

Sekce měnová

V Praze dne 28. dubna 2017
Čj.: 2017/058321/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2017)

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Část II

Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část III

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2017)

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

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

Předkladatel: Tomáš Holub

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

Zpracovala: Sekce měnová

Předkládací

zpráva

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2017)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu.

Zpráva je předložena v novém (tzv. faceliftovém) formátu, jehož součástí je i nově pojatá předmluva. Zpráva obsahuje 4 boxy, z nichž jeden je analytický (Box 2) a ostatní mají buď edukativní charakter ve vztahu k veřejnosti (Boxy 1 a 3) či jí zprostředkovávají analýzy obsažené již v předchozí malé Situační zprávě (Box 4).

Stručné srovnání nové prognózy s 1. situační zprávou (Zprávou o inflaci I/2017) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání s 1. SZ 2017 (mzr. v %)

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

N á v r h

rozhodnutí bankovní rady

Po projednání materiálu „3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2017)“ předloženého ředitelem sekce měnové p. Tomášem Holubem bankovní rada

- a) **ukládá členům bankovní rady** zaslat své připomínky k veřejné části materiálu (černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové do 5. 5. 2017 do 12.00 hodin.
- b) **ukládá řediteli sekce měnové** p. Tomáši Holubovi
 - i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s ředitelkou sekce kancelář pí Janou Báčovou zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 5. 5. 2017

dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 9. 5. 2017 do 13.00 hodin.

3. SITUAČNÍ ZPRÁVA O HOSPODÁŘSKÉM A MĚNOVÉM
VÝVOJI (ZPRÁVA O INFLACI / II)

2017

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 10. května 2017 a obsahuje informace dostupné k 21. dubnu 2017. Neří-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na našich [webových stránkách](#). Zde jsou uveřejněna také podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje dostupné v databázi ARAD.

Vážení čtenáři,

máte před sebou Zprávu o inflaci II/2017. **Tato zpráva je naší klíčovou publikací v oblasti měnové politiky.**

Zprávu o inflaci publikujeme již od roku 1998. V průběhu let ji postupně inovujeme, přičemž její nová podoba – jak ji vidíte nyní – je toho důkazem. V kapitole I této Zprávy se seznámíte s vyzněním naší nové čtvrtletní prognózy a s důvody, které stály za přijatým měnověpolitickým rozhodnutím bankovní rady České národní banky. V kapitole II naleznete podrobný popis nové prognózy a jejích rizik. Kapitola III obsahuje naše hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je naším hlavním cílem péče o cenovou stabilitu. Dále pečujeme o finanční stabilitu a o bezpečné a hladké fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen náš hlavní cíl, podporujeme rovněž obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Udržováním cenové stability pomáháme českým podnikům a domácnostem v jejich rozhodování a plánování, což v konečném důsledku vede ke stabilnějšímu vývoji celé naší ekonomiky. Nezbytným předpokladem pro úspěšné provádění měnové politiky vedoucí k cenové stabilitě je naše nezávislost. Z tohoto důvodu ze zákona nesmíme přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta, vlády, parlamentu, správních úřadů ani jiného subjektu.



O cenovou stabilitu pečujeme v rámci režimu nazývaného cílování inflace, a to již od roku 1998. Jeho základními rysy jsou veřejně vyhlášený inflační cíl, zaměření na prognózy budoucího vývoje inflace a otevřená komunikace s veřejností. Inflační cíl jsme počínaje rokem 2010 stanovili jako meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2 %. Usilujeme přitom o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Podobně nastavený inflační cíl má většina vyspělých zemí. Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očistění dopadů změn kvality zboží a služeb do vývoje jejich cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebním koši, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. Mírně kladná inflace zároveň usnadňuje změny relativních cen, které jsou vyvolány tržními silami, včetně případného přizpůsobení reálných mezd v případě nepříznivého ekonomického vývoje. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by se často uchýlovat k jiným, méně standardním nástrojům.

Změny v nastavení měnové politiky se v ekonomice projevují s časovým odstupem. Proto je pro rozhodování bankovní rady České národní banky důležitý především budoucí vývoj české ekonomiky, nikoliv pouze její aktuální stav. Pro naše rozhodování je přitom nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném 12–18 měsíců v budoucnosti). Jak se bude ekonomika s největší pravděpodobností vyvíjet, nám říká naše prognóza. Ta je sestavována odborníky ze sekce měnové pomocí strukturálního makroekonomického modelu s označením „g3“. Tento model zachycuje základní charakteristiky české ekonomiky popsané vývojem klíčových veličin, jako jsou ceny, mzdy, složky HDP v nominálním i reálném vyjádření, kurz koruny a nominální úrokové sazby. S ohledem na otevřenost české ekonomiky hraje v modelu důležitou roli zahraniční obchod a vývoj kurzu koruny vůči euru. Strukturální vazby v modelu umožňují ucelený a konzistentní pohled na vztah nominálních veličin a reálné ekonomiky. Z hlediska ekonomické teorie se jedná o druh dynamického stochastického modelu všeobecné rovnováhy (DSGE model). Důležitým rysem modelu jsou vpředhledící očekávání a jejich interakce s měnovou politikou, která reaguje změnou úrokových sazeb na ekonomické šoky ve snaze stabilizovat inflaci na horizontu měnové politiky blízko 2% cíle. Základními vstupy pro tvorbu prognózy jsou vyhodnocení aktuálního stavu ekonomiky (tzv. počáteční podmínky), předpokládaný vývoj v zahraničí, výhled administrativně stanovovaných cen a domácí fiskální politiky. Na základě těchto vstupních informací je následně pomocí modelu a dalších detailních analýz ekonomů sekce

měnové sestavena prognóza budoucího nejpravděpodobnějšího vývoje české ekonomiky. Vedle základního scénáře prognózy se dle potřeby zpracovávají s využitím jadrového predikčního modelu též alternativní či citlivostní scénáře.

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do našeho rozhodování o nastavení měnové politiky.

Bankovní rada se k měnověpolitickým otázkám schází osmkrát ročně, pokud si ekonomický vývoj nevyžádá její mimořádné měnové zasedání. Na čtyřech jednáních přitom diskutujeme novou prognózu, na čtyřech zbývajících zasedáních pak rizika a nejistoty poslední prognózy, a to ve světle nově dostupných informací o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji. Příchod nových informací od sestavení prognózy a možnost asymetrického vyhodnocení jejích rizik členy bankovní rady přitom způsobují, že námi přijaté rozhodnutí nemusí zcela odpovídat vyznění prognózy připravené našimi odborníky.

Hlavním nástrojem měnové politiky České národní banky je dvoutýdenní repo sazba. Vedle ní nastavujeme též diskontní a lombardní sazbu. Změnou těchto měnověpolitických úrokových sazeb ovlivňujeme úrokové sazby na finančním trhu, ze kterých komerční banky odvozují úrokové sazby z úvěrů a vkladů pro své klienty. Zvýšení sazeb vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu ke zvolnění růstu poptávky v ekonomice, které má za následek zpomalení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci opačný dopad. Pokud prognóza ukazuje silící inflační tlaky, které by mohly vést k nárůstu inflace nad 2% cíl, je to signál, že naše měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že úrokové sazby by měly být zvýšeny. Při útlumu inflačních tendencí je tomu samozřejmě naopak, protože měnová politika je v režimu cílování (budoucí) inflace symetrická na obě strany. Výjimkou jsou situace, kdy je cenový vývoj pod vlivem mimořádných nabídkových šoků, které nemůžeme ovlivnit a které vychýlí inflaci od cíle jen dočasně. Typickou ukázkou těchto šoků jsou změny nepřímých daní a případně i prudké změny ceny ropy. Snaha o udržení inflace v cíli navzdory těmto šokům by vedla ke zbytečnému rozkolísání ekonomického růstu a zaměstnanosti. Proto ve svém rozhodování od primárních dopadů těchto vlivů zpravidla odhlížíme a tolerujeme dočasnou odchylku inflace od cíle způsobenou uvedenými cenovými šoky. Po jejich odeznění se pak inflace vrací zpět k cíli.

Vedle výše popsaných měnověpolitických úrokových sazeb máme k dispozici celou řadu dalších nástrojů. Ty můžeme využít v situacích, kdy použití úrokových sazeb není dostačující k dosažení inflačního cíle. Příkladem takové situace bylo přijetí kurzového závazku na podzim 2013, k němuž jsme přistoupili poté, co měnověpolitické úrokové sazby byly sníženy na tzv. „technickou nulu“ již v listopadu 2012 a situace vyžadovala další uvolnění měnových podmínek. Tento nástroj pak byl používán až do 6. dubna 2017, kdy došlo k jeho ukončení. V rámci standardně fungujícího režimu řízení plovoucího kurzu, k němuž jsme se vrátili, můžeme navíc intervencemi na devizovém trhu reagovat na případné nadměrné výkyvy kurzu koruny. Výše popsané nástroje používáme primárně za účelem dosahování cenové stability; pro potřeby dosahování finanční stability používáme samostatnou sadu nástrojů, tzv. makrobezpečnostní nástroje. Měnová politika se nicméně s makrobezpečnostní politikou vzájemně ovlivňují, neboť rozhodnutí měnové politiky mají dopady do finančního sektoru a naopak rozhodnutí makrobezpečnostní politiky mají vliv na ekonomický a cenový vývoj. Tyto vzájemné vazby obou politik proto bereme v potaz. V poslední době byly navíc tyto vazby posíleny i zvýšením váhy cen nových nemovitostí v inflaci spotřebitelských cen ze strany Českého statistického úřadu.

Jsme hrdí na to, že dle renomovaných mezinárodních analýz je Česká národní banka jednou z nejvíce transparentních centrálních bank na světě. Smyslem zveřejňování naší prognózy, jejích rizik a následně i vysvětlení důvodů pro přijímané rozhodnutí bankovní rady je učinit naši měnovou politiku co nejvíce otevřenou, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Vycházíme přitom z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika účinně ukotvuje inflační očekávání, a tím významně napomáhá k udržování cenové a celkové makroekonomické stability v České republice.

jménem bankovní rady České národní banky



Jiří Rusnok

Guvernér

I.	SHRnutí	1
	BOX 1 Ohlédnutí za ukončeným kurzovým závazkem	3
II.	PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	6
II.1	Zahraniční vývoj a vnější předpoklady prognózy	6
II.1.1	Hospodářský vývoj v zahraničí	6
II.1.2	Zahraniční cenový vývoj	7
II.1.3	Zahraniční finanční vývoj	9
II.2	Prognóza	10
II.2.1	Inflace a měnová politika	10
II.2.2	Náklady a trh práce	12
II.2.3	Ekonomická aktivita	13
II.2.4	Platební bilance	15
II.2.5	Fiskální vývoj	16
II.3	Srovnání s minulou prognózou	18
II.4	Rizika a nejistoty prognózy	20
II.4.1	Rizika vnímaná ČNB	20
BOX 2	Přenos změn nominálního měnového kurzu do domácích cenových okruhů	22
II.4.2	Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	24
III.	SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	26
III.1	Cenový vývoj	26
III.1.1	Plnění inflačního cíle	26
III.1.2	Spotřebitelské ceny a ceny nemovitostí	28
BOX 3	Příčiny rychlého nárůstu cen služeb	29
III.1.3	Dovozní a produkční ceny	30
III.2	Vývoj ekonomiky	33
III.2.1	Pozice ekonomiky v cyklu	33
III.2.2	Výdajová strana ekonomiky	34
III.2.3	Produkční strana ekonomiky	36
III.3	Trh práce	38
III.3.1	Zaměstnanost a nezaměstnanost	38
BOX 4	Potenciál dalšího růstu celkové zaměstnanosti	39
III.3.2	Mzdy a produktivita	41
III.4	Finanční a měnový vývoj	43
III.4.1	Měnová politika a úrokové sazby	43
III.4.2	Měnový kurz	45
III.4.3	Úvěry	47
III.4.4	Peníze	48
	POUŽITÉ ZKRATKY	49
	GLOSÁŘ POJMŮ	50

I. SHRNU TÍ

Inflace letos setrvá v horní polovině tolerančního pásma 2% cíle ČNB, k němuž se vrátí počátkem příštího roku.

Aktuálně kulminující inflační tlaky odrážejí pokračující růst domácí ekonomiky a zrychlující mzdovou dynamiku, podpořenou též lednovým zvýšením minimální mzdy. Po dlouhé době proinflačně působí rovněž dovozní ceny v souvislosti s obnoveným růstem výrobních cen v eurozóně. Výši inflace ovlivňují i jednorázové faktory, k nimž vedle dopadu zavedení elektronické evidence tržeb patří i zrychlený růst cen potravin. V následujícím období růst domácích nákladů mírně zvolní vlivem zvyšování dynamiky produktivity práce, a to i přes mírně zrychlující růst mezd a ekonomické aktivity. Naopak působení dovozních cen se rychle změní zpět na protiinflační v důsledku zvolnění mezičtvrtletní dynamiky cen zahraničních výrobců v kombinaci s posilujícím kurzem. Začátkem příštího roku se tak inflace sníží a na horizontu měnové politiky se bude nacházet v těsné blízkosti 2% cíle ČNB (Graf I.1). Z hlediska struktury cenového vývoje dojde k dalšímu – již jen lehkému – zvýšení jádrové inflace. Ta poté zvolní počátkem příštího roku, k čemuž přispěje i odeznění výše zmíněných jednorázových vlivů a posílení koruny. Také růst cen potravin ještě krátkodobě zrychlí v souvislosti s mírným oživením světových cen zemědělských komodit. Regulované ceny se letos celkově nezmění, v příštím roce porostou jen slabě. U cen pohonných hmot rychle odezní výrazný meziroční růst z počátku letošního roku a v dalším období budou zhruba stagnovat v návaznosti na výhled stabilní ceny ropy.

Růst české ekonomiky v letošním roce zrychlí na necelá 3 %, kde setrvá i v roce 2018

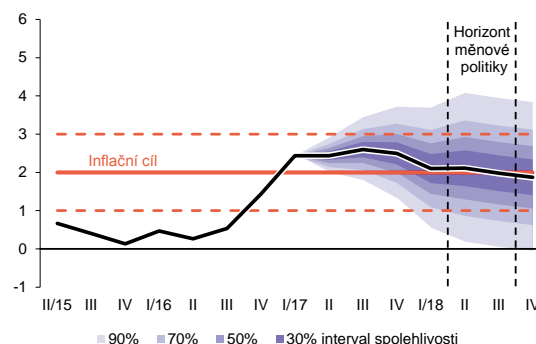
(Graf I.2). Ekonomika se tak bude nadále nacházet poblíž svého potenciálu. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustní dynamikou spotřeby domácností, která odráží optimismus spotřebitelů v prostředí pokračujícího růstu zaměstnanosti a mezd. Investice ožíví, a to především ve vládním sektoru v důsledku obnoveného čerpání evropských fondů. V menší míře bude k ekonomickému růstu fiskální politika přispívat i prostřednictvím svižného růstu platů ve veřejné sféře, vládních investic z domácích zdrojů a sociálních dávek. Ekonomika bude nadále profitovat z pokračujícího růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Kladný příspěvek čistého vývozu k vývoji české ekonomiky však postupně odezní v důsledku zrychlení domácí poptávky zvyšujícího dovoz a posilujícího kurzu koruny. Pokračující růst ekonomiky se bude projevovat zesilováním napětí na trhu práce a poklesem nezaměstnanosti, která je přitom již aktuálně nejnižší v rámci zemí EU. Důsledkem toho bude další urychlení dynamiky mezd v příštích letech, přičemž zvyšování zaměstnanosti a pokles míry nezaměstnanosti bude – z důvodu silického nedostatku dostupné pracovní síly – postupně zvolňovat.

Po ukončení kurzového závazku provedeném na počátku dubna¹ bude měnový kurz dle prognózy posilovat. Krátkodobá prognóza

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se na počátku příštího roku sníží, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v těsné blízkosti 2% cíle (meziročně v %)

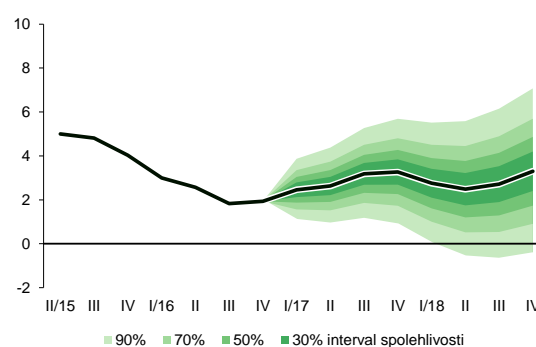


Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické a rozšiřující se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní. To odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

GRAF I.2

PROGNÓZA RŮSTU HDP

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



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy růstu HDP odrážejí predikční schopnost minulých prognóz, jakožto i revize národních účtů ČSÚ. Jsou symetrické a lineárně se rozšiřující.

¹ Podrobněji se ukončení kurzového závazku a jeho vyhodnocení věnuje BOX 1.

kurzu pro druhé čtvrtletí 2017 (na hodnotě 26,5 CZK/EUR) přitom zohledňuje jeho mírné posílení krátce po ukončení kurzového závazku na začátku dubna. I ve zbytku predikčního horizontu bude kurz podle prognózy zpevňovat (až k 25 CZK/EUR v roce 2018, Graf SZ I.1), mimo jiné ve spojitosti s pokračující reálnou konvergencí české ekonomiky k zemím eurozóny. Rychlost rovnovážného reálného posilování koruny však nebude dosahovat předkrizových hodnot a dle předpokladu prognózy se ustálí poblíž 1,5 % ročně. Ve směru posílení kurzu bude navíc působit i kladný úrokový diferenciál vůči eurozóně a nákupy aktiv ze strany ECB v průběhu letošního roku. Prognóza kurzu ovšem nebere do úvahy, že jeho posilování může být i v dalších čtvrtletích výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu, tj. zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku ČNB a velkým objemem korunových pozic finančních investorů. Vývoj kurzu koruny tak představuje hlavní nejistotu prognózy.

S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku.

Ukončení kurzového závazku představuje vykročení měnové politiky k jejímu neutrálnímu nastavení a používání standardního nástroje, kterým jsou úrokové sazby. Prognóza nicméně předpokládá, že z hlediska dalších kroků v tomto směru bude ČNB postupovat obezřetně a úrokové sazby ve druhém čtvrtletí 2017 zůstanou na dosavadní úrovni. Následně je s prognózou konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb (Graf I.3) zajišťující plnění 2% inflačního cíle v příštím roce. Zvyšování sazeb však bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděno aktuálně pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB.

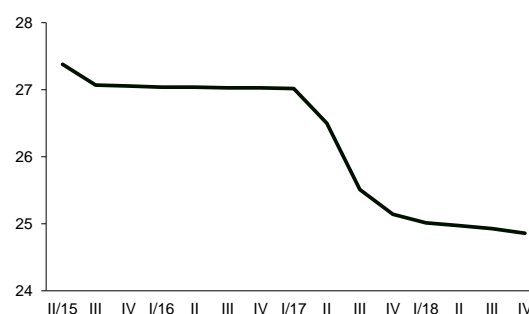
Bankovní rada na svém květnovém měnověpolitickém zasedání rozhodla ...

Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy inflace na horizontu měnové politiky jako ...

GRAF SZ I.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

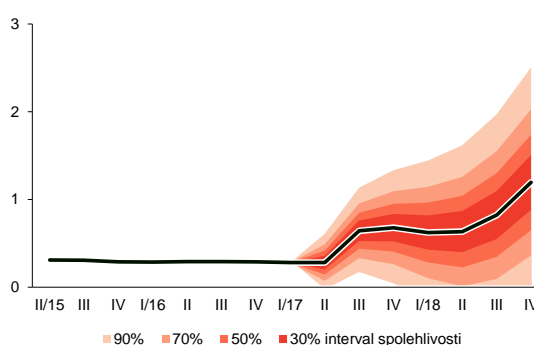
Dle prognózy bude kurz posilovat na celém jejím horizontu, nejvýrazněji však ve druhé polovině letošního roku (CZK/EUR)



GRAF I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku (3M PRIBOR v %)



Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz. Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou dolní mezí.

BOX 1 Ohlédnutí za ukončeným kurzovým závazkem

Dne 6. dubna 2017 rozhodla bankovní rada s okamžitou platností ukončit kurzový závazek ČNB. Ten byl zaveden v listopadu 2013 jako další nástroj uvolňování měnové politiky v situaci, kdy hrozil pád české ekonomiky do deflace. Tento box přináší stručné shrnutí ekonomického vývoje v průběhu kurzového závazku, který vedl nejprve k jeho prodlužování, a následně k postupnému naplnění podmínek pro jeho ukončení na jaře tohoto roku.

