

Sekce měnová

V Praze dne 27. ledna 2017

Čj.: 2017 / 014000 / CNB / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2017)

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Část II

Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část III

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2017)

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Jan Brůha,
Karel Bauer, Jan Schmidt, Libor Holub

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek, Jan Brůha

Zpracovala: Sekce měnová

Předkládací

zpráva

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2017)

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

Stručné srovnání nové prognózy se 7. situační zprávou (Zprávou o inflaci IV/2016) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání se 7. SZ 2016 (mzr. v %)

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

N á v r h

rozhodnutí bankovní rady

Po projednání materiálu „1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2017)“ předloženého ředitelem sekce měnové p. Tomášem Holubem bankovní rada

- a) **ukládá členům bankovní rady** zaslat své připomínky k veřejné části materiálu (černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové do 3. 2. 2017 do 12.00 hodin.
- b) **ukládá řediteli sekce měnové** p. Tomáši Holubovi
 - i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s ředitelkou sekce kancelář pí Janou Báčovou zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 3. 2. 2017
 - ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 7. 2. 2017 do 13.00 hodin.

1. SITUAČNÍ ZPRÁVA O HOSPODÁŘSKÉM A MĚNOVÉM VÝVOJI (ZPRÁVA O INFLACI I)

2017

Počínaje rokem 1998 přešla Česká národní banka k cílování inflace. V režimu cílování inflace hraje významnou roli komunikace centrální banky s veřejností. Jedním ze základních prvků této komunikace je vydávání čtvrtletní Zprávy o inflaci. Ta v kapitole II obsahuje popis nové čtvrtletní makroekonomické prognózy České národní banky a v kapitole III její hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Smyslem zveřejňování prognózy a jejích předpokladů je učinit měnovou politiku co nejvíce transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Česká národní banka vychází z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika efektivně ovlivňuje inflační očekávání a minimalizuje náklady při zabezpečování cenové stability. Udržování cenové stability je přitom hlavním posláním České národní banky.

Prognóza vývoje české ekonomiky je sestavována Sekcí měnovou ČNB. Pro rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti).

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do rozhodování bankovní rady. Na svých zasedáních během daného čtvrtletí bankovní rada diskutuje aktuální prognózu a bilanci jejích rizik a nejistot. Příchod nových informací od sestavení prognózy, možnost asymetrického vyhodnocení rizik prognózy či odlišná představa některých členů bankovní rady o vývoji vnějšího prostředí či o vazbách mezi různými ukazateli uvnitř české ekonomiky způsobují, že konečné rozhodnutí bankovní rady nemusí odpovídat vyznění prognózy.

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. února 2017 a obsahuje informace dostupné k 20. lednu 2017. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

I.	SHRNUTÍ	4
II.	PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	6
II.1	Vnější předpoklady prognózy	6
II.2	Prognóza	8
II.3	Srovnání s minulou prognózou	20
II.4	Prognózy ostatních subjektů	22
BOX 1	Ukotvenost inflačních očekávání v ČR	22
III.	SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	25
III.1	Inflace	25
III.1.1	Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	25
III.1.2	Současný vývoj inflace	26
III.2	Dovozní ceny a ceny výrobců	29
III.2.1	Dovozní ceny	29
III.2.2	Ceny výrobců	29
III.3	Poptávka a nabídka	32
III.3.1	Domácí poptávka	32
BOX 2	Vývoj soukromých investic – analýza individuálních dat nefinančních podniků	33
III.3.2	Čistá zahraniční poptávka	35
BOX 3	Příčiny pozorovaného zpomalení dynamiky vývozu	35
III.3.3	Nabídka	37
III.3.4	Odhad cyklické pozice ekonomiky a vývoj potenciálního produktu	38
III.4	Trh práce	39
III.4.1	Zaměstnanost a nezaměstnanost	39
III.4.2	Mzdy a produktivita	40
III.5	Finanční a měnový vývoj	42
III.5.1	Peníze	42
III.5.2	Úvěry	43
III.5.3	Úrokové sazby	44
III.5.4	Měnový kurz	47
III.5.5	Ekonomické výsledky nefinančních podniků	48
III.5.6	Finanční pozice podniků a domácností	49
III.5.7	Vývoj na trhu nemovitostí	50
III.6	Platební bilance	51
III.6.1	Běžný účet	51
III.6.2	Kapitálový účet	52
III.6.3	Finanční účet	52
III.7	Vnější prostředí	54
III.7.1	Eurozóna	54
III.7.2	Spojené státy	56
III.7.3	Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	57
III.7.4	Cena ropy a dalších komodit	58

I. SHRUTÍ

Inflace v závěru roku 2016 výrazně zrychlila a vrátila se k 2% cíli ČNB. Po dočasném zpomalení růstu HDP v loňském roce se jeho dynamika v letošním i příštím roce zvýší v průměru na 2,8 %. Ekonomiku budou podporovat pokračující růst zahraniční poptávky, obnovování růstu vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů a nadále uvolněné měnové podmínky. Ty se však po ukončení kurzového závazku ČNB začnou posouvat k neutrálnímu působení. Pokračující ekonomický růst povede k dalšímu zvýšení dynamiky mezd při již jen slabě klesající míře nezaměstnanosti. K růstu celkových nákladů a návazně i spotřebitelských cen bude přispívat obnovený růst zahraničních výrobních cen a vývoj domácí ekonomiky včetně zvyšování mezd. Inflace se tak dále zvýší nad 2% cíl a na horizontu měnové politiky se bude k němu navracet shora. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb a posílení kurzu koruny.

Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2016 zpomalila svůj meziroční růst na 1,9 %, zejména v důsledku sníženého příspěvku čistého vývozu. Ekonomiku přitom nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb. K ekonomickému růstu přispívá i zvyšující se zahraniční poptávka, i když její dynamika dočasně zvolnila. Ve čtvrtém čtvrtletí prognóza předpokládá lehké zrychlení růstu domácího HDP.

Celková i měnověpolitická inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2016 výrazně zrychlily a vrátily se do tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1 a Graf I.2). V prosinci přitom celková inflace po čtyřech letech mimořádně nízkých hodnot dosáhla 2% cíle. Za tímto vývojem stálo rychlé oživení růstu cen potravin a zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot. V jejím vývoji se odrážel růst domácí ekonomiky a mezd, navíc se v ní projevilo i zvýšení cen v souvislosti se zavedením první fáze elektronické evidence tržeb. Zároveň odezněl meziroční pokles cen pohonných hmot.

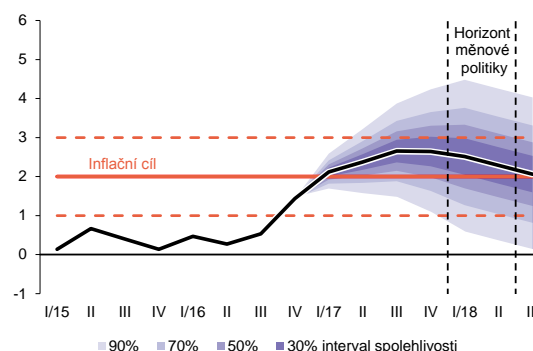
Růst ekonomické aktivity v **efektivní eurozóně** počátkem letošního roku dále zpomalil, poté bude zrychlovat ke 2 %. Vliv klesajících cen energetických komodit z předchozích let odezněl. Na počátku letošního roku se tak výrobní ceny v eurozóně vrátí ke kladné meziroční dynamice a spolu se spotřebitelskými cenami se budou dále zvyšovat v důsledku pokračujícího ekonomického růstu. Přispěje k tomu i uvolněná měnová politika ECB včetně kvantitativního uvolňování, s nímž prognóza počítá do konce letošního roku. Měnová politika ECB se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR, který se až do konce roku 2018 nachází v záporných hodnotách, a také do oslabení kurzu eura vůči dolaru. U ceny ropy Brent se předpokládá její stabilita.

Podle **prognózy se celková i měnověpolitická inflace** dále zvýší do horní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB. Na horizontu měnové politiky se budou k 2% cíli navracet shora (Graf I.1 a Graf I.2). Domácí

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

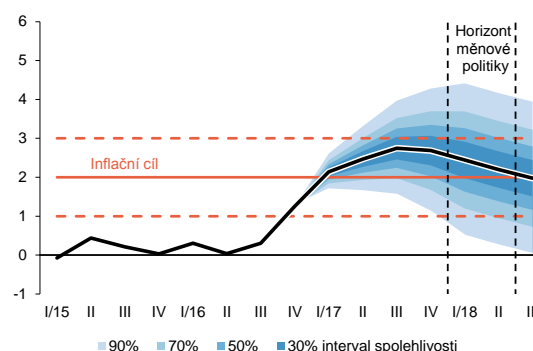
Celková inflace se dále zvýší a na horizontu měnové politiky se bude shora přibližovat k 2% cíli (meziročně v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace dále vzroste do horní poloviny tolerančního pásma cíle, na horizontu měnové politiky se bude k cíli navracet shora (meziročně v %)



náklady znatelně porostou na celém horizontu prognózy vlivem zvyšujících se mezd i ceny kapitálu v podmínkách solidního růstu ekonomické aktivity. Spolu s obnoveným růstem cen průmyslových výrobců v eurozóně to povede k dalšímu zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot, v opačném směru bude od poloviny letošního roku působit posílení kurzu koruny. Ceny potravin v nejbližších čtvrtletích dále zrychlí svůj růst, který poté opět zvolní. Rovněž ceny pohonných hmot dočasně výrazně porostou v návaznosti na meziroční zvýšení světových cen ropy. Regulované ceny se letos v souhrnu zvýší jen nepatrně, v příštím roce jejich růst zrychlí.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017 (Graf I.3). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. S prognózou je poté konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb ve druhé polovině roku 2017 a jejich další mírné zvyšování v roce 2018. Prognóza předpokládá používání **kurzu** jako nástroje měnové politiky na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. Počínaje zhruba polovinou roku 2017 dojde k dosažení podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle i v budoucnu, po návratu do standardního režimu měnové politiky. Následné posílení kurzu bude tlumeno mimo jiné tím, že v období od zavedení kurzového závazku dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Projeví se nicméně kladný úrokový diferenciál vůči euru, resp. vliv kvantitativního uvolňování ECB. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 25,7 CZK/EUR v závěru roku). Prognóza ovšem nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být výrazně tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku. Kurz bude dle prognózy lehce posilovat i v roce 2018 (Graf SZ I.1).

Růst české ekonomiky v letech 2017 a 2018 dosáhne 2,8 % (Graf I.4) v návaznosti na obnovené zvyšování fixních investic, v jejichž rámci ožije zejména dynamika vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů, při nadále stabilně rostoucí spotřebě domácností. Ekonomiku bude podporovat i urychlení růstu vývozu z aktuálně utlumených temp. Měnové podmínky zůstávají nadále uvolněné, po ukončení kurzového závazku ČNB se začnou posouvat k neutrálnímu působení. Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat dalším zvyšováním dynamiky mezd a již jen slabým poklesem míry nezaměstnanosti.

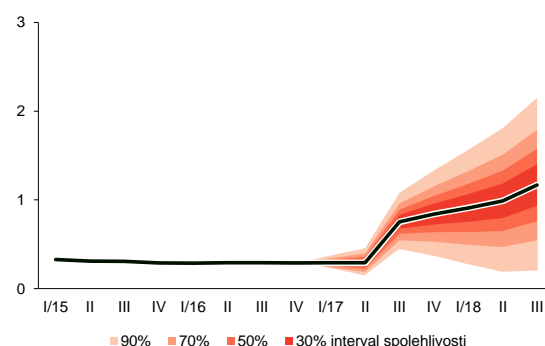
Na svém měnověpolitickém zasedání 2. února 2017 bankovní rada rozhodla ... Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy

GRAF I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

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

(3M PRIBOR v %)

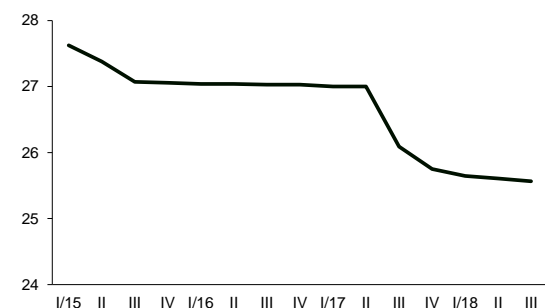


GRAF SZ I.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

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

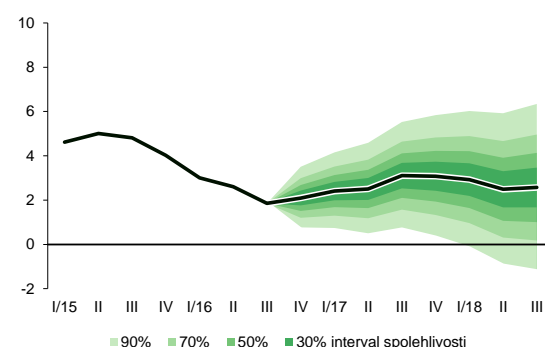
(CZK/EUR)



GRAF I.4

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Ekonomika poroste v průměru tempem lehce pod 3 % (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity počátkem letošního roku dále zpomalí, poté se postupně vrátí přibližně ke 2 %. U průmyslových výrobních cen počátkem letošního roku odezní jejich několik let trvající pokles, následně tyto ceny porostou tempem slabě nad 2 %. Spotřebitelská inflace se bude zvyšovat v návaznosti na rostoucí poptávku a odeznění vlivu nízkých cen energií, až do konce roku 2018 však nedosáhne 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu pohybuje v záporných hodnotách, což odráží pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB. Ta se rovněž promítá v oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent předpokládá její stabilitu poblíž aktuální úrovně.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá, že v nejbližším období bude ještě pokračovat zpomalování jeho dynamiky pozorované v průběhu roku 2016. Od druhého čtvrtletí letošního roku by však mělo dojít k obratu, což naznačují zlepšující se předstihové ukazatele v eurozóně. K růstu ekonomické aktivity budou nadále pozitivně přispívat uvolněné měnové podmínky. Celkově v roce 2017 tempo ekonomického růstu dosáhne 1,5 %, v roce 2018 pak zrychlí na necelá 2 % (Graf II.1.1).¹ Výhled se tak na kratším konci horizontu nachází oproti předpokladům minulé prognózy mírně níže, což odráží zejména vývoj pozorovaný ve třetím čtvrtletí loňského roku.

Efektivní ukazatel cen průmyslových výrobců v eurozóně se na počátku letošního roku vrátí ke kladné meziroční dynamice (Graf II.1.2), když aktuálně již odezněl vliv klesajících cen energetických komodit z předchozích let. K oživení cenového růstu přispěje i meziročně slabší kurz eura k dolaru. V letošním i příštím roce se výrobní ceny budou zvyšovat v průměru o 2,1 %.² Oproti minulé prognóze je výhled pro letošní rok vyšší v průměru o 0,5 procentního bodu, a to v návaznosti na aktuálně mírně vyšší ceny ropy a nečekaně rychlé obnovování růstu cen průmyslových výrobců v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016. Pro rok 2018 se výhled nemění.

Výhled **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení jeho dynamiky v návaznosti na odeznění klesajících cen energií pro domácnosti. V průměru za celý rok

1 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z lednového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 9. lednu 2017. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou na minulosti jsou dány zejména revizí dat; zároveň byly aktualizovány váhy jednotlivých zemí na českém vývozu.

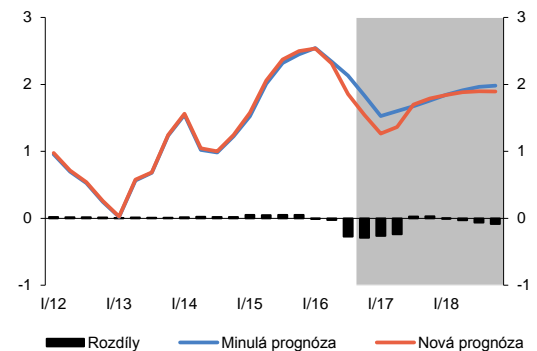
2 Předpokládaný vývoj průmyslových výrobních cen v efektivní eurozóně je pro letošní rok oproti výhledu dle lednového CF expertně zvýšen o 0,5 procentního bodu z důvodu prozatím nedostatečného zohlednění (ze strany analytiků přispívajících do CF) růstu cen energetických komodit a jejich pozorovaného rychlejšího průsaku do výrobních cen (viz BOX 1 ze Zol III/2016).

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Růst zahraniční ekonomické aktivity počátkem letošního roku dále zpomalí, poté bude zrychlovat ke 2 %

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

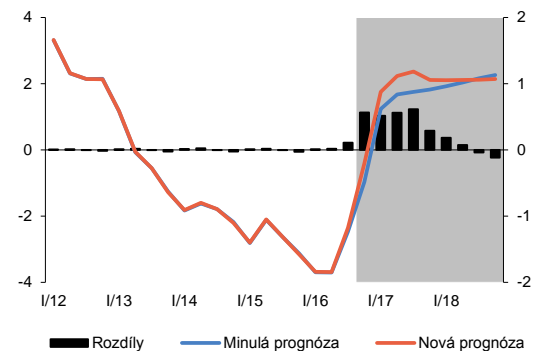


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Ceny průmyslových výrobců obnovují svůj růst, jehož tempo se bude v letošním a příštím roce pohybovat lehce nad 2 %

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

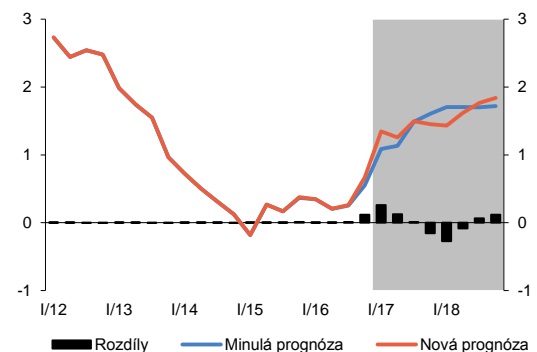


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Růst spotřebitelských cen se dále zvýší, na celém horizontu prognózy však nedosáhne 2 %

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



2017 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit o 1,4 % (Graf II.1.3). V příštím roce se – spolu se zrychlováním tempa růstu ekonomické aktivity – předpokládá zvýšení spotřebitelských cen v průměru o 1,7 %. V porovnání s minulou prognózou se očekávané hodnoty téměř nemění.

Tržní úrokové sazby 3M EURIBOR by se měly na celém horizontu prognózy i nadále nacházet v záporných hodnotách (Graf II.1.4), což odráží pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB. Oproti minulé prognóze se však trajektorie úrokových sazeb 3M EURIBOR posunula na delším konci lehce výše. To odráží prosincové rozhodnutí ECB snížit objem nakupovaných aktiv od dubna 2017 z 80 mld. EUR měsíčně na 60 mld. EUR při jeho současném prodloužení do konce letošního roku.³ Průměrná hodnota sazeb 3M EURIBOR za letošní rok dosáhne -0,3 %, v roce 2018 pak -0,2 %. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků v rámci lednového CF, kteří v horizontu 3 i 12 měsíců očekávají úroveň sazby 3M EURIBOR rovněž na úrovni -0,3 %.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** odráží další oslabení evropské měny pozorované v závěru loňského roku. Ve srovnání s minulou predikcí se tak na celém horizontu prognózy posouvá na znatelně slabší hodnoty kurzu eura (Graf II.1.5). To odráží zejména rozdílné směřování měnové politiky ECB a amerického Fedu, který na svém prosincovém měnovém zasedání rozhodl v souladu s tržním očekáváním o dalším zvýšení své základní úrokové sazby. V letošním roce se kurz eura vůči americkému dolaru bude pohybovat v průměru na úrovni 1,04 USD/EUR, v roce 2018 se očekává průměrný kurz 1,05 USD/EUR.

Tržní výhled **ceny ropy Brent** předpokládá pro letošní a příští rok její stabilitu přibližně na úrovni 57 USD/barel (Graf II.1.6). Oproti minulé predikci se v kratším horizontu jedná o nepatrný posun směrem výše, v delším období je tomu naopak. Na trhu i nadále přetrvává převis nabídky ropy nad poptávkou, který by se však měl dále snižovat, pokud bude pokračovat naplňování dohody OPEC a dalších zemí o omezení těžby. Analytici oslovení v rámci lednového CF předpokládají v horizontu 12 měsíců cenu ropy Brent okolo 56 USD/barel, tj. blízko tržním výhledům.

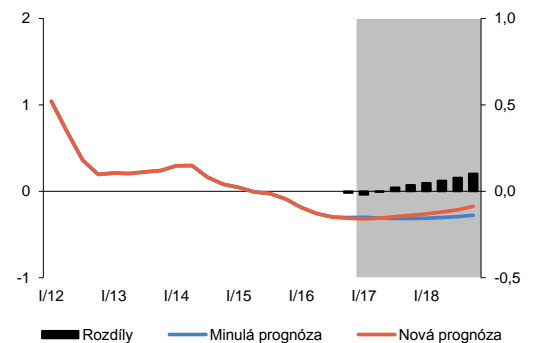
3 Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB, a to prostřednictvím stínových úrokových sazeb. Vzhledem k rozhodnutí ECB o prodloužení programu nákupu aktiv a zároveň snížení měsíčního objemu nakupovaných cenných papírů jsou stínové sazby od druhého čtvrtletí 2017 do konce roku přibližně o 1 procentní bod hlouběji v záporných hodnotách oproti výhledu tržních sazeb. Poté se k němu postupně navrací.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

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

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

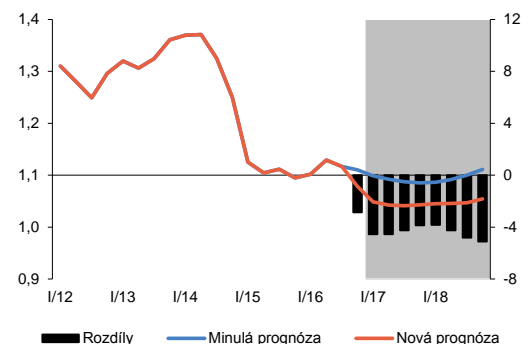


GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl setrvat poblíž aktuálních oslabených hodnot

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

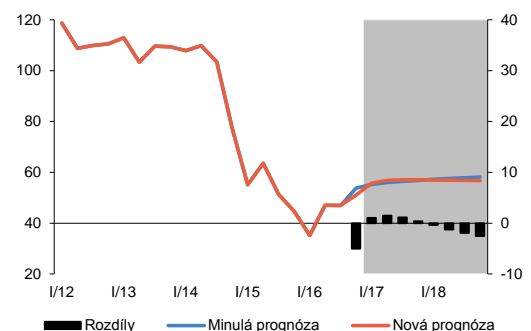


GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá stabilitu mírně pod 60 USD/barel

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická inflace v závěru roku 2016 výrazně zrychlily a vrátily se k 2% cíli ČNB. V průběhu letošního roku se dále zvýší a od jeho konce, tedy i na horizontu měnové politiky, se budou k cíli shora navracet. K růstu celkových nákladů a návazně i spotřebitelských cen bude v první polovině letošního roku přispívat lehce proinflační působení dovozních cen a na celém horizontu prognózy vývoj domácí ekonomiky včetně zvyšování mezd. Po dočasném zpomalení růstu HDP v loňském roce se jeho dynamika v letošním i příštím roce zvýší v průměru na 2,8 %. Ekonomiku budou podporovat pokračující růst zahraniční poptávky a postupné obnovování vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů. Měnové podmínky jsou nadále uvolněné, po ukončení kurzového závazku ČNB se začnou posouvat k neutrálnímu působení. Růst ekonomiky se na trhu práce projeví dalším zrychlením dynamiky mezd a již jen slabým poklesem míry nezaměstnanosti. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny. V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot⁴; žádná z nich však nebyla natolik výrazná, aby vedla ke zpracování alternativního či citlivostního scénáře. Sekce měnová hodnotí rizika prognózy celkově jako vyrovnaná.

Meziroční **celková inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2016 výrazně zrychlila na průměrných 1,4 %. V prosinci po čtyřech letech mimořádně nízké inflace dosáhla 2% cíle. V následujícím období se inflace dále zvýší. K tomu bude přispívat lehce proinflační vliv dovozních cen a setrvalé inflační tlaky z domácí ekonomiky, odrážející především situaci na domácím trhu práce. V prvním čtvrtletí letošního roku celková inflace lehce přesáhne 2% inflační cíl (Graf II.2.1), a to i přes slabý pokles regulovaných cen, poté dále zrychlí. Téměř na celém horizontu, tj. včetně horizontu měnové politiky, se pak bude pohybovat nad 2 %, přičemž v průběhu roku 2018 se bude shora navracet k cíli v prostředí postupně posilujícího kurzu koruny a rostoucích úrokových sazeb. Opuštění kurzového závazku ČNB přitom prognóza předpokládá v polovině roku 2017 v návaznosti na splnění podmínky udržitelnosti plnění inflačního cíle i po návratu do standardního režimu měnové politiky.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku pohybovala v průměru na hodnotě 1,3 %. Po třech letech se tak vrátila do tolerančního pásma inflačního cíle. V prosinci 2016 se pak již nacházela jen těsně pod 2% cílem. Na prognóze se měnověpolitická inflace bude od celkové inflace odchylovat jen nevýrazně. Souhrnný předpokládaný dopad

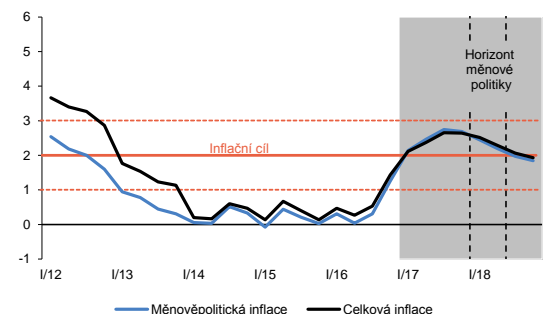
4 Nejistoty je především vývoj kurzu po opuštění kurzového závazku, zejména s ohledem na hypotézu „chybějící protistrany“. Tato nejistota bude ilustrována simulacemi prezentovanými v měnověpolitickém doporučení. Mezi další nejistoty patří robustnost a intenzita aktuálních domácích i zahraničních nákladových tlaků, případný cenový dopad dalších fází zavádění elektronické evidence tržeb a opětovné sladění dynamiky vývozu se zahraniční poptávkou.

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková i měnověpolitická inflace dále vzrostou a na horizontu měnové politiky se budou nacházet mírně nad 2% cílem

(meziročně v %)

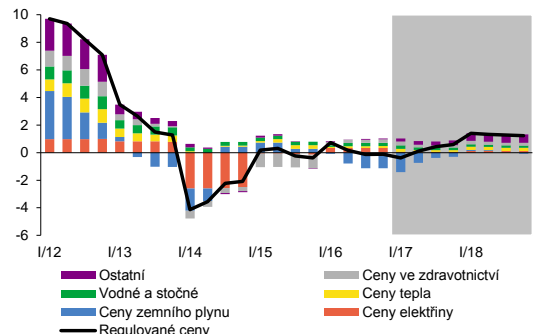


GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY

Regulované ceny se v letošním roce v průměru téměř nezmění, po odeznění poklesu cen zemního plynu mírně porostou

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



změn nepřímých daní je pro letošní rok nepatrně záporný, pro rok 2018 naopak lehce kladný. Měnověpolitická inflace se tak bude letos nacházet nepatrně výše než celková inflace, v roce 2018 tomu bude naopak (Graf II.2.1). I v jejím případě tedy dojde k překročení cíle a poté k postupnému návratu na cíl shora.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k celkové meziroční inflaci ve čtvrtém čtvrtletí 2016 činil 0,2 procentního bodu. To bylo dáno na jedné straně vlivem harmonizační úpravy spotřební daně z cigaret a tabáku z ledna 2016 a na druhé straně snížením DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení (s výjimkou alkoholických nápojů) ze sazby 21 % na sníženou 15% sazbu s účinností od 1. prosince 2016. Prognóza předpokládá další zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky, a to na počátku let 2017 i 2018. Odhadovaný dopad těchto změn do celkové inflace činí v obou případech 0,1 procentního bodu. Dále prognóza obsahuje snížení DPH pro noviny a časopisy ze současné sazby 15 % na 10% sazbu s odhadovaným primárním dopadem -0,02 procentního bodu do celkové inflace. Účinnost této změny je předpokládána od 1. března 2017.

Regulované ceny ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nepatrně meziročně poklesly. Na tom se podílelo především snížení cen plynu pro domácnosti. Na začátku letošního roku prognóza očekává další prohloubení poklesu cen plynu. ERÚ oznámil snížení poplatků za mezinárodní přepravu plynu, což ovlivní regulovanou složku jeho ceny. Vedle toho největší dodavatelé plynu oznámili další snížení ceny komoditní složky (tvorí téměř 4/5 celkové ceny) v lednu a v únoru. V případě tepla pro domácnosti prognóza předpokládá pro letošní rok pokračující růst cen slabě nad 1 %, u elektrické energie se očekává pouze nepatrný meziroční růst daný zvýšením regulované složky ceny při zhruba stagnující ceně silové elektřiny. Přibližně 2% tempem pak porostou vodné a stočné i ceny ostatních služeb. V souhrnu za letošní rok by tak regulované ceny měly vzrůst pouze o 0,2 %, přičemž pokles cen plynu bude zhruba kompenzován zvýšením cen ostatních položek (Graf II.2.2). V příštím roce bude růst regulovaných cen zrychlovat a v průměru dosáhne 1,3 %. To bude výsledkem obnoveného růstu cen zemního plynu v návaznosti na očekávané zvyšování cen na světových trzích, když současně zůstanou kladné příspěvky všech ostatních významných regulovaných položek (Tab. II.2.1).

Meziroční **čistá inflace** vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí 2016 v průměru na 1,5 % (Graf II.2.3). K tomu přispělo zejména výrazné zrychlení růstu cen potravin a v menší míře i zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot a odeznění propadu cen pohonných hmot. V následujícím období prognóza očekává další zvyšování čisté inflace v návaznosti na silící nákladové tlaky z trhu práce a obnovený růst cen zahraničních výrobců, resp. cen energetických i agrárních komodit. Ve druhé polovině letošního roku se bude čistá inflace pohybovat lehce nad 3% úrovní. V roce 2018 se pak bude shora navracet ke 2 % v důsledku posílení kurzu koruny po předpokládaném ukončení jeho používání jako nástroje měnové politiky a také odeznění rychlých nárůstů cen potravin z přelomu minulého a letošního roku.

TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Od příštího roku porostou všechny hlavní položky regulovaných cen

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

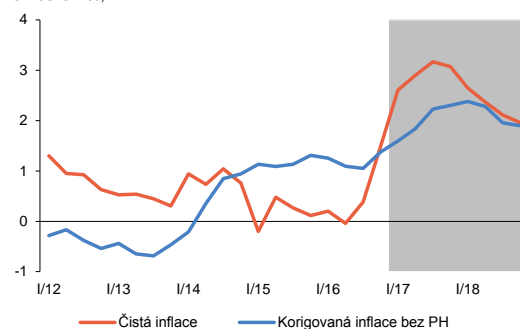
	2016 skutečnost		2017 prognóza		2018 prognóza	
Regulované ceny ^{a)}	0,2	0,03	0,2	0,03	1,3	0,22
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	1,2	0,06	0,2	0,01	0,4	0,02
ceny zemního plynu	-4,7	-0,13	-4,3	-0,12	0,1	0,00
ceny tepla	1,0	0,02	1,2	0,03	2,0	0,04
vodné a stočné	1,4	0,01	2,0	0,02	2,0	0,02
regulované ceny ve zdravotnictví	3,6	0,04	3,0	0,03	3,3	0,04
Primární dopady změn nepřímých daní v neregulovaných cenách		0,20		-0,04		0,08

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

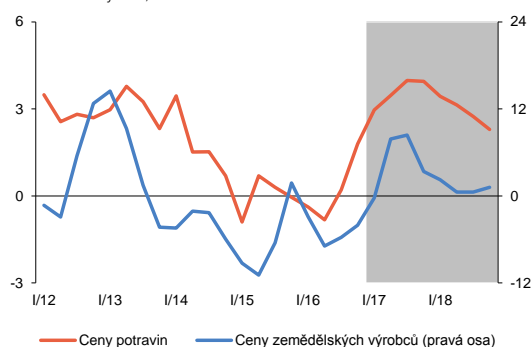
Ukazatele tržní i jádrové inflace se dále zvýší v důsledku pokračujícího růstu mezd a obnoveného růstu zahraničních cen; po ukončení kurzového závazku ČNB opět mírně klesnou (meziročně v %)



GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ceny potravin zrychlí svůj růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských komodit a odezněním mimořádných protiinflačních faktorů z minulého roku (meziroční změny v %)



Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 postupně zvyšovala, přičemž v průměru dosáhla 1,4 %. V jejím rámci zrychloval především růst cen neobchodovatelných statků, zatímco růst cen obchodovatelných statků v průměru zhruba stagnoval. Prognóza očekává další zrychlování korigované inflace bez pohonných hmot až na 2,3 % na konci letošního roku, a to vlivem pokračujícího působení nákladových tlaků z domácí ekonomiky v podmínkách rychlého mzdového růstu spolu s obnovením růstu produkčních cen v eurozóně (Graf II.2.3). V roce 2018 korigovaná inflace postupně zvolní těsně pod hladinu 2 %, což bude ovlivněno zejména předpokládaným posílením kurzu koruny po opuštění kurzového závazku ČNB.

Ceny potravin vzrostly ve čtvrtém čtvrtletí 2016 meziročně o 1,8 %. Za tím stálo rychlé odeznění vlivu mimořádných faktorů, které v minulosti tlumily vývoj cen potravin (embargo na dovoz potravin do Ruska, zrušení mléčných kvót v EU). V letošním roce se bude jejich dynamika dále zvyšovat v návaznosti na očekávaný růst cen agrárních komodit i pokračující proinflační působení domácí ekonomiky. Růst cen potravin by tak měl postupně dosáhnout až k úrovni 4 % (Graf II.2.4). V roce 2018 pak prognóza očekává postupné zvolňování jejich dynamiky vlivem zpomalování růstu cen agrárních komodit, přičemž vedle odeznění vlivu nízké srovnávací základny bude působit i posílení měnového kurzu.

