranice pro odchod do důchodu. V souvislosti s poklesem populace ve věku 15–64 let tento vývoj zároveň vede k dalšímu nárůstu sezonně očištěné míry ekonomické aktivity, která tak ve třetím čtvrtletí 2016 dále posunula svá maxima, a to na 75,1 %. Podle měsíčních dat za říjen letošního roku se tento ukazatel ve čtvrtém čtvrtletí 2016 pravděpodobně dále zvýší. Zároveň bude pokračovat pokles sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti, která v říjnu klesla pod 4 %⁹ a nacházela se jen nepatrně pod predikcí.

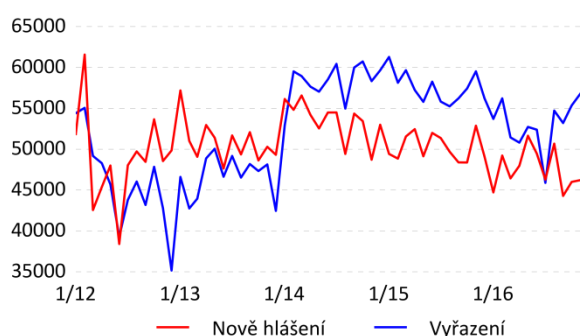
Rovněž sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** nadále klesal a v průměru za třetí čtvrtletí 2016 dosáhl 5,5 %. Tento pokles odrážel snižování počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání při současně pokračujícím poklesu populace v produktivním věku. Říjnová a listopadová data naznačují, že dosud plynulé snižování sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zrychlí, a bude se nacházet mírně pod prognózou ze 7.SZ.

⁸ Detailnější data z VŠPS budou k dispozici až koncem prosince.

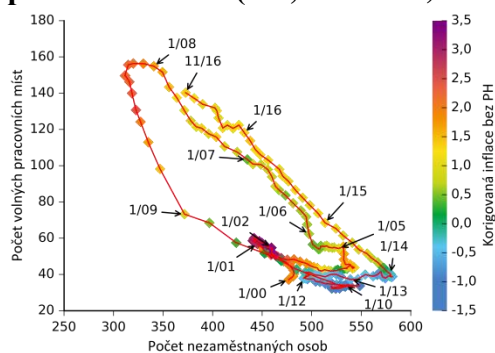
⁹ V dosavadním průběhu roku 2016 byla obecná míra nezaměstnanosti v ČR nejnížší v rámci EU.

Postupné snižování počtu nezaměstnaných i nárůst volných pracovních míst pokračoval i v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí. Pohledem **Beveridgeovy křivky** aktuální situace na trhu práce zhruba odpovídá vývoji z konce roku 2007, a to i vzhledem k vývoji korigované inflace. Oproti tomuto období je však znatelně vyšší počet zaměstnaných osob i pracovní síla. Dlouhou dobu trvající solidní růst ekonomické aktivity vedl ke zdatnému poklesu nezaměstnaných s délkou evidence jeden rok a déle, jejichž počet se oproti loňskému listopadu snížil zhruba o 40 tis. osob na přibližně 145 tis. nezaměstnaných. Z hlediska nabídky pracovních pozic prostřednictvím Úřadu práce se i nadále zhruba ze tří pětina jedná o poptávku po řemeslnících, obsluze strojů a nekvalifikovaných pracovnících, přičemž z odvětvového pohledu byla nejvýraznější poptávka po práci ve zpracovatelském průmyslu a v odvětví obchodu.

Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce

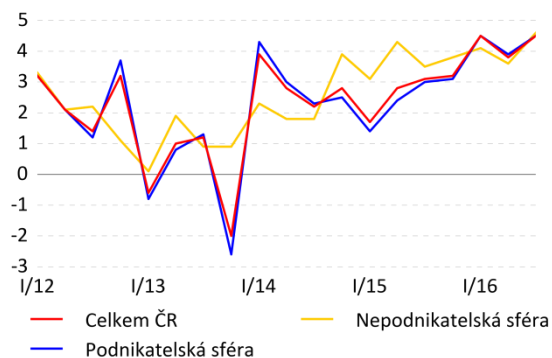


Beveridgeova křivka – počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst (s.o., v tisících)

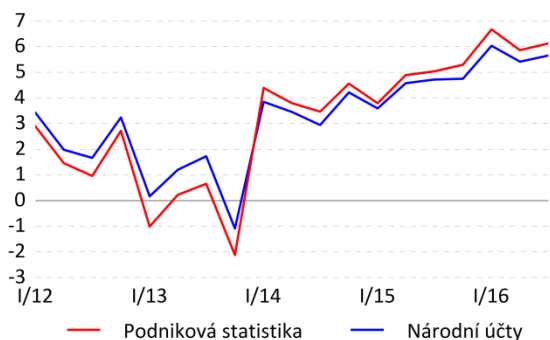


Průměrná mzda v ČR celkem ve třetím čtvrtletí 2016 zrychlila svůj meziroční růst, a to na úroveň z prvního čtvrtletí. Prognóza sice zrychlenou mzdovou dynamiku očekávala, skutečnost byla ale ještě nad ní. V reálném vyjádření se celková průměrná mzda ve třetím čtvrtletí 2016 při stále nízké meziroční inflaci zvýšila o 4 %. Výraznějším meziročním tempem oproti průměru se zvýšila nominální **mediánová mzda**, a to o 5,1 %. Zhruba v souladu s prognózou rostl ve třetím čtvrtletí 2016 celkový objem nominálních mezd a platů podle obou sledovaných statistik. Jeho nárůst tak zdatně převýšil meziroční dynamiku nominální spotřeby domácností.

Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



Vývoj objemu mezd a platů (mzr. v %)

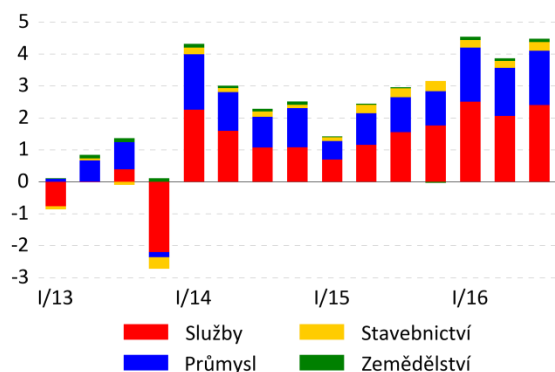


Meziroční růst **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2016 zrychlil na 4,5 % a nacházel se tak nad prognózou ze 7.SZ. Při nízké inflaci pokračoval významný růst reálné mzdy, a to o 4 %. V rámci jednotlivých odvětví podnikatelské sféry dosáhl

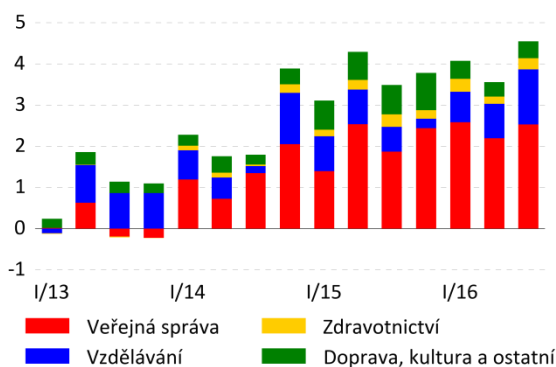
OMEZENÝ PŘÍSTUP

mzdový růst ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu 4,6 % a obdobnými tempy se zvýšila průměrná mzda i v odvětví doprava a skladování. Nejvíce mzdy meziročně vzrostly v kultuře a v ubytování a stravování (mírně nad 7 %). Mezičtvrtletní růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře po očištění o sezonnost a jednorázové vlivy ve třetím čtvrtletí zrychlil na 1,1 %, a nacházel se tak zhruba na prognóze.¹⁰ V příštím roce bude průměrná mzda v podnikatelské sféře ovlivněna zvýšením minimální mzdy z 9900 Kč na 11000 Kč od ledna 2017, což zrychlí mzdový růst v podnikatelské sféře přibližně o 0,3 p.b.

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



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



Jen nepatrně rychlejším meziročním tempem než v podnikatelské sféře se zvýšila **průměrná mzda v nepodnikatelské sféře**. Její meziroční růst byl znatelně nad prognózou a dosáhl 4,6 %. K růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře nejvíce přispělo pokračování silného mzdového růstu ve veřejné správě a obraně (meziročně o 5,6 %). Zhruba poloviční příspěvek vykázalo odvětví vzdělávání, kde však i přes předsunuté zvýšení mezd pedagogických pracovníků mzdová dynamika za zbytkem nepodnikatelské sféry zaostala. Reálná průměrná mzda v nepodnikatelské sféře se meziročně zvýšila o 4,1 %. K dalšímu urychlení mzdového růstu v nepodnikatelské sféře by mělo dojít ve čtvrtém čtvrtletí 2016, a to v návaznosti na předsunutý nárůst platů ostatních státních zaměstnanců v listopadu. Poté v souladu s prognózou dojde od ledna k dalšímu nárůstu mezd ve zdravotnictví.

Nominální jednotkové mzdové náklady rostly ve třetím čtvrtletí 2016 ve srovnání s prognózou meziročně znatelně rychleji, a to o 4 %. To bylo výsledkem výrazně pomalejší dynamiky (sezonně neočištěné) ekonomické aktivity při zhruba naplnění predikce objemu mezd a platů dle NÚ. Přibližně 4% dynamikou se NJMN zvyšovaly ve většině odvětví ekonomiky s výjimkou stavebnictví, kde bylo jejich zvýšení takřka 9 %. To bylo výsledkem znatelného meziročního poklesu přidané hodnoty v tomto sektoru, který odrážel dočerpávání fondů EU v loňském roce.

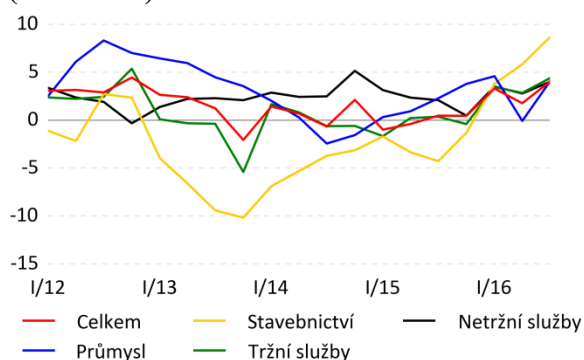
Výrazné zpomalení (sezonně neočištěné) ekonomické aktivity při pokračujícím svižném růstu zaměstnanosti se ve třetím čtvrtletí 2016 projevilo i slabým meziročním poklesem **produktivity práce na zaměstnaného**. Produktivita práce poklesla v tržních službách i v průmyslu, a to i přes zvýšení produktivity práce ve zpracovatelském průmyslu, a růst produktivity práce si tak udržely pouze netržní služby. Tento vývoj byl do jisté míry dán meziročně nižším počtem pracovních dní ve třetím čtvrtletí 2016. Pokles počtu odpracovaných hodin v tomto čtvrtletí tak vedl k nárůstu **hodinové produktivity práce**

¹⁰ Po sezonním očištění vedla nová data zároveň k slabému mezičtvrtletnímu i meziročnímu zvýšení mzdové dynamiky v první polovině letošního roku, ačkoliv se neočištěná data změnila jen zanedbatelně.

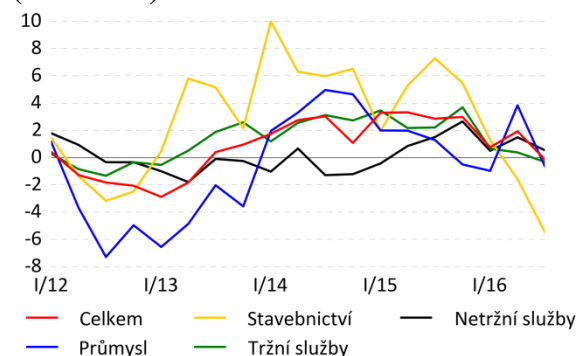
OMEZENÝ PŘÍSTUP

(meziročně o 1,8 %). Ta se zvýšila ve všech sledovaných odvětvích, nejvíce pak (takřka o 4 %) ve zpracovatelském průmyslu.