V roce 2013 zůstávala česká ekonomika ve vleklé recesi, která započala v předchozích letech. Podíl nezaměstnaných se blížil 8 %, mzdy stagnovaly a inflace bez vlivu daňových změn klesala k nulovým hodnotám. Klesaly příjmy a spotřeba domácností, firmy měly nižší zisky a méně investovaly. ČNB v té době již rok držela úrokové sazby na tzv. technické nule a její prognózy ukazovaly, že ekonomice by bez zásahu ČNB hrozil pád do tzv. deflačně-recesní spirály. ČNB na tuto hrozbu reagovala nejprve příslibem ponechání úrokových sazeb na technické nule v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Vedle toho ČNB ve druhé polovině roku 2013 komunikovala svou připravenost použít devizový kurz v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky s tím, že pravděpodobnost tohoto opatření se zvyšuje. K přijetí kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR nakonec došlo na měnovém zasedání bankovní rady dne 7. listopadu 2013.

Po vyhlášení kurzového závazku koruna s přispěním devizových intervencí ČNB oslabilá nad požadovanou úroveň (Graf 1). ČNB jasně deklarovala svou připravenost intervenovat bez jakýchkoliv časových nebo objemových omezení, čímž si kurzový závazek rychle vydobyl vysokou kredibilitu. Až do léta 2015 se proto koruna nacházela nad úrovní závazku ve výši 27 CZK/EUR bez potřeby intervencí ČNB. Kvantitativní uvolňování ze strany ECB a pokračující příznivý vývoj domácí ekonomiky však vyvolaly v létě 2015 tlak na posílení koruny až k hladině kurzového závazku. Počínaje červencem 2015 tak ČNB v případě potřeby intervenovala proti posílení kurzu pod hladinu kurzového závazku, do února 2017 v souhrnné výši 56 mld. EUR.

Oslabení kurzu významně přispělo k ekonomickému oživení, které nastalo v roce 2014. Vedle uvolněné měnové politiky k obratu v domácím ekonomickém vývoji přispěly i oživení zahraniční poptávky a ukončení restriktivního působení domácí fiskální politiky. Spotřeba domácností i investice začaly růst, poklesla míra nezaměstnanosti a zlepšila se ekonomická nálada spotřebitelů i podnikatelů. Příznivý domácí ekonomický vývoj pokračoval i v následujících více než dvou letech.

Obnovený ekonomický růst a zlepšení situace na trhu práce vedly ke zvýšení jádrové inflace nad úroveň jednoho procenta. Této hodnoty jádrová inflace dosahovala naposledy před vypuknutím světové finanční a hospodářské krize. Celková inflace se však až téměř do konce roku 2016 držela v blízkosti nulových hodnot. Důvodem bylo

GRAF 1 (BOX)**KURZ KORUNY VŮČI EURU A INTERVENCE ČNB**

Až do léta 2015 se koruna nacházela nad úrovní kurzového závazku bez potřeby intervencí ČNB; následné intervence narůstaly s blížícím se koncem závazku

(CZK/EUR, objem intervencí v mld. EUR – pravá osa)



prohloubení deflačních tendencí v eurozóně a pokles světových cen ropy a dalších komodit. Tyto zesilující protiinflační zahraniční tlaky se do domácího cenového vývoje promítaly zejména skrze prohlubující se pokles zahraničních produkčních cen, které se ve výhledech obracely k obnově růstu z čím dál nižších hodnot (Graf 2). Nakonec se začaly meziročně zvyšovat až začátkem roku 2017, tedy zhruba o tři roky později oproti původním předpokladům.

ČNB odhlížela od prvotních protiinflačních dopadů pozitivního nabídkového šoku spojeného s propadem světových cen ropy. Nedošlo tak k posunu úrovně kurzového závazku na slabší hladinu, bylo však zapotřebí v několika krocích prodloužit jeho platnost. To bylo dostatečně účinnou prevencí proti případným negativním sekundárním dopadům uvedených protiinflačních šoků do české ekonomiky. Ty mohly mít podobu poklesu inflačních očekávání a utlumení vývoje nominálních mezd a mohly ohrozit plnění mandátu cenové stability v delším horizontu. Nic takového se však i díky měnové politice ČNB a její komunikaci nestalo. Na konci roku 2016 naopak došlo k nárůstu inflace k 2% inflačnímu cíli ČNB poté, co odeznělo protiinflační působení dovozních cen a pokračovalo proinflační působení domácí ekonomiky.

Prodlužování platnosti kurzového závazku odráželo též zesilující uvolňování měnové politiky ECB. Ta vedle snížení své depozitní úrokové sazby do záporných hodnot (na -0,4 %) zahájila v březnu 2015 program nákupu aktiv ve výši 60 mld. EUR měsíčně, a to v rámci nekonvenčního (kvantitativního) uvolňování měnové politiky. Od dubna 2016 pak ECB objem svých měsíčních nákupů zvýšila na 80 mld. EUR. Od dubna 2017 její měsíční nákupy činí 60 mld. EUR a budou pokračovat přinejmenším do konce roku.

Zrychlování meziročního růstu spotřebitelských cen pokračovalo i v prvních měsících roku 2017, kdy inflace překročila 2% cíl ČNB. Inflace nicméně zůstala v tolerančním pásmu cíle. Toto zvýšení inflace bylo způsobeno vedle dalšího nárůstu fundamentálních nákladových tlaků také jednorázovými vlivy v podobě rychlého růstu tradičně kolísavých cen potravin a cenového dopadu zavedení elektronické evidence tržeb v odvětví stravování a ubytování. Dočasný nárůst inflace nad 2% cíl v rámci jeho tolerančního pásma ČNB předpokládala již při samotném zavedení kurzového závazku v závěru roku 2013.

Od samého počátku kurzového závazku bylo důležitou součástí komunikace ČNB formování očekávání o jeho ukončení. Za tímto účelem využívala bankovní rada ČNB primárně tzv. „tvrdý závazek“, který zaručoval minimální délku platnosti kurzového závazku. Ten byl bezvýhradně dodržen. Vedle toho ČNB poskytovala též informaci o bankovní radou očekávaném, resp. z jejího pohledu pravděpodobném, datu ukončení závazku a o prognózu předpokládaném termínu jeho ukončení (Graf 3).

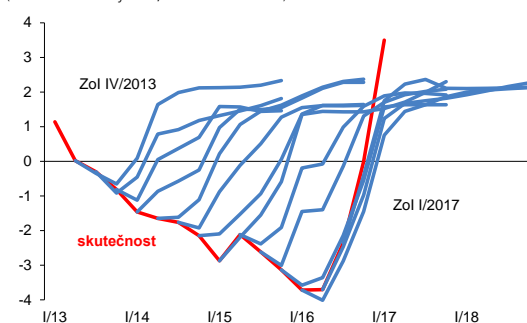
K ukončení závazku došlo poměrně krátce po vypršení „tvrdého

GRAF 2 (BOX)

POSUN VE VÝHLEDECH EFEKTIVNÍHO PPI

Výhled cen průmyslových výrobců v eurozóně se od podzimu 2013 posouval výrazně směrem dolů

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

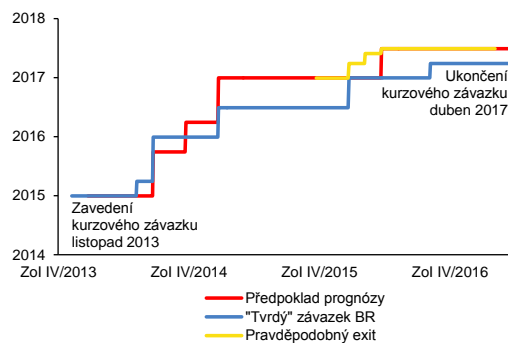


GRAF 3 (BOX)

PRODLUŽOVÁNÍ KURZOVÉHO ZÁVAZKU

Vnější protiinflační šoky vedly k prodlužování platnosti kurzového závazku ČNB za původně předpokládaný rok 2015

(datum předpokládaného ukončení kurzového závazku, resp. doba minimální platnosti kurzového závazku)



závazku“, a to na mimořádném měnovém jednání 6. dubna 2017.

Na něm bankovní rada konstatovala, že došlo k naplnění podmínek pro udržitelné plnění dvouprocentního inflačního cíle do budoucna. Pokračování kurzového závazku proto již nebylo nezbytné k plnění primárního úkolu ČNB, kterým je cenová stabilita.

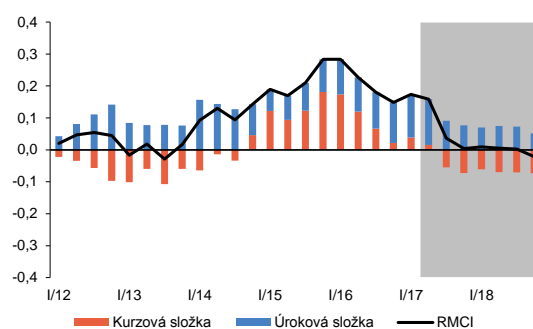
Ukončení kurzového závazku je prvním krokem ke zmírnění doposud velmi uvolněného nastavení měnových podmínek.

Přetrvávající domácí nákladové tlaky spolu s odezněním zahraničních protiinflačních vlivů vedou k potřebě návratu měnové politiky ČNB do neutrálního působení. Větší část tohoto posunu bude dle aktuální prognózy zajištěna posílením kurzu, menší část by měla odrážet zvýšení úrokových sazeb od druhé poloviny letošního roku (Graf 4). Existuje však výrazná nejistota ohledně budoucího vývoje těchto dvou složek celkových měnových podmínek v následujících čtvrtletích. Ta plyne zejména z nejistého vývoje měnového kurzu v nejbližších čtvrtletích, v němž se bude odrážet zajištění kurzového rizika ze strany vývozců realizované před opuštěním kurzového závazku a uzavírání korunových pozic finančních investorů v období po jeho ukončení. ČNB je v této situaci připravena flexibilně používat své nástroje tak, aby zajistila plnění svého hlavního zákonného mandátu.

GRAF 4 (BOX)**INDEX REÁLNÝCH MĚNOVÝCH PODMÍNEK**

Prognóza předpokládá posun měnových podmínek k neutrálnímu nastavení, a to zejména prostřednictvím posílení kurzu

(index, kladné hodnoty znamenají uvolněné a záporné hodnoty přísné měnové podmínky)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Růst světové ekonomiky v letošním roce zrychlí a dosažené silnější tempo si zachová i v roce 2018. Zvýší se též dynamika hospodářského růstu v eurozóně v efektivním vyjádření², která se bude postupně vracet ke zhruba 2 %. Cenový vývoj v eurozóně odrážel na začátku letošního roku zejména silný meziroční nárůst cen ropy a ostatních průmyslových surovin. Ten však postupně odezní a s tím se sníží i aktuálně výrazný růst cen průmyslových výrobců. Inflace spotřebitelských cen v efektivním vyjádření by letos měla stagnovat na současných hodnotách a v příštím roce zrychlit ke 2 %. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží nadále uvolněnou měnovou politiku ECB a na celém horizontu předpovědi se pohybuje v záporných hodnotách. Úrokový diferenciál oproti obdobné dolarové sazbě však na výhledu roste již jen mírně, a kurz eura vůči americkému dolaru by tak měl zůstat zhruba stabilní.

II.1.1 Hospodářský vývoj v zahraničí

Růst světové ekonomiky po loňském zpomalení v letošním roce zrychlí a zvýšené tempo si zachová i v roce 2018 (Graf II.1.1). Spolu s vyšším výkonem hlavních ekonomik³ se očekává i zřetelnější růst objemu světového obchodu, který podle WTO v loňském roce zaznamenal nejnižší tempo od finanční krize (1,3 %). Z rozvíjejících se ekonomik se očekává návrat k hospodářskému růstu v Rusku a Brazílii, které byly v předchozích dvou letech negativně ovlivněny poklesem cen komodit a makroekonomickou nestabilitou. Čína by měla letos růst přibližně stejným tempem jako v předchozích čtvrtletích (6,5 %) za předpokladu, že tamní vláda či centrální banka nepodnikne zásadní kroky ke stabilizaci tvorby nových úvěrů. U vyspělých ekonomik se očekávají solidní tempa růstu. Nejistotou ovšem zůstávají opatření nové administrativy ve Spojených státech, týkající se především fiskální expanze a politiky mezinárodního obchodu. U Spojeného království představují nejistotu dopady jeho budoucího odchodu z EU.

Ekonomika eurozóny na konci roku 2016 rostla solidním tempem díky zvyšující se domácí poptávce. V meziročním vyjádření růst HDP dosáhl 1,8 %, tj. stejné hodnoty jako ve třetím čtvrtletí (Graf II.1.2). Růst byl nadále tažen především spotřebou domácností a výrazným zrychlením růstu fixních investic. Naproti tomu příspěvek čistého vývozu byl záporný.

2 Zahraniční reálný a cenový vývoj je pro účely prognózy aproximován efektivními ukazateli eurozóny (viz také Glosář pojmů). V nich mají významní obchodní partneři ČR (zejména Německo a Slovensko) větší váhu (50 %, resp. 14 %) oproti skutečné velikosti jejich ekonomik v rámci eurozóny. Výhledy HDP, PPI a CPI pro jednotlivé země eurozóny přitom vycházejí z dubnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Na jeho základě je konstruován i výhled výnosů vládních dluhopisů, kurzu USD/EUR a NEER. Scénáře pro budoucí vývoj sazeb 3M EURIBOR, 3M USD LIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 10. dubnu 2017. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

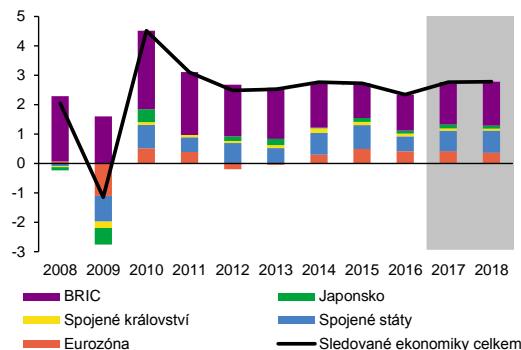
3 Podrobnější, měsíčně aktualizovaný, popis očekávaného vývoje v zahraničí přináší publikace [Globální ekonomický výhled](#).

GRAF II.1.1

VÝHLED RŮSTU SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Růst světové ekonomiky zrychlí zejména díky silici výkonnosti rozvíjejících se zemí a Spojených států

(roční změny reálného HDP v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: EIU, CF, výpočet ČNB)



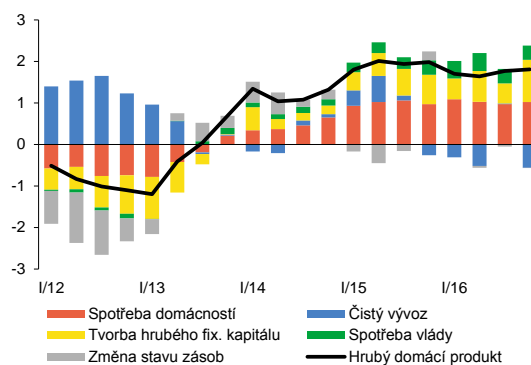
Poznámka: Růst světové ekonomiky je aproximován růstem osmi největších ekonomik, jejichž podíl na světovém HDP je přibližně 75 %. Váhy jednotlivých ekonomik jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD v období 2010–2015; skupina BRIC zahrnuje Brazílii, Rusko, Indii a Čínu.

GRAF II.1.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

Pokračující růst HDP byl nadále tažen domácí poptávkou, v jejímž rámci došlo zejména ke zvýšení příspěvku investic

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, pramen: Datastream, výpočet ČNB)

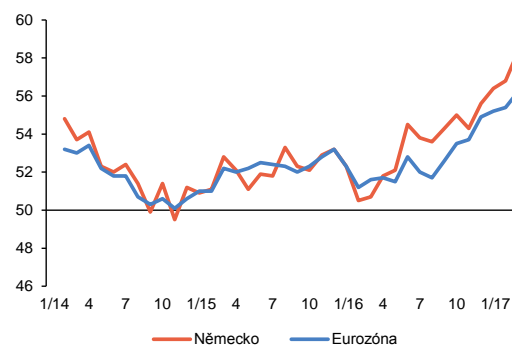


GRAF II.1.3

PMI VE ZPRACOVATELSKÉM PRŮMYSLU

Nadále se zlepšuje hodnocení situace v průmyslu nákupními manažery

(index nákupních manažerů, pramen: Bloomberg)



V mezičtvrtletním vyjádření pak ekonomika zrychlila svou dynamiku na 0,5 %. K tomu přispěli významní obchodní partneři České republiky; ekonomika Německa zrychlila svůj růst na 0,4 % a slovenská ekonomika na 0,8 %.

Měsíční údaje ze začátku letošního roku naznačují pokračování solidního ekonomického růstu v eurozóně. Publikovaná data nicméně mírně zaostávají za předstihovými ukazateli a ukazateli sentimentu, které se pohybují na několikaletých maximech. Například PMI ve zpracovatelském průmyslu se v Německu i v eurozóně jako celku v březnu pohyboval poblíž šestiletých maxim (Graf II.1.3). Naznačoval tak další akceleraci průmyslu především v Německu, Itálii a Francii. Naproti tomu průmyslová produkce v únoru nečekaně poklesla (meziměsíčně o 0,3 %), zejména v souvislosti s poklesem výstupu v energetickém sektoru. Maloobchodní tržby v únoru nicméně rostly solidním tempem, a odrážely tak zlepšující se spotřebitelskou důvěru a situaci na trhu práce. Nezaměstnanost se v únoru opět snížila (na 9,5 %), přičemž její klesající trend je patrný ve všech významnějších ekonomikách s výjimkou Francie a Itálie.

Růst HDP eurozóny v efektivním vyjádření postupně zrychlí ke 2 %, k čemuž přispěje souběh několika pozitivních faktorů (Graf II.1.4). Růst bude podpořen nadále uvolněnými měnovými podmínkami, zlepšující se situací na trhu práce a celkově silnou ekonomickou důvěrou. Na vývoz bude mít příznivý vliv i stabilní výkon rozvíjejících se ekonomik a také nadále oslabený kurz eura. Poblíž 2 % pak růst eurozóny setrvá i v roce 2018. Ze zahraničí může být nicméně jeho tempo ovlivněno možnými fiskálními stimuly ve Spojených státech, změnou jejich obchodní politiky či rychlejším zpřísňováním měnové politiky Fedu. K dalším nejistotám patří dopad voleb ve významných zemích eurozóny a vyjednávání ohledně brexitu.

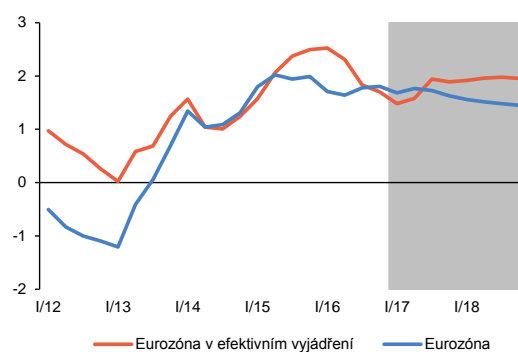
II.1.2 Zahraniční cenový vývoj

Cena ropy Brent se od konce roku 2016 pohybovala převážně poblíž 55 USD/barel, výhled předpokládá její stabilitu. Na konci listopadu 2016 se kartel OPEC ve spolupráci s dalšími velkými producenty ropy dohodl na půlročním omezení těžby až o 1,8 mil. barelů denně. To podpořilo cenu ropy a značně snížilo volatilitu na trhu. Růst cen však zároveň vedl k oživení těžby břidlicové ropy v USA, které působí v opačném směru. V první polovině března tak začal převládat názor, že uvedené snížení těžby nepovede dostatečně rychle ke snížení globálních zásob ropy. Zásoby ropy v USA se zvyšovaly na historická maxima, což nakonec přimělo spekulativní investiční fondy k redukci nahromaděných masivních čistých dlouhých pozic. To zvýraznilo pokles cen ropy, které se dočasně snížily o cca 5 USD/barel. Ke konci března se však ceny ropy začaly opět zvyšovat kvůli výpadkům těžby v Libyi a signálům, že by OPEC mohl prodloužit dohodu o omezení produkce i do druhé poloviny letošního roku. Tržní výhled ceny ropy Brent předpokládá pro letošní i příští rok její průměrnou hodnotu 56 USD/barel (Graf II.1.5). Prakticky stejnou cenu očekávají i analytici oslovení v rámci dubnového CF.