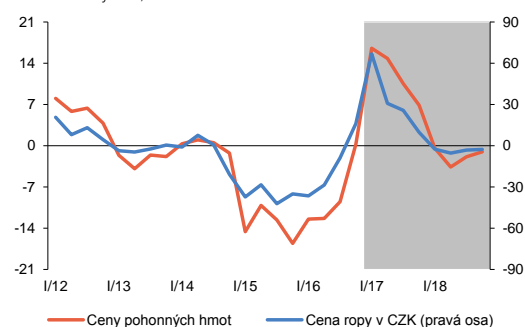
Ceny pohonných hmot ve čtvrtém čtvrtletí 2016 postupně zmiřovaly svůj meziroční pokles a v prosinci již meziročně rostly (o 4,3 %; Graf II.2.5). S malým zpožděním se tak v nich odrážel vývoj cen ropy Brent i benzínu na zahraničních trzích, které v průběhu čtvrtého čtvrtletí rovněž přešly do meziročního růstu. Dle dostupných indikátorů⁵ se ceny pohonných hmot v lednu dále zvýšily. V návaznosti na očekávaný meziroční růst světových cen ropy a benzínu by ceny pohonných hmot měly dále zrychlovat svou meziroční dynamiku, což je dáno i nízkou základnou z počátku loňského roku. Jejich růst však následně ve druhé polovině letošního roku zvolní. V roce 2018 by ceny pohonných hmot měly opět slabě meziročně klesat (v průměru o 1,7 %) vlivem předpokládaného posílení kurzu CZK/USD při přibližné stabilitě dolarové ceny ropy.

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

GRAF II.2.5

CENY PohonNÝCH Hmot A CENA ROPY

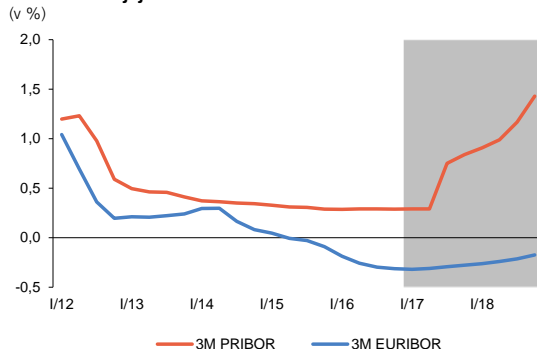
Ceny pohonných hmot v nejbližším období výrazně meziročně porostou v návaznosti na vývoj světových cen ropy (meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

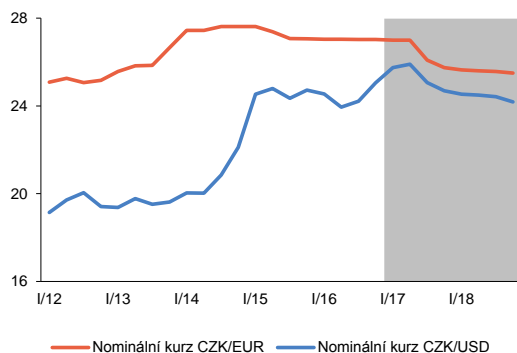
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní jejich nárůst



GRAF SZ II.2.1

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

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



⁵ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

úvahy a s tím související pravděpodobný časový odstup zvyšování sazeb po ukončení kurzového závazku.

Kurz koruny vůči euru se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nadále nacházel v těsné blízkosti hladiny kurzového závazku 27 CZK/EUR. Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 s tím, že kurz v tomto období setrvá na uvedené hladině (Graf SZ II.2.1). Počínaje zhruba polovinou roku 2017 dojde k dosažení podmínek pro udržitelné plnění 2% inflačního cíle i v budoucnu, po návratu do standardního režimu měnové politiky. Následné posílení kurzu bude tlumeno mimo jiné tím, že v období od zavedení kurzového závazku dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Projeví se nicméně kladný úrokový diferenciál vůči euru⁶, resp. vliv kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do konce roku 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 25,7 CZK/EUR v závěru roku). Prognóza ovšem nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být výrazně tlumeno zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku. Kurz bude dle prognózy lehce posilovat i v roce 2018, a to mírně pozvolněji oproti svému předpokládanému rovnovážnému tempu (které v reálném vyjádření činí 1,5 % ročně). Při výhledu kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to do poloviny roku 2017 znamená zhruba stabilitu kurzu CZK/USD poblíž aktuální úrovně. Poté bude koruna vůči dolaru posilovat.

Celkové **nominální mezní náklady v sektoru spotřebních statků** v průběhu roku 2016 narůstaly v souvislosti s rychlým odezníváním protiinflačního působení dovozních cen při významném příspěvku domácích nákladových tlaků. Na konci minulého roku již protiinflační vliv dovozních cen zcela pominul a jejich příspěvek začal působit na růst nákladů kladně (Graf II.2.7), zejména v návaznosti na zvýšené ceny ropy. Odhadovaný růst exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), přispívá k růstu celkových nákladů již přes dva roky. Počátkem roku 2017 růst celkových nákladových tlaků ve spotřebitelském sektoru dosáhne svého vrcholu. Projeví se v něm zrychlující dynamika domácích mezd, podpořená i zvýšením minimální mzdy od ledna 2017, a pokračující růst zahraničních výrobních cen. Zhruba od poloviny letošního roku, tj. po předpokládaném ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky, růst celkových nákladů oslabí. Dovozní ceny budou opět působit mírně protiinflačně (posílení kurzu koruny převáží nad pokračujícím růstem

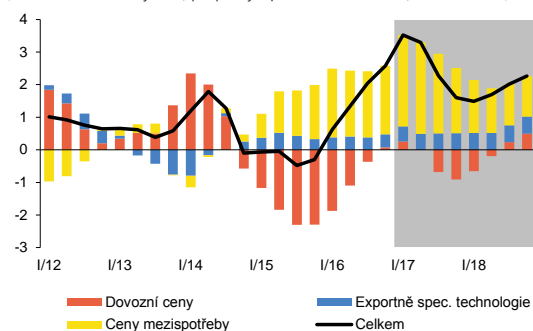
6 Prognóza však standardně přikládá zahraničním úrokovým sazbám za horizontem nejbližších šesti čtvrtletí jen částečnou váhu, když přihlíží i k modelovým mechanismům, které zajišťují postupný návrat těchto sazeb k jejich ustálenému stavu.

GRAF II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Vysoký růst nákladů v letošním roce bude odražen nadále rostoucí domácí ekonomikou a mzdami; po ukončení kurzového závazku se jejich dynamika zmírní

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

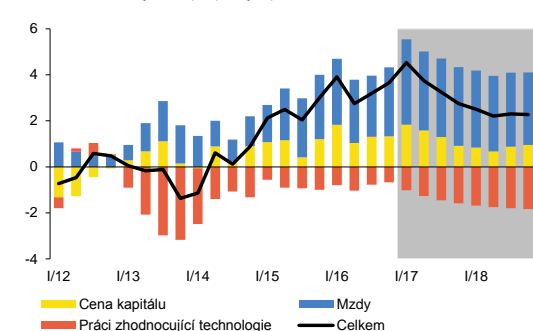


GRAF II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí náklady nadále porostou vlivem zvyšování mezd i ceny kapitálu, protisměrně bude působit zrychlující růst produktivity

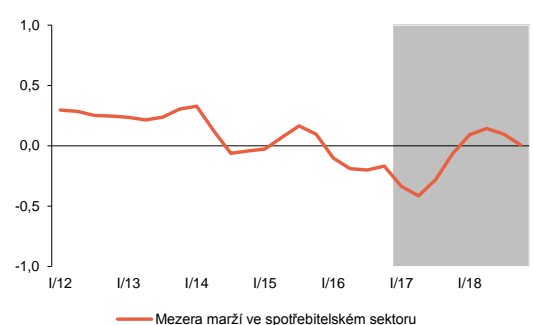
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Mezera marží se v nejbližším období prohloubí do více záporných hodnot, uzavírat se bude od poloviny roku 2017 (v %)



výrobních cen v eurozóně) a rovněž růst cen mezispotřeby zvolní z předchozích poměrně vysokých temp. V roce 2018 se pak celkové náklady spotřebitelského sektoru budou pohybovat okolo 2% tempa růstu při obnoveném mírně proinflačním působení dovozních cen.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby v závěru loňského roku zrychlovaly své tempo růstu (Graf II.2.8). K tomu přispěl především pokračující růst nominálních mezd v podnikatelské sféře při současném zpomalení dynamiky produktivity práce. Kladný příspěvek k vývoji mezních nákladů měla i nadále cena kapitálu, která odráží pokračující zvyšování celkové ekonomické aktivity a zahraniční poptávky. Dynamika domácích nominálních nákladů bude zrychlovat i na začátku letošního roku s přispěním pokračujícího růstu mezd, podpořeného i dalším zvýšením minimální mzdy. V dalším období však zvolní, a to s posílením kurzu koruny ve druhé polovině roku 2017. Sníží se tak kladné příspěvky ceny kapitálu a v menší míře i mezd při opětovně zrychlujícím růstu produktivity práce. V roce 2018 se tempo růstu domácích nákladů stabilizuje mírně nad 2% úrovní.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se bude dále rozvířat do záporných hodnot, přičemž růst nákladů (plynoucí z lehké proinflačního působení dovozních cen, zvyšování mezd a poklesu dynamiky produktivity práce v poslední době) bude převažovat nad cenovým růstem. Od poloviny roku 2017 se mezera marží začne rychle uzavírat (Graf II.2.9) z důvodu posílení kurzu koruny snižujícího náklady dovozců a zvolňujícího růstu domácích nákladů při pokračujícím zvyšování cen. V následujícím roce bude mezera marží zhruba uzavřená.

Národohospodářská produktivita práce ve třetím čtvrtletí 2016 dočasně zastavila svůj meziroční růst, který se však v závěru roku opět obnovil. V průběhu letošního roku dynamika produktivity práce zrychlí. Od jeho druhé poloviny se bude pohybovat okolo 2,5% úrovně, a to vlivem zrychlení růstu ekonomické aktivity i pomalejšího zvyšování zaměstnanosti.

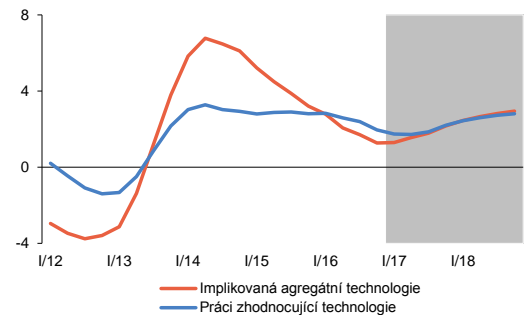
Odhadovaná tempa růstu implikované agregátní a práci zhodnocující **technologie** odrážejí především zpomalení tempa růstu hrubého domácího produktu v loňském roce. Je také v souladu s utlumením dynamiky národohospodářské produktivity práce (v souvislosti s nadále rychlým růstem zaměstnanosti při zpomalujícím růstu HDP). Na konci minulého roku tedy růst obou technologií zvolnil výrazně pod svou 3% rovnovážnou úroveň (Graf SZ II.2.2). Toto zpomalení však bude postupně na prognóze odeznívat. V příštím roce se tak dynamika obou technologií navrátí ke svým rovnovážným hodnotám.

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** se ve třetím čtvrtletí 2016 zvýšila o 4,4 % (po sezonním očistění). Prognóza očekává postupné zrychlování mzdového růstu i v následujících čtvrtletích (Graf II.2.10). Vedle solidního růstu ekonomické aktivity, zvyšování spotřebitelských cen a pokračující silné poptávky po pracovní síle k tomu přispěje i další nárůst minimální mzdy, která od ledna letošního roku vzrostla z 9 900 Kč na

GRAF SZ II.2.2

TECHNOLOGIE

Zpomalování dynamiky technologií se dle předpokladů prognózy chýlí ke konci a v dalších dvou letech se jejich růst bude zvolna vracet ke svým rovnovážným hodnotám (meziroční změny v %)

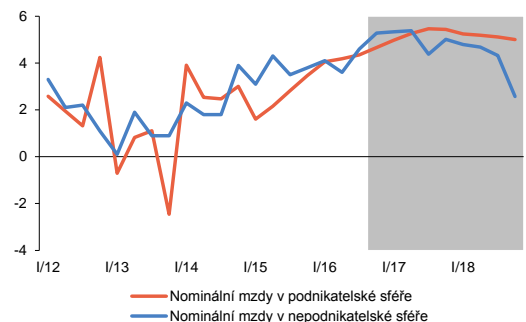


GRAF II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v letošním roce dále zrychlí

(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očistěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočistěno)

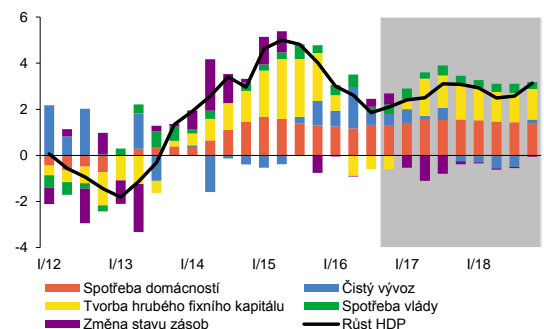


GRAF II.2.11

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP bude stabilně přispívat spotřeba domácností, obnoví se i zvyšování investic

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



11 000 Kč⁷. Tempo mzdového růstu tak bude postupně zrychlovat až na 5,5 % ve třetím čtvrtletí 2017. Následně dynamika mezd mírně zvolní k dlouhodobě rovnovážným hodnotám v návaznosti na posílení kurzu koruny a přiblížení inflace shora k cíli. Celkově se v letech 2017 a 2018 mzdový růst bude pohybovat mírně nad 5% úrovní (po zvýšení o 4,3 % v loňském roce). Reálná mzda v podnikatelské sféře vzrostla v loňském roce o 3,7 %, v následujících dvou letech v návaznosti na vyšší inflaci její dynamika zvolní mírně pod 3 %.

Další zrychlování mzdového růstu prognóza očekává i v **nepodnikatelské sféře** (Graf II.2.10). To odráží listopadové zvýšení mezd zaměstnanců ve vybraných profesích vládního sektoru. Meziroční dynamika mezd v této sféře tak v minulém roce dosáhla 4,4 %. V letošním roce prognóza předpokládá její zrychlení na 5% úroveň. To vedle již realizovaných či avizovaných kroků vlády odráží i prognózou očekávaný pozitivní vývoj hospodaření vládního sektoru a předpoklad o opětovně předsunutém zvýšení mezd v nepodnikatelské sféře na podzim 2017. V roce 2018 pak růst mezd v této sféře zvolní na 4 %.

Růst reálného HDP ve třetím čtvrtletí 2016 dále zpomalil na 1,9 % meziročně. Kladně k němu přispěly všechny složky poptávky s výjimkou fixních investic. Výrazně se však snížil pozitivní příspěvek čistého vývozu. To souviselo s – dle předpokladů prognózy pouze dočasným – útlumem dynamiky vývozu v automobilovém průmyslu (blíže viz BOX 3 v kapitole III.3). Obdobný vývoj byl podle prognózy zaznamenán i ve čtvrtém čtvrtletí. Celková dynamika **HDP v roce 2016** zpomalila na 2,4 %, a to především vlivem snížení tvorby hrubého kapitálu, do něhož se promítl jak propad vládních investic, tak i utlumený vývoj podnikových fixních investic (v důsledku jen pozvolného čerpání evropských fondů v novém programovém období). Ostatní složky poptávky přispěly k růstu HDP kladně, nejvíce spotřeba domácností (Graf II.2.11).

V **roce 2017** dynamika HDP zrychlí na 2,8 %, zejména v důsledku obnoveného zvyšování fixních investic v souvislosti s postupným oživením jejich vládní i soukromé složky. Mírně zrychlí i růst spotřeby domácností. V opačném směru bude v prvním pololetí působit zvolnění dynamiky zahraniční poptávky a posléze méně uvolněné měnové podmínky po předpokládaném ukončení kurzového závazku ČNB. V **roce 2018** setrvá růst HDP v průměru na stejné úrovni jako v letošním roce.

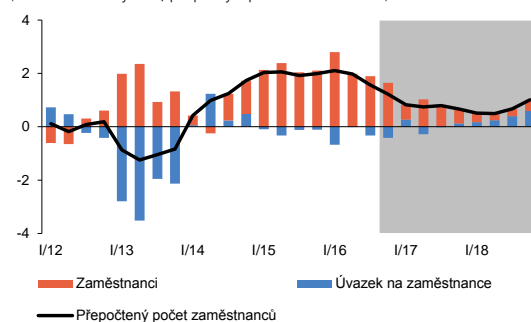
Tempo růstu **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** bude v nejbližších čtvrtletích dále zvolňovat. Zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců se zpočátku bude téměř výhradně realizovat prostřednictvím dalšího růstu počtu zaměstnanců. Od konce letošního roku pak k němu bude přispívat i prodlužování průměrného úvazku v návaznosti na stupňující se nedostatek volné pracovní síly s odpovídající kvalifikací (Graf II.2.12). Zvolnění meziroční dynamiky očekává predikce i u **celkové zaměstnanosti**. Toto zpomalení se projeví zejména na

GRAF II.2.12

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Růst přepočteného počtu zaměstnanců zvolní při silicím nedostatku volné pracovní síly

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

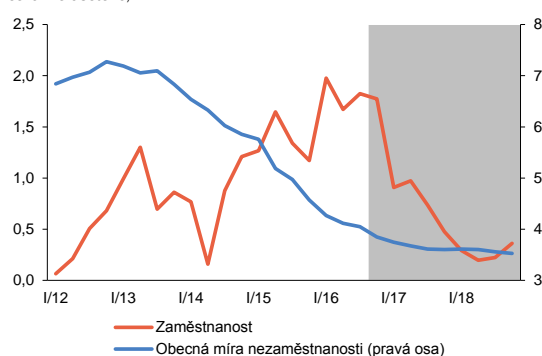


GRAF II.2.13

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Růst celkové zaměstnanosti zpomalí své tempo; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní

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

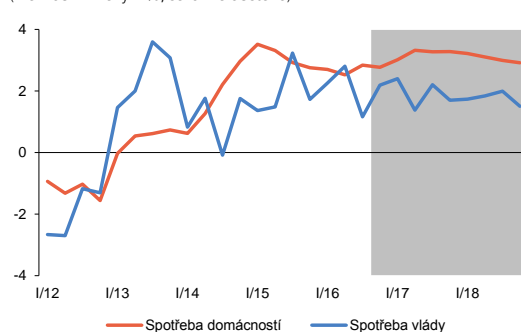


GRAF II.2.14

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Tempo růstu spotřeby domácností bude předstihovat reálnou dynamiku vládní spotřeby

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



7 Dopad tohoto nárůstu do dynamiky průměrné mzdy v podnikatelské sféře je odhadnut na 0,3 procentního bodu.

začátku letošního roku a bude – vedle odeznění vlivu výrazného zvýšení zaměstnanosti z počátku roku 2016 – odrážet silící bariéru nedostatku volné pracovní síly. Ta se projeví i v příštím roce, kdy dynamika celkové zaměstnanosti setrvá na nízkých hodnotách (Graf II.2.13).

Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 snížila pod 4 %. V následujícím období se bude snižovat již jen zvolna. To bude při zpomalujícím růstu zaměstnanosti odrážet i další zvyšování pracovní síly, k němuž přispívá postupné prodlužování důchodového věku. Na konci roku 2018 se obecná míra nezaměstnanosti přiblíží k 3,5 % (Graf II.2.13). Podobný vývoj prognóza očekává i u sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV**, který se při předpokladu pokračujícího mírného poklesu populace ve věku 15–64 let sníží z 5,1 % v závěru roku 2016 až na 4,6 % koncem roku 2018.

Meziroční růst reálné **spotřeby domácností** ve třetím čtvrtletí 2016 mírně zrychlil na 2,8 % (Graf II.2.14). Na stejné hodnotě setrval podle prognózy i v závěru roku 2016, za celý minulý rok tak spotřeba domácností vzrostla o 2,7 %. Její výrazný příspěvek k meziročnímu růstu ekonomické aktivity se v letech 2017 a 2018 ještě zvýší, přičemž dynamika spotřeby domácností v obou letech lehce přesáhne 3% úroveň. K růstu spotřeby bude přispívat zvyšující se dynamika nominálních disponibilních příjmů, v opačném směru bude působit nárůst inflace.

Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** ve třetím čtvrtletí 2016 ztlačil (o 2,3 procentního bodu na 2,1 %), což bylo způsobeno téměř výhradně prohloubením záporného příspěvku placených běžných daní a sociálních příspěvků (Graf II.2.15). Na horizontu prognózy ale bude meziroční dynamika disponibilního důchodu trvale zesilovat až k 5,4 % na konci roku 2018, a to v důsledku očekávaného zrychleného nárůstu příjmů podnikatelů i důchodů z vlastnictví. Stabilně vysoký bude příspěvek mezd a platů, přičemž zrychlující dynamika průměrné mzdy bude zhruba kompenzována zpomalováním růstu zaměstnanosti.

Sezonně očištěná **míra úspor domácností** ve třetím čtvrtletí 2016 klesla pod 12 %. Na prognóze se bude míra úspor – při o něco rychlejším meziročním růstu nominální spotřeby domácností oproti růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu – dále snižovat k hodnotám okolo 10,5 % (Graf II.2.16).

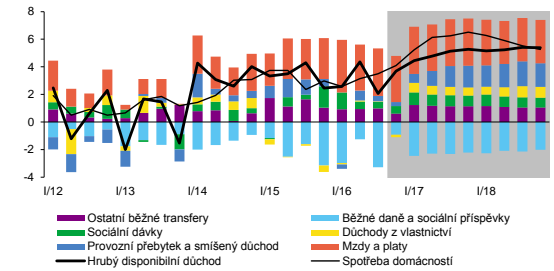
Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** ve třetím čtvrtletí 2016 ztlačil na 1,2 %, což bylo způsobeno poklesem mezispotřeby ústředních vládních institucí. Prognóza očekává, že meziroční dynamika spotřeby vlády se ve čtvrtém čtvrtletí vrátila nad 2% úroveň v návaznosti na zvýšení mezd zaměstnanců ve veřejné sféře; v průměru za celý rok 2016 dosáhla 2,1 %. Mírně nižší, ale nadále ztlačil, růst spotřeby vlády prognóza předpokládá i v následujících dvou letech (Graf II.2.14). Ten bude přitom tažen především očekávaným zřetelným zvyšováním náhrad státním zaměstnancům a výdajů ve zdravotnictví.

GRAF II.2.15

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst disponibilního důchodu bude zrychlovat vlivem zvýšené dynamiky příjmů podnikatelů a důchodů z vlastnictví při stabilním růstu objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

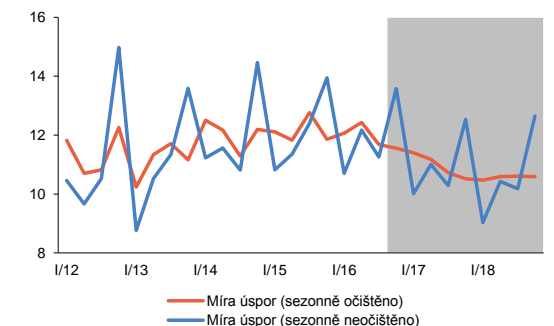


GRAF II.2.16

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor domácností se bude lehce snižovat

(v %)

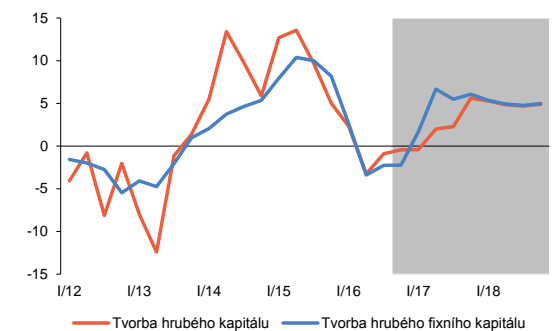


GRAF II.2.17

TVORBA HRUBÉHO KAPITÁLU

Tvorba hrubého kapitálu letos obnoví svůj růst, když odezní pokles fixních investic spolufinancovaných z fondů EU

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Tvorba hrubého kapitálu se i ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně snížila, její pokles však již byl o poznání mírnější než v předchozím čtvrtletí (Graf II.2.17). To bylo způsobeno zejména meziročně vyšší tvorbou zásob, zatímco fixní investice nadále ztlačily. Prognóza očekává, že tvorba hrubého fixního kapitálu přispěla k meziročnímu růstu HDP záporně i v závěru roku – při jen pozvolném náběhu čerpání evropských fondů v novém programovém období a jednorázovým negativním vlivu základny souvisejícím s prodloužením pronájmu letounů Gripen v závěru roku 2015. Od počátku roku 2017 však meziroční dynamika fixních investic přejde do kladných hodnot, když se k již oživujícím soukromým investicím připojí také obnovený nárůst investic vládního sektoru (Graf II.2.18). Opačným směrem bude působit dočasný pokles stavu zásob. V roce 2017 tak dynamika celkových investic ožíví na 2,4 %, v roce 2018 pak ještě dále zrychlí.

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve třetím čtvrtletí 2016 ztlačil na 2 % (Graf II.2.19). Zpomalení růstu efektivní zahraniční poptávky přitom vysvětluje jen část tohoto zvolnění. Dočasný útlum dynamiky vývozu byl ve třetím a na počátku čtvrtého čtvrtletí pozorován zejména v automobilovém průmyslu (viz BOX 3 v kapitole III.3). Vliv tohoto pozorovaného vývoje na meziroční dynamiku vývozu bude ztlačil i v následujících čtvrtletích. Tempo růstu vývozu tak v souhrnu za celý loňský rok zpomalilo na 3,4 %. Od začátku roku 2017 však bude postupně zrychlovat. Následně se sice projeví tlumící vliv posílení kurzu koruny v období po opuštění kurzového závazku, i tak ale vývoz zboží a služeb v letošním roce celkově vzroste o 5,2 %. Obdobným průměrným tempem pak poroste i v roce 2018.

Ve třetím čtvrtletí 2016 zpomalil také reálný meziroční růst **dovozu zboží a služeb** (na 1,4 %), což odráželo zejména nižší dynamiku vývozu při nadále klesající tvorbě hrubého kapitálu. Tento vývoj dle prognózy pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí. Dovoz zboží a služeb tak vzrostl v loňském roce v souhrnu jen o 2,6 %. V roce 2017 a 2018 tempo růstu dovozu zrychlí na 5,3 %, resp. 6,2 %, a to v návaznosti na oživení růstu vývozu i investic při zohlednění jejich tradičně vysoké dovozní náročnosti.

Čistý vývoz přispěl k meziročnímu růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2016 kladně (0,6 procentního bodu). Nepatrně nižší, ale nadále ztlačil kladný příspěvek čistého vývozu očekává prognóza i pro čtvrté čtvrtletí, a to zejména v důsledku pokračujícího poklesu fixních investic tlumícího dovoz. V souhrnu za celý rok 2016 tak čistý vývoz přispěl k meziročnímu růstu HDP necelým 1 procentním bodem. Vlivem oživení dovozní náročných investic bude v roce 2017 kladný příspěvek čistého vývozu podstatně nižší (0,3 procentního bodu) a v roce 2018 přejde do záporných hodnot.

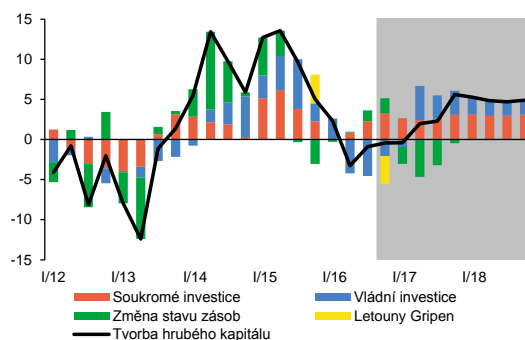
Prognóza **platební bilance** očekává výrazný růst přebytku běžného účtu v roce 2016 na 2 % HDP (z 0,9 % v roce 2015) a jeho následné snížení zpět pod 2% hranici v letošním a příštím roce (Tab. II.2.3).

GRAF II.2.18

ROZKLAD INVESTIC

Ke kladným příspěvkům soukromých investic se na prognóze připojí i investice ve vládním sektoru

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

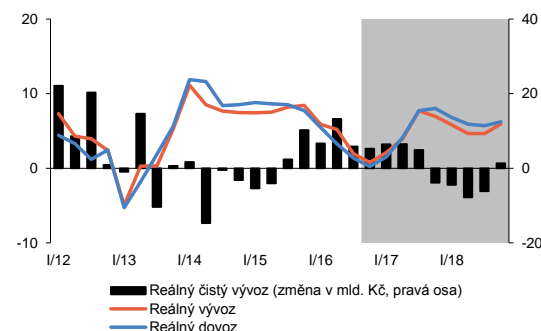


GRAF II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu i dovozu se z nízké výchozí hodnoty zvýší

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



TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod se bude dále zvyšovat při vysoké dynamice mezd a zrychleném růstu produktivity práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

Výrazný růst přebytku **běžného účtu platební bilance v roce 2016** byl ovlivněn několika faktory. Především se jednalo o významné zlepšení obchodní bilance⁸ v důsledku meziročního snížení cen energetických surovin a v menší míře i celoroční zvýšení vývozu osobních automobilů. Dalším významným faktorem byl poměrně výrazný růst přebytku bilance služeb – přibližně ze dvou třetin vlivem růstu přebytku v oblasti dopravy. Ke zlepšení, avšak v podstatně menším rozsahu, došlo i u ostatních hlavních položek bilance služeb. Ke zvýšení přebytku běžného účtu přispěl i nižší deficit prvotních důchodů vlivem poklesu záporného salda důchodů z investic⁹ a zvýšení kladného salda náhrad zaměstnancům. Přebytek běžného účtu byl naopak tlumen v oblasti druhotných důchodů, kde meziročně poklesly příjmy ČR z evropských fondů a vzrostly ostatní (soukromé) transfery do zahraničí.

V roce 2017 se přebytek **běžného účtu** oproti minulému roku výrazně sníží. Přispěje k tomu pokles přebytku obchodní bilance (kombinace zpomalení dynamiky zahraniční poptávky, rychlejšího růstu domácí poptávky, předpokládaného posílení koruny po opuštění kurzového závazku ČNB a meziročního zvýšení cen energetických surovin) a zvýšení deficitu prvotních důchodů (výhradně vlivem růstu deficitu důchodů z přímých investic). Přebytek bilance služeb a druhotných důchodů se oproti roku 2016 nezmění.

Prognóza **běžného účtu na rok 2018** předpokládá, že přebytek obchodní bilance opět vzroste (především vlivem oživení zahraniční poptávky), zároveň se zvýší čisté čerpání zdrojů v rámci druhotných důchodů (vyšší čisté čerpání fondů EU). Rozsah zlepšení těchto dvou dílčích bilancí převáží nad očekávaným zhoršením bilance prvotních důchodů (další růst záporného salda důchodů z přímých investic). Přebytek bilance služeb zůstane na úrovni předchozích dvou let.

Na **kapitálovém účtu** se v minulém roce výrazně snížilo kladné saldo, což souviselo s meziročním poklesem čerpání fondů EU. Tento vývoj bude pokračovat i v roce 2017 v návaznosti na jen pozvolný náběh čerpání prostředků z nového programového období; zrychlení tohoto procesu prognóza očekává až v roce 2018.

Na finančním účtu se v roce 2016 obnovil čistý příliv **přímých investic** do ČR. Dominantně jej tvořily finanční a účetní operace, z nichž jen malá část byla spojena s reálnými investičními aktivitami. Klíčový význam v rámci přímých investic tak fakticky nadále měly reinvestované zisky, jejichž výše

TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet za rok 2016 vykáže rekordní přebytek, a to zejména vlivem bilance zboží; poté se přebytek běžného účtu sníží

(v mld. Kč)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	41,4	95,0	65,0	80,0
Zboží	210,7	265,0	245,0	255,0
Služby	75,0	95,0	95,0	95,0
Prvotní důchody	-243,5	-235,0	-245,0	-260,0
Druhотné důchody	-0,9	-30,0	-30,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	106,1	55,0	20,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET^{a)}	193,8	550,0	-15,0	40,0
Přímé investice	26,6	-130,0	-50,0	-50,0
Portfoliové investice	-164,1	-80,0	-40,0	40,0
Finanční deriváty	-4,8			
Ostatní investice	-15,2	110,0	75,0	50,0
Rezervní aktiva	351,3	650,0		

a) prognóza bez operací bankovního sektoru, finančních derivátů a rezervních aktiv

8 K výraznému zlepšení obchodní bilance došlo při nepatrném nominálním poklesu celkového vývozu – i přes relativně příznivý ekonomický vývoj u většiny hlavních obchodních partnerů s výjimkou Ruska. V Rusku vlivem propadu cen energetických surovin prudce oslabil rubl a v důsledku výrazného poklesu poptávky po zahraničním zboží se český vývoz do této země v průběhu dvou let snížil o téměř 40 %. Od října 2016 je však s posilujícím rublem patrný i obrat ve vývoji obchodu.

9 Stále se jedná o odhadovanou hodnotu, u níž jsou však značné rozdíly v odhadech ČNB a ČSÚ. Podle odhadu ČNB zisky nerezidentů za poslední dva roky velmi pozvolna klesají (ani údaj za rok 2015 není definitivní), podle odhadu ČSÚ naopak rostou. Rozdíl za rok 2015 činil cca 100 mld. Kč, tj. při zahrnutí údajů ČSÚ by byl běžný účet hypoteticky deficitní.

se meziročně výrazně neměnila. Vývoj přímých investic nadále odrážel limitovanou potřebu nových produkčních kapacit v Evropě, omezení z hlediska dostupnosti pracovní síly v ČR, nízké pobídky ve srovnání s ostatními střeoevropskými zeměmi a rostoucí finanční sílu některých tuzemských investorů umožňující jejich expanzi do zahraničí. V roce 2017 odezní mimořádné faktory, které ovlivňovaly vývoj přímých investic v minulém roce ([finanční a účetní operace Škody Auto a.s. a RWE a.s.](#)). K čistému přílivu bude nadále přispívat nová investice firmy Nexen v ČR v rozsahu více než 20 mld. Kč (realizovaná převážně v letech 2016 a 2017, která má být dokončena na počátku roku 2018). Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku. V roce 2018 dosáhne čistý příliv přímých investic dle předpokladu prognózy stejného objemu jako v roce 2017, přičemž mírný růst salda reinvestovaných zisků vykompenzuje odeznění vlivu investice Nexen.