NJMN v metodice ESA 2010 (mzr. v %)



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



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

2 Ekonomický růst a jeho složky

Ve třetím čtvrtletí 2016 pokračovalo zpomalování meziročního růstu reálného HDP, který se zmírnil na 1,9 %. Oproti prognóze tempo ekonomického růstu zpomalilo výrazněji, a to o 0,6 p.b. To bylo dáno téměř výhradně o 1,5 p.b. nižším příspěvkem čistého vývozu. Ten odrážel zejména výrazné zvolnění meziročního růstu vývozu při mírnějším než očekávaném poklesu hrubé tvorby kapitálu. Prognóza spotřeby domácností se naplnila a odchylka spotřeby vlády od prognózy byla jen málo významná. Výrazně zpomalil také růst hrubé přidané hodnoty. Na jejím celkovém zvyšování se i nadále nejvýznamněji podílel zpracovatelský průmysl, jeho příspěvek se však dále snížil k 1 p.b. Stavebnictví přispělo v návaznosti na pokračující pokles produkce v tomto sektoru opětovně záporně. Výrazný meziroční pokles stavební produkce přitom pokračoval také na počátku čtvrtého čtvrtletí letošního roku. Průmyslová produkce v říjnu dále zdatelně zvolnila svůj meziroční růst, a to zejména v návaznosti na odeznění růstu produkce v automobilovém průmyslu. Sníženou růstovou dynamiku vykázaly říjnové tržby v maloobchodě, a to zejména vlivem vývoje v motoristickém segmentu. Naproti tomu indikátory důvěry za říjen a listopad zatím signalizují zlepšení ekonomického sentimentu, a to jak u spotřebitelů, tak i u podnikatelů.

Ukazatel (s.c., sezonně oč., mzr. změny v %)	Období	Predikce ze 7. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	III/2016	2,5	1,9
Spotřeba domácností	III/2016	2,8	2,8
Spotřeba vládních institucí	III/2016	2,1	1,5
Hrubá tvorba kapitálu	III/2016	-4,9	-1,1
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	III/2016	-5,0	-2,3
Zásoby vč. cenností (přísp. k mzr. růstu HDP v p.b.)	III/2016	0,0	0,3
Vývoz zboží a služeb	III/2016	6,7	2,0
Dovoz zboží a služeb	III/2016	4,5	1,4
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mzr. růstu HDP v p.b.)	III/2016	2,1	0,6
Průmyslová výroba	10/16	.	0,8
Stavební výroba	10/16	.	-9,1
Tržby v maloobchodě bez motor. segmentu	10/16	.	3,2

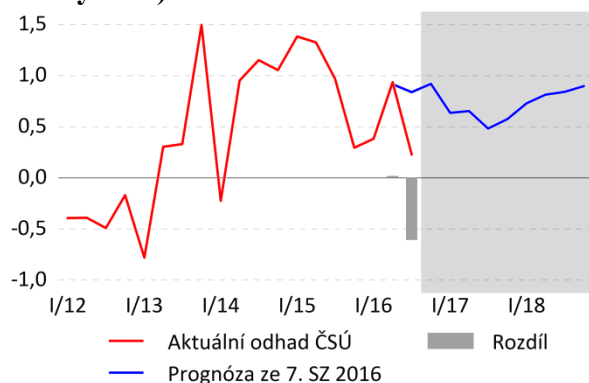
OMEZENÝ PŘÍSTUP

Sezonně očištěný **HDP ve třetím čtvrtletí 2016** dále zpomalil meziroční růst na 1,9 % (oproti 2,6 % ve druhém čtvrtletí letošního roku). V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla pouze o 0,2 %. V porovnání s prognózou tak byl pozorovaný růst o 0,6 p.b. slabší, když tato odchylka byla způsobena téměř výhradně znatelně nižším než očekávaným příspěvkem čistého vývozu. Vyšší příspěvek hrubé tvorby kapitálu tuto odchylku kompenzoval pouze částečně.

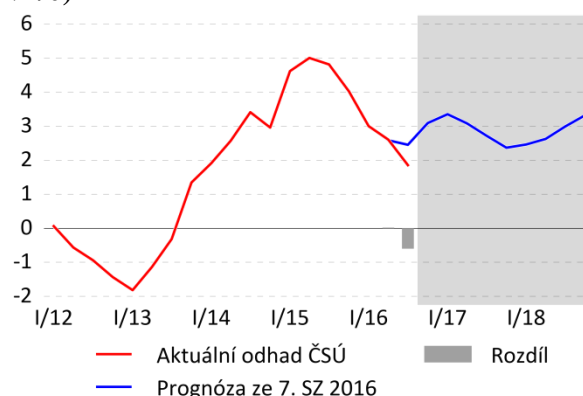
Rovněž růst **hrubé přidané hodnoty** meziročně zpomalil, a to na 1,6 %. Na jejím růstu se stále výraznou mírou podílel zpracovatelský průmysl, jeho příspěvek se však snížil k 1 p.b. Rovněž příspěvek terciálního sektoru se snížil, a to zejména vlivem pomalejšího růstu hrubé přidané hodnoty v oblasti obchodu, pohostinství a dopravy. Stavebnictví opětovně vykázalo záporný příspěvek, což podle očekávání odráželo utlumenou investiční aktivitu.

Daně z produktů meziročně vzrostly o více než 5 %. Jejich dynamika tak nadále odráží jak vyšší výběr daní tabákových výrobků, tak daně z přidané hodnoty.

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



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

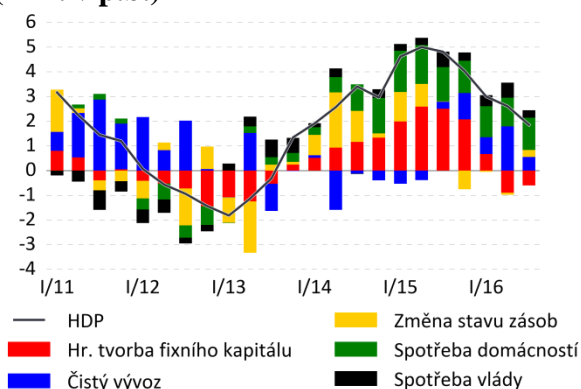


Meziroční růst reálné **spotřeby domácností** po předchozím zpomalení zrychlil (na 2,8 %), a to v souladu s očekáváním prognózy. Potvrdil se tak názor prezentovaný v 7.SZ, že zpomalení spotřeby původně vykázané za druhé čtvrtletí bylo jen dočasným výkyvem, do značné míry daným statistickými faktory.¹¹ I nadále byl přítom růst spotřeby tažen všemi jejími složkami z pohledu věcného členění, nejvýrazněji se zvýšil příspěvek služeb. Návrat meziroční dynamiky spotřeby domácností k hodnotám poblíž 3 % koresponduje s pokračujícím růstem mezd i zaměstnanosti.

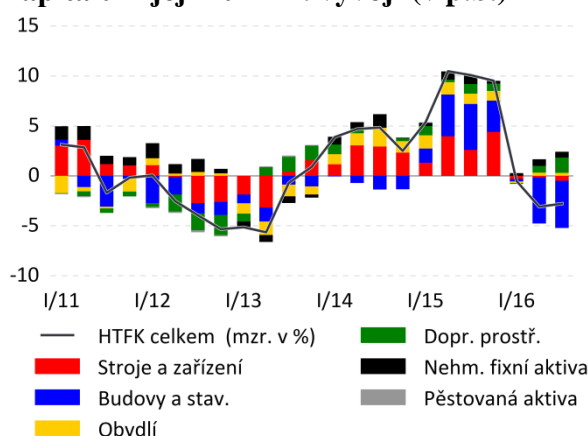
Růst **reálné spotřeby vlády** ve třetím čtvrtletí zpomalil o něco výrazněji oproti prognóze na 1,5 %, což bylo dáno především nižším růstem nominálních vládních výdajů. Současně však došlo v obdobném rozsahu k revizi spotřeby vlády směrem nahoru za druhé čtvrtletí a v průměru za obě období se tak potřeba vlády nacházela mírně nad 2 % úrovní, tj. zhruba v souladu s prognózou.

¹¹ Současně byl revidován růst spotřeby domácností ve 2.čtvrtletí směrem nahoru.

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



Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k jejímu mzr. vývoji (v p.b.)



Meziroční pokles **hrubé tvorby kapitálu** se ve třetím čtvrtletí zmínil. Pozorovaný vývoj celkových investic byl přitom tažen jak zmírněním poklesu fixních investic, tak meziročně vyšší tvorbou zásob. Očekávání prognózy o postupném oživování investiční aktivity ve druhé polovině letošního roku se tak naplňují. Vliv pozvolného přechodu na nové programové období čerpání fondů EU se zřejmě zmírňuje, a to jak v sektoru vlády, tak v soukromém sektoru. Potvrzují to data věcného členění fixních investic ukazující na to, že se dále neprohlubuje meziroční pokles investic do budov a staveb i strojů a zařízení, při současném zrychlení růstu investic do dopravních prostředků.

Výrazně pomalejším meziročním tempem, než očekávala prognóza, rostl ve třetím čtvrtletí 2016 **vývoz zboží a služeb**. Jeho překvapivě nízká dynamika přitom nekoresponduje se setrvalým růstem zahraniční poptávky. Zmírnění meziročního růstu exportu ve třetím čtvrtletí bylo důsledkem ztlačení pomalejšího růstu vývozu v září, a to zejména v odvětví automobilového průmyslu, přičemž tyto tendence pokračovaly i v říjnu (viz Box 1).

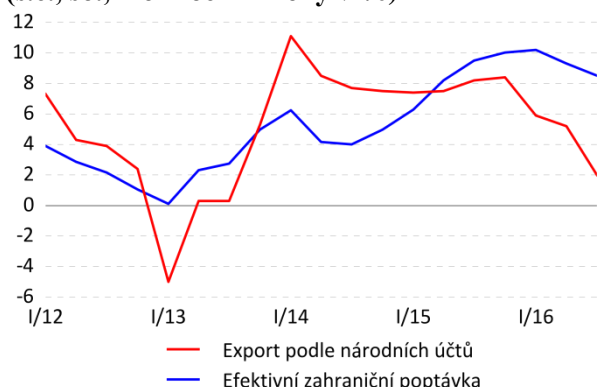
V návaznosti na nižší růst dovozně náročných exportů pokračovalo zpomalení růstové dynamiky u **dovozu zboží a služeb**. Jeho odchylka od prognózy však nebyla tak výrazná jako u vývozu, neboť byla tlumena vyšší než očekávanou investiční aktivitou. Příspěvek čistého vývozu tak činil pouze 0,6 p.b. a nacházel se výrazně pod prognózou.

Box 1: Příčiny pozorovaného zpomalení dynamiky vývozu

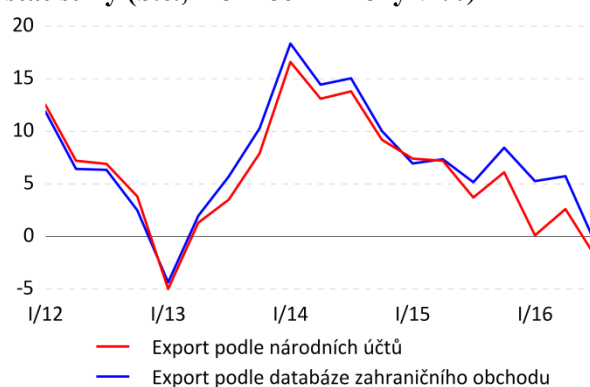
Cílem této analýzy je identifikovat důvody pro oslabení dynamiky vývozu a zhodnotit jejich důležitost vzhledem k převládajícímu relativně pozitivnímu výhledu zahraniční poptávky. Pro tento účel analyzujeme údaje ČSÚ z databáze zahraničního obchodu umožňující členění dle typu exportovaného zboží i dle zemí, do kterých je zboží vyvezeno.