GRAF II.1.4

VÝHLED RŮSTU HDP EUROZÓNY

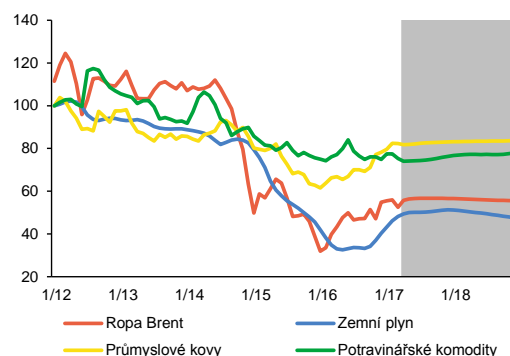
Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně počátkem roku 2017 ještě mírně zpomalil, poté se vrátí ke 2 % (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.1.5

CENY ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

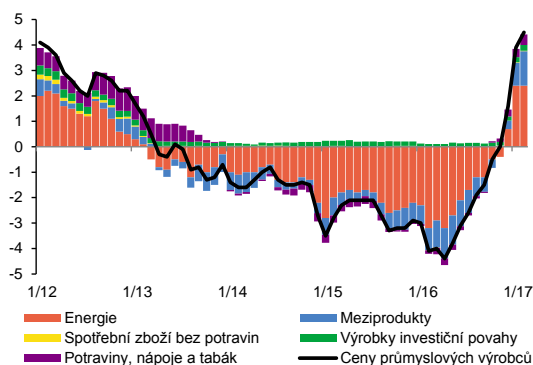
Výhledy cen většiny komodit naznačují jejich přibližnou stabilitu (ropa v USD/barel, ostatní komodity index [leden 2012 = 100], zemní plyn [ruský na hranicích s Německem], pramen: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



GRAF II.1.6

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Růst cen průmyslových výrobců je od začátku letošního roku plošný, nejvíce k němu přispívají ceny energií (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)



U cen neenergetických komodit se v březnu zastavil déletrvající rostoucí trend daný především vývojem cen základních kovů. Ty jsou nadále podporovány příznivým vývojem globálního zpracovatelského průmyslu; jejich dílčí index vzrostl od ledna 2016 do února 2017 o 34 %. V březnu se však jeho růst zastavil (Graf II.1.5), neboť odeznívá optimismus ohledně zvýšení infrastrukturních investic v USA. Naopak dílčí index cen potravinářských komodit se pohybuje poblíž mnohaletého minima. Výhled obou indexů naznačuje jejich setrvání poblíž aktuální úrovně.

Ceny průmyslových výrobců začaly s nástupem letošního roku po dlouhé době růst zejména kvůli meziročnímu zvýšení cen energií. V únoru pak růst průmyslových cen dále zrychlil (na 4,5 %). Při stejném příspěvku cen energií jako v předchozím měsíci se přitom zvýšily příspěvky všech zbývajících složek cenového indexu (Graf II.1.6). Mezi jednotlivými zeměmi eurozóny však byly patrné výrazné rozdíly. Ceny průmyslových výrobců rostly nejrychleji v Belgii a Nizozemí. U nejvýznamnějších obchodních partnerů České republiky – Německa a Slovenska – činil meziroční růst cen 3 %, resp. 3,2 %.

V nejbližším období zůstane dynamika cen průmyslových výrobců v eurozóně vysoká, následně však bude slábnout (Graf II.1.7). Vzhledem k vývoji cen energetických komodit prognóza předpokládá, že efektivní ukazatel cen průmyslových výrobců se v roce 2017 zvýší v průměru o 3,8 %.⁴ K tomu přispěje také meziročně slabší kurz eura k dolaru. V roce 2018 následně růst průmyslových cen zvolní v průměru na 2,1 %. Příčinou bude odeznění nárůstu dolarových cen energií při předpokládané stabilitě měnového kurzu USD/EUR. Naproti tomu ceny v neenergetické části průmyslu by měly – při solidním vývoji ekonomiky eurozóny – pokračovat v růstu.

Také spotřebitelská inflace v eurozóně se na počátku letošního roku zvýšila, v březnu ale došlo k jejímu mírnému zpomalení. Březnová inflace (1,5 %) se tak opět nacházela pod definicí cenové stability ECB. Na meziročním růstu spotřebitelských cen se nejvíce podílely energie a v menší míře také potraviny (Graf II.1.8). Jádřová inflace po předchozím období stability mírně poklesla (na 0,7 %).

Efektivní ukazatel inflace spotřebitelských cen v eurozóně zůstane do poloviny roku 2018 pod 1,5 %. Poté se zvýší ke 2 % v důsledku očekávaného urychlení hospodářského růstu (Graf II.1.9). V roce 2018 bude inflace u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů vyšší ve srovnání se zbytkem eurozóny, proto i ukazatel inflace v efektivním vyjádření předstihne standardní ukazatel eurozóny.

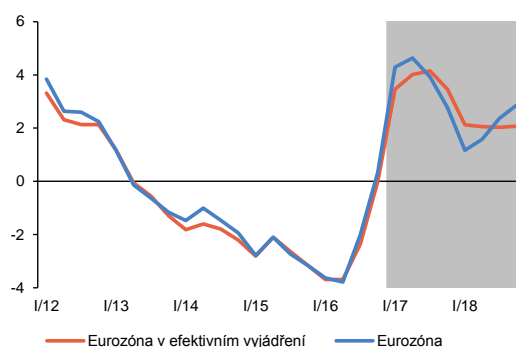
⁴ Předpokládaný vývoj indexu cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně i eurozóně jako takové je pro letošní, resp. příští rok oproti výhledu dle dubnového CF expertně zvýšen o 0,9, resp. 0,2 procentního bodu. Důvodem je prozatím nedostatečné zohlednění pozorovaného rychlejšího růstu výrobních cen ze strany analytiků přispívajících do CF.

GRAF II.1.7

PPI V EUROZÓNĚ

Silný růst cen průmyslových výrobců z počátku letošního roku postupně zvolní

(meziročně v %, sezonně očištěno)

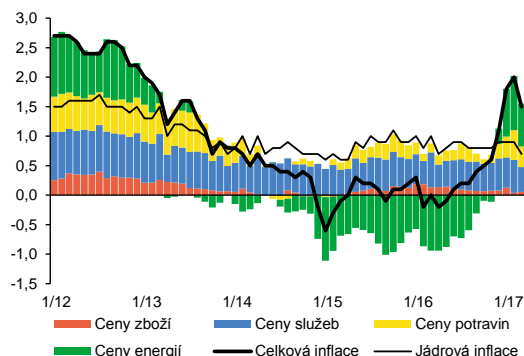


GRAF II.1.8

INFLACE V EUROZÓNĚ

Ke zvýšení celkové inflace vedl zejména vývoj cen energií a v menší míře i potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, pramen: Eurostat, výpočet ČNB)



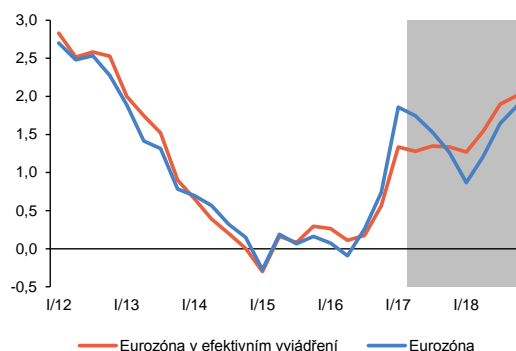
Poznámka: Jádřová inflace je spočítaná na základě HICP indexu bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku.

GRAF II.1.9

VÝHLED SPOTŘEBITELSKÉ INFLACE V EUROZÓNĚ

Růst spotřebitelských cen v efektivním vyjádření zůstane letos stabilní na úrovních z počátku roku, v průběhu příštího roku pak zrychlí ke 2 %

(měřeno HICP, meziročně v %, sezonně očištěno)



II.1.3 Zahraniční finanční vývoj

Podle tržního výhledu se budou úrokové sazby 3M EURIBOR až do konce roku 2018 nacházet v záporných hodnotách (Graf II.1.10).

Tento výhled odpovídá očekáváním analytiků v rámci šetření dubnového CF, kteří v horizontu jednoho roku předpokládají tuto sazbu na úrovni -0,3 %. Měnové podmínky v eurozóně zůstanou i nadále uvolněné, i když došlo k několika úpravám politiky ECB. Ta snížila měsíční čisté nákupy aktiv o čtvrtinu na 60 mld. EUR, a to s platností od dubna minimálně do konce letošního roku.⁵ V březnu také proběhla poslední aukce cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO), v rámci níž si banky požádaly o čtyřleté půjčky v objemu 233 mld. EUR. Dle vyjádření prezidenta ECB M. Draghiho úrokové sazby zůstanou na současných hodnotách minimálně do ukončení programu nákupu aktiv. Výnos německých vládních dluhopisů s desetiletou splatností se v prvním čtvrtletí 2017 mírně zvýšil v důsledku nárůstu inflačních očekávání, v opačném směru naopak působila zejména nejistota na finančních trzích spojená s politickými událostmi (volby v Nizozemí a Francii). Podle dubnového CF by výnosy desetiletých německých dluhopisů měly postupně růst až nad 1 % v závěru příštího roku (Graf II.1.11).

Zpřísnování měnové politiky v USA se promítlo do rostoucí trajektorie současné i očekávané sazby 3M USD LIBOR (Graf II.1.10).

Fed v březnu zvýšil cílové pásmo své hlavní úrokové sazby na 0,75–1,00 %. Ke zpřísnění měnové politiky přispělo vedle nárůstu inflačních tlaků také další zlepšení situace na trhu práce v kombinaci se solidním růstem americké ekonomiky. Finanční trhy očekávají v letošním roce ještě dvě další zvýšení sazby Fedu o 0,25 procentního bodu. Aktuální vývoj se pak promítl do výhledu výnosů desetiletého amerického vládního dluhopisu, který by měl podle dubnového CF v horizontu jednoho roku vzrůst na 3 % (Graf II.1.11). Výnosový diferenciel vůči německým vládním dluhopisům se stejnou splatností by se tak měl udržet nad 2 procentními body na celém horizontu, a to s lehce rostoucí tendencí.

Trh očekává setrvání kurzu eura vůči americkému dolaru v blízkosti aktuálních hodnot (Graf II.1.12). Dubnový CF se od tržního výhledu téměř neliší; v horizontu jednoho roku předpokládá kurz na úrovni 1,07 USD/EUR. Na začátku letošního roku evropská měna dosáhla vůči dolaru nejslabší hodnoty za posledních 14 let. Posílení dolaru bylo odrazem nejen rostoucího úrokového diferenciálu, ale i optimismu na finančních trzích v souvislosti s plány nového amerického prezidenta na podporu ekonomiky. Směrem k oslabení eura působily také politické nejistoty v Evropě, a to navzdory pozitivním ekonomickým zprávám z eurozóny. Výhled nominálního efektivního kurzu eura podle předpovědi CF naznačuje v horizontu dvou let jeho posílení vůči měnám hlavních obchodních partnerů, zejména vůči japonskému jenu.

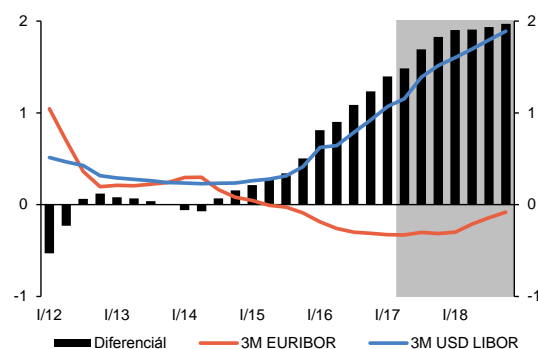
⁵ Stejně jako v minulých prognózách i tato predikce expertně zohledňuje program nákupu aktiv ze strany ECB (minimálně do konce roku 2017) prostřednictvím stínových úrokových sazeb (viz kapitola II.3). Ty jsou ve svém minimu přibližně o 1,25 procentního bodu níže oproti tržním sazbám. Rozdíl se však v čase postupně snižuje a na konci roku 2018 je téměř nulový.

GRAF II.1.10

3M EURIBOR A 3M USD LIBOR

Měnová politika ECB zůstane uvolněná, v USA je očekáván další nárůst úrokových sazeb

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

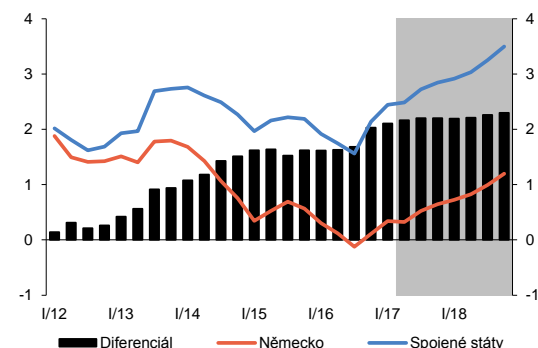


GRAF II.1.11

VÝNOSY DESETILETÝCH VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosový diferenciel mezi německými i americkými vládními dluhopisy se bude podle CF dále lehce zvyšovat

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

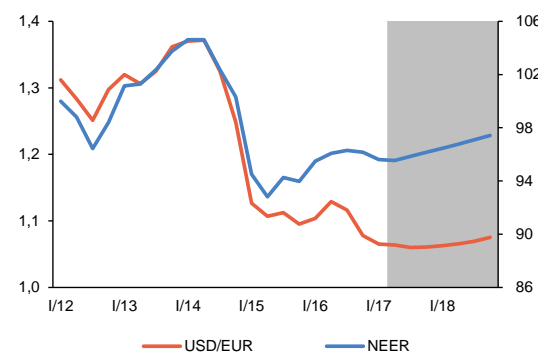


GRAF II.1.12

KURZ EURA

Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru leží poblíž aktuálních hodnot, tedy mírně pod 1,1 USD/EUR

(USD/EUR, NEER eura vůči měnám 18 hlavních partnerů zemí eurozóny, 1Q 1999 = 100, pravá osa)



II.2 PROGNOZA

Aktuálně výrazné nákladové tlaky, plynoucí z pokračujícího růstu domácí ekonomiky, s ním souvisejícího silícího napětí na trhu práce a z proinflačního působení dovozních cen, se budou postupně zmírňovat. Současně odezní jednorázové vlivy zvyšující inflaci v posledních měsících. Ta se tak začátkem příštího roku sníží a na horizontu měnové politiky se bude nacházet v těsné blízkosti 2% cíle ČNB. Ekonomiku budou podporovat pokračující růst zahraniční poptávky a postupně obnovování vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů. Stablně rostoucí poptávka po práci se při stále zřetelnějším nedostatku volné pracovní síly projeví rychlým růstem mezd. Kurz koruny bude dle prognózy posilovat, mimo jiné vlivem dlouhodobé reálné konvergence, kladného úrokového diferenciálu a kvantitativního uvolňování ECB. Kurz tak bude přispívat k návratu měnových podmínek k neutrálnímu působení. S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku.

II.2.1 Inflace a měnová politika

Inflace letos setrvá v horní polovině tolerančního pásma, na horizontu měnové politiky se bude nacházet v těsné blízkosti cíle (Graf II.2.1). Ke zvýšené inflaci v letošním roce přispívá nejen jádrová inflace, ale i rychlý růst cen potravin a pohonných hmot (Graf II.2.2). Na konci letošního roku se ale inflace začne snižovat, což bude ovlivněno odezněním jednorázových faktorů z přelomu loňského a letošního roku. Přispěje k tomu také zmírnění aktuálně kulminujících nákladových tlaků z trhu práce a protiinflační vliv dovozních cen v návaznosti na posílení kurzu koruny. Na začátku roku 2018 se tak celková inflace shora vrátí k 2% cíli. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude nacházet v těsné blízkosti celkové inflace.⁶

Jádrová inflace se po většinu letošního roku udrží na zvýšených hodnotách v důsledku kumulace předchozích nákladových tlaků.

To bude patrné zejména u neobchodovatelných statků, které od konce minulého roku postupně zrychlují svoji dynamiku. Ačkoli se to částečně děje vlivem jednorázových faktorů, k nimž patří zavedení elektronické evidence tržeb (EET) v kavárnách a restauracích, hlavním důvodem jsou inflační tlaky z domácí ekonomiky v podmínkách pokračujícího mzdového růstu. Naproti tomu růst cen obchodovatelných položek jádrové inflace bude tlumen posilováním měnového kurzu. Na začátku příštího roku tak dojde ke zvolnění meziroční dynamiky jádrové inflace přibližně na 2% úroveň (Graf II.2.3), k čemuž přispěje i odeznění výše zmíněných jednorázových vlivů.

TAB. II.2.1

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

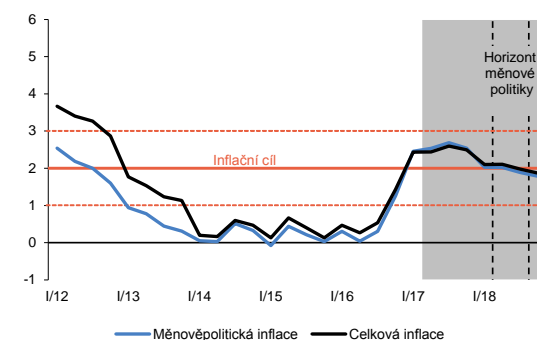
Celkový výhled ekonomiky je pozitivní
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.
Celková inflace	0,7	2,5	2,0
HDP	2,3	2,9	2,8
Průměrná nominální mzda	4,2	5,1	5,3
Měnový kurz (CZK/EUR)	27,0	26,0	24,9
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	0,3	0,5	0,8

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Inflace začátkem příštího roku klesne a na horizontu měnové politiky setrvá v těsné blízkosti 2% cíle
(meziroční změny v %)

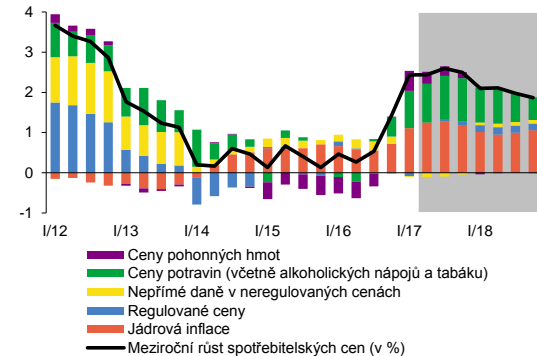


GRAF II.2.2

STRUKTURA INFLACE A JEJÍ PROGNOZA

K inflaci budou nejvíce přispívat ceny potravin a zvýšená jádrová inflace

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



⁶ Dopad změn nepřímých daní do celkové inflace bude zanedbatelný, přičemž zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky (v letech 2017 i 2018) se zhruba vykompenzuje se snížením sazby DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení z 21 % na 15 % (s platností od 1. prosince 2016) spolu se snížením sazby DPH pro noviny a časopisy z 15 % na 10 % (od 1. března 2017).

Dynamika cen potravin v nejbližších dvou čtvrtletích dále zrychlí v souvislosti s oživeným růstem cen zemědělských komodit.

V průběhu letošního roku již plně odezní vliv předchozích protiinflačních faktorů, což spolu s očekávaným vývojem cen klíčových komodit na světových trzích povede ke zrychlování růstu cen zemědělských výrobců. Meziroční růst cen potravin tak v letošním roce postupně dosáhne až úrovně kolem 4 %. V roce 2018 pak prognóza očekává postupné zvolňování jeho dynamiky (Graf II.2.3). Vedle odeznění vlivu vysoké srovnávací základny bude přitom působit i posílení měnového kurzu.

Aktuálně rychlý růst cen pohonných hmot bude postupně zvolňovat v návaznosti na výhled stabilní úrovně ceny ropy.

Dle dostupných indikátorů⁷ jsou ceny pohonných hmot v dubnu nižší ve srovnání s předchozími měsíci. Jejich rychlý meziroční růst se tak v průběhu druhého čtvrtletí 2017 zmírní a v závěru letošního roku by ceny pohonných hmot měly jen slabě růst (Graf II.2.3). Ve druhé polovině roku 2018 by pak, v návaznosti na lehký meziroční pokles světových cen ropy a benzínu, mělo dojít ke slabému poklesu cen pohonných hmot. Směrem k nižším cenám pohonných hmot bude na celém horizontu prognózy působit i posilující kurz CZK/USD.

Růst regulovaných cen oživí v souvislosti s odezníváním dosavadního poklesu ceny zemního plynu.

Záporný příspěvek cen plynu do regulovaných cen se bude postupně snižovat, odezní však až ve druhém čtvrtletí roku 2018. Ceny tepla budou v letošním roce rovněž klesat. To bude kompenzováno růstem cen ostatních položek, a v souhrnu se tak v roce 2017 regulované ceny nezmění. Obnovená kladná dynamika cen tepla a pokračující růst ostatních cen přispějí ke zvýšení regulovaných cen v příštím roce v průměru o 1 % (Tab. II.2.2).

Kurz koruny bude dle prognózy posilovat na celém jejím horizontu.

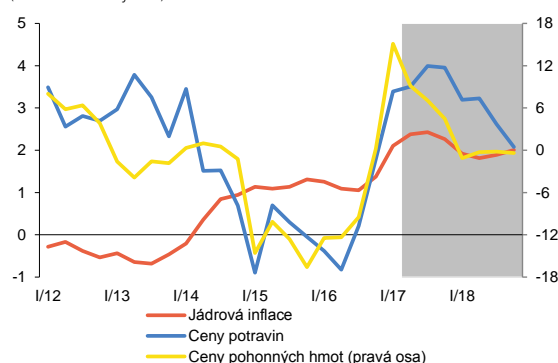
Krátkodobá prognóza kurzu pro druhé čtvrtletí 2017 (na hodnotě 26,5 CZK/EUR) přitom zohledňuje jeho mírné posílení krátce po ukončení kurzového závazku na začátku dubna. I ve zbytku predikčního horizontu bude kurz podle prognózy zpevňovat (až k 25 CZK/EUR v roce 2018, Graf SZ II.2.1), mimo jiné ve spojitosti s pokračující reálnou konvergencí české ekonomiky k zemím eurozóny. Rychlost rovnovážného reálného posilování koruny však nebude dosahovat předkrizových hodnot a dle předpokladu prognózy se ustálí poblíž 1,5 % ročně. Ve směru posílení kurzu bude navíc působit i kladný úrokový diferenciel vůči eurozóně a nákupy aktiv ze strany ECB v průběhu letošního roku. Prognóza kurzu ovšem nebere (s výjimkou krátkodobé predikce pro druhé čtvrtletí) do úvahy, že jeho posilování může být i v dalších čtvrtletích výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu, tj. zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců provedeným před opuštěním kurzového závazku ČNB a velkým objemem korunových pozic finančních investorů. Toto riziko zachycuje citlivostní scénář kurzu v části II.4.

