

V Praze dne 24. března 2017
Č.j. 2017/039801/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

2. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

Jedná se o pravidelný podklad pro
měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB.

Část I

Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém
vývoji

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

Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek,
Jan Brůha, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Jan Frait, Martin Motl

Část III

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní
rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

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

Zpracovatel: Sekce měnová

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 2.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, Situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

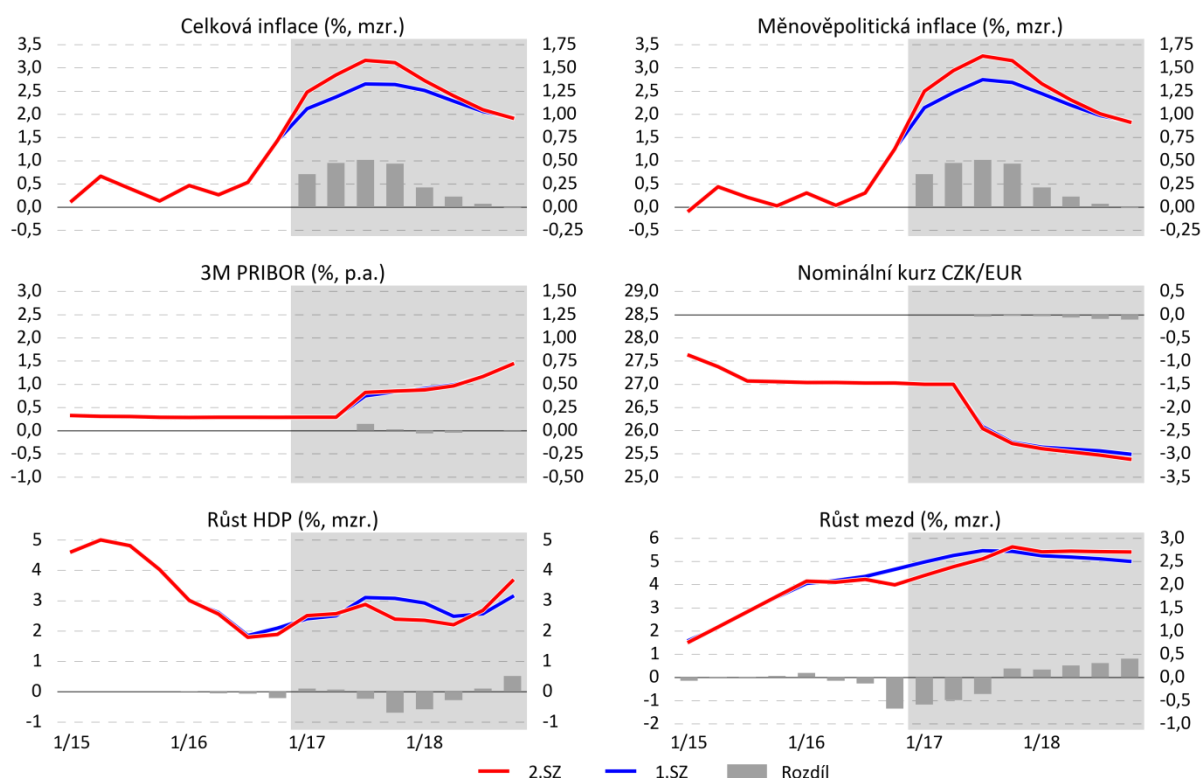
OBSAH

I. SHRnutí	1
1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik	1
2 Prognózy ostatních institucí	4
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	6
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	7
1 Vnější prostředí	7
2 Vývoj veřejných rozpočtů	14
III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	16
1 Trh práce	16
Box 1: Potenciál dalšího růstu celkové zaměstnanosti	17
2 Ekonomický růst a jeho složky	22
3 Platební bilance	26
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	29
5 Peníze a úvěry	35
IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	39
1 Domácí úrokové sazby	39
2 Devizový kurz	40

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRNU TÍ

1 Aktualizovaný scénář prognózy a výsledná bilance jejích rizik



Výše zobrazená simulace pracuje s předpoklady z 1.SZ v podobě zachování stability tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni za současného používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Vyšší pozorované hodnoty celkové i měnověpolitické inflace v prvním čtvrtletí letošního roku spolu s vyšším výhledem cen zahraničních výrobců posouvají výhled domácí inflace k vyšším hodnotám, a to především v ročním horizontu. Celková i měnověpolitická inflace se tak budou podle aktualizované simulace zvyšovat rychleji a ve druhé polovině letošního roku již lehce přesáhnou horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Nižší pozorovaný mzdový růst v závěru loňského roku se promítá do méně výrazného mzdového růstu v letošním roce. Rovněž výhled ekonomické aktivity se v letošním i příštím roce mírně snižuje vlivem jejího mírnějšího vykázaného růstu a pozvolnějšího očekávaného růstu reálných mezd. Prognóza trajektorie nominálního měnového kurzu se téměř nemění. To platí i o úrokové sazbě, kde je vliv vyššího výhledu zahraničních sazeb kompenzován nižšími domácími inflačními tlaky z mezd.

Nad rámec výše uvedené simulace zůstává výrazným zdrojem nejistoty vývoj kurzu koruny po ukončení závazku ČNB. Nejistoty panují rovněž ohledně interpretace nečekaně rychlého zvýšení inflace, tj. do jaké míry je dáno silnějšími fundamentálními tlaky z domácí ekonomiky i dovozních cen a do jaké míry naopak odráží krátkodobé vlivy na vývoj jádrové inflace i cen potravin. Mírně nižší oproti předpokladům predikce je aktuální výhled ceny ropy, i to však může být krátkodobý výkyv. Současně ve směru vyššího růstu HDP oproti simulaci může působit vyšší růst zaměstnanosti kompenzující pomalejší růst průměrné mzdy.

Celkově sekce měnová hodnotí rizika prognózy z 1.SZ krátkodobě jako proinflační, na horizontu měnové politiky jsou však rizika proinflační jen lehce.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

V případě **zahraničních veličin** je výhled implikované tržní sazby 3M EURIBOR oproti 1.SZ strmější, což odráží rostoucí ukazatele inflace v eurozóně. V příštím roce jsou tak tyto sazby vyšší v průměru o 0,2 procentního bodu. U stínových sazeb se dosud odhadovaný dodatečný efekt plynoucí z kvantitativního uvolňování ECB ve výši 1,25 procentního bodu do konce tohoto čtvrtletí nemění. Poté se tento efekt začne ve stejném rozsahu jako v 1.SZ zmírňovat a v průběhu roku 2018 postupně vyprchá. Stínové úrokové sazby se tedy na celém horizontu posouvají do méně záporných hodnot úměrně změně výhledu tržních sazeb. Příznivější data o ekonomickém vývoji eurozóny přispěla k posunu výhledu Consensus Forecasts směrem k silnějšímu euru vůči americkému dolaru na stabilních 1,05 USD/EUR. Aktuálně se přitom tento kurz pohybuje poblíž 1,08 USD/EUR. Výhled růstu efektivního HDP eurozóny se pro letošní rok zvyšuje o 0,2 p.b. na 1,7 %, což zohledňuje rychlejší dosažený růst v závěru loňského roku. Pro rok 2018 zůstává výhled růstu na 1,9 %. Tržní výhledy ceny ropy Brent se posouvají na celém horizontu zhruba o 4 USD/b směrem dolů v důsledku dalšího růstu zásob. Cena ropy Brent by se tak měla pohybovat až do konce příštího roku poblíž hodnoty 52 USD/b. Prognóza růstu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně se v letošním roce přehodnocuje výrazně nahoru (o 1,3 p.b.) na 3,4 %, což odráží nečekaně výrazný nárůst průmyslových cen na počátku letošního roku. V příštím roce by jejich růst měl činit 2,1 %, což je nepatrně pod stávajícím výhledem. Naproti tomu predikce spotřebitelské inflace v efektivní eurozóně se v letošním roce zvyšuje jen mírně na 1,5 %, pro rok 2018 se i nadále očekává růst cenové hladiny o 1,6 %.

Na **trhu práce** došlo v průběhu čtvrtého čtvrtletí u jednotlivých ukazatelů k protichůdným tendencím. Pokračující výrazný růst poptávky po práci vedl k prognózou nepředpokládanému zrychlení růstu zaměstnanosti, jejíž dynamika dosáhla rekordních hodnot a byla tažena jak růstem počtu zaměstnanců, tak i podnikatelů. Nečekaně zrychlila i dynamika počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. K růstu zaměstnanosti nejvýznamněji přispěly netržní služby a i přes zpomalení se na něm nadále významně podílel též průmysl. Oživil růst zaměstnanosti ve stavebnictví, naproti tomu u tržních služeb byl růst zaměstnanosti silně diferenciován. Výraznější růst zaměstnanosti vyústil v rychlejší pokles obecné míry nezaměstnanosti oproti prognóze. Růst mezd však ve čtvrtém čtvrtletí naopak zpomalil, a to v důsledku neočekávaného zvolnění mzdové dynamiky v podnikatelské sféře, na němž se podílel převážně sektor služeb. Růst nominálních jednotkových mzdových nákladů se i nadále pohyboval okolo 3% hranice a byl oproti prognóze mírně vyšší. Produktivita práce opětovně slabě meziročně poklesla, zatímco prognóza očekávala její slabý růst. Data za dosavadní průběh letošního roku ukazují na pokračující silný růst zaměstnanosti a pokles obou měř nezaměstnanosti. Mzdový růst v průmyslu i stavebnictví v lednu opětovně zrychlil, což ovšem mohlo být ovlivněno vyšším počtem pracovních dní.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 se zastavilo zpomalování růstu **ekonomické aktivity**, když reálný HDP mírně zrychlil na 1,9 %. Oproti prognóze z 1.SZ byl však růst HDP o 0,2 p.b. nižší, což bylo způsobeno především hlubším poklesem fixních investic a nečekanou stagnací spotřeby vlády. To částečně kompenzoval výraznější růst čistého vývozu a vyšší tvorba zásob. K ekonomickému růstu v souladu s predikcí i nadále výrazně přispívala stabilně rostoucí spotřeba domácností. Růst obrátu zahraničního obchodu podle očekávání zřetelně zvolnil, což bylo dáno především krátkodobým ochlazením zahraniční poptávky po produkci automobilového průmyslu spolu s hlubším propadem investiční aktivity. Z pohledu tvorby hrubé přidané hodnoty k ekonomickému růstu stále výrazně přispíval průmysl a většina odvětví služeb, pokračoval pokles tvorby hrubé přidané hodnoty ve stavebnictví a nově došlo k poklesu i v odvětví obchodu, pohostinství a dopravy. Údaje za dosavadní průběh prvního čtvrtletí letošního roku ukazují na opětovné oživení růstů průmyslové produkce a pokračující

OMEZENÝ PŘÍSTUP

solidní růst tržeb v maloobchodě. Sentiment domácností i podnikatelů se sice oproti závěru loňského roku lehce snížil, zůstal však na vysokých hodnotách.

V souhrnu vývoj **domácí ekonomiky** v aktualizované simulaci vede pro letošní rok k nižšímu růstu nominálních mezd, v příštím roce se v návaznosti na vyšší letošní inflaci jejich výhled naopak mírně zvyšuje. Prognóza reálného HDP se na letošní i příští rok mírně snižuje, což je dáno zejména vyšší očekávanou inflací a tím spojeným méně výrazným růstem reálné spotřeby. Tato simulace však nezahrnuje vliv výrazně rychlejšího růstu zaměstnanosti v domácí ekonomice a jeho možný pozitivní vliv na domácí spotřebu.

Celková meziroční **inflace** v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku zrychlovala výrazněji oproti prognóze a v únoru dosáhla 2,5 %, což bylo o 0,4 procentního bodu nad prognózou. Na této odchylce se nejvíce podílelo výraznější oživení korigované inflace bez pohonných hmot, a to zejména vlivem zrychlení růstu cen v oblasti neobchodovatelných komodit. Významný byl rostoucí příspěvek cen v oblasti stravování, tažený efekty zavedení EET. Rychleji oproti prognóze se zvyšoval i růst cen potravin. Výhled regulovaných cen se nemění, a k obnovení jejich růstu tedy dojde v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku. Ve výše uvedené simulaci dominuje vyšší pozorovaná hodnota inflace spolu s vyšším výhledem zahraničních výrobních cen nad dočasně nižším domácím mzdovým růstem. Výhled celkové i měnověpolitické inflace se oproti 1.SZ zvyšuje, a to zejména v ročním horizontu. Ve druhém pololetí letošního roku inflace lehce překročí 3% hranici. Nad rámec této simulace jsou rizika krátkodobé prognózy inflace dále mírně proinflační v souvislosti s dobíhajícími dopady zavedení EET v pohostinství a nejbližším výhledem cen potravin.

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

Měnový kurz se v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí pohyboval jen nepatrně nad hladinou kurzového závazku a v průměru dosáhl 27,02 CZK/EUR. To představuje jeho meziroční stabilitu. Kurz se tak vyvíjel v souladu s předpoklady prognózy. Výrazným zdrojem nejistoty však zůstává jeho vývoj po ukončení kurzového závazku ČNB.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici předpovídají, že HDP poroste v letošním i příštím roce cca o 2,5 %. Inflační očekávání v ročním i tříletém horizontu jsou na úrovni 2% cíle ČNB. Podle všech analytiků dojde k opuštění kurzového závazku ve druhém čtvrtletí 2017; kurz CZK/EUR by dle jejich očekávání měl v ročním horizontu posílit v průměru o korunu. V ročním horizontu většina respondentů předpokládá stabilitu měnověpolitických úrokových sazeb, menší část jejich zvýšení. Tržní výhled úrokových sazeb implikuje jejich lehký nárůst v ročním horizontu; stávající prognóza ČNB předpokládá jejich znatelný nárůst již ve 3Q17.

Ke dni odevzdání 2.SZ byla publikována dvě šetření, na základě kterých je možné provést standardní srovnání s prognózou z 1.SZ, a to Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 15.3.) a Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 13.3.). U šetření Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za únor (uzávěrka 20.2.).

Srovnání prognózy ČNB z 1.SZ s prognózami ostatních institucí

HDP (%)	rok 2017			rok 2018		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/16		2,6	2,5			
1/17	2,8	2,5	2,5	2,8	2,6	2,6
2/17		2,6	2,5		2,7	2,6
3/17		2,6			2,6	

mzdy (%)	rok 2017			rok 2018		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/16		4,4	4,4			
1/17	5,2	4,4	4,7	4,9	4,1	4,4
2/17		4,7	4,8		4,4	4,6
3/17		4,7			4,4	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
12/16		27,0		26,2	26,5
1/17	27,0 (I/17)	27,0	25,6	26,2	26,4
2/17		27,0		26,2	26,2
3/17		27,0		26,0	26,0

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
12/16		2,0	1,5	2,0	2,2
1/17	2,5 (I/18)	2,0		2,0	
2/17		2,1		2,0	
3/17		2,0	1,7	2,0	2,2

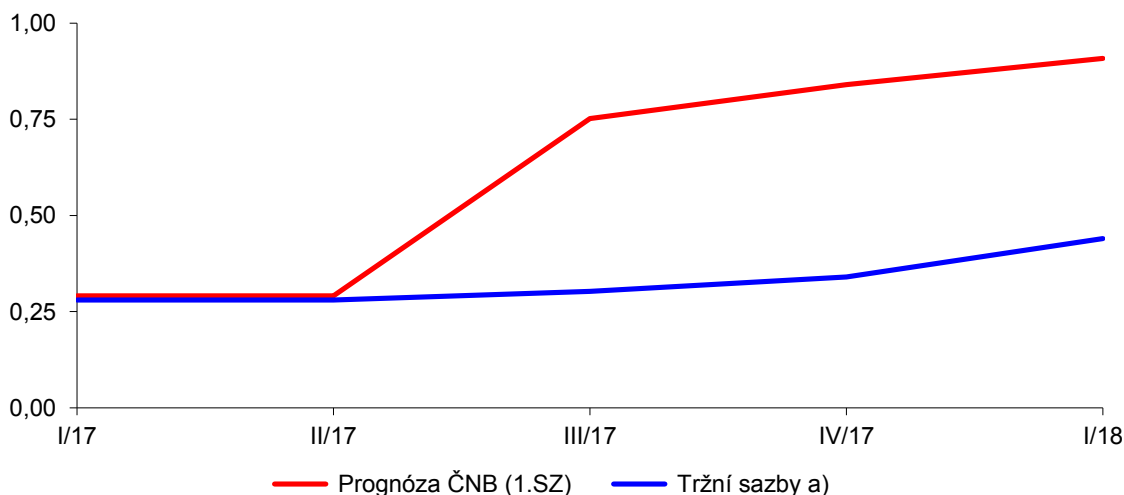
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
12/16		0,05		0,3	0,5
1/17	0,67 (I/18)	0,08	0,9 (I/18)	0,4	0,5
2/17		0,10		0,4	0,6
3/17		0,15			0,6

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Analytici v letošním roce předpovídají růst **HDP** ve výši cca 2,5 %, obdobného tempa růstu by ekonomika měla dosáhnout i v roce 2018. Pro oba roky se tak jejich předpovědi pohybují mírně níže ve srovnání se stávající prognózou ČNB. Analytiky odhadované tempo růstu nominálních **mezd** pro rok 2017 se pohybuje lehce pod 5 %, pro příští rok analytici – podobně jako prognóza ČNB – předpokládají lehké zvolnění dynamiky mezd. Celkově se však mzdová očekávání analytiků pohybují níže ve srovnání s ČNB. Očekávání ohledně kurzového závazku jsou mezi analytiky IOFT i Thomson Reuters shodná: všichni respondenti předpokládají jeho opuštění ve 2Q17. Oslovení analytici očekávají v ročním horizontu **kurz** na průměrné úrovni 26 CZK/EUR, tzn. silnější kurz o 3,7 % oproti jeho současným hodnotám, avšak mírně slabší oproti predikci ČNB. **Inflační očekávání** v ročním i tříletém horizontu jsou na úrovni 2% cíle ČNB. Pro březnové měnové zasedání bankovní rady všech patnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. Většina z nich stále nepředpokládá změnu sazeb ani v ročním horizontu, postupně se však zvyšuje počet těch, kteří takovou změnu očekávají (aktuálně 9 analytiků žádná změna, 5 analytiků +0,20 p.b., jeden analytik +0,45 p.b.). Nadále tak platí, že podle větší části respondentů ukončení kurzového závazku nebude bezprostředně doprovázeno zvýšením základních úrokových sazeb.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s jejich úrovní ze stávající prognózy ČNB. **Výhled sazeb FRA** implikuje v ročním horizontu lehký nárůst sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny tohoto roku se tak očekávané tržní sazby pohybují v souladu s úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté jsou podstatně nižší, neboť s prognózou ČNB je ve třetím čtvrtletí 2017 konzistentní znatelný nárůst tržních úrokových sazeb, se kterým tržní výhled nepočítá.