U **portfoliových investic** byl v roce 2016 patrný jen velmi omezený zájem o nedluhová aktiva ze strany rezidentů i nerezidentů. V oblasti dluhového kapitálu výrazně vzrostly investice nerezidentů do korunových dluhopisů s kratší splatností, zatímco zájem rezidentů o zahraniční dluhové investice výrazně klesl. V roce 2017 budou portfoliové investice nejvýrazněji ovlivněny přetrvávajícím zájmem nerezidentů o korunové vládní dluhopisy v kombinaci s emisní aktivitou MF ČR, které využívá záporné úrokové sazby z dluhopisů s kratší dobou splatnosti (cca do pěti let) ke snížení nákladů na financování státního dluhu. Situace v této oblasti se však může výrazně změnit po předpokládaném ukončení kurzového závazku ČNB. Celkový čistý příliv kapitálu bude tlumen meziročně výrazně rostoucím zájmem rezidentů o investice v zahraničí. Prognóza očekává, že investice tuzemských subjektů v zahraničí mírně porostou i v roce 2018, zatímco zájem nerezidentů o nákup tuzemských korunových vládních dluhopisů z celoročního pohledu výrazně poklesne. Toky portfoliových investic se proto obrátí a čistý odliv kapitálu bude směřovat do zahraničí.

V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá postupné zmírňování dosavadního vysokého čistého odlivu kapitálu z podnikového sektoru mimo jiné v souvislosti s očekávaným postupným růstem investiční aktivity v ČR.

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

Příznivý hospodářský vývoj vyústil **v roce 2016** podle odhadu ČNB do nepatrného přebytku hospodaření vládního sektoru ve výši 0,1 % HDP. Na výdajové straně k tomuto vývoji přispělo snížení výdajů na dluhovou službu, které vyplynulo z dalšího snížení efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a pozitivním vnímáním ČR. V loňském roce se projevilo i snížení kapitálových výdajů, a to zejména z důvodu cyklu čerpání prostředků z evropských fondů. Celkovou bilanci hospodaření vládního sektoru ovšem ovlivnil pouze

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Počínaje rokem 2016 se hospodaření vládního sektoru přehouplo do přebytků, které budou na horizontu prognózy narůstat

(v % nominálního HDP)

	2015	2016	2017	2018
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	41,3	40,5	41,0	41,0
Výdaje vládního sektoru	42,0	40,5	40,6	40,2
z toho: úrokové platby	1,1	0,9	0,8	0,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-0,6	0,1	0,4	0,8
z toho:				
primární saldo ^{a)}	0,4	1,0	1,2	1,4
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-0,1	0,1	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-0,5	0,0	0,3	0,7
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,2	0,2	0,1	0,0
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-0,3	-0,2	0,2	0,7
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,3	0,1	0,4	0,5
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-0,4	0,1	0,4	0,7
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{e)}	0,2	0,5	0,2	0,4
Dluh vládního sektoru	40,3	37,6	36,3	34,5

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

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

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

e) měří meziroční změnu strukturálního salda

související pokles výdajů na spolufinancování evropských projektů z národních zdrojů.¹⁰ Opačným směrem působilo zvýšení dotací na obnovitelné zdroje energie, výplata mimořádného příspěvku pro důchodce a předsunuté zvýšení platů státních zaměstnanců. Příjmová strana vládního sektoru byla v loňském roce posílena dalším zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky, zvýšením sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her a dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH¹¹. Působení fiskální politiky bylo v roce 2016 v souhrnu výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,7 procentního bodu (Tab. II.2.5), a to zejména vlivem propadu vládních investic spolufinancovaných z fondů EU.

V souvislosti s pokračujícím ekonomickým růstem lze v **roce 2017** očekávat zvýšení přebytku hospodaření vládního sektoru. Na příjmové straně je navíc předpokládán pozitivní dopad postupně zaváděné elektronické evidence tržeb (EET)¹² a další zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Proti tomu bude působit dopad přesunu stravovacích služeb do snížené sazby DPH související s EET od prosince loňského roku a letošní snížení DPH na noviny a časopisy. Ve stejném směru budou působit též rozšíření možnosti používat tzv. „zelenou naftu“ i na zemědělce hospodařící v živočišné výrobě, zvýšení daňového zvýhodnění na dítě, osvobození výsluhových nároků od zdanění a zvýšení daňového zvýhodnění při spoření v penzijních fondech. Na výdajové straně se předpokládá pokračování zrychleného růstu mezd ve vládním sektoru, vyšší výdaje na penze a zdravotnictví a předpokládané obnovení růstu vládních investic. Urychlení vládních výdajů bude mírně tlumeno výpadkem některých jednorázových výdajových opatření z loňského roku a další úsporou nákladů na dluhovou službu. Působení fiskální politiky nad rámec pokračujícího svižného růstu vládní spotřeby bude v roce 2017 mírně expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,3 procentního bodu. Ten bude souviset zejména se zmíněným obnovením růstu vládních investic.

V **roce 2018** vyústí pozitivní vliv hospodářského růstu v přebytek vládního sektoru ve výši 0,8 % HDP. Příjmová strana bude dále posílena dodatečnými příjmy plynoucími z rozšíření okruhu podnikatelských subjektů spadajících pod EET a z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Vládní investice nadále porostou. Působení fiskální politiky nad rámec pokračujícího růstu vládní spotřeby bude v roce 2018 zhruba neutrální.

Aktuálně zhruba vyrovnané **strukturální saldo** vládního sektoru se do roku 2018 posune do přebytku. Při současném nastavení fiskální politiky

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

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

	2015	2016	2017	2018
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
Fiskální impulz	0,8	-0,7	0,3	0,0
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,2	0,0	0,1	-0,1
soukromé investice	0,1	-0,1	-0,1	0,0
vládní investice domácí	0,1	0,0	0,1	0,0
vládní investice z fondů EU	0,4	-0,6	0,2	0,1

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

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

12 Fiskální výhled MF z listopadu 2016 odhaduje pozitivní dopad EET v roce 2017 ve výši cca 0,3 % HDP.

tak bude na horizontu prognózy s rezervou plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP.

V souvislosti s příznivým vývojem hospodaření vládního sektoru (tj. při rostoucích primárních přebytcích) a zrychlujícím růstem nominálního HDP prognóza očekává pokles **vládního dluhu** až na 34,5 % HDP v roce 2018 (ze 40,3 % HDP v roce 2015). Tento výhled současně zohledňuje dosavadní vývoj vládního zadlužení, stejně jako deklarovanou strategii MF ohledně řízení státního dluhu.

Nejistotami fiskální prognózy jsou naplňování výhledu vládních investic, skutečný dopad opatření omezujících daňové úniky a vývoj mezd státních zaměstnanců. [V oblasti vývoje vládního dluhu panuje výrazná nejistota též ohledně „operativního“ přístupu Ministerstva financí k emisi státních dluhopisů a k využívání volné likvidity státní pokladny jako zdroje financování.](#)

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace se v letošním roce oproti minulé prognóze zvyšuje. Důvodem je vedle vyšších pozorovaných hodnot a vyšší krátkodobé predikce čisté inflace i vyšší růst nominálních mezd, opačným směrem působí mírně nižší výhled regulovaných cen. Tempo růstu celkového HDP je na kratším horizontu přehodnoceno směrem dolů při nižším příspěvku čistého vývozu, z celoročního pohledu se však prognóza HDP pro letošní i příští rok snižuje jen nepatrně. Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 zůstává zachován. Po opuštění kurzového závazku ČNB se trajektorie tržních úrokových sazeb ve srovnání s minulou prognózou posouvá ve směru pomalejšího nárůstu, kurz posiluje o něco rychleji v souvislosti s prodloužením programu nákupu aktiv ECB. Dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře se téměř na celém predikčním horizontu posouvá výše.

Predikce meziroční **celkové inflace** se v roce 2017 oproti minulé prognóze zvyšuje (Graf II.3.1). Za tímto přehodnocením stojí výrazně vyšší výhled čisté inflace pro nejbližší rok, v opačném směru působí mírně nižší výhled regulovaných cen. Změna predikce čisté inflace (Graf II.3.2) je ovlivněna rychlejším růstem cen potravin a korigované inflace bez pohonných hmot na konci loňského roku. V přehodnocení predikce čisté inflace se odráží také vyšší celkové nákladové tlaky na začátku letošního roku, které se však následně vrátí k úrovním z minulé predikce. Vyšší růst celkových nákladů je přitom tažen výraznějším příspěvkem všech složek. Domácí náklady rostou oproti minulé prognóze během roku 2017 rychleji, poté se budou vyvíjet zhruba stejně. K těmto větším domácím nákladovým tlakům přispívá pozorovaný rychlejší růst mezd a také dočasně utlumenější dynamika produktivity práce. V návaznosti na rychlejší růst cen zahraničních výrobců budou dovozní ceny působit v první polovině letošního roku nepatrně více proinflačně. Naopak o něco rychlejší zhodnocování kurzu po předpokládaném ukončení kurzového závazku v polovině roku 2017 povede k více protiinflačnímu působení dovozních cen. Výhled regulovaných cen byl pro následující dva roky přehodnocen směrem k nižšímu růstu v důsledku očekávaného snížení cen plynu pro domácnosti a méně výrazného zvyšování cen elektřiny. Do prognózy je nově zapracováno snížení DPH pro noviny a časopisy, jehož dopad je však jen nepatrný. Změna prognózy **měnověpolitické inflace** tak téměř výhradně odráží přehodnocení predikce celkové inflace.

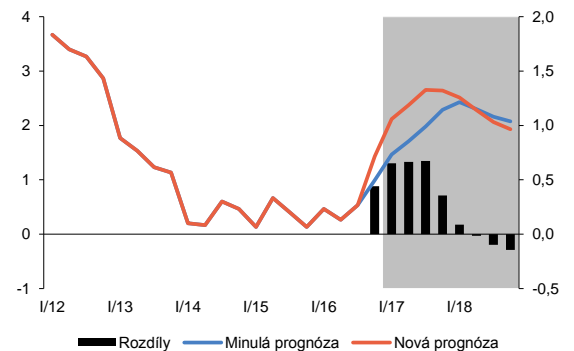
V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz kapitola II.1) byl pro rok 2017 oproti minulé prognóze zvýšen výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. Růst zahraniční poptávky byl ve druhé polovině roku 2016 nižší než očekávaný, konzistentně je jeho výhled přehodnocen směrem dolů i pro rok 2017. Tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR se posouvá nepatrně výše v reakci na snížení objemu nakupovaných aktiv ze strany ECB od dubna 2017 z původních 80 mld. EUR na 60 mld. EUR měsíčně. Výhled stínových sazeb se naopak posouvá hlouběji do záporných hodnot v důsledku prodloužení programu nákupu aktiv ECB až do konce letošního roku.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

V letošním roce se prognóza celkové inflace posouvá výše, v roce 2018 jsou změny zanedbatelné

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

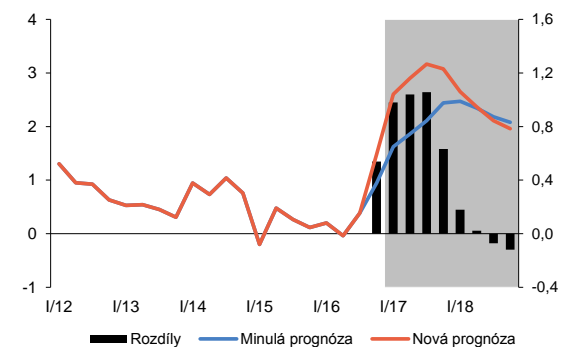


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Vyšší výhled čisté inflace odráží především nečekaně rychlý růst cen potravin a nominálních mezd

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

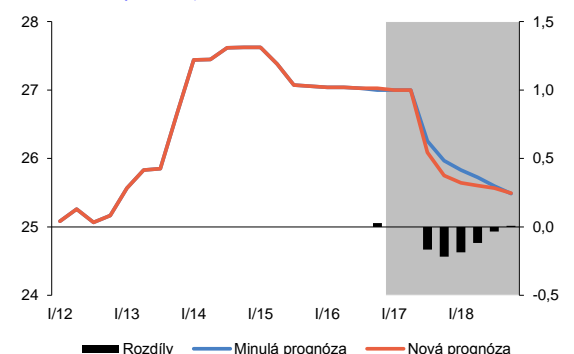


GRAF SZ II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

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

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Předpoklad o používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017 zůstává zachován. Do této doby tak **kurz koruny k euru** setrvá na hladině kurzového závazku ČNB, stejně jako v minulé predikci (Graf SZ II.3.1). Po exitu kurz posiluje o něco rychleji, což je důsledkem prodloužení programu nákupu aktiv ECB. To se odráží i v pomalejším růstu domácích tržních **úrokových sazeb** po opuštění kurzového závazku (Graf II.3.3).

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se na počátku roku 2017 snižuje (Graf II.3.4) z důvodu nižších než očekávaných dat za druhé pololetí minulého roku, kdy nečekaně výrazně poklesl příspěvek čistého vývozu. Ten bude utlumenější na celém horizontu prognózy; vedle slabší dynamiky vývozu bude ovlivněn i vyšším růstem dovozně náročných fixních investic. Celkově se však predikce růstu HDP v letech 2017 a 2018 jen nepatrně snižuje, a to především z důvodu zhodnocenějšího kurzu. Výhled růstu spotřeby domácností se v prostředí pokračujícího robustního růstu objemu mezd a platů pohybuje poblíž hodnot z minulé prognózy. Dynamika tvorby hrubého kapitálu se v letošním i příštím roce posouvá výše. Reálná spotřeba vlády ve třetím čtvrtletí 2016 zaostala za predikcí z minulé prognózy a její očekávaný růst bude pokračovat lehce nižšími tempy. Předpokládáný fiskální impulz nad rámec vládní spotřeby je v roce 2017 přehodnocen jen nepatrně směrem nahoru.

Oproti minulé predikci se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře mírně zvyšuje téměř na celém horizontu (Graf II.3.5), což odráží především výraznější pozorovanou dynamiku mezd na konci roku 2016. Ke zvýšení výhledu dynamiky mezd přispívá také vyšší pozorovaná inflace i její prognóza.

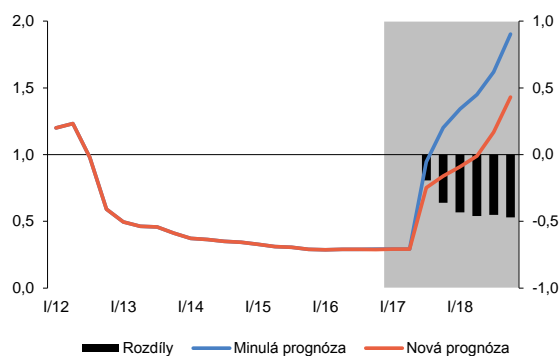
Meziroční růst implikované agregátní **technologie** je oproti minulé prognóze přehodnocen směrem dolů na celém horizontu prognózy, stejně jako výhled práci zhodnocující technologie. To souvisí s pozorováním nižšího růstu národohospodářské produktivity práce a utlumenějším růstem HDP.

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Po opuštění kurzového závazku porostou tržní úrokové sazby pomaleji

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

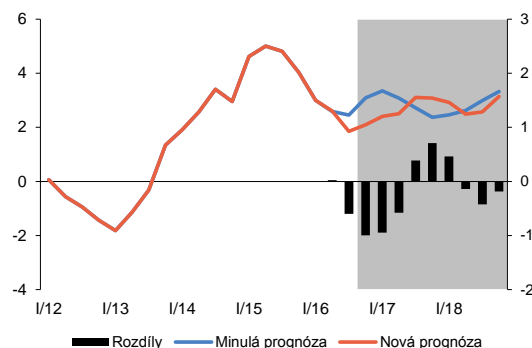


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP se na kratším konci snižuje, především z důvodu nižšího příspěvku čistého vývozu, celkově se však mění jen nepatrně

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

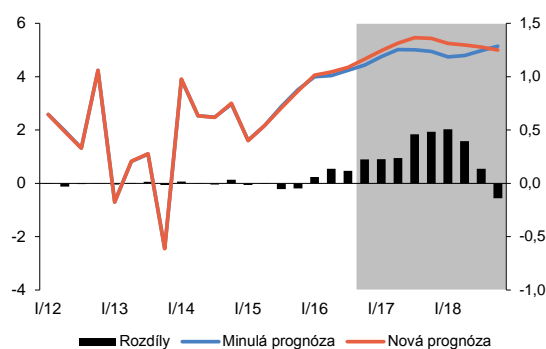


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V PODNIKATELSKÉ SFÉŘE

Prognóza nominálních mezd se zvyšuje

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



II.4 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí na cíli ČNB. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se pohybuje v mírně záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace je naopak lehce kladný. Oba tyto indikátory přitom postupně rostou. Analytici očekávají, že v letošním i příštím roce se růst ekonomiky bude pohybovat poblíž 2,5 %. Kurz koruny podle názorů analytiků v ročním horizontu posílí pod hladinu 27 CZK/EUR. Většina analytiků přitom očekává, že k ukončení kurzového závazku ČNB dojde již ve druhém čtvrtletí 2017. Všichni analytici předpokládali, že na únorovém zasedání bankovní rady ČNB budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled naznačuje v ročním horizontu lehký pokles úrokových sazeb, a do poloviny letošního roku se tak nachází slabě pod úrovní sazeb z prognózy ČNB. S tou je poté konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu se v ročním i tříletém horizontu již několik měsíců nachází na 2% cíli ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu nadále setrvávají pod cílem, v horizontu tří let jsou lehce nad ním (Tab. II.4.1). Inflačním očekáváním z hlediska jejich ukotvenosti se věnuje BOX 1.

BOX 1 Ukotvenost inflačních očekávání v ČR

Měření inflačních očekávání patří ke standardním analytickým přístupům centrálních bank, a to zejména v režimu cílování inflace. Ukotvenost inflačních očekávání je jednou z klíčových podmínek úspěšné měnové politiky. ČNB získává informace ohledně inflačních očekávání v rámci dotazníků Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, měsíčně) a výběrového šetření mezi podnikovými manažery (čtvrtletně).

Ukazatel **inflačních očekávání finančního trhu** sleduje jednoletý a tříletý horizont. Zatímco v horizontu tří let tento ukazatel v posledních letech poměrně přesně odpovídá inflačnímu cíli, v horizontu jednoho roku jsou očekávání velmi blízko váženému průměru aktuální inflace a inflačního cíle. To však nutně neznamená, že by analytici finančního trhu tímto způsobem tvořili svá inflační očekávání. Lze to naopak považovat za potvrzení kredibility měnové politiky ČNB, neboť trhy věří, že je ČNB po inflačním šoku schopna vracet inflaci k cíli. Proto je za horizontem měnové politiky pro finanční trh nejlepší predikcí inflace samotný inflační cíl, jak je patrné z Grafu 1.

Inflační očekávání podniků mají podobný profil jako očekávání analytiků finančního trhu, nicméně byla v letech 2012 až 2015 typicky vyšší, a to v průměru o 0,5 procentního bodu. Tato skutečnost není pro Českou republiku ojedinělá; mezinárodní srovnání ukazují, že inflační

TAB. II.4.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků jsou na 2% cíli ČNB, a to v ročním i tříletém horizontu

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

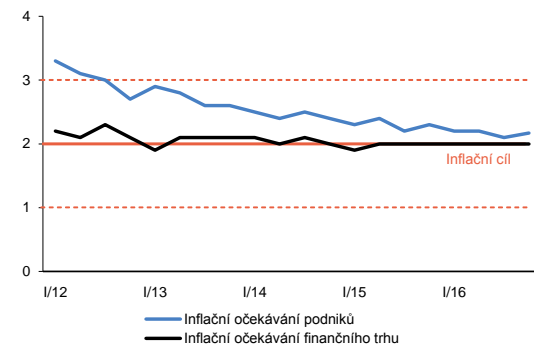
	9/16	10/16	11/16	12/16	1/17
IOFT:					
Index spotf. cen	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Index spotf. cen v horizontu 3R	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2016	2,5	2,5	2,5	2,5	
Reálný HDP v roce 2017	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5
Nominální mzdy v roce 2016	4,2	4,1	4,1	4,3	
Nominální mzdy v roce 2017	4,1	4,2	4,2	4,4	4,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,9	26,7	26,4	26,2	26,2
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,08
1R PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Podniky:					
Index spotf. cen				1,5	
Index spotf. cen v horizontu 3R	2,1			2,2	

GRAF 1 (BOX)

INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ NA HORIZONTU 3 LET

Inflační očekávání finančního trhu pro tříletý horizont jsou ukotvena na inflačním cíli ČNB, inflační očekávání podniků se k tomuto cíli přibližují shora

(meziroční změny, v %)



očekávání podniků a domácností bývají typicky vyšší než očekávání finančních trhů.¹³ Nicméně v současnosti se i inflační očekávání podniků pro tříletý horizont pohybují poblíž 2% cíle, což znamená, že i pro tyto subjekty jsou v současnosti inflační očekávání správně ukotvena.

Alternativou k reportovaným očekáváním jsou **implicitní inflační očekávání** odvozená z ekonomického růstu a mzdového vývoje očekávaného v rámci IOFT. Rozdíl mezi oběma veličinami slouží jako indikátor očekávané inflace z tohoto důvodu: pokud se růst produktivity promítá obdobnou silou do růstu reálného ekonomického výkonu i reálných mezd, rozdíl mezi očekávaným růstem nominálních mezd a reálného HDP odráží očekávanou inflaci. Ukazuje se, že v případě celkové inflace tento vztah funguje poměrně dobře a že takto odvozená očekávání jsou dobrým indikátorem budoucí inflace na horizontu jednoho roku. To je patrné zejména v období let 2014 a 2015, kdy implicitní inflační očekávání na rozdíl od standardních očekávání z dotazníků IOFT vystihla nízkou inflaci, která se nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. To ilustruje Graf 2, který zobrazuje skutečnou inflaci a implicitní i standardní očekávání (posunutá o jeden rok). Podle tohoto indikátoru se přitom očekávaná inflace zvyšuje z velmi nízkých hodnot v letech 2014–2015 a pro letošní rok se již pohybuje v tolerančním pásmu 2% inflačního cíle ČNB.

Celkově lze tedy říci, že jak pro finanční trhy, tak pro podniky představuje inflační cíl ČNB v současnosti dobrou nominální kotvu. To platí i pro inflační očekávání implicitně odvozená z očekávaného růstu reálné ekonomiky a nominálních mezd.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se již více než dva roky pohybuje v mírně záporných hodnotách (Graf II.4.1). To znamená, že domácnosti v souhrnu mínily, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor **očekávané inflace** naopak dlouhodobě dosahuje lehce kladných hodnot. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud. Oba tyto ukazatele se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 postupně zvyšovaly.

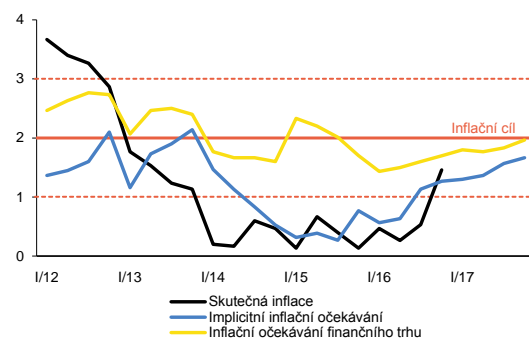
Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce přibližně stejné tempo růstu ekonomiky jako v roce 2016, tj. 2,5 % (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). Podobné tempo by si ekonomika měla udržet i v příštím roce. V případě nominálních mezd se pro roky 2017 i 2018 očekává růst nad 4 %. V ročním horizontu analytici očekávají posílení měnového kurzu koruny pod hladinu 27 CZK/EUR.¹⁴ Všichni analytici v souladu

GRAF 2 (BOX)

SKUTEČNÁ INFLACE A INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ

Implicitní inflační očekávání jsou dobrým indikátorem budoucí inflace v horizontu jednoho roku

(meziroční změny, v %)

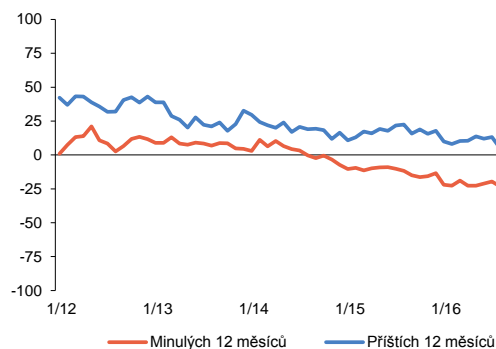


GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

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

(saldo odpovědí, zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že ekonomika letos poroste tempem 2,5 %

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

	9/16	10/16	11/16	12/16	1/17
Reálný HDP v roce 2016	2,5	2,5	2,5	2,4	
Reálný HDP v roce 2017	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5
Nominální mzdy v roce 2016	4,2	4,2	4,2	4,2	
Nominální mzdy v roce 2017	4,1	4,2	4,3	4,4	4,7
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,8	26,7	26,7	26,5	26,4
3M PRIBOR (v %)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4

¹³ Kliesen K. L. (2015). How Accurate Are Measures of Long-Term Inflation Expectations? Economic Synopses 15/09.

¹⁴ Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 25,3–26,7 CZK/EUR, v průzkumu CF 25,0–27,4 CZK/EUR.

s komunikací bankovní rady ČNB očekávají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Výrazná většina analytiků přitom tento krok ČNB – zřejmě pod vlivem nových informací o vývoji domácí ekonomiky a zejména inflace – očekává již ve druhém čtvrtletí 2017, menší část pak ve druhé polovině letošního roku. Před únorovým zasedáním bankovní rady všech šestnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu téměř všichni analytici (s výjimkou dvou) předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

V souhrnu analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním i příštím roce mírně pomalejší růst reálného HDP i nominálních mezd. Rovněž inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu se pohybuje na nižší úrovni než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou do poloviny letošního roku v souladu s úrovní tržních sazeb 3M PRIBOR z prognózy ČNB. **Měnový kurz se v ročním výhledu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB.**

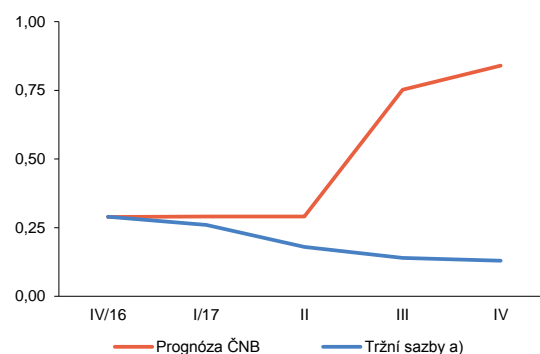
Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s úrovní sazeb předpokládanou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich lehký pokles. Do poloviny tohoto roku se tak pohybuje slabě pod úrovní úrokových sazeb předpokládanou v prognóze ČNB. S tou je poté od třetího čtvrtletí 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá.

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

S prognózou ČNB je od třetího čtvrtletí letošního roku konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá

(v %)



a) pro IV/16 a I/17 3M PRIBOR, pro II/17 až IV/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 20. 1. 2017

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2016 výrazně vzrostla, v průměru dosáhla 1,4 % a v prosinci se po čtyřech letech vrátila na 2% cíl ČNB. Za tímto vývojem stálo znatelné oživení růstu cen potravin a zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot, v jejímž rámci zrychlil především růst cen neobchodovatelných statků. To odráželo pokračující růst domácí ekonomické aktivity i svižnou dynamiku mzdových nákladů. Zvýšení korigované inflace v prosinci bylo navíc ovlivněno skokovým růstem cen v restauracích v souvislosti se zavedením EET, dynamika cen však zrychlila i u dalších služeb. Nárůst celkové inflace byl v závěru roku dán také odeznáním meziročního poklesu cen pohonných hmot, jejichž příspěvek k celkové inflaci byl poprvé od prosince 2014 kladný. Měnověpolitická inflace se v prosinci přimkla blíže k celkové inflaci, když proti dopadům zvyšování spotřebních daní na cigarety a tabák z ledna 2016 působil pokles sazeb DPH u stravovacích služeb.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 v průměru nacházely v dolní polovině tolerančního pásma cíle ČNB, a tedy pod prognózou ze Zprávy o inflaci III/2015 (Graf III.1.1).¹⁵ Ta byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do konce roku 2016. Podle prognózy se celková i měnověpolitická inflace měly po nárůstu ve druhé polovině roku 2015 pohybovat na hodnotách mírně pod 2% cílem během celého roku 2016. Protiinflační působení dovozních cen v důsledku poklesu výrobních cen v eurozóně a cen energetických komodit mělo postupně odeznívat. Směrem ke zvyšování cen měl přitom na celém horizontu prognózy působit pokračující růst domácí ekonomické aktivity a zrychlující mzdový vývoj.

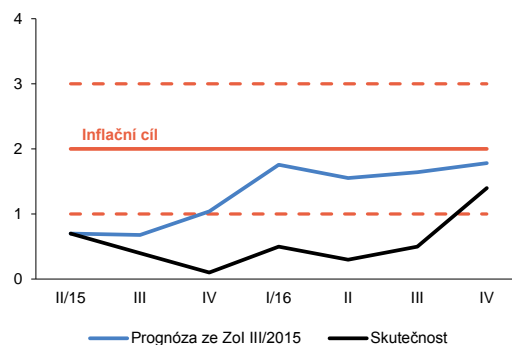
Celková inflace se ve skutečnosti v celém období pohybovala pod prognózou. Rozdíl skutečné inflace od predikce se ale na konci roku 2016 viditelně snížil a ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dosáhl -0,4 procentního bodu (Tab. III.1.1). Nejvíce k odchylce od prognózy přispěl vývoj korigované inflace bez PH, především v důsledku přetrvávajícího poklesu výrobních cen v eurozóně. V menší míře se na odchylce od prognózy podílely také ceny pohonných hmot a utlumenější vývoj regulovaných cen. U cen potravin se prognóza téměř naplnila.

¹⁵ Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve čtvrtém čtvrtletí 2016 je přitom nutné zkoumat období od dubna 2015 do září 2016, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza naplnění prognóz se v této kapitole nicméně zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci III/2015 s následným vývojem.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nacházela pod prognózou ze Zol III/2015, a tedy i pod 2% cílem ČNB, i když se k němu rychle blížila (meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Odchylky jednotlivých složek inflace od prognózy nebyly z hlediska jejich příspěvků významné

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2015	Skutečnost 4.čtvrtletí 2016	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTREBITELSKÉ CENY	1,8	1,4	-0,4
z toho:			
regulované ceny	0,2	-0,1	-0,1
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,2	0,2	0,0
ceny potravin ^{b)}	1,9	1,8	0,0
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	4,3	0,2	-0,1
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,6	1,4	-0,2

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

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraniční veličiny působily v souhrnu protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších domácích měnových podmínek (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak, p – předpoklad, s – skutečnost)

		III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,2	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0
	s	2,4	2,5	2,5	2,3	1,9	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-1,6	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
	s	-2,6	-3,2	-3,7	-3,7	-2,4	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
	s	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,09	1,07	1,06	1,06	1,06	1,05
	s	1,11	1,09	1,10	1,13	1,12	1,08
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	58,4	59,7	61,1	62,4	63,4	64,4
	s	51,3	44,7	35,2	47,0	47,0	51,1

a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele ze Zol III/2015

K nižší domácí inflaci oproti prognóze vedly zejména **vnější ekonomické faktory**. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí (více než 5 procentních bodů v první polovině roku 2016), u nichž se nenaplnil očekávaný návrat k růstu a jejichž dynamika naopak setrvala v silně záporných meziročních hodnotách (Tab. III.1.2). K tomu významně přispěl i neočekávaný další propad cen ropy na přelomu let 2015 a 2016. V závěru roku 2016 již ale tento faktor odezníval. Růst zahraniční poptávky lehce převyšoval předpokládanou dynamiku. Zahraniční úrokové sazby se dále snižovaly, a to až do záporu, s čímž prognóza také nepočítala. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na českou ekonomiku protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek.

Domácí tržní úrokové sazby však zůstaly stabilní (Tab. III.1.3) kvůli existenci nulové dolní meze. **Měnový kurz** setrval na hodnotách v blízkosti vyhlášeného závazku ČNB, které z dnešního pohledu sice byly dostatečné ke kompenzování deflačních tlaků ze zahraničí, nikoli však k zajištění návratu inflace na cíl dříve než v samém závěru roku 2016. Dopady protiinflačního vývoje zahraničí do domácího cenového vývoje tak byly podstatně silnější než v prostředí, kde měnová politika není omezena nulovou dolní mezí úrokových sazeb. Pozorovaný **růst domácího HDP** byl v roce 2015 oproti hodnocené prognóze ztlačně rychlejší. Za tímto rozdílem stálo – vedle silného vlivu revizí historických dat – nad očekávání výrazné zvýšení investic v důsledku dočerpávání fondů EU. Naproti tomu v roce 2016 byl růst HDP oproti prognóze pomalejší, a to především vlivem snížení tvorby hrubého kapitálu v důsledku jen pozvolného náběhu čerpání evropských fondů v novém programovém období. Ve druhé polovině roku byl růst ovlivněn i nižším příspěvkem čistého vývozu. Skutečný růst nominálních mezd byl v hodnoceném období v průměru mírně nižší.