⁷ Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

GRAF II.2.3

SLOŽKY INFLACE

Ceny pohonných hmot a posléze i ceny potravin zvolní svůj růst v souvislosti s vývojem světových cen komodit; ke stabilizaci jádrové inflace přispěje posílení kurzu koruny (meziroční změny v %)



TAB. II.2.2

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

V letošním roce se regulované ceny nezmění, mírně porostou až v příštím roce kvůli zvýšení většiny svých složek (průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

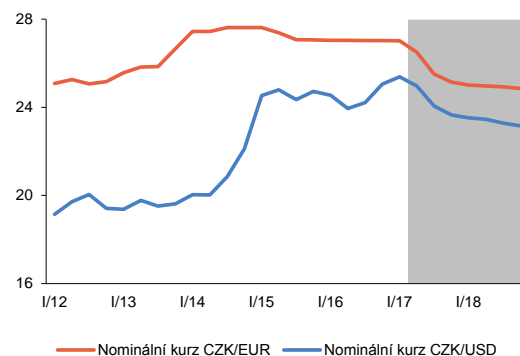
	2016		2017		2018	
	skutečnost		prognóza		prognóza	
REGULOVANÉ CENY ^{a)}	0,2	0,03	0,0	0,01	1,0	0,17
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	1,2	0,06	0,4	0,02	0,5	0,02
ceny zemního plynu	-4,7	-0,13	-3,4	-0,09	-0,5	-0,01
ceny tepla	1,0	0,02	-0,4	-0,01	1,0	0,02
vodné a stočné	1,4	0,01	1,3	0,01	2,0	0,02
reg. ceny ve zdravotnictví	3,6	0,04	3,7	0,04	3,1	0,03

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF SZ II.2.1

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Dle prognózy bude kurz posilovat na celém jejím horizontu, nejvýrazněji však ve druhé polovině letošního roku (CZK/EUR a CZK/USD)



S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku.

Ukončení kurzového závazku představuje vykročení měnové politiky k jejímu neutrálnímu nastavení a používání standardního nástroje, kterým jsou úrokové sazby. Prognóza nicméně předpokládá, že z hlediska dalších kroků v tomto směru bude ČNB postupovat obezřetně a úrokové sazby ve druhém čtvrtletí 2017 zůstanou na dosavadní úrovni. Následně je s prognózou konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb (Graf II.2.4) zajišťující plnění 2% inflačního cíle v příštím roce. Zvyšování sazeb však bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděno aktuálně pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB vytvářejícím tlak na posilování kurzu koruny.

II.2.2 Náklady a trh práce

Celkové inflační tlaky aktuálně kulminují, poté se v návaznosti na obnovené protiinflační působení dovozních cen zmírní. Růst celkových nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků na začátku letošního roku dosáhl vysokých mezičtvrtletních hodnot. K tomu přispěly jak výrazné tlaky z domácí ekonomiky, tak rychle obnovený růst dovozních cen; naproti tomu příspěvek cenové konvergence se zvýšil jen mírně (Graf II.2.5). Zatímco tlaky z domácí ekonomiky se na prognóze budou snižovat jen pozvolna, působení dovozních cen rychle přejde zpět do záporných příspěvků v důsledku zvolnění mezičtvrtletní dynamiky cen zahraničních výrobců v kombinaci s posilováním kurzu. Příspěvek cenové konvergence se rychle vrátí k dlouhodobým hodnotám. Ke konci příštího roku se růst celkových nominálních mezních nákladů stabilizuje poblíž 2 % s opětovně kladným příspěvkem dovozních cen.

V současnosti výrazné domácí nákladové tlaky, odrážející napětí na trhu práce a růst ceny kapitálu, se budou postupně zmírňovat.

Vývoj domácích nominálních mezních nákladů v sektoru meziprodukce zohledňuje především aktuálně vysokou mezičtvrtletní dynamiku nominálních mezd v tržních odvětvích a částečně také rostoucí cenu kapitálu, která odráží vývoj celkové ekonomické aktivity a zahraniční poptávky. Začátkem letošního roku je přítom mezičtvrtletní dynamika nákladů ovlivněna i lednovým zvýšením minimální mzdy. V průběhu roku však růst domácích nákladů mírně zvolní v návaznosti na postupné obnovování dynamiky efektivity práce a zpomalení růstu ceny kapitálu při posilujícím kurzu koruny. V roce 2018 se pak tempo růstu domácích nákladů stabilizuje mírně nad 2 % (Graf II.2.6).

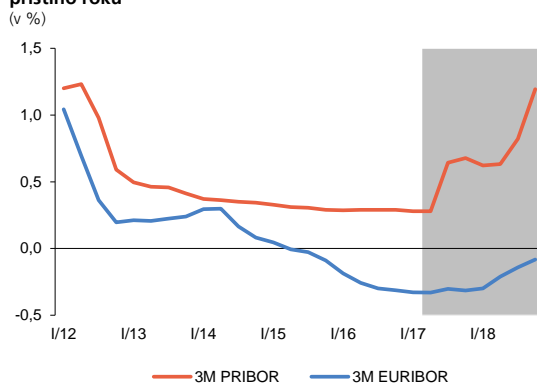
Doposud silný růst zaměstnanosti zpomalí v návaznosti na zvyšující se nedostatek pracovních sil.

Ke snížení meziroční dynamiky zaměstnanosti dojde především v závěru letošního roku v souvislosti s odezněním vlivu jejího výrazného zvýšení ve čtvrtém čtvrtletí 2016 (Graf II.2.7). Rostoucí napětí na trhu práce související s již velmi nízkou mírou nezaměstnanosti bude jen částečně tlumeno růstem pracovní síly, ve kterém se projeví postupné zvyšování statutárního důchodového věku. Růst ekonomické aktivity se tak ve zvyšování zaměstnanosti projeví již pouze v omezené míře (tomuto tématu se věnuje BOX 4 v části III.3). Rovněž růst počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky oproti roku

GRAF II.2.4

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

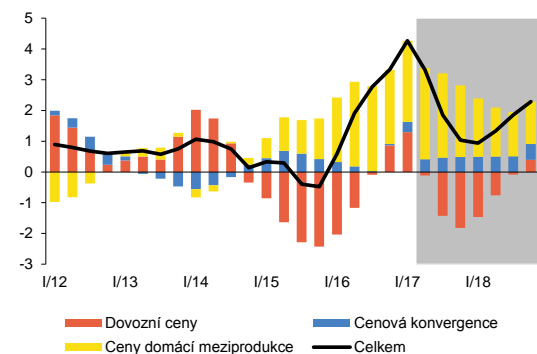
S prognózou je konzistentní nárůst domácích tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku



GRAF II.2.5

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Aktuálně výrazné inflační tlaky letos ztlačí, což bude odrážet zejména protiinflačně působící dovozní ceny (nominální mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)

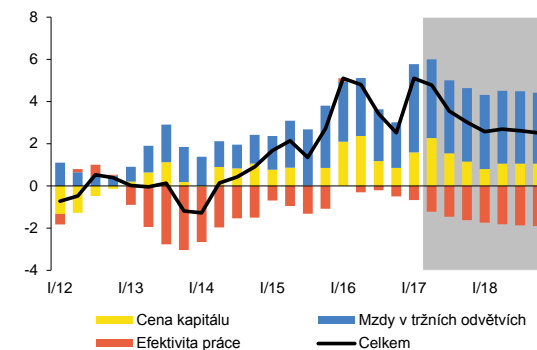


GRAF II.2.6

NÁKLADY SEKTORU MEZIPRODUKCE

Domácí náklady nadále porostou, i když mírnějším tempem než v současnosti, a to vlivem zvyšování mezd i ceny kapitálu při současném urychlení růstu efektivity práce

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



2016 zpomalí. Zvyšování tohoto indikátoru se přitom bude téměř výhradně realizovat prostřednictvím dalšího růstu počtu zaměstnanců. Průměrný úvazek na zaměstnance bude zhruba stagnovat, neboť cyklický tlak na prodlužování úvazků vlivem nedostatku volné pracovní síly bude zhruba vyvažovat trendové zvyšování podílu zaměstnání na kratší pracovní dobu na celkové zaměstnanosti. V roce 2018 bude zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců v návaznosti na dále sílící nedostatek zaměstnanců taženo i mírným prodlužováním průměrného úvazku.

Z dlouhodobého pohledu již velmi nízká úroveň míry nezaměstnanosti brání jejímu dalšímu výraznému snižování.

V průběhu letošního i příštího roku se tak obecná míra nezaměstnanosti bude snižovat jen zvolna (na 3,2 % na konci roku 2018, Graf II.2.7). Pokles prognóza očekává i u podílu nezaměstnaných osob. Ten bude odrážet pokračující snižování počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání na Úřadu práce při pozvolném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Rostoucí napětí na trhu práce bude tlačit na zvýšenou mzdovou dynamiku v tržních odvětvích (Graf II.2.8). Na počátku letošního roku přispělo dle prognózy k zesílení dynamiky mezd v tržních odvětvích⁸ výrazné zrychlení inflace, solidní růst ekonomické aktivity, sílící nedostatek volné pracovní síly a také další zvýšení minimální mzdy⁹. Od poloviny roku 2017 se růst mezd v tržních odvětvích bude pohybovat nad 5% úrovní. Podle předpokladu prognózy bude zároveň pokračovat silný mzdový růst v netržních odvětvích. To odráží avizované zvýšení mezd zdravotních sester a příslušníků bezpečnostních sborů od července 2017. Ve druhé polovině roku 2018 pak růst mezd v netržních odvětvích zvolní, zůstane však nadále solidní.

II.2.3 Ekonomická aktivita

Růst HDP zrychlí na necelá 3 % v letošním roce a obdobné tempo si zachová i v příštím roce. Růst domácí ekonomické aktivity bude tažen především robustním vývojem spotřeby domácností, která odráží optimismus spotřebitelů v prostředí pokračujícího růstu zaměstnanosti a mzdové dynamiky. Do obnoveného růstu tvorby hrubého kapitálu se promítne zejména zvýšené čerpání evropských fondů. Na druhou stranu posilování kurzu bude mít – spolu se zrychlením růstu domácí poptávky – vliv na snížení příspěvku čistého vývozu (Graf II.2.9).

Silný růst spotřeby domácností bude odrážet další zvýšení dynamiky objemu mezd a platů i dalších zdrojů příjmů. Meziroční dynamika spotřeby domácností bude v průběhu letošního roku postupně

8 ČSÚ zveřejněním údajů za čtvrté čtvrtletí 2016 ukončil publikování mezd v členění na podnikatelskou a nepodnikatelskou sféru. Prognóza mezd v podnikatelské sféře je přitom klíčovou veličinou pro identifikaci domácích inflačních tlaků modelem g3. ČNB proto začala propočítávat průměrnou mzdu v tržních odvětvích, která zhruba odpovídá původní časové řadě průměrné mzdy v podnikatelské sféře. V meziroční dynamice se rozdíly mezi oběma řadami na minulost pohybuji do 0,3 procentního bodu.

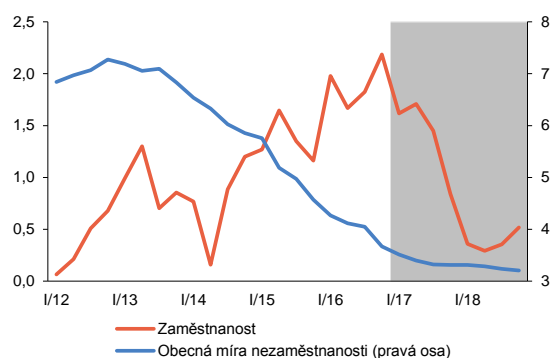
9 Od ledna 2017 byla minimální mzda zvýšena z 9 900 Kč na 11 000 Kč. To přispělo ke zrychlení růstu průměrné mzdy v tržních odvětvích zhruba v rozsahu 0,3 procentního bodu.

GRAF II.2.7

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, ale významně pomalejším tempem než doposud; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní

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

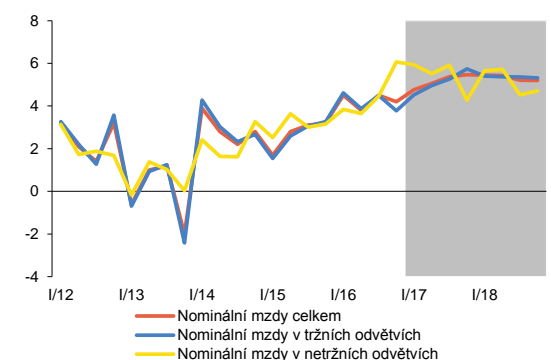


GRAF II.2.8

PRŮMĚRNÉ NOMINÁLNÍ MZDY

Růst mezd v tržních odvětvích dále zrychlí, dynamika mezd v netržních odvětvích zůstane vysoká

(meziroční změny v %, mzdy celkem – pramen: ČSÚ, mzdy v tržních a netržních odvětvích – pramen: výpočet ČNB)

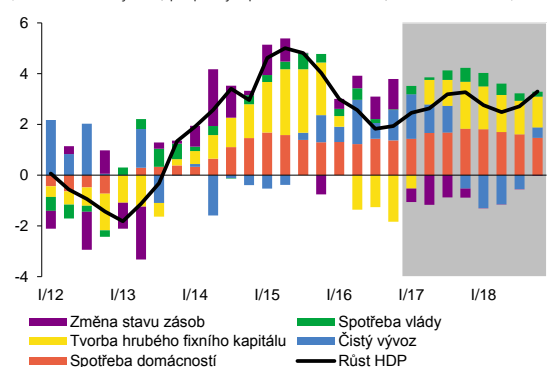


GRAF II.2.9

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP bude nadále stabilně přispívat spotřeba domácností, zároveň se obnoví kladný příspěvek investic

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



zrychlovat až na necelá 4 % na přelomu letošního a příštího roku (Graf II.2.10). To bude taženo vysokým růstem disponibilního důchodu v návaznosti na stabilně rostoucí objem vyplacených mezd a platů a oživující příjmy podnikatelů (Graf II.2.11). Ve zbytku příštího roku bude k růstu spotřeby domácností přispívat i vládou navrhované navýšení sociálních dávek.

Zvyšování spotřeby vlády bude taženo zejména výrazným růstem platů ve vládním sektoru a obnoveným růstem mezispotřeby. Prognóza očekává oživení meziročního růstu reálné spotřeby vlády ve druhé polovině letošního roku (Graf II.2.10); za celý rok 2017 se spotřeba vlády zvýší o 1,8 % především v důsledku očekávaného zřetelného růstu náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru a výdajů ve zdravotnictví. Obdobný celoroční růst pak vládní spotřeba vykáže i v následujícím roce.

Aktuálně pozorovaný pokles tvorby hrubého kapitálu odezní především vlivem obnoveného čerpání fondů EU. V první polovině letošního roku budou investice i nadále klesat vlivem jen pozvolného náběhu čerpání evropských fondů v novém programovém období. Prognóza však očekává znatelné obnovení meziročního růstu investic v sektoru vlády již od druhého čtvrtletí (Graf II.2.12). To společně se zesilující dynamikou soukromých investic vyústí do narůstajícího příspěvku tvorby hrubého fixního kapitálu. V opačném směru bude v letošním roce působit záporný příspěvek změny stavu zásob. Tvorba hrubého kapitálu tak v souhrnu vzroste pouze o 0,4 % a až v roce 2018 zrychlí nad 5 %.

Dynamika vývozu zboží a služeb se zvýší v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky a oživení vývozu v automobilovém průmyslu. Po dočasném zpomalení ve druhé polovině minulého roku dynamika vývozu znatelně ožíví od začátku letošního roku. To odráží výhled zahraniční poptávky i vývoj počtu registrací nových automobilů v západní Evropě. Na přelomu letošního a příštího roku se projeví brzdící vliv posilujícího kurzu na vývoz, bude ovšem tlumen a oddalován zajištěním části vývozců vůči kurzovému riziku. Vývoz zboží a služeb tak poroste v letech 2017 i 2018 více než 5% tempem (Graf II.2.13).

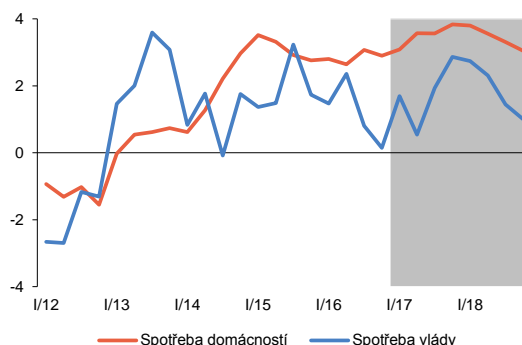
Krátkodobě utlumená dynamika dovozu zboží a služeb oživí spolu se zrychlením vývozu i domácí poptávky. Znatelné oživení růstu dovozu bude taženo urychlením investic a vývozu, které jsou silně dovozně náročné. Navíc se v něm projeví také sílí spotřeba domácností. V souhrnu tak dovoz zboží a služeb vzroste v letošním roce o 4,6 % a v roce 2018 o 7 % (Graf II.2.13).

Čistý vývoz letos přispěje k růstu HDP kladně, v roce 2018 v důsledku oživení investic a posílení koruny naopak záporně. V prvních třech čtvrtletích letošního roku prognóza očekává znatelně kladný příspěvek čistého vývozu. V závěru letošního roku se pak, při předstihu dynamiky dovozu před vývozem, příspěvek čistého vývozu posune do záporných hodnot. To bude ovlivněno především sílí investiční aktivitou v soukromém sektoru a v menší míře i vlivem posílení kurzu. V souhrnu za celý letošní rok tak příspěvek čistého vývozu

GRAF II.2.10

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

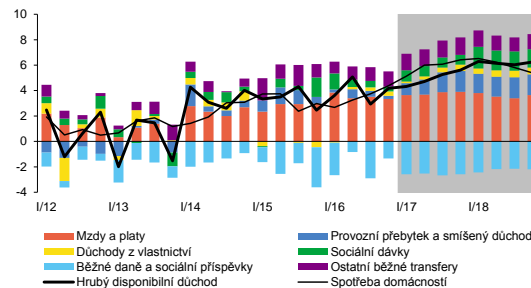
Tempo růstu spotřeby domácností bude zřetelně předstihovat reálnou dynamiku vládní spotřeby
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.11

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

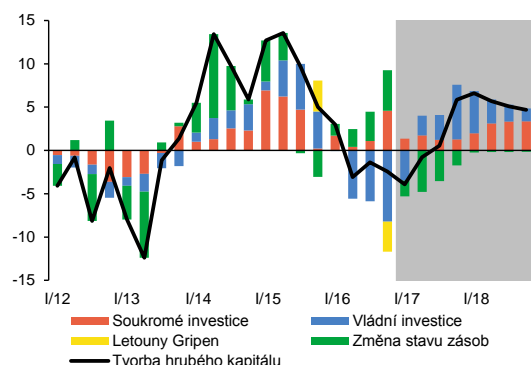
Růst disponibilního důchodu bude zrychlovat vlivem zvýšené dynamiky příjmů podnikatelů a důchodů z vlastnictví při nadále výrazném růstu objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.12

ROZKLAD INVESTIC

Pokles investic odezní v průběhu letošního roku spolu s obnoveným čerpáním evropských fondů ve vládním sektoru
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



k meziročnímu růstu HDP dosáhne necelý jeden procentní bod. V roce 2018 pak bude příspěvek čistého vývozu naopak záporný.

II.2.4 Platební bilance

Zlepšení bilancí zboží a služeb vedlo k rekordnímu přebytku běžného účtu platební bilance v roce 2016. Ten v poměru k HDP dosáhl 1,1 % HDP (Tab. II.2.3). Pro výrazné navýšení přebytku bilance zboží byl klíčový meziroční pokles cen energetických surovin a růst strojírenského vývozu. Přebytek bilance služeb se zvýšil převážně v oblasti dopravy a ostatních služeb (telekomunikace, služby v oblasti počítačů a informační služby). Na zmírnění přebytku běžného účtu naopak působil vyšší deficit prvotních důchodů¹⁰ vlivem růstu záporného salda důchodů z investic. Ve stejném směru měl vliv i přechod bilance druhotných důchodů z nepatrného přebytku do poměrně výrazného deficitu. Jeho důvodem byl pokles příjmů z evropských fondů a také růst ostatních („soukromých“) transferů do zahraničí.