Meziroční růst vývozu zboží a služeb dle národních účtů ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalil. Nacházel se tak nejen ztlačení pod prognózou, ale také pod odhadem efektivní zahraniční poptávky, což je v procesu tvorby prognózy určující ukazatel pro odhad vývoje vývozu. Rozdíl mezi meziroční dynamikou vývozu a efektivní zahraniční poptávkou se přitom výrazně zvýšil již v úvodu letošního roku, ve třetím čtvrtletí se ale ještě prohloubil (Graf 1). Porovnání meziroční dynamiky vývozu vypočteného z této databáze koresponduje do značné míry s meziročním vývojem exportu dle národních účtů (Graf 2), což činí výsledky této analýzy relevantními pro vysvětlení jeho vývoje.

Graf 1: Export a efektivní zahraniční poptávka (s.c., so., meziroční změny v %)



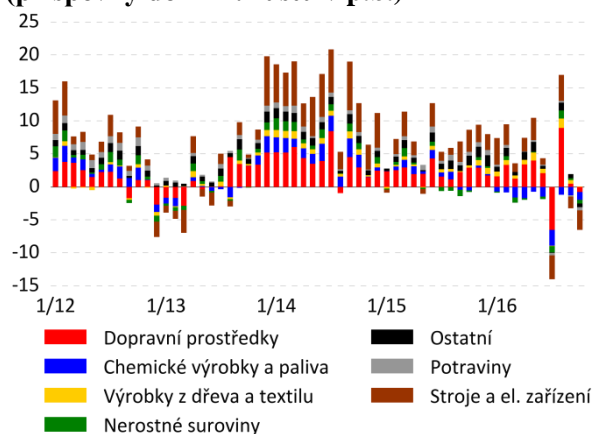
Graf 2: Export dle NÚ a dle přeshraniční statistiky (b.c., meziroční změny v %)



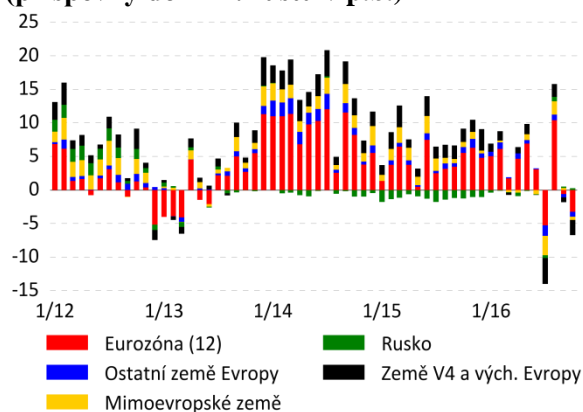
Měsíční údaje z databáze zahraničního obchodu ukazují, že meziroční dynamika vývozu zboží byla ve třetím čtvrtletí obdobně jako průmyslová produkce nezvykle rozkmitaná. Jednalo se především o efekt přesunutí celozávodních dovolených v automobilovém průmyslu z obvyklého srpnového termínu do července. To je vidět zejména z příspěvků vývozu dopravních prostředků v těchto měsících (Graf 3), obdobný vývoj však byl pozorován také u vývozu strojů a elektrických zařízení, které jsou z nezanedbatelné části produkovány také pro odvětví automobilové výroby.

Zpomalení meziročního růstu exportu ve třetím čtvrtletí však nebylo způsobeno tímto výjimečným výkyvem (neboť červencový pokles byl více než kompenzován v srpnu), ale vývojem exportu v září. Ve srovnání s předchozími čtvrtletími zaznamenal v září vývoz dopravních prostředků jen nepatrný nárůst, a vývoz strojů a elektrických zařízení přešel do meziročního poklesu. Říjnová data pak ukazují na propad exportu, když vývoz dopravních prostředků přešel do meziročního poklesu a vývoz strojů a elektrických zařízení se dále prohloubil.

Graf 3: Export dle druhu vyváženého zboží (příspěvky do mzr. růstu v p.b.)



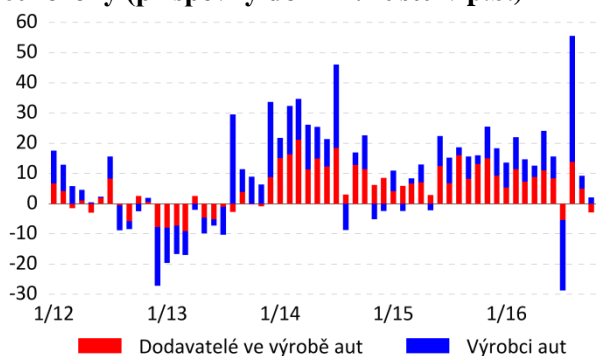
Graf 4: Export dle země určení vývozu (příspěvky do mzr. růstu v p.b.)



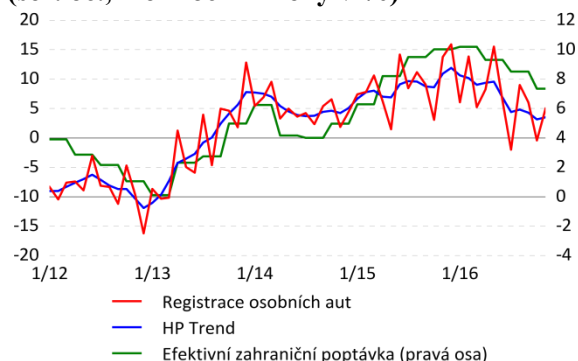
Pohled na geografické členění (Graf 4) ukazuje, že se jedná zejména o odeznění růstu a následný pokles vývozu do zemí EA12. Do meziročního poklesu však přešel také vývoz zboží do ostatních zemí V4 a zemí východní Evropy. Pokles vývozu v září a říjnu tak byl tažen jak oslabujícími vývozy dopravních prostředků, tak meziročním poklesem komponentů pro jejich výrobu. To potvrzují také individuální data průmyslových podniků. V jejich rámci bylo identifikováno odeznívání meziročního růstu tržeb výrobců dopravních prostředků z vývozu do zemí eurozóny a také klesající tržby z vývozu u dodavatelů dílů pro automobilový průmysl (Graf 5).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf 5: Tržby auto. průmyslu z vývozu do zemí eurozóny (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)



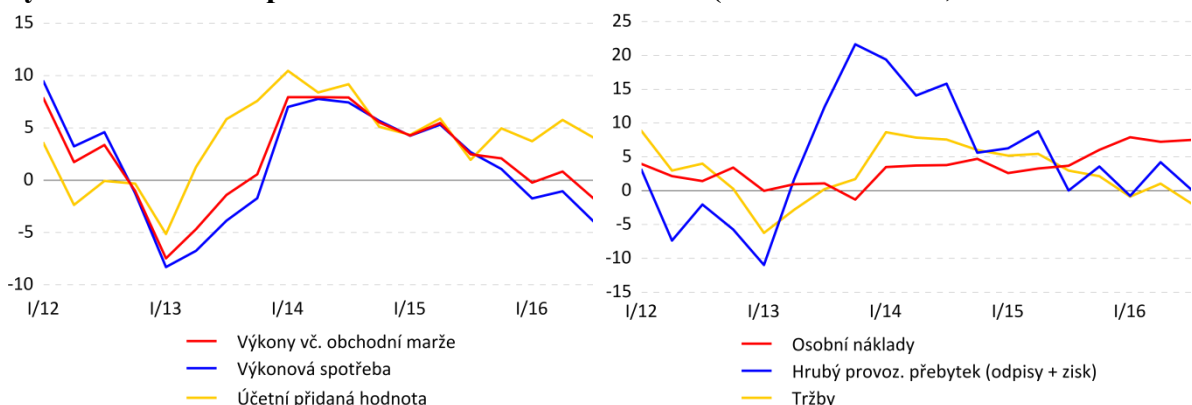
Graf 6: Registrace aut v EU 15 (sez. oč., meziroční změny v %)



Otázkou ale zůstává, zda je pozorovaný vývoj zejména v automobilovém odvětví krátkodobým výkyvem, nebo zda se jedná o začátek fundamentálnější změny, jež má zejména v případě České republiky (nadprůměrně zaměřené na výrobu dopravních prostředků a jejich komponent) potenciál ovlivnit budoucí růst ekonomické aktivity. Určitý náznak může poskytnout pohled na meziroční dynamiku registrací nových osobních aut v západní Evropě. Ta dosáhla nejvyšších hodnot v první polovině letošního roku, v dosavadním průběhu druhého pololetí je však již pozorovaný růst ztlačně nižší a trendově se dále snižuje (Graf 6). V případě, že se pozorovaný trend potvrdí také v následujících měsících, může dynamika exportu i navzdory nadále příznivému výhledu celkové efektivní poptávky ze zahraničí dále oslabit. Nicméně předstihové ukazatele eurozóny včetně prodeje aut za listopad vyznívají relativně pozitivně, takže momentálně není v tomto ohledu možno učinit jednoznačný závěr. Jedná se tak o otevřené téma pro novou prognózu v rámci 1.SZ 2017.

Hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci ve třetím čtvrtletí ovlivnil pokles materiálové náročnosti výkonů při pokračujícím vysokém meziročním růstu osobních nákladů. Výkony nefinančních podniků po dvou čtvrtletích přibližně stagnace přešly ve třetím čtvrtletí 2016 do meziročního poklesu (o 1,7 %). Za tímto poklesem stál především vývoj ve zpracovatelském sektoru, jehož příspěvek k růstu výkonů byl po dlouhé době záporný. K výraznému zpomalení meziročního růstu výkonů došlo v automobilovém průmyslu. Ve většině ostatních sektorů zpracovatelského průmyslu objem výkonů meziročně poklesl. Zpomalení jejich dynamiky je tak možné pozorovat ve všech důležitých odvětvích zpracovatelského průmyslu, nejen ve váhově dominantní výrobě automobilů. V důsledku výraznějšího meziročního poklesu výkonové spotřeby v porovnání s poklesem výkonů vzrostla účetní přidaná hodnota nefinančních podniků, a to o 4,1 %. Hospodaření nefinančních podniků negativně ovlivňoval pokračující růst osobních nákladů (ve třetím čtvrtletí 2016 o 7,5 %). Klesající objem výkonů a vysoký meziroční růst osobních nákladů nakonec vyústily do stagnace hrubého provozního přebytku. Tato stagnace přitom měla plošný charakter.

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



OMEZENÝ PŘÍSTUP

Průmyslová produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) ve třetím čtvrtletí 2016 vzrostla meziročně o 0,9 %, při mezičtvrtletním poklesu o 1,7 %. Ve srovnání s druhým čtvrtletím 2016 tak došlo k dalšímu zmírnění meziroční dynamiky průmyslové produkce (o 1,3 p.b.). Ve zpomalování meziročního růstu pokračoval rovněž zpracovatelský průmysl a v rámci něho především výroba automobilů. Zpomalení je však možné pozorovat také v ostatních sektorech zpracovatelského průmyslu. K prohloubení meziročního poklesu zároveň došlo v odvětví těžby a dobývání. Produkce energetického průmyslu po jednorázovém růstu ve druhém čtvrtletí přešla ve třetím čtvrtletí opět do meziročního poklesu. Hodnota nových zakázek po výrazném zvýšení (o 10,1 % ve druhém čtvrtletí 2016) ve třetím čtvrtletí 2016 vzrostla jen o 1,3 %. K tomuto růstu přitom přispívaly pouze zakázky ze zahraničí, neboť hodnota tuzemských zakázek meziročně poklesla. Poslední dostupná data za měsíc říjen naznačují další zpomalení meziročního růstu průmyslové produkce na 0,8 %. Hodnota nových zakázek se v říjnu snížila o 1,6 %, a to vlivem nadále klesajících zakázek z tuzemska. Zakázky ze zahraničí přešly z meziročního růstu do stagnace.