Pro rozhodování bankovní rady o **nastavení měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila bilanci rizik prognóz na horizontu měnové politiky buď jako protiinflační nebo vyrovnanou. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu ztlačně převažovala protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a nižší světové ceny energetických a potravinářských komodit). Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 v průměru vrátila do dolní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB, nadále se však nacházela pod cílem. Část podstřelení cíle lze přitom vysvětlit přijetím ex ante výjimky na primární dopady výrazného poklesu cen ropy, který byl identifikován a komunikován jako pozitivní nabídkový/nákladový šok. Navíc v samém závěru roku se inflace po čtyřech letech pohybu pod cílem ČNB vrátila na její 2% cíl. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od dubna 2015 do září 2016 byla zhruba přiměřená.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Meziroční inflace dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí 2016 v průměru 1,4 %, což bylo o 0,9 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Po mírném zrychlení růstu spotřebitelských cen v říjnu přišla v listopadu

Tab. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY DOMÁCÍCH VELIČIN

Skutečný růst domácího HDP v roce 2015 předstihoval predikci, v roce 2016 byl naopak nižší

(p – prognóza, s – skutečnost)

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

a) sezonně očištěno

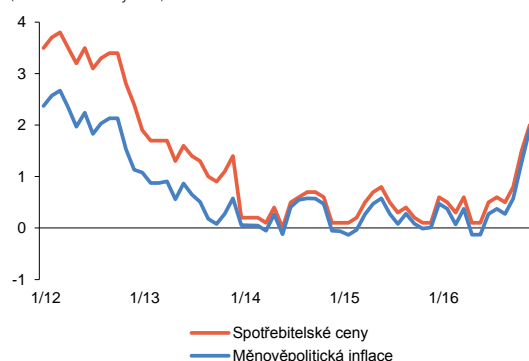
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2016 výrazně zrychčila

(meziroční změny v %)

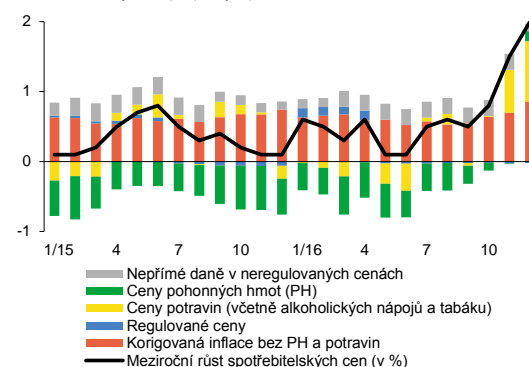


GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

Inflace se zvyšovala zejména vlivem růstu cen potravin a korigované inflace bez pohonných hmot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



a prosinci jeho výrazná akcelerace (Graf III.1.2). Po čtyřech letech se tak inflace v prosinci vrátila na 2% cíl ČNB. Na zvýšení inflace se podílely především ceny potravin spolu s korigovanou inflací bez pohonných hmot (Graf III.1.3), jejíž nárůst byl na konci roku ovlivněn zvyšováním cen v souvislosti se zavedením EET. V prosinci navíc poprvé po dlouhé době vzrostly také ceny pohonných hmot. Příspěvek regulovaných cen k celkové inflaci byl naproti tomu nepatrně záporný.

Příspěvek změn nepřímých daní k inflaci související s dopadem harmonizační úpravy spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2016 dosáhl 0,2 procentního bodu. Od prosince působil v opačném směru vliv snížení DPH z 21 % na 15 % pro restaurace a jiná stravovací zařízení s primárním dopadem ve výši -0,15 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**¹⁶ tak v průměru za čtvrté čtvrtletí 2016 dosáhla 1,3 % a nacházela se v dolní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. V prosinci přitom činila 1,9 %.

Regulované ceny se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 jen lehce snížily (Graf III.1.4). Jejich jednotlivé složky se však vyvíjely různorodě. Ke snížení regulovaných cen přispíval pokles cen plynu pro domácnosti, ke kterému od května 2016 přistoupili nejvýznamnější dodavatelé na trhu. Záporný příspěvek vykázaly rovněž ceny v dopravě v důsledku předchozího poklesu cen pohonných hmot. Naopak se zvyšovalo vodné a stočné. Ceny elektřiny a tepla pro domácnosti si udržely stabilní růst mírně nad 1 %.

Meziroční růst **tržních cen**¹⁷ měřený čistou inflací dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2016 v průměru 1,5 %. K jeho zvýšení přispívalo nejvíce zrychlení růstu cen potravin i korigované inflace bez pohonných hmot. Svůj podíl mělo i odeznění poklesu a následné obnovení růstu cen pohonných hmot.

Ceny potravin, nápojů a tabáku v říjnu ještě meziročně stagnovaly, v listopadu a prosinci však svou meziroční dynamiku rychle zvyšovaly až na 3,1 % (Graf III.1.5). Tento prudký nárůst byl odrazem rychlého odeznění mimořádných vlivů, které brzdily růst cen potravin v minulosti. I přes trvajících pokles cen zemědělských výrobců došlo v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 u většiny položek potravin ke zrychlení jejich růstu nebo k odeznění předchozích poklesů. Rychle se zvyšovaly především ceny pečiva, mléčných výrobků, vajec, zeleniny a cukru. Kladně přispívaly rovněž ceny alkoholických nápojů a tabáku. Jedinou položkou, která zůstala v meziročním poklesu, byly ceny ovoce (Graf III.1.6).

Hluboký meziroční pokles **cen pohonných hmot** v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 rychle odezněl a v prosinci již tyto ceny meziročně rostly (o 4,3 %; Graf III.1.4). Ceny pohonných hmot tak následovaly vývoj světových cen ropy a benzínů, které v meziročním srovnání začaly růst

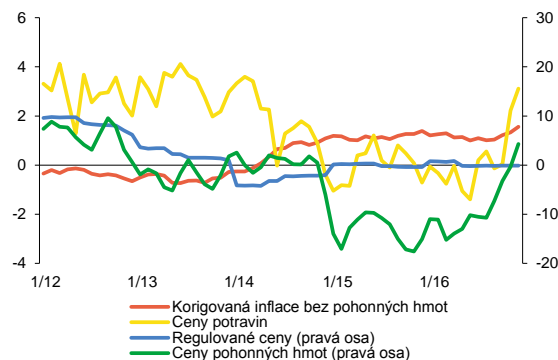
16 inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní
17 Následující text popisuje vývoj jednotlivých skupin tržních cen bez primárního vlivu daňových změn.

GRAF III.1.4

SLOŽKY INFLACE

Ceny pohonných hmot přešly v prosinci poprvé po dlouhé době do meziročního růstu

(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)

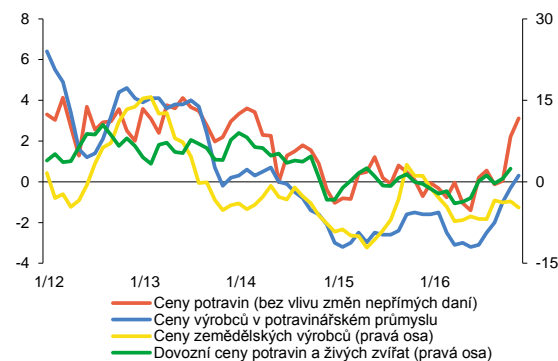


GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

I přes trvajících pokles cen zemědělských výrobců spotřebitelské ceny potravin, nápojů a tabáku ve čtvrtém čtvrtletí 2016 rychle rostly

(meziroční změny v %)

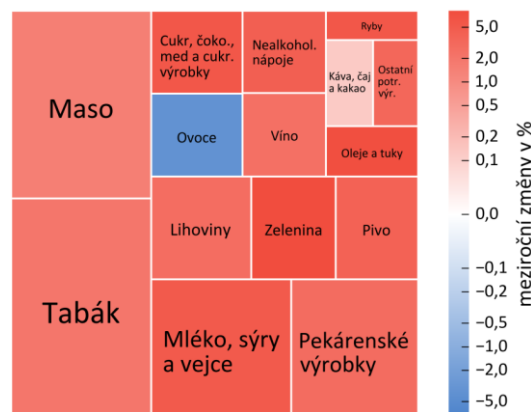


GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU V PROSINCI 2016

Růst cen potravin byl s výjimkou ovoce plošný

(plocha dlaždice – relativní váha ve spotřebním koší, barva dlaždice – meziroční změny v %)



Poznámka: Po započtení vlivu změn nepřímých daní by ceny tabákových výrobků vzrostly meziročně o 6,5 %.

v průběhu října. K vyšší dynamice cen přispíval rovněž slabší kurz koruny vůči americkému dolaru.

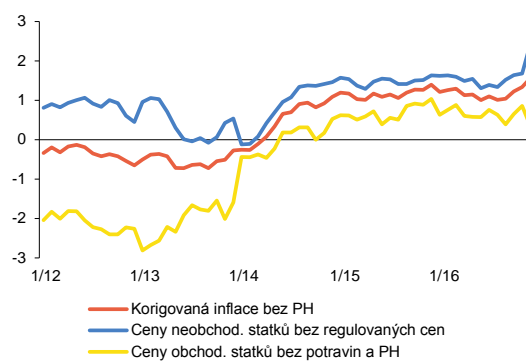
Korigovaná inflace bez pohonných hmot se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 postupně zvyšovala až na 1,6 % (Graf III.1.7). Tento vývoj byl dán zejména zrychlením růstu cen neobchodovatelných statků.¹⁸ Ten nadále odrážel pokračující růst domácí ekonomické aktivity zejména v sektoru služeb i zrychlenou dynamiku mzdových nákladů (viz BOX 2 v Zol III/2016). Prudké zrychlení korigované inflace bylo navíc v prosinci ovlivněno skokovým zvýšením cen v restauracích vlivem zavedení EET. Kromě toho se zvyšovaly rovněž ceny kulturních a rekreačních služeb, nájemné, ceny služeb spojených s provozem osobních dopravních prostředků, ceny pojištění i služeb spojených s osobní péčí. Klesaly pouze ceny poštovních a telekomunikačních služeb a ceny dovolených s komplexními službami. Růst cen obchodovatelných statků¹⁹ v porovnání se třetím čtvrtletím zhruba stagnoval. Jejich utlumený vývoj byl odrazem zejména doznívajícího protiinflačního působení zahraničních cen.

Experimentální výpočty inflace se zahrnutím cen nemovitostí²⁰ za třetí čtvrtletí 2016 ukazují na další zvýšení rozdílu mezi takto rozšířeným indexem a oficiálním CPI (viz Graf SZ III.1.1). Ukazatel zahrnující – s poměrně velkou vahou – ceny nemovitostí v průběhu třetího čtvrtletí dále zrychlil na 1,5 % meziročně, zatímco oficiální celková inflace se ve stejném období zvýšila pouze mírně na 0,5 %. I tento experimentální ukazatel se však stále nacházel v dolní polovině tolerančního pásma inflačního cíle. Ve čtvrtém čtvrtletí se však již zřejmě zvýšil nad 2 %.

GRAF III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

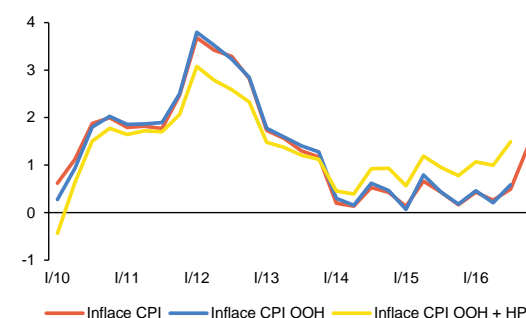
Korigovaná inflace v závěru loňského roku zrychlovala
(meziroční změny v %)



GRAF SZ III.1.1

EXPERIMENTÁLNÍ INFLACE

Inflace CPI OOH + HPI odrážející nad rámec CPI i ceny bydlení dosáhla ve třetím čtvrtletí loňského roku 1,5 %
(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ a ČNB)



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

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

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

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Meziroční pokles dovozních cen se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 dále zmírňoval, a to zejména v souvislosti se snižujícím se záporným příspěvkem cen energetických surovin. Stejným směrem působilo také zmírnění poklesu cen v ostatních složkách. Tento trend se odrazil i ve vývoji cen průmyslových výrobců. Pokles cen zemědělských výrobců pokračoval zhruba nezměněným tempem. Ceny tržních služeb i stavebních prací nadále umírněně rostly.

III.2.1 Dovozní ceny

Hluboký meziroční pokles **dovozních cen** se od dubna loňského roku setrvale zmírňoval (na -1 % v listopadu; Graf III.2.1). V říjnu již přitom všechny složky dovozních cen v meziměsíčním srovnání rostly. Obdobný vývoj byl pozorován také v listopadu, kdy se však meziměsíčně snížily dovozní ceny potravin. Na meziroční vývoj dovozních cen přitom poprvé po dvou letech nepůsobil nejvýznamněji pokles dovozních cen energetických surovin, který ve čtvrtém čtvrtletí odezníval rychleji než pokles dovozních cen polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování (Graf III.2.2). I jejich meziroční pokles trvající od poloviny loňského roku však postupně slábně.

Záporný příspěvek cen **minerálních paliv** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 dále zřetelně zmírnil (Graf III.2.2). To bylo taženo přechodem ceny ropy Brent do meziročního růstu (2,5 % v listopadu). Zároveň zvolnil také meziroční pokles světových cen zemního plynu (na -22,7 %), který však zůstává výrazný (Graf III.2.3), neboť plyn následuje za vývojem cen ropy obvykle se zhruba půlročním zpožděním.

K odeznění meziročního poklesu dovozních cen došlo také ve skupině **polotovarů**, které bylo dáno zejména výrazným meziměsíčním nárůstem v listopadu 2016. Do mírného meziročního růstu přešly dovozní ceny **neenergetických surovin** a **potravin, tabáku a nápojů**. To bylo přitom dáno meziročním vývojem všech hlavních složek těchto skupin dovozních cen.

Také meziroční pokles **dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování** v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 zvolnil, a to jak ve skupině dovážených strojů a dopravních prostředků, tak u průmyslového spotřebního zboží (na -1,2 %, resp. -0,8 % v listopadu). V rámci první jmenované skupiny byl ovšem vývoj dovozních cen nadále různorodý. Zatímco dovozní ceny strojů a zařízení používaných v průmyslu pokračovaly v mírném meziročním růstu, dovozní ceny silničních vozidel stále klesaly.

III.2.2 Ceny výrobců

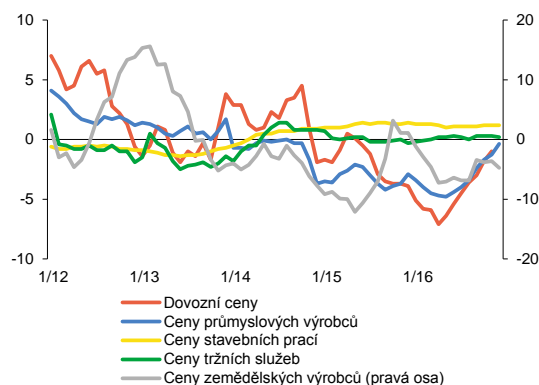
Ceny průmyslových výrobců

Dlouhou dobu trvající výrazný meziroční pokles **cen průmyslových výrobců** v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 již téměř odezněl (Graf III.2.4).

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

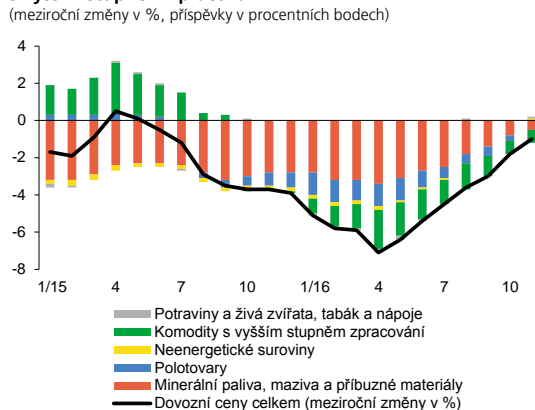
Pokles dovozních cen i cen průmyslových výrobců se zmírnil (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

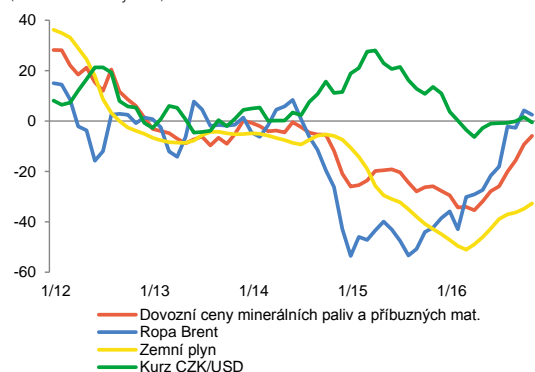
Záporný příspěvek cen minerálních paliv v posledním období postupně odeznívá, což platí i pro ceny polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel překmit meziroční dynamiky světových cen ropy do kladných hodnot (meziroční změny v %)



To bylo především důsledkem zastavení poklesu cen dovážených surovin a polotovarů a rovněž výrazného zvolnění poklesu dovozních cen energií.

K postupnému odeznívání meziročního poklesu cen průmyslových výrobců nejvíce přispíval vývoj **sloučeného indikátoru cen výrobců energií a služeb spojených s vodou** (Graf III.2.4). Výrazné zmírnění záporného příspěvku tohoto indikátoru bylo výsledkem různorodého vývoje cen v jeho jednotlivých složkách. Na jedné straně pokračoval znatelný pokles cen výrobců v odvětví těžby a dobývání. Stablním tempem se snižovaly i ceny elektřiny, plynu a páry a klimatizovaného vzduchu. Na druhé straně pokračoval růst cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami, k němuž se po dlouhém období poklesu přidalo významné zvýšení cen v odvětví koksu a rafinovaných ropných produktů. V třídění podle hlavních průmyslových skupin se tento vývoj projevil zvolněním poklesu cen energií, který koncem čtvrtého čtvrtletí 2016 již téměř odezněl (Graf III.2.5).

V potravinářském průmyslu přešly ceny v závěru čtvrtého čtvrtletí 2016 do mírného meziročního růstu a podobný vývoj zaznamenaly i výrobní ceny v odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků. Naopak v odvětví dopravních prostředků se ceny výrobců dále meziročně snižovaly, i když ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírnějším tempem. V souhrnu postupně odezněl delší dobu trvající pokles cen výrobců ve **zpracovatelském průmyslu** a v závěru roku se již tyto ceny meziročně mírně zvýšily.

Pozorovaný mírný meziroční pokles cen průmyslových výrobců v prosinci podle **nové prognózy** ukončil období snižování výrobních cen v průmyslu. Od počátku letošního roku totiž výrobní ceny výrazněji porostou. Tento vývoj odráží předpokládaný silný meziroční růst světových cen ropy i vývoj cen výrobců v efektivní eurozóně. Po většinu roku 2017 se tak bude dynamika cen průmyslových výrobců pohybovat nad 2% úrovní (Graf SZ III.2.1). V průměru se v letošním roce ceny průmyslových výrobců zvýší o 2,4 %. Od druhé poloviny roku však bude jejich růst brzděn posílením měnového kurzu po předpokládaném ukončení kurzového závazku v polovině roku. V roce 2018 bude růst výrobních cen pozvolnější, a to zejména vlivem dalšího posílení kurzu při současném výrazném zmírnění meziročního růstu světových cen ropy. Oproti minulé predikci předpokládá nová prognóza vyšší trajektorii růstu cen průmyslových výrobců v obou letech.

Ceny zemědělských výrobců

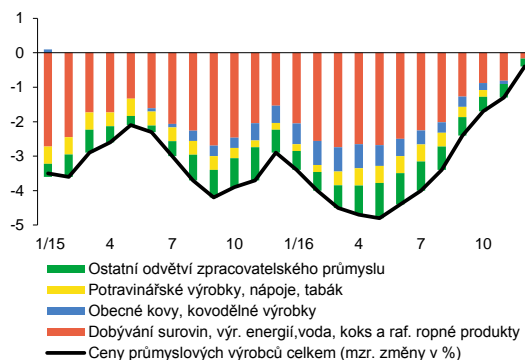
Pokles **cen zemědělských výrobců** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 ve srovnání se závěrem předchozího čtvrtletí lehce prohloubil (na 4,7 % v prosinci; Graf III.2.6). V rámci hlavních skupin se nicméně vývoj lišil. Pokles cen živočišných produktů se postupně zmírňoval, až koncem roku přešel po více jak dvou letech do slabého meziročního růstu. Zřetelně se totiž zmírnil dosavadní pokles cen mléka a vajec a současně zrychlil růst cen prasat. Naproti tomu v rostlinné výrobě se pokles cen v závěru loňského roku prohloubil, a to především v důsledku propadu cen čerstvé

GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Pokles cen průmyslových výrobců se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 znatelně zmírnil s přispěním všech hlavních pododvětví

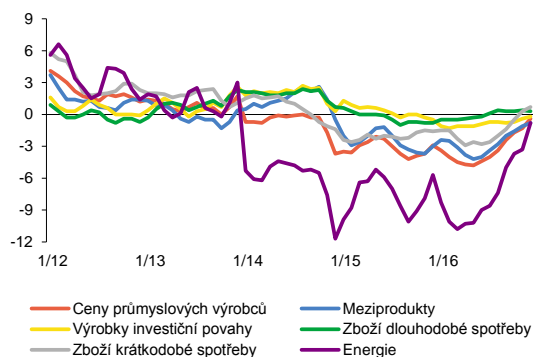
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Ke zvolnění poklesu cen průmyslových výrobců přispěly všechny hlavní průmyslové skupiny, zejména ceny energií (meziroční změny v %)

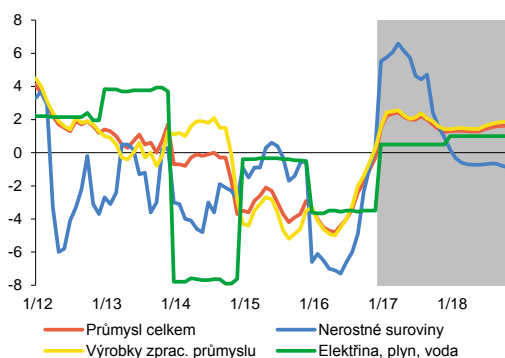


GRAF SZ III.2.1

PROGNÓZA CEN PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

V letošním roce se budou ceny výrobců zvyšovat, a to ve všech sledovaných odvětvích

(meziroční změny v %, vybraná odvětví)



zeleniny a brambor. Pokles cen váhově nejvýznamnějších obilovin se přitom držel na stejné úrovni jako v předchozím čtvrtletí.

Pokračující pokles cen zemědělských výrobců v závěru loňského roku ovlivnily dva hlavní protichůdné **faktory**. Na jednu stranu to bylo odeznění vlivu předloňské liberalizace trhu s mlékem v EU a odvetných obchodních sankcí vůči EU ze strany Ruska, které v minulosti snižovaly zejména ceny mléka a vepřového masa. Na druhou stranu nadále klesaly ceny obilovin vlivem příznivých zahraničních i domácích sklizní z posledních let, což při mírném poklesu světové spotřeby vedlo k nárůstu zásob.

Nová prognóza cen zemědělských výrobců očekává na počátku letošního roku zmiřování jejich meziročního poklesu (Graf SZ III.2.2), který v závěru prvního čtvrtletí 2017 přejde v meziroční růst. Ten bude v průběhu roku dále zrychlovat až k 10% hranici. V průměru tak za celý rok 2017 dosáhne 4,9 %. Vedle růstu cen komodit v živočišné výrobě bude ke zvyšování cen zemědělských výrobců postupně přispívat i mírný nárůst cen komodit rostlinné výroby, jejichž výhled na světových trzích je v ročním horizontu pozvolna rostoucí. Tento vliv ale bude od druhé poloviny roku 2017 částečně vyvažován nominálním posilováním kurzu koruny po předpokládaném ukončení kurzového závazku ČNB. Oproti 7. SZ 2016 se prognóza přehodnocuje po převážnou část letošního roku proinflačním směrem, na což mají vliv zejména vyšší pozorované hodnoty v závěru loňského roku. Poté je prognóza naopak mírně nižší, mimo jiné vlivem rychlejšího posílení koruny ve srovnání se 7.SZ 2016.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

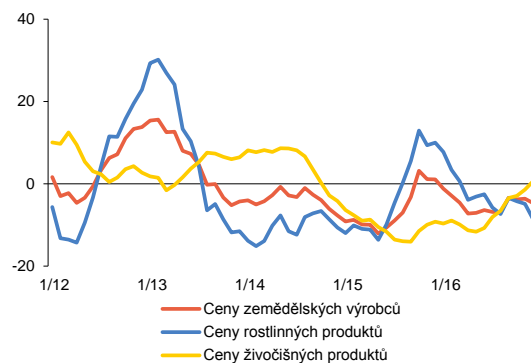
Celkově se meziroční vývoj **cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru** ve čtvrtém čtvrtletí 2016 příliš nezměnil – ceny v tomto segmentu pokračovaly v umírněném růstu (Graf III.2.7). Růst cen přesahující 2 % přitom zaznamenalo pouze odvětví poštovních a kurýrních služeb.

Rovněž dynamika **cen stavebních prací** zůstala stabilní a pohybovala se slabě nad 1 % (Graf III.2.7). Ke zrychlení dynamiky cen stavebních prací prozatím nevedl ani obnovený mírný růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví.

GRAF III.2.6

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

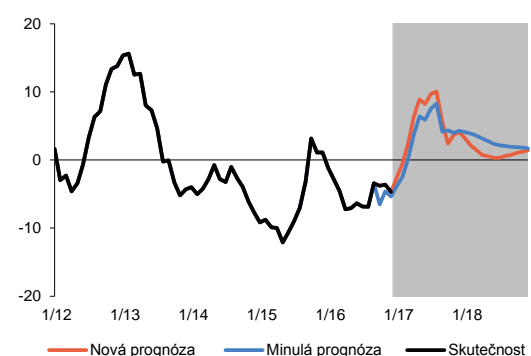
Pokles cen zemědělských výrobců dále přetrvává
(meziroční změny v %)



GRAF SZ III.2.2

PROGNÓZA CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

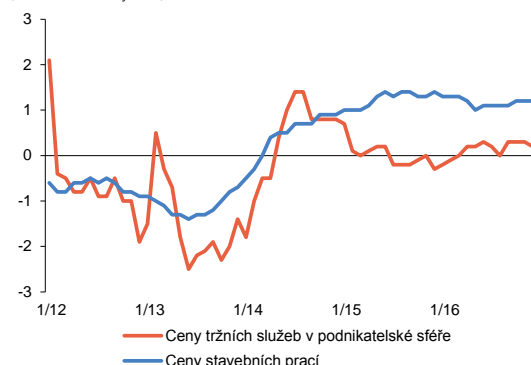
Prognóza očekává obnovení růstu cen zemědělských výrobců během roku 2017
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

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



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ekonomický růst ve třetím čtvrtletí 2016 zpomalil těsně pod úroveň 2 %. Na meziročním růstu hrubého domácího produktu se nejvýrazněji podílela spotřeba domácností. Kladně, ale menší měrou než v předchozím čtvrtletí, přispěl také čistý vývoz, a to při výrazném zvolnění dynamiky obratu zahraničního obchodu. Cyklus čerpání fondů EU se odrážel v pokračujícím propadu vládních fixních investic, zatímco investice nefinančních podniků již mírně meziročně rostly. Na nabídkové straně se zmírnil zejména růst přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu a odvětví tržních služeb. Ekonomika se nadále nacházela poblíž svého potenciálu.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf III.3.1) byl ve třetím čtvrtletí loňského roku tažen nejvíce spotřebou domácností. Celkový příspěvek **domácí poptávky** se zvýšil, přičemž se zmírnil pokles fixních investic a naopak zvolnil růst spotřeby vlády.

Konečná spotřeba

Růst sezonně očištěné spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí 2016 mírně zrychlil. Zvýšenou dynamiku vykázal také sezonně neočištěný růst nominálních **výdajů domácností na konečnou spotřebu** (Graf III.3.2). Růst hrubého disponibilního důchodu naopak zvolnil, v důsledku čehož se ve srovnání s předchozím rokem snížila také míra úspor.

Meziroční růst nominálního **hrubého disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, ztlačil zpomalil (na 2,1 %; Graf III.3.2). Skokové oživení dynamiky deflátoru spotřeby domácností dále snížilo růst jejich reálné kupní síly, a to na 1,2 %. Pozorované zpomalení meziroční dynamiky hrubého disponibilního důchodu bylo přitom způsobeno zejména opětovným prohloubením tradičně záporného příspěvku placených daní a sociálních příspěvků. Ve směru zvýšení růstu disponibilního důchodu naopak působil objem mezd a platů, když jeho tempo zrychlilo k 6 % úrovni.

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

Indikátor spotřebitelské důvěry se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 znovu zvýšil, a opět se tak přibližuje historicky nejvyšším hodnotám pozorovaným v úvodu loňského roku (Graf III.3.4). K tomuto vývoji přispělo jak zlepšující se vnímání hospodářské a finanční situace ze strany spotřebitelů, tak očekávaný pokles nezaměstnanosti.

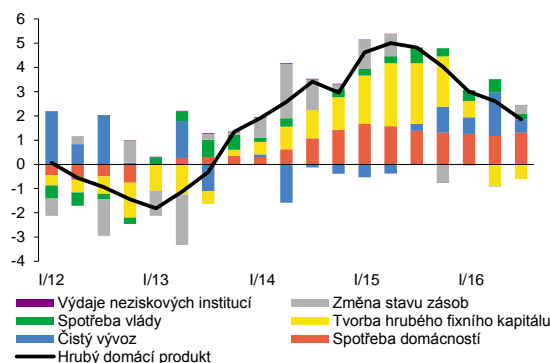
Růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve třetím čtvrtletí 2016 znatelně zpomalil (na 1,2 %). Kladný příspěvek

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst HDP dále zvolnil, a to zejména vlivem snížení tempa růstu vývozu a vládní spotřeby. Nejvýznamnějším tahounem ekonomického růstu byla spotřeba domácností

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

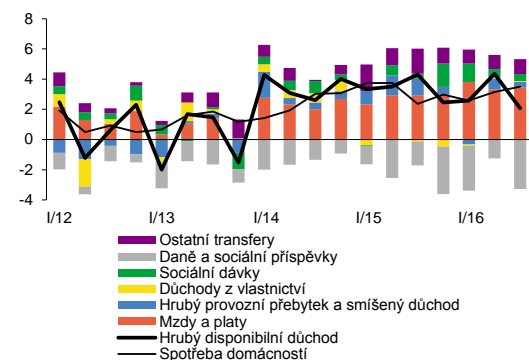


GRAF III.3.2

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst disponibilního důchodu se snížil vlivem prohloubení záporného působení daní a sociálních příspěvků

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

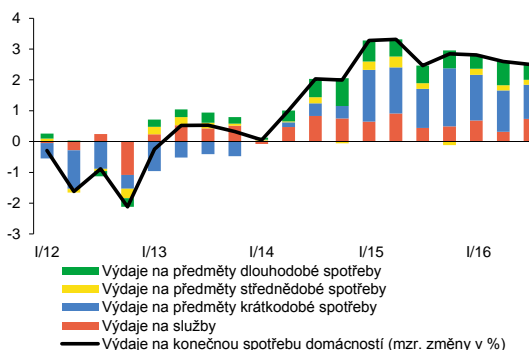


GRAF III.3.3

SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ

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

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



spotřeby vlády k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu tak dosáhl 0,2 procentního bodu (Graf III.3.1).

Investice

Fixní investice pokračovaly ve třetím čtvrtletí 2016 v meziročním poklesu (o 2,3 %²¹; Graf III.3.5). Tento vývoj byl ovlivněn dominantně pokračováním výrazného propadu fixních investic **sektoru vlády** (o 28,7 %²²), což se odrazilo ve zřetelném snížení investic do budov a staveb (Graf III.3.6). Na silné dočerpávání prostředků ze strukturálních fondů EU minulého programového období v roce 2015 totiž navázal jen velmi pozvolný náběh čerpání fondů z nového období, mimo jiné i v důsledku problémů s posouzením vlivu velkých infrastrukturních staveb na životní prostředí.

Investice v **sektoru nefinančních podniků** po utlumeném vývoji v předchozích třech čtvrtletích meziročně rostly (Graf III.3.6), když u investic nefinančních podniků spolufinancovaných z fondů EU pravděpodobně odeznívá vliv vysoké srovnávací základny předchozího roku a ostatní investice pokračovaly v růstu. To koresponduje také s konjunkturním šetřením ČSÚ, dle kterého průmyslové podniky vnímají budoucí poptávku po své produkci jako dlouhodobě stabilní. Také dle posledních výsledků šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za čtvrté čtvrtletí 2016 očekávají nefinanční podniky mírný nárůst investičních výdajů. Tyto a mnohé další faktory ovlivňující dlouhodobě tvorbu soukromých investic analyzuje BOX 2.

BOX 2 Vývoj soukromých investic – analýza individuálních dat nefinančních podniků

Vývoj české ekonomiky byl v minulých letech silně ovlivněn výkyvy investiční aktivity. Zatímco vládní investice byly především ve znamení cyklu evropských fondů, na vývoj **soukromých investic** působilo více faktorů. Cílem tohoto boxu je tyto faktory identifikovat, určit směr jejich působení a také významnost. Analýza přitom využívá čtvrtletní individuální data o hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci z let 2008–2015.²³ Z metodologického hlediska jde o použití bayesovských VAR modelů. Individuální data představují alternativu k agregovaným údajům z národních účtů ČSÚ, jejich charakter navíc umožňuje odhadnout reakci na úrovni jednotlivých odvětví.

S ohledem na míru otevřenosti české ekonomiky lze předpokládat, že nemalou část soukromých investic lze vysvětlit změnami **zahraniční poptávky**. Odvozené impulzní odezvy tento předpoklad potvrzují (Graf 1). Při zohlednění velikosti jednotlivých šoků je zřejmé, že zahraniční poptávka je hlavní hybnou silou soukromých investic.