V roce 2017 se přebytek běžného účtu výrazně sníží především vlivem poklesu přebytku bilance zboží. Za tím bude přitom stát kombinace rychlejšího růstu domácí poptávky, posílení koruny a meziročního zvýšení cen energetických surovin, při současně jen pozvolném ožívování tempa růstu zahraniční poptávky. Zároveň dojde ke zvýšení deficitu prvotních důchodů vlivem růstu schodku důchodů z přímých investic. V menší míře se na nižším přebytku běžného účtu bude podílet i posun bilance druhotných důchodů do většího deficitu, související s očekávaným dalším poklesem čistého čerpání zdrojů z evropských fondů. Bilance služeb se oproti roku 2016 prakticky nezmění. Přebytek běžného účtu tak v souhrnu dosáhne jen 0,3 % HDP.

Pro rok 2018 prognóza očekává opětovné zvýšení přebytku běžného účtu na necelé jedno procento HDP. Přebytek bilance zboží v nominálním vyjádření mírně vzroste, zároveň se sníží deficit druhotných důchodů vlivem vyššího čistého čerpání fondů EU. Rozsah zlepšení těchto prvotních důchodů, plynoucím z růstu záporného salda důchodů z přímých investic. Přebytek bilance služeb zůstane na úrovni předchozích dvou let.

Vývoj přebytku na kapitálovém účtu bude nadále ovlivňován zejména cyklem čerpání evropských fondů. V letošním roce se tento přebytek výrazně sníží, v roce 2018 s náběhem čerpání zdrojů z nového programového období opět vzroste.

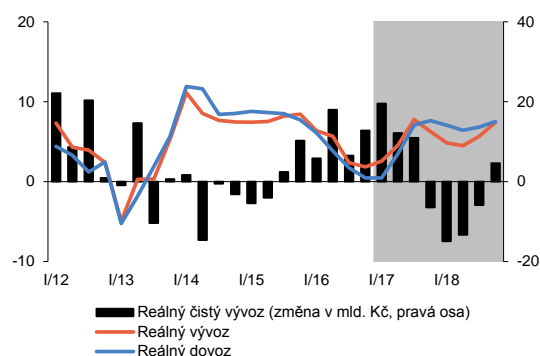
Na finančním účtu se zastaví masivní příliv krátkodobého kapitálu, k němuž docházelo s blížícím se koncem kurzového závazku. Hlavní

GRAF II.2.13

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu i dovozu zrychlí, což na jedné straně odráží pozitivní výhled zahraniční poptávky a na druhé straně sílí domácí poptávku

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



TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet za rok 2016 vykázal rekordní přebytek, a to zejména v důsledku nárůstu přebytku bilance zboží; v letošním roce se přebytek běžného účtu sníží

(v mld. Kč)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	52,6	15,0	40,0
Zboží	250,6	235,0	250,0
Služby	101,1	100,0	100,0
Prvotní důchody	-271,8	-285,0	-300,0
Druhotné důchody	-27,3	-35,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	53,5	10,0	35,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	117,7	-15,0	40,0
Přímé investice	-141,0	-50,0	-50,0
Portfoliové investice	-169,4	-40,0	40,0
Finanční deriváty	11,3		
Ostatní investice	-146,7	75,0	50,0
Rezervní aktiva	563,5		

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

¹⁰ Je možné, že v březnu 2018 v rámci revize předběžných údajů platební bilance za rok 2016 dojde ke zvýšení důchodů nerezidentů z přímých investic (a dividend na úkor reinvestovaných zisků), tj. k podobné úpravě jako letos v případě údajů za rok 2015. To by vedlo ke snížení přebytku běžného účtu.

příčinou tohoto přílivu bylo budování masivních korunových pozic zahraničních investorů sázejících na budoucí posílení koruny v kombinaci se zajišťováním domácích vývozců proti kurzovému riziku. K přílivu kapitálu přispívala také nadále mimořádně uvolněná měnová politika ECB. Kapitál přitékal především ve formě krátkodobých korunových depozit nerezidentů v tuzemských bankách, nákupu vládních korunových dluhopisů kratších splatností a operací v rámci finančních derivátů. V menší míře docházelo i k přesunům depozit rezidentů ze zahraničí zpět do ČR. Tento příliv byl jen v malé míře vyvažován odlivem ostatního kapitálu v podnikovém sektoru a vedl proto k silnému nárůstu devizových rezerv ČNB. Lze očekávat, že toky krátkodobého kapitálu se po provedeném ukončení kurzového závazku ČNB změní, rychlost uzavírání korunových pozic finančními investory však zůstává předmětem výrazné nejistoty.

V letošním roce se významně sníží čistý příliv přímých i portfoliových investic. Po odeznění jednorázových vlivů (zejména operace Škody Auto a.s. a RWE a.s.), které v minulosti dočasně zvyšovaly čistý příliv v rámci přímých investic, bude jejich čistý příliv odrážet v rozhodující míře saldo reinvestovaného zisku. Celkový čistý příliv kapitálu v rámci přímých investic budou navíc zmírňovat akvizice rezidentů v zahraničí a čistý odliv dluhového kapitálu. U portfoliových investic bude nadále patrná absence potřeby financování tuzemských aktivit ze zahraničí způsobená převahou tuzemských úspor nad úvěry. Prognóza navíc předpokládá, že poroste zájem rezidentů o investování v zahraničí. Přesto v roce 2017 dojde k čistému přílivu kapitálu v rámci portfoliových investic. Bude spojen s růstem objemu vládních dluhopisů v rukou nerezidentů – i přes očekávané postupné snižování jejich pozic oproti stavu ke konci prvního čtvrtletí. Prognózovanou hodnotu navíc ovlivní účetní operace bankovního sektoru s cílem optimalizovat odvody do Fondu pro řešení krizí.¹¹ V roce 2018 již růst portfoliových investic rezidentů v zahraničí a pokles držby tuzemských vládních dluhopisů nerezidenty povedou k celkovému čistému odlivu portfoliových investic. V rámci ostatních investic bude v příštím roce pokračovat čistý odliv kapitálu v podnikovém sektoru, i když v meziročně menším objemu.

II.2.5 Fiskální vývoj

Zlepšující se veřejné finance odrážejí zejména nárůst daňových příjmů vlivem opatření vlády a pokračujícího ekonomického růstu. Veřejné rozpočty loni poprvé v historii hospodařily s přebytkem ve výši 0,6 % HDP, k němuž však z části přispěl též propad investic vládního sektoru. V letošním roce se přebytek vládního sektoru dále zvýší na 1,1 % HDP a na této hodnotě setrvá i v příštím roce (Tab. II.2.4). Na výdajové straně přispěje ke zlepšení salda především pokles výdajů na dluhovou službu, který vyplývá z dalšího snížení efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích. Příjmová

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Počínaje rokem 2016 se hospodaření vládního sektoru přehouplo do přebytku, který se letos dále zvýší
(v % nominálního HDP)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,5	41,5	41,4
Výdaje vládního sektoru	39,9	40,4	40,3
z toho: úrokové platby	0,9	0,8	0,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,6	1,1	1,1
z toho:			
primární saldo ^{a)}	1,5	1,9	1,8
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,1	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	0,5	1,0	1,1
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	0,1	0,2	0,2
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	0,4	0,8	0,9
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,7	0,4	0,1
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,1	0,0	0,1
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	0,6	1,0	1,0
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{e)}	1,0	0,4	0,0
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	37,2	35,0	32,8

- a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby
b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám a příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.
c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB
d) odhad ČNB
e) Měří meziroční změnu strukturálního salda.

¹¹ Ve stejném objemu jsou tyto operace s opačným znaménkem zaznamenány na účtu ostatních investic bankovního sektoru.

strana vládního sektoru je posilována postupným zaváděním EET¹², dodatečnými příjmy z ložského zavedení kontrolního hlášení DPH a dalším zvyšováním spotřebních daní. V opačném směru bude v letošním roce působit zrychlený růst mezd ve vládním sektoru a zvýšení výdajů na penze a zdravotnictví. Dojde také ke zvýšení daňového zvýhodnění zelené nafty a daňové slevy na dítě. V roce 2018 dále zrychlí růst sociálních výdajů v souvislosti se zavedením nového valorizačního schématu pro růst penzí a očekávaným přijetím celé řady nových opatření v oblasti sociálních dávek¹³. Na příjmové straně se dále zvýší daňové zvýhodnění na dítě a pojistné na sociální zabezpečení pro zaměstnance má klesnout podle počtu vychovávaných dětí.

Zmíněný vývoj se projeví v dalším nárůstu strukturálního přebytku vládního sektoru a v poklesu vládního dluhu. Strukturální přebytky vládního sektoru budou na horizontu prognózy narůstat k hodnotám kolem 1 % HDP. Na horizontu prognózy tak bude s rezervou plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP. Postupný pokles vládního dluhu až na 32,8 % HDP v roce 2018 bude důsledkem příznivého vývoje hospodaření vládního sektoru (výrazně kladných a dále narůstajících primárních přebytků), stále nízkých úrokových sazeb z vládního dluhu a zrychlujícího růstu nominálního HDP. Současně je ve výhledu vládního dluhu zohledněna emisní činnost MF v prvním čtvrtletí letošního roku a deklarovaná strategie řízení státního dluhu.

Působení fiskální politiky bylo loni výrazně restriktivní, letos i v příštím roce bude naopak mírně expanzivní (Tab. II.2.5). V minulém roce zřetelně záporný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity ve výši 1 procentního bodu vyplýval zejména z propadu vládních investic v souvislosti s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z fondů EU. V letošním roce lze očekávat oživení růstu vládních investic, a zejména z toho důvodu je pro tento rok předpokládán kladný fiskální impulz ve výši 0,3 procentního bodu. Kladný fiskální impulz ve stejné výši očekává prognóza i pro příští rok. Fiskální expanze však bude v příštím roce ve větší míře realizována skrze spotřebu domácností. Ta bude podpořena – vedle nadále svižného růstu mezd ve veřejné sféře – též balíčkem nových sociálních opatření schvalovaných stávající vládní koalicí před letošními parlamentními volbami. Nejistotou nastiněné fiskální prognózy je především možná pomalejší obnova růstu vládních investic v letošním roce.

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz byl v roce 2016 zřetelně záporný zejména kvůli propadu vládních investic, v letošním roce bude především díky oživení jejich růstu mírně kladný
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2016 skut.	2017 progn.	2018 progn.
FISKÁLNÍ IMPULZ	-1,0	0,3	0,3
z toho dopad skrze:			
spotřebu domácností	0,0	0,1	0,2
soukromé investice	-0,1	-0,1	0,0
vládní investice domácí	-0,1	0,0	0,0
vládní investice z fondů EU	-0,8	0,2	0,1

12 Vliv zavedení EET do výběru DPH odhaduje MF ve výši 0,3 % HDP. Tento odhad zohledňuje i očekávaný negativní dopad přesunu stravovacích služeb do snížené sazby DPH související s EET.

13 Jedná se o podporu zdravotně postižených, vyšší nemocenskou, zavedení otcovské dovolené, ošetrovatelského volna a zálohového výživného, vyšší přídatky na děti, zrychlení čerpání rodičovského příspěvku a vyšší péčovské dávky. Rozpočtový dopad vyjmenovaných opatření činí 0,3 % HDP.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Nová prognóza inflace se na horizontu měnové politiky mírně snižuje, a to i přes aktuálně silnější nákladové tlaky. Ty odrážejí jednak rychlejší než očekávaný růst cen zahraničních výrobců začátkem letošního roku, jednak vyšší domácí inflaci ovlivněnou zčásti i jednorázovými vlivy. Naproti tomu pomalejší než predikovaný růst průměrné mzdy v tržních odvětvích v závěru loňského roku je hodnocen jen jako dočasný výkyv. Oproti předpokladům minulé prognózy však došlo k ukončení kurzového závazku již ve druhém čtvrtletí 2017. V nové prognóze tedy kurz posiluje dříve a rychleji, což povede k více protiinflačnímu působení dovozních cen. To se promítá i do trajektorie tržních úrokových sazeb, která se posouvá ve směru jejich pomalejšího zvyšování.

Ve výhledu zahraničních veličin došlo především k výraznému zvýšení dynamiky cen průmyslových výrobců (Graf II.3.1). To odráží jejich nečekaně výrazný růst v prvním čtvrtletí letošního roku. Protisměrně bude v malé míře působit na celém horizontu lehce silnější kurz eura vůči americkému dolaru při nezměněném výhledu dolarové ceny ropy Brent. V letošním i příštím roce se předpokládá o něco vyšší růst efektivní zahraniční poptávky, což odráží pokračující růst předstihových ukazatelů v průmyslu i celkového ekonomického sentimentu v eurozóně. Výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se na delším konci prognózy lehce zvyšuje.

Prognóza celkové domácí ekonomické aktivity se významně nemění, v její struktuře však došlo k mírným posunům (Graf II.3.2). Růst spotřeby domácností se oproti minulé predikci zvyšuje v návaznosti na silnější očekávanou dynamiku objemu mezd a platů i sociálních dávek. Také příspěvek čistého vývozu byl pro letošní rok přehodnocen výše. To odráží vyšší pozorovaná data z konce loňského roku, mírně optimističtější výhled růstu zahraniční poptávky a nově zapracovaný předpoklad, že dopad posilování koruny bude tlumen kurzovým zajištěním vývozců. Zároveň nová data o tvorbě hrubého kapitálu naznačují, že investice jsou ovlivněny pomalejším náběhem čerpání evropských fondů z nového programového období, než předpokládala minulé prognóza. K obnovení kladné dynamiky vládních investic proto dochází později.

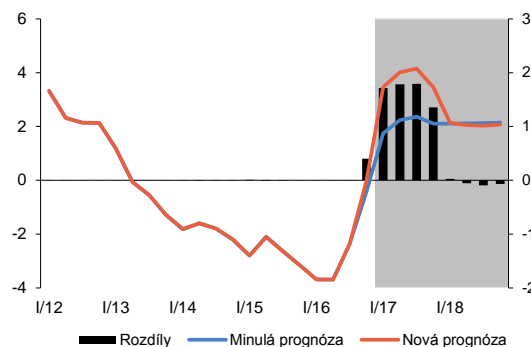
Slabší pozorovaný růst nominálních mezd v tržních odvětvích na konci loňského roku je považován pouze za krátkodobý výkyv. To naznačují dostupné údaje o vývoji na trhu práce počátkem letošního roku (viz kapitola III.3). Následně se meziroční dynamika mezd v tržních odvětvích, podpořená i zvýšením minimální mzdy z počátku roku 2017, přibližuje k minulé prognóze a v roce 2018 se posouvá lehce výše (Graf II.3.3). Celkově tak budou domácí nákladové tlaky obdobné jako v minulé prognóze.

Lehce nižší prognóza inflace na horizontu měnové politiky je zejména důsledkem silnějšího kurzu (Graf II.3.4). Celkové nákladové tlaky jsou na začátku letošního roku ve srovnání s minulé prognózou přehodnoceny nahoru. Promítá se do nich jak rychlejší pozorovaný nárůst domácích tržních cen, tak i cen průmyslových výrobců v efektivní

GRAF II.3.1

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

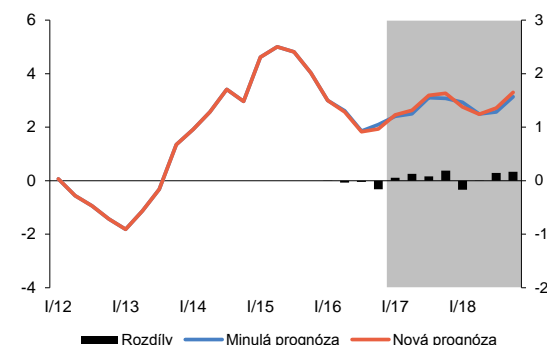
Výrazné přehodnocení výhledu cen průmyslových výrobců odráží jejich překvapivě vysoký růst počátkem letošního roku (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY HDP

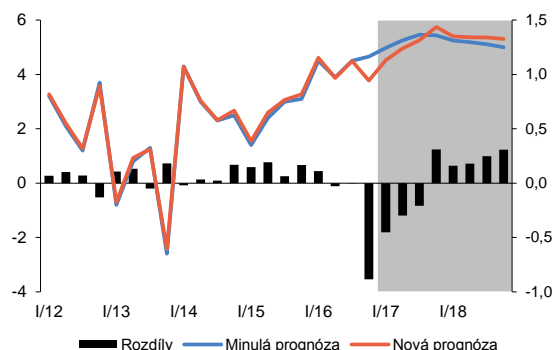
Prognóza vývoje HDP se pro letošní i příští rok téměř nemění (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD V TRŽNÍCH ODVĚTVÍCH

Nižší pozorované hodnoty na konci minulého roku ovlivnily predikci nominálních mezd na nejbližší čtvrtletí, ve vzdálenějším horizontu se jejich prognóza lehce zvyšuje (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



eurozóně. Ve druhém čtvrtletí však zčásti odezní jednorázové vlivy, které zvyšovaly inflaci v posledních měsících více, než předpokládala minulé prognóza. Zároveň budou oproti ní dočasně silnější protiinflační nákladové tlaky z dovozních cen plynoucí z dřívějšího a rychlejšího posílení kurzu, a dynamika celkových nákladů ve spotřebitelském sektoru tak bude utlumenější. Výhled růstu regulovaných cen je mírně snížen kvůli nižší dynamice cen tepla a plynu pro domácnosti.

Kurz koruny posiluje oproti minulé prognóze dříve a rychleji v důsledku dřívějšího ukončení kurzového závazku (Graf SZ II.3.1). K němu došlo již počátkem dubna namísto poloviny roku předpokládané minulou prognózou. K většímu zhodnocení koruny přispívají i změny ve výhledech zahraničních veličin.

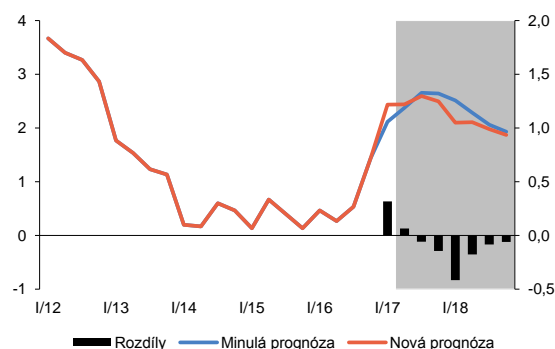
Vzhledem k dřívějšímu ukončení kurzového závazku se tržní úrokové sazby zvyšují pomaleji než v minulé prognóze. Domácí tržní úrokové sazby zůstávají stabilní stejně jako v minulé predikci do poloviny letošního roku (Graf II.3.5). Nová prognóza poté ukazuje potřebu pozvolnějšího zvyšování úrokových sazeb především v souvislosti s dřívějším ukončením kurzového závazku, následným rychlejším posílením kurzu a návazně také mírně nižší prognózou inflace na horizontu měnové politiky.

GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se mírně snižuje na celém horizontu s výjimkou nejbližšího výhledu

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

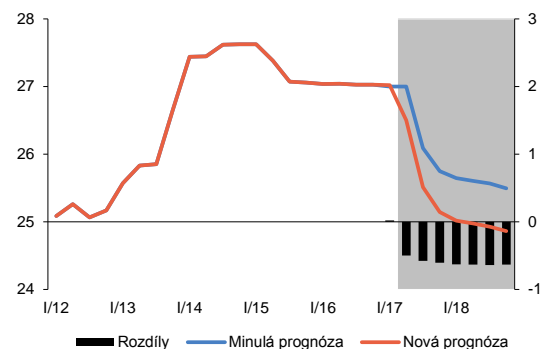


GRAF SZ II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Kurzový závazek byl ukončen o jedno čtvrtletí dříve a ceny zahraničních výrobců zároveň rostou výrazněji, kurz proto v prognóze posiluje rychleji

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

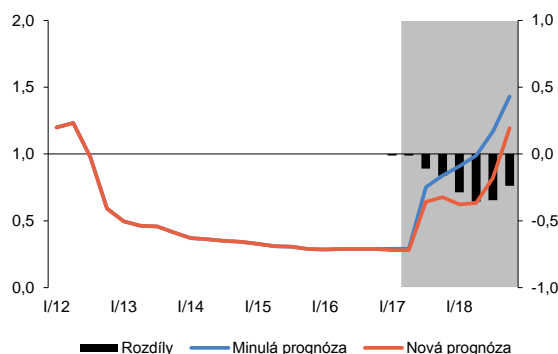


GRAF II.3.5

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Tržní úrokové sazby porostou pomaleji zejména v důsledku dřívějšího ukončení kurzového závazku a lehce nižší prognózy inflace na horizontu měnové politiky

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



II.4 RIZIKA A NEJISTOTY PROGNOZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik a nejistot. Hlavní nejistotou je vývoj měnového kurzu poté, co došlo počátkem dubna 2017 k ukončení kurzového závazku. Kurz může po návratu do standardní podoby řízeně plovoucího kurzu kolísat oběma směry. Důvodem slabšího než prognózovaného kurzu přitom může být tzv. překoupenost trhu s korunou, kterou prognóza – částečně s výjimkou aktuálního čtvrtletí – nezohledňuje. *Proto byl zpracován citlivostní scénář, který ukazuje, jak by se vyvíjely hlavní makroekonomické veličiny v případě pozvolnějšího posilování kurzu ve srovnání s prognózou.* Riziko prognózy v tomto ohledu signalizují i výhledy ostatních subjektů, které očekávají slabší kurz než prognóza ČNB, ovšem při pomalejším zvyšování úrokových sazeb a při současně téměř shodném inflačním výhledu. Další nejistotou je trvanlivost a skladba aktuálních inflačních tlaků. *V souhrnu hodnotí sekce měnová rizika prognózy ve vazbě na citlivostní scénář jako proinflační, resp. jdoucí ve směru potřeby rychlejšího zvyšování úrokových sazeb oproti prognóze.*

II.4.1 Rizika vnímaná ČNB

Hlavní nejistotou prognózy je vývoj měnového kurzu poté, co byl na počátku dubna 2017 ukončen kurzový závazek. Aktuální úroveň kurzu je slabší v porovnání s hodnotou, kterou předpokládá krátkodobá prognóza pro druhé čtvrtletí 2017. Podobný vývoj by přitom mohl pokračovat i v následujících čtvrtletích. Důvodem je chybějící protistrana pro uzavírání korunových pozic finančními investory v situaci, kdy se řada domácích vývozců před ukončením závazku ČNB zajistila proti kurzovému riziku, a tím fakticky prodala své exportní tržby dopředu. *Toto riziko bylo kvantifikováno citlivostním scénářem kurzu.* Současně panuje nejistota o tom, jak se bude projevovat přenos případných výraznějších změn nominálního měnového kurzu do domácích cenových okruhů. Tomuto tématu se věnuje BOX 2. Dále byla v průběhu zpracování prognózy identifikována nejistota týkající se trvanlivosti a skladby v poslední době pozorovaných inflačních tlaků. Otázkou je, jaká část těchto tlaků má fundamentální charakter a jaká část vyplývá z jednorázových faktorů, které rychle odezní.