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



a) pro I/17 3M PRIBOR, pro II/17 až I/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 22.3.2017

OMEZENÝ PŘÍSTUP

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %, resp. v %	
		1. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	IV/16	2,1	1,9
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/16	2,8	2,9
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/16	2,2	0,0
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	IV/16	-0,4	-2,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	IV/16	-2,2	-6,1
Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	IV/16	0,5	0,9
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	IV/16	0,8	1,8
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	IV/16	0,2	0,4
Vývoz zboží (národní pojetí)	01/17	3,5 (Q)	4,6
Dovoz zboží (národní pojetí)	01/17	4,6 (Q)	5,7
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	01/17	60,0 (Q)	21,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	IV/16	20,8	-22,8
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	IV/16	.	11,5
Index spotřebitelských cen	02/17	2,1	2,5
Ceny průmyslových výrobců	02/17	2,5	3,1
Ceny zemědělských výrobců	02/17	-0,5	-0,8
Vývozní ceny	IV/16	-1,4	-1,3
Dovozní ceny	IV/16	-0,4	-0,4
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	02/17	4,9 (Q)	4,8
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	01/17	.	3,5
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	IV/16	3,8	3,7
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	IV/16	1,8	2,2
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	IV/16	1,6	1,9
ostatní	IV/16	2,4	3,8
Průměrná reálná mzda	IV/16	3,3	2,8
Průměrná nominální mzda	IV/16	4,8	4,2
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	IV/16	4,7	3,7
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	IV/16	5,3	6,1
Průměrná nominální mzda v průmyslu	01/17	.	5,7
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	01/17	.	4,8
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	01/17	8,4 (Q)	9,0
Průmyslová produkce (s.o.)	01/17	.	4,2
Stavební produkce (s.o.)	01/17	.	-1,9
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	01/17	.	3,2

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

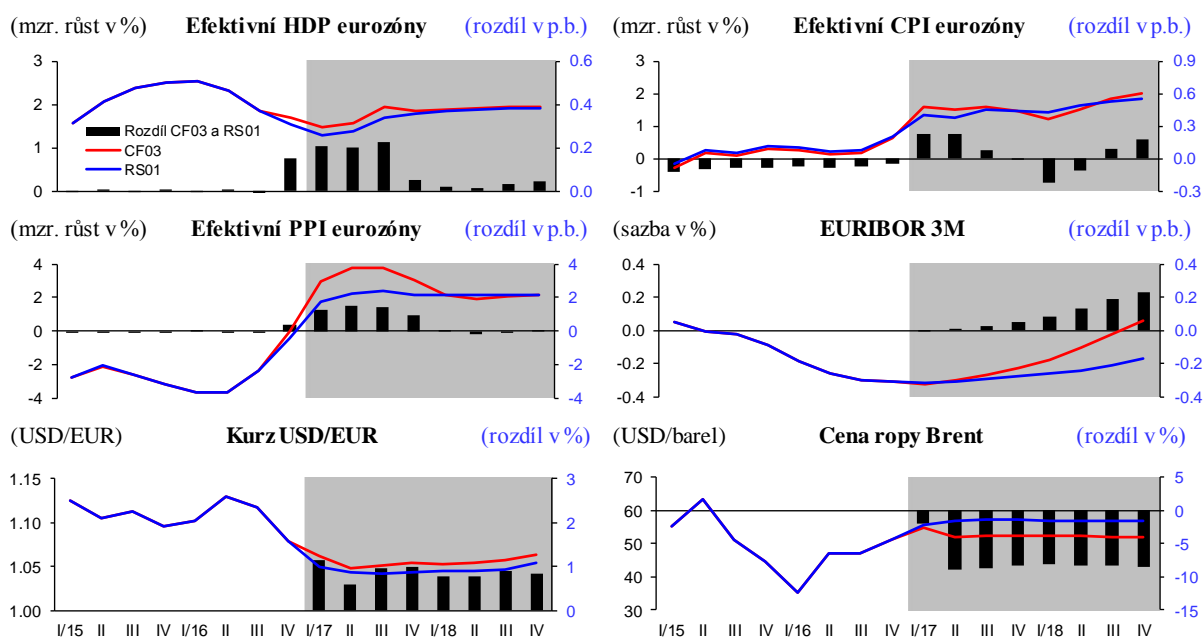
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Výhled tempa růstu zahraniční poptávky pro letošní rok se zvýšil. Ve srovnání s minulou prognózou se výrazně zvýšila předpověď růstu cen výrobců pro rok 2017, zejména vlivem jejich nečekaně výrazného růstu na začátku letošního roku. Také výhled inflace spotřebitelských cen pro letošní rok je mírně vyšší. Trajektorie implikovaných budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR téměř na celém horizontu prognózy roste strměji, zejména v reakci na pokračující růst inflačních očekávání v eurozóně. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru byl na celém horizontu prognózy přehodnocen směrem k mírně silnějším hodnotám eura. Tržní křivka cen ropy Brent se po celé své délce posunula oproti prognóze z 1.SZ směrem dolů.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF03) je založena na průzkumu **Consensus Forecasts z 13. března 2017** (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (3M EURIBOR a cena ropy Brent).



Výhled **efektivního ukazatele HDP¹** eurozóny předpokládá pro letošní rok růst ve výši 1,7 % (což je o 0,2 p.b. více oproti předpokladu 1.SZ) a zohledňuje zejména vyšší pozorovaný růst ve čtvrtém čtvrtletí 2016. Vyšší dynamiku v letošním roce naznačují rovněž předstihové ukazatele ve zpracovatelském průmyslu eurozóny a Německa, které nadále prudce rostou. Pro rok 2018 zůstává předpověď růstu HDP v souladu s aktuální prognózou na úrovni 1,9 %.

Pro efektivní **ukazatel cen průmyslových výrobců (PPI)** v eurozóně se v roce 2017 očekává růst o 3,4 %, odrážející silný meziroční nárůst ceny ropy a vyšší než očekávanou dynamiku

¹ Výhled je v grafech označen šedou plochou. Nepatrné rozdíly mezi prognózou a 2.SZ u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu a sezonním očištěním.

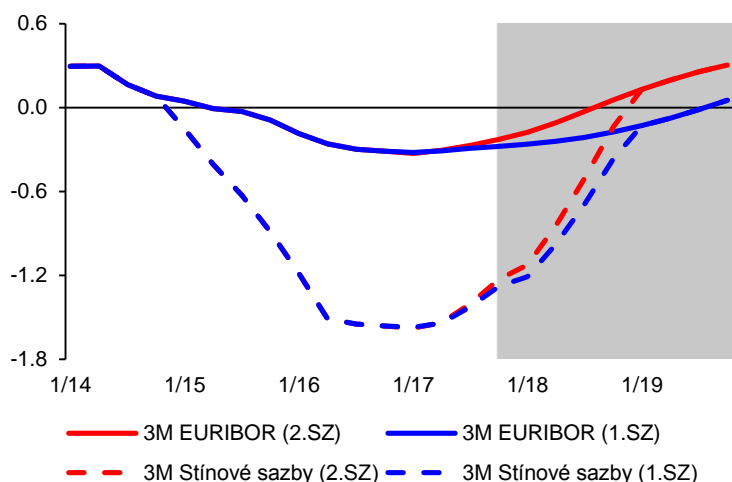
OMEZENÝ PŘÍSTUP

PPI na začátku letošního roku. Ve srovnání s aktuální prognózou z 1.SZ je to o 1,3 p.b. více². V roce 2018 by růst cen výrobců měl zvolnit na 2,1 % (což je 0,1 p.b. méně oproti prognóze).

Výhled efektivní **inflace spotřebitelských cen** (CPI) v eurozóně se pro letošní rok posunul o 0,1 p.b. výše na 1,5 %. Pro rok 2018 zůstává na úrovni 1,6 %, a neměl by tak ani v tomto roce dosáhnout 2% hranici.

Růst implikované **trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR** je téměř na celém predikčním horizontu strmější a odráží růst inflačních očekávání v reakci na aktuálně silící cenové tlaky. Zahraniční úrokové sazby však i nadále zůstanou záporné až do poloviny příštího roku z důvodu pokračující uvolněné měnové politiky ECB. Pro letošní rok se sazby nacházejí v průměru poblíž hodnoty z aktuální prognózy (-0,3 %). V roce 2018 by jejich hodnota ale již měla být oproti prognóze o 0,2 p.b. vyšší (v průměru -0,1 %). Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je přitom v souladu s březnovým CF, který v horizontu 3 a 12 měsíců uvádí úroveň zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR na úrovni -0,2 %.

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



Rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, tj. prostřednictvím růstu její bilance, je aproximován v **trajektorii stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR**. Původní plán ECB nakupovat dluhopisy v objemu 80 mld. EUR měsíčně do března 2017 byl na zasedání 8. prosince prodloužen až do konce roku 2017, i když měsíční objem nákupů se od dubna snížil na 60 mld. EUR. Efekt měsíčních nákupů ve výši 80 mld. EUR byl v předchozích SZ kvantifikován jako dodatečný pokles trajektorie sazeb 3M EURIBOR o 1,25 p.b. Od dubna 2017 se tento efekt postupně zmírnil na 1 p.b. a v roce 2018 by měl vyprchat. Tyto předpoklady se oproti predikci nemění.

Očekávaná trajektorie **kurzu eura vůči americkému dolaru** se na celém horizontu prognózy posouvá k silnějším hodnotám eura. To zohledňuje mimo jiné nedávná prohlášení vládních představitelů USA o nepříznivých dopadech silného dolaru na cenovou konkurenceschopnost amerických vývozců a také nejistoty ohledně budoucí podoby nových mezinárodních obchodních smluv USA. K posílení kurzu eura přispěla rovněž lepší ekonomická data za eurozónu a zmírnění trhy vnímaných politických nejistot v EU. U ECB se nadále předpokládá pokračování programu nákupu aktiv až do konce letošního roku, nebyl však prodloužen

² Z 1,6 % na 2,4 % se přitom zvýšila samotná předpověď na základě CF a EIU a z 0,5 na 1 p.b. se zvýšila expertní úprava nad rámec přebíraných predikcí z důvodu jejich opožděného promítání vyššího pozorovaného růstu průmyslových cen.

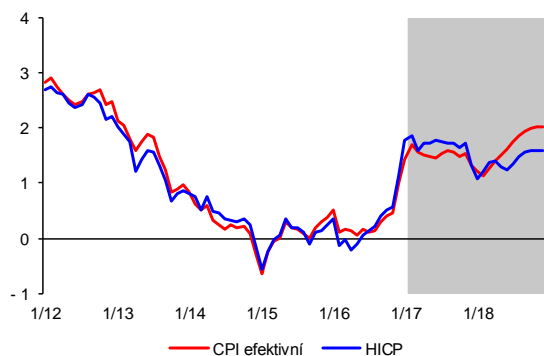
program TLTRO. Kurz eura vůči americkému dolaru by tak v průměru měl letos i v příštím roce stagnovat na úrovni 1,05 USD/EUR. Tento výhled byl nicméně zpracován ještě před zasedáním amerického Fedu, který rozhodnul o dalším zvýšení své základní úrokové sazby o 0,25 p.b. na 0,75 až 1 %. To bylo v souladu s tržním očekáváním, ale doprovodný komentář nepodpořil očekávání rychlejšího zpříšňování měnové politiky, a tak kurz eura vůči americkému dolaru bezprostředně reagoval posílením a aktuálně se pohybuje na úrovni 1,08 USD/EUR.

Tržní **futures křivka cen ropy Brent** je na celém horizontu prognózy níže o přibližně 4 USD/b, přičemž zohledňuje propad cen na začátku března v důsledku dalšího růstu zásob ropy v USA. Trhy se obávají, že země kartelu OPEC nebudou ochotny prodloužit dohodu o omezení těžby do druhé poloviny roku a efekt této dohody bude snižovat rychle rostoucí těžba v USA. Cena ropy Brent by se tak měla v letošním a příštím roce pohybovat v průměru poblíž 52 USD/b. Analytici, oslovení v rámci březnového CF, očekávají za 12 měsíců cenu cca 56 USD/b, tedy o cca 4 USD/b výše.

1.2 Eurozóna

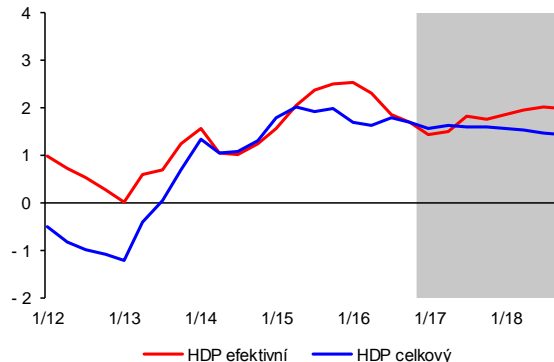
Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dosáhl **meziroční růst HDP eurozóny** stejné hodnoty jako v předchozím čtvrtletí, tj. 1,7 %. Růst byl i nadále tažen především soukromou spotřebou, naproti tomu čistý vývoz meziročně klesl. Z velkých ekonomik rostlo nejrychleji Španělsko a Německo (3% resp. 1,8%), přičemž všechny ostatní ekonomiky eurozóny rostly alespoň 1% tempem s výjimkou Řecka, jehož ekonomika v meziročním vyjádření opět poklesla.

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



	2014	2015	2016	2017	2018
CPI efekt.	0,3	0,1	0,3	1,5	1,6
HICP	0,4	0,0	0,2	1,7	1,4

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



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP efekt.	1,2	2,1	2,1	1,6	2,0
HDP celk.	1,2	1,9	1,7	1,6	1,5

Ekonomické ukazatele ze začátku letošního roku vyznívají pozitivně, i když realizované údaje zaostávají za předstihovými ukazateli a ukazateli sentimentu. PMI ve zpracovatelském průmyslu v posledních měsících rostl až na únorovou hodnotu 55,4, tedy téměř šestileté maximum. Průmyslová produkce nicméně v lednu zpomalila svůj meziroční růst na 0,6 %. Nezaměstnanost v lednu setrvala na prosincové úrovni 9,6 %, což je nejnižší hodnota od května 2009. Příznivý vývoj na trhu práce je přitom patrný ve všech významných ekonomikách s výjimkou Itálie, kde nezaměstnanost mírně vzrostla. Zlepšující se situace na trhu práce a celkové oživení v ekonomice vedou ke zlepšující se spotřebitelské důvěře, která se zatím nicméně výrazněji neprojevila v nárůstu maloobchodních tržeb. Jejich objem překvapivě v lednu mírně poklesl třetí měsíc v řadě, patrně v souvislosti s nárůstem inflace.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Pro letošní rok očekává březnový CF mírné zpomalení růstu eurozóny oproti předchozímu roku na 1,6 %. V příštím roce by pak růst HDP měl dosáhnout 1,5 %. Ostatní sledované výhledy očekávají podobné hodnoty růstu.

Celková **HICP inflace** na začátku roku prudce vzrostla a v únoru dosáhla 2 %. Rozpětí v mírách inflace v zemích eurozóny však bylo značné – Irsko zaznamenalo inflaci pod 0,5 %, naproti tomu Španělsko, Belgie a pobaltské země měly inflaci nad 3 %. Nárůst celkové inflace byl způsoben především efektem základny cen energií, zatímco jádrová inflace (bez cen energií, potravin a tabáku) stagnovala na 0,9 %. Ceny průmyslových výrobců začaly v prosinci po dvou letech meziročně růst s přispěním cen energií a spotřebního zboží. V lednu dosáhl jejich růst 3,5 %. Ceny výrobců by tak spolu se slabším kurzem eura a zlepšující se situací na trhu práce měly na výhledu zvyšovat ceny spotřebního zboží a služeb. Výhledy inflace pro letošní rok dle CF tak očekávají průměrnou inflaci na úrovni 1,7 % a v příštím roce spolu s odezněním efektu základny u cen energií její zpomalení na 1,4 %.

ECB na březnovém zasedání potvrdila nastavení své měnové politiky, tj. snížení čistých měsíčních nákupů aktiv³ o 20 mld. EUR. Od dubna do konce roku tak bude ECB do své bilance nakupovat aktiva v měsíčním objemu 60 mld. EUR, přičemž potenciální prodloužení programu bude záviset na vývoji a výhledu inflace. ECB zároveň zopakovala závazek ponechat úrokové sazby na současné či nižší úrovni až za horizont čistých nákupů aktiv, nedošlo však k prodloužení programu TLTRO.

Meziroční **růst německé ekonomiky** ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nepatrně zrychlil na hodnotu 1,8 %.⁴ Německá ekonomika tak již delší dobu roste stabilním tempem, které za celý rok 2016 činilo 1,9 %. Stejně jako v předchozích čtvrtletích působila na růst pozitivně zejména domácí poptávka (mj. vyšší vládní výdaje v souvislosti s uprchlickou krizí), zatímco příspěvek zahraničního obchodu k růstu byl negativní. Příznivý ekonomický vývoj je doprovázen nízkou mírou nezaměstnanosti, která v únoru činila 6,3 %.⁵ Přebytek běžného účtu platební bilance v poměru k HDP převýšil v roce 2016 hodnotu 8 % a byl tažen zejména rekordním přebytkem obchodní bilance.

Pro letošní rok očekává březnový CF mírné zpomalení tempa růstu HDP na 1,4 %. Bundesbanka je oproti tomu optimističtější a předpokládá stejnou dynamiku jako v loňském roce. Výhledy růstu zaměstnanosti i reálných mezd jsou rovněž příznivé a s tím v souladu jsou i vysoké hodnoty většiny předstihových ukazatelů. Výdaje státního rozpočtu by měly v letošním roce vzrůst o 2,7 %. Německé Ministerstvo financí ve svém finančním plánu zároveň počítá s vyrovnanými rozpočty až do roku 2020.

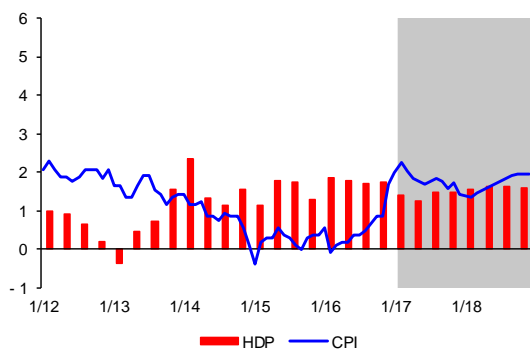
Německá inflace se v únoru dále zrychlila na hodnotu 2,2 % (nejvyšší úroveň za bezmála pět let). K růstu inflace přispěly zejména ceny energií (inflace po vyloučení cen energií by dosáhla 1,7 %). Jádrová inflace zůstala v únoru stabilní na úrovni 1,3 %. Také ceny průmyslových výrobců v únoru dále výrazně zrychlily na 3,1 %. Březnový CF očekává, že průměrná inflace za celý letošní rok zrychlí na úroveň 1,8 %, na které bude stagnovat i v příštím roce.

³ Nákupy po odečtení reinvestic jistiny ze splatných cenných papírů.

⁴ Mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky zrychlilo výrazněji na 0,4 % po růstu o 0,1 % ve třetím čtvrtletí.

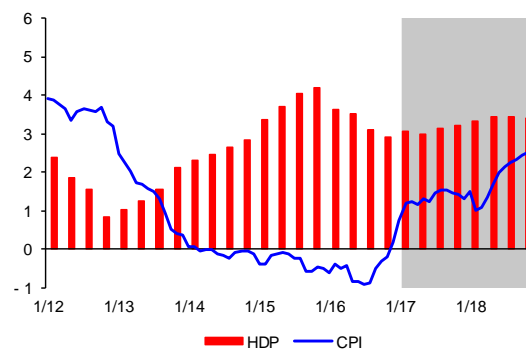
⁵ Bundesbanka očekává, že v příštích měsících dojde k postupnému zařazování uprchlíků mezi nezaměstnané, což povede k mírnému nárůstu míry nezaměstnanosti při současném růstu zaměstnanosti.

HDP a inflace v Německu (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	1,6	1,5	1,8	1,4	1,6
CPI	0,9	0,2	0,5	1,8	1,7

HDP a inflace na Slovensku (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	2,6	3,8	3,3	3,1	3,4
CPI	-0,1	-0,3	-0,5	1,3	1,9

Pozn.: Šedá plocha je předpověď CF.

Meziroční tempo růstu slovenské ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2016 pouze mírně zpomalilo na 2,9 % hlavně v důsledku propadu investic o 17 %. Meziročně mírně poklesla také vládní spotřeba. Spotřeba domácností naopak zrychlila. Mezičtvrtletní dynamika růstu HDP víceméně stagnovala na úrovni 0,8 %. Za celý loňský rok slovenská ekonomika vzrostla o 3,3 %. Silný hospodářský vývoj doprovází pokles nezaměstnanosti (v únoru na 8,4 %). Podle únorového CF by měl růst HDP za celý letošní rok dosáhnout 3,1 % a v příštím roce mírně zrychlit na 3,4 %.

Spotřebitelské ceny na Slovensku již třetí měsíc v řadě rostly. V únoru navíc jejich růst výrazně zrychlil na hodnotu 1,2 %. Za celý loňský rok poklesly ceny na Slovensku o 0,5 %, ale již v letošním roce by měly dle CF zaznamenat růst o 1,3 %.