21 podle sezonně očištěných údajů ve stálých cenách

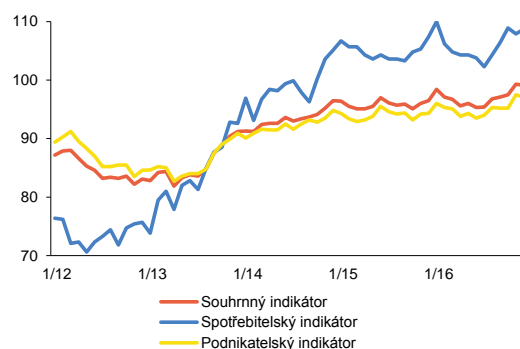
22 podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách

23 Výběrový soubor obsahuje ve sledovaném období v průměru 9200 firem.

GRAF III.3.4

INDIKÁTORY DŮVĚRY

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

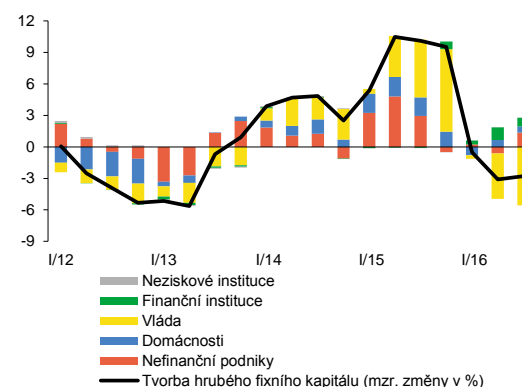


GRAF III.3.5

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Fixní investice dále klesaly v důsledku pokračujícího propadu vládních investic

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

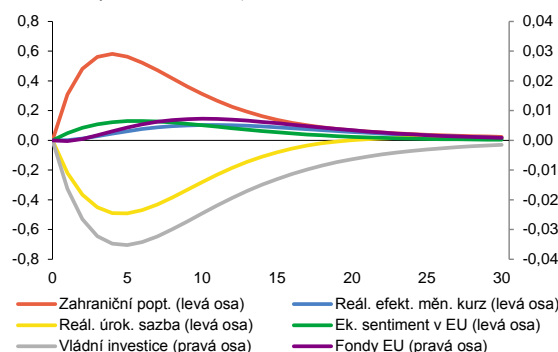


GRAF 1 (BOX)

ODEZVY SOUKROMÝCH INVESTIC NA JEDNOTLIVÉ ŠOKY

Největší pozitivní odezvu vykazují soukromé investice na nárůst zahraniční poptávky

(odezvy v % na šok o velikosti 1 %, resp. o velikosti 1 p. b. v případě reálné úrokové sazby; horizontální osa – počet čtvrtletí)



V důsledku vyšší zahraniční poptávky dochází k nárůstu soukromých investic ve všech významných odvětvích české ekonomiky. Nejvyšší odezvu přitom vykazují odvětví zpracovatelského průmyslu (zejména automobilový a elektrotechnický průmysl) a odvětví cestovního ruchu (Graf 2). Jelikož investiční rozhodnutí mají ve většině případů dlouhodobé důsledky pro fungování firem, jsou pečlivě plánována a nemalou roli při rozhodování o jejich realizaci hrají **očekávání budoucího vývoje**. Provedená analýza ukazuje, že vývoj soukromých investic je přímo úměrný vývoji ekonomického sentimentu v EU, který tato očekávání zachycuje. Rozsah reakce na jednoprocentní šok je však ve srovnání se skutečně pozorovanou zahraniční poptávkou nižší.

Výkyvy v **čerpání evropských fondů** ovlivňují ve stejném směru nejen veřejné, ale i soukromé investice (Graf 1; viz též BOX 1 v ZOI IV/2016). Toto tvrzení podporuje analýza kapitálových transferů vlády nefinančním podnikům v souvislosti se spolufinancováním investic z fondů EU. Přímá analýza individuálních dat o pořízení hmotných a nehmotných aktiv nefinančních podniků dochází ke stejným závěrům. Nárůst čerpání evropských fondů určených soukromým podnikům pozitivně ovlivňuje tvorbu investic především ve zpracovatelském průmyslu, zejména pak v průmyslu automobilovém, chemickém, elektrotechnickém, hutním, a také ve výrobě těžkých strojů a ostatních dopravních prostředků.

Impulzní odezvy zároveň poukazují na negativní **vliv vládních investic** na investiční chování soukromých firem. Tento jev lze vysvětlit efektem vytěsnění, při kterém je nárůst vládních investic doprovázen zvýšením reálné úrokové sazby. Efekt vytěsnění je viditelný nejvíce ve zpracovatelském průmyslu a také v zemědělství (Graf 3). Odvětví stavebnictví jako hlavní zhotovitel většiny vládních investic naopak reaguje na zvýšení vládních investic pozitivně. Při srovnání s významem zahraniční poptávky na vývoj soukromých investic lze však považovat vliv čerpání evropských fondů, a částečně také vliv vládních investic, z dlouhodobého pohledu za spíše okrajový. V situaci, kdy krátkodobě dochází k výrazným výkyvům v čerpání evropských fondů, ale může být jejich vliv na soukromé investice zásadní.

Poslední skupinou faktorů ovlivňujících vývoj soukromých investic jsou měnové podmínky. Nárůst **reálné úrokové sazby** ovlivňuje tvorbu soukromých investic podle očekávání negativně, a to ve většině sledovaných odvětví.²⁴ Oslabení **reálného efektivního kurzu koruny** patří mezi významnější faktory a na tvorbu soukromých investic působí pozitivně. Takto reagují především vývozně orientovaná průmyslová odvětví a odvětví cestovního ruchu (Graf 4). Zvýšení cenové konkurenceschopnosti vývozců tak ve vztahu k soukromým investicím převažuje nad efektem nárůstu ceny dovážených investičních statků v důsledku oslabení kurzu.

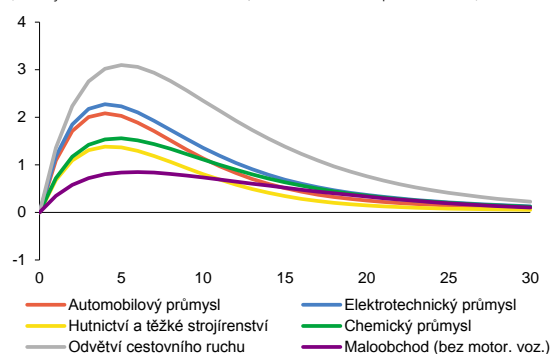
24 Při srovnání s působením ostatních proměnných je v tomto případě nutno brát v potaz, že nárůst úrokové sazby je uvažován v rozsahu jednoho procentního bodu, nikoliv jednoho procenta.

GRAF 2 (BOX)

ODEZVY SOUKROMÝCH INVESTIC VE VYBRANÝCH ODVĚTVÍCH NA NÁRŮST ZAHRAJNÍ POPTÁVKY

Nárůst zahraniční poptávky vede k růstu investiční aktivity zejména ve zpracovatelském průmyslu a v odvětví cestovního ruchu

(odezvy v % na šok o velikosti 1 %; horizontální osa – počet čtvrtletí)

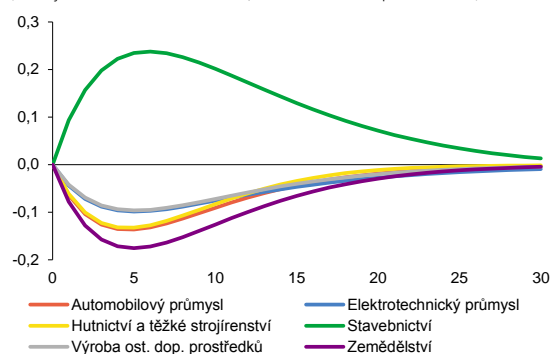


GRAF 3 (BOX)

ODEZVY SOUKROMÝCH INVESTIC VE VYBRANÝCH ODVĚTVÍCH NA ZVÝŠENÍ VLÁDNÍCH INVESTIC

Vládní investice částečně vytěsňují investice soukromé, a to především ve zpracovatelském průmyslu a v zemědělství; podporují naopak investice ve stavebnictví

(odezvy v % na šok o velikosti 1 %; horizontální osa – počet čtvrtletí)

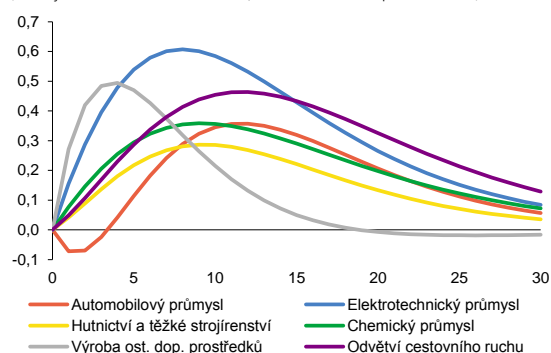


GRAF 4 (BOX)

ODEZVY SOUKROMÝCH INVESTIC VE VYBRANÝCH ODVĚTVÍCH NA OSLABENÍ REÁLNÉHO MĚNOVÉHO KURZU

Oslabení reálného efektivního kurzu koruny působí pozitivně na růst investic ve vývozně orientovaných odvětvích zpracovatelského průmyslu i v odvětví cestovního ruchu

(odezvy v % na šok o velikosti 1 %; horizontální osa – počet čtvrtletí)



Investice **sektoru domácností** pokračovaly i ve třetím čtvrtletí 2016 v růstu (Graf III.3.5), což koresponduje s pozorovaným nárůstem investic do obydlí (Graf III.3.6). Vybrané indikátory přitom naznačují, že investice domácností dále porostou. Důvěra domácností v příznivý budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti směřovala v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 opět k historickým maximům. Podmínky financování investic do obydlí se zpřísnily, úrokové sazby z úvěrů na bydlení však zůstávají velmi nízké a jsou doprovázeny vysokým růstem nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2) a cen nemovitostí (viz kapitola III.5.7). Zvýšil se přitom také počet zahájených i dokončených bytů.

Změna stavu zásob přispěla ve třetím čtvrtletí 2016 k tvorbě hrubého domácího produktu kladně (0,3 procentního bodu), a zčásti tak vyvažovala záporné působení hrubé tvorby kapitálu (Graf III.3.1).

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Čistý vývoz zboží a služeb²⁵ se již déle než rok meziročně zvyšuje (Graf III.3.7), čímž přispívá k růstu HDP. Oproti předchozímu čtvrtletí, kdy byl čistý vývoz hlavním tahounem růstu HDP, se však jeho příspěvek ve třetím čtvrtletí 2016 významně zmírnil (na 0,6 procentního bodu, Graf III.3.1). K růstu čistého vývozu přitom i nadále přispívá jak vývoj bilance služeb, tak především bilance zboží. Naproti tomu meziroční dynamika celkového obchodního obrátu již čtvrté čtvrtletí v řadě zpomaluje (tentokrát o 2,6 procentního bodu).

Celkový vývoz se meziročně zvýšil o 2 %. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím jeho dynamika zpomalila o více než 3 procentní body, přestože zvolnění růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů ČR bylo jen velmi mírné. Za zpomalením tempa celkového vývozu stála především nižší dynamika vývozu zboží, ke zmírnění růstu však došlo i v případě vývozu služeb. Detailnější pohled na příčiny zpomalení dynamiky vývozu ve druhé polovině roku 2016 přináší BOX 3.

BOX 3 Příčiny pozorovaného zpomalení dynamiky vývozu

Meziroční **růst vývozu zboží a služeb** dle národních účtů **ve třetím čtvrtletí 2016 výrazně zpomalil**. Nacházel se tak nejen ztatečně pod prognózou, ale také pod odhadem růstu efektivní zahraniční poptávky, která je z dlouhodobého pohledu určujícím ukazatelem prognózy vývozu. Rozdíl mezi meziroční dynamikou vývozu a efektivní zahraniční poptávkou se přitom začal výrazně zvyšovat již v úvodu loňského roku a ve třetím čtvrtletí se dále prohloubil (Graf 1).

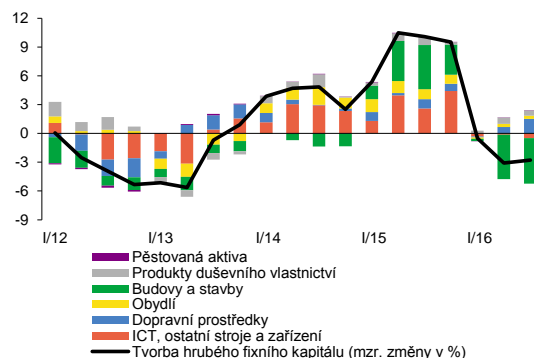
Měsíční údaje z databáze zahraničního obchodu ukazují, že meziroční dynamika vývozu zboží byla v průběhu třetího čtvrtletí 2016 – obdobně

GRAF III.3.6

INVESTICE PODLE VĚCNÉHO ČLENĚNÍ

Pokles tvorby hrubého fixního kapitálu byl způsoben propadem investic do budov a staveb

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

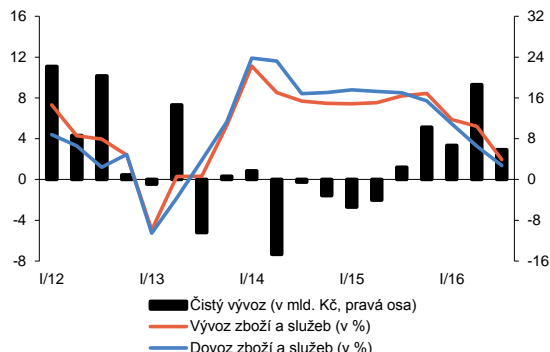


GRAF III.3.7

VÝVOZ A DOVOZ

Růst čistého vývozu oproti předchozímu čtvrtletí významně zpomalil při utlumené dynamice obchodního obrátu

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

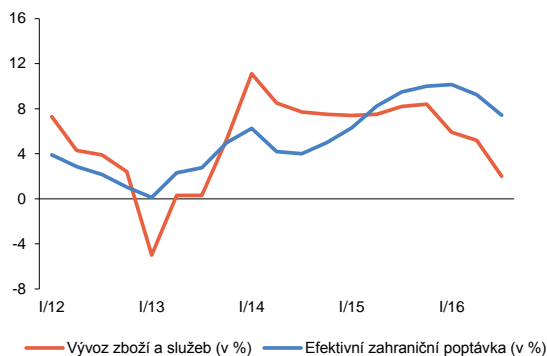


GRAF 1 (BOX)

VÝVOZ A EFEKTIVNÍ ZAHRAJNÍ POPTÁVKA

Rozdíl v dynamikách vývozu a zahraniční poptávky se ve třetím čtvrtletí 2016 ztatečně prohloubil

(meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



25 v cenách roku 2010, sezonně očištěno

jako průmyslová produkce – nezvykle rozkolísaná, za čímž stál především **vývoj v automobilovém průmyslu**. V tomto odvětví se nejprve projevil přesun celozávodních dovolených z obvyklého srpnového termínu do července, který způsobil mimořádný výkyv viditelný v uvedeném období zejména u vývozu dopravních prostředků (Graf 2). Obdobný vývoj byl pozorován také u vývozu strojů a elektrických zařízení²⁶, které jsou částečně produkovány také pro odvětví automobilové výroby. Ačkoliv byl červencový pokles vývozu více než kompenzován v srpnu, v září se vývoz opět snížil. Ve srovnání s předchozími čtvrtletími zaznamenal vývoz dopravních prostředků jen nepatrný nárůst a vývoz strojů a elektrických zařízení přešel do meziročního poklesu. Říjnová data pak znamenala pokračování meziročního poklesu vývozu, přičemž do záporných hodnot přešla také dynamika vývozu dopravních prostředků a pokles vývozu strojů a elektrických zařízení se dále prohloubil. V listopadu se sice vývoz v těchto kategoriích vrátil do meziročního růstu, ve srovnání s první polovinou roku 2016 však bylo jeho tempo výrazně nižší.

Z pohledu geografického členění se jednalo zejména o odeznění růstu a následný pokles vývozu v automobilovém průmyslu do zemí západní Evropy. To potvrzují také individuální data o průmyslové produkci v tomto odvětví, z nichž je patrné znatelné zářijové zpomalení meziročního růstu tržeb z vývozu vlastních výrobků do zemí eurozóny (Graf 3). Dominantní vliv přitom mělo **zpomalení meziroční dynamiky tržeb vývozců komponent** pro automobilový průmysl. Nižší růst tržeb z vývozu však v září v souhrnu vykázali také hlavní tuzemští výrobci aut. Mezi nimi přitom byly výrazné rozdíly z hlediska vývoje tržeb i dynamiky vyrobeného a exportovaného počtu automobilů. V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 se sice souhrnný růst tržeb výrobců aut navrátil k úrovním z první poloviny roku 2016, nadále slabý nicméně zůstal růst tržeb z vývozu komponent pro automobilový průmysl.

Data zahraničního obchodu i průmyslové produkce tedy naznačují, že výrazné zpomalení vývozu ve třetím čtvrtletí 2016 bylo způsobeno vývojem v automobilovém sektoru. Domácí výroba aut pak sice po krátkodobém výpadku ve třetím čtvrtletí následně rychle oživila, vývoz komponent pro automobilový průmysl však zůstal utlumený i v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí. To pravděpodobně souvisí s **vývojem poptávky po nových automobilech v západní Evropě**, kterou je možné aproximovat statistikou registrací nových osobních aut. Data Evropské asociace výrobců automobilů ukazují, že meziroční dynamika registrací nových osobních aut dosáhla nejvyšších hodnot v první polovině loňského roku. Ve druhém pololetí 2016 však byl pozorovaný růst registrací ve srovnání s prvním pololetím méně než poloviční a trendově se dále snižoval (Graf 4)²⁷. Výkon automobilového průmyslu směřujícího v převážné míře na vývoz tudíž nebyl – na rozdíl od prvního pololetí – schopen tak výrazně převážít nad přetrvávajícím poklesem vývozu

26 Do této skupiny patří mj. motory, spojky, převodovky i elektroinstalace.

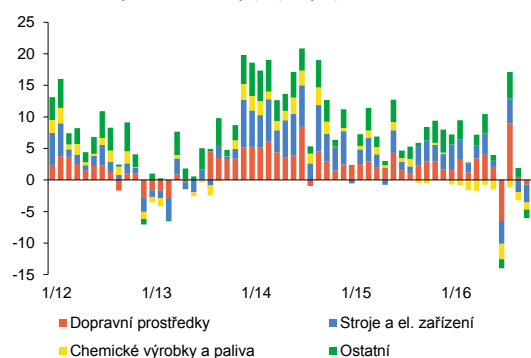
27 To potvrdila i aktuální prosincová data, kdy registrace nových osobních aut v západní Evropě vzrostly meziročně jen o 2 %.

GRAF 2 (BOX)

STRUKTURA VÝVOZU

Zpomalení dynamiky vývozu bylo taženo zejména vývojem vývozu v automobilovém průmyslu

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

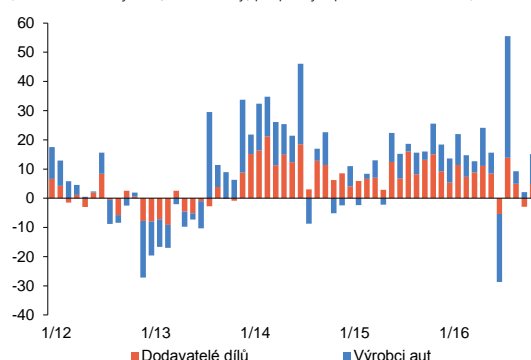


GRAF 3 (BOX)

TRŽBY AUTOMOBILOVÉHO PRŮMYSLU Z VÝVOZU DO ZEMÍ EUROZÓNY

Zpomalil jak růst tržeb z vývozu aut, tak dílů pro jejich výrobu

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

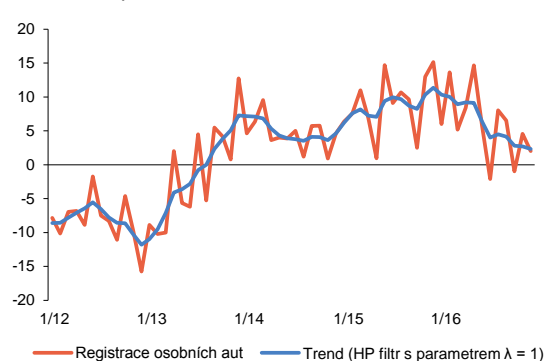


GRAF 4 (BOX)

REGISTRACE AUT V ZÁPADNÍ EVROPĚ

Meziroční růst registrací nových aut v západní Evropě ztlačil

(meziroční změny v %)



chemických výrobků, paliv a elektrické energie, který byl v loňském roce zapříčiněn výpadky domácí produkce.

S ohledem na vysokou dovozní náročnost vývozu významně zpomalil také růst **celkového dovozu** (na 1,4 %). K tomu přispělo podobně jako v případě vývozu zejména zvolnění růstu dovozu zboží. V jeho rámci přitom nadále rychle rostly dovozy pro konečnou spotřebu, zatímco dovoz pro investice a mezispotřebu zůstal utlumený. Dovoz služeb se meziročně nepatrně snížil.

III.3.3 Nabídka

Hrubá přidaná hodnota ve třetím čtvrtletí 2016 zpomalila svůj růst na 1,6 % (Graf III.3.8).²⁸ Nižší příspěvek k růstu přidané hodnoty vykázal především zpracovatelský průmysl a odvětví tržních služeb. Pokles přidané hodnoty zaznamenal těžební a energetický průmysl a také stavebnictví.

Dynamika **průmyslové produkce** rovněž zpomalila (na 0,9 % ve třetím čtvrtletí 2016; Graf III.3.9),²⁹ a to zejména vlivem zvolnění růstu produkce ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu. Produkce poklesla v odvětví těžby a dobývání, v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu. Vývoj nových průmyslových zakázek byl ve třetím čtvrtletí 2016 výrazně utlumený, když jejich hodnota vzrostla jen o 1,3 %. K růstu hodnoty nových zakázek přitom došlo pouze v případě zahraničních zakázek, zatímco hodnota tuzemských zakázek se meziročně snížila. Z hlediska užití vzrostla výroba pro investice a dlouhodobou spotřebu, s výrazným podílem exportu do zahraničí. Poslední dostupné měsíční indikátory naznačují obnovení růstové dynamiky jak průmyslové produkce, tak nových průmyslových zakázek.

Podle lednových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ považují podniky za hlavní bariéru růstu i nadále nedostatečnou poptávku. Stále silněji se však projevuje také nedostatek zaměstnanců, jehož význam jako **bariéry růstu** dosahuje momentálně nejvyšších hodnot od roku 2005 (Graf III.3.10). Podíl podniků, které necítí žádné omezení ve vztahu k budoucímu rozvoji, výrazně poklesl. Využití výrobních kapacit v průmyslu pokračuje na úrovni kolem 85 %.

V sestupné tendenci pokračoval vývoj **stavební produkce**, která ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně poklesla o téměř 10 %.³⁰ K výraznému snížení produkce došlo především v inženýrském stavitelství. Pokles produkce v pozemním stavitelství byl ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírnější. Počet vydaných stavebních povolení vzrostl (o 2,8 %), jejich celková hodnota se však nezměnila. V průběhu října a listopadu 2016 docházelo k postupnému zmiřování poklesu stavební produkce, k čemuž přispěl přechod produkce pozemního stavitelství do meziročního růstu.

28 ve stálých cenách, sezonně očištěno

29 ve stálých cenách, sezonně očištěno

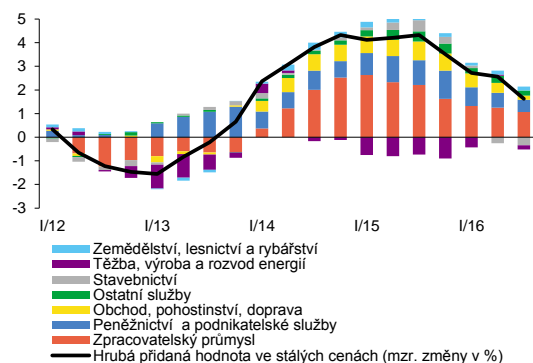
30 ve stálých cenách, sezonně očištěno

GRAF III.3.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Meziroční růst hrubé přidané hodnoty dále zpomalil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

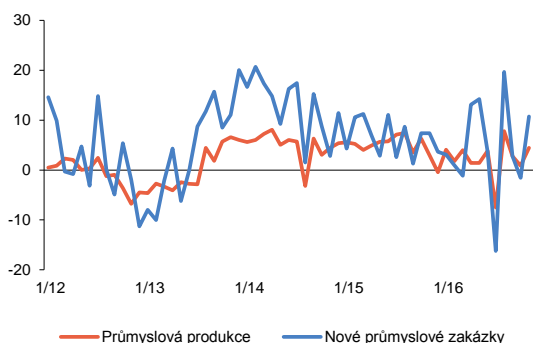


GRAF III.3.9

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE A NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

Listopadová data naznačují obnovení dynamiky průmyslové produkce i nových průmyslových zakázek

(meziroční změny v %)

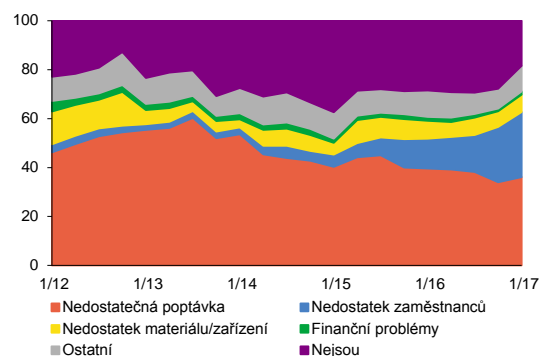


GRAF III.3.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Význam nedostatku zaměstnanců jako bariéry růstu průmyslových podniků se zvyšuje

(v %)



V listopadu pak výrazně vzrostl také počet nově vydaných stavebních povolení i jejich hodnota (o 5,7 %, resp. o 18,3 %).

III.3.4 Odhad cyklické pozice ekonomiky a vývoj potenciálního produktu

Mezera výstupu podle Kalmanova filtru zůstala ve třetím čtvrtletí 2016 otevřená do mírně kladných hodnot (Graf III.3.11). Spolu s uvolněnými měnovými podmínkami k tomu přispěl především růst domácí i zahraniční poptávky projevující se také ve vývoji na trhu práce. Na horizontu prognózy bude působit očekávané zpřísnění měnových podmínek po předpokládaném opuštění kurzového závazku, vliv v opačném směru bude mít obnovení růstu vládních investic. Mezera výstupu tak setrvá v jen lehce kladných hodnotách.

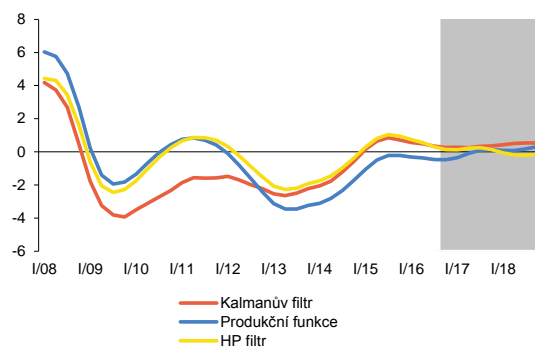
Potenciální produkt podle Kalmanova filtru ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně vzrostl o 2,6 % (Graf III.3.12). V okolí této hodnoty se bude jeho růst pohybovat rovněž na celém horizontu prognózy.

Variantní propočty pozice ekonomiky v cyklu prostřednictvím HP filtru³¹ a Cobb-Douglasovy produkční funkce poskytují mírně nižší hodnoty mezery výstupu. V případě meziročního růstu potenciálního produktu jsou hodnoty v průměru mírně vyšší u HP filtru a naopak mírně nižší u produkční funkce.

GRAF III.3.11

MEZERA VÝSTUPU

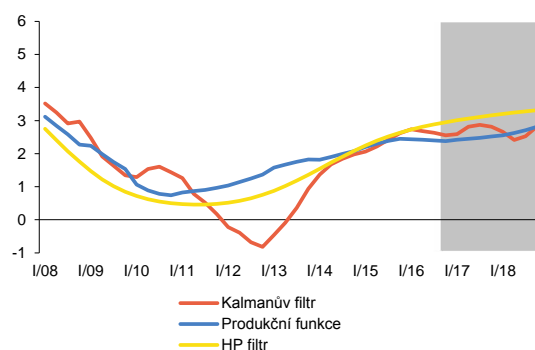
Česká ekonomika se nachází poblíž svého potenciálu, kde setrvá i v příštích dvou letech
(v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.12

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu se nachází kolem 2,5 %
(meziroční změny v %)



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

III.4 TRH PRÁCE

Situace na trhu práce ve třetím čtvrtletí 2016 odpovídala dosavadnímu růstu ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky meziročně výrazně rostly, což vedlo při mírném nárůstu pracovní síly k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Podíl nezaměstnaných osob klesal i v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016. Růst průměrné mzdy zrychlil a podle měsíčních údajů z průmyslu by měla svižná mzdová dynamika pokračovat i nadále. Zpomalení růstu ekonomické aktivity se projevilo slabým poklesem národohospodářské produktivity práce a zrychlením tempa nominálních jednotkových mzdových nákladů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Celková zaměstnanost rostla ve třetím čtvrtletí 2016 rychlým tempem (mírně pod 2 %, Graf III.4.1), k čemuž přispívalo zejména zvyšování počtu zaměstnanců. Poprvé od počátku roku 2015 se však znatelně zvýšil i počet podnikatelů.

Z hlediska jednotlivých sektorů přispěl ke zvyšování zaměstnanosti nejvýrazněji **sekundární sektor** (Graf III.4.2), kde pokračoval silný růst zaměstnanosti v průmyslu. Nejvíce nových zaměstnanců přitom tradičně absorboval zpracovatelský průmysl. Delší dobu trvající pokles zaměstnanosti ve stavebnictví se ve třetím čtvrtletí 2016 téměř zastavil. Podle říjnových a listopadových dat růst evidenčního počtu zaměstnanců³² v průmyslu mírně zpomalil, zatímco ve stavebnictví se jejich pokles znovu prohloubil.

V **terciárním sektoru** rychlý růst zaměstnanosti z druhého čtvrtletí 2016 znatelně zpomalil, když v tržních službách se počet zaměstnaných dokonce meziročně snížil. K poklesu zaměstnanosti v tržních službách vedl zejména výrazný úbytek zaměstnaných v obchodu, a to i přes pokračující dobré výsledky maloobchodu. Rovněž v odvětví ubytování, stravování a pohostinství pracovalo v meziročním srovnání méně osob. Nižší zaměstnanost v těchto dvou odvětvích byla částečně kompenzována výrazným nárůstem počtu zaměstnaných v dopravě a skladování, které jako navazující obor profituje z dobrých výsledků průmyslu. Růst zaměstnanosti v netržních službách byl i nadále plošný, nejvíce ho přitom ovlivnilo zvýšení počtu zaměstnaných ve vzdělávání.

Přibližně z jedné třetiny se na meziročním zvýšení zaměstnanosti podílel nárůst počtu zaměstnanců s kratší pracovní dobou. To se projevilo mírným meziročním poklesem průměrného úvazku na zaměstnance. Pozvolněji, i když stále znatelně, tak rostl **počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky** (Graf III.4.3). Nejvýrazněji – přibližně z jedné třetiny – k nárůstu tohoto ukazatele opět přispěl váhově nejvýznamnější zpracovatelský průmysl.

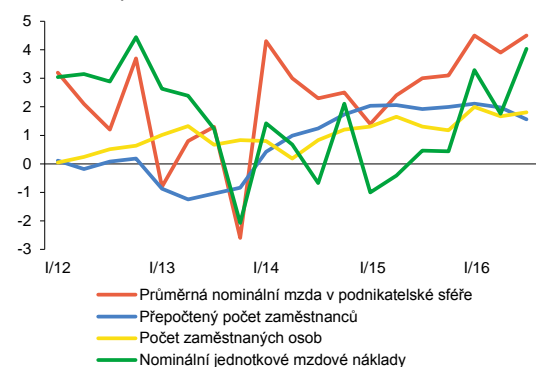
32 v podnicích s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře i NJMN opětovně zrychlil

(meziroční změny v %)

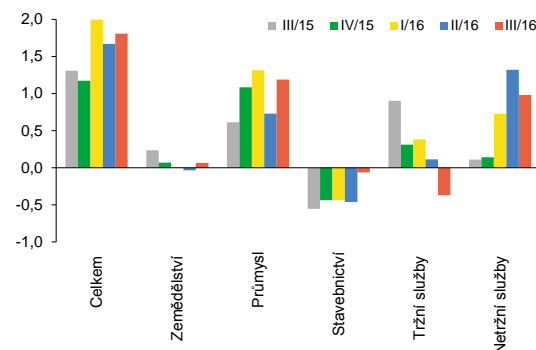


GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

K růstu zaměstnanosti přispěl nejvýznamněji průmysl a netržní služby

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

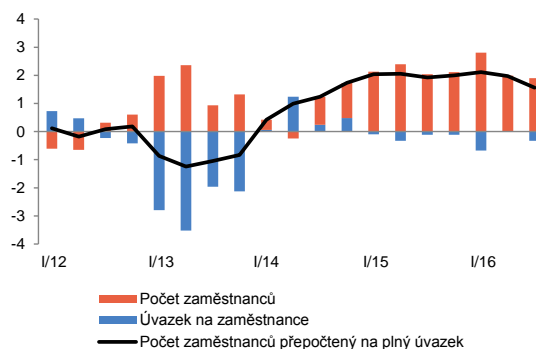


GRAF III.4.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

K lehkému zpomalení růstu přepočteného počtu zaměstnanců přispěl nižší průměrný úvazek

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



V návaznosti na pokračující silný meziroční růst zaměstnanosti se **obecná míra nezaměstnanosti**³³ ve třetím čtvrtletí 2016 dále snižovala (Graf III.4.4). Nadále tak byla nejnižší v rámci všech zemí EU. Mírnější pokles nezaměstnanosti ve srovnání s vývojem zaměstnanosti přitom odrážel trvajícím růst pracovní síly. Ta se zvyšovala zejména v nejstarší věkové kategorii (nad 60 let), což souviselo s postupně rostoucím důchodovým věkem. Nárůst pracovní síly spolu s dlouhodobě se snižující populací ve věkové skupině 15–64 let vedl ke zvýšení míry ekonomické aktivity, která dále posunula svou historicky nejvyšší úroveň (mírně nad 75 % po sezonním očištění). Pokles obecné míry nezaměstnanosti při zvyšující se míře ekonomické aktivity pokračoval dle údajů VŠPS také v říjnu a listopadu. **Podíl nezaměstnaných osob**³⁴ se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 rovněž dále postupně snižoval, a to při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání registrovaných na Úřadu práce a mírného poklesu populace v dané věkové skupině.