Citlivostní scénář kurzu ukazuje dopady pozvolnějšího posilování koruny v porovnání se základním scénářem prognózy. Jak již bylo uvedeno, základní scénář nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být nadále výrazně tlumeno tzv. překoupeností trhu. Základní scénář tedy na jednu stranu nezohledňuje výrazný nárůst bilance ČNB v důsledku devizových intervencí, které byly zejména v prvním čtvrtletí letošního roku masivní, na druhou stranu naopak reflektuje kvantitativní uvolňování ECB prostřednictvím stínových sazeb. Tím vzniká určitá asymetrie, kvůli níž může základní scénář prognózy nadhodnocovat celkové tlaky na posilování kurzu.

Scénář předpokládá pouze pozvolné posilování kurzu do konce letošního roku. Konkrétně předpokládá posilování kurzu o 0,1 CZK/EUR každé čtvrtletí od ukončení kurzového závazku, tedy postupné posilování

z 26,9 CZK/EUR ve druhém čtvrtletí až na 26,7 CZK/EUR v závěru roku. Během roku 2018 již bude dle předpokladů citlivostního scénáře vývoj kurzu tažen jen fundamentálními faktory bez vlivu chybějící protistrany. Obnoví se tak reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny cestou posilujícího nominálního kurzu. V souladu s předchozí komunikací, že ČNB bude postupovat obezřetně a vyčká se zvýšením úrokových sazeb, citlivostní scénář – stejně jako základní scénář – předpokládá stabilitu sazeb ve druhém čtvrtletí 2017 na dosavadní úrovni.

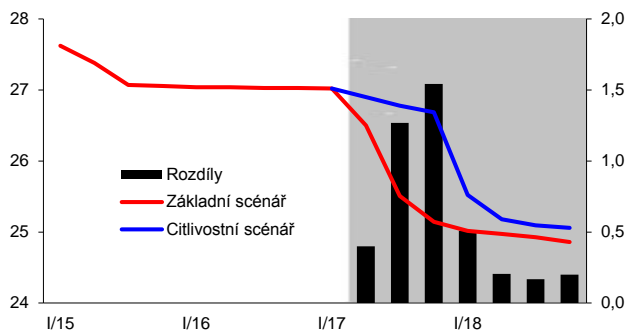
Ke zmírnění inflačních tlaků je v citlivostním scénáři třeba doručit zpřísnění měnových podmínek výrazným nárůstem sazeb.

Předpokládané pozvolnější posilování kurzu tlačí prostřednictvím méně výrazného poklesu dovozních cen na vyšší inflaci oproti základnímu scénáři, tedy na její setrvávání nad 2% cílem v tolerančním pásmu. Aby inflace dále nerostla, musí dojít ke zpřísnění měnových podmínek cestou zvýšení úrokových sazeb. Úrokové sazby tak rostou během druhé poloviny roku 2017 až na 2 %, kde setrvávají i na začátku roku 2018. Slabší měnový kurz podporuje prostřednictvím rychlejší dynamiky vývozu také domácí ekonomickou aktivitu. S následným obnovením rychlejšího kurzového zhodnocování od začátku příštího roku dochází k poklesu úrokových sazeb při pouze pozvolném poklesu inflace směrem k 2% inflačnímu cíli. Dopady do vývoje vybraných domácích veličin jsou zachyceny v Grafu SZ II.4.1.

Graf SZ II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

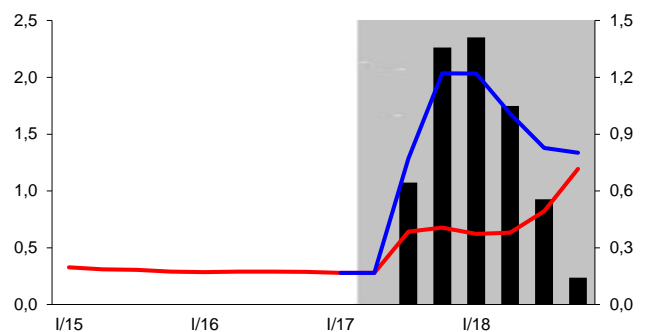
Nominální měnový kurz

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



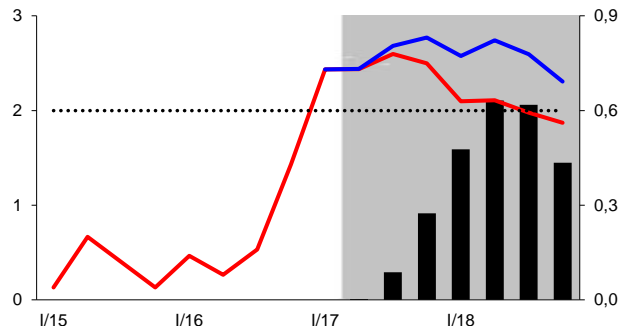
3M PRIBOR

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



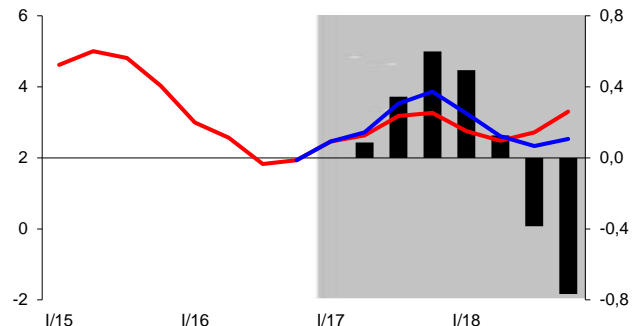
Celková inflace

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



Reálný HDP

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



Citlivostní scénář tak implikuje odlišný mix zpřísnění úrokové a kurzové složky měnových podmínek oproti základnímu scénáři.

K udržení inflace poblíž inflačního cíle na horizontu měnové politiky dochází prostřednictvím zpřísnění měnových podmínek, které je v základním scénáři doručeno především rychlým posilováním kurzu již od druhého čtvrtletí letošního roku. Pokud k tomuto zpřísnění nedojde a kurz bude posilovat jen pozvolna, mělo by dle citlivostního scénáře dojít k rychlému a výraznému nárůstu úrokových sazeb ve druhé polovině letošního roku tak, aby bylo zabráněno dalšímu nárůstu inflace nad cíl.

BOX 2 Přenos změn nominálního měnového kurzu do domácích cenových okruhů

Poté, co došlo k ukončení kurzového závazku ČNB, začne být inflace opět ve zvýšené míře ovlivňována změnami kurzu.

Vysoký stupeň otevřenosti české ekonomiky implikuje významný dopad změny měnového kurzu na dynamiku korunových cen zahraničního obchodu. Ta je však přesto obvykle nižší než uvažovaná prvotní kurzová změna. Důvodem nižšího průsaku měnového kurzu do cen je např. záměr firem rozšířit svůj podíl na trhu, přítomnost konkurence nebo hedging, včetně snahy zajistit příjmy a náklady ve stejné měně.¹⁴ Vedle cen zahraničního obchodu, které jsou kurzovému šoku přirozeně vystavené nejvíce, reagují na kurzový pohyb také ceny průmyslových výrobců a spotřebitelské ceny. Obě skupiny cen totiž obsahují dovážené finální zboží a komponenty následně použité pro finální výrobek nebo službu. V případě spotřebitelských cen velikost dopadu zmiňuje také to, že i zdánlivě zcela obchodovatelné zboží v sobě typicky obsahuje neobchodovatelnou část (např. náklady na skladování a distribuci).¹⁵

Velikost průsaku změn kurzu do domácích cen silně závisí na charakteru kurzové změny.

Kurzové změny vnímané ekonomickými subjekty jako trvalé mají silnější dopad do cen než dočasné změny kurzu. Pokud je totiž kurzový šok vnímán jako krátkodobý, je při existenci nominálních rigidit pro dovozce i prodejce méně výhodné měnit ceny.

Rovněž reakce měnové politiky výrazně ovlivňují velikost průsaku kurzových šoků do cen.

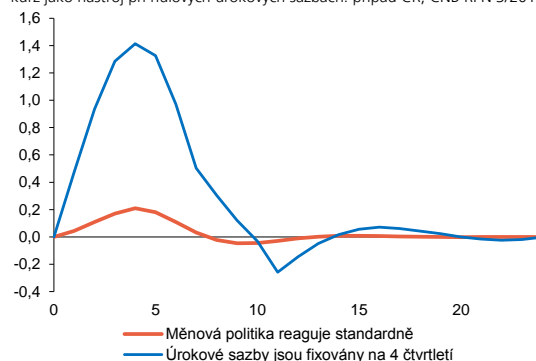
V režimu plovoucího kurzu měnová politika typicky reaguje na pohyby kurzu svými sazbami, neboť změna kurzu ovlivňuje inflační prognózu. Proto mají kurzové šoky dočasný charakter a reakce domácích cen je tedy nízká. Pokud však měnová politika nemůže na změnu nominálního kurzu reagovat, jak tomu je například v situaci, kdy jsou měnověpolitické sazby na technické nule, změny nominálního kurzu se propagují do cenového vývoje silněji. To lze ilustrovat na Grafu 1, který srovnává modelové odezvy domácí inflace na kurzový šok při možnosti reakce měnové politiky se situací, kdy jsou

GRAF 1 (BOX)

MODELOVÉ ODEZVY INFLACE NA 5% OSLABENÍ KURZU

Nárůst inflace v reakci na depreciační kurzový šok je výrazně silnější, pokud měnová politika nereaguje svými sazbami

(meziroční změny v procentních bodech; pramen: Franta a kol. (2014) - Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR, ČNB RPN 3/2014)



¹⁴ Souhrnně se tyto vlivy někdy nazývají pricing to market.

¹⁵ Tato neobchodovatelná část může být relativně vysoká, jak ukazují Burstein, A., Neves, J.C. a Rebelo, S. (2003): "Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations," *Journal of Monetary Economics* 50(6), s. 1189–1214.

měnověpolitické sazby plně očekávaně fixovány na období 4 čtvrtletí. Je patrné, že pokud nemůže dojít k reakci měnové politiky na kurzový šok, je průsak řádově vyšší.

Velikost modelové odezvy pro režim plovoucího kurzu je srovnatelná s výsledky empirických studií. Výsledky ekonometrické analýzy zkoumající přenos změn nominálního měnového kurzu koruny do domácích cenových okruhů pro období, jež se do listopadu 2013 překrývá s obdobím plovoucího kurzu, jsou znázorněny v Grafu 2. Tyto výsledky ukazují klesající průsak měnového kurzu podél cenového řetězce, přičemž dopad do spotřebitelských cen je menší než 10 %. Porovnání ČR s eurozónou ukazuje na relativně mírnější reakci českých dovozních cen na šok do nominálního efektivního kurzu domácí měny. I přes existující kvantitativní rozdíly, které lze vysvětlit tím, že se jedná o dvě různé měny a odlišnou strukturu obchodních partnerů, je reakce v obou teritoriích kvalitativně obdobná.

Reakce na kurzový šok v rámci domácího indexu spotřebitelských cen je různorodá. To ukazují výsledky pro jednotlivé podkategorie znázorněné v Grafu 3. Nejsilnější průsak kurzových změn nastává pro dva cenové okruhy: potraviny a dopravu. Oba obsahují dovážené zboží nebo zboží vyrobené s použitím dovozních komponent. Zároveň mají významnou váhu v celkovém indexu (potraviny čítají 18 % a doprava 10 % tuzemského spotřebitelského koše¹⁶). Průsak měnového kurzu do obou složek je nejvyšší v porovnání s ostatními skupinami CPI a navíc je výraznější v případě bilaterálního kurzu eura než při použití nominálního efektivního kurzu.¹⁷

Zdánlivě neintuitivní reakci cen některých neobchodovatelných statků lze vysvětlit Balassovým-Samuelsonovým efektem. Posílení kurzu podložené zvyšováním produktivity práce vedoucí k poklesu cen obchodovatelného zboží se v režimu cílování inflace, který navrácí celkovou inflaci k cíli, musí nutně projevit růstem cen neobchodovatelného zboží. V případě cen ve zdravotnictví může být odhadnutý kladný koeficient důsledkem načasování administrativních vlivů v minulosti. Zdánlivě neintuitivní reakce pro tyto cenové okruhy tedy nepředstavuje přímý kauzální vztah.

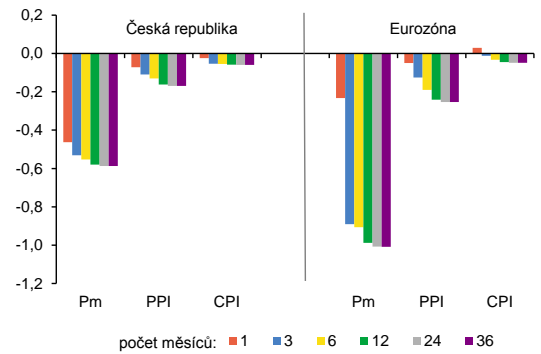
Asymetrická reakce cen na kurzové změny se dosud

GRAF 2 (BOX)

EMPIRICKÝ PRŮSAK MĚNOVÉHO KURZU DO CEN

Reakce cen na kurzový šok je poměrně rychlá, kurz se z velké části promítá do cen již v prvních 3 měsících; celkový průsak do spotřebitelských cen je však velmi utlumený

(pramen: Datastream, výpočet ČNB)



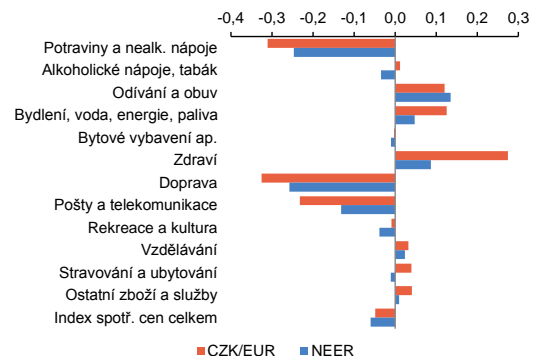
Poznámka: Vektorový model korekce chyb. Metodika viz Babecká Kucharčuková (2007), ČNB WP 12/2007. Šok: apreciacie nominálního efektivního kurzu domácí měny. Pm - dovozní ceny, PPI - ceny průmyslových výrobců, CPI - spotřebitelské ceny. Data jsou převedena na indexy průměr roku 2016 = 100 a vstupují do modelu v logaritmech. Impulzní odezva na apreciační šok velikosti 1, tj. upravená o velikost 1 směrodatné odchylky; restrikce šoku typu Cholesky. Období: leden 2000 – leden 2017.

GRAF 3 (BOX)

PRŮSAK MĚNOVÉHO KURZU DO INFLACE V ČR

Na kurzový šok reagují nejvíce ceny dopravy a potravin

(pramen: Datastream, výpočet ČNB)



Poznámka: Vektorový model korekce chyb. Metodika viz Babecká Kucharčuková O. (2007). ČNB WP 12/2007. Apreciační šok velikosti 1. Model byl odhadnut pro celkový index spotřebitelských cen a 12 hlavních podskupin. Do modelu byla pokaždé zahrnuta pouze jedna podskupina. Období: leden 2000 – leden 2017.

16 Dle metodiky ČSÚ od ledna 2016 ve stálých cenách roku 2014. Pro srovnání podíl dovozu potravin na celkovém dovozu zboží činil v roce 2016 pouhých 5 %, zatímco podíl dovozu strojů a dopravních prostředků dosáhl 57 %. Obsah těchto skupin není totožný s odpovídajícími skupinami CPI, zejména v případě CPI dopravy, který zahrnuje nové a ojeté automobily, osobní dopravu a také pohonné hmoty.

17 Tento výsledek se dá objasnit nejen strukturou obchodních partnerů (eurozóna – 58 %, EU – 75 %, data za rok 2016), ale také rozšířeným používáním eura jako fakturační měny i při obchodech s partnery z jiných měnových zón. Podle ECB (2016): International role of the euro dosahuje podíl eura 68 % u dovozu zboží a 77 % u dovozu služeb.

nepotvrzovala. Průsak kurzu a zahraničních cen do domácí inflace byl v poslední době explicitně testován u cen potravin.¹⁸ Pro tento cenový okruh je odhadnutá asymetrie průsaků nevýznamná, a to jak statisticky, tak ekonomicky. Tyto ceny tak zpravidla reagují obdobně na posílení i oslabení kurzu.

Česká ekonomika se nachází v období těsně po opuštění kurzového závazku, které je blízké režimové změně. Tato změna byla avizována, a proto očekávána, přičemž případné posílení kurzu pod hladinu 27 CZK/EUR bude pravděpodobně vnímáno jako déletrvající a fundamentálně odůvodněné. Proto lze předpokládat výraznější průsak změn kurzu do inflace, než by odpovídalo modelovým odezvám na jednorázový neočekávaný šok nebo ekonometrickým odhadům na datech z dřívějších let, kdy bylo možno pohyby kurzu považovat za krátkodobé neočekávané šoky.

II.4.2 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů

Inflační očekávání trhů jsou v posledních měsících ukotvena v těsné blízkosti 2% cíle ČNB. Inflace prognózovaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se aktuálně nachází přesně na úrovni dvou procent, v tříletém horizontu je těsně pod ní. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu nadále setrvávají mírně pod cílem (Tab. II.4.1).

Indikátor domácnostmi vnímané inflace má již téměř tři roky záporné znaménko, indikátor očekávané inflace je naopak kladný. (Graf II.4.1). První z ukazatelů tak naznačuje, že podle domácností se ceny v souhrnu během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor očekávané inflace naopak signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než doposud. Oba tyto ukazatele se od září minulého roku postupně posunují výše.

Analytici očekávají, že v letošním roce ekonomika vykáže růst pod 3% a obdobného tempa dosáhne i v příštím roce (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). Růst české ekonomiky by se podle nich měl i nadále opírat o domácí i zahraniční poptávku. V případě nominálních mezd se v obou letech očekává růst lehce nad 4,5%. V ročním horizontu analytici v průměru prognózují posílení měnového kurzu koruny k hladině 26 CZK/EUR.¹⁹ Před květnovým zasedáním bankovní rady všech šestnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. V ročním horizontu většina

TAB. II.4.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu nacházejí u 2% cíle ČNB

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

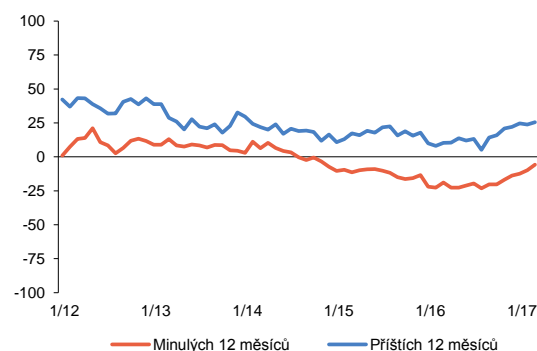
	12/16	1/17	2/17	3/17	4/17
IOFT:					
Index spotřebitelských cen	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
Reálný HDP v roce 2017	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6
Reálný HDP v roce 2018		2,6	2,7	2,6	2,7
Nominální mzdy v roce 2017	4,4	4,4	4,7	4,7	4,6
Nominální mzdy v roce 2018		4,1	4,4	4,4	4,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,2	26,2	26,2	26,0	25,9
2T repo (v %)	0,05	0,08	0,10	0,15	0,26
1R PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Podniky:					
Index spotřebitelských cen		1,5		1,7	
Index spotř. cen v horizontu 3R		2,2		2,2	

GRAF II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátor vnímané inflace setrval v záporných hodnotách, ukazatel očekávané inflace je naopak dlouhodobě mírně kladný; oba indikátory přitom pozvolna rostou

(pramen: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že růst ekonomiky letos dosáhne 2,5%, obdobné tempo si zachová i v příštím roce

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

	12/16	1/17	2/17	3/17	4/17
Reálný HDP v roce 2017	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2018		2,6	2,6	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2017	4,4	4,7	4,8	4,7	4,7
Nominální mzdy v roce 2018		4,4	4,6	4,7	4,7
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,5	26,4	26,2	26,0	26,0
3M PRIBOR (v %)	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5

18 O. Babecká Kucharčuková a J. Brůha (2017, work in progress): Food Prices in Central European Countries: Passthrough, Determinants and Predictions.