Stavební produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) meziročně poklesla ve třetím čtvrtletí 2016 o 10 %; mezičtvrtletně zůstala přibližně na stejné úrovni. Meziročně klesala především produkce inženýrského stavitelství (o 24,1 %), pokles produkce pozemního stavitelství byl ve srovnání s minulým čtvrtletím mírnější (2,3 %). Počet stavebních povolení vzrostl ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně o 2,8 %, jejich hodnota však zůstala nezměněna. Obdobný vývoj jako v předchozím čtvrtletí indikují také poslední dostupná data za měsíc říjen. Podle těchto dat stavební produkce poklesla o 9,1 %. Počet stavebních povolení vzrostl jen nepatrně, a stejně tak jejich orientační hodnota (o 0,4 %, resp. o 0,7 %).

Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (ve stálých cenách, sezonně očištěné) vzrostly meziročně ve třetím čtvrtletí 2016 o 5,8 % při mezičtvrtletním růstu o 0,6 %. Oproti druhému čtvrtletí růst maloobchodních tržeb mírně zpomalil (o 0,6 p.b.). Toto zvolnění růstu celkových maloobchodních tržeb přitom bylo zapříčiněno především nižší poptávkou po automobilech (růst tržeb o 7 %, zpomalení o 1,8 p.b.). Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu naproti tomu rostly stabilním tempem poblíž hodnoty 5 %. Podle říjnových dat růst tržeb v maloobchodě včetně motoristického segmentu zpomalil na 2,4 %. Ke zpomalení meziročního růstu tržeb přitom došlo jak v motoristickém, tak nemotoristickém segmentu (na 1,3 %, resp. 3,2 %).

Důvěra v domácí ekonomiku v průběhu třetího čtvrtletí 2016 vzrostla, a nadále se tak pohybuje na vysokých hodnotách. Zvýšila se především důvěra podnikatelů, spotřebitelský sentiment vzrostl jen velmi mírně. K nárůstu důvěry došlo v průmyslu a ve službách. Důvěra se naopak mírně snížila v odvětvích obchodu a výrazněji také ve stavebnictví. Údaje za říjen a listopad pak ukazují na další zvýšení ekonomického sentimentu, a to jak u podnikatelů, tak také u spotřebitelů. V případě podnikatelů přitom vzrostla důvěra ve všech sledovaných oblastech podnikatelské činnosti.

3 Platební bilance

Běžný účet platební bilance dosáhl ve třetím čtvrtletí 2016 schodku, který byl ve srovnání s predikcí o necelých 9 mld. Kč mírnější. Odchylka od predikce souvisela především s nižším než očekávaným schodkem prvotních důchodů v důsledku nižších výnosů z přímých investic vyplacených nerezidentům. Výše přebytku kapitálového účtu zhruba odpovídala predikci. V případě finančního účtu byl především patrný rychlejší než předpokládaný růst rezervních aktiv, související s devizovými intervencemi ČNB.

v mld. Kč	3. čtvrtletí 2016		1.-3. čtvrtletí 2016
	predikce ze 7.SZ	skutečnost	skutečnost
běžný účet	-31,0	-22,4	74,2
kapitálový účet	11,0	12,1	52,3
finanční účet	-	18,4	107,6

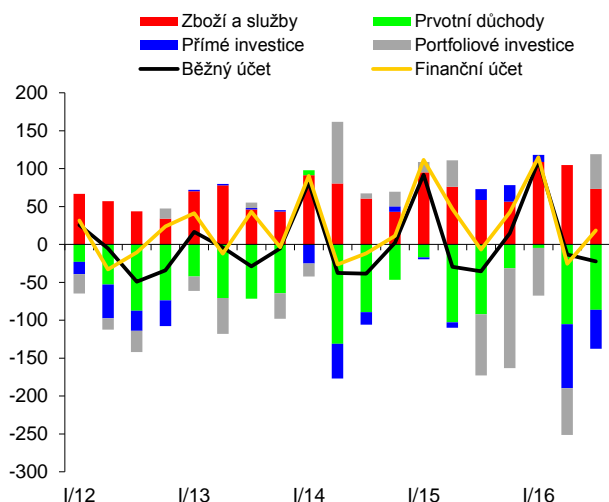
Ve třetím čtvrtletí 2016 dosáhl **běžný účet** platební bilance podobně jako v předchozím čtvrtletí schodku, tentokrát ve výši 22,4 mld. Kč. Schodek se tak meziročně zmínil o více než 13 mld. Kč. K poklesu celkového schodku přispěl zejména růst přebytku bilance zboží. Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP dosáhl 1,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se mírně zvýšil. Roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil 3,3 %.

Bilance zboží a služeb skončila ve třetím čtvrtletí přebytkem 73,1 mld. Kč. Ten se meziročně zvyšoval již rok, tentokrát o téměř 15 mld. Kč. Růst přebytku výkonové bilance byl podobně jako v předchozích třech čtvrtletích spojen s růstem přebytků obou jejích složek. Ke zvýšení aktiva zboží (o více než 8 mld. Kč) přispěl zejména cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, podílel se však na něm i vývoj v reálném vyjádření. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn zmírněním schodku u nerostných paliv. Pokles nominálního obchodního obratu, patrný v prvním čtvrtletí, se ve třetím čtvrtletí obnovil (-3,5 %). Vývoz zboží se po mírném zvýšení ve druhém čtvrtletí snížil ve třetím čtvrtletí nominálně o 2,9 %. Jeho vývoj souvisel ze zbožového pohledu s výrazným prohloubením poklesu vývozu paliv (zejména reexportu plynu) a celkově pak se slabší zahraniční poptávkou, zejména po produkci některých strojírenských oborů. Dovoz zboží pokračoval třetí čtvrtletí v řadě v meziročním poklesu, který se i přes výrazné zmírnění poklesu dovozních cen prohloubil na 4,2 %. Byl především ovlivněn poklesem vývozu i investic, jež mají vysokou dovozní náročnost, a také uvedeným poklesem dovozních cen. Meziroční **zvýšení přebytku služeb** přispělo k růstu aktiva výkonové bilance o více než 6 mld. Kč. Souviselo převážně s růstem přebytku dílčí bilance dopravy v důsledku poklesu na výdajové straně.

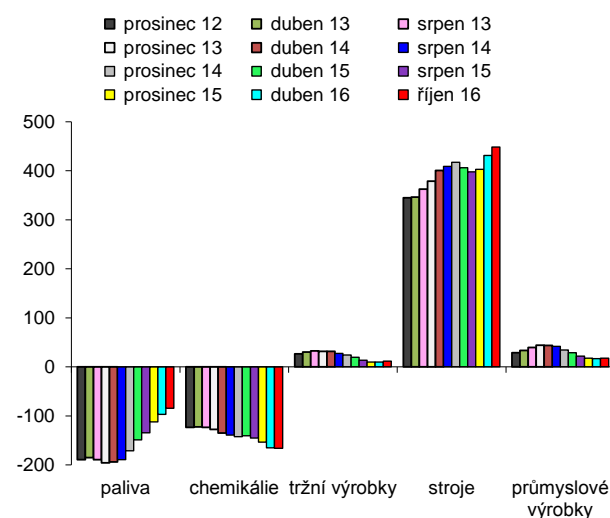
Naopak **prvotní důchody** dosáhly ve třetím čtvrtletí schodku 86,3 mld. Kč, který se však meziročně o téměř 6 mld. Kč zmínil. K poklesu celkového schodku nejvíce přispěly nižší úroky z dluhopisů hrazené nerezidentům v rámci důchodů z portfoliových investic. Nejvýznamnější složku celkové bilance nadále představoval schodek důchodů z přímých investic (-108,4 mld. Kč). Rovněž **druhotné důchody** zaznamenaly schodek (-9,2 mld. Kč). Ten se především z důvodu vyšších odvodů do rozpočtu EU meziročně prohloubil o více než 7 mld. Kč. Čisté příjmy z rozpočtu EU, vykazované v rámci druhotných důchodů, přešly meziročně z přebytku do schodku ve výši 1 mld. Kč. Nejvýznamnější součástí druhotných důchodů tak představoval schodek ostatních důchodů, nenavázaných na rozpočet EU. Naproti tomu **kapitálový účet** skončil přebytkem 12,1 mld. Kč, který vyplýval především z čerpání

prostředků z rozpočtu EU. Jeho meziroční růst o více než 4 mld. Kč rovněž souvisel především s čerpáním zdrojů z rozpočtu EU.

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



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



Finanční účet skončil ve třetím čtvrtletí 2016 čistými půjčkami do zahraničí, tj. čistým odlivem 18,4 mld. Kč, ke kterému přispěl především růst rezervních aktiv. **Přímé investice** přitom dosáhly – podobně jako v předchozím čtvrtletí – čistého přílivu, a to ve výši 51,4 mld. Kč při současném mírném poklesu aktiv a růstu pasiv. Příliv zahraničních investic do ČR představoval téměř 47 mld. Kč a souvisel především s reinvesticemi zisku a s převahou přijatých půjček v dluhových nástrojích. Pokles českých investic v zahraničí byl naopak důsledkem čistého úbytku aktiv v dluhových nástrojích. Ten byl však z velké části vyvážen přírůstkem v akciích a ostatních účastech a reinvesticemi zisku. Také meziroční změna toků přímých investic o téměř 66 mld. Kč souvisela především s vývojem v úvěrových vztazích.

Portfoliové investice zaznamenaly po roce čistého přílivu ve třetím čtvrtletí čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv 45,7 mld. Kč. Nejvýznamnější operace souvisely s poklesem držby krátkodobých dluhopisů obchodních bank ze strany nerezidentů, souvisejícím s optimalizací struktury bilancí tuzemských bank, což však bylo plně kompenzováno růstem pasiv v rámci ostatních investic. Také meziroční změna toků portfoliových investic (přesahující 126 mld. Kč) byla ovlivněna především změnou toků u tuzemských dluhových cenných papírů. Celkově přesáhl odliv portfoliových investic nerezidentů 44 mld. Kč. V obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory naopak mírně převážily nákupy. Byly však spojeny pouze s růstem držby zahraničních dluhopisů, zatímco u účastí a podílů v investičních fondech nepatrně převážily jejich prodeje.

U **ostatních investic** byly vykázány čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv ve výši 146 mld. Kč. K celkovým čistým výpůjčkám přispěl pouze čistý příliv bankovního sektoru včetně ČNB (převyšující 157 mld. Kč), který byl spojen především s růstem krátkodobých vkladů u tuzemských bank. Čisté výpůjčky bankovního sektoru byly mírně korigovány čistým odlivem zdrojů prostřednictvím podnikového a vládního sektoru. **Rezervní aktiva** se ve třetím čtvrtletí zvýšila o 168,8 mld. Kč, především v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

Celková meziroční inflace v říjnu a zejména v listopadu výrazně zrychlila. Prognóza ze 7.SZ zrychlení očekávala, avšak v menším rozsahu. K nejvýraznější odchylce oproti prognóze došlo v listopadu u cen potravin, rovněž korigovaná inflace bez pohonných hmot byla vyšší. Dovozní ceny a ceny průmyslových výrobců dále zmírnily svůj meziroční pokles a pohybovaly se poblíž prognózy. Meziroční pokles cen zemědělských výrobců byl v porovnání s prognózou mírnější. Rizika krátkodobé prognózy inflace pro nejbližší měsíce jsou nad rámec pozorované odchylky mírně proinflační, což plyne z možných sekundárních dopadů zavedení EET a z předstihových indikátorů cen potravin.