1.3 Cena ropy

Zatímco až do konce února panoval na trhu ropy optimismus, pramenící z poměrně striktně dodržované dohody kartelu OPEC o omezení produkce⁶, v březnu začaly sílit obavy, že ani dohodnuté půlroční omezení těžby nebude stačit na to, aby se trh v blízké době dostal do rovnováhy. Zvýšila se také nejistota, zda budou velcí producenti ochotni prodloužit dohodu o omezení produkce i do druhé poloviny roku. V průběhu ledna a února se tak **cena ropy Brent** pohybovala převážně v úzkém intervalu 55-57 USD/b, ale na konci druhého březnového týdne během tří dnů propadla o více než 8 % (a cena ropy WTI se dostala poprvé od listopadu 2016 pod hranici 50 USD/b). Bezprostředním spouštěčem tohoto poklesu byl pokračující silný růst zásob ropy v USA⁷ a informace z uzavřených jednání mezi zástupci OPEC a americkými těžaři, kde představitelé Saudské Arábie varovali, že nebudou kompenzovat dalším omezováním své těžby rychlý růst produkce břidlicové ropy v USA⁸.

⁶ Údaje o dodržování uzavřených dohod z různých zdrojů se liší. Druhotné zdroje uvádějí, že kartel OPEC plnil své závazky v lednu a únoru v průměru na více než 90 % (v minulosti se podobné kvóty dodržovaly zhruba jen ze 60 %). Značnou měrou k tomu ale přispěla Saudská Arábie, která omezila produkci nad rámec svého závazku. Samotné země kartelu OPEC uvádějí menší omezení produkce. Země mimo kartel OPEC (zejména Rusko) omezily produkci zatím jen o cca třetinu svých závazků a chtějí produkci omezovat postupně.

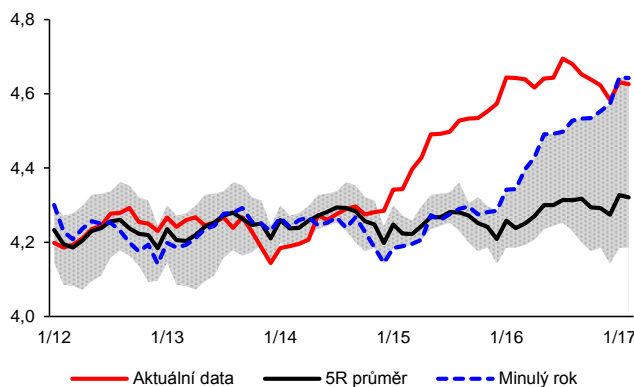
⁷ Přítom zpráva o růstu zásob v USA nebyla tak negativní, neboť v USA vrcholil sezonní údržba v rafinériích, která snižuje jejich poptávku po ropě. V souladu s tím klesaly v USA zásoby benzínu a destilátů (nafta, topné oleje).

⁸ K zesílení propadu cen ropy přispěly pravděpodobně i spekulativní fondy, které v uplynulých třech měsících navyšovaly své čisté dlouhé pozice na nová historická maxima (co se objemu týče, nikoliv peněžní hodnoty).

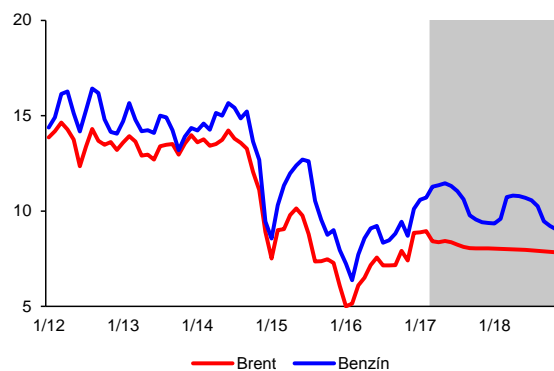
OMEZENÝ PŘÍSTUP

Dle IEA vzrostly komerční zásoby ropy v zemích OECD v lednu poprvé za šest měsíců. Byl to důsledek vystupňované produkce zemí OPEC ke konci roku 2016 před tím, než měly vstoupit v platnost uzavřené dohody o omezení těžby ropy v první polovině roku 2017. V dalších měsících by se však již měly začít projevovat účinky těchto dohod, a to i přes růst produkce v USA. Pokud by země plnily své závazky ve stejném rozsahu, jako v lednu a únoru, měl by se dle IEA obnovit pokles globálních zásob. Než se však tento proces ukáže ve spolehlivých datech, bude na trhu převládat cenová volatilita. Americká EIA není ohledně snižování globálních zásob tak optimistická a očekává pro letošní a příští rok ještě jejich mírný růst o 0,1 resp. 0,2 mil. barelů denně (po růstu 0,5 mil. barelů denně v roce 2016).

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



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



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

Tržní **křivka cen futures kontraktů** k datu průzkumu březnového CF odráží propad cen z předcházejícího týdne a implikuje průměrnou cenu ropy Brent v letošním roce 52,7 USD/b a nepatrný pokles na 52,1 USD/b v roce 2018. Její negativní sklon od roku 2018 naznačuje, že v této době již trh očekává převis poptávky nad nabídkou ropy a snižování globálních zásob ropy. Prognóza z 1.SZ počítala s cenami o více než 8 % vyššími. Březnový CF očekává v horizontu jednoho roku cenu 56,4 USD/b a je tak o cca 4 USD/b nad tržní křivkou. Stejně tak předpověď EIA vychází ještě z cen před březnovým propadem a očekává průměrnou cenu ropy Brent letos 55 USD/b a její růst na 57 USD/b v roce 2018. Pokud dojde k uklidnění na trhu a začne se se zpožděním projevovat omezení produkce zemí OPEC a dalších velkých producentů, jak předpovídá IEA, měla by se cena ropy Brent vrátit zpět k úrovni 55 USD/b⁹.

Jejich budování silných dlouhých pozic přitom cenu příliš neovlivňovalo, neboť jejich poptávku uspokojovali v dostatečné míře producenti, kteří si tak zajišťovali pro ně výhodnou cenu své budoucí produkce. Pro uzavírání těchto spekulativních pozic však protistrana chyběla.

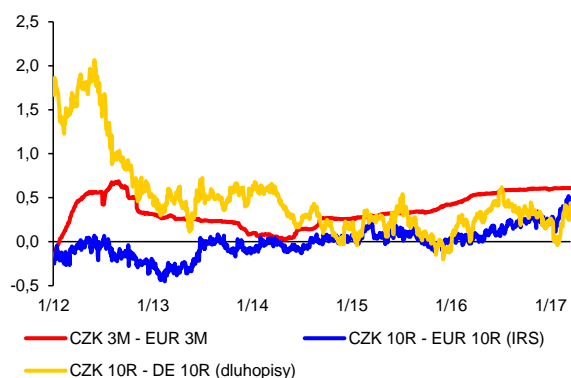
⁹ Stále více analytických pracovišť však snižuje své předpovědi cen ropy zejména pro letošní rok. Mnozí těžaři z břidlic uvádějí, že díky zlepšování efektivity těžby se jejich break-even cena pohybuje mezi 35 a 40 USD/b, což vysvětluje nárůst těžby ropy z břidlic, když se cena WTI delší dobu pohybuje stabilně nad 50 USD/b. Saudská Arábie považuje za optimální cenu ropy cca 60 USD/b, která by umožnila efektivně investovat do těžby a přitom by nevedla k nadměrnému růstu těžby v USA.

1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

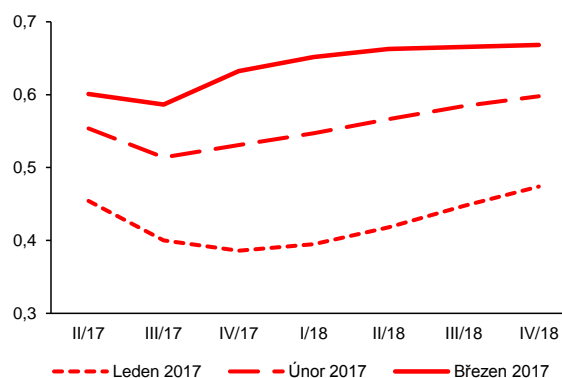
Úrokový diferenciál mezi tříměsíčními korunovými a eurovými výnosy zůstává na úrovni 0,6 p.b. Aktuální tržní výhled očekává jen nepatrné rozšiřování diferenciálu od druhé poloviny letošního roku. Výše sazby 3M PRIBOR je dlouhodobě více méně neměnná. Tříměsíční referenční úroková sazba 3M EURIBOR poklesla počátkem roku ještě o něco hlouběji do záporných hodnot a v současné době dosahuje -0,33 %. Mezibankovní sazby se stejnou splatností zůstávají záporné v Dánsku (-0,3 %), Švédsku (-0,5 %) i Švýcarsku (-0,7 %). Mimo evropský kontinent je pak obdobná sazba záporná v Japonsku, byť již jen nepatrně¹⁰.

Úrokový diferenciál mezi výnosy českého a německého desetiletého vládního dluhopisu dosahuje v současné době 0,5 p.b. V lednu sice poklesl až do lehce záporných hodnot, když vyšší než očekávané hodnoty inflace zvýšily výnosy německých dluhopisů, zatímco výnosy českých se posunuly výrazněji do záporu v důsledku spekulací na dřívější opuštění kurzového závazku ČNB. V průběhu února se však úrokový diferenciál opět zvýšil, jelikož výnosy německých dluhopisů vlivem zvýšené politické nejistoty v eurozóně¹¹ klesaly, zatímco výnosy českých rostly. V březnu pak nervozita na trzích polevila a výnos německého desetiletého Bundu se vrátil zpět k 0,5 %. Aktuální CF očekává, že v jednoletém horizontu vzroste na 0,7 %. Výnosy korunových a eurových desetiletých úrokových swapů kopírovaly vývoj na dluhopisovém trhu a rozdíl mezi nimi činí aktuálně rovněž 0,5 p.b.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Kurz eura vůči americkému dolaru klesl na počátku letošního roku na nejslabší úroveň za posledních 14 let. Až do konce ledna pak euro posilovalo s tím, jak polevovalo dřívější nadšení trhů z plánů nového amerického prezidenta na podporu tamní ekonomiky. Poté převážil negativní sentiment na evropském kontinentu (především vlivem politických nejistot) a euro do konce února část svých zisků ztratilo. V polovině března se tak kurz pohyboval kolem 1,06 USD/EUR. Březnový výhled CF očekává v ročním horizontu jen mírné oslabení eura na 1,05 USD/EUR.

¹⁰ V první polovině února se dokonce pohybovala v kladných hodnotách.

¹¹ Ta souvisela s blížícími se volbami v Nizozemsku a Francii a jednáními o brexitu.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Dosavadní vývoj veřejných rozpočtů potvrzuje základní vyznění fiskální prognózy z 1.SZ. V letošním roce bude působení fiskální politiky – v souladu s předpoklady prognózy – mírně expanzivní, v roce 2018 neutrální. V únoru podle očekávání vstoupil v účinnost zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti a od 1. března se do systému elektronické evidence tržeb připojil segment maloobchodu a velkoobchodu.

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

* upraveno o mimořádné jednorázové operace

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

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

**** měří meziroční změnu strukturálního salda

***** měří příspěvek k růstu HDP

Po rok 2016 očekává stávající prognóza dosažení přebytku hospodaření vládního sektoru ve výši 0,1 % HDP (v aktuální metodice ESA2010). Na výdajové straně k tomuto vývoji přispělo snížení výdajů na dluhovou službu a pokles kapitálových výdajů. Opačným směrem působilo zvýšení dotací na obnovitelné zdroje energie, výplata mimořádného příspěvku pro důchodce a 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 dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH¹². Působení fiskální politiky bylo v roce 2016 v souhrnu výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,7 procentního bodu.

V roce 2017 lze podle stávající prognózy očekávat zvýšení přebytku hospodaření vládního sektoru. Na příjmové straně je předpokládán pozitivní dopad postupně zaváděné elektronické evidence tržeb (EET)¹³ a další zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Proti tomu bude působit zejména dopad přesunu stravovacích služeb do snížené sazby DPH související s EET a snížení DPH na noviny a časopisy. Na výdajové straně se předpokládá pokračování zrychleného růstu mezd ve vládním sektoru, vyšší výdaje na penze a zdravotnictví a obnovení růstu vládních investic. Urychlení vládních výdajů bude mírně tlumeno dalším snížením 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.

¹² Dopad do výběru DPH ve výši 0,2 % HDP vychází z odhadu MF ČR, který je založen na analýze změny implicitní daňové sazby dle slovenské zkušenosti po zavedení obdobného opatření.

¹³ Fiskální výhled MF z listopadu 2016 odhaduje pozitivní dopad EET v roce 2017 v celkové výši cca 0,3 % HDP.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Státní rozpočet ke konci února tohoto roku dosáhl přebytku ve výši 3,7 mld. Kč (v metodice GFS), což je o 24,0 mld. Kč méně, než ve stejném období minulého roku. Snížení přebytku státního rozpočtu je především důsledkem meziročně nižších transferů prostředků z EU. Hospodaření státního rozpočtu očištěné na příjmové i výdajové straně o vliv prostředků z EU a finančních mechanismů by ke konci února t.r. skončilo schodkem cca 4 mld. Kč (ve stejném období loňského roku dosáhlo hospodaření SR očištěné o tento vliv schodku 12,8 mld. Kč). Hospodaření místních rozpočtů za celý rok 2016 skončilo přebytkem ve výši 53,1 mld. Kč, který byl v meziročním srovnání vyšší o 32,4 mld. Kč.

V roce 2018 očekává stávající fiskální prognóza 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.

Riziky stávající fiskální prognózy jsou i nadále naplňování výhledu vládních investic, skutečný dopad opatření omezujících daňové úniky a vývoj mezd státních zaměstnanců před letošními volbami. Od 1. července 2017 pravděpodobně dojde ke zvýšení mezd zdravotních sester ve státních zdravotních zařízeních (o cca 2000 Kč). Platy policistů, hasičů, celníků a vězeňské služby se k tomuto datu zvýší o 10 %. MPSV v současnosti připravuje návrh, podle kterého by měly být zrušeny nejnižší platové tarify, a státní zaměstnanci by automaticky přešli do vyššího tarifu. Připravovaný návrh by měl podle předsedy Vlády ČR začít platit rovněž od 1. července 2017. Předpokládaný dopad navrženého opatření do státního rozpočtu v roce 2017 činí 1,08 mld. Kč. S dalším urychlením růstu mezd v období před volbami však prognóza počítá. 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.

Poslanecká sněmovna Parlamentu na svém lednovém jednání schválila **zákon o pravidlech rozpočtové** odpovědnosti i související změnový zákon, jež byly v prosinci loňského roku Senátem zamítnuty a vráceny PSP k opětovnému projednání. Po podpisu prezidenta a publikování ve sbírce zákonů vešly oba zákony 21. února t.r. v účinnost.

III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 se jednotlivé ukazatele trhu práce vyvíjely protichůdně. Na jedné straně pokračovalo výrazné zvyšování poptávky po práci, takže růst zaměstnanosti nečekaně dosáhl historicky nejvyšších hodnot a překvapivě silný růst zaznamenal i přepočtený počet zaměstnanců. Silný růst zaměstnanosti vedl k dalšímu poklesu obecné míry nezaměstnanosti zřetelně pod 4% hranici. Na druhé straně nečekaně zpomalil mzdový růst v podnikatelské sféře, a to nejvíce ve službách. Z pohledu celkové průměrné mzdy v ekonomice to jen částečně kompenzoval silný růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře. V letošním roce nadále pokračuje silný růst zaměstnanosti s poklesem obou ukazatelů nezaměstnanosti. Růst mezd v průmyslu i stavebnictví v lednu opětovně zrychlil, což však mohlo být ovlivněno vyšším počtem pracovních dní.

Porovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Podíl nezaměstnaných osob (s. o., v %)	2/17	4.9	4.8
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	1/17	3.8	3.5
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	IV/16	3.8	3.7
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	IV/16	1.8	2.2
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	IV/16	1.6	1.9
ostatní zaměstnaní	IV/16	2.4	3.8
Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. změna v %)	IV/16	1.2	1.6
Nominální mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/16	4.8	4.2
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/16	4.7	3.7
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/16	5.3	6.1
Reálná mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/16	3.3	2.8
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/16	3.2	2.3
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/16	3.8	4.6
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/17	.	5.7
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/17	.	4.8
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/16	3.4	3.1
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/16	.	0.7
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/16	.	10.1
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/16	0.3	-0.2

I přes zvolnění tempa ekonomické aktivity v průběhu loňského roku v jeho posledním čtvrtletí dále zrychlil doposud výrazný růst **celkové zaměstnanosti** (podle metodiky VŠPS), a to na 2,2 % (tedy o 0,4 p.b. nad prognózu z 1.SZ), což je nejvyšší hodnota od počátku tohoto šetření v roce 1993. Z hlediska struktury zaměstnanosti přispěl k odchylce od prognózy jak lehce vyšší nárůst počtu zaměstnanců, tak i výrazně silnější růst počtu podnikatelů. Podle výpočtů z individuálních dat¹⁴ VŠPS se zaměstnanost z hlediska věkové struktury nejvíce zvyšovala ve věkové skupině 60 letých a starších osob, což vedle vysoké poptávky po práci odráží rovněž pokračující zvyšování důchodového věku. Obdobně jako v průběhu celého roku 2016 mělo i ve čtvrtém čtvrtletí na nárůstu celkové zaměstnanosti výrazný podíl zaměstnávání na kratší pracovní dobu. Lednová data o vývoji sezonně očištěné zaměstnanosti naznačují pokračování jejího silného meziročního růstu i v prvním čtvrtletí letošního roku.

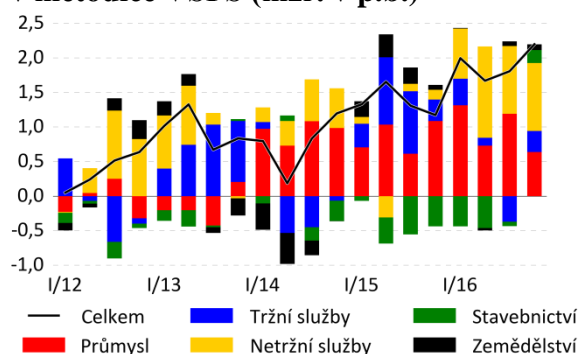
Z pohledu **jednotlivých odvětví** národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) přispěly ke zvýšení zaměstnanosti nejvýznamněji netržní služby. V jejich rámci se zaměstnanost zvyšovala ve všech hlavních odvětvích (veřejná správa a obrana, vzdělávání, zdravotnictví a kultura). Pomalejším tempem ve srovnání s přechodným čtvrtletím rostla zaměstnanost v průmyslu. To odráželo zejména zpomalení jejího růstu ve zpracovatelském průmyslu a dále

¹⁴ Podrobnější data z VŠPS ČSÚ zveřejní až koncem března. Jedná se tedy o výpočty z individuálních dat, které se však pravděpodobně od těch zveřejněných ČSÚ nebudou příliš lišit.

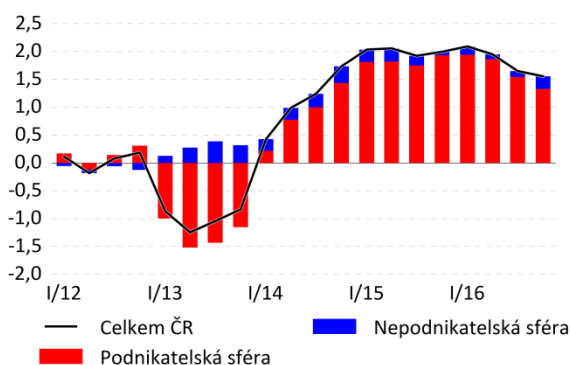
OMEZENÝ PŘÍSTUP

také pokles zaměstnanosti v energetice a zejména v odvětví těžby a dobývání související s celkovým útlumem tohoto odvětví. I přesto zůstal příspěvek průmyslu k růstu zaměstnanosti poměrně vysoký. K růstu se navrátila zaměstnanost v tržních službách, avšak v jednotlivých odvětvích byl její vývoj značně odlišný. Výrazně vzrostl počet zaměstnanců v profesních, vědeckých a technických činnostech a v dopravě a skladování. Naopak v obchodu byl počet zaměstnaných nižší, a to zejména vlivem snížení počtu podnikatelů v tomto odvětví. V ubytování a stravování se zaměstnanost propadla, a to v důsledku výrazného snížení počtu jak zaměstnanců, tak i podnikatelů. Ve stavebnictví dosavadní pokles zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2016 odezněl a zaměstnanost v tomto odvětví znatelně vzrostla, a to především mezi podnikateli. Podle lednových dat bude růst počtu zaměstnanců v průmyslu pokračovat i v prvním čtvrtletí 2017 obdobným tempem.