19 Očekávané rozpětí je poměrně široké: v šetření IOFT 25,3–26,4 CZK/EUR, v průzkumu CF 25,0–26,5 CZK/EUR.

analytiků předpokládá zvýšení 2T repo sazby a menší část její ponechání na stávající úrovni 0,05 %; průměrný odhad činí 0,3 %.

V porovnání s ČNB analytici očekávají lehce pomalejší růst HDP v letošním i příštím roce při téměř stejné inflaci v ročním výhledu.

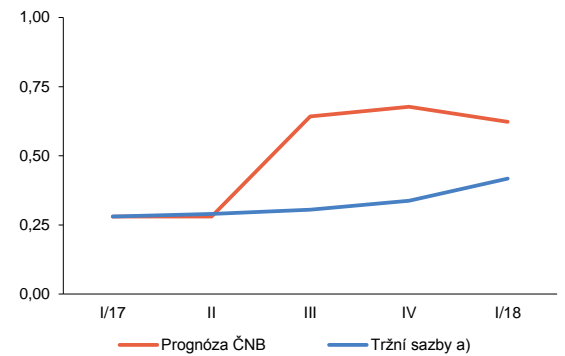
Mzdová očekávání analytiků se pohybují níže ve srovnání s ČNB. Nižší výhled úrokových sazeb u analytiků souvisí mimo jiné s tím, že podle nich zvyšování úrokových sazeb bude následovat s větším časovým odstupem po ukončení kurzového závazku oproti tomu, co ukazuje prognóza ČNB. Měnový kurz se v ročním výhledu nachází v předpovědích analytiků v průměru na slabší úrovni než v prognóze ČNB. Pravděpodobným důvodem je, že analytici zohledňují faktor chybějící protistrany i v delším horizontu.

Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich jen lehký nárůst. Pohybuje se tak zřetelně pod úrovní úrokových sazeb z prognózy ČNB, se kterou je ve třetím čtvrtletí letošního roku konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb (Graf II.4.2).

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

S prognózou ČNB je ve třetím čtvrtletí letošního roku konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb, s nímž tržní výhled nepočítá (v %)



a) pro I/17 a II/17 3M PRIBOR, pro III/17 až I/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 21. 4. 2017

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 CENOVÝ VÝVOJ

Inflace v prvním čtvrtletí 2017 dále vzrostla na 2,4 %, a dostala se tak do horní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB. Oproti prognóze z konce roku 2015, jejíž zpětné posouzení je relevantní pro hodnocení aktuálního plnění inflačního cíle, se po většinu loňského roku projevovaly výraznější protiinflační tlaky ze zahraničí. Ty byly jen částečně kompenzovány delším trváním kurzového závazku ČNB. Od konce roku 2016 se ale k pokračujícímu proinflačnímu působení domácí ekonomiky přidaly jednorázové cenové vlivy, což spolu s odezněním protiinflačního působení dovozních cen přispělo k nárůstu inflace nad 2% cíl. S výhodou zpětného pohledu tak lze hodnotit měnovou politiku ČNB v minulém období jako zhruba přiměřenou. Výrazně se zvýšila jádrová inflace, stejně jako růst cen potravin i pohonných hmot, naopak regulované ceny nadále lehce klesaly. Pokračující růst domácí ekonomické aktivity se v prostředí nízkých úrokových sazeb odrážel v dalším zrychlení dynamiky cen nemovitostí. Obnovený růst zahraničních výrobních cen i meziročně vyšší cena ropy přispěly k růstu cen domácích průmyslových výrobců. Po dlouhé době se obnovil i růst cen zemědělských výrobců. Dále zrychlil růst cen tržních služeb, stabilně mírným tempem se zvyšovaly ceny stavebních prací.

III.1.1 Plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2017 nacházely nad prognózou ze Zoi IV/2015 i nad cílem ČNB (Graf III.1.1).²⁰ Tato prognóza byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do konce roku 2016. Prognóza očekávala zvýšení hodnot celkové i měnověpolitické inflace; ty měly na horizontu měnové politiky dosáhnout 2% cíle a poté jej mírně překročit. Protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně i světových cen většiny komodit a předchozího posílení kurzu koruny vůči euru mělo postupně odeznívat. Směrem ke zvyšování cen měla působit zrychlující dynamika mezd v podmínkách pokračujícího růstu domácí ekonomické aktivity.

Pozorovaný vývoj inflace i její struktura se od predikce lišily.

Celková inflace se téměř v celém období pohybovala pod prognózou²¹, až na přelomu let 2016 a 2017 vystoupala nad ni. V prvním čtvrtletí 2017

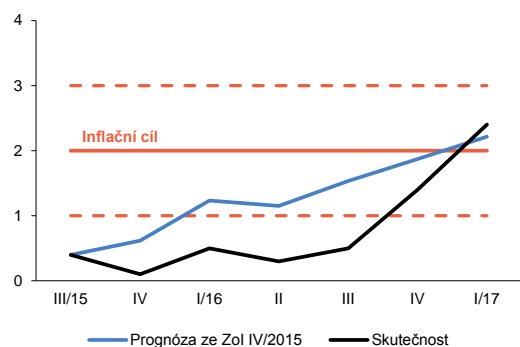
20 Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle v prvním čtvrtletí 2017 je přitom nutné zkoumat období od července 2015 do prosince 2016, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje promítala do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza naplnění prognóz se v této kapitole nicméně zaměřuje z důvodu srozumitelnosti pouze na srovnání Zprávy o inflaci IV/2015 s následným vývojem.

21 K tomu přispělo i uplatňování ex ante výjimky na primární dopady výrazného poklesu cen ropy, k němuž bankovní rada přistoupila v únoru 2015.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se v prvním čtvrtletí 2017 nacházela mírně nad prognózou ze Zoi IV/2015 a zároveň nad 2% cílem ČNB v rámci horní poloviny jeho tolerančního pásma (meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Odchylka inflace od prognózy byla dána nečekaně rychlým růstem cen potravin a pohonných hmot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zoi IV/2015	Skutečnost 1. čtvrtletí 2017	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{c)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,2	2,4	0,2
z toho:			
regulované ceny	1,1	-0,5	-0,3
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,1	0,0	-0,1
jádrová inflace ^{b)}	2,3	2,1	-0,1
ceny potravin ^{b)}	2,1	3,4	0,4
ceny pohonných hmot ^{b)}	4,0	15,1	0,4

a) Jedná se o dopad do celkové inflace vyjma regulovaných cen.

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

c) Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

tento rozdíl dosáhl 0,2 procentního bodu (Tab. III.1.1). Kladná odchylka vyplývala z rychlejšího růstu cen potravin a pohonných hmot. V opačném směru působil zejména utlumenější vývoj regulovaných cen. Jádřová inflace byla jen lehce pod prognózou.

Vnější ekonomické faktory působily až do závěru roku 2016 směrem k nižší domácí inflaci oproti prognóze. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí, u nichž se zpočátku nenaplnil očekávaný návrat k růstu, a jejichž dynamika setrvala až do třetího čtvrtletí loňského roku v silně záporných meziročních hodnotách (Tab. III.1.2). K tomu významně přispěl i neočekávaný další propad cen ropy na přelomu let 2015 a 2016. Růst zahraniční poptávky zpočátku mírně převyšoval předpokládanou dynamiku, poté byl pod ní. Zahraniční úrokové sazby se dále snižovaly, a to až do záporu, s čímž prognóza také nepočítala. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na českou ekonomiku protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek.

Prodloužení kurzového závazku ze strany ČNB kompenzovalo silnější deflační tlaky ze zahraničí jen částečně. Tržní úrokové sazby zůstaly po celou dobu stabilní kvůli existenci nulové dolní meze. Měnový kurz ve skutečnosti setrval na hodnotách v blízkosti vyhlášeného závazku ČNB až do začátku dubna 2017, kdy byl kurzový závazek ČNB ukončen²² (Tab. III.1.3). Dopady protiinflačního vývoje zahraničí do domácího cenového vývoje tak byly silnější než v prostředí, kde měnová politika není omezena nulovou dolní mezí úrokových sazeb. S obnoveným růstem zahraničních cen na přelomu let 2016 a 2017 však došlo k rychlému zvýšení domácí inflace až mírně nad 2% cíl.

Domácí ekonomika působila ve srovnání s prognózou v souhrnu lehce protiinflačně. Na pozorovanou dynamiku HDP měly silný vliv revize historických dat, cyklus čerpání evropských fondů a ve druhé polovině minulého roku také zpomalení růstu zahraniční poptávky. Z hlediska struktury byl patrný utlumenější vývoj investic a částečně i spotřeby domácností, naopak příspěvek čistého vývozu byl vyšší. Ekonomický růst se projevoval pozitivně na trhu práce snižováním míry nezaměstnanosti, avšak pozorovaný růst nominálních mezd byl oproti prognóze pomalejší.

V souhrnu lze hodnotit měnovou politiku ČNB v období od července 2015 do prosince 2016 jako zhruba přiměřenou. Pro rozhodování bankovní rady o nastavení měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že po většinu hodnoceného období se naplňovala identifikovaná protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně v důsledku nízkých světových cen energetických a potravinářských komodit). Od konce roku 2016 se ale na pozadí přetrvávajícího proinflačního působení domácí ekonomiky a obnoveného růstu dovozních cen začaly rychle

²² Oproti předpokladu prognózy ze Zol IV/2015 se délka kurzového závazku prodloužila jen o jedno čtvrtletí. V průběhu daného období byl však dvakrát prodloužen tzv. tvrdý závazek, který měl rozhodující vliv na formování očekávání ekonomických subjektů.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRAIČÍ

Zahraniční veličiny působily až do závěru loňského roku v souhrnu protiinflačně, zejména PPI v eurozóně (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak, p – předpoklad, s – skutečnost)

		IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,3	2,2	2,2	2,0	1,9	2,0
	s	2,5	2,5	2,3	1,8	1,7	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-1,9	-0,2	-0,1	1,0	1,6	1,9
	s	-3,2	-3,7	-3,7	-2,4	0,0	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
	s	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,11	1,09	1,08	1,08	1,07	1,08
	s	1,09	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	50,5	52,3	54,0	55,3	56,5	57,6
	s	44,7	35,2	47,0	47,0	51,1	54,6

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol IV/2015

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Skutečný vývoj domácího HDP i mezd se v průměru pohyboval pod predikcí, a do konce roku 2016 tak přispíval k nižší inflaci (p – prognóza, s – skutečnost)

		IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17	
Index spotř. cen (mzr. změny v %)	p	0,6	1,2	1,2	1,5	1,9	2,2	
	s	0,1	0,5	0,3	0,5	1,4	2,4	
3M PRIBOR (v %)	p	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	
	s	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	kurz. závazek poblíž 27 CZK/EUR						-
	s	27,1	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	5,2	2,6	2,5	2,8	3,2	3,7	
	s	4,0	3,0	2,6	1,8	1,9	-	
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	3,9	4,3	4,7	4,9	5,0	5,1	
	s	3,3	4,6	3,9	4,5	3,8	-	

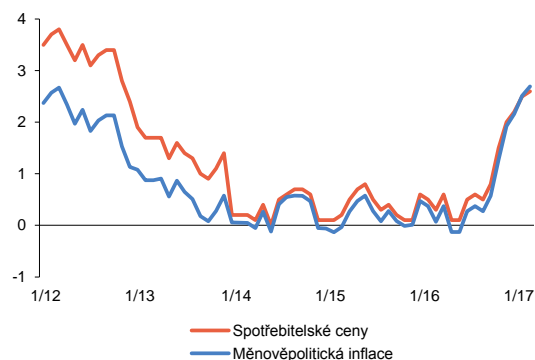
a) sezonně očištěno

b) v tržních odvětvích

GRAF III.1.2

INFLACE

Inflace v prvním čtvrtletí 2017 skokově vzrostla (meziroční změny v %)



projevovat jednorázové cenové vlivy zvyšující inflaci, které nebyly minulými prognózami předvídaný. Inflace se tak od začátku letošního roku nachází nad 2% cílem ČNB, avšak v rámci jeho tolerančního pásma. Došlo tak k vytvoření podmínek pro udržitelné plnění inflačního cíle do budoucna, a tím i k ukončení kurzového závazku ČNB.

III.1.2 Spotřebitelské ceny a ceny nemovitosti

Inflace se v průběhu prvního čtvrtletí 2017 postupně zvyšovala až na březnových 2,6 % (Graf III.1.2). Nárůst spotřebitelských cen byl tažen především zvyšující se jádrovou inflací²³ a cenami potravin. Vzrostla rovněž dynamika cen pohonných hmot v důsledku meziročně výrazně vyšších cen ropy na světových trzích (Graf III.1.3). Měnověpolitická inflace ležela o 0,1 procentního bodu nad celkovou inflací vlivem záporného primárního příspěvku změn nepřímých daní. To bylo dáno zejména poklesem DPH pro restaurace a stravovací zařízení a částečně i poklesem DPH u novin a časopisů (s platností od března 2017). V opačném směru působil dopad zvýšení spotřební daně na cigarety a tabák, které bylo zavedeno od ledna 2016, resp. 2017²⁴.

Jádrová inflace strmě vzrostla, a to zejména v důsledku prudkého zvýšení dynamiky cen neobchodovatelných statků (Graf III.1.4).²⁵ Ta vystoupala až lehce nad 3 %, což bylo dáno dvěma skutečnostmi. První bylo zvyšování cen v restauracích a kavárnách, které se odehrálo v prosinci loňského roku a částečně také v prvním čtvrtletí letošního roku jako reakce na zavedení elektronické evidence tržeb. Druhým faktorem působícím stejným směrem byl růst příspěvku imputovaného nájemného. Za ním stál prudký nárůst cen nových bytů zejména v Praze a okolí, svůj dopad však měla i změna metodiky jeho výpočtu provedená ČSÚ (více viz BOX 3)²⁶. Kromě těchto dvou položek však zdražovaly i další neobchodovatelné statky, zejména rekreační a kulturní služby, ubytování i ostatní služby spojené s bydlením. Růst cen obchodovatelných²⁷ statků byl stejně jako v předchozích čtvrtletích utlumený, zhruba na úrovni 0,5 %.

Růst cen potravin dále zrychloval zejména vlivem rychle rostoucích cen zeleniny a mléčných výrobků (Graf III.1.5). Postupně se však meziročně zvyšovaly i ceny dalších potravin, a to zejména pekárenských výrobků, masa, cukru a cukrářských výrobků. V prvním čtvrtletí klesaly pouze ceny ovoce, nealkoholických nápojů a piva. Ceny ostatních alkoholických nápojů slabě rostly. Podstatně vyšší růst pak vykázaly ceny

23 Pojem „jádrová inflace“ nahradil počínaje touto Zprávou o inflaci dosud používaný název „korigovaná inflace bez pohonných hmot“. Jádrová inflace tak představuje inflaci bez primárního vlivu změn nepřímých daní, regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot.

24 Dopad zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky je rozprostřen v prvních třech měsících příslušného roku.

25 Ceny neobchodovatelných statků zahrnují především neregulované ceny služeb.

26 ČSÚ na konci roku 2016 upravil strukturu a váhy jednotlivých položek v imputovaném nájemném. Došlo ke zdvojnásobení váhy nových bytů v subindexu, což přispělo k výraznému zvýšení dynamiky imputovaného nájemného.

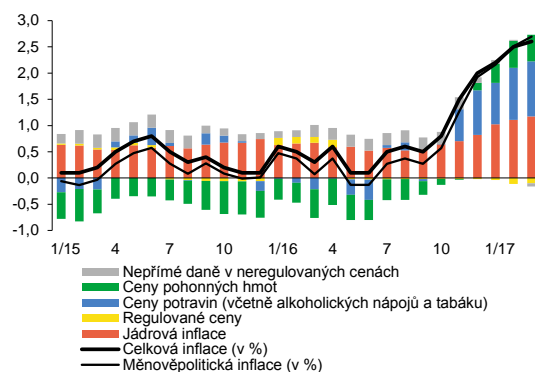
27 Ceny obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjimkou potravin a pohonných hmot.

GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

Za výrazným nárůstem inflace stálo především zvýšení jádrové inflace a zrychlený růst cen potravin, ke kterým se přidalo zvýšení příspěvku cen pohonných hmot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

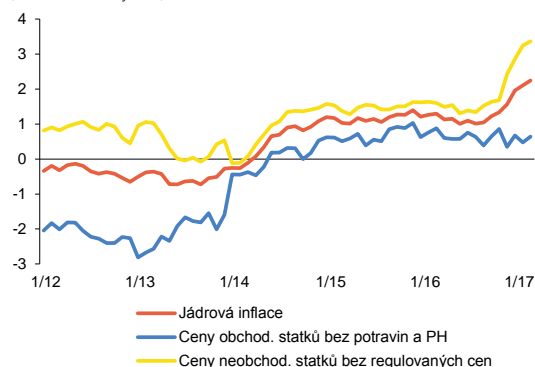


GRAF III.1.4

JÁDROVÁ INFLACE

Jádrová inflace od konce loňského roku vzrostla až nad 2 % vlivem rychlého zvýšení dynamiky cen neobchodovatelných statků

(meziroční změny v %)

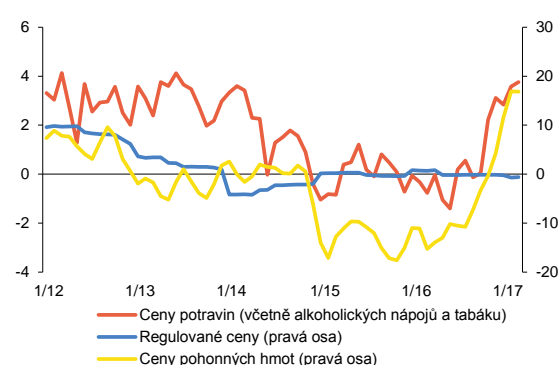


GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN, REGULOVANÉ CENY A CENY POHONNÝCH HMOT

Ceny pohonných hmot i ceny potravin rychle rostly, regulované ceny nadále lehce klesaly

(meziroční změny v %)



tabákových výrobků, ten však začal v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku zpomalovat (Graf III.1.6).

BOX 3 Příčiny rychlého nárůstu cen služeb

Na přelomu roku došlo k prudkému zvýšení dynamiky cen neobchodovatelných statků, a to hlavně ve dvou jejich složkách. Šlo jednak o nárůst cen v restauracích a kavárnách, jednak o zrychlené zvyšování imputovaného nájemného za bydlení vlastníků nemovitostí (Graf 1). Tento box přináší podrobnější pohled na příčiny a trvanlivost uvedeného vývoje.

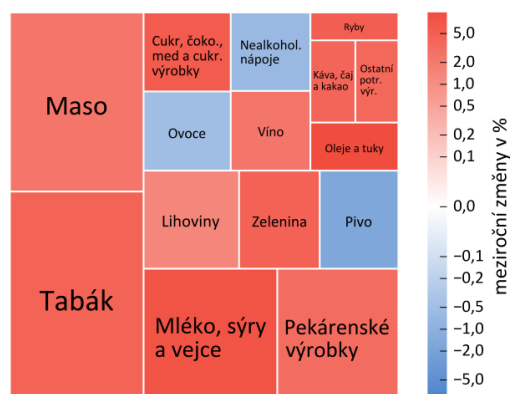
Zvýšení cen v restauracích a kavárnách bylo mimo jiné ovlivněno zavedením elektronické evidence tržeb (EET). K výraznému nárůstu cen v tomto segmentu došlo i přes snížení DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení z 21 % na 15 % od prosince 2016. Podnikatelé v pohostinství do vyšších cen zřejmě promítali vedle nákladů spojených se zavedením EET také efekt zvýšení minimální mzdy, resp. obecně mzdového růstu v ekonomice, který pro ně znamená dlouhodobý nárůst personálních nákladů. EET byla přitom faktorem, který průsak těchto fundamentálních nákladových vlivů do cen koncentroval do krátkého časového úseku. Částečný podíl na zrychlení cenového růstu v této skupině mělo i obnovené zvyšování cen potravin. Dopad zavedení EET na cenový růst bude ze své povahy pouze dočasný, což dokládá již také meziměsíční dynamika cen v restauracích a kavárnách. Ta se v průběhu prvního čtvrtletí 2017 postupně snižovala až na obvyklé hodnoty před zavedením EET. Naopak mzdový růst bude na zvyšování cen v pohostinství – respektive obecně ve službách – působit i nadále.