4.1 Spotřebitelské ceny¹²

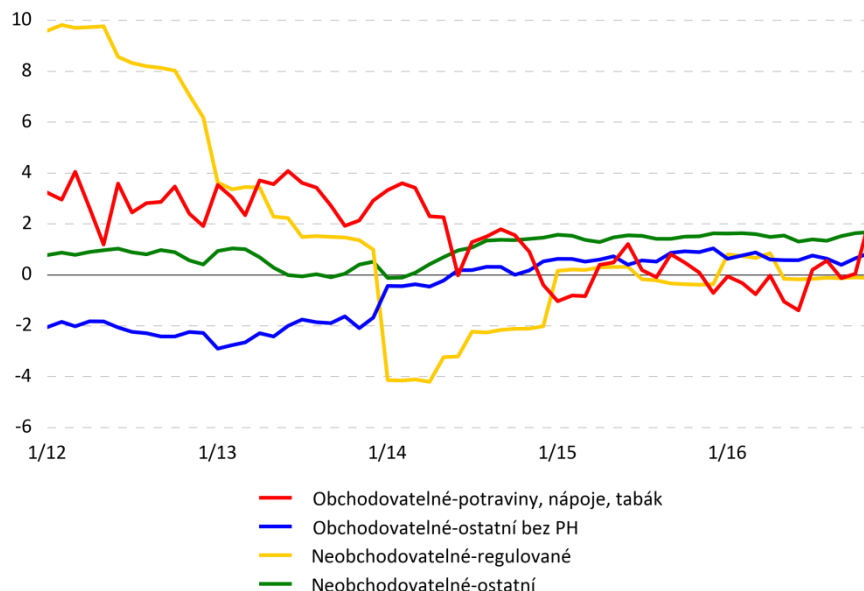
listopad 2016	meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace*)
	predikce 7.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	1.0	1.5	0.46
Regulované ceny	0.1	-0.1	-0.04
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.23	0.23	0.00
Čistá inflace	0.9	1.6	0.50
Z toho:			
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	0.7	2.2	0.38
Korigovaná inflace bez PH	1.0	1.3	0.19
Ceny pohonných hmot - čisté	1.6	-0.3	-0.06
Měnověpolitická inflace	0.8	1.3	

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

Celková meziroční inflace v říjnu zrychlila na 0,8 % a v listopadu dále na 1,5 %. Prognóza ze 7.SZ zrychlení očekávala, avšak ne tak výrazné. K nejvýraznější odchylce došlo u cen potravin, jejichž růst byl v listopadu výrazně nad očekáváním. Rovněž korigovaná inflace bez pohonných hmot vykázala v říjnu i v listopadu vyšší hodnoty oproti prognóze. Naopak k lehce záporné odchylce od prognózy došlo u cen pohonných hmot, které dále zmírnily svůj meziroční pokles, ovšem prognóza očekávala v listopadu již jejich růst. Regulované ceny zůstaly ve slabém meziročním poklesu, zatímco prognóza rovněž očekávala jejich nepatrný růst.

¹² Podle informací z ČSÚ dojde od ledna 2017 k pravidelné změně několika položek spotřebního koše. ČSÚ nahradí některé stávající reprezentanty novými, což zohlední aktuální preference spotřebitelů. Zároveň dojde u položek týkajících se pojištění domácností ke sloučení některých položek do subindexů. Tyto drobné úpravy však budou mít v souhrnu zanedbatelný vliv na inflaci.

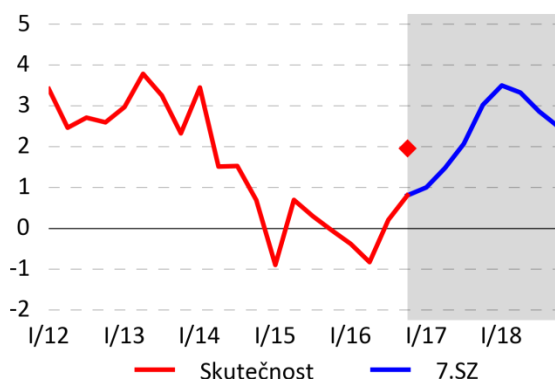
Meziroční růst jednotlivých skupin cen (kromě regul. cen vše očištěno o vliv změn daní)



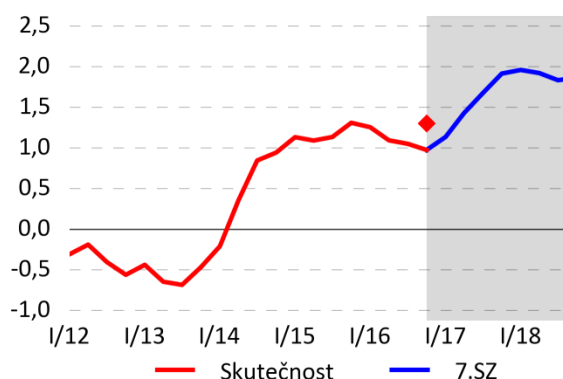
Regulované ceny poklesly meziročně v říjnu i listopadu o 0,1 %. Prognóza ze 7.SZ se v říjnu naplnila, pro listopad však očekávala slabý meziroční růst regulovaných cen. Tato protiinflační odchylka byla dána zejména o něco hlubším poklesem cen zemního plynu pro domácnosti (-6,9 %) a mírně pomalejším růstem cen ve stravování, zdravotnictví a u ostatních služeb. U dalších skupin regulovaných cen došlo k naplnění prognózy, ceny elektřiny podle očekávání rostly o 1,2 % a ceny tepla o 1,1 %. I v prosinci letošního roku je očekáváno setrvání dynamiky regulovaných cen na této úrovni. Pro rok 2017 však oproti 7.SZ dochází k přehodnocení jejich výhledu. To souvisí s vyhlášením Energetického regulačního úřadu o poklesu regulovaných složek ceny elektřiny (nižší podpora na OZE) a plynu (nižší poplatky za tranzitní přepravu plynu). Rovněž někteří dodavatelé plynu pro domácnosti oznámili další snižování cen v lednu a únoru 2017. Regulované ceny tak na počátku příštího roku setrvávají v meziročním poklesu a k růstu by se měly vrátit až od května 2017, což souvisí zejména s postupným odezníváním hlubokých poklesů cen plynu. Ve srovnání s prognózou ze 7.SZ se tak výhled růstu regulovaných cen pro příští rok přehodnocuje směrem dolů v průměru o 0,9 p.b. (s dopadem do celkové inflace ve výši 0,15 p.b.).

Příspěvek **primárních dopadů změn nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v říjnu i listopadu 0,2 procentního bodu, což odráželo dopad harmonizačního zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky z ledna letošního roku. Další harmonizační zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky nastane od počátku roku 2017 i 2018. Odhadovaný efekt obou změn do celkové inflace činí shodně 0,1 p.b. Od počátku prosince 2016 navíc došlo ke změně nepřímých daní vlivem snížení DPH ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu pro restaurace a jiná stravovací zařízení. Toto opatření je součástí zákona o elektronické evidenci tržeb, který od 1. prosince vstoupil v platnost. Primární dopad této změny DPH do celkové inflace je odhadován na -0,15 p.b. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní se tak oproti 7.SZ nemění. Rizikem stávající prognózy je sekundární vliv zavedení EET v podobě plného nepromítnutí snížené sazby DPH resp. dokonce zvýšení cen u řady subjektů, které naznačuje anekdotická evidence. To představuje proinflační riziko stávající prognózy ve složce korigované inflace bez pohonných hmot.

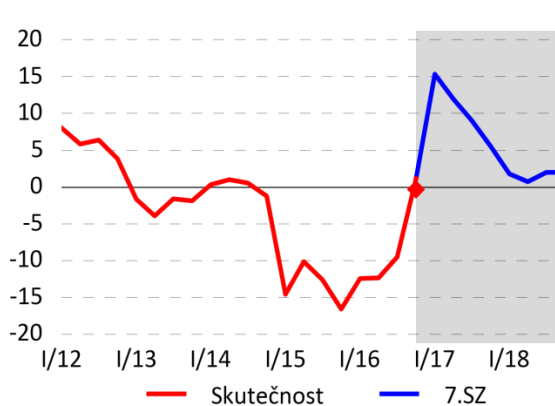
Ceny potravin (mzr. v %)



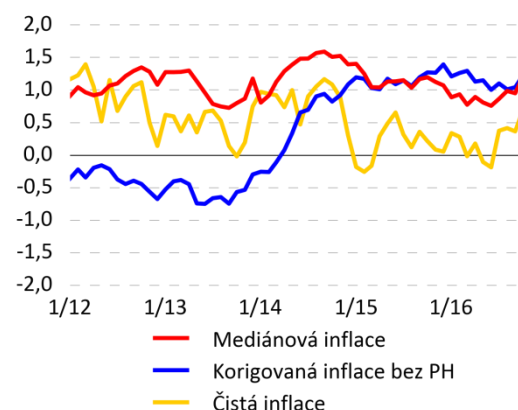
Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)



Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



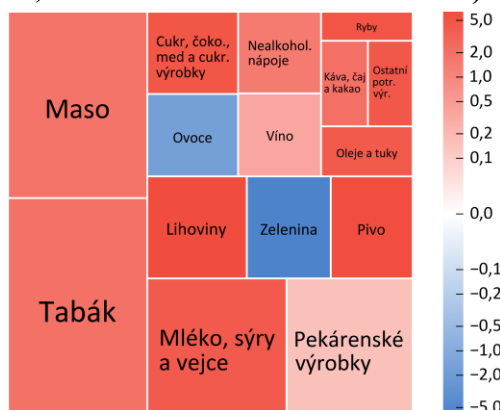
Další ukazatele inflace (mzr. v %)



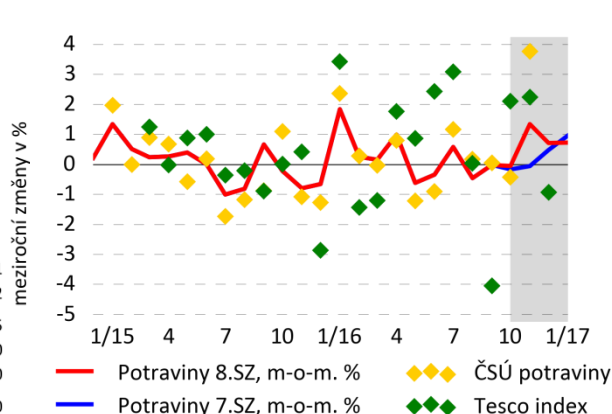
Korigovaná inflace bez pohonných hmot dosáhla v říjnu hodnoty 1,2 %, v listopadu pak lehce zrychlila na 1,3 %, a nacházela se tak nad prognózou ze 7.SZ. V jejím rámci přitom rostly rychleji ceny neobchodovatelných statků (v průměru o 1,7 %), kde k růstu nejvýrazněji přispěly ceny rekreačních a kulturních služeb a dále ceny v oddíle bydlení, v jejichž rámci vzrostly ceny čistého nájemného. Vyšší byly rovněž ceny finančních služeb a cen pojištění. Svůj růst v říjnu a listopadu zrychlily i ceny obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot (v průměru na 0,8 %), když pokračoval zejména růst cen obuvi, oděvů a zařízení pro domácnosti.