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



Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. v %)



Výrazný meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí 2016 a oproti prognóze byl svižnější (1,6 % oproti 1,2 % v 1.SZ). Obdobně jako v předchozích čtvrtletích se přepočtený počet zaměstnanců zvyšoval ve většině odvětví, nejvíce pak v obchodu a ve zpracovatelském průmyslu. Výrazný podíl kratších úvazků na růstu celkové zaměstnanosti se projevil dalším mírným snížením průměrného úvazku na zaměstnance. Ten v souladu s prognózou ve čtvrtém čtvrtletí 2016 meziročně poklesl o 0,3 %.

Obecná míra nezaměstnanosti (VŠPS, dle metodiky ILO) po sezonním očištění pokračovala ve čtvrtém čtvrtletí 2016 v postupném snižování a nacházela se slabě pod prognózou z 1.SZ. Při silném růstu zaměstnanosti zároveň došlo i ke zvýšení pracovní síly. Zhruba ze dvou třetin k tomu přispěla věková skupina 60 a více let, ve které se projevuje postupné zvyšování důchodového věku. V souvislosti s dlouhodobým poklesem populace ve věku 15–64 let vede růst pracovní síly zároveň k dalšímu nárůstu sezonně očištěné míry ekonomické aktivity, která se tak ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dále posunula na 75,5 %, což bylo historické maximum. Podle lednových dat se tento ukazatel v prvním čtvrtletí 2017 pravděpodobně dále zvýší. Zároveň bude pokračovat pokles sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti, která v lednu klesla na 3,5 %¹⁵ a nacházela se zřetelně pod predikcí z 1.SZ.

BOX 1: Potenciál dalšího růstu celkové zaměstnanosti

V posledním čtvrtletí roku 2016 zaznamenala celková zaměstnanost historicky nejvyšší meziroční růst. Zároveň došlo k poklesu obecné míry nezaměstnanosti znatelně pod 4% úroveň. Tento vývoj navozuje otázku, co při již tak nízké míře nezaměstnanosti umožňuje tak výrazný nárůst zaměstnanosti a zda lze očekávat pokračování tohoto vývoje.

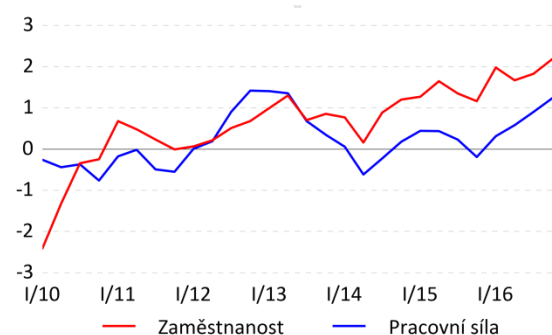
¹⁵ Obecná míra nezaměstnanosti v ČR je nejnižší v rámci EU.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

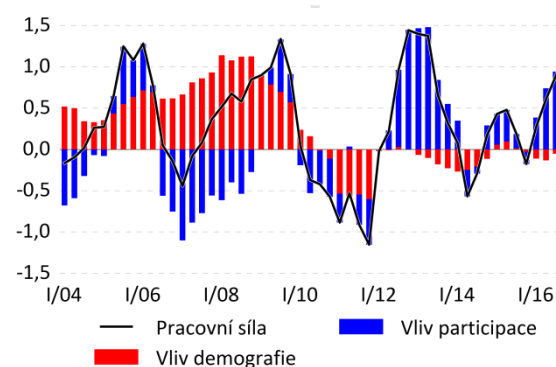
Jestliže v letech 2014–2015 vedlo k výraznému růstu zaměstnanosti především snižování počtu nezaměstnaných, v loňském roce přispěl ke zrychlujícímu tempu zaměstnanosti i zřetelný nárůst pracovní síly (Graf 1). S poklesem míry nezaměstnanosti výrazně pod 4% hranici se možnost růstu zaměstnanosti prostřednictvím poklesu počtu nezaměstnaných dále snižuje. V případě pokračování ekonomického růstu spojeného se zvyšováním poptávky po práci tak bude růst zaměstnanosti pravděpodobně odrážet spíše vývoj pracovní síly.

Pracovní síla dlouhodobě rostla díky demografickému vývoji. Od roku 2010 je však příspěvek demografie, až na krátkodobé výjimky, záporný (Graf 2). To je způsobeno populačně slabšími ročníky narozenými po druhé polovině 90. let. V posledních pěti letech, ve kterých pracovní síla dále posunula hodnotu své historicky nejvyšší úrovně, tak bylo její zvyšování taženo zejména rostoucí mírou participace¹⁶.

Graf 1: Vývoj celkové zaměstnanosti a pracovní síly (mzr. v %)

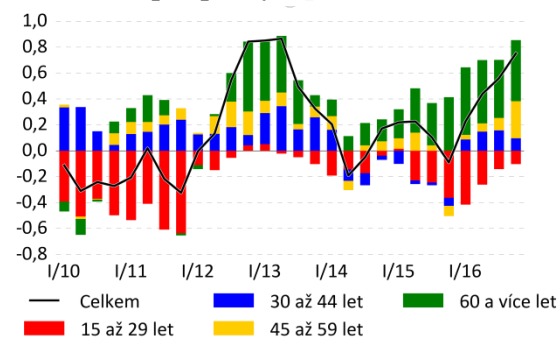


Graf 2: Dekompozice růstu pracovní síly (mzr. v %, příspěvky v p.b.)

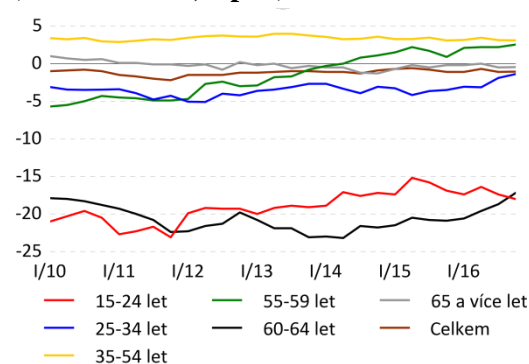


Vzhledem k tomu, že podle demografických výhledů nedojde k výraznějšímu nárůstu populace v nejbližších letech, bude vývoj pracovní síly úzce determinován mírou participace i nadále. K růstu míry participace – stejně jako v případě zaměstnanosti – v posledních zhruba pěti letech nejvýrazněji přispěla věková skupina 60-ti a více letých, tedy lidí (před)důchodového věku (Graf 3). To je způsobeno dvěma faktory. Jednak vyšší nabídkou zaměstnání na kratší pracovní dobu, díky které se zvýšila participace i ostatních věkových skupin, a také postupným zvyšováním důchodového věku. Podle aktuálního nastavení legislativy by měl posledně zmíněný faktor ovlivňovat míru participace i nadále¹⁷.

Graf 3: Dekompozice vývoje míry participace (mzr. v %, příspěvky v p.b.)



Graf 4: Rozdíl míry ekonomické aktivity dle věku (CZ minus DE, v p.b.)

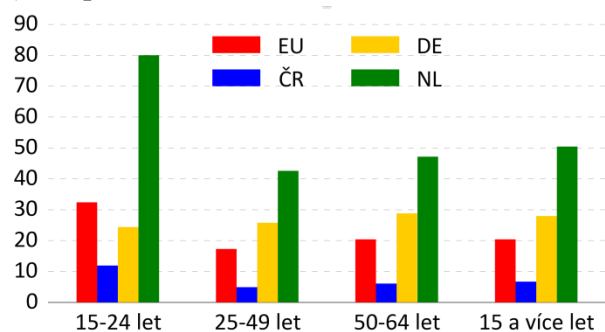


¹⁶ Míra participace uvádí podíl počtu zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci. Jedná se tedy o ukazatel míry ekonomické aktivity obyvatelstva.

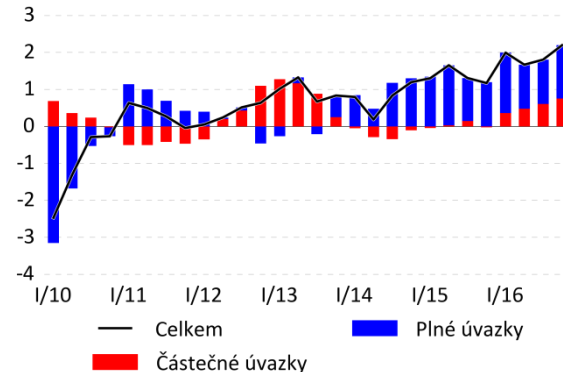
¹⁷ Odhadem zvedl postupně se zvyšující důchodový věk během posledních pěti let pracovní sílu o necelých 100 tis. osob.

Pro odhad potenciálního navýšení pracovní síly z titulu růstu míry participace je možné porovnat jednotlivé míry participace v ČR a v Německu¹⁸. Z tohoto srovnání plyne, že české hodnoty jsou výrazně nižší ve věkových skupinách 15–24 let a 60–64 let (o necelých 20 p.b.; Graf 4). Pokud bychom aplikovali německé míry participace na českou demografickou strukturu, výsledkem by bylo zvýšení pracovní síly v ČR o téměř 250 tis. osob¹⁹. Takto výrazné zvýšení pracovní síly však není v nejbližší době pravděpodobné, neboť v nejmladší kategorii je míra participace do značné míry ovlivněna nastavením vzdělávacího systému a ve vyšších věkových skupinách jsou vyšší míry participace v Německu zároveň spojeny se zdatně vyšším podílem zaměstnání na kratší úvazek (Graf 5). Ten je v ČR oproti EU²⁰ násobně nižší ve všech věkových kategoriích, a to i přes loňský výrazný nárůst podílu částečných úvazků na růstu celkové zaměstnanosti (Graf 6).

Graf 5: Podíl kratších úvazků na celkové zaměstnanosti (v %, průměr 2016²¹)



Graf 6: Dekompozice vývoje zaměstnanosti v ČR podle typu úvazku (v %)



V souhrnu lze tedy konstatovat, že vzhledem k nízké míře nezaměstnanosti poskytuje potenciál pro další zvyšování zaměstnanosti především růst pracovní síly a při daném demografickém nastavení pak zejména vývoj míry participace. Ta se bude pravděpodobně dále zvyšovat, k čemuž vedle postupně rostoucího důchodového věku přispěje i předpokládaný růst nabídky práce na kratší pracovní dobu. Oba tyto faktory nicméně znamenají, že růst pracovní síly bude spíše pozvolný (v řádu několika desítek tisíc ročně) a svého potenciálu při srovnání se situací v Německu tak česká pracovní síla pravděpodobně dosáhne až v horizontu mnoha let.

Rovněž sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** nadále klesal a v průměru za čtvrté čtvrtletí 2016 dosáhl 5,1 %. Tento pokles odrážel snižování počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání, kde nadále převažuje vyřazení umístěním, při současně pokračujícím poklesu populace v produktivním věku. Lednová a únorová data naznačují, že svižný pokles sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob bude pokračovat i v prvním čtvrtletí 2017, přičemž se tento ukazatel bude nacházet mírně pod prognózou z 1.SZ.

Postupné snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračoval i v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí. Pohledem **Beveridgeovy křivky** aktuální situace na trhu práce zhruba odpovídá vývoji z konce roku 2007, avšak při již vyšší korigované inflaci (o 0,6 p.b.). Oproti tomuto období je zároveň zdatně vyšší počet zaměstnaných osob i pracovní síla. Dlouhou dobu trvající solidní růst ekonomické aktivity vedl ke zdatnému poklesu počtu nezaměstnaných s délkou evidence jeden rok a déle, který se oproti loňskému únoru snížil o více než 45 tis. osob na necelých 140 tis. nezaměstnaných. Z hlediska nabídky pracovních pozic prostřednictvím Úřadu práce se i nadále zhruba ze dvou třetin jedná

¹⁸ V Německu se důchodový věk od roku 2012 postupně zvyšuje z 65 let na 67 let.

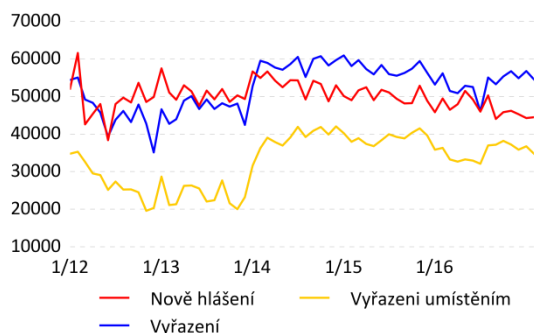
¹⁹ Výpočet je proveden přes jednotlivé pětileté skupiny členěné dle pohlaví. Jak ukazuje Graf 4, pro některé věkové skupiny by to znamenalo snížení míry participace.

²⁰ V rámci EU je podíl částečných úvazků na zaměstnanosti dlouhodobě nejvyšší v Nizozemí.

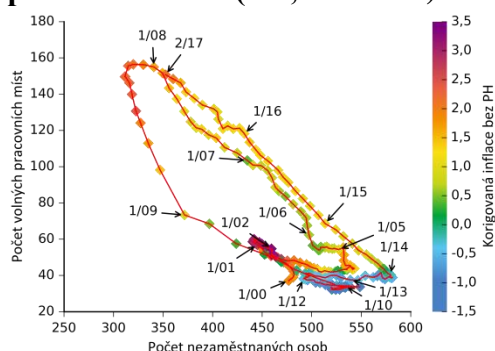
²¹ V případě údajů za EU se jedná pouze o průměr prvních tří čtvrtletí roku 2016.

o poptávku po řemeslnících, obsluze strojů a nekvalifikovaných pracovních, přičemž z odvětvového pohledu byla nejvýraznější poptávka po práci ve zpracovatelském průmyslu, v obchodu a ve stavebnictví.

Nově hlášené nezaměstnané a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce

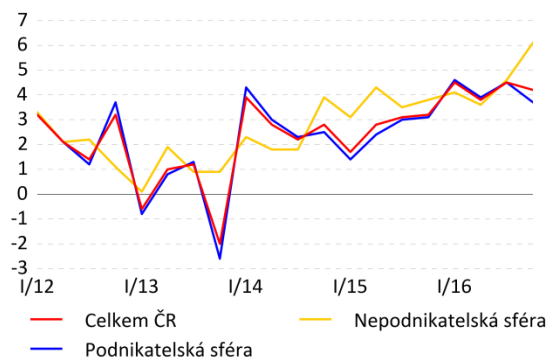


Beveridgeova křivka – počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst (s.o., v tisících)

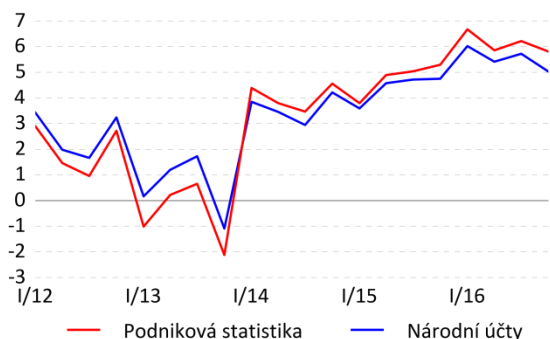


Průměrná mzda v ČR celkem ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zpomalila svůj meziroční růst, a to na 4,2 %, když prognóza naopak očekávala jeho další zrychlení. V reálném vyjádření celková průměrná mzda ve čtvrtém čtvrtletí 2016 při již zrychlující meziroční inflaci zvolnila svou dynamiku na 2,8 %. Výraznějším meziročním tempem oproti průměru se podle matematického modelu ČSÚ zvýšila nominální **mediánová mzda**, a to o 6 %. Zhruba v souladu s prognózou rostl ve čtvrtém čtvrtletí 2016 celkový objem nominálních mezd podle podnikové statistiky, podle národních účtů však za prognózou zaostal. Jeho nárůst v obou metodikách přitom ztlačil meziroční dynamiku nominální spotřeby domácností. Data ze šetření ISPV za čtvrté čtvrtletí rovněž ukazují na zpomalení mzdového růstu (na 4,3 %), a to vlivem pomalejší mzdové dynamiky ve mzdové sféře.²² V rámci této sféry to při rychlém meziročním růstu hodinové mzdy (o 5,1 %) bylo dáno snížením počtu odpracovaných hodin ve čtvrtém čtvrtletí. Mediánová mzda v ČR podle ISPV rostla o 5,3 % (ve mzdové sféře o 4,9 %).

Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



Vývoj objemu mezd a platů (mzr. v %)

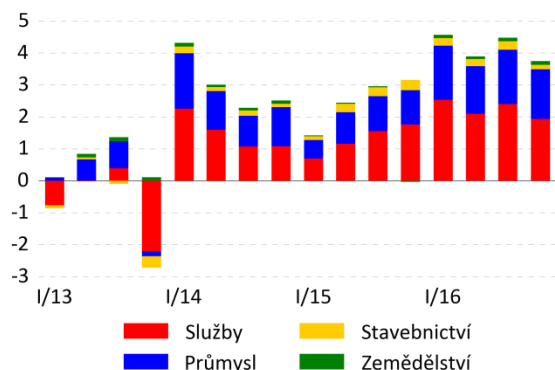


Meziroční růst **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zpomalil na 3,7 %, a nacházel se tak ztlačil pod prognózou z 1.SZ, která naopak očekávala další

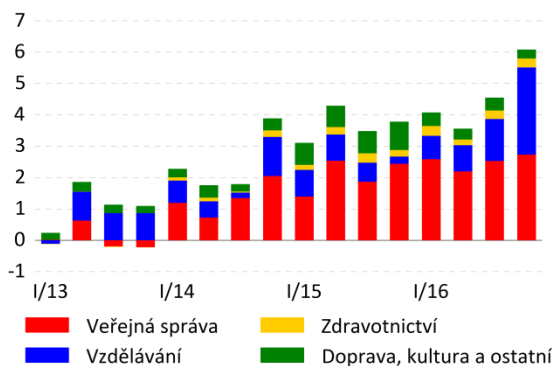
²² Mzdová sféra je v rámci tohoto šetření definována podle způsobu odměňování. Není to tedy zcela totožné vymezení jako v případě podnikatelské sféry, ale jejich přesah je značný.

zrychlení mzdové dynamiky. Při současné akceleraci inflace výrazně zvolnil i růst reálné mzdy, a to na 2,3 %. V rámci jednotlivých odvětví podnikatelské sféry došlo ke zpomalení tempa růstu mezd v naprosté většině odvětví. Ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu vzrostly mzdy meziročně o 4,2 % (v předchozím čtvrtletí o 4,5 %). V obchodě zpomalila mzdová dynamika ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 1 p.b. na 3,4 %. Nejvíce mzdy meziročně vzrostly v ubytování a stravování (o 7,5 %), kde se vzhledem k nízké úrovni mezd po celý loňský rok výrazněji projevilo zvýšení minimální mzdy z ledna 2016. Útlum produkce v odvětví těžby a dobývání se projevil poklesem mezd o 3,2 %, avšak vzhledem k nízké váze tohoto odvětví to mělo pouze slabý dopad do průměrné mzdy. Ke zpomalení mzdové dynamiky z více jak poloviny přispěl sektor služeb. Mezičtvrtletní růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře po očištění o sezonnost a jednorázové vlivy ve čtvrtém čtvrtletí zpomalil na 0,8 %, a nacházel se tak ztlačně pod prognózou (o 0,5 p.b.).²³ V letošním roce bude průměrná mzda v podnikatelské sféře ovlivněna lednovým zvýšením minimální mzdy z 9900 Kč na 11000 Kč, což dle prognózy zrychlí mzdovou dynamiku v podnikatelské sféře přibližně o 0,3 p.b. Podle lednových dat z průmyslu i stavebnictví meziroční nárůst mezd v těchto odvětvích počátkem letošního roku zrychlil, a to na 5,7 %²⁴ resp. 4,8 %, což ovšem mohlo být ovlivněno o dva dny vyšším počtem pracovních dní.