Z dlouhodobého pohledu se vývoj na trhu práce optikou **Beveridgeovy křivky** ztlačil směrem k svému vrcholu z počátku roku 2008. V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 došlo k dalšímu zvýšení počtu volných pracovních míst na Úřadu práce, a to při nadále se snižujícím počtu nezaměstnaných (Graf III.4.5). Jejich počet se vlivem dosavadního růstu české ekonomiky snižoval zejména u uchazečů s délkou evidence jeden rok a déle. V porovnání se stejnou fází minulého cyklu na trhu práce byly zároveň zaznamenávány i obdobné hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Vývoj na trhu práce ve třetím čtvrtletí 2016 vedl ke zrychlení růstu **průměrné nominální i reálné mzdy** (Graf III.4.6), což bylo výsledkem zesílení mzdové dynamiky jak v podnikatelské, tak nepodnikatelské sféře.

V **podnikatelské sféře** rostla průměrná mzda ve většině odvětví o více než 4 %. Nejrychleji se přitom zvyšovala ve váhově méně významném odvětví kultury a rovněž v ubytování, stravování a pohostinství, kde se vzhledem k nízké úrovni mezd výrazněji projevilo zvýšení minimální mzdy z ledna 2016 (z 9 200 Kč na 9 900 Kč). Ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu navázaly mzdy po dočasném zpomalení své dynamiky v minulém čtvrtletí na předchozí vývoj a vzrostly o 4,6 %. Data za říjen a listopad naznačují setrvání na obdobných hodnotách i v posledním čtvrtletí 2016.

Ke zrychlení růstu průměrné mzdy v **nepodnikatelské sféře** vedlo zejména urychlení mzdové dynamiky ve vzdělávání. I přes zářivý navýšení platů pedagogických pracovníků však mzdová dynamika ve vzdělávání nadále zaostávala za průměrem nepodnikatelské sféry. Rychleji

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

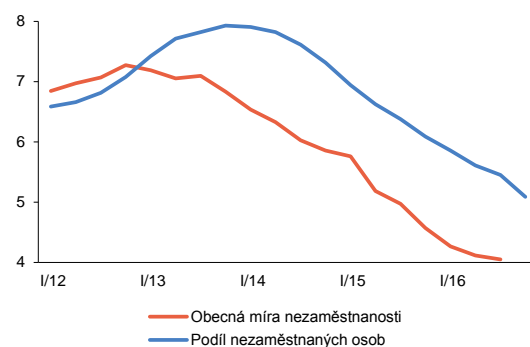
34 Podíl nezaměstnaných osob je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku. Data jsou sezonně očištěna.

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob se dále snižovaly

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

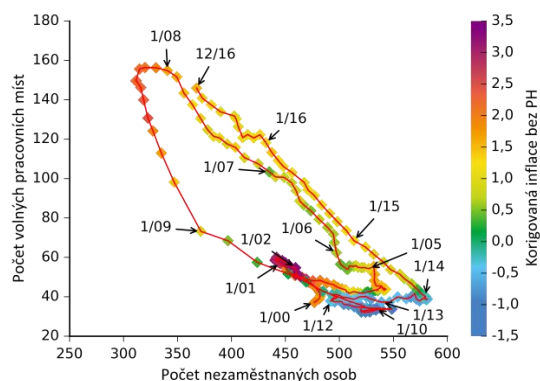


GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst se dále zvyšoval, trh práce se přiblížil svému vrcholu z roku 2008

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

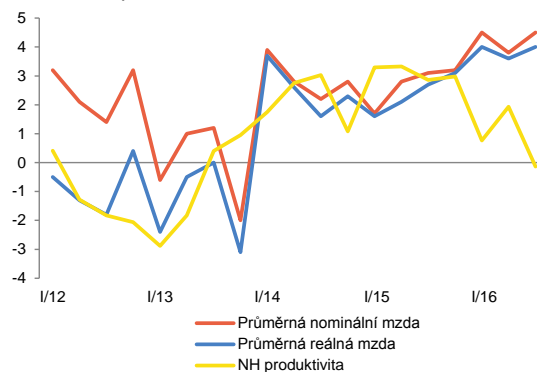


GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst mezd výrazně předčil vývoj produktivity práce, jejíž růst se ve třetím čtvrtletí 2016 – zřejmě dočasně – zastavil

(meziroční změny v %)



se ve srovnání se druhým čtvrtletím zvyšovaly mzdy rovněž ve veřejné správě a obraně i ve zdravotnictví.

Národohospodářská produktivita práce³⁵ se ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně slabě snížila (o 0,1 %). K tomuto vývoji přispělo při pokračujícím výrazném zvyšování zaměstnanosti zpomalení (sezonně neočištěné) dynamiky ekonomické aktivity, na kterém se podílel i meziročně nižší počet pracovních dní. Ve sledovaných odvětvích pokračoval růst produktivity práce pouze v netržních službách. V ostatních částech ekonomiky produktivita buď přešla do poklesu (průmysl a tržní služby) anebo se její pokles dále prohloubil (stavebnictví) (Graf III.4.7). Při zhruba stabilním zvyšování zaměstnanosti byl tento vývoj spojen se zpomalením růstu hrubé přidané hodnoty v průmyslu a tržních službách a prohloubením jejího poklesu ve stavebnictví. Meziroční snížení počtu odpracovaných hodin, které do jisté míry souviselo s nižším počtem pracovních dní ve třetím čtvrtletí loňského roku, vedlo – i přes výše uvedené zpomalení dynamiky ekonomické aktivity – k obnovení meziročního růstu **hodinové produktivity práce**. Ta se zvýšila téměř o 2 %, ve zpracovatelském průmyslu potom zhruba dvojnásobně.

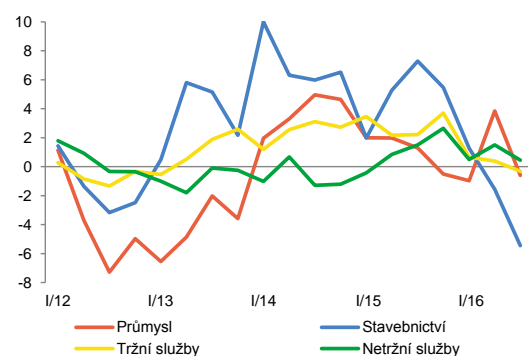
Slabý meziroční pokles produktivity práce spolu s výrazným zvyšováním objemu mezd a platů vedl ve třetím čtvrtletí 2016 ke zdatnému zrychlení růstu **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (Graf III.4.8). Růst NJMN byl přitom v podstatě rovnoměrný, když téměř ve všech sektorech dosáhl zhruba 4 %. Pouze ve stavebnictví byl jejich nárůst – vlivem prohloubení poklesu hrubé přidané hodnoty v důsledku cyklu čerpání fondů EU – více než dvojnásobný.

GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

V rámci jednotlivých odvětví ekonomiky rostla produktivita práce pouze v netržních službách

(meziroční změny v %)

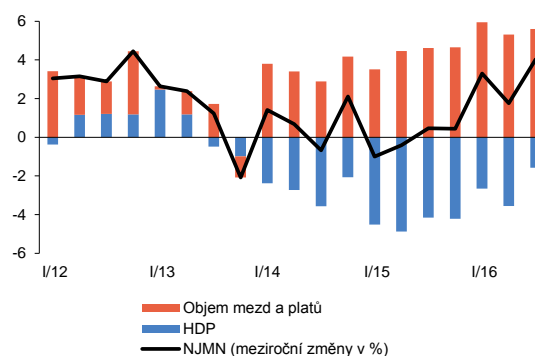


GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

K rychlejší dynamice NJMN přispělo zejména zpomalení růstu ekonomické aktivity

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



³⁵ Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Růst peněžního agregátu M3 přetrvává na vysoké úrovni. V měnovém vývoji se nadále projevoval rychlý růst domácích úvěrů a čistých zahraničních aktiv. Dynamika úvěrů byla ve čtvrtém čtvrtletí 2016 podporována dalším zvýšením poptávky ve všech úvěrových segmentech, a to v podmínkách rekordně nízkých úrokových sazeb a pokračujícího hospodářského růstu. Úvěrové podmínky bank se u úvěrů domácnostem zpřísnily vlivem legislativních změn a doporučení ČNB, u podnikových úvěrů se podmínky u části bankovního trhu dále uvolnily. Růst úvěrů na bydlení zrychlil, což bylo doprovázeno pokračujícím zvyšováním cen rezidenčních nemovitostí. Dále rostly i podnikové dlouhodobé úvěry, a to zejména v odvětví služeb, činností v oblasti nemovitostí a výroby motorových vozidel. Ziskovost podniků při klesajících cenách vstupů nepříznivě ovlivňovalo zvyšování mzdových nákladů a slabý růst výkonů. Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů vlivem zahraničního vývoje na přelomu minulého a letošního roku mírně vzrostly, naopak u kratších splatností se jejich záporné hodnoty prohloubily v důsledku přílivu spekulativního zahraničního kapitálu. Kladné úrokové diferenciály vůči eurovým sazbám se nezměnily. Koruna se nadále nacházela těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru oslabila.

III.5.1 Peníze

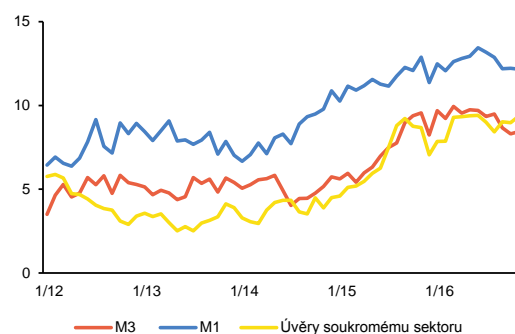
Růst peněžního agregátu M3 byl v roce 2016 v prostředí nadále uvolněných měnových podmínek vysoký. Roční míra růstu M3 však v závěru loňského roku zvolnila (Graf III.5.1). K růstu M3 dominantně přispívaly jednodenní vklady zahrnuté v peněžním agregátu M1. Ostatní krátkodobé vklady nadále klesaly mimo jiné vlivem pokračujícího poklesu jejich úročení. Z hlediska sektorů držby peněz se dále zvýšil příspěvek vkladů domácností vlivem jejich rostoucích příjmů. Narůstající napětí na trhu práce naopak nepříznivě působilo na ziskovost nefinančních podniků, což se v posledním období projevovalo ve zpomalování dynamiky jejich vkladů. Peněžní agregát M3 nadále rostl výrazně vyšším tempem než nominální HDP. Podíl vkladů v cizí měně přetrvával na úrovni kolem 10 %. Z hlediska tvorby peněz se ve zvyšování M3 projevoval vysoký růst domácích úvěrů a příliv kapitálu ze zahraničí vedoucí k růstu čistých zahraničních aktiv bankovního sektoru (Graf III.5.2). V opačném směru působil pokles zadlužení centrální vlády u domácích bank a v čistém vyjádření i ostatní domácí zdroje tvorby peněz.

Podle prognózy by měla roční míra růstu peněžního agregátu M3 v prvním čtvrtletí 2017 přetrvávat mírně nad 8 %. Následně bude dynamika M3 zvolňovat a postupně se během roku 2018 dostane do blízkosti tempa růstu nominálního HDP okolo 6 % (Graf SZ III.5.1). Ve srovnání s minulou prognózou je růst M3 na celém horizontu predikce mírně vyšší. Je tomu tak zejména vlivem pozvolnějšího zvyšování úrokových sazeb po předpokládaném ukončení kurzového závazku v polovině letošního roku a v důsledku zvýšené prognózy inflace při lehce sníženém výhledu růstu HDP v nejbližších dvou letech.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžních agregátů v závěru roku 2016 zvolnil, nadále se však pohyboval na vysoké úrovni (roční míry růstu v %)

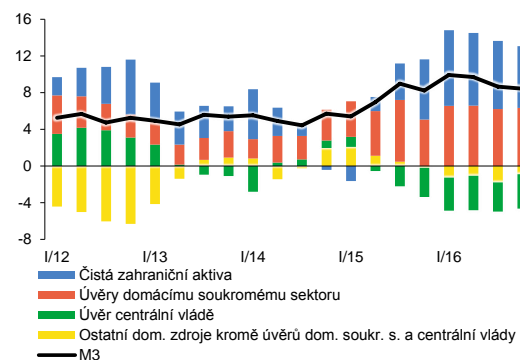


GRAF III.5.2

M3 A JEHO PROTİPOLOŽKY

K růstu M3 přispívají domácí úvěry soukromému sektoru a příliv zahraničního kapitálu

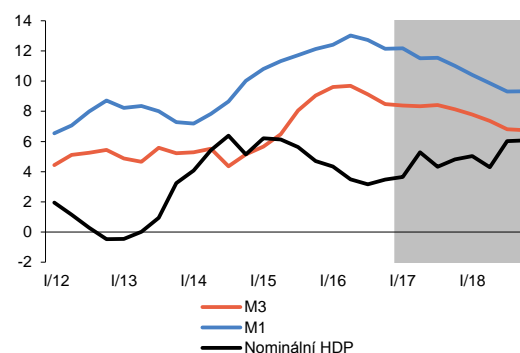
(příspěvky v procentních bodech k roční míře růstu v %, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední známý údaj je za listopad 2016)



GRAF SZ III.5.1

PROGNÓZA PENĚŽNÍHO VÝVOJE

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



III.5.2 Úvěry

Růst **úvěrů soukromému sektoru** zůstává na vysoké úrovni vlivem nízké hladiny úrokových sazeb a pokračujícího hospodářského růstu. K tomu přispívaly úvěry domácnostem i nefinančním podnikům (Graf III.5.3). Nízké úrokové sazby finančního trhu se odrážely ve vývoji klientských úrokových sazeb a podporovaly růst úvěrů. České banky obdobně jako banky v eurozóně naopak snížily držbu nakoupených soukromých dluhových cenných papírů.

Rychlý růst úvěrů byl podporován růstem poptávky ve všech segmentech úvěrového trhu. **Úvěrové standardy** se však dle Šetření úvěrových podmínek bank ve čtvrtém čtvrtletí 2016 u úvěrů domácnostem zpřísnily (Graf III.5.4). To bylo ovlivněno legislativními změnami (nový zákon o spotřebitelském úvěru) a makroobezřetnostními doporučeními ČNB pro oblast hypoték. Obdobně působilo zvýšení nákladů financování bank vlivem růstu dlouhodobých sazeb finančního trhu a vnímání rizik ze strany bank plynoucích z očekávaného vývoje nemovitostního trhu. Banky zpřísnily úvěrové podmínky u úvěrů na bydlení prostřednictvím snížení poměru úvěrů k zastavené hodnotě nemovitostí (LTV). U podnikových úvěrů se standardy u části bankovního trhu dále uvolnily. Ve směru jejich uvolňování působila dobrá likviditní situace bank, konkurenční tlak a příznivé vnímání rizik. Banky dále snižovaly průměrné úrokové marže (vyjádřené rozpětím klientských sazeb a jejich referenčních sazeb). V prvním čtvrtletí 2017 se očekává další zpřísnění standardů u úvěrů domácnostem, u úvěrů podnikům se standardy podle bank u části trhu dále uvolní.

K růstu úvěrů soukromému sektoru v prostředí rekordně nízkých úrokových sazeb nejvýrazněji přispívaly **úvěry domácnostem na bydlení** (Graf III.5.5). Tempo růstu hypoték zrychlilo na 9 % a podporovalo růst investic domácností do obydlí. Vysoká poptávka po úvěrech na bydlení byla ovlivňována velmi nízkou hladinou úrokových sazeb, očekávaným růstem cen nemovitostí, příznivým sentimentem domácností a blížící se účinností nového zákona o spotřebitelském úvěru, který od prosince 2016 významně ovlivnil podmínky na trhu. Nové úvěry na bydlení (očištěné o refinancování a refixace) výrazně zrychlily svůj meziroční růst a jejich listopadové měsíční objemy dosáhly historického maxima. Dle vnímání bank se poptávka v prvním čtvrtletí 2017 začne postupně snižovat vlivem dalšího omezení dostupnosti hypoték.

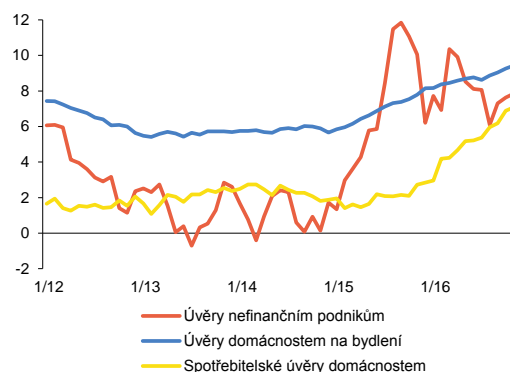
Pokračovalo postupné zvyšování růstu **spotřebitelských úvěrů** (Graf III.5.5). Poptávka byla ovlivňována příznivou spotřebitelskou důvěrou i růstem spotřebních výdajů domácností, a to v prostředí výrazného snižování úrokových sazeb v tomto segmentu úvěrového trhu. Obdobný vývoj poptávky je přitom očekáván také na počátku letošního roku. Banky i u těchto úvěrů avizují pokračující zpřísnování úvěrových standardů vlivem uvedených legislativních změn.

Celková zadluženost domácností rostla rychleji než jejich příjmy. To se projevovalo ve zvýšení poměru úvěrů k úhrnnému ročnímu nominálnímu disponibilnímu důchodu na zhruba 66 % ve třetím čtvrtletí 2016. I nadále

GRAF III.5.3

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

Pokračoval rychlý růst úvěrů ve všech segmentech trhu
(roční míry růstu v %)

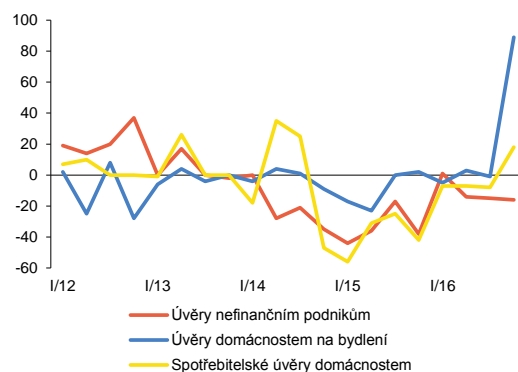


GRAF III.5.4

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH STANDARDŮ

Úvěrové standardy se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 u úvěrů domácnostem zpřísnily, u podnikových úvěrů se u části bankovního trhu dále uvolnily

(čistě procentní podíly bankovního trhu v %, kladná hodnota = zpřísnění, záporná hodnota = uvolnění)

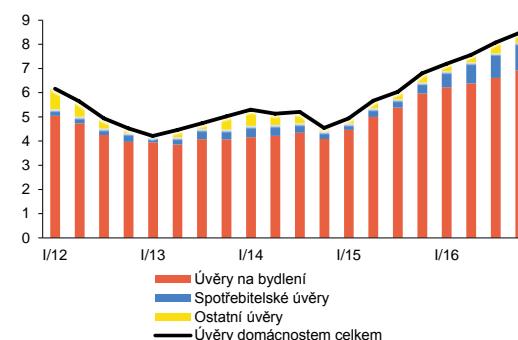


GRAF III.5.5

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Ke zrychlování růstu úvěrů domácnostem přispívaly úvěry na bydlení i spotřebitelské úvěry

(příspěvky v procentních bodech k roční míře růstu v %, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední známý údaj je za listopad 2016)



však zůstávají české domácnosti výrazně méně zadlužené v porovnání s průměrem za eurozónu (zhruba 100 %). Pokles úrokových sazeb se projevoval v poklesu nákladů na obsluhu dluhu, nicméně domácnostem klesaly i úrokové příjmy získané z vkladů, takže celkový efekt čistých úroků na spotřebu domácností byl v posledním období nevýrazný. Na druhou stranu poměrně vysoká úroveň finančních aktiv domácností držená zejména v podobě vysoce likvidních a nízkouročených jednodenních vkladů a očekávání růstu příjmů vytváří prostor pro růst výdajů domácností.

Úvěry nefinančním podnikům nadále rostly zejména v důsledku vývoje dlouhodobých úvěrů (Graf III.5.6). Poptávka podniků po úvěrech se dále zvýšila vlivem financování fixních investic, provozního kapitálu, fúzí, akvizic a restrukturalizace podniků a dluhů v prostředí nízkých úrokových sazeb. Sazba z korunových úvěrů s objemem do 30 mil. Kč dosáhla 2,4 % a z velkých úvěrů 1,8 %. Úroková sazba z dlouhodobých úvěrů se pohybovala okolo 2 % a na rozdíl od minulosti byla obdobná jako u krátkodobých úvěrů. Poptávka po úvěrech by měla dle vnímání bank růst i v prvním čtvrtletí tohoto roku. Celkově úvěrové podmínky podporují financování investičních výdajů podniků.

Nárůst podnikových úvěrů však nebyl nijak plošný, když byl nejvíce tažen **činnostmi v oblasti nemovitostí a odvětvím služeb** (Graf III.5.7). Úvěry dále rostly ve zpracovatelském průmyslu na výrobu motorových vozidel, přívěsů a návěsů, kde po předchozím zvolnění ve čtvrtém čtvrtletí zrychlily svůj růst. Naopak úvěry v ostatních průmyslových odvětvích a ve stavebnictví se při poklesu jejich výkonů snižovaly. Pokračovalo výrazné zrychlování (na 27 %) meziročního růstu **úvěrů v cizí měně** (zejména v eurech) používaných mimo jiné k přirozenému zajištění vývozních podniků proti kurzovému riziku. Podíl těchto úvěrů na celku dosáhl historického maxima (rovněž 27 %). **Celkové vnější financování podniků** se v poměru k HDP ve třetím čtvrtletí zvýšilo na zhruba 59 %. V jeho rámci přitom dominovaly úvěry, zatímco emise dluhových cenných papírů a kotovaných akcií podniků poklesla.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

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

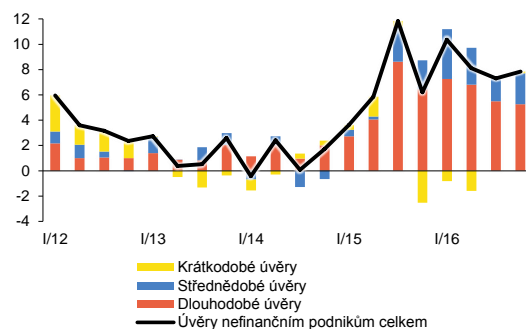
Bankovní rada na svém **listopadovém i prosincovém jednání** jednomyslně rozhodla ponechat základní úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule³⁶ (Graf III.5.8). Bankovní rada také rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových

GRAF III.5.6

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst úvěrů nefinančním podnikům byl tažen úvěry s dlouhodobou splatností

(příspěvky v procentních bodech k roční míře růstu v %, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední známý údaj je za listopad 2016)

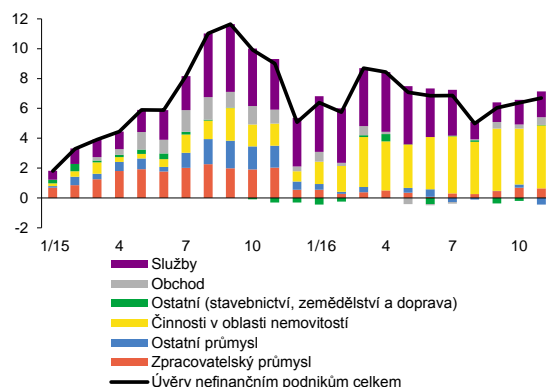


GRAF III.5.7

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE EKONOMICKÝCH ODVĚTVÍ

Podnikové úvěry financují zejména činnosti v oblasti nemovitostí, tržní služby a v rámci zpracovatelského průmyslu výrobu motorových vozidel

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %)



³⁶ S účinností od 2. 11. 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Na obou zasedáních bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako vyrovnaná. Bankovní rada rovněž na obou zasedáních konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí 2017. Bankovní rada přitom nadále viděla jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017.

Na svém **měnověpolitickém zasedání 2. února 2017** bankovní rada rozhodla... Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy...

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby PRIBOR** se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.5.9). Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na úrovni 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala zhruba na čtvrtině procentního bodu.

Derivátové **sazby FRA** zaznamenávaly během téměř celého čtvrtého čtvrtletí 2016 jen minimální pohyb. Až na přelomu minulého a letošního roku se snížily cca o 0,10 až 0,15 procentního bodu, pravděpodobně v souvislosti se spekulacemi části trhu na zavedení záporných sazeb ČNB. V návaznosti na nové údaje z trhu práce i rostoucí inflaci totiž zesílila očekávání části trhu, že ČNB opustí svůj kurzový závazek dříve než v polovině letošního roku (dle malé části trhu dokonce dříve než ve druhém čtvrtletí), a že dodatečnému přílivu spekulativního kapitálu bude v období okolo exitu bránit zápornými sazbami. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce ledna tak implikuje v ročním horizontu lehký pokles sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny letošního roku se pohybuje slabě pod úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB. Poté je tržní výhled výrazně nižší, neboť s prognózou ČNB je počínaje třetím čtvrtletím 2017 konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž výhled FRA nepočítá (viz kapitola II).

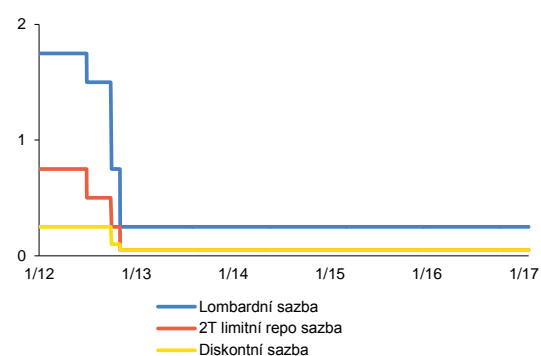
Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely rozdílný vývoj na peněžních trzích v eurozóně a USA (vlivem protisměrného očekávání ohledně budoucího směřování jejich měnové politiky – viz níže) při stabilitě tržních sazeb v tuzemsku. Kladné diferenciály vůči eurovým sazbám zůstaly stabilní, vůči dolaru se prohloubily jejich záporné hodnoty (Graf III.5.10). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2016 činil průměrně 0,6 procentního bodu, stejně výše dosahoval i na konci ledna.

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** (IRS) 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. Zesílila

GRAF III.5.8

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

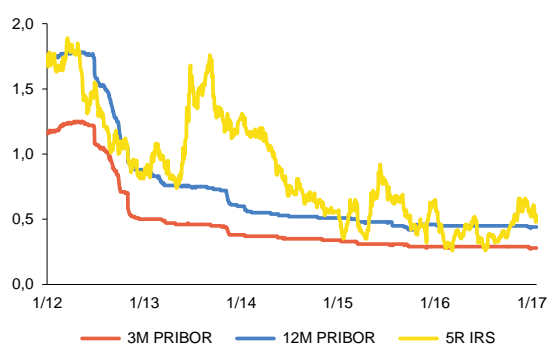
ČNB ponechala své základní úrokové sazby nadále na technicky nulové úrovni (v %)



GRAF III.5.9

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

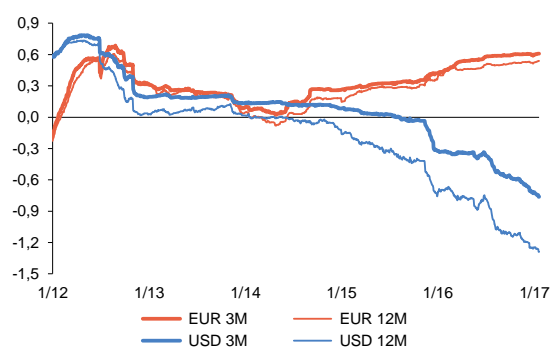
Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby IRS s delší splatností se zvýšily (v %)



GRAF III.5.10

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

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



očekávání zvýšení sazeb na prosincovém zasedání amerického Fedu, zatímco od zasedání ECB většina trhu očekávala prodloužení programu nákupů aktiv, úpravu parametrů, případně i změnu objemu odkupovaných cenných papírů. Fed naplnil očekávání a zvýšil sazby, navíc naznačil, že ve zvyšování sazeb bude pokračovat. Tržní reakce na výsledek prosincového zasedání ECB (blíže viz kapitola III.7) nebyla jednoznačná. Bezprostředně po jeho zveřejnění výnosy s krátkými splatnostmi poklesly (pravděpodobně kvůli odstranění limitu, že výnos nakupovaných aktiv nesmí být pod depozitní sazbou), zatímco výnosy na delším konci křivky vzrostly (zřejmě v reakci na oznámené snížení objemu nákupů za horizontem letošního března). V následujících dnech ovšem došlo ke korekci. Z dalších faktorů měla na zahraniční úrokové sazby vliv (směrem k jejich růstu) i dohoda zemí OPEC o omezení těžby ropy, která přispěla k růstu inflačních očekávání ve světě. Celkově se domácí sazby IRS od začátku října zvýšily až o 0,4 procentního bodu (Graf III.5.9). V podobném rozsahu vzrostly i výnosy tuzemských státních dluhopisů, ovšem jen ve střední a delší části výnosové křivky. V nejkratších splatnostech se naopak dále prohloubily záporné výnosy, neboť rostoucí poptávka po českých státních dluhopisech pramenící z očekávání trhu na posílení koruny po ukončení kurzového závazku ČNB a souvisejícího budování pozic zahraničními investory přetrvávala. Výnosová křivka tuzemských státních dluhopisů se tak pohybovala v záporných hodnotách do splatnosti 6R (Graf III.5.11).

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 uskutečnilo patnáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem a jedna aukce s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 61,7 mld. Kč.³⁷ Téměř ve všech aukcích poptávka převyšovala nabídku, průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* činila 1,8. Na začátku ledna 2017 se pak uskutečnily další tři aukce s emitovaným objemem 18,4 mld. Kč.³⁸ Ministerstvo financí nadále využívalo příznivých podmínek na trhu a dluhopisy v kratších splatnostech prodávalo se záporným výnosem³⁹, zároveň pokračovala strategie omezující vydávání pokladničních poukázek se splatností do 1R a jejich nahrazování dluhopisy s nulovým kuponem. Poptávka ze strany zahraničních investorů v jednotlivých aukcích zůstala vysoká, přičemž byla zaměřena zejména na dluhopisy s kratší splatností. Podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů tak na konci roku 2016 přesáhl 30 %.

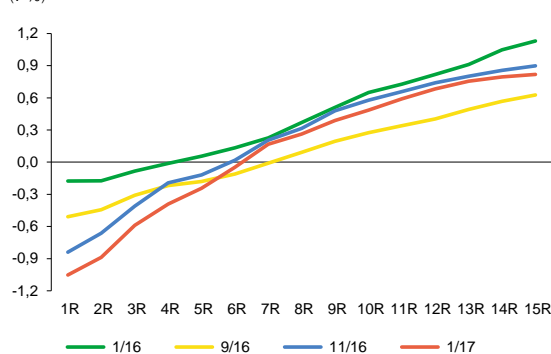
Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z úvěrů domácnostem se dále lehce snížily, u podnikových úvěrů se pohybovaly poblíž historických minim (Graf III.5.12). V delším horizontu, tj. od konce roku 2014, se klientské

GRAF III.5.11

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

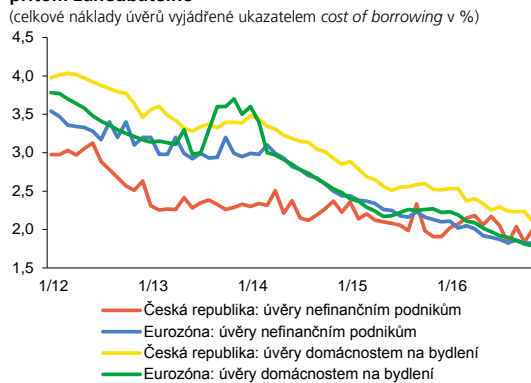
Výnosy státních dluhopisů se na kratším konci křivky pohybovaly ve výrazně záporných hodnotách (v %)



GRAF III.5.12

KLIENSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení v ČR a eurozóně dále lehce poklesly; jejich vzájemné rozdíly jsou přitom zanedbatelné (celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing* v %)



37 Celkový objem dluhopisů emitovaných v roce 2016 dosáhl 191,9 mld. Kč; aktualizovaná Strategie financování a řízení státního dluhu ČR na rok 2016 předpokládala emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v minimální výši 150 mld. Kč.

38 Strategie na letošní rok předpokládá emise středně a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu v hodnotě minimálně 150 mld. Kč.

39 V lednové aukci dluhopisu se zbytkovou splatností 1R byl dosažen rekordně nízký výnos -1,72 %.

úrokové sazby z úvěrů snížily více než referenční sazby finančního trhu, což bylo ovlivněno při vysoké likviditě bank rovněž příznivým vnímáním rizik. Snížovaly se především sazby s delšími fixacemi. Prohlubující se záporné výnosy pětiletých státních dluhopisů se navíc odrážely do části nákladů spojených s emisí hypotečních zástavních listů bank a ovlivňovaly vedle dlouhodobých bondů rovněž vývoj clientských sazeb.