Ceny potravin v říjnu meziročně zhruba stagnovaly, v listopadu však výrazně zrychlily až na 2,2 %. Prognóza ze 7.SZ jejich zrychlení očekávala, avšak v podstatně menším rozsahu. Toto překvapení bylo dáno rychlým růstem některých položek, jejichž ceny ještě v říjnu klesaly (vejce, mléko, oleje, nealkoholické nápoje). U řady dalších položek pak došlo k výraznému zmírnění jejich meziročního poklesu (mouka, jogurty, ovoce, brambory). Rychleji rostly rovněž ceny alkoholických nápojů a tabáku. Z dlaždicového grafu zachycujícího strukturu růstu cen potravin v příslušném měsíci je vidět, že meziročně rostly všechny hlavní potravinové skupiny s výjimkou ovoce a zeleniny. Pokles cen zemědělských výrobců se v září a říjnu zmírnil a v porovnání s prognózou ze 7.SZ byl slabší téměř o 3 p.b. Výhled cen zemědělských komodit na světových trzích se však pro příští rok téměř nemění, proto rizika krátkodobé prognózy cen potravin nad rámec již pozorované odchylky hodnotíme jen jako lehce proinflační.

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

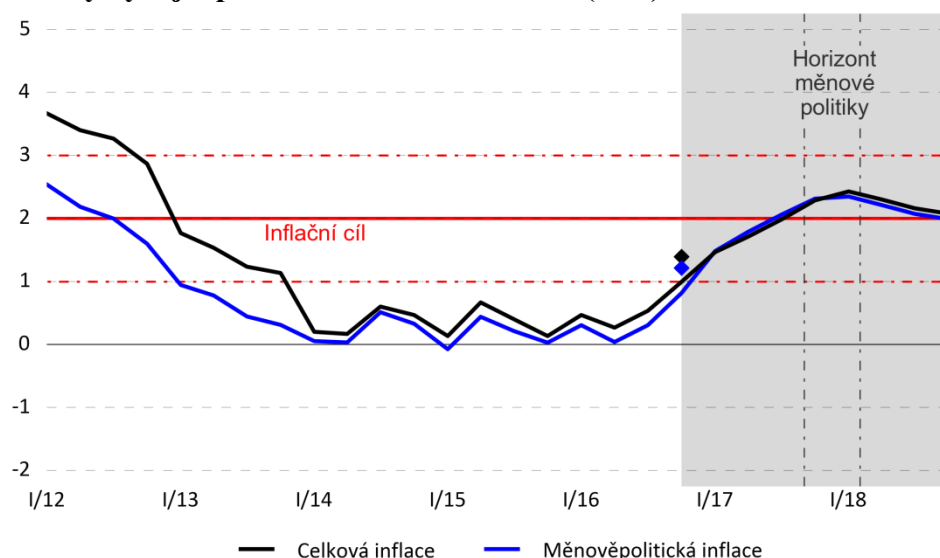


Předstihové indikátory (mzm. v %)



Ceny pohonných hmot v říjnu i listopadu dále zmírňovaly svůj meziroční pokles (na -3,2 %, resp. -0,3 %), což bylo dáno postupným odezníváním meziročních propadů cen ropy Brent na světových trzích. Prognóza ze 7.SZ však předpokládala rychlejší zmírňování poklesů cen pohonných hmot a v listopadu již jejich slabý meziroční růst. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump¹³ tyto ceny v listopadu zhruba stagnovaly či nepatrně poklesly, v prvním prosincovém týdnu se však rychle zvyšovaly. Vzhledem k lehce vyšším cenám ropy Brent a benzínů v novém výhledu CF a slabšímu výhledu kurzu eura vůči dolaru pro nejbližší období míří riziko krátkodobé prognózy cen pohonných hmot slabě proinflačním směrem.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



¹³ Pro účely krátkodobé prognózy cen pohonných hmot jsou sledována data na denní frekvenci z portálu platebních karet CCS (www.ccs.cz) a jsou doplňována o týdenní šetření pohonných hmot ČSÚ. Průměrná měsíční hodnota těchto údajů je velmi dobrým předstihovým indikátorem pro oficiální data ČSÚ o cenách pohonných hmot, která přicházejí s více než týdenním odstupem po konci kalendářního měsíce.

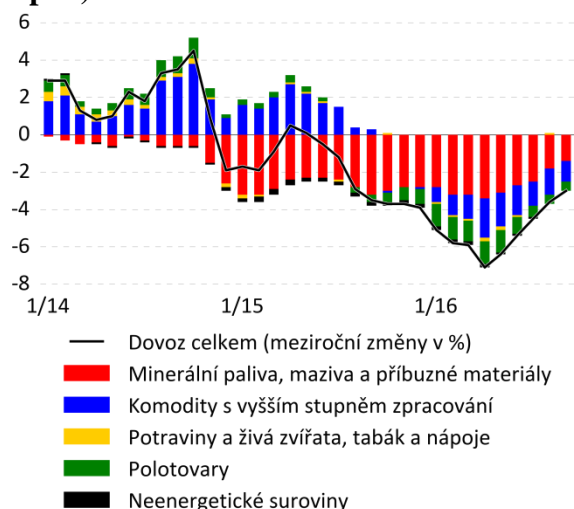
Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace se v říjnu zvýšil na 1,2 %, v listopadu pak dále vzrostl na 1,3 %. Oproti předchozímu čtvrtletí tak došlo ke zvýšení mediánu meziroční čisté inflace v průměru o 0,3 p.b. Meziměsíční sezonně očištěná mediánová inflace v anualizovaném vyjádření v říjnu vzrostla až na úroveň 2,7 %, v listopadu naopak mírně poklesla na 2,5 %.

4.2 Ostatní cenové okruhy

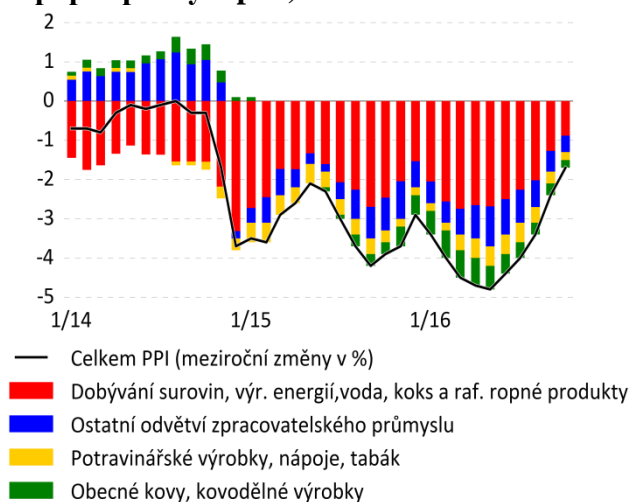
Dovozní ceny v září 2016 dále zmírnily svůj meziroční pokles, a to na -3 %, tj. v souladu s prognózou ze 7.SZ. Pokračující odeznívání meziročního poklesu dovozních cen bylo přitom ovlivněno vývojem ve všech sledovaných kategoriích, zejména však u minerálních paliv. Ty však i nadále klesají dvoucifernými tempy. V menší míře klesají i ceny komodit s nižším stupněm zpracování. Ke znatelnému zmírnění meziročního poklesu dovozních cen došlo v posledních měsících také ve skupině polotovarů a neenergetických surovin. Ceny ve skupině potravin, tabáku a nápojů stagnovaly, když byl pokles dovozních cen potravin kompenzován meziročním růstem cen nápojů a tabáku.

Donedávna silný meziroční pokles **cen průmyslových výrobců** se v průběhu druhého pololetí letošního roku postupně zmírňoval. V říjnu dosáhl -1,7 %, a prognóza cen průmyslových výrobců ze 7.SZ se tak naplňuje. Nejvíce byla cenová hladina ovlivněna vývojem cen ve zpracovatelském průmyslu, kde se ceny meziročně snížily o 1,1 %. I v tomto odvětví se cenový pokles postupně zmírňoval. Ceny výrobců potravin, nápojů a tabáku v říjnu poklesly pouze o 1 %. V dalších dvou významných skupinách zpracovatelského průmyslu, tedy v odvětví výroba dopravních prostředků a obecných kovů a kovodělných výrobků, se ceny oproti loňskému roku snížily o necelá 2 %. Výrazný pokles cen naopak pokračoval v odvětví těžby a dobývání, a to i přes obnovení růstu cen uhlí na světových trzích. Cenový vývoj v odvětví elektřiny, páry a klimatizovaného vzduchu a zpracování vody se ve srovnání s předchozím čtvrtletím nezměnil.

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

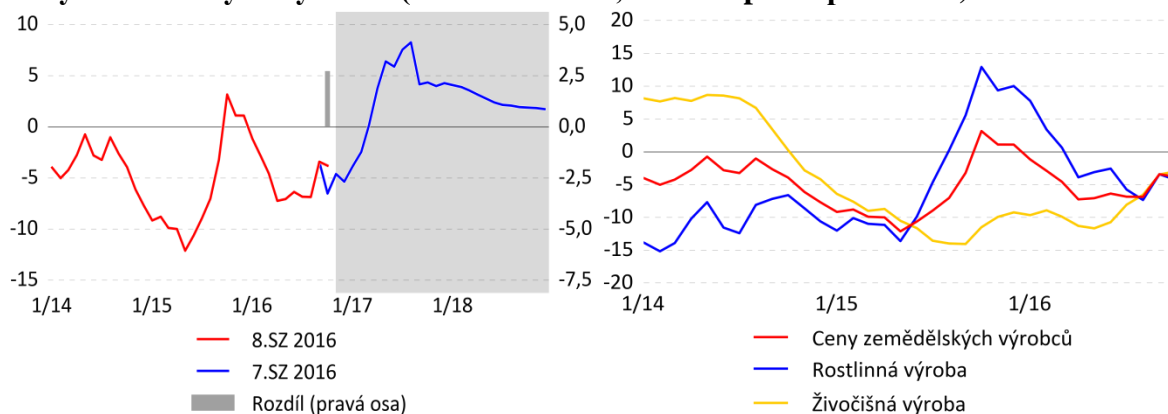


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Ceny zemědělských výrobců v říjnu mírně prohloubily svůj pokles (na -3,8 %). V jejich rámci se zvýraznil pokles cen v rostlinné výrobě (na -4,3 %). I nadále výrazně klesaly především ceny čerstvé zeleniny, brambor a obilovin. V živočišné výrobě se naproti tomu pokles cen zmírnil na -3 %, když oproti září zřetelně méně klesaly ceny mléka (-9,9 %) a dále zrychloval růst cen jatečných prasat. V porovnání s prognózou ze 7.SZ, předpokládající průměrný pokles cen zemědělských výrobců ve čtvrtém čtvrtletí o 5,5 %, byl říjnový pokles cen mírnější. Výrazněji se oproti předpokladům prognózy zmírnil pokles cen mléka a dále výrazně zrychloval růst cen některých váhově méně významných komodit (vinná réva, chmel).

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

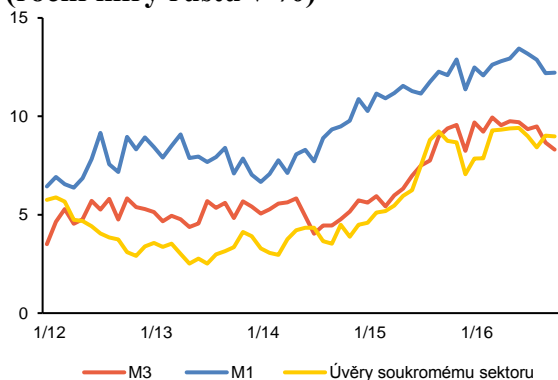


5 Peníze a úvěry

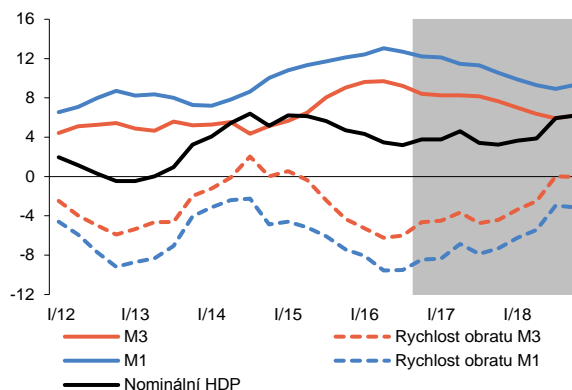
Růst peněžního agregátu M3 v souladu s prognózou zvolnil v důsledku pokračujícího snižování dynamiky vkladů nefinančních podniků. V peněžním vývoji se nadále projevuje zejména přetrvávající vysoký růst domácích úvěrů podporovaný nízkými úrokovými sazbami. Růst domácích úvěrů je tažen především poptávkou domácností. Podle aktuálních informací velké banky v listopadu a na začátku prosince přistoupily ke zvýšení úrokových sazeb z hypoték v důsledku legislativních změn a růstu dlouhodobých sazeb finančního trhu. Dynamika podnikových úvěrů po předchozím zvolnění lehce vzrostla zejména v důsledku pokračující akcelerace růstu úvěrů v cizí měně.