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



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



V nepodnikatelské sféře dynamika průměrné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2016 naopak nadále zrychlovala. Její meziroční růst byl ztlačně nad prognózou a dosáhl 6,1 %. K rychlejšímu růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře ve srovnání s předchozím čtvrtletím nejvíce přispělo odvětví vzdělávání, kde se ve čtvrtém čtvrtletí naplno projevilo zářijové zvýšení mezd pedagogických pracovníků a průměrná mzda se meziročně zvýšila o 7,4 %. Rovněž ve veřejné správě a obraně růst mezd ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dále zrychlil (na 6,3 %), a to v návaznosti na předstunutý nárůst platů vybraných státních zaměstnanců v listopadu. Reálná průměrná mzda v nepodnikatelské sféře se meziročně zvýšila o 4,6 %. K dalšímu urychlení mzdového růstu v nepodnikatelské sféře pravděpodobně došlo od ledna letošního roku, kdy mělo podle prognózy dojít k dalšímu nárůstu mezd ve zdravotnictví. Nad rámec těchto informací, obsažených již v 1.SZ, došlo ke zveřejnění záměrů vlády ČR na další růst platů v nepodnikatelské sféře s účinností od července 2017 (viz část II.2 Vývoj veřejných rozpočtů).

²³ Po sezonním očištění vedla nová data zároveň ke slabému mezičtvrtletnímu snížení mzdové dynamiky ve druhém a třetím čtvrtletí 2016, ačkoliv se neočištěná data změnila jen zanedbatelně.

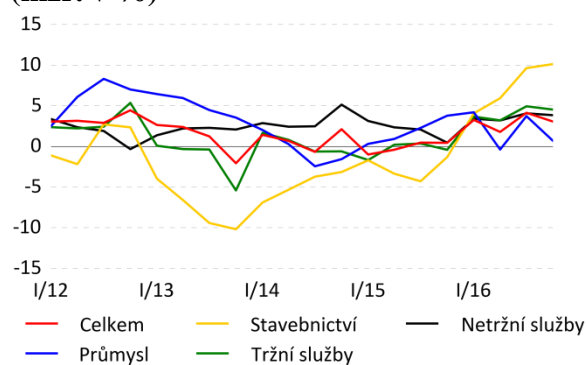
²⁴ Podle individuálních dat to bylo výsledkem obnoveného zvyšování mezd v odvětví těžba a dobývání (2,5 %) a zesílení mzdové dynamiky v energetice (na 3,7 %), činnostech souvisejících s vodou (na 4,5 %) a zejména ve zpracovatelském průmyslu (na 5,8 %; v automobilovém průmyslu na 6,5 %).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

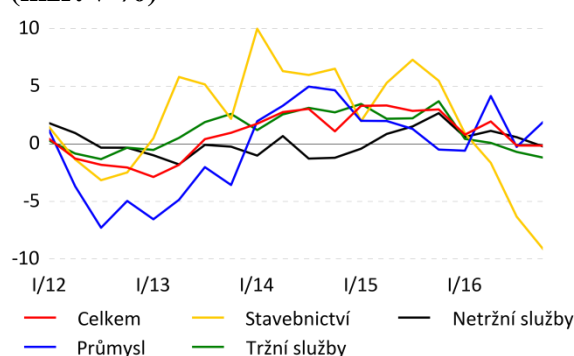
Růst **nominálních jednotkových mzdových nákladů** ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dosáhl 3,1 %, a byl tak mírně pod prognózou. V jednotlivých odvětvích byl přitom vývoj NJMN značně různorodý. V průmyslu nominální jednotkové mzdové náklady vzrostly jen mírně (o 0,7 %). To bylo výrazně méně než v netržních i tržních službách (3,8 % resp. 4,5 %). Nejvíce se však NJMN zvyšovaly ve stavebnictví – o více než 10 % – kde byla stagnace objemu mezd a platů doprovázena letošním propadem přidané hodnoty v tomto odvětví.

Produktivita práce na zaměstnaného ve čtvrtém čtvrtletí opět slabě meziročně poklesla, zatímco predikce z 1.SZ očekávala její slabý růst. S výjimkou průmyslu, kde se zvýšila téměř o dvě procenta, byla produktivita práce nižší ve všech sledovaných odvětvích. V tržních i netržních službách souvisel její pokles s výrazným zvyšováním zaměstnanosti, zatímco ve stavebnictví odrážel propad přidané hodnoty. **Hodinová produktivita práce** zhruba stagnovala (meziročně vzrostla o 0,1 %). K tomu vedl její výrazný růst v průmyslu (3,1 %) a v netržních službách (2,4 %), který byl však téměř plně kompenzován poklesem hodinové produktivity práce v tržních službách (-2,9 %) a jejím propadem ve stavebnictví (-7,9 %).

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



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



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

2 Ekonomický růst a jeho složky

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 meziroční tempo reálného HDP nepatrně zrychlilo na 1,9 %. Oproti prognóze byl ale vykázaný meziroční růst o 0,2 p.b. nižší, což bylo dáno hlubším než očekávaným poklesem fixních investic a dále překvapivou stagnací spotřeby vlády. Tyto vlivy do značné míry kompenzoval vyšší čistý vývoz spolu s vyšší tvorbou zásob. Prognóza spotřeby domácností se naplnila. Stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí rostla hrubá přidaná hodnota. Na jejím celkovém růstu se i nadále dominantně podílel zpracovatelský průmysl, přičemž jeho příspěvek se již několik čtvrtletí nacházel stabilně mírně nad 1 p.b. Již třetí čtvrtletí v řadě pokračoval pokles hrubé přidané hodnoty ve stavebnictví. Meziroční pokles stavební produkce, avšak již o poznání mírnější, přitom pokračoval také na počátku letošního roku. Naopak průmyslová produkce v lednu zrychlila svůj meziroční růst, a to zejména v návaznosti na odeznění dočasného zpomalení růstové dynamiky automobilového průmyslu ze druhé poloviny loňského roku. Obdobný růst jako v závěru loňského roku vykázaly tržby v maloobchodě. Hospodaření nefinančních podniků se v závěru loňského roku zlepšilo v důsledku nárůstu výkonů.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

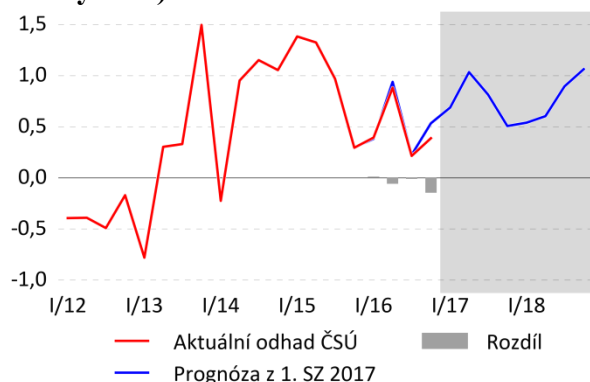
Ukazatel (s.c., sezonně oč., mizr. změny v %)	Období	Predikce z 1. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	IV/2016	2,1	1,9
Spotřeba domácností	IV/2016	2,8	2,9
Spotřeba vládních institucí	IV/2016	2,2	0,0
Hrubá tvorba kapitálu	IV/2016	-0,4	-2,5
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	IV/2016	-2,2	-6,1
Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	IV/2016	0,5	0,9
Vývoz zboží a služeb	IV/2016	0,8	1,8
Dovoz zboží a služeb	IV/2016	0,2	0,4
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	IV/2016	0,5	1,2
Průmyslová výroba	01/17	.	4,2
Stavební výroba	01/17	.	-1,9
Tržby v maloobchodě bez motor. segmentu	01/17	.	3,2

Růst sezonně očištěného **HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2016** nepatrně zrychlil na 1,9 % meziročně (oproti 1,8 % ve třetím čtvrtletí loňského roku). V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 0,4 %. V porovnání s prognózou tak byl pozorovaný růst v meziročním srovnání o 0,2 p.b. slabší, přičemž tato odchylka byla způsobena zejména nižším než očekávaným příspěvkem fixních investic a spotřeby vlády. To do značné míry kompenzovaly vyšší příspěvky čistého vývozu a změny stavu zásob.

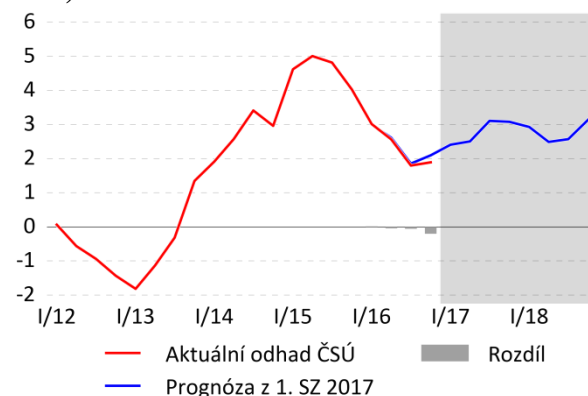
Stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí rostla **hrubá přidaná hodnota** (1,6 % meziročně). Na jejím růstu se stále výraznou mírou podílel zpracovatelský průmysl, jehož příspěvek se nadále nachází mírně nad 1 p.b. Kladné příspěvky k růstu HPH byly pozorovány také ve většině odvětví terciálního sektoru. Znatelný meziroční pokles naopak opětovně zaznamenalo stavebnictví. Překvapivě se však mírně meziročně snížila i přidaná hodnota v odvětví obchodu, pohostinství a dopravy.

Daně z produktů meziročně vzrostly o 4,6 %. Jejich dynamika tak nadále odráží vyšší výběr daně z přidané hodnoty a daní z tabákových výrobků.

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



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

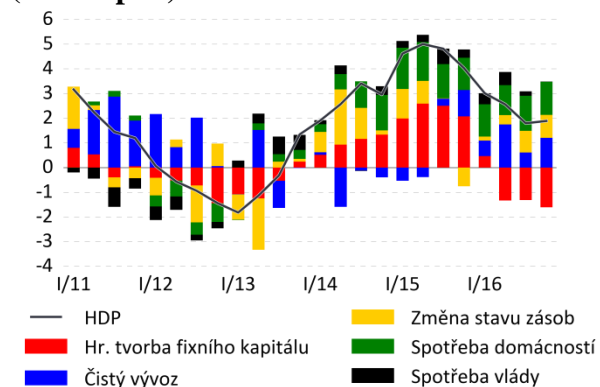


Meziroční dynamika reálné **spotřeby domácností** se i v závěru loňského roku udržela poblíž 3% úrovně. Její růst byl z pohledu věcného členění i nadále tažen všemi složkami. Nejvíce přispěla opětovně krátkodobá spotřeba a výdaje za služby. Prognóza spotřeby domácností se tak naplnila a její pokračující růst poblíž dosavadních úrovní koresponduje s pozorovaným růstem objemu mezd a platů.

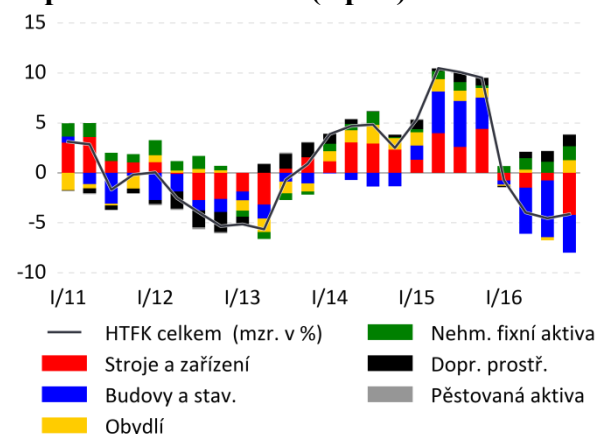
Znatelně nižší meziroční růst, než očekávala prognóza z 1.SZ, zaznamenala **reálná spotřeba vlády** (meziroční stagnace). Jednalo se přitom zejména o nižší než prognózou očekávaný růst

nominální spotřeby vlády. Údaj o vládní spotřebě v národních účtech je podle informace ČSÚ – vzhledem k posunutí uzávěrky dat za čtvrté čtvrtletí – pouze extrapolací předchozího vývoje, a při publikaci sektorových účtů tak pravděpodobně dojde k její výrazné revizi.

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



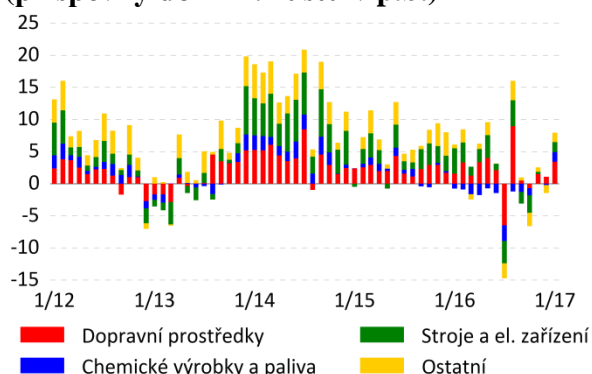
Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k mzr. růstu (v p.b.)



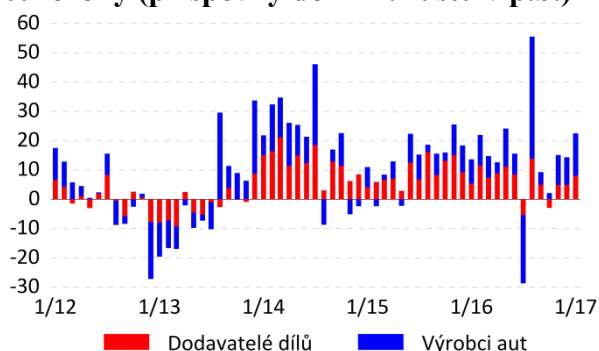
Meziroční pokles **hrubé tvorby kapitálu** se v závěru loňského roku mírně prohloubil (na -2,5 %). To bylo dáno silnějším poklesem fixních investic (o 6,1 %), jejichž dynamika byla současně revidována směrem dolu i za tři předchozí čtvrtletí. Očekávání prognózy o jen pozvolné ožívování investiční aktivity se tak kvalitativně naplňují. I když efekt přechodu na nové programové období čerpání prostředků z fondů EU začíná odeznívat, návrat hrubé tvorby kapitálu do meziročního růstu nadále očekáváme až v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku. Potvrzují to i data věcného členění fixních investic ukazující na zmírnění meziročního poklesu investic do budov a staveb. Znatelný meziroční propad investic byl zároveň pozorován v kategorii strojů a zařízení, byl však způsoben výhradně očekávaným efektem srovnávací základny odrážející loňské prodloužení pronájmu letounů Gripen, a v následujícím čtvrtletí se tak již nebude opakovat.

Jen mírně rychlejším meziročním tempem, než očekávala prognóza z 1.SZ, rostl ve čtvrtém čtvrtletí 2016 **vývoz zboží a služeb** (o 1,8 %). Potvrdil se tak předpoklad prognózy o utlumeném růstu vývozu zboží v důsledku nižší dynamiky prodejů aut v západní Evropě ve druhé polovině loňského roku. Tento vývoj postihl zejména vývozce dílu pro automobilový průmysl, zatímco vývoz hotových dopravních prostředků tuzemských výrobců zůstal nadále silný. Lednová data zahraničního obchodu však již ukazují na návrat dynamiky vývozu na tempa z prvního pololetí loňského roku, přičemž se na tom podílely při opětovně oživující poptávce po nových autech zejména v západní Evropě nejen automobilky, ale i vývozci dílů pro automobilový průmysl. Počátkem letošního roku oživil i export v chemickém průmyslu, který byl v loňském roce ovlivněn jednorázovými výpadky produkce.

**Struktura vývozu dle odvětví
(příspěvky do mizr. růstu v p.b.)**



**Tržby autopřemyslu z vývozu do zemí
eurozóny (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)**



V návaznosti na utlumený růst dovozně náročných exportů byl obdobný vývoj pozorován také u **dovozu zboží a služeb** (meziroční růst o 0,4 %). Jeho odchylka od prognózy však byla ještě o něco menší než u vývozu, jelikož byla současně tlumena i nižší než očekávanou investiční aktivitou. To se tak odrazilo na vyšší příspěvku čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP, jenž se nacházel 0,7 p.b. nad odhadem prognózy.

Průmyslová produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí 2016 o 2,9 %, ve zpracovatelském průmyslu potom o 3,2 %. K významnému obnovení růstu produkce došlo v energetickém průmyslu (5,9 %), a to v důsledku odeznívání vlivu odstávek ve výrobě elektřiny. K dalšímu zrychlení meziročního poklesu produkce došlo naopak v odvětví těžby a dobývání. Z hlediska užití vzrostla především produkce pro dlouhodobou spotřebu, což odráží i nadále silnou poptávku po automobilech. Hodnota nových průmyslových zakázek vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí 2016 o 5,9 %, a to zejména zásluhou růstu zakázek ze zahraničí. Zakázky přitom nejvíce vzrostly v odvětví výroby motorových vozidel, ve výrobě základních kovů a ve slévárenství, a také ve výrobě chemických látek a přípravků. Poslední dostupná data za leden 2017 indikují zrychlení růstu průmyslové produkce na 4,2 %. Rychlý růst produkce přitom zaznamenal průmysl automobilový, chemický, hutní a slévárenský, a také elektrotechnický. Hodnota nových zakázek v lednu vzrostla o 7 %.

Stavební produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) v posledním čtvrtletí 2016 poklesla o 2,3 %. Meziroční pokles stavební produkce tak postupně slábne. Zatímco produkce pozemního stavitelství vzrostla o 7 %, produkce inženýrského stavitelství se i nadále nacházela ve výrazném meziročním poklesu. Počet nově vydaných stavebních povolení ve čtvrtém čtvrtletí vzrostl o 6,2 % a významně se zvýšila také jejich hodnota (o 12,8 %). Podle posledních měsíčních indikátorů za leden 2017 se pokles stavební produkce lehce zmírnil na 1,9 %. Za dalším zmírňováním meziročního poklesu v tomto odvětví stojí především odeznívání propadu inženýrského stavitelství v souvislosti s cyklem fondů EU. Tento faktor bude ovlivňovat vývoj stavební produkce po celý rok 2017. Pozitivní výhled do budoucna potom poskytuje pokračující růst počtu nově vydaných stavebních povolení (v lednu o 11,9 %), stejně jako růst jejich hodnoty (o 15,5 %).

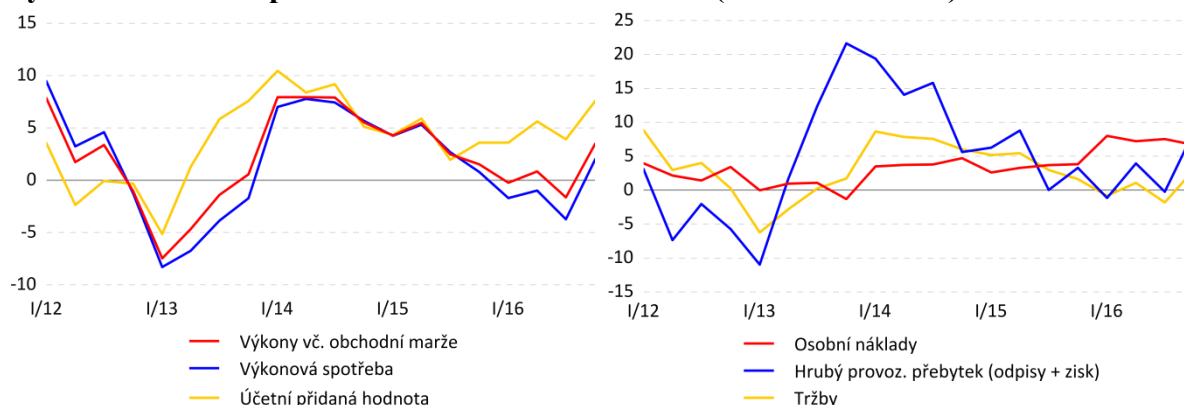
Růst tržeb v maloobchodě bez motoristického segmentu (ve stálých cenách, sezonně očištěné) ve čtvrtém čtvrtletí 2016 mírně zpomalil na 4,3 %. Největší příspěvek k tomuto růstu vykázaly tržby za nepotravinářské zboží. Tržby v motoristickém segmentu, které v prvních třech čtvrtletích loňského roku rostly oproti nemotoristickému segmentu výrazněji, rovněž zpomalily, a to na 4,6 %. V lednu 2017 rostly maloobchodní tržby bez motoristického segmentu o 3,2 % (stejně jako v prosinci), v motoristickém segmentu o 4,9 %.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Důvěra v domácí ekonomiku byla v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2016 i nadále vysoká, když se dále zvýšila důvěra jak u spotřebitelů, tak také u podnikatelů. Nárůst důvěry v podnikatelském sektoru byl přitom plošný a nově zahrnoval také odvětví stavebnictví, kde důvěra v minulých čtvrtletích klesala. V průběhu ledna i února se sice důvěra v ekonomiku mírně snížila, avšak nadále zůstala na vysokých úrovních.

Hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2016 ve znamení obnoveného růstu výkonů (meziročně o 3,4 %). Tento nárůst byl přitom poměrně plošný, když k růstu výkonů došlo ve všech významných odvětvích ekonomiky s výjimkou stavebnictví. Největší příspěvek k růstu výkonů přitom zaznamenal zpracovatelský průmysl, přičemž rostla především produkce automobilového průmyslu a nově také průmyslu chemického. Vliv nízkých cen energetických a neenergetických komodit již odezněl a v důsledku toho došlo k nárůstu výkonové spotřeby (o 1,9 %). Tento nárůst byl však oproti růstu výkonů nižší a účetní přidaná hodnota tak vzrostla o výrazných 7,5 %. V segmentu nefinančních podniků i nadále meziročně rostly mzdové náklady (6,7 %). Výrazný růst účetní přidané hodnoty se projevil také ve vývoji hrubého provozního přebytku, který v posledním čtvrtletí 2016 vzrostl o 8,6 %.

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



3 Platební bilance

Běžný účet platební bilance dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2016 schodku, zatímco predikce z 1.SZ zprávy předpokládala jeho přebytek. Odchylka od predikce ve výši téměř 44 mld. Kč souvisela především s výrazně hlubším než očekávaným schodkem prvotních důchodů v důsledku vyšších důchodů z přímých investic vyplacených nerezidentům. Výše přebytku kapitálového účtu zhruba odpovídala predikci. V případě finančního účtu byl vykázán výrazně vyšší než očekávaný čistý příliv portfoliových investic, související s vysokým čistým přírůstkem závazků v rámci dluhových cenných papírů.

v mld. Kč	4. čtvrtletí 2016		1.-4. čtvrtletí 2016
	predikce z 1.SZ	skutečnost	skutečnost
běžný účet	20,8	-22,8	52,6
kapitálový účet	2,7	1,2	53,5
finanční účet	-	11,5	117,7

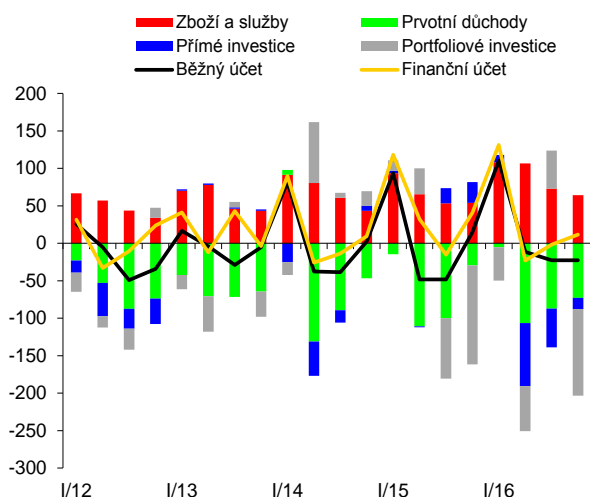
OMEZENÝ PŘÍSTUP

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dosáhl **běžný účet** platební bilance třetí čtvrtletí v řadě schodku, a to ve stejné výši jako ve třetím čtvrtletí (-22,8 mld. Kč). Běžný účet se meziročně snížil při přechodu z přebytku do schodku o téměř 38 mld. Kč. K poklesu celkového salda přispělo především prohloubení schodku prvotních důchodů. Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP dosáhl 1,1 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se zmínil o 0,8 procentního bodu. Roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil 2,3 %.

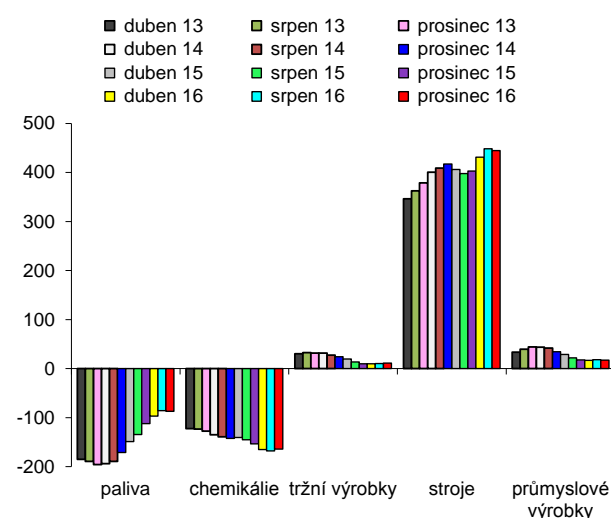
Bilance zboží a služeb skončila ve čtvrtém čtvrtletí přebytkem 64,2 mld. Kč, který se po celý loňský rok meziročně zvyšoval, tentokrát o více než 10 mld. Kč. Růst přebytku výkonové bilance byl podobně jako v předchozích třech čtvrtletích spojen s růstem přebytků obou jejích složek. Ke zvýšení aktiva zboží (o více než 5 mld. Kč) přispěl vývoj v reálném vyjádření, který byl zhruba z poloviny korigován cenovým vlivem, spojeným se zápornou meziroční změnou směnných relací. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn růstem přebytku strojů a dopravních prostředků. Po mírném meziročním poklesu nominálního obchodního obrátu ve třetím čtvrtletí se ve čtvrtém čtvrtletí jeho růst opět obnovil. Byl však jen nepatrný a byl spojen pouze s růstem vývozu. Zvýšení vývozu zboží jen o 0,7 % souviselo se zpomalující zahraniční poptávkou. Dovoz zboží se meziročně nezměnil. Zpomalení růstu celkové domácí poptávky a jen slabý růst vývozu zboží byly přitom vyvažovány zvolňováním poklesu dovozních cen v souvislosti s obnoveným růstem ceny ropy. Meziroční zvýšení přebytku **služeb** přispělo k růstu aktiva výkonové bilance rovněž ve výši 5 mld. Kč a souviselo zejména s růstem přebytků bilance zpracování zboží pro zahraniční vlastníky a bilance služeb v oblasti výpočetní techniky.

Naopak **prvotní důchody** dosáhly ve čtvrtém čtvrtletí schodku 72,9 mld. Kč, který se meziročně prohloubil o více než 43 mld. Kč. Prohloubení celkového schodku souviselo s meziročně vyššími důchody nerezidentů z přímých zahraničních investic. Také nejvýznamnější složku celkové bilance nadále představoval schodek důchodů z přímých investic (-87,2 mld. Kč), související především s výplatou dividend nerezidentům. Rovněž **druhotné důchody** zaznamenaly schodek (-14,1 mld. Kč), který se jak z důvodu meziročně hlubšího schodku čistých příjmů z rozpočtu EU, tak prohloubení schodku ostatních důchodů nenavázaných na rozpočet EU meziročně zvýšil o více než 4 mld. Kč. Schodek čistých příjmů z rozpočtu EU se přitom na celkovém schodku podílel zhruba z poloviny. Naproti tomu **kapitálový účet** skončil mírným přebytkem 1,2 mld. Kč, vyplývajícím z čerpání prostředků z rozpočtu EU. Jeho meziroční zmírnění o více než 9 mld. Kč rovněž souviselo s cyklem čerpání fondů EU.

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



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



Finanční účet skončil ve čtvrtém čtvrtletí 2016 čistými půjčkami do zahraničí, tj. čistým odlivem, v rozsahu 11,5 mld. Kč, ke kterému přispěl především růst rezervních aktiv. **Přímé investice** přitom dosáhly – podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích – čistého přílivu, a to ve výši 14,8 mld. Kč. Příliv zahraničních investic do ČR představoval více než 52 mld. Kč a souvisel s reinvesticemi zisku a s převahou přijatých půjček v dluhových nástrojích, zatímco u akcií a ostatních účastí mírně převážil čistý úbytek závazků. Růst českých investic v zahraničí byl nejvíce spojen s čistým přírůstkem aktiv u akcií a ostatních účastí a s převahou půjček v dluhových nástrojích. Také meziroční změna toků přímých investic o více než 42 mld. Kč souvisela především s vývojem v úvěrových vztazích.

Portfoliové investice zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí po jednom čtvrtletí čistého odlivu opět čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, ve výši 115,5 mld. Kč. Tento údaj byl především ovlivněn – na straně pasiv u dluhových cenných papírů – optimalizací struktury bilancí tuzemských bank v závěru roku v souvislosti s příspěvkem do resolučního fondu (což však bylo z hlediska celkového finančního účtu plně kompenzováno poklesem pasiv v rámci ostatních investic). Kromě toho se zvýšila držba vládních korunových dluhopisů nerezidenty. Nákupy zahraničních investorů převážily i u tuzemských účastí a podílů v investičních fondech. Celkově dosáhl příliv portfoliových investic nerezidentů téměř 126 mld. Kč. Také v obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory převažovaly nákupy, avšak v podstatně menším rozsahu.

U **ostatních investic** byly vykázány čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv ve výši 40 mld. Kč. K celkovým čistým výpůjčkám přispěl čistý příliv v rámci bankovního sektoru včetně ČNB (ve výši téměř 26 mld. Kč), který byl spojen především s růstem krátkodobých vkladů u ČNB, a čistý příliv v rámci podnikového sektoru, ovlivněný zejména přijatými obchodními úvěry rezidenty při současném poklesu krátkodobých vkladů v zahraničí. Celkový čistý příliv byl mírně korigován čistým odlivem zdrojů prostřednictvím vládního sektoru, souvisejícím se splátkami dlouhodobých úvěrů nerezidentům. **Rezervní aktiva** se ve čtvrtém čtvrtletí především v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB zvýšila o 173,8 mld. Kč.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

Celková meziroční inflace v lednu i únoru dále zrychlovala. Prognóza z 1.SZ její nárůst očekávala, avšak v menším rozsahu. K nejvýraznější odchylce oproti prognóze došlo u korigované inflace bez pohonných hmot, rovněž růst cen potravin byl vyšší. Dovozní ceny a ceny průmyslových výrobců výrazně zrychlovaly svůj meziroční růst, a to o něco více oproti prognóze. Ceny zemědělských výrobců v souladu s prognózou zpomalily svůj meziroční pokles. Rizika krátkodobé prognózy inflace pro nejbližší měsíce jsou nad rámec pozorované odchylky mírně proinflační, což plyne z možných dohánějících dopadů zavedení EET v pohostinství a z předstihových indikátorů cen potravin pro nejbližší období.

4.1 Spotřebitelské ceny

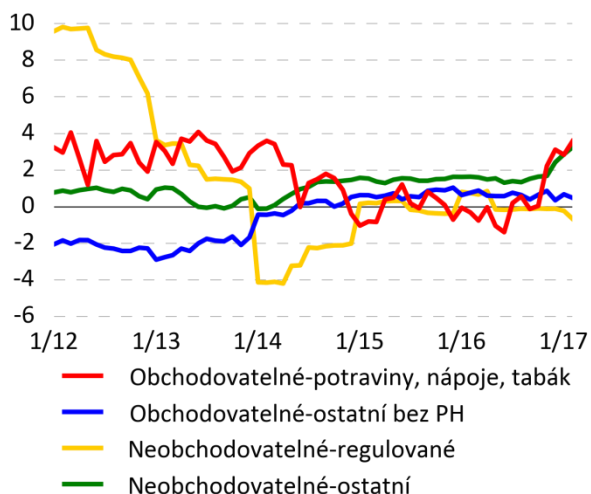
únor 2017	meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace*)
	predikce 1.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	2.1	2.5	0.45
Regulované ceny	-0.4	-0.7	-0.04
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	-0.03	-0.03	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.02	0.02	0.00
Čistá inflace	2.6	3.1	0.50
Z toho:			
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	2.9	3.6	0.20
Korigovaná inflace bez PH	1.6	2.1	0.32
Ceny pohonných hmot - čisté	17.8	16.9	-0.03
Měnověpolitická inflace	2.1	2.5	

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

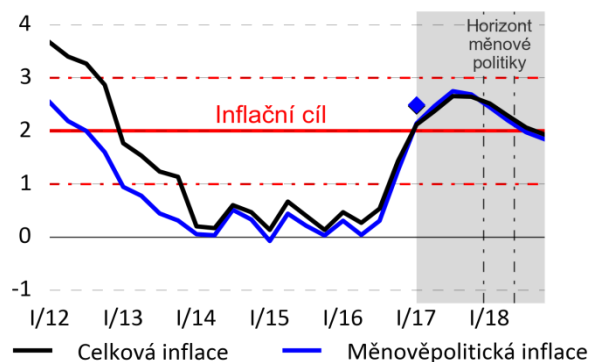
Celková meziroční inflace v lednu zrychlila na 2,2 % a v únoru dále na 2,5 %. Prognóza z 1.SZ zrychlení inflace očekávala, avšak zdaleka ne tak výrazné. K rychlejšímu růstu přispěl v obou měsících výraznější nárůst korigované inflace bez pohonných hmot a v únoru i cen potravin. Naopak k nepatrně záporné odchylce od prognózy došlo u růstu cen pohonných hmot. Odchylka ve stejném směru byla zaznamenána i u regulovaných cen.

Regulované ceny poklesly v lednu o 0,2 % meziročně, v únoru se pak jejich pokles prohloubil na -0,7 %. Regulované ceny přitom byly v lednu nepatrně vyšší oproti prognóze z 1.SZ, v únoru pak naopak mírně nižší. Za únorovým prohloubením poklesu regulovaných cen stojí především skokový pokles cen tepla, nižší byly i ceny za svoz odpadů a ceny v dopravě. V únoru došlo rovněž k prohloubení poklesu spotřebitelských cen plynu, přesto však skutečnost zůstala ještě mírně nad prognózou. Mírně vyšší byly i ceny stravování a vzdělávání. Ceny elektřiny pro domácnosti v souladu s prognózou pouze slabě rostly. U zbylých složek regulovaných cen došlo zhruba k naplnění prognózy. Výhled regulovaných cen se tak v letošním roce takřka nemění. Až do května by měly setrvat v meziročním poklesu a poté by se měly vrátit ke slabému meziročnímu růstu. Tato změna jejich dynamiky souvisí s očekávaným odezněním hlubokých poklesů cen plynu.

Meziroční růst jednotlivých skupin cen (kromě regulovaných cen vše očištěno o vliv změn daní, v %).

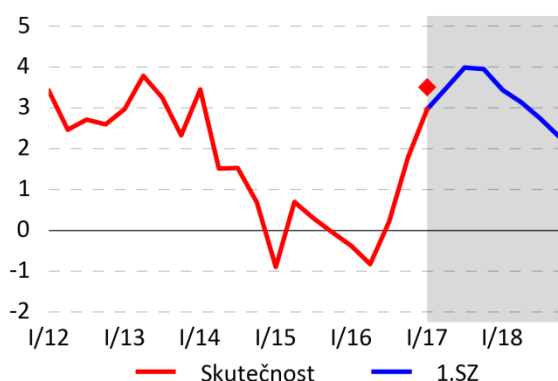


Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)

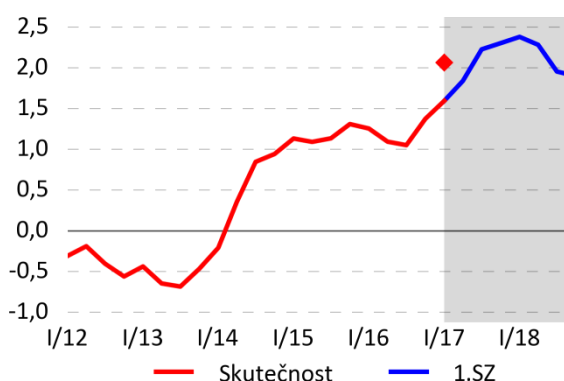


Příspěvek **primárních dopadů změn nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v lednu 0,04 procentního bodu, v únoru pak -0,01 p.b. Tento zanedbatelný vliv byl dán na jednu stranu harmonizačním zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky z ledna loňského roku s celkovým dopadem ve výši 0,2 p.b. Vliv této změny byl rozložen do prvních třech měsíců loňského roku. Další harmonizační zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky nastalo od ledna letošního roku s odhadovaným souhrnným efektem ve výši 0,1 p.b. Od počátku prosince 2016 naproti tomu došlo ke změně nepřímých daní vlivem snížení DPH ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu pro restaurace a jiná stravovací zařízení. Primární dopad této změny DPH do celkové inflace je odhadován na -0,15 p.b. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní se tak oproti 1.SZ nemění.

Ceny potravin (mzr. v %)



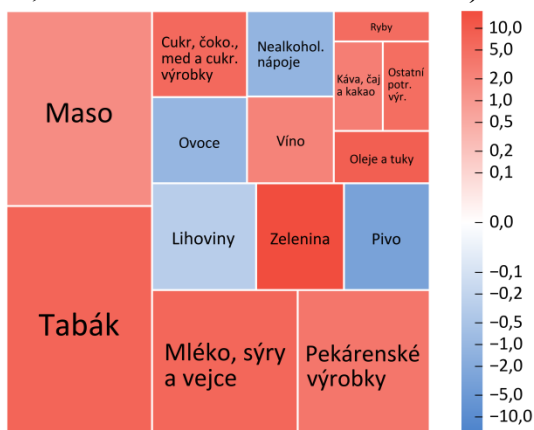
Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)



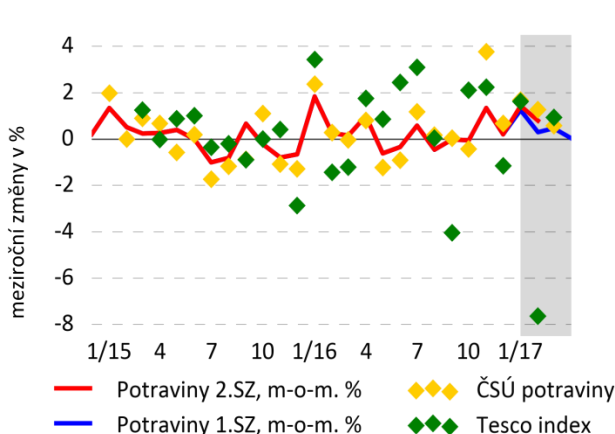
Korigovaná inflace bez pohonných hmot dále zřetelně zrychlila a v únoru dosáhla 2,1 %, takže se nacházela viditelně nad prognózou z 1.SZ. V jejím rámci přitom zrychlovaly zejména ceny neobchodovatelných statků (až na 3,2 % v únoru). Výraznou měrou se na růstu těchto cen podílely rychle zvyšující ceny v restauracích a kavárnách (meziročně o 7,5 %). Prudké zesílení jejich dynamiky započalo v prosinci, tedy po zavedení EET. Na růstu cen neobchodovatelných statků se však podílelo i imputované nájemné, a dále též ceny rekreačních a sportovních služeb, ubytování a kulturních služeb. Zvyšovaly se i ceny v oddíle bydlení, v jejichž rámci rostly ceny čistého nájemného. Svůj růst v lednu mírně zrychlily též ceny obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot, v únoru však jejich dynamika opět poklesla, a jejich růst tak i nadále zůstal utlumený (0,5 %).

Ceny potravin v lednu lehce snížily svoji meziroční dynamiku, v únoru však dále zrychlily až na 3,6 %. Prognóza z 1.SZ jejich zrychlení očekávala, avšak v menším rozsahu. Toto překvapení bylo dáno především enormním růstem cen zeleniny (zejména v únoru), což bylo ovlivněno nízkými teplotami v jižní Evropě a s tím spojenou neúrodou. U řady dalších položek potravin pak došlo k dalšímu postupnému zrychlování jejich meziročního růstu (mléčné výrobky, pečivo, vejce, mouka, cukr a cukrovinky). Naopak v únoru začaly klesat ceny alkoholických a nealkoholických nápojů, v poklesu setrvaly ceny ovoce. Pokles cen zemědělských výrobců se v lednu i únoru postupně zmírňoval, což bylo v souladu s prognózou. Výhled cen zemědělských komodit se posouvá mírně směrem nahoru, březnový meziměsíční růst cen potravin z týdenních šetření ČSÚ je nepatrně vyšší, proto rizika krátkodobé prognózy cen potravin nad rámec již pozorované odchylky hodnotíme jako lehce proinflační.