Úroková sazba z podnikových úvěrů v domácí měně navázaná v převážné většině na 3M PRIBOR kolísala lehce pod úrovní 2 % (sazba u cizoměnových úvěrů byla obdobná). Její vývoj odrážel stabilitu sazby 3M PRIBOR na historicky nejnižších hodnotách v důsledku nastavení základní sazby ČNB na technicky nulové hodnotě. Naopak pokračovalo mírné snižování **úrokové sazby z úvěrů domácnostem** na bydlení a spotřebu v důsledku minulého poklesu výnosu desetiletých státních dluhopisů (Graf III.5.13). Sazba z hypoték s fixací od pěti do deseti let se v listopadu dále lehce snížila na 1,7 %. V samotném závěru loňského a na počátku letošního roku však byla sazba z úvěrů na bydlení ovlivňována nabytím účinnosti nové legislativy (od 1. prosince), která ovlivnila podmínky na trhu. Dle dílčích informací někteří hráči hypotečního trhu sazby z hypoték lehce zvýšili vlivem nové legislativy umožňující klientům předčasné splacení a zvýšení dlouhodobých sazeb finančního trhu zaznamenaného od počátku října. Výnos desetiletých státních dluhopisů, na které je navázána převážná většina úrokových sazeb z úvěrů domácnostem, mírně vzrostl (doba přenosu změn do clientských sazeb je u úvěrů na bydlení zhruba tři měsíce). Sazba ze spotřebitelských úvěrů se pohybovala okolo 10 %.

Rozpětí sazeb v ČR a eurozóně je u podnikových úvěrů téměř nulové a u úvěrů na bydlení dosahuje 0,3 procentního bodu. Naproti tomu u spotřebitelských úvěrů i přes setrvalé snižování stále činí téměř 5 procentních bodů.

Reálné clientské úrokové sazby z úvěrů podnikům a hypoték domácnostem v ČR při zvýšení inflačních očekávání na úroveň inflačního cíle poklesly do záporných hodnot, u hypoték dosáhly poprvé od roku 2004 hodnoty -0,1 %.

Náklady financování bank zůstaly na nízké úrovni, dlouhodobé náklady se však zvýšily vlivem uvedeného růstu dlouhodobých sazeb finančního trhu. Průměrná úroková sazba z rezidentských vkladů (představujících hlavní bilanční položku pasiv bank) po předchozím snižování v průběhu čtvrtého čtvrtletí setrvala na historicky velmi nízké úrovni 0,3 %. Sazby z krátkodobých a dlouhodobých termínovaných vkladů se na rozdíl od minulosti téměř nelišily (pohybovaly se poblíž 1%), což do jisté míry odráželo velmi nízké rozpětí výnosů dlouhodobých státních dluhopisů a sazeb peněžního trhu.

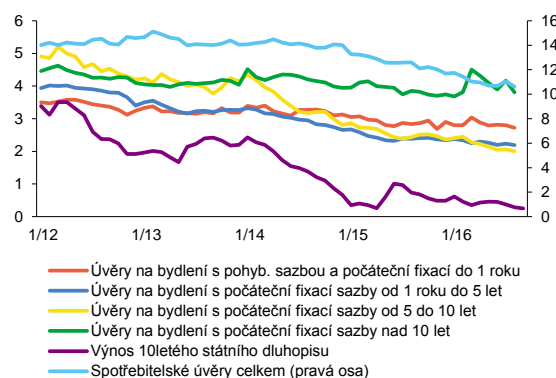
III.5.4 Měnový kurz

Průměrný kurz koruny vůči euru dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2016 hodnoty 27,03 CZK/EUR, což představovalo jeho pouze nepatrné meziroční posílení (Graf III.5.14). Koruna se přitom ve sledovaném období

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

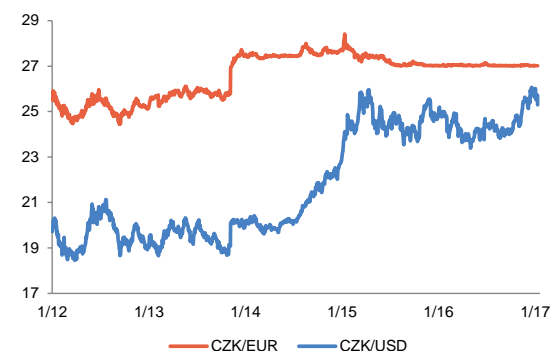
Úrokové sazby z úvěrů na bydlení s dlouhodobými fixacemi dále lehce poklesly, sazba ze spotřebitelských úvěrů se po svém dosavadním snižování nacházela v blízkosti 10 % (nové obchody, v %)



GRAF III.5.14

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nacházela nadále těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru oslabila



pohybovala v úzkém intervalu těsně nad hodnotou kurzového závazku ČNB, tj. 27 CZK/EUR. Zde setrvávala i v průběhu ledna.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dále **rostly apreciační tlaky na korunu** (trvající s krátkými přestávkami od července 2015). Ty byly nadále spojeny s rozdílnou ekonomickou situací v ČR a eurozóně, kladným úrokovým diferencíalem mezi korunou a eurem a zejména s blížícím se očekávaným ukončením kurzového závazku. Ke zmírnění apreciačních tlaků na korunu nepřispělo ani zvýšení atraktivity dolaru vlivem prosincového zvýšení sazeb a naznačení jejich dalšího růstu v roce 2017. Zveřejněné statistické informace o vývoji v ČR ve čtvrtém čtvrtletí 2016 (zejména růst inflace a další snížení nezaměstnanosti) podpořily očekávání brzkého exitu ČNB z kurzového závazku ze strany finančních trhů. Naopak eskalující problémy bankovního sektoru v Itálii spíše posílily očekávání trhů, že ke změně měnové politiky ECB v dohledné době nedojde, a to přesto, že i v eurozóně zrychluje cenový růst. Intervence ČNB na obranu kurzového závazku dosáhly ve čtvrtém čtvrtletí 2016 téměř 210 mld. Kč.

Průměrný kurz koruny vůči dolaru ve čtvrtém čtvrtletí 2016 činil 25,1 CZK/USD, což představovalo meziročně oslabení koruny o 1,6 % a mezičtvrtletně o 3,7 %. Koruna přitom oslabovala z hodnot kolem 24 CZK/USD až na cca 26 CZK/USD na konci sledovaného období. Ve druhé lednové dekádě se koruna vůči dolaru pohybovala na mírně silnějších hodnotách cca 25,5 CZK/USD. Příčinou vývoje kurzu koruny k dolaru ve čtvrtém čtvrtletí 2016 bylo posilování dolaru na světových trzích spojené s očekáváním finančních trhů, že Fed přistoupí ke zvýšení sazeb, k čemuž následně došlo na jeho zasedání v prosinci. Dolar tak těžil z toho, že je mezi rezervními měnami jediný s kladnými a navíc rostoucími úrokovými sazbami.

Nominální efektivní kurz koruny (NEER) ve čtvrtém čtvrtletí 2016 meziročně posílil o 0,9 % (Graf III.5.15). Příčinou bylo zhodnocení koruny zejména vůči britské libře (o 16,9 %) a v menší míře, kolem 5 %, též vůči čínskému renminbi a švédské koruně. Ke zmírnění posilování NEER koruny naopak přispělo její oslabení vůči japonskému jenu o 12,7 % a ruskému rublu o 6,3 %. Vůči ostatním měnám obsaženým v koši byly změny kurzu koruny nevýznamné. Výrazné posílení koruny vůči libře může mít negativní dopady na český vývoz, pro nějž je britský trh čtvrtým nejvýznamnějším. Naopak posílení rublu (spojené s růstem cen ropy na světových trzích) zřejmě povede k zastavení předcházejícího prudkého poklesu českého vývozu do Ruska a s ním ekonomicky provázaných zemí (ten se propadl na cca 60% hodnoty roku 2014), respektive k pozvolnému obnovení jeho růstu.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

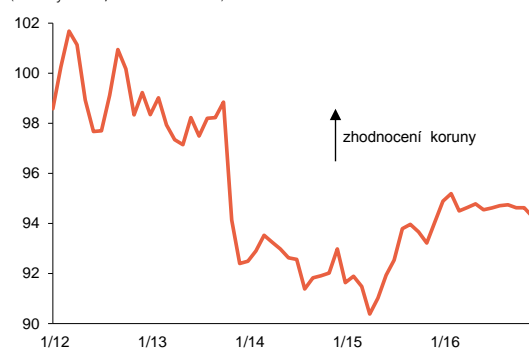
Na **hospodaření nefinančních podniků** (s 50 a více zaměstnanci, přibližně 9200 subjektů) působily ve třetím čtvrtletí 2016 nadále klesající ceny vstupů (Graf III.5.16, Tabulka III.5.1), přesto však růst jejich účetní přidané hodnoty mírně zpomalil na 4,1 %. To bylo dáno především meziročním poklesem výkonů (o 1,7 %). Ziskovost nefinančních podniků snižoval pokračující výrazný růst mzdových nákladů (7,5 %). Ve výsledku

GRAF III.5.15

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

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

(bazický index, rok 2010 = 100)

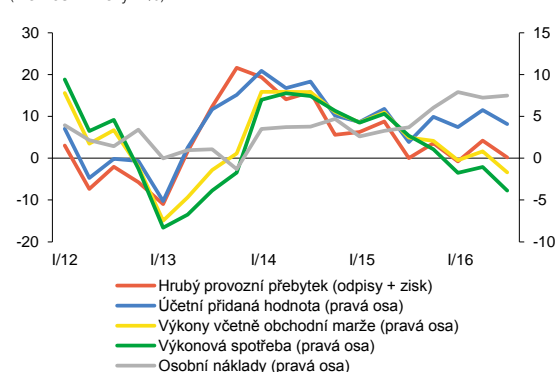


GRAF III.5.16

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Hrubý provozní přebytek meziročně zhruba stagnoval

(meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů opět meziročně poklesla, mzdová náročnost dále rostla

	3. čtvrtletí 2015	3. čtvrtletí 2016	Meziroční změny v %
	v mld. Kč	v mld. Kč	
Tržby celkem	2 007,9	1 970,6	-1,9
Výkony vč. obchodní marže	1 507,5	1 481,9	-1,7
Výkonová spotřeba	1 094,5	1 052,0	-3,9
Účetní přidaná hodnota	413,0	429,9	4,1
Osobní náklady	220,6	237,1	7,5
Hrubý provozní přebytek	192,5	192,8	0,2
	v %	v %	Meziroční změny v p. b.
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	72,6	71,0	-1,6
Podíl přidané hodnoty na výkonech	27,4	29,0	1,6
Podíl osobních nákladů na výkonech	14,6	16,0	1,4
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	53,4	55,1	1,7
Podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě	46,6	44,9	-1,7

tak jejich hrubý provozní přebytek vzrostl meziročně pouze nepatrně (o 0,2 %).

Za poklesem výkonů a slabým růstem hrubého provozního přebytku nefinančních podniků stál především **zpracovatelský průmysl** (Graf III.5.17), jehož příspěvek k růstu výkonů byl po dlouhé době záporný. Významně zpomalil růst výkonů v automobilovém průmyslu (viz BOX 3 v části III.3.2). V ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu objem výkonů meziročně poklesl. K poklesu výkonů dochází i nadále v těžebním a energetickém průmyslu a také ve stavebnictví.

Hospodaření velkých nefinančních podniků (s 250 a více zaměstnanci, přibližně 1800 subjektů) skončilo ve třetím čtvrtletí 2016 poklesem hrubého provozního přebytku o 1,5 %. Ačkoliv byl pokles výkonové spotřeby velkých podniků výraznější než v širší skupině nefinančních podniků, nestačil na kompenzaci hlubšího poklesu jejich výkonů (o 3 %) a rychlejšího růstu zaměstnanosti a s tím spojených mzdových nákladů (o 8,5 %).

Hospodářský výsledek před zdaněním u **podniků s největšími aktivy** (výběr 2000 subjektů) ve třetím čtvrtletí 2016 poklesl meziročně o 8,9 % (Tab. SZ III.5.1). K poklesu přitom došlo pouze u provozního výsledku hospodaření (o 17,4 %), finanční výsledek hospodaření byl meziročně vyšší.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Růst **finančních závazků nefinančních podniků** ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně zpomalil (na 1,2 %; Graf III.5.18). K tomuto zpomalení dominantně přispěly účasti mimo kotované akcie, růst úvěrů naopak zrychlil. Záporný příspěvek dluhových cenných papírů se i v tomto čtvrtletí nepatrně zmínil, vedle toho se zmenšil též záporný příspěvek u kotovaných akcií, a to vlivem jejich přecenění. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** zpomalil (na 3,1 %) v souvislosti s vývojem účastí a oběživa s vklady. Celkově se záporná čistá finanční pozice podniků zmírnila.

Základní **tendence ve vývoji rozvah nefinančních podniků** se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Ukazatel pohotovosti likvidity⁴⁰ podniků třetí čtvrtletí v řadě poklesl (na 183 %), a poprvé se snížil i v meziročním vyjádření. Oproti minulému čtvrtletí mírně poklesla i solventnost podniků⁴¹ (na 116 %). Vývoj bez zřetelného trendu vykazuje poměrový ukazatel tržního financování⁴², který stagnuje kolem hodnoty 7,7 % již téměř rok. To je dáno zejména utlumenou emisní aktivitou nefinančních podniků.

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

41 Solventnost podniků je podílem celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí.

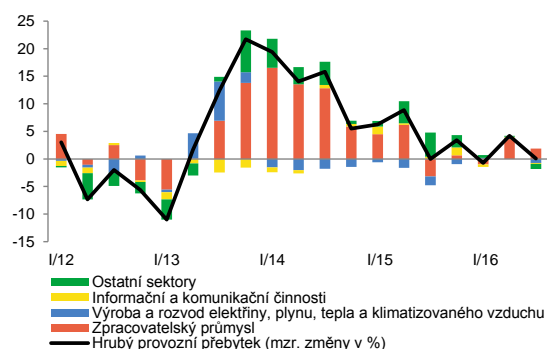
42 Ukazatel tržního financování je podílem emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.

GRAF III.5.17

VÝVOJ PROVOZNIHO ZISKU V ODVĚTVÍCH

Vývoj hrubého provozního přebytku byl utlumený ve všech odvětvích

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



TAB. SZ III.5.1

VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM

Hospodářský výsledek před zdaněním se u podniků s největšími aktivy meziročně snížil, a to v důsledku poklesu provozního zisku

(mld. Kč)

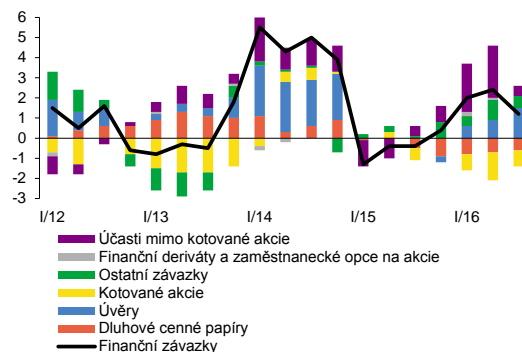
Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	3. čtvrtletí 2015	3. čtvrtletí 2016
Výsledek hospodaření před zdaněním	97,5	88,9
- z toho: provozní výsledek hospodaření	102,8	84,9
- z toho: finanční výsledek hospodaření	-4,0	4,0

GRAF III.5.18

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Ke zpomalení růstu finančních závazků podniků přispěly dominantně účasti mimo kotované akcie

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Růst **čistých finančních aktiv domácností** ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně zpomalil (na 5,5 %; Graf III.5.19). Obdobně se vyvíjel i přírůstek čistých finančních aktiv ve vztahu k ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu domácností, který poklesl na 7,5 %. Růst **finančních aktiv domácností** oproti předchozímu čtvrtletí rovněž znatelně zpomalil (pod 6 %). Na tomto vývoji se podílely účasti, zejména nekótované akcie a jiné účasti. V dlouhodobém pohledu jsou přítomny účasti jedním z hlavních zdrojů růstu finančních aktiv domácností, když odráží zejména jejich investice do podílových listů investičních fondů. Růst oběživa a vkladů, jejichž příspěvek k růstu finančních aktiv domácností aktuálně činí více než 3,5 procentního bodu, na rozdíl od účastí dále mírně zrychlil. Totéž platí pro meziroční růst **finančních závazků domácností** (zrychlení na téměř 7 %) odrážející dominantně zvyšování dlouhodobých půjček.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Realizované ceny bydlení rostly ve třetím čtvrtletí 2016 zvyšujícími se tempy. Podle indexu cen bydlení ČSÚ zrychlil jejich růst meziročně na 6,9 % (Graf III.5.20). **Realizované ceny starších bytů** rostly podle odhadů z výběrového šetření ČSÚ ve stejném období o necelých 12 %. V Praze přitom zrychlily na 8,3 % a ve zbytku ČR ještě výrazněji na 13,1 %. Ve třetím čtvrtletí 2016 tak růst realizovaných cen bytů v mimopražských regionech převýšil růst cen nabídkových. V Praze rostly **nabídkové ceny** i nadále rychleji než ceny realizované, a znovu se tak zvýšil rozdíl mezi oběma druhy cen. Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 se růst nabídkových cen v Praze zvýšil o 1,5 procentního bodu na 11,3 %, ve zbytku ČR se naopak ve stejném rozsahu snížil na 8,5 %.

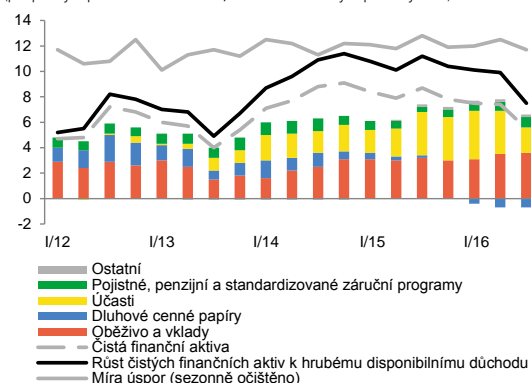
Růst cen bytů se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 projevil dalším zhoršením **indikátorů jejich dostupnosti** (Graf III.5.21). Poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu, se podle odhadů meziročně zvýšil o 8,2 %, resp. 9,5 %. Oba tyto indikátory ale zůstávají výrazně pod úrovní svých historických maxim z roku 2008 (o 22 %, resp. 29,4 %). Poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy se zvýšil o 4,7 %. Poměr ceny bytu a tržního nájemného podle IRI se naproti tomu snížil o 0,7 %.

GRAF III.5.19

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Ke zpomalení růstu čistých finančních aktiv domácností přispělo zejména snížení příspěvku účastí

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

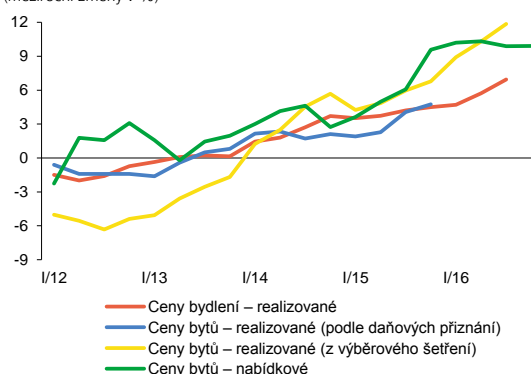


GRAF III.5.20

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

Růst cen bytů se dále zrychlil

(meziroční změny v %)

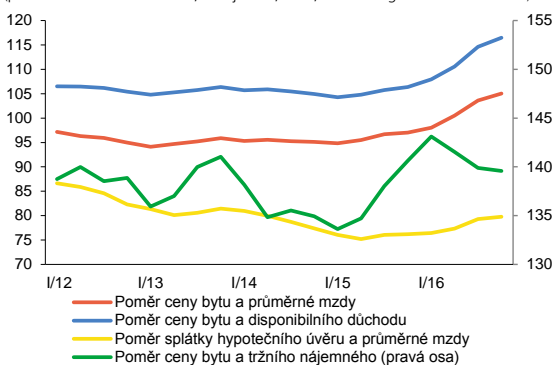


GRAF III.5.21

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Zhoršování indikátorů dostupnosti bytů pokračovalo

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



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

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance ve třetím čtvrtletí 2016 byl charakteristický vysoký schodek prvotních důchodů, související především s důchody z přímých investic ve formě dividend vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však z velké části vyvážen přebytkem bilance zboží a služeb, který se meziročně zvýšil. Kapitálový účet zaznamenal přebytek, ovlivněný čerpáním prostředků z EU. Nejvýznamnější složku finančního účtu představoval vysoký přírůstek rezervních aktiv, spojený především s devizovými intervencemi ČNB. Jeho protipoložkou byl čistý příliv ostatních investic, související se změnou pozice bankovního sektoru vůči nerezidentům.

III.6.1 Běžný účet

Běžný účet platební bilance dosáhl ve třetím čtvrtletí 2016 podobně jako v předchozím čtvrtletí schodku, tentokrát ve výši 22,4 mld. Kč, který se však meziročně zmírnil o více než 13 mld. Kč. K poklesu celkového schodku přispěl zejména růst přebytku bilance zboží i služeb (Graf III.6.1). Roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP dosáhl 1,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se opět mírně zvýšil. V nezáporných hodnotách tak setrvává již téměř tři roky.

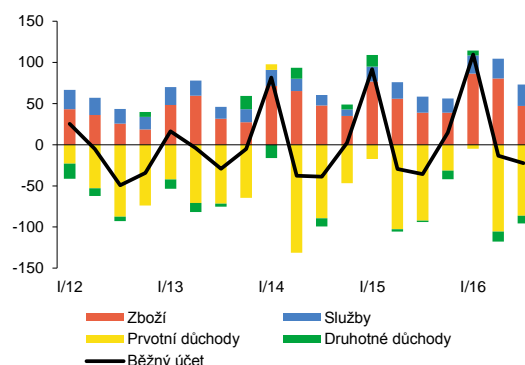
Ve třetím čtvrtletí 2016 pokračoval meziroční růst přebytku **bilance zboží**, a to již čtvrté čtvrtletí v řadě. Ke zvýšení aktiva zboží o více než 8 mld. Kč (na 47,1 mld. Kč) přispěl zejména cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, podílel se na něm však i vývoj v reálném vyjádření. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku v tomto čtvrtletí nejvýrazněji ovlivněn zmírněním schodku nerostných paliv (Graf III.6.2). Pokles nominálního obchodního obrátu, patrný v prvním čtvrtletí 2016, se přitom ve třetím čtvrtletí 2016 opět obnovil (-3,5 %). Vývoz zboží se po mírném zvýšení ve druhém čtvrtletí 2016 v běžných cenách snížil o 2,9 %. Jeho vývoj souvisel ze zbožového pohledu s výrazným poklesem vývozu paliv (zejména reexportu plynu) a celkově pak se slabší zahraniční poptávkou, zejména po produkci některých strojírenských oborů včetně výrobků automobilového průmyslu (viz BOX 3 v části III.3.2). Nominální dovoz zboží pokračoval třetí čtvrtletí v řadě v meziročním útlumu, který se i přes výrazné zmírnění poklesu dovozních cen prohloubil na 4,2 %. Byl především ovlivněn snížením vývozu i investic, jež mají vysokou dovozní náročnost. V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 meziroční růst celkového přebytku bilance zboží dále pokračoval a za říjen až listopad dosáhl téměř 10 mld. Kč.

K růstu přebytku výkonové bilance přispěla také **bilance služeb** (v rozsahu přes 6 mld. Kč). Přebytek služeb, který dosáhl 26 mld. Kč, se tak již rok a půl meziročně zvyšoval. Na celkovém aktivu služeb (Graf III.6.3) se nejvíce podílel přebytek cestovního ruchu (9,8 mld. Kč), přebytků ovšem dosáhly i ostatní tři dílčí bilance. K růstu celkového přebytku přitom nejvíce přispěla bilance dopravy vlivem poklesu výdajů.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

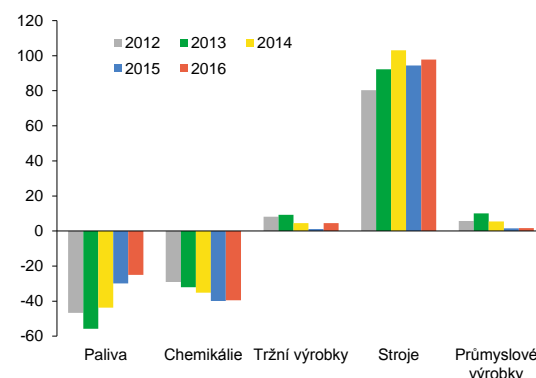
Schodek běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2016 meziročně zmírnil zejména v důsledku růstu přebytku bilance zboží (v mld. Kč)



GRAF III.6.2

ZAHRA NIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM PODLE SITC

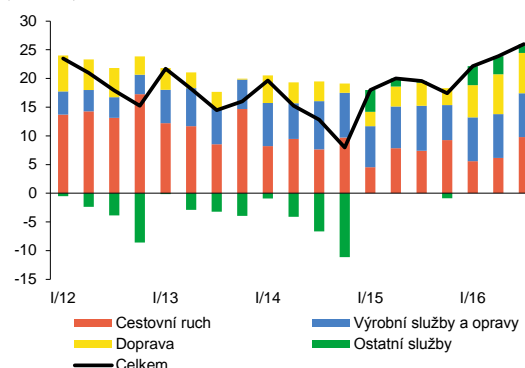
K meziročnímu růstu přebytku zahraničního obchodu přispělo zejména zmírnění schodku nerostných paliv (třetí čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



GRAF III.6.3

SLUŽBY

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



Ve srovnání s přebytkovou bilancí zboží a služeb skončily **prvotní důchody** v důsledku minulého vysokého přílivu přímých zahraničních investic výrazným sezónním schodkem 86,3 mld. Kč, který se však meziročně o téměř 6 mld. Kč zmírnil.⁴³ K meziročnímu zmírnění celkového schodku přispěly v tomto čtvrtletí zejména nižší důchody z portfoliových investic hrazené nerezidentům. Rozhodující složkou celkové bilance však nadále představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající ze schodku důchodů z přímých investic (-108,4 mld. Kč), který souvisel především s výplatou dividend nerezidentům. Ke zmírnění celkového schodku naopak nejvýrazněji přispěly přebytek náhrad zaměstnancům a přebytek důchodů z rezervních aktiv.

Rovněž **druhotné důchody** zaznamenaly schodek (-9,2 mld. Kč), který 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 mírného schodku ve výši 1 mld. Kč. Nejvýznamnější součástí druhotných důchodů tak představoval souhrnný schodek ostatních důchodů, nenavázaných na rozpočet EU, v rámci kterého bylo největšího schodku dosaženo v položce sociálních příspěvků.

III.6.2 Kapitálový účet

Naproti tomu **kapitálový účet** skončil přebytkem 12,1 mld. Kč, tradičně vyplývající z čerpání prostředků z rozpočtu EU (ve výši téměř 11 mld. Kč). Jeho meziroční růst o více než 4 mld. Kč rovněž souvisel hlavně s čerpáním fondů EU.

III.6.3 Finanční účet

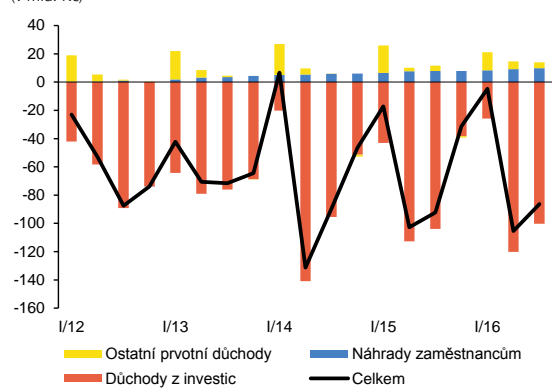
Finanční účet zaznamenal ve třetím čtvrtletí 2016 čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 18,4 mld. Kč. Rychlý růst rezervních aktiv a čistý odliv portfoliových investic byly přitom ve velkém rozsahu vyváženy souhrnným čistým přílivem přímých a zejména ostatních investic (Graf III.6.5).

Přímé investice dosáhly čistého přílivu 51,4 mld. Kč (Graf III.6.6). Podobně jako v předchozím čtvrtletí k němu došlo při současném poklesu aktiv a růstu pasiv. Pro celkový čistý příliv byl přitom určující čistý příliv v úvěrových vztazích, který však nemusel bezprostředně souviset s tuzemskými investičními aktivitami, ale s optimalizací finančních toků mezi mateřskými a dceřinými podniky. Samotný příliv zahraničních investic do ČR dosáhl téměř 47 mld. Kč a byl spojen 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

GRAF III.6.4

PRVOTNÍ DŮCHODY

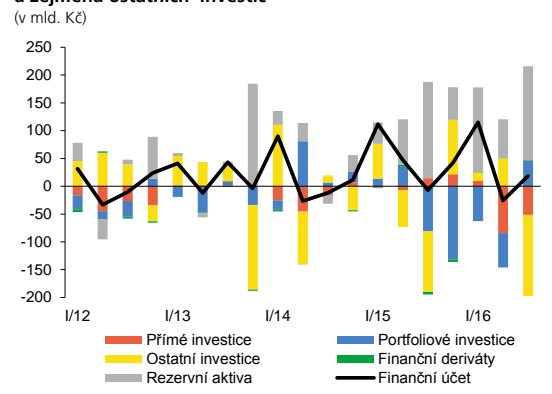
K meziročnímu zmírnění schodku prvotních důchodů přispělo zejména zmírnění schodku důchodů z investic (v mld. Kč)



GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

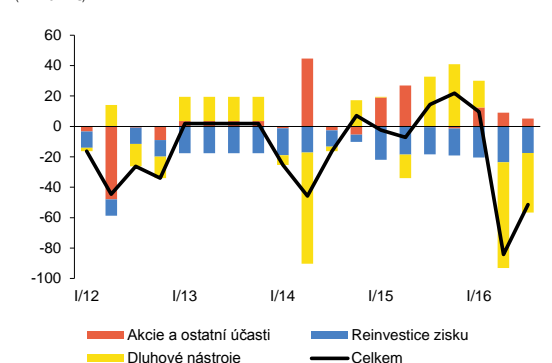
Růst rezervních aktiv a čistý odliv portfoliových investic byly z velké části vyváženy souhrnným čistým přílivem přímých a zejména ostatních investic (v mld. Kč)



GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

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



43 Mezinárodnímu srovnání odlivu dividend z přímých investic se věnuje BOX 2 ze Zol I/2016.

změna toků přímých investic o téměř 66 mld. Kč souvisela především s vývojem v úvěrových vztazích.

Naproti tomu **portfoliové investice** zaznamenaly po roce čistého přílivu ve třetím čtvrtletí 2016 čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, v rozsahu 45,7 mld. Kč (Graf III.6.7). Tento údaj byl především ovlivněn na straně pasiv u dluhových cenných papírů poklesem držby krátkodobých dluhopisů obchodních bank, spojeným 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) souvisela především se 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 přitom spojeny pouze s růstem držby zahraničních dluhopisů, zatímco u účastí a podílů v investičních fondech nepatrně převážily jejich prodeje.

Také vypořádání obchodů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo při meziroční změně toků (o necelých 6 mld. Kč) k mírným čistým půjčkám do zahraničí, tj. čistému odlivu, ve výši 1,3 mld. Kč.

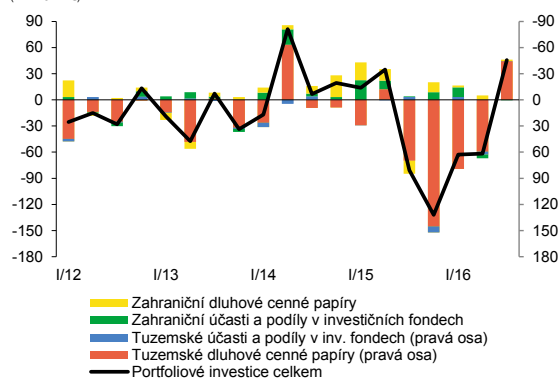
U **ostatních investic** byly vykázány vysoké čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, ve výši 146 mld. Kč. K celkovým čistým výpůjčkám přispěl pouze čistý příliv do bankovního sektoru včetně ČNB (převyšující 157 mld. Kč). Ten byl spojen především s růstem krátkodobých vkladů u tuzemských bank, ovlivněným očekáváním budoucího posílení kurzu koruny ze strany nerezidentů a výše zmíněnou optimalizací struktury bilancí tuzemských bank. Také meziroční zvýšení celkového čistého přílivu o téměř 37 mld. Kč souviselo s vývojem v rámci bankovního sektoru. Čisté výpůjčky sektoru bank byly jen mírně korigovány čistým odlivem zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru v souvislosti s poskytnutými krátkodobými obchodními úvěry a půjčkami nerezidentům.

Rezervní aktiva se již dva roky zvyšovala. Ve třetím čtvrtletí 2016 dosáhl jejich přírůstek především v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB 168,8 mld. Kč (Graf III.6.8).

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

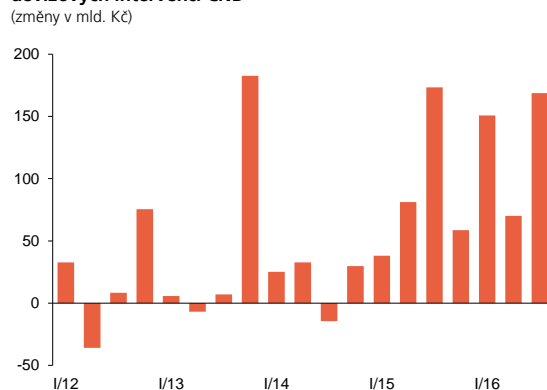
Portfoliové investice zaznamenaly čistý odliv především v důsledku poklesu pasiv v rámci dluhových cenných papírů (v mld. Kč)



GRAF III.6.8

REZERVNÍ AKTIVA

Rezervní aktiva se opět zvýšila především v důsledku devizových intervencí ČNB (změny v mld. Kč)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Růst HDP eurozóny ve třetím čtvrtletí 2016 pokračoval stabilním mírným tempem. V závěru roku však zřejmě došlo k jeho zrychlení. ECB prodloužila program nákupu aktiv při nižších objemech měsíčních nákupů. Ekonomika Spojených států zrychlila. Inflace se ke konci roku zvýšila na obou stranách Atlantiku. Za tím stály zejména ceny energetických komodit, které ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zrychlily svůj růst. Mírně rostl i index cen neenergetických komodit, zejména v důsledku zvýšení cen průmyslových kovů. Euro vůči dolaru oslabilo na téměř čtrnáctileté minimum vlivem pokračující divergence měnových politik ECB a Fedu.