Růst **peněžního agregátu M3** v poslední době zvolňuje, zůstává však stále na relativně vysoké úrovni. Roční míra růstu M3 se v souladu s prognózou v říjnu snížila na 8,3 % (z 9,7 % ve druhém čtvrtletí a 9,2 % ve třetím čtvrtletí 2016). K růstu M3 dominantně přispívají likvidní jednodenní vklady zahrnuté v peněžním agregátu M1, a to v podmínkách mimořádně nízkých úrokových sazeb. Z hlediska sektorů držby peněz je letos růst M3 tažen především vklady domácností při zpomalení dynamiky vkladů nefinančních podniků. V růstu M3 se nadále projevuje domácí tvorba peněz prostřednictvím úvěrů soukromému sektoru doprovázená přírůstkem čistých zahraničních aktiv bank. Podíl vkladů v cizí měně zůstává ve výši zhruba 10 %. Podle prognózy se růst M3 ve zbývající části tohoto roku udrží na stávajících úrovních a v následujících dvou letech by se měl postupně dostat do blízkosti tempa růstu nominálního HDP okolo 6 %.

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

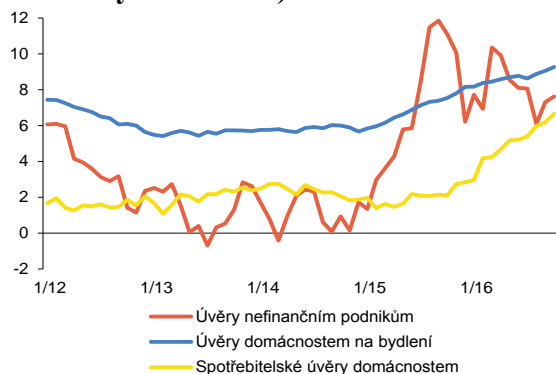


Peněžní agregát M3 a nominální HDP (roční míry růstu v %, čtvrtletní údaje, s.o.)

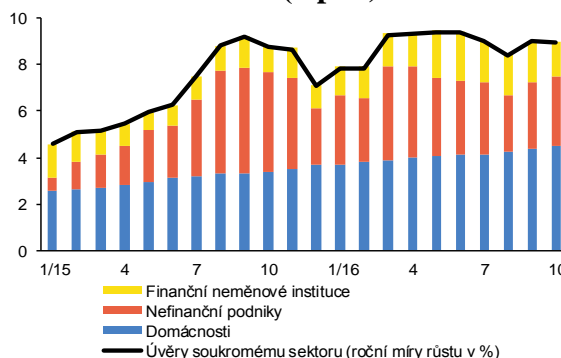


Úvěry domácímu soukromému sektoru nadále rychle rostou. Roční míra růstu těchto úvěrů dosáhla v říjnu 9 %. Stabilizace tempa růstu celkových úvěrů zaznamenaná v letošním roce je výsledkem zvyšování dynamiky úvěrů domácnostem na bydlení a spotřebu při pokračujícím růstu úvěrů nefinančním podnikům. Tempo růstu celkových úvěrů přitom převyšuje růst nominálního HDP, přičemž odchylka dynamik obou agregátů se ve třetím čtvrtletí 2016 zvýšila a pohybovala se mírně nad dlouhodobým průměrem. Pokles klientských úrokových sazeb z úvěrů domácnostem se většinou téměř zastavil, u podnikových úvěrů se sazby lehce snížily. Banky dle říjnového BLS avizovaly pro čtvrté čtvrtletí 2016 zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení doprovázené růstem poptávky po úvěrech.

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



Příspěvky k roční míře růstu úvěrů soukromému sektoru (v p.b.)

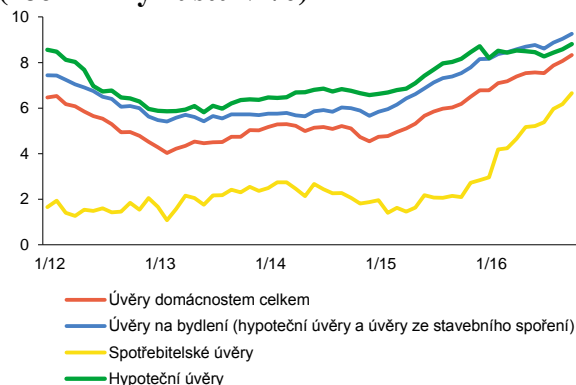


K růstu celkových úvěrů nejvýrazněji přispívaly **úvěry domácnostem**, jejichž dynamika dále zrychlila na 8,3 % v říjnu 2016. V tom se projevovala zvýšená poptávka domácností po **úvěrech na bydlení**. Hlavními faktory růstu poptávky jsou nízké úrokové sazby, příznivý sentiment domácností, očekávání pokračujícího růstu cen nemovitostí a blížící se nabytí účinnosti nové legislativy, která od 1. prosince významně ovlivnila podmínky na trhu. Nově sjednané úvěry na bydlení (očištěné o refinancování a refixace) si udržely dynamiku okolo 17 % (3M průměrný růst po předchozím zpomalování zrychlil). Aktuální informace Fincentra Hypoindex naznačují, že listopadové objemy hypoték zřejmě dosáhly nového maxima vlivem zmíněných očekávaných změn v legislativě od prosince t.r.. Celkově tempo růstu hypoték v říjnu zrychlilo na 8,8 % a pohybuje se nad dlouhodobým průměrem zaznamenaným od roku 2011 ve výši zhruba 7 %. **Investice domácností do obydlí** si v prostředí příznivých podmínek financování ve třetím čtvrtletí udržely zhruba 2%

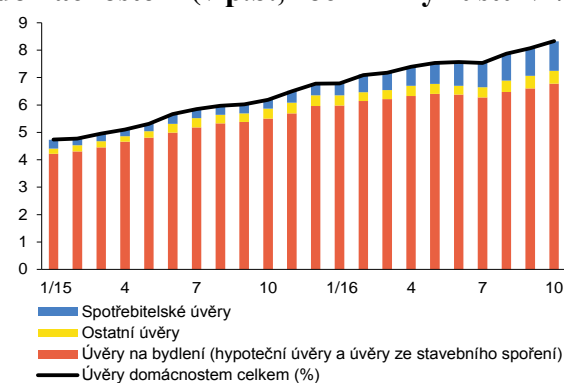
OMEZENÝ PŘÍSTUP

meziroční růst ve stálých cenách. Počet **zahájené výstavby bytů/bydlí** indikující vývoj nabídkové strany nemovitostního trhu se vrátil meziročně do kladných hodnot (3 %; výstavba se přitom koncentruje do rodinných domů při přetrvávajícím propadu výstavby v nových bytových domech), je však letos výrazně slabší než v předchozích dvou letech. Počet dokončených bytů vzrostl pouze o cca 1 %. Pokračuje i zvyšování růstu **spotřebitelských úvěrů** související s růstem spotřebních výdajů a silnou spotřebitelskou důvěrou, a to v podmínkách uvolňujících se úvěrových podmínek.

Úvěry domácnostem (roční míry růstu v %)

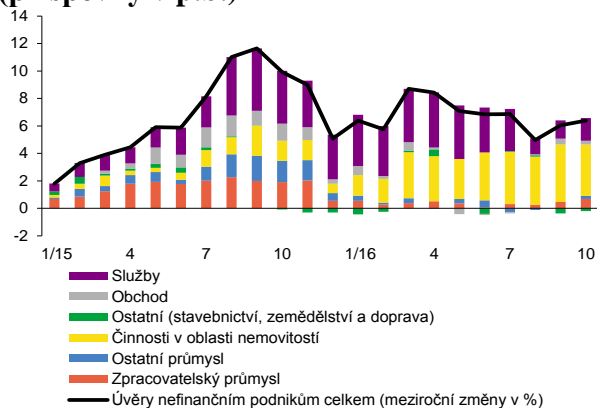


Příspěvky k roční míře růstu úvěrů domácnostem (v p.b., roční míry růstu v %)

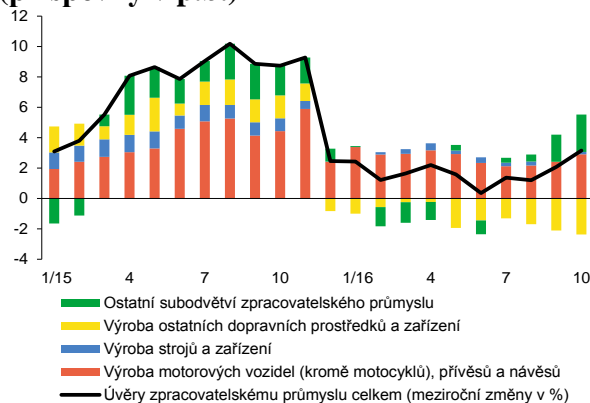


Dynamika **úvěrů nefinančním podnikům** se v posledních měsících mírně zvýšila. K růstu podnikových úvěrů nadále nejvíce přispívají dlouhodobé úvěry, a to v odvětví průmyslu a služeb. Růst úvěrů má nicméně v poslední době méně plošný charakter, když se koncentruje do činností v oblasti nemovitostí a ostatních služeb a v rámci zpracovatelského průmyslu do výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů. Negativní je nadále vývoj úvěrů ve stavebnictví. Pokračovalo výrazné zvyšování růstu úvěrů v cizí měně na zhruba 28 % (oproti 2 % u korunových úvěrů), podíl těchto úvěrů na celku dosáhl nového historického maxima ve výši 26 %. Z hlediska odvětví přetrvával nejsilnější zájem o tyto úvěry ve službách včetně nemovitostí a ve zpracovatelském průmyslu, dále i v dopravě, obchodu, peněžnictví a pojišťovnictví. Podniky se tak tímto způsobem přirozeně zajišťují proti kurzovému riziku.

Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví (příspěvky v p.b.)



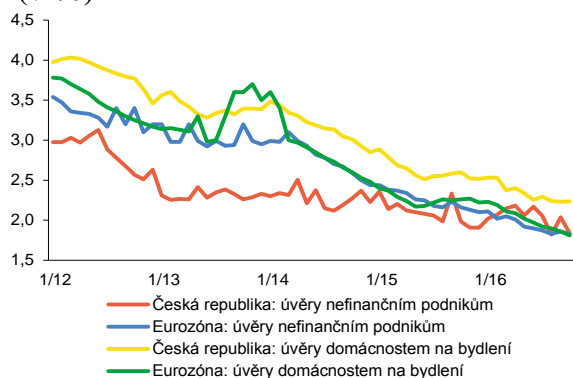
Úvěry zpracovatelskému průmyslu (příspěvky v p.b.)