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

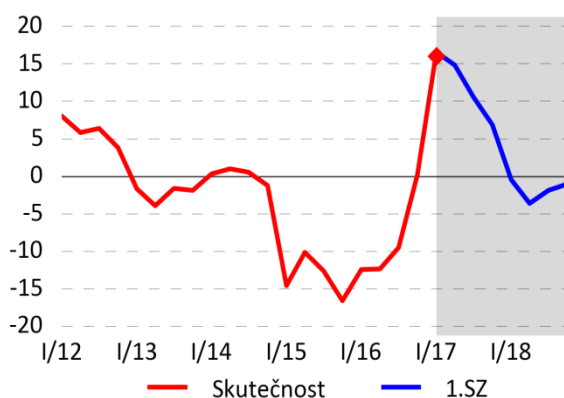


Předstihové indikátory (mzm. v %)

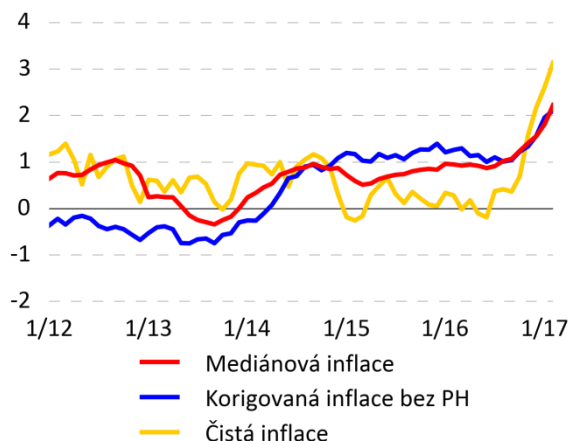


Ceny pohonných hmot v letošním roce prudce zrychlovaly svůj meziroční růst až na 16,9 % v únoru, což bylo dáno výraznou akcelerací meziročního růstu cen ropy Brent na světových trzích. Prognóza z 1.SZ tento vývoj očekávala a došlo k jejímu naplnění. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump²⁵ se tyto ceny v průběhu únoru a na počátku března zvyšovaly velmi mírně, ve druhém a třetím březnovém týdnu se ceny pohonných hmot na čerpacích stanicích dokonce slabě snížily. Vzhledem k nižším cenám ropy Brent a benzínů v novém výhledu CF při souběžně působícím silnějším výhledu kurzu eura vůči dolaru míří riziko krátkodobé prognózy cen pohonných hmot slabě protiinflačním směrem.

Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



Další ukazatele inflace (mzr. v %)

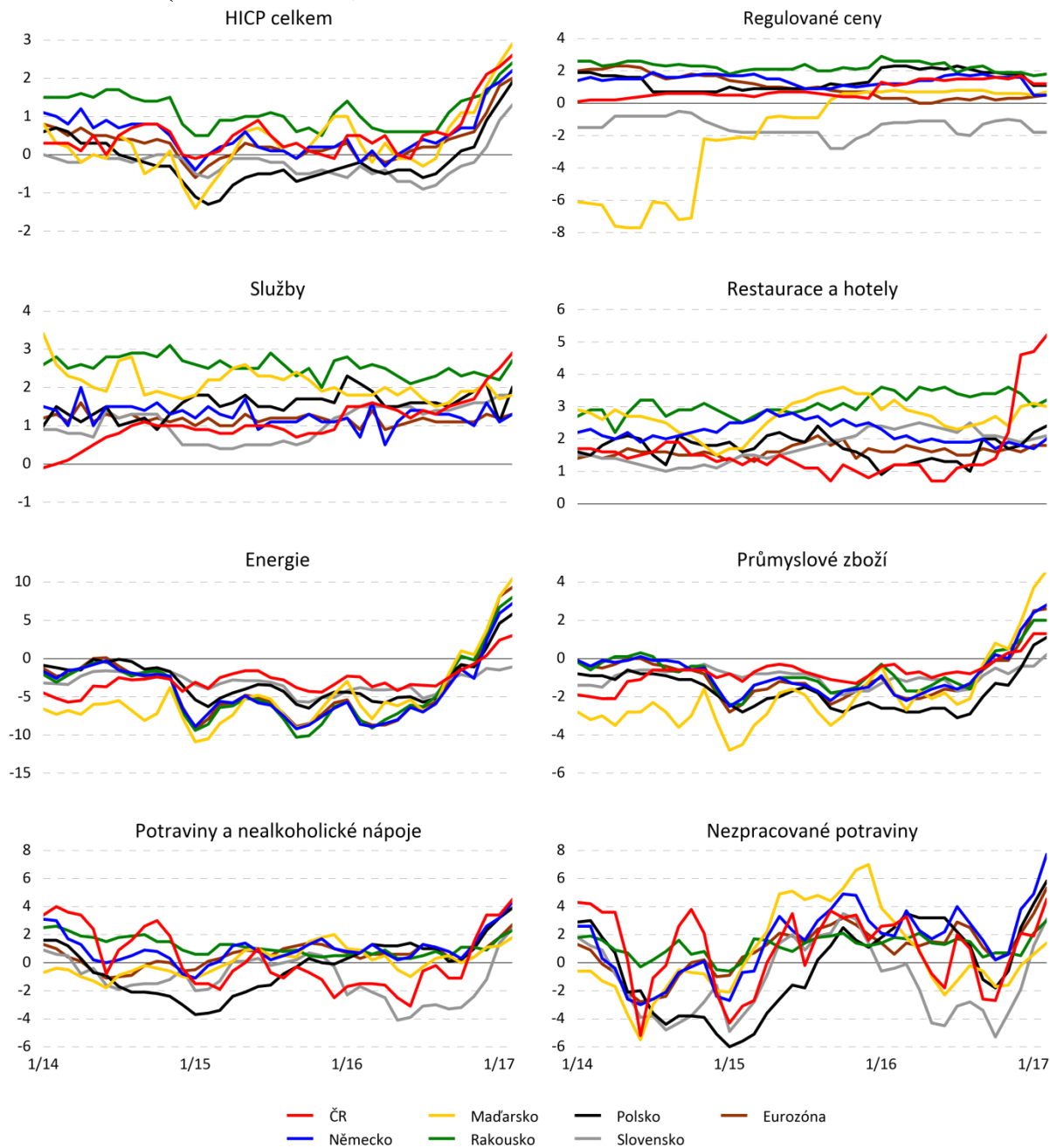


Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace se v lednu zvýšil na 1,8 %, v únoru pak dále vzrostl na 2,2 %. Oproti předchozímu čtvrtletí tak došlo ke zvýšení mediánu meziroční čisté inflace v průměru o 0,6 p.b. Meziměsíční sezonně očištěná mediánová inflace v anualizovaném vyjádření dále akcelerovala z lednových 3,7 % na 4,6 % v únoru, což byla nejvyšší hodnota od roku 2004.

Porovnání ČR s vybranými okolními zeměmi a eurozónou ukazuje v posledních dvou čtvrtletích zřetelný nárůst HICP inflace ve všech zemích, přičemž ČR v tomto srovnání vykazuje jeden z nejvyšších nárůstů. Na nich se v případě ČR podílejí zejména služby, přičemž výrazné urychlení v posledních třech měsících bylo dáno téměř výhradně odvětvím restaurace a hotely, zasaženém vlivem zavedení EET, a to i přes snížení sazby DPH pro část poskytovaných služeb. Rovněž ceny potravin v ČR rostou v posledních měsících nejvýrazněji, zatímco v závěru roku 2015 a po převážnou většinu loňského roku vykazovaly na rozdíl od většiny srovnávaných zemí zřetelný pokles. To je v největší míře ovlivněno cenami mléka a produktů z něj.

²⁵ Pro účely krátkodobé prognózy cen pohonných hmot jsou sledována data na denní frekvenci z portálu platebních karet CCS (www.ccs.cz) a jsou doplňována o týdenní šetření pohonných hmot ČSÚ. Průměrná měsíční hodnota těchto údajů je velmi dobrým předstihovým indikátorem pro oficiální data ČSÚ o cenách pohonných hmot, která přicházejí s více než týdenním odstupem po konci kalendářního měsíce.

HICP inflace (meziročně v %)



Pozn: V grafech výše je zobrazena HICP inflace podle agregátů definovaných Eurostatem a ty se zcela neshodují s národní definicí jednotlivých skupin v CPI (například regulovaných cen).

4.2 Ostatní cenové okruhy

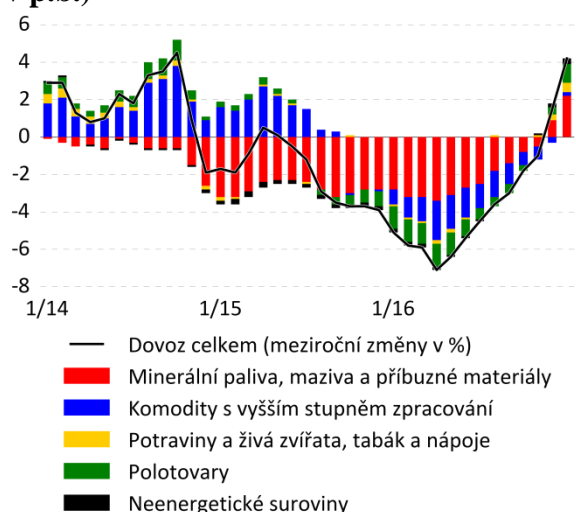
Dovozní ceny v lednu 2017 znatelně zrychlily svůj meziroční růst (a to na 4,2 %), což byla o 0,5 p.b. vyšší hodnota oproti prognóze z 1.SZ. Meziroční růst dovozních cen byl přitom tažen cenovým nárůstem ve většině sledovaných kategorií, zejména však u minerálních paliv (růst o 31,4 %). Ke znatelnému zvýšení dovozních cen došlo v úvodu letošního roku také u neenergetických surovin, potravin a polotovarů. Naopak meziroční pokles, i když již jen nepatrný, vykazaly opětovně dovozní ceny strojů a dopravních prostředků.

Meziroční pokles **cen průmyslových výrobců** na přelomu loňského a letošního roku odezněl. Od ledna 2017 se výrobní ceny v průmyslu znatelně meziročně zvyšují (v lednu o 2,1 %,

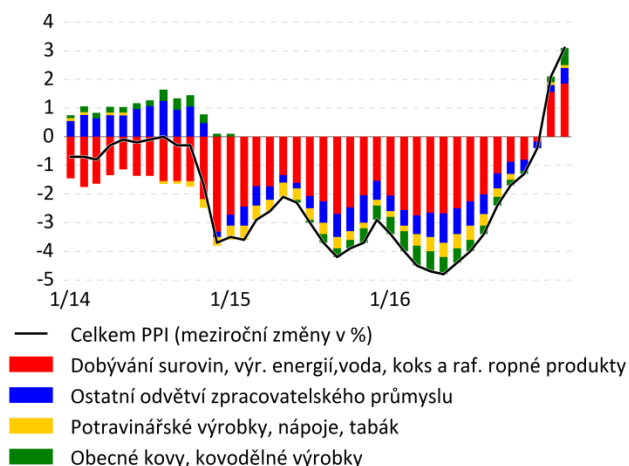
OMEZENÝ PŘÍSTUP

v únoru o 3,1 %), přičemž v obou měsících jejich dynamika byla nad prognózou z 1.SZ. Nejvíce byla cenová hladina ovlivněna vývojem cen ve zpracovatelském průmyslu, kde ceny v únoru meziročně vzrostly o 4 %. V jeho váhově nejvýznamnějším odvětví dopravních prostředků sice ještě pokračoval pokles cen, ten se však dále zmírnil. K silnému růstu přešly výrobní ceny v odvětví těžby a dobývání (v únoru o 5,8 %) v důsledku výrazného růstu cen uhlí na světových trzích. Od ledna zároveň došlo ke zdatelnému zpomalení poklesu cen výrobců v odvětví elektřiny, páry a klimatizovaného vzduchu (na -1,2 % v únoru), v odvětví zpracování vody rostly výrobní ceny ve srovnání s předchozím čtvrtletím rychleji (v únoru o 2,1 %).

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

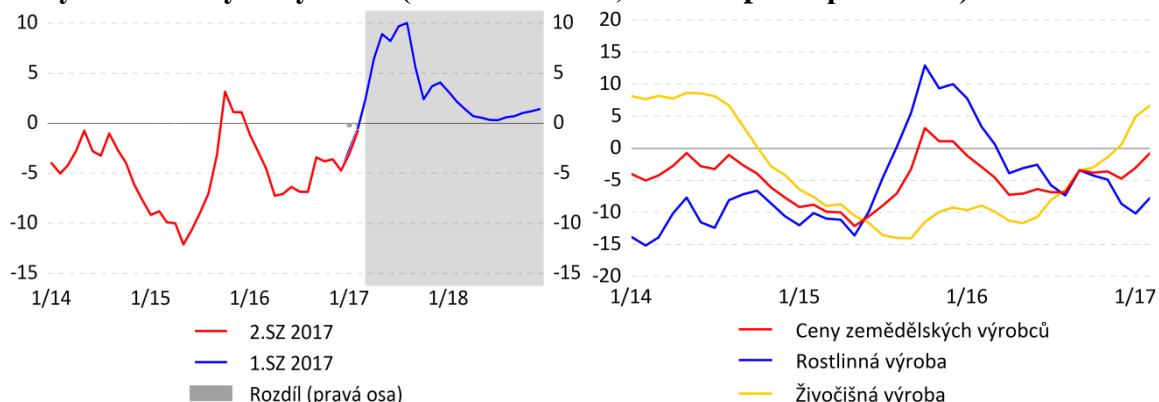


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Meziroční pokles cen zemědělských výrobců se v únoru dále zmírnil na -0,8 % (z -3,0 % v lednu). Zvolnil přitom pokles cen v rostlinné výrobě, a to na -7,8 %, když nadále klesaly především ceny čerstvé zeleniny, brambor a obilovin. Zároveň dále zrychloval růst cen v živočišné výrobě, a to na 6,7 %. Pokračoval růst cen jatečných prasat a současně výrazně zrychloval růst cen mléka. Kromě pozvolného růstu cen komodit na světových trzích se v cenách zemědělských výrobců promítlo očekávané odeznění v minulosti působících jednorázových faktorů (obchodní sankce mezi EU a Ruskem, liberalizace trhu s mlékem v EU). Zmírnění poklesů cen zemědělských výrobců za leden i únor bylo téměř v souladu s prognózou z 1.SZ. Rizika jejich vývoje pro nejbližší měsíce jsou mírně protiinflační vlivem výraznějšího růstu cen zemědělských komodit ve světě.

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



5 Peníze a úvěry

V peněžním vývoji se v prostředí nízkých úrokových sazeb a solidního hospodářského růstu nadále projevovala vysoká dynamika domácích úvěrů. Růst peněžního agregátu M3 byl přitom v posledním období značně volatilní vlivem specifických faktorů. Úvěry domácnostem na bydlení a spotřebu po prosincovém zvolnění v lednu opět zrychlily svůj meziroční růst. Úrokové sazby z těchto úvěrů slabě vzrostly. Růst úvěrů nefinančním podnikům tažený dlouhodobými investičními úvěry při rekordně nízkých úrokových sazbách zvolnil. Pokračovala akcelerace poptávky podniků a finančních neměnových institucí po úvěrech v cizí měně.

Růst **peněžního agregátu M3** byl v prostředí velmi nízkých úrokových sazeb nadále tažen vysoce likvidními komponenty. Vývoj peněžního agregátu M3 byl přitom v posledních dvou měsících značně volatilní a souvisel především s krátkodobými netranksakčními motivy. Roční míra růstu M3 v lednu zdatelně zrychlila na 9 % (oproti 6,7 % v prosinci) a vrátila se zhruba na úroveň před prosincovým skokovým zpomalením (v listopadu 2016 činil růst M3 8,4 %). Kladný měsíční tok M3 byl v lednu nejvyšší od roku 2002, kdy jsou údaje k dispozici (106 mld. Kč). V tom se částečně odrážela zpětná korekce prosincového zpomalení růstu M3. Prosincové nečekané prudké snížení dynamiky bylo významně ovlivněno tím, že banky v důsledku nařízení rezolučního fondu nebyly ochotny navyšovat své bilance přijímáním vládních depozit koncem, resp. přes přelom roku. Vklady místní vlády byly proto v prosinci z významné části dočasně uloženy na účtu státní pokladny u ČNB jako vklady centrální vlády, které do M3 nejsou zahrnuty. Nad rámec tohoto vlivu v lednu působilo na zrychlení růstu peněžních agregátů prudké zvýšení dynamiky jednodenních vkladů a repo obchodů bank – nejvýrazněji u finančních neměnových institucí.²⁶ To dle bank souviselo s tržními podmínkami (zejména s přílivem kapitálu investovaného do domácích vládních bondů, který byl v lednu rekordní), kdy zejména institucionální investoři začali preferovat uložení korunové likvidity u bank v rámci krátkodobých instrumentů.²⁷ Meziroční růst M3 byl i přesto nadále dominantně tažen vklady domácností při obnoveném růstu podnikových vkladů.

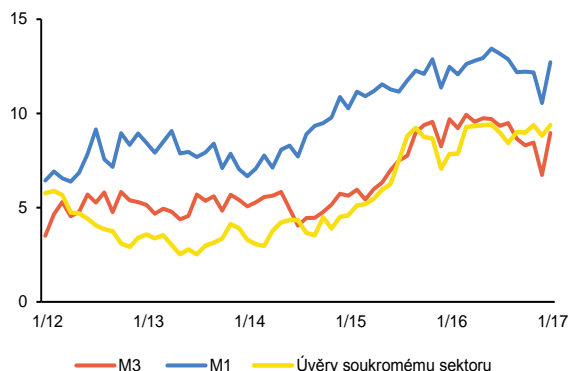
Z hlediska tvorby peněz se ve zvýšení dynamiky M3 projevoval růst domácích úvěrů a výrazné lednové zvýšení čistých zahraničních aktiv bank související s uvedeným výrazným přílivem kapitálu ze zahraničí. Peněžní agregát M3 nadále rostl značně vyšším tempem než nominální HDP. Podle prognózy z 1. SZ 2017 by měla dynamika M3 v prvním čtvrtletí 2017 činit 8,4 % a následně se bude zvolňovat do blízkosti tempa růstu nominálního HDP okolo 6 % v roce 2018. V tom se bude projevovat pozvolné zvyšování úrokových sazeb po předpokládaném ukončení kurzového závazku v polovině letošního roku doprovázené prognózovaným zvýšením inflace a růstem ekonomiky.

²⁶ Dle bank se jedná o krátkodobé operace, jejichž využití bude při aktuálních tržních podmínkách častější. Výrazně se zvýšil růst těchto instrumentů u finančních zprostředkovatelů (investiční fondy apod.) a u pojišťoven a penzijních fondů (jejich kladný měsíční tok se pohyboval okolo 1 % z M3).

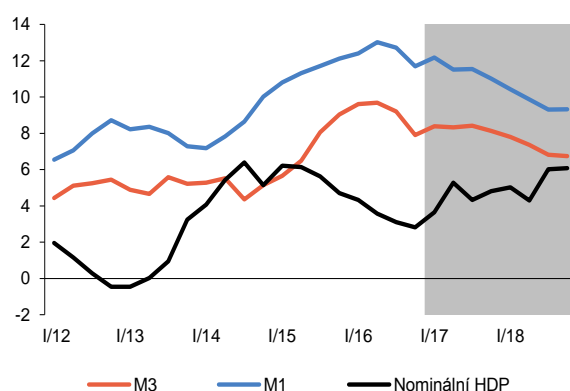
²⁷ Dle bank uvedení institucionální investoři aktuálně mimo jiné i více čerpají cizoměnové úvěry.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

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

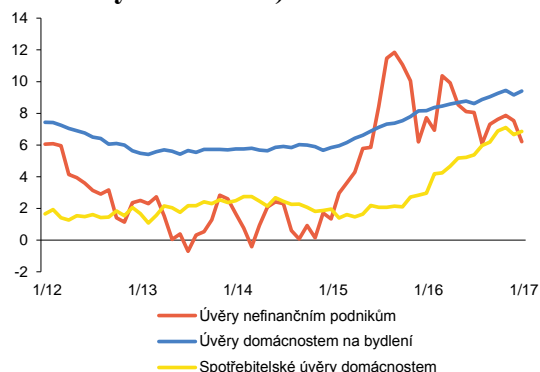


Peněžní agregát M3 a nominální HDP (roční míry růstu v %, čtvrtletní údaje, s.o.)