III.7.1 Eurozóna

Meziroční tempo růstu HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2016 setrvalo na 1,7 % (Graf III.7.1), když její ekonomika v mezičtvrtletním vyjádření vzrostla o 0,3 %. Nejistota spojená s brexitem se zatím ve výkonu ekonomiky eurozóny výrazněji neprojevila. Růst byl tažen, podobně jako v předchozích čtvrtletích, především spotřebou domácností a fixními investicemi. Proti růstu naopak působil čistý vývoz, jehož záporný příspěvek se však snížil.

Měsíční údaje za poslední čtvrtletí 2016 naznačují mírné zrychlení výkonu ekonomiky. Průmyslová produkce v listopadu zaznamenala solidní nárůst (meziročně o 3,2 %), přičemž výkon průmyslu byl silný napříč zeměmi eurozóny. Zrychlení ekonomiky napovídá i PMI ve zpracovatelském průmyslu (54,9 v prosinci), který odráží nárůst výstupu, nových objednávek a zaměstnanosti. Celková nezaměstnanost v září poklesla poprvé od roku 2011 pod 10 %, což spolu s rostoucí spotřebitelskou důvěrou podpořilo nárůst maloobchodních tržeb (v listopadu meziročně o 2,3 %). Zdá se tedy, že politická nejistota (spojená s brexitem, výsledky voleb v USA, referendem v Itálii, a nadcházejícími volbami ve Francii a Německu) zatím neměla vliv na hospodářský růst eurozóny, nicméně rizika související s ní mohou působit na revizi **výhledů růstu** směrem dolů. CF odhaduje růst HDP eurozóny v loňském roce na 1,5 % a podobnou hodnotu očekává, stejně jako ostatní instituce, v letošním i příštím roce (Graf III.7.2).

Celková **inflace v eurozóně** v prosinci oproti listopadu 2016 zrychlila o 0,5 procentního bodu na 1,1 % (Graf III.7.3). Její nárůst byl způsoben především kladným příspěvkem cen energií, vedle toho jádrová inflace vzrostla pouze mírně na 0,9 %. Rostoucí ceny energií působily také na ceny průmyslových výrobců (Graf III.7.3), které v listopadu po více než třech letech meziročně vzrostly, a v následujících měsících tak přispějí k růstu inflace spotřebitelských cen. Hodnoty inflace by ale podle sledovaných výhledů měly setrvat v letošním i příštím roce mezi 1,1 % a 1,5 % (Graf III.7.2), tj. výrazně pod cílem ECB.

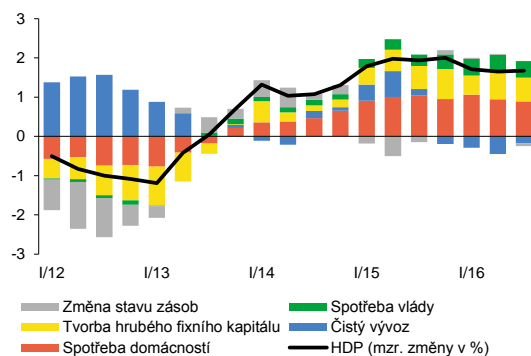
Měnová politika ECB zůstává nadále výrazně uvolněná. Na svém prosincovém zasedání ECB prodloužila program nákupu aktiv přinejmenším do prosince 2017, přičemž měsíční objem nakupovaných

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP v eurozóně pokračoval stabilním mírným tempem a byl tažen především spotřebou domácností a fixními investicemi

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

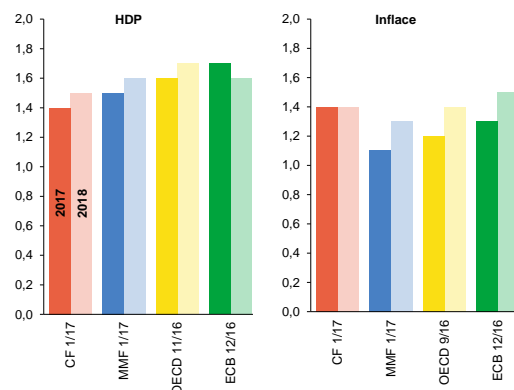


GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE HICP PRO EUROZÓNU

Růst HDP eurozóny v letošním i příštím roce setrvá na podobných hodnotách jako v roce 2016; inflace bude postupně zrychlovat

(meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



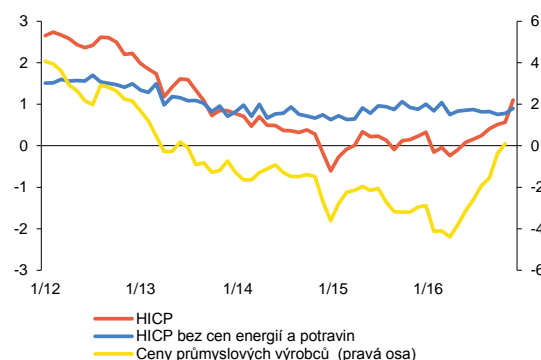
Poznámka: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Celková inflace se v posledních měsících zvyšuje; ceny průmyslových výrobců přešly v listopadu po delší době do mírně kladných temp růstu

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



aktiv od dubna 2017 poklesne ze stávajících 80 mld. EUR na 60 mld. EUR. Na lednovém zasedání pak ECB potvrdila nastavení své měnové politiky. Za nárůstem inflace na konci loňského roku stojí podle ECB rostoucí ceny energií a situace v ekonomice vyžaduje, i přes stabilizaci růstu v posledních čtvrtletích, nadále výrazně uvolněnou měnovou politiku pro zajištění návratu inflace k cíli. Rizika výhledu jsou navíc podle ECB vychýlena směrem dolů a pramení z vývoje v globální ekonomice. 3M EURIBOR by měl dle tržních výhledů nadále setrvávat v záporných hodnotách.

Meziroční růst německé ekonomiky si ve třetím čtvrtletí 2016 udržel stabilní dynamiku (1,7 %⁴⁴, Graf III.7.4). Pokračování relativně silného růstu bylo umožněno zejména pokračujícím vysokým tempem zvyšování spotřeby vlády. Příspěvky spotřeby domácností a investic k celkovému meziročnímu růstu se ve srovnání s předchozím čtvrtletím naopak mírně snížily. Záporný příspěvek čistého vývozu nadále brzdil růst HDP, i když s menší intenzitou než v předchozích čtvrtletích. Záporný příspěvek k celkovému růstu zaznamenaly ve třetím čtvrtletí také zásoby. Příznivý ekonomický vývoj byl provázen nízkou mírou nezaměstnanosti⁴⁵ (v prosinci na hodnotě 5,8 %) a pokračujícím, i když zpomalujícím, růstem zaměstnanosti (o 0,6 % meziročně v listopadu).

V loňském roce skončil **spolkový rozpočet v přebytku**, avšak mírně nižším ve srovnání s rokem 2015. Německé ministerstvo financí bude nadále pokračovat ve svém plánu nevytváření nového dluhu. Až do roku 2020 jsou tak státní rozpočty koncipovány jako vyrovnané. V letošním roce dojde k navýšení výdajů zejména v oblasti bezpečnosti a více peněz půjde také na výdaje spojené s integrací imigrantů.

Příznivý vývoj německé ekonomiky je očekáván také ve čtvrtém čtvrtletí 2016, a to zejména zásluhou spotřebitelské poptávky, která souvisí s pozitivním vývojem na trhu práce. V průběhu čtvrtého čtvrtletí zrychlil meziroční růst maloobchodních tržeb. Zvýšilo se tempo růstu průmyslové produkce a nad očekávání se zvýšil také předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu. V roce 2017 je nicméně očekáváno zpomalení růstu HDP v Německu. Míra tohoto zpomalení se však napříč jednotlivými predikcemi liší.⁴⁶ V roce 2018 by měl růst německého HDP v průměru za všechny sledované instituce setrvat na hodnotě 1,6 %.

V německé ekonomice se začaly projevovat **inflační tlaky**, když meziroční růst cen průmyslových výrobců se v listopadu poprvé za více než tři roky dostal do kladných hodnot a v prosinci ještě dále zrychlil (na 1 %; Graf III.7.5). Inflace spotřebitelských cen se v prosinci více jak zdvojnásobila (na 1,7 %). Stejnou výši inflace očekává CF také pro celý letošní rok. Mírně se zvýšila i jádrová inflace (po vyloučení cen potravin a energií).

44 Mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky zvolnilo z 0,4 % na 0,2 %.

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

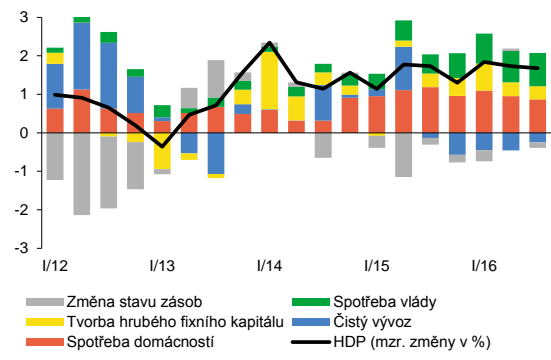
46 Odhady růstu německé ekonomiky jsou již několik čtvrtletí v řadě nejnižší v případě CF, naopak neoptimističtější je Bundesbanka.

GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve třetím čtvrtletí 2016 si meziroční tempo růstu HDP udrželo stabilní dynamiku

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

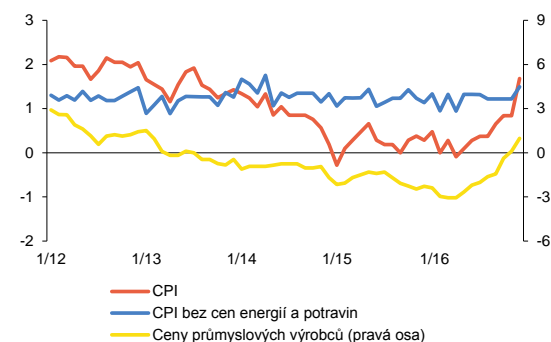


GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

Inflace se v Německu výrazně zvýšila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Na Slovensku vzrostl ve třetím čtvrtletí 2016 HDP meziročně o 3,2 % (mezičtvrtletně o 0,7 %). K tomuto růstu přispěl zejména čistý vývoz a zásoby, naopak investice výrazně poklesly. Příznivý ekonomický vývoj se promítl v dalším poklesu míry nezaměstnanosti, která v listopadu dosáhla 8,8 %. Průmyslová výroba se v říjnu a listopadu vyvíjela relativně příznivě. CF nicméně očekává mírné zpomalení růstu slovenské ekonomiky, a to jak ve čtvrtém čtvrtletí 2016, tak pro letošní rok.

V prosinci dosáhla **inflace na Slovensku** 0,2 %. Bylo to poprvé po třech letech, kdy spotřebitelské ceny, byť nepatrně, vzrostly. V listopadu se také nepatrně zmírnil pokles cen průmyslových výrobců. Za celý rok 2016 spotřebitelské ceny poklesly o 0,5 %, v letošním roce CF očekává jejich růst o 1,2 %.

III.7.2 Spojené státy

Ve třetím čtvrtletí 2016 **americká ekonomika** v meziročním vyjádření po delší době zrychlila (na 1,7 %; Graf III.7.6), přičemž k růstu přispěla opět zejména spotřeba domácností. Oproti předcházejícímu čtvrtletí se snížil záporný příspěvek zásob, zatímco příspěvek čistého vývozu byl poprvé za poslední dva roky kladný.⁴⁷ Příspěvek investic byl záporný, zejména z titulu nižších investic do zařízení.

Silný růst americké ekonomiky pokračoval dle dostupných údajů i ve **čtvrtém čtvrtletí 2016**. Pozitivní vývoj na trhu práce se projevuje nejen v domácí poptávce, ale také ve zvyšujícím se tlaku na růst cen. Vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách i přes počáteční nejistotu přineslo větší optimismus v ekonomice, vč. posílení dolaru a růstu akciového indexu na 13leté maximum. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v říjnu až listopadu v průměru 171 tisíc. Míra nezaměstnanosti v listopadu klesla na nejnižší úroveň za poslední dva roky (4,6 %). Důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board v závěru roku stabilně rostla, zejména ve složce očekávání do budoucna. Maloobchodní prodeje v říjnu dosáhly nejvyšší hodnoty meziročního růstu za poslední dva roky (4,3 %). Zlepšila se i situace v ostatních sektorech. Meziroční propad průmyslové produkce se v závěru roku zmírnil a předstihový ukazatel ISM PMI v prosinci dosáhl nejvyšší hodnoty za poslední dva roky (54,7). Podle sledovaných výhledů by se měl růst amerického HDP v roce 2017 pohybovat nad 2 % (Graf III.7.7). Podle většiny sledovaných institucí (mimo OECD) by se v roce 2018 měla dynamika růstu udržet či mírně klesnout.

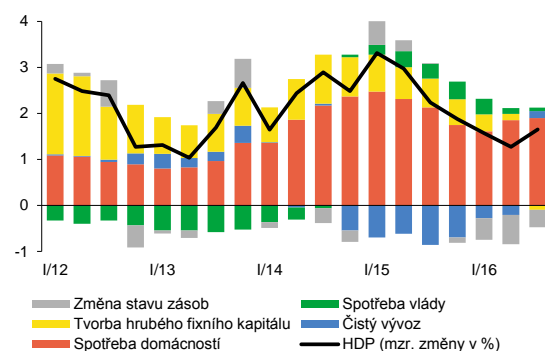
V závěru roku 2016 **cenový vývoj v USA** akceleroval pod tlakem vyšších mzdových nákladů, cen paliv a nájemného. Celková meziroční inflace vzrostla v listopadu na 1,7 %, zatímco inflace bez cen energií a potravin nepatrně klesla (Graf III.7.8). Více než jednocentní růst pak po dvou letech zaznamenaly také ceny průmyslových výrobců. Výhledy inflace u sledovaných institucí pro rok 2017 se pak pohybují mezi 1,8 % až

47 Hlavním důvodem bylo jednorázové zvýšení amerického exportu sójových bobů vzhledem k nižší sklizni v Argentině a Brazílii.

GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

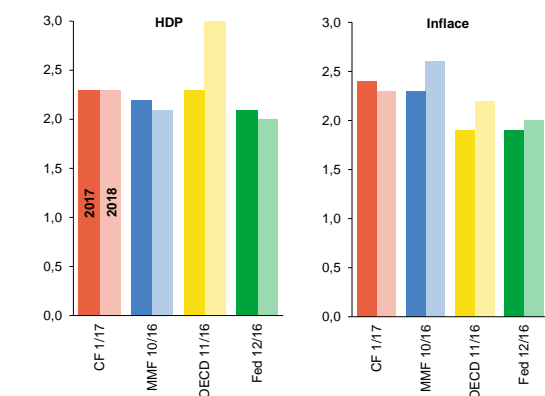
Meziroční růst HDP v USA ve třetím čtvrtletí 2016 zrychlil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



GRAF III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY

Lednový CF očekává v roce 2017 více než 2% inflaci i hospodářský růst (meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)

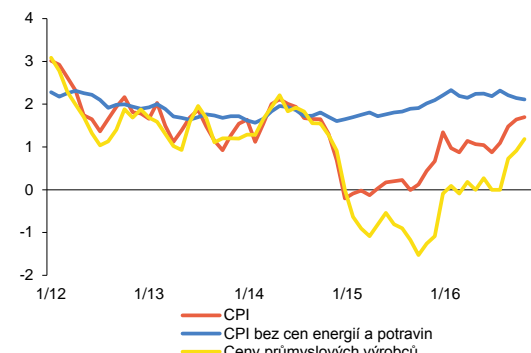


Poznámka: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 inflace výrazně vzrostla (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



2,4 %. V roce 2018 by inflace v USA měla dále zrychlit (výjimkou je výhled CF).

Fed dle očekávání v prosinci zvýšil pásmo své základní úrokové sazby na 0,5 % až 0,75 %. Předsedkyně Yellenová rovněž oznámila, že reinvestice splatných dluhopisů budou i nadále pokračovat. Přehodnocen byl i makroekonomický výhled pro rok 2017, kdy se místo dvou zvýšení sazeb očekávají tři (celkem o 75 bazických bodů). Výhled mohou však ovlivnit plánové změny v rozpočtové politice po nástupu nového prezidenta do funkce (zejména vyšší výdaje na infrastrukturu, snižování daní a změny v oblasti zahraničního obchodu).

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči americkému dolaru v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 oslaboval (Graf III.7.9), a to až na svou nejslabší hodnotu od ledna 2003. Za tímto oslabením stála očekávání další divergence měnových politik ECB a Fedu, která se posléze také naplnila. Trendové oslabování eura bylo přerušeno jen dvěma kratšími epizodami. První z nich se odehrála před americkými prezidentskými volbami, kdy dolar v důsledku eskalované politické nervozity mírně ztrácel, po volbách však prudce posílil. Druhá epizoda pak přišla na přelomu listopadu a prosince, když dolar mírně korigoval své předchozí výrazné zisky. Na svém prosincovém zasedání oznámila ECB prodloužení kvantitativního uvolňování. Týden na to pak Fed zpřísnil nastavení své měnové politiky, když podruhé od krize přistoupil ke zvýšení sazeb. Od té doby euro vůči dolaru opět mírně posiluje, když z eurozóny přicházejí vesměs pozitivní údaje o ekonomickém vývoji, zatímco americké nadšení z předvolebních slibů nově zvoleného prezidenta ohledně prorůstových opatření pomalu vyprchává.

Kurz eura vůči **britské libře** reaguje od červnového referenda o setrvání Spojeného království v EU především na dění a změny nálad ve Velké Británii. Poté, co britská premiérka na počátku října oznámila detailnější informace ohledně plánovaného načasování formální žádosti o vystoupení z EU, posílilo euro vůči libře na více než šestileté maximum, kolem něž se pak drželo až do konce měsíce. Poté převážily příznivé zprávy z britské ekonomiky, jež rozptýlily dřívější obavy z okamžitých negativních dopadů referenda na ekonomický růst Spojeného království, a libra více než měsíc posilovala. K tomu přispívalo i postupné slábnutí obav z tzv. „tvrdého“ brexitu, při němž by se Velké Británii nepodařilo vyjednat v rámci vystoupení z EU zachování větší části výhod, které jí dosud z členství v EU plynuly. Před Vánoci však britské ostrovy postupně zalila nová vlna nervozity, když nepřicházely žádné další podrobnosti ohledně vládní strategie pro vyjednávání s EU. Euro tak vůči libře znovu posilovalo, a to až do poloviny ledna, kdy britská premiérka upřesnila, jak si její vláda nové nastavení vztahů s EU představuje.

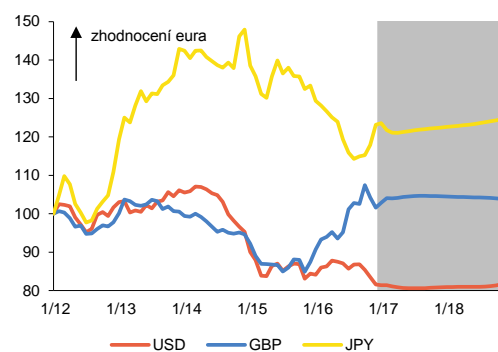
Kurz **japonského jenu** naopak více než na fundamenty tamní ekonomiky reaguje na globální vnímání rizika a vývoj ve Spojených státech, a to i na měnovém páru s eurem. V říjnu kurz eura vůči jenu stagnoval na poměrně slabé úrovni, když obě měny oslabovaly

GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro v závěrečném čtvrtletí roku 2016 oslabilo vůči dolaru i libře, vůči jenu naopak posílilo

(leden 2012 = 100, zdroj: Datastream, předpověď na základě Consensus Forecasts, výpočet ČNB)



přibližně stejným tempem vůči dolaru. Když po amerických prezidentských volbách nastalo ve světové ekonomice optimističtější období, výrazně se snížila poptávka po bezpečných aktivech, a tím i po japonském jenu. Euro tak vůči němu posílilo až na hodnoty z konce května. BoJ svou měnovou politiku od září neměnila. Její prosincové ujištění, že výrazné oslabení jenu v průběhu posledního čtvrtletí nezadává důvody ke zpříšňování měnové politiky, přispělo ke klidnému vývoji kurzu na přelomu roku.

Podle **lednového CF** by mělo euro v horizontu jednoho roku vůči všem třem zmiňovaným měnám lehce oslabit – vůči americkému dolaru a japonskému jenu o 1 %, vůči britské libře ale jen nepatrně (o 0,1 %). Kurz eura k dolaru by tak měl na konci ledna 2018 dosahovat 1,05 USD/EUR.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Po většinu října 2016 se **cena ropy Brent** udržovala nad hranicí 50 USD/barel (Graf III.7.10), když na trhu převládal pozitivní sentiment, vyplývající z předběžné dohody kartelu OPEC v Alžiru o omezení těžby ropy. V posledním říjnovém týdnu však cena ropy silně poklesla, když sílily obavy, že se dohodu nepodaří naplnit. V průběhu listopadu pak cena ropy silně kolísala v reakci na často protichůdné zprávy z probíhajících schůzek expertů před zasedáním nejvyšších představitelů OPEC ve Vídni. Se silící diplomatickou aktivitou Saudské Arábie a vstřícnějším přístupem jak Iráku a Íránu, tak Ruska, přitom cena ropy postupně mírně rostla. 30. listopadu dospěl kartel OPEC ve Vídni k dohodě o omezení těžby o 1,2 mil. barelů denně, na což reagovala cena ropy Brent největším růstem od začátku roku 2009 (během čtyř dnů o více než 18 %). Když o týden později přislíbily snížit těžbu na společné schůzce i další velcí producenti ropy mimo OPEC (celkem o 558 tis. barelů denně), pokračovala cena ropy v trendovém růstu až do začátku ledna, kdy se poprvé od června 2015 dostala krátkodobě nad hranici 57 USD/barel. Poté se do poloviny ledna 2017 cena ustálila v intervalu mezi 55 a 56 USD/barel. Ke stabilizaci ceny ropy přitom přispělo i zastavení růstu dlouhých pozic hedžových fondů.

Tržní účastníci zatím věří, že producenti ropy budou alespoň částečně dodržovat uzavřené dohody o snížení těžby ropy⁴⁸, a nyní vyčkávají na nové údaje o aktuální produkci, které by mohly nasměrovat další vývoj cen. **Rizika** jsou však nadále spíše směrem dolů. Cena ropy Brent se v současnosti nachází na úrovni, kterou většina analytiků předpovídá jako průměrnou pro celý letošní rok. Při větším růstu ceny nad současnou úroveň se přitom očekává zrychlení růstu vrtné aktivity a následně břidlicové těžby v USA⁴⁹, což by cenu vrátilo zpět k nižším úrovním. Navíc se část analytiků domnívá, že dohodnuté omezení těžby může být

48 Ke snížení by podle dohod mělo dojít zatím jen v první polovině roku, kdy bývá poptávka po ropě tradičně sezonně nejslabší. Některé země OPEC začaly již v předstihu upozorňovat své stálé zákazníky na budoucí omezení dodávek.

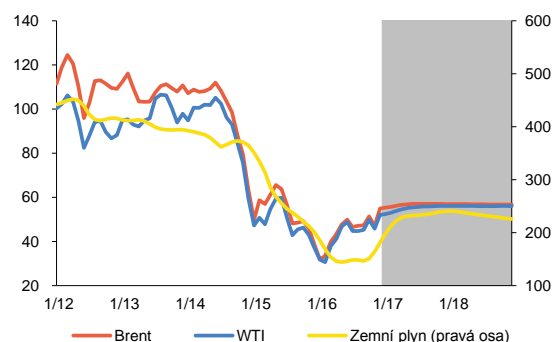
49 Trendový růst počtu aktivních vrtných souprav v USA je možno pozorovat již od června 2016 a růst těžby ropy v prosinci pokračoval již třetí měsíc v řadě.

GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Očekávané snížení produkce ropy ze strany kartelu OPEC a dalších velkých producentů udržuje ceny ropy na nejvyšší úrovni od června 2015

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



nedostatečné vzhledem k tomu, že před závěrem loňského roku Rusko i kartel OPEC navýšily těžbu na rekordní úrovně. Ve hře je i případně zklidnění politické situace v Libyi a Nigérii, které by vedlo k navýšení tamní produkce, na niž se nevztahují žádná omezení.

Korunová cena ropy vykáže po více než dva roky trvajícím meziročním poklesu na počátku letošního roku silný růst (převážně v důsledku vývoje dolarové ceny). Ten bude postupně v průběhu roku slábnout a v roce 2018 by již měl být opět lehce záporný (Graf III.7.11).

Tržní futures křivka cen ropy Brent se postupně zplošťuje. Mírně rostoucí sklon má ještě zhruba do poloviny letošního roku, poté je prakticky vodorovná⁵⁰, přičemž s růstem spotových cen se posunula zejména na kratším konci vzhůru. K datu průzkumu lednového CF tak futures křivka implikovala pro letošní i příští rok průměrnou cenu ropy Brent cca 57 USD/barel. Obdobnou cenu očekává i lednový CF (v ročním horizontu 56,1 USD/barel). Aktuální předpověď EIA počítá s nižšími průměrnými cenami ropy (53, resp. 56 USD/barel pro roky 2017, resp. 2018), neboť předpokládá, že globální zásoby ropy letos v průměru dále porostou (o 0,3 mil. barelů denně). Zahájení jejich trvalejšího čerpání by podle EIA mělo nastat teprve v polovině roku 2018, na což by cena ropy měla reagovat zrychlením růstu na 59 USD/barel na konci roku 2018.

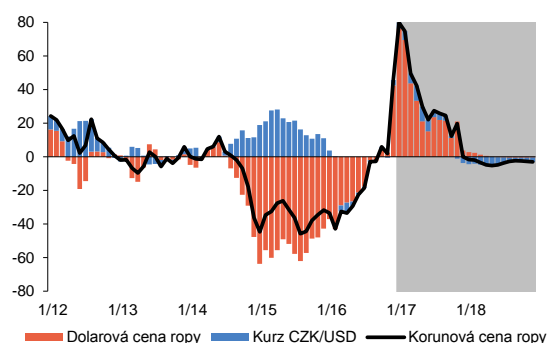
Index cen energetických surovin ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zrychlil svůj růst (Graf III.7.12), k čemuž přispívaly nejen ceny ropy, ale i ceny zemního plynu a zejména ceny uhlí. Ceny elektřiny sice během listopadu silně korigovaly předchozí strmý růst, ale v průběhu prosince se již opět zvyšovaly. Rovněž **index cen neenergetických komodit** v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 rostl, ale vývoj jeho složek byl protichůdný. Index cen průmyslových kovů se po silném listopadovém růstu (kdy se zvýšila zejména cena mědi) posunul výše i v prosinci. A přestože do poloviny ledna mírně oslabil, nadále se nachází poblíž 18měsíčního maxima. Naopak index cen potravinářských komodit po předchozím dvouměsíčním růstu v prosinci mírně klesnul. Na počátku ledna sice opět vzrostl a vrátil se tak na listopadovou hodnotu, přesto se však (zejména v důsledku vysokých zásob a tedy nízkých cen zrnin) pohybuje nedaleko nejnižších hodnot od roku 2010. Větší růst cen v uvedeném období vykázaly pouze ceny masa (když u vepřového se jednalo spíše o pravidelný sezonní nárůst) a z nepotravinářských komodit cena kaučuku. Na výhledu všechny tři neenergetické indexy prakticky stagnují.

GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Počáteční silný meziroční růst korunové ceny ropy bude v průběhu roku 2017 slábnout, přičemž rozhodující vliv bude mít vývoj dolarové ceny

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

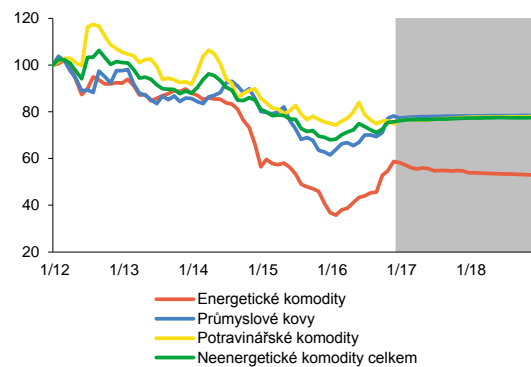


GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Růst indexu cen energetických komodit zrychlil, mírně se zvyšoval i index cen neenergetických komodit

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



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

⁵⁰ Plochá, resp. klesající futures křivka neumožňuje ziskové skladování nově vytěžené ropy, proto tento stav může odrážet tržní očekávání, že v polovině roku 2017 dojde k vyrovnání globální nabídky s poptávkou a k zastavení růstu globálních zásob ropy.

Graf I.1	Prognóza celkové inflace	4
Graf I.2	Prognóza měnověpolitické inflace	4
Graf I.3	Prognóza úrokových sazeb	5
Graf I.4	Prognóza růstu HDP	5
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	6
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	6
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	6
Graf II.1.4	3M EURIBOR	7
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	7
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	7
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	8
Graf II.2.2	Regulované ceny	8
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	9
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	9
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	10
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	10
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	11
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	11
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	11
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	12
Graf II.2.11	Struktura meziročního růstu HDP	12
Graf II.2.12	Přepočtený počet zaměstnanců	13
Graf II.2.13	Prognóza trhu práce	13
Graf II.2.14	Reálná spotřeba domácností a vlády	13
Graf II.2.15	Nominální disponibilní důchod	14
Graf II.2.16	Míra úspor domácností	14
Graf II.2.17	Tvorba hrubého kapitálu	14
Graf II.2.18	Rozklad investic	15
Graf II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	15
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	20
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	21
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	21
Graf II.3.5	Změny prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	21
Graf II.4.1	Vnímaná a očekávaná inflace	23
Graf II.4.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	24
Graf III.1.1	Srovnání prognózy celkové inflace se skutečností	25
Graf III.1.2	Inflace	26
Graf III.1.3	Struktura inflace	26
Graf III.1.4	Složky inflace	27
Graf III.1.5	Ceny potravin	27
Graf III.1.6	Struktura vývoje cen potravin, nápojů a tabáku v prosinci 2016	27
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	28
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	29
Graf III.2.2	Dovozní ceny	29
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	29
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	30
Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	30
Graf III.2.6	Ceny zemědělských výrobců	31
Graf III.2.7	Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru a ceny stavebních prací	31
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	32
Graf III.3.2	Disponibilní důchod	32

Graf III.3.3	Spotřeba domácností	32
Graf III.3.4	Indikátory důvěry	33
Graf III.3.5	Investice podle sektorů	33
Graf III.3.6	Investice podle věcného členění	35
Graf III.3.7	Vývoz a dovoz	35
Graf III.3.8	Podíly odvětví na růstu HPH	37
Graf III.3.9	Průmyslová produkce a nové průmyslové zakázky	37
Graf III.3.10	Bariéry růstu v průmyslu	37
Graf III.3.11	Mezera výstupu	38
Graf III.3.12	Potenciální produkt	38
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	39
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	39
Graf III.4.3	Přepočtený počet zaměstnanců	39
Graf III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	40
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	40
Graf III.4.6	Průměrná mzda a NH produktivita	40
Graf III.4.7	Vývoj produktivity v odvětvích	41
Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	41
Graf III.5.1	Peněžní agregáty a úvěry	42
Graf III.5.2	M3 a jeho protipoložky	42
Graf III.5.3	Úvěry soukromému sektoru	43
Graf III.5.4	Změny úvěrových standardů	43
Graf III.5.5	Úvěry domácnostem	43
Graf III.5.6	Úvěry nefinančním podnikům	44
Graf III.5.7	Úvěry nefinančním podnikům dle ekonomických odvětví	44
Graf III.5.8	Základní sazby ČNB	45
Graf III.5.9	Tržní úrokové sazby	45
Graf III.5.10	Úrokové diferenciály	45
Graf III.5.11	Výnosová křivka státních dluhopisů	46
Graf III.5.12	Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	46
Graf III.5.13	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	47
Graf III.5.14	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	47
Graf III.5.15	Nominální efektivní kurz koruny	48
Graf III.5.16	Základní ukazatele hospodaření	48
Graf III.5.17	Vývoj provozního zisku v odvětvích	49
Graf III.5.18	Finanční závazky nefinančních podniků	49
Graf III.5.19	Struktura finančních aktiv domácností	50
Graf III.5.20	Realizované a nabídkové ceny bydlení	50
Graf III.5.21	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	50
Graf III.6.1	Běžný účet	51
Graf III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím podle SITC	51
Graf III.6.3	Služby	51
Graf III.6.4	Prvotní důchody	52
Graf III.6.5	Finanční účet	52
Graf III.6.6	Přímé investice	52
Graf III.6.7	Portfoliové investice	53
Graf III.6.8	Rezervní aktiva	53
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	54
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu	54
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	54
Graf III.7.4	HDP v Německu	55
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	55
Graf III.7.6	HDP ve Spojených státech	56
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy	56

Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	56
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	57
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	58
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	59
Graf III.7.12	Ceny komodit	59

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	9
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	15
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	16
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	17
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	18
Tab. II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	22
Tab. II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	23
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	25
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	25
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy domácích veličin	26
Tab. III.5.1	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	48

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	5
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	10
Graf SZ II.2.2	Technologie	12
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	20
Graf SZ III.1.1	Experimentální inflace	28
Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	30
Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	31
Graf SZ III.5.1	Prognóza peněžního vývoje	42
Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	49

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

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

Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje	box	I/2016
Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit	box	I/2016
Vývoj mezd v roce 2015 z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO	box	II/2016
Index cen bydlení a jeho vývoj v zemích EU	box	II/2016
Model efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně	box	III/2016
Vliv Balassova-Samuelsonova efektu na ceny v domácí ekonomice	box	III/2016
Obchodní vztahy ČR se Spojeným královstvím	box	III/2016
Vliv čerpání prostředků z fondů EU na vývoj investic nefinančních podniků	box	IV/2016
Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie	box	IV/2016
Ukotvenost inflačních očekávání v ČR	box	I/2017
Vývoj soukromých investic – analýza individuálních dat nefinančních podniků	box	I/2017
Příčiny pozorovaného zpomalení dynamiky vývozu	box	I/2017

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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