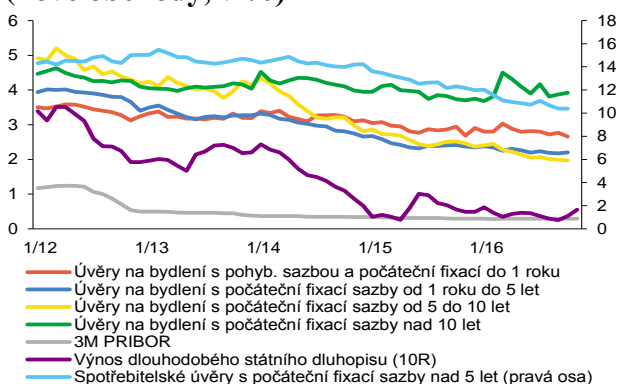
OMEZENÝ PŘÍSTUP

Klientské úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení se v říjnu zásadněji nezměnily, u podnikových korunových a cizoměnových úvěrů se pohybovaly na úrovni lehce pod 2 %. Úroková sazba z úvěrů na bydlení s dlouhodobou fixací pět až deset let se v říjnu slabě snížila na 1,97 % (u hypoték na 1,76 %). Dle aktuálních informací hlavní hráči hypotečního trhu v listopadu a na počátku prosince sazby z hypoték zvýšili vlivem nové legislativy umožňující klientům předčasné splacení hypotéky a též v souvislosti s růstem dlouhodobých sazeb finančního trhu. Výnos desetiletých státních dluhopisů, na které je navázána převážná většina úrokových sazeb z úvěrů domácnostem, v posledních měsících vlivem zahraničního vývoje vzrostl a v listopadu dosáhl 0,6 % (doba přenosu změny do klientských sazeb je u úvěrů na bydlení zhruba tři měsíce). Náklady financování bank však zůstávají nízké. Průměrná **úroková sazba z klientských vkladů** se dále lehce snížila na 0,2 %, a to vlivem pokračujícího poklesu sazeb z krátkodobých i dlouhodobých vkladů domácností. V reálném vyjádření se sazby při lehce vyšších inflačních očekáváním snížily (u vkladů na -1,7 % a u úvěrů na 0,5 %). V eurozóně pokračoval na podzim pokles klientských úrokových sazeb na nové historické minimum vlivem předchozích měnověpolitických opatření ECB, přičemž tyto sazby jsou u podnikových úvěrů obdobné jako v ČR a u úvěrů na bydlení jsou lehce nižší.

Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně (v %)



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



IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

V dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 zůstaly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní, úrokové sazby s delší splatností se mírně zvýšily. Pokračovaly intervence ze strany ČNB v rámci udržování kurzového závazku. Sazba 3M PRIBOR i kurz koruny v průměru odpovídají prognóze.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

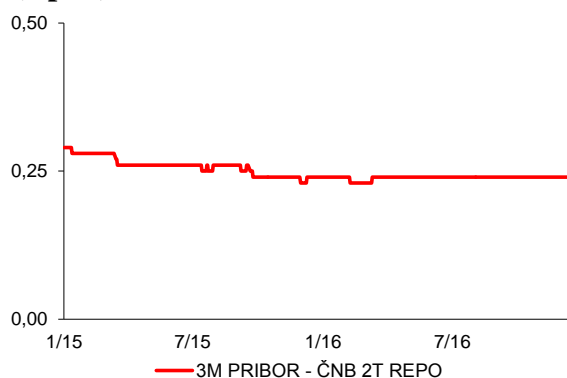
	IV/16 – prognóza	IV/16 – skut. ^{a)}	14.12. – skut.
3M PRIBOR	0,3	0,3	0,3
Kurz – CZK/EUR	27,0	27,0	27,0

^{a)} průměr za čtvrtletí do 14.12.2016

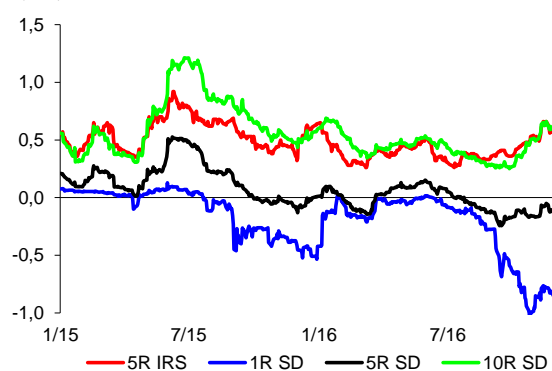
1 Domácí úrokové sazby

V dosavadním průběhu tohoto čtvrtletí byly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR (do 14.12.) činila 0,3 %, a odpovídala tak prognóze. Kladný sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal zachován. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se v souladu s prognózou nacházelo na úrovni 0,24 p.b.

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



Sazba IRS a výnosy státních dluhopisů (%)



Sazby FRA se od minulého měnověpolitického zasedání bankovní rady ČNB nezměnily. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle aktuálních kotací FRA kontraktů implikuje v ročním horizontu nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny příštího roku se tak pohybuje zhruba v souladu s úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté je tržní výhled výrazně nižší, neboť s prognózou ČNB je od třetího čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, se kterým tržní výhled nepočítá (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí).

Domácí úrokové sazby s delší splatností se vyvíjely převážně v souladu se zahraničními sazbami. Do dění na světových finančních trzích se promítalo několik faktorů, z nichž nejdůležitější bylo rozdílné očekávání ohledně nastavení měnových politik v eurozóně a USA. V USA zesílila očekávání zvýšení sazeb na prosincovém zasedání Fedu, zatímco od zasedání ECB (8.12.) většina trhu očekávala prodloužení programu nákupů aktiv, úpravu parametrů případně i změnu objemu odkupovaných cenných papírů. Vliv ve směru vyšších sazeb měla i dohoda zemí OPEC o omezení těžby ropy. Tržní reakce na výsledek jednání ECB (viz kapitola II.1 Vnější prostředí) nebyla jednoznačná, bezprostředně po zveřejnění výnosy

s krátkými splatnostmi poklesly (pravděpodobně kvůli odstranění limitu depozitní sazby)¹⁴, zatímco výnosy na delším konci křivky vzrostly (zřejmě v reakci na snížení objemu nákupů). V dalších dnech ovšem došlo ke korekci. Celkově se domácí sazby IRS od listopadového měnového zasedání bankovní rady ČNB zvýšily o 0,1 – 0,2 procentního bodu. V podobném rozsahu vzrostly i výnosy tuzemských státních dluhopisů. Poptávka po českých státních dluhopisech související s distorzi derivátového trhu však trvá, což je zřejmé i z převisu poptávky v primárních aukcích – především u dluhopisů s kratšími splatnostmi.¹⁵ Výnosová křivka tuzemských státních dluhopisů se pohybuje v záporných hodnotách do splatnosti 5R.

2 Devizový kurz

Kurz koruny se v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí nadále pohyboval těsně nad hranicí kurzového závazku 27 CZK/EUR. Jeho průměrná hodnota činila 27,03 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení kurzu koruny o 0,2 % a mezičtvrtletní stabilitu. Od úrovně závazku se koruna „odlepila“ jen v polovině a závěru listopadu, kdy krátkodobě oslabila k hodnotě 27,05 resp. 27,07 CZK/EUR. Těsně nad hodnotou kurzového závazku se pohybovala i v první prosincové dekádě. Dosavadní vývoj kurzu koruny tak je v souladu s prognózou ze 7.SZ na čtvrté čtvrtletí 2016 (27,0 CZK/EUR).

Příliv krátkodobého kapitálu ze zahraničí tlačil kurz koruny pod úroveň závazku, čemuž bránily **automatické intervence ze strany ČNB**. Příliv krátkodobého (spekulativního) kapitálu ze zahraničí byl spojen nadále s velmi uvolněnou měnovou politikou ECB (a očekáváním jejího prodloužení i do budoucna¹⁶) a zkracujícím se obdobím kurzového závazku ČNB v podmínkách kladného úrokového diferenciálu koruny vůči euru. Nové informace o ekonomickém vývoji v ČR a eurozóně nepřinesly z pohledu očekávání finančních trhů v podstatě žádné změny. Krátkodobé oslabení koruny v polovině listopadu bylo zřejmě reakcí trhu na výsledky voleb v USA (když se očekává větší stimulace domácí poptávky a omezování dovozu, a tedy vyšší budoucí inflace a tím i vyšší úrokové sazby v USA). Druhé oslabení koruny v závěru listopadu pak bylo zřejmě reakcí na zvýšenou atraktivitu amerického dolaru v důsledku silicích očekávání prosincového zvýšení sazeb v USA. Výsledky italského referenda na počátku prosince zvýšily nejistotu ohledně budoucího vývoje eura a „přitlačily“ korunu opět k úrovni kurzového závazku. Objemy automatických intervencí ČNB v souhrnu za říjen a listopad činily více než 121 mld. Kč. Příliv kapitálu však v listopadu oproti říjnu prudce poklesl, a tím klesla i potřeba intervencí. Spíše zajímavostí je zvýšení podílu krátkodobých korunových depozit nerezidentů u bank na úkor krátkodobých vládních dluhopisů dle říjnových statistických dat.¹⁷

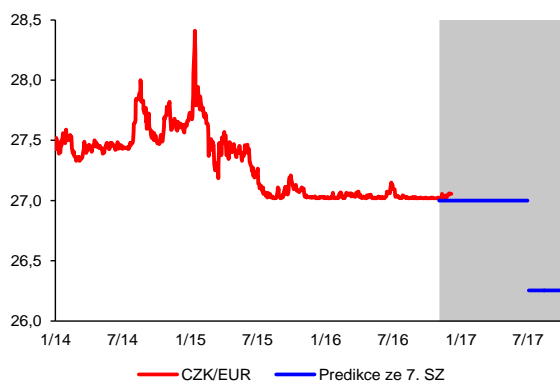
¹⁴ ECB odstranila omezení, podle kterého mohla nakupovat pouze cenné papíry s výnosem vyšším, než činí úroveň depozitní sazby (-0,4 %).

¹⁵ V některých primárních aukcích podíl zahraničních investorů dosáhl i 90 %, v průměru za celý letošní rok činí 40 %. Podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se tak neustále zvyšuje a v současnosti dosahuje 30 %.

¹⁶ 7.12. došlo skutečně k dalšímu prodloužení kvantitativního uvolňování o 9 měsíců (do konce roku 2017) s tím, že objem nakupovaných dluhopisů se od dubna sníží na 60 mld. EUR měsíčně.

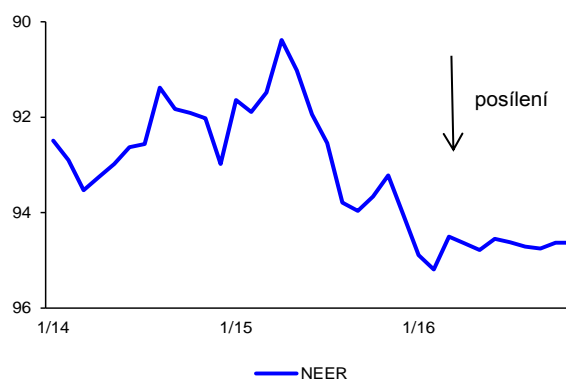
¹⁷ Možným vysvětlením této změny je vliv zkracujícího se období kurzového závazku, nižších nákladů na depozita než na dluhopisy, popř. nedostatek korunových dluhopisů).

Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



Pozn.: Šedá plocha značí období od projednání 7. SZ v bankovní radě.

Index nominálního efektivního kurzu koruny (NEER)



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

Nominální efektivní kurz koruny v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí meziročně posílil o 1,3 % (oproti předchozímu čtvrtletí se přitom prakticky nezměnil). Příčinou meziročního posílení indexu bylo především prudké posílení koruny vůči britské libře (o 18,4 %)¹⁸ a dále posílení koruny vůči čínskému renmimbi a švédské koruně v rozsahu 4,8 resp. 5,7 %. Proti posilování naopak působilo prudké oslabení koruny vůči japonskému jenu o cca 15 %.¹⁹ Meziroční změny kurzů vůči ostatním měnám nepřesáhly 3 %.

¹⁸ Prohlášení britského ministra pro brexit, že Velká Británie je ochotná platit za přístup na jednotný evropský trh, však vedlo k určité korekci.

¹⁹ Váha japonského jenu je 1,6 %.