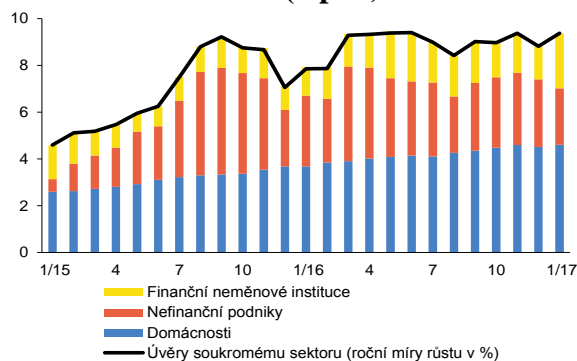


Růst **úvěrů soukromému sektoru** zůstává v podmínkách nízkých úrokových sazeb a solidního hospodářského růstu vysoký. Roční míra růstu těchto úvěrů se v lednu zvýšila na 9,4 % oproti 9,1 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016. K růstu úvěrů přispívaly úvěry domácnostem i podnikům. Růst podnikových úvěrů však zpomalil. Lednové zvýšení dynamiky úvěrů soukromému sektoru tak bylo taženo zejména akcelerací cizoměnových krátkodobých úvěrů finančním neměnovým institucím, a to finančním zprostředkovatelům, pojišťovnám i penzijním fondům. To zřejmě zčásti odráželo bilanční způsob zajištění proti kurzovému riziku spojenému s očekávanými pohyby kurzu po ukončení závazku ČNB.

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



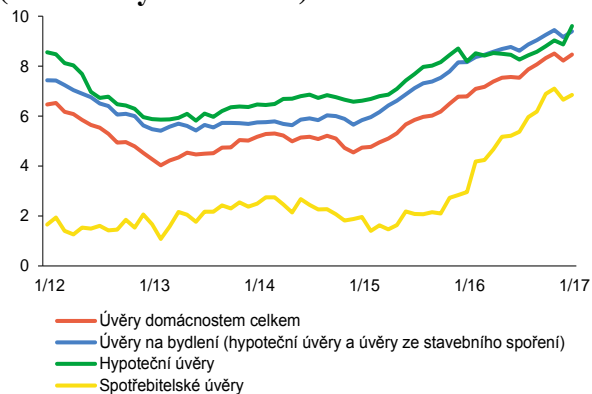
Příspěvky k roční míře růstu úvěrů soukromému sektoru (v p.b.)



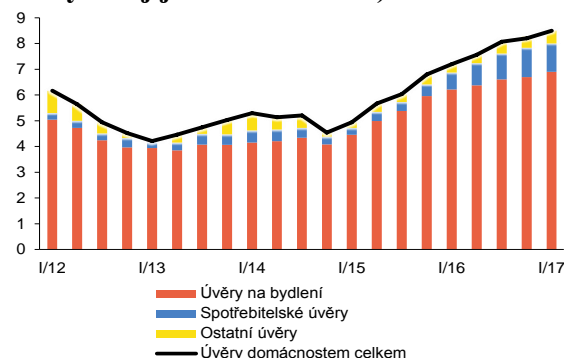
Úvěry domácnostem po prosincovém zvolnění v lednu zvýšily svůj meziroční růst, a to v podmínkách lehkého zvýšení úrokových sazeb v tomto segmentu úvěrového trhu. K růstu úvěrů domácnostem ve výši 8,5 % přispívaly úvěry na bydlení i spotřebitelské úvěry. Tempo růstu hypoték v lednu zrychlilo na 9,6 % (oproti 8,9 % ve čtvrtém čtvrtletí) a podporovalo zvyšování investic domácností do obydlí. Nové úvěry na bydlení (očistěné o refinancování a refixace) po prosincovém poklesu v lednu obnovily svůj meziroční růst. Měsíční objem nových úvěrů zůstal na prosincové úrovni, která byla oproti předchozím měsícům nižší v důsledku zavedení nových legislativních a makrobezpečnostních opatření. Po sezonním očistění byl však objem úvěrů na bydlení vysoký a odrážel očekávání dalšího zpřísnění úvěrových standardů a podmínek bank. Dle vnímání bank se poptávka po úvěrech bude postupně snižovat vlivem dalšího omezování dostupnosti hypoték. Růst spotřebitelských úvěrů zůstal na úrovni 6,9 %, banky však i v jejich případě avizují pokračující zpřísnování úvěrových standardů vlivem uvedených legislativních změn. Podle posledních údajů z národních účtů podporovala vysoká dynamika úvěrů domácnostem zaznamenaná ve čtvrtém

čtvrtletí 2016 a doprovázená růstem cen nemovitostí výrazné zrychlení růstu investic do obydlí i pokračující svižné zvyšování spotřebních výdajů domácností. Počet bytů/obydlí, u nichž byla zahájena výstavba, výrazně vzrostl.

Úvěry domácnostem (roční míry růstu v %)

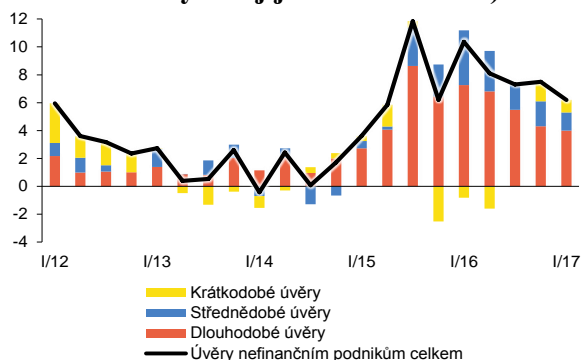


Příspěvky k růstu úvěrů domácnostem (v p.b., údaje ke konci čtvrtletí, posled. známý údaj je za leden 2017)

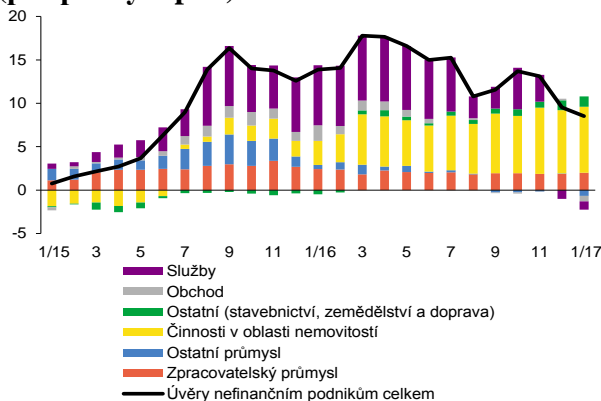


Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům** v lednu zpomalila na 6,2 %. Růst podnikových investičních úvěrů zvolnil a koncentroval se do činností v oblasti nemovitostí. Investiční úvěry dále rostly ve zpracovatelském průmyslu na výrobu motorových vozidel a v některých ostatních pododvětvích. Pokračovala akcelerace růstu úvěrů v cizí měně (zejména v eurech) používaných mimo jiné k přirozenému zajišťování především vývozních podniků proti kurzovému riziku, a to na zhruba 31 % (oproti poklesu o 1 % u korunových úvěrů). Podíl cizoměnových úvěrů dosáhl nového historického maxima ve výši 28 %.

Úvěry nefinančním podnikům dle splatnosti (příspěvky v p.b., údaje ke konci čtvrtletí, poslední známý údaj je za leden 2017)



Investiční úvěry podnikům dle odvětví (příspěvky v p.b.)



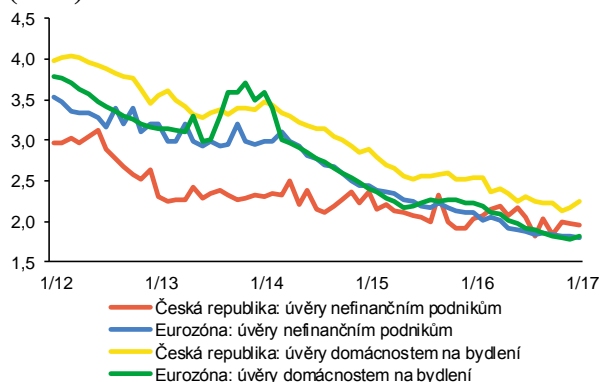
Klientské úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení a spotřebu se v prosinci a lednu lehce zvýšily. V jejich vývoji se pozvolna odráželo nabytí účinnosti nové legislativy od 1. prosince 2016 a růst výnosů desetiletých státních dluhopisů, na které je navázána významná část úrokových sazeb z úvěrů domácnostem na bydlení. Zvýšení sazeb z hypoték²⁸ však bylo zatím pozvolné a nižší než zvýšení výnosů vládních bondů (doba přenosu změny do klientských sazeb je u úvěrů na bydlení zhruba tři měsíce). Sazba ze spotřebitelských úvěrů mírně vzrostla na 10,3 %. Naopak úroková sazba z podnikových úvěrů zůstávala beze změny lehce pod úrovní 2 % (u velkých úvěrů činila 1,6 % a u malých úvěrů 2,3 %) a nadále odrážela stabilitu sazby 3M PRIBOR na historicky nejnižších hodnotách. Náklady

²⁸ Úroková sazba z hypoték s fixací pět až deset let se v lednu slabě zvýšila na 1,8 %.

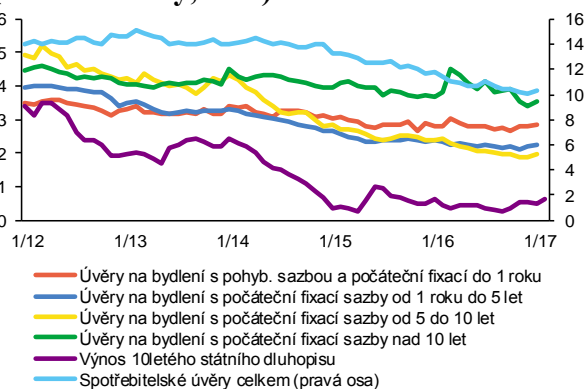
OMEZENÝ PŘÍSTUP

financování bank zůstaly na nízké úrovni. Průměrná úroková sazba z klientských vkladů se pohybovala v blízkosti nuly. V eurozóně se klientské úrokové sazby stabilizovaly na historicky nejnižších hodnotách. Rozpětí sazeb v ČR a eurozóně se pohybovalo v rozmezí 0,2 až 0,4 procentního bodu. Naopak u spotřebitelských úvěrů nadále dosahovalo výrazných zhruba 5 procentních bodů.

Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně (v %)



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



IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

V dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2017 zůstaly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní, úrokové sazby s delší splatností se mírně zvýšily. Pokračovaly masivní intervence ze strany ČNB v rámci udržování kurzového závazku. Sazba 3M PRIBOR i kurz koruny v průměru odpovídají prognóze.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

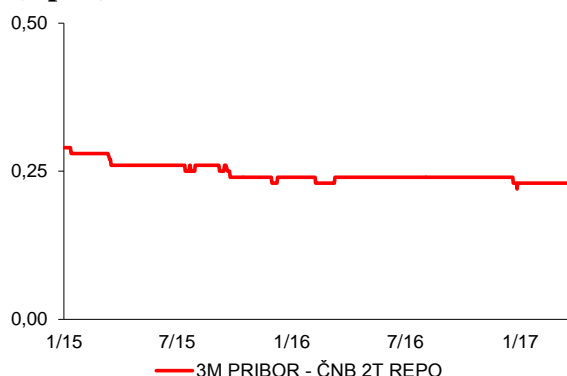
	I/17 – prognóza	I/17 – skut. ^{a)}	22.3. – skut.
3M PRIBOR	0,3	0,3	0,3
Kurz – CZK/EUR	27,0	27,0	27,0

a) průměr za čtvrtletí do 22.3.2017

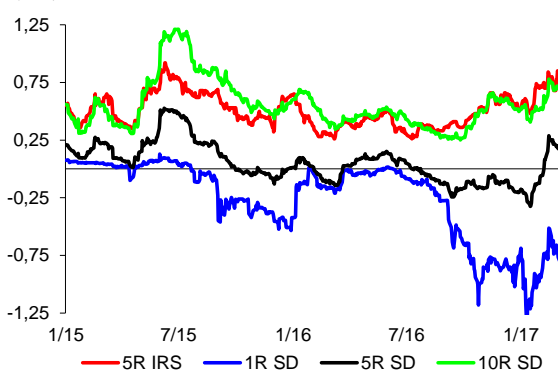
1 Domácí úrokové sazby

V dosavadním průběhu tohoto čtvrtletí byly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR (do 22.3.) činila 0,3 %, a odpovídala tak prognóze. Kladný sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal zachován. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se v souladu s prognózou nacházelo na úrovni 0,24 p.b.

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



Sazba IRS a výnosy státních dluhopisů (%)



Sazby FRA se od minulého měnověpolitického zasedání bankovní rady ČNB zvýšily o 0,1 – 0,2 procentního bodu v reakci na zvyšující se inflaci, zároveň odeznívaly spekulace na zavedení záporných úrokových sazeb. Po cca 3 letech tak křivka očekávaných tržních 3M sazeb opustila svůj inverzní nebo plochý sklon. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle aktuálních kotací FRA kontraktů implikuje v ročním horizontu lehký nárůst sazeb 3M PRIBOR. Do poloviny letošního roku se tak pohybuje v souladu s úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté je tržní výhled podstatně nižší, neboť s prognózou ČNB je od třetího čtvrtletí 2017 konzistentní znatelný nárůst tržních úrokových sazeb, se kterým tržní výhled nepočítá (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí).

Domácí úrokové sazby s delší splatností se převážně zvyšovaly, což bylo dáno jak domácími makroekonomickými údaji, tak i vlivem vývoje na hlavních trzích. Z domácích faktorů se jednalo zejména o rostoucí inflaci, současně oslabovaly spekulace na prudké posílení koruny po opuštění kurzového závazku. Do zahraničních sazeb se promítalo očekávané (a v polovině března realizované) zvýšení sazeb v USA, dále rostoucí optimismus spojený se zlepšením výhledu ekonomické aktivity v eurozóně a vyšší inflační očekávání.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Ke korekcím docházelo v souvislosti s nejistotou před blížícími se volbami v Nizozemsku (březen) a Francii (duben), a také blížící se aktivací článku 50 Lisabonské smlouvy o vystoupení Velké Británie z EU. Celkově se domácí sazby IRS od únorového měnového zasedání bankovní rady ČNB zvýšily o 0,1 – 0,3 procentního bodu. V podobném rozsahu vzrostly i výnosy tuzemských státních dluhopisů. Poptávka po českých státních dluhopisech související s přílivem portfoliových investic ze zahraničí v podmínkách přetrvávající distorze derivátového trhu je nadále vysoká, což se odráží i v převisu poptávky v primárních aukcích – především u dluhopisů s kratšími splatnostmi.²⁹ Výnosová křivka tuzemských státních dluhopisů se však pohybuje v záporných hodnotách již jen do splatnosti 3R.

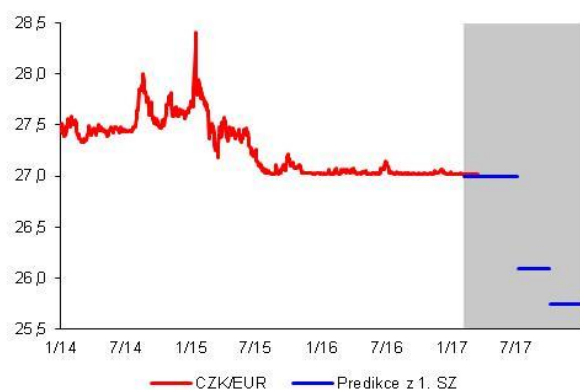
2 Devizový kurz

Kurz koruny se v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2017 nadále pohyboval nepatrně nad hranicí kurzového závazku, když jeho dosavadní průměr činil 27,02 CZK/EUR, což znamenalo meziroční i mezičtvrtletní stabilitu kurzu koruny. Těsně nad hodnotou kurzového závazku se kurz koruny pohyboval i v první březnové dekádě. Dosavadní vývoj kurzu koruny tak byl v souladu s aktuální prognózou na první čtvrtletí 2017 (27,0 CZK/EUR).

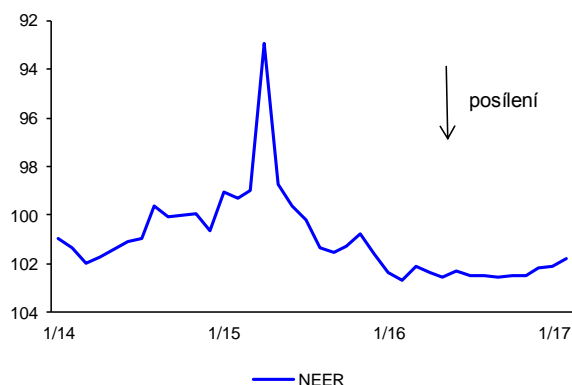
Kromě silného přílivu krátkodobého kapitálu ze zahraničí a sezonního přebytku běžného účtu stály za silnou poptávkou po koruně v prvním čtvrtletí i další faktory. Lze se domnívat, že jedním z nejvýznamnějších bylo **kurzové zajišťování čistých exportérů**. Příliv krátkodobého (spekulativního) kapitálu ze zahraničí byl spojen s blížícím se koncem tzv. „tvrdého“ kurzového závazku ČNB, nadále velmi uvolněnou měnovou politikou ECB (a jejím avizovaným pokračováním minimálně do konce letošního roku) a kladným úrokovým diferencíalem koruny vůči euru. Trhy přitom vnímají aktuálně odlišné směřování měnové politiky ECB a ČNB (akcentující udržitelné dosahování cenové stability na úrovni 2% inflačního cíle). Objem automatických intervencí ČNB se výrazně zvýšil a v souhrnu za leden a únor činil více než 610 mld. Kč. Přitom objem krátkodobých korunových depozit nerezidentů u tuzemských bank vzrostl o cca 240 mld. Kč a vládních korunových dluhopisů bylo vydáno za cca 55 mld. Kč. Je tedy zjevné, že kromě přebytku generovaného ekonomikou (v odhadované výši 60 až 70 mld. Kč za leden a únor), existuje i další významný faktor na straně nabídky deviz v rozsahu cca 250 mld. Kč. Část z něj pravděpodobně tvoří zajištění exportních firem.

²⁹ V některých primárních aukcích podíl zahraničních investorů dosáhl až 86 %. Podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se tak neustále zvyšuje a v současnosti přesahuje 40 %.

Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



Index nominálního efektivního kurzu koruny



Pozn.: Šedá plocha značí období od projednání 1. SZ v bankovní radě.

Pozn.: Hodnoty na svislé ose jsou v obráceném pořadí (2015=100).

Mírné meziroční **oslabení nominálního efektivního kurzu koruny**³⁰ v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2017 (o 0,6 %) bylo ovlivněno především posílením ruského rublu na světových trzích. Oslabení koruny vůči ruskému rublu dosáhlo výrazných 34,7 %³¹; k oslabení koruny došlo i vůči americkému dolaru o 3,2 % a japonskému jenu o 5,5 %. Oslabení NEER koruny bylo naopak zmírňováno výrazným posílením koruny vůči britské libře (o 10,8 %). Ostatní meziroční změny kurzů nepřesáhly 3 %.

³⁰ Od počátku letošního roku došlo ke změně vah jednotlivých měn při výpočtu efektivního kurzu. Především došlo k prudkému snížení podílu ruského rublu v koši kvůli výraznému poklesu vývozu a dovozu v posledních dvou letech a ke zvýšení váhy čínského renmimbi zejména vlivem růstu dovozu. Aktuální koš tvoří třináct měn; téměř dvoutřetinový podíl v něm má euro (64,3 %), dalšími měnami jsou čínské renmimbi (7,8 %), polský zlotý (7,6 %), britská libra (4,3 %), maďarský forint (3,0 %), ruský rubl (2,8 %), americký dolar (2,6 %) a dalších šest měn s podílem od 0,9 do 1,4 %.

³¹ Jedná se však jen o částečnou (zhruba třetinovou) korekci předcházejícího prudkého posílení. Přesto je již patrný pozitivní vliv tohoto vývoje na meziroční růst českého vývozu do Ruska.