Zvýšení růstu imputovaného nájemného souviselo s posílením váhy – aktuálně rychle rostoucích – cen nových nemovitostí. ČSÚ totiž na konci roku 2016 změnil strukturu imputovaného nájemného, přičemž váha nových bytů se skokově zvýšila z 8 % na 16,3 % pro mimopražské regiony a v Praze dokonce na 27 % (Graf 2). Tyto i předchozí změny v souhrnu představují postupné nahrazení imputovaného nájemného v dosavadním pojetí vlastnickým bydlením v podobě tzv. čistého akvizičního přístupu (net acquisition approach). Ten zachycuje souhrn výdajů domácností na nákup nemovitostí, včetně výdajů na zkvalitnění a udržování bydlení a souvisejících služeb, očištěný o celkové příjmy domácností z prodeje nemovitostí. Tento koncept tak mimo spotřební složku obsahuje ceny nových nemovitostí. Lze jej tedy chápat jako širší makrofinanční index částečně propojující prvky měnové politiky a finanční stability. Dává totiž větší prostor pro zachycení dynamiky cen nových bytů, která je momentálně zejména v Praze velmi silná, přímo v inflaci spotřebitelských cen. Lze přitom očekávat, že růst cen nových nemovitostí nebude dočasný, a že zvýšená inflace v tomto segmentu bude na horizontu prognózy přetrvávat.

GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU V PRVNÍM ČTVRTLETÍ 2017

Růst cen potravin zasáhl většinu položek, klesaly pouze ceny nealkoholických nápojů, piva a ovoce
(plocha dlaždice – relativní váha ve spotřebním koší, barva dlaždice – meziroční změny v %)

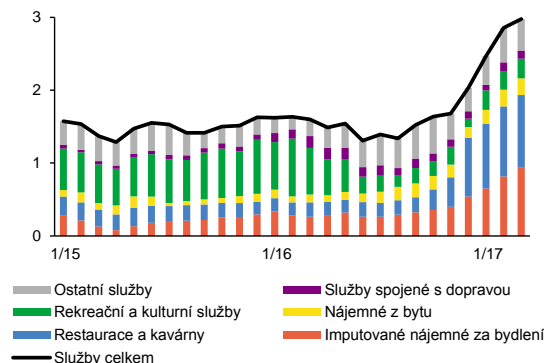


GRAF 1 (BOX)

INFLACE NEOBCHODOVATELNÝCH STATKŮ

Ve skupině neobchodovatelných statků se v posledních měsících výrazně zvýšil příspěvek u restauračních služeb a u imputovaného nájemného

(příspěvky do meziročního růstu v procentních bodech)

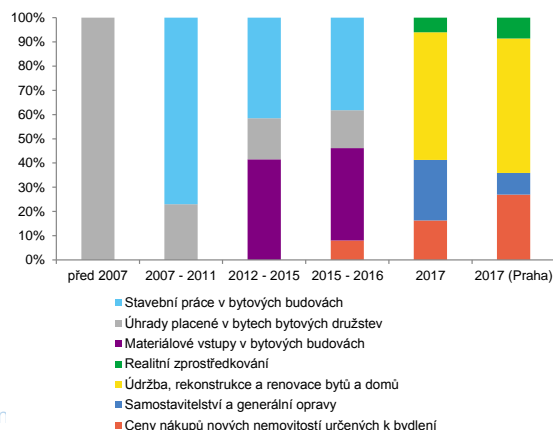


GRAF 2 (BOX)

VÁHOVÉ SCHÉMA IMPUTOVANÉHO NÁJEMNÉHO

V imputovaném nájemném byla v několika krocích zvýšena váha cen nových nemovitostí určených k bydlení

(podíly složek indexu imputovaného nájemného, v %)



Vývoj jednotlivých regulovaných cen byl smíšený, celkově ale převážil meziroční pokles cen plynu pro domácnosti (Graf III.1.5). Nejvýznamější dodavatelé na trhu snížili ceny plynu znovu v lednu i v únoru. Začátkem roku meziročně klesaly rovněž ceny tepla, ceny za svoz odpadů i ceny propan butanu. Ostatní regulované ceny meziročně rostly, i když řada z nich, jako elektřina a stočné, nižším tempem než v předchozím období. Nejrychleji se zvyšovaly ceny ve zdravotnictví a vodné. V důsledku růstu cen pohonných hmot a dalších nákladů se zvýšila také dynamika regulovaných cen v dopravě.

Rychle rostoucí ceny energetických surovin se projeví v cenách pohonných hmot (Graf III.1.5). Ceny pohonných hmot tak následovaly – s obvyklým mírným zpožděním – meziročně vyšší světové ceny ropy Brent i benzinů. K růstu cen pohonných hmot přispívalo také meziroční oslabení kurzu koruny vůči americkému dolaru.

Experimentální index inflace CPI OOH+HPI výrazně zrychlil zejména v návaznosti na růst cen bydlení (Graf SZ III.1.1). V posledním čtvrtletí loňského roku tak došlo k dalšímu zvýšení rozdílu mezi alternativním a oficiálním CPI. Alternativní index CPI OOH+HPI zahrnující – s poměrně velkou vahou – ceny nových i starších nemovitostí včetně pozemků výrazně zrychlil na 2,9 %, zatímco oficiální celková inflace se ve stejném období pohybovala ještě v dolní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB.

Pokračující oživení ekonomické aktivity se odráželo v dalším zrychlení růstu cen rezidenčních nemovitostí. V prostředí nízkých úrokových sazeb se realizované ceny bydlení zvyšovaly ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku meziročně o 11 % (Graf III.1.7). Realizované ceny starších bytů přitom rostly obdobným tempem jak v Praze, tak ve zbytku České republiky. V porovnání s předchozím čtvrtletím růst těchto cen v hlavním městě výrazně zrychlil a po dlouhé době převýšil dynamiku nabídkových cen. V mimopražských regionech byl růst realizovatelných cen starších bytů srovnatelný s předchozím čtvrtletím a byl nadále vyšší než u cen nabídkových. První čtvrtletí 2017 poté přineslo další zrychlení růstu nabídkových cen pražských bytů, růst nabídkových cen bytů mimo Prahu se naopak výrazně ochladil.

III.1.3 Dovození a produkční ceny

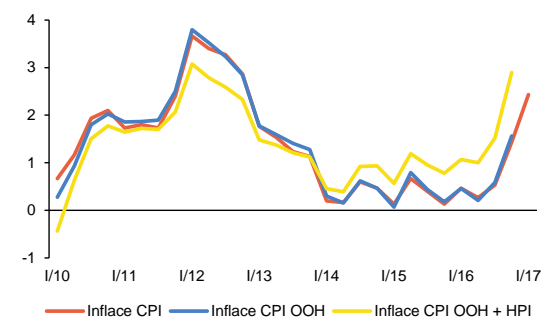
Protiinflační působení dovozních cen v prosinci loňského roku již plně odeznělo a tyto ceny se začaly zvyšovat. Začátkem roku pak jejich růst dále meziročně zrychlil, přičemž v únoru dosáhl 5,8 % (Graf III.1.8). K tomuto vývoji přispěly všechny složky dovozních cen, nejvíce však ceny minerálních paliv a v menší míře také ceny dalších komodit a polotovarů.

Za výrazným zrychlením růstu dovozních cen stál vývoj na trhu minerálních paliv v reakci na meziročně vyšší cenu ropy Brent. Její změny se do dovozních cen minerálních paliv promítají bez větších zpoždění. Proto již koncem loňského roku došlo v souvislosti s obnovením růstem cen ropy k překmitu jejich dynamiky do kladných

GRAF SZ III.1.1

EXPERIMENTÁLNÍ INFLACE

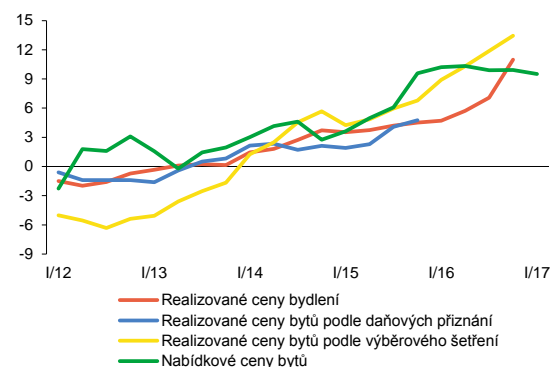
Inflace CPI OOH + HPI odrážející nad rámec CPI i ceny bydlení dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku výše 2,9 % (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ a ČNB)



GRAF III.1.7

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

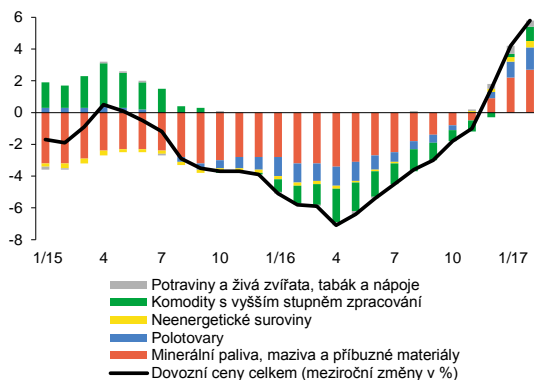
Ceny bytů a rezidenčních nemovitostí i nadále rychle rostou (meziroční změny v %)



GRAF III.1.8

DOVOZNÍ CENY

Dynamika dovozních cen přešla v prosinci po dlouhé době do kladných hodnot, začátkem roku pak dále výrazně zrychlila (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



hodnot. Následné zpomalení růstu cen ropy v prvním čtvrtletí bylo v dovozních cenách minerálních paliv mírně vyvažováno zpožděným růstem cen plynu, neboť jeho ceny následují cenové pohyby ropy obvykle s půlročním zpožděním.

Obnovení cenového růstu v ostatních skupinách dovozních cen bylo dáno zejména plošným zvyšováním cen výrobců v eurozóně.

K výraznému zrychlení došlo zejména ve skupině surovin a polotovarů, která měla také významný příspěvek k celkové dynamice dovozních cen. Svůj meziroční růst ztlačily i dovozní ceny potravin, nápojů a tabáku. V dovozních cenách komodit s vyšším stupněm zpracování, tedy průmyslového spotřebního zboží, strojů a dopravních prostředků došlo k odeznění předchozího protiinflačního vývoje a na počátku letošního roku zaznamenaly ceny těchto komodit také již mírný růst.

Zvyšování cen dovážených vstupů se odrazilo také v obnovení růstu výrobních cen v průmyslu.

Ten v březnu dosáhl 3 % (Graf III.1.9), podobně jako v případě dovozních cen k němu přispívala většina sledovaných složek, nejvýrazněji pak ceny rafinovaných ropných produktů a koku, které silně rostly v návaznosti na ceny ropy. Proti tomu působil již jen mírný pokles cen energií a vody. V souvislosti s růstem cen neenergetických surovin začaly k růstu cen průmyslových výrobců kladně přispívat i výrobní ceny kovů a kovodělných výrobků i ceny v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu. S odezněním výrazného poklesu cen agrárních komodit se obnovil i mírný růst výrobních cen potravin, nápojů a tabáku. V členění podle užití výrobku je pozorován zejména znatelný růst cen meziproductů signalizující silící nákladové tlaky. Zároveň došlo k obnovení růstu výrobních cen zboží krátkodobé spotřeby a zboží investiční povahy. Naopak ceny zboží určeného pro dlouhodobou spotřebu zatím stále nepatrně klesají.

Po dlouhé době začaly opět růst ceny zemědělských výrobců, přičemž rychle se zvyšují ceny živočišných produktů.

Po setrvalém téměř 5% průměrném poklesu v průběhu loňského roku přešly ceny zemědělských výrobců v březnu do meziročního růstu, který dosáhl 3,4 % (Graf III.1.10). V živočišné výrobě odezněl jak vliv předloňské liberalizace trhu s mlékem v EU, tak i cenový dopad pokračujících odvetných sankcí vůči EU ze strany Ruska. To vedlo v letošním roce k výraznému oživení růstu cen mléka a vepřového masa. Cenový vývoj v rostlinné výrobě byl nadále pod vlivem příznivých domácích i zahraničních sklizní z minulých let. Tím způsobený předstih růstu produkce nad spotřebou vedl k setrvalému poklesu světových cen, patrnému zejména u cen obilovin. Výrazně rovněž klesaly i ceny zeleniny a brambor. Dosavadní meziroční pokles cen v rostlinné výrobě se však postupně zmírňoval.

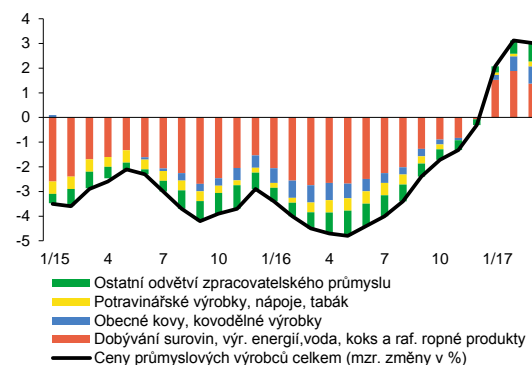
V dalších sledovaných okruzích pokračoval umírněný růst cen, přičemž u služeb pro podniky dále zrychlil

(Graf III.1.11). V březnu se růst cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru zvýšil na 1,1 %. Výraznější cenový růst zaznamenala zejména odvětví poštovních a kurýrních služeb i pojištění a reklamních služeb včetně průzkumu trhu. Naopak mírně poklesly ceny architektonických a inženýrských služeb.

GRAF III.1.9

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

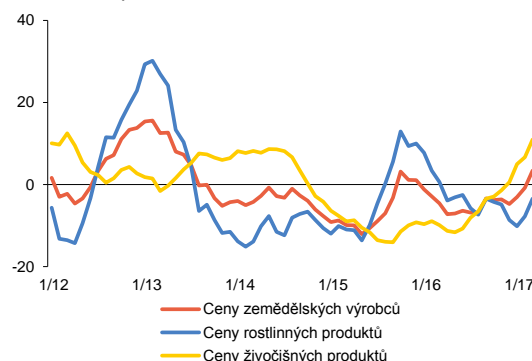
Ceny výrobců se začaly zvyšovat v souvislosti s obnoveným růstem cen dovozu a meziročně vyšší cenou ropy.
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.10

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

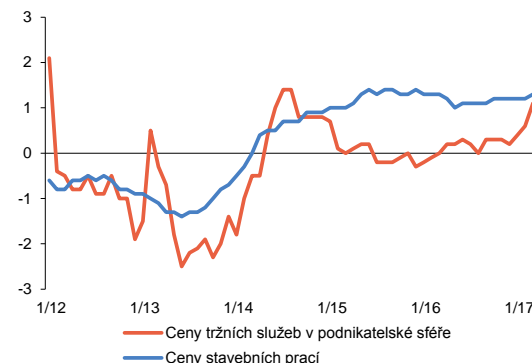
Po dlouhém období poklesu se obnovil růst cen zemědělských výrobců vlivem vývoje cen rostlinné i živočišné výroby
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.11

CENY TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU A CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

Ceny tržních služeb mírně zrychlily, růst cen stavebních prací se pohyboval stabilně okolo 1 %
(meziroční změny v %)



I přes přetrvávající pokles stavební produkce pokračoval růst cen stavebních prací tempem mírně nad 1 %. K růstu se vrátily také ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví v důsledku zvyšujících se cen neenergetických surovin.

III.2 VÝVOJ EKONOMIKY

Česká ekonomika se i přes zvolnění svého růstu v průběhu loňského roku pohybuje nadále poblíž svého potenciálu. Růst domácí poptávky zůstává tažen stabilním zvyšováním spotřeby domácností v prostředí svižného růstu mezd i zaměstnanosti a optimismu spotřebitelů. Stabilně kladný byl také příspěvek čistého vývozu, a to i přes mírné zpomalení zahraniční poptávky. Na čistý vývoz mělo vliv zpomalení dovozů, které odráželo pokles fixních investic. Ty byly v loňském roce ovlivněny propadem především vládních investic financovaných z fondů EU, a to v důsledku pouze pozvolného náběhu nového programového období. Hrubá přidaná hodnota ve stavebnictví se v důsledku toho výrazně propadla. Mírně se snížil i kladný příspěvek průmyslu k růstu přidané hodnoty, a to vlivem souběhu několika krátkodobých vlivů ve druhé polovině loňského roku. Podnikatelská důvěra zůstává vysoká, přičemž silnou bariérou růstu je nedostatek zaměstnanců.

III.2.1 Pozice ekonomiky v cyklu

Česká ekonomika se i nadále nachází poblíž hranice svých výrobních možností. Mezera výstupu zůstala i v závěru roku 2016 jen mírně kladná (Graf III.2.1). K jejímu uzavření a přechodu do kladných hodnot v minulých letech přispěl růst domácí i zahraniční poptávky, což se projevilo obnovujícími se domácími inflačními tlaky. Na vychýlení mezery výstupu do mírně kladných hodnot v průběhu roku 2015 se podílelo i dočerpávání fondů EU, v roce 2016 naopak záporný fiskální impuls mezery výstupu snižoval. Na výkon české ekonomiky působí stále výrazně uvolněné domácí měnové podmínky. Zpřísňování měnových podmínek v návaznosti na opuštění kurzového závazku bude na horizontu prognózy kompenzováno obnoveným růstem investic, zvýšením dynamiky zahraniční poptávky i kladným fiskálním impulsem do spotřeby domácností. Mezera výstupu tak zůstane poblíž nulových hodnot až do konce roku 2018.

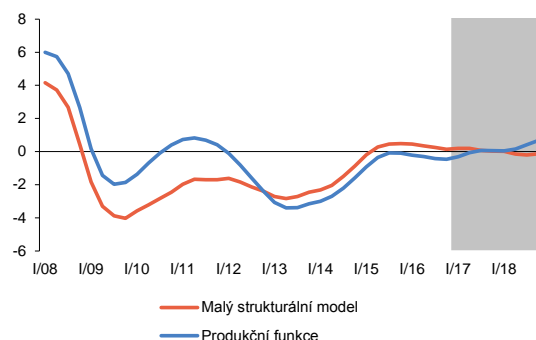
Růst potenciálu české ekonomiky se aktuálně pohybuje poblíž 2,5 %, tedy mírně pod předpokládaným dlouhodobým tempem.

Zhruba na tuto úroveň se dostal již v předchozích dvou letech poté, co odezněly dozvuky hospodářské krize, obnovil se nízkoinflační růst ekonomické aktivity a došlo k výraznému zlepšení situace na trhu práce (Graf III.2.2). V roce 2015 ke zrychlení růstu potenciálu ekonomiky přispělo i zvýšení investiční aktivity odrážející dočerpávání fondů EU, ačkoli jejich dopad do vývoje produktivity je obvykle slabší, resp. pozvolnější než u čistě soukromých investic. Vzhledem k dočasnosti tohoto investičního stimulu a – s tím částečně související – utlumené dynamice národohospodářské produktivity práce však tempo růstu potenciálního produktu během roku 2016 lehce zpomalovalo. Pozitivně se v růstu potenciálního produktu zřejmě projevovala rostoucí míra participace na trhu práce zvyšující rovnovážný růst zaměstnanosti (viz BOX 4 v kapitole III.3). V letošním i příštím roce potenciální ekonomický růst dále zrychlí. Na to bude mít vliv oživení jak soukromých, tak vládních investic, a to především v souvislosti s čerpáním vyššího objemu peněžních prostředků z nové finanční perspektivy EU.

GRAF III.2.1

MEZERA VÝSTUPU

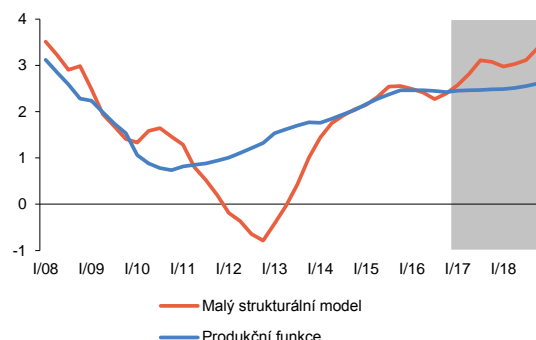
Česká ekonomika se nachází poblíž svého potenciálu, kde setrvá i v příštích dvou letech
(v % z potenciálního produktu)



GRAF III.2.2

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

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

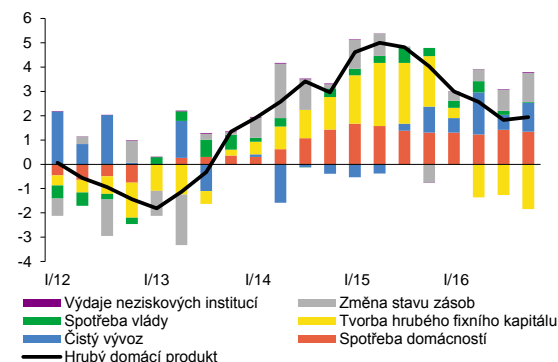


GRAF III.2.3

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst české ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nepatrně zrychlil na 1,9 %

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



III.2.2 Výdajová strana ekonomiky

Zpomalování růstu hrubého domácího produktu pozorované po většinu roku 2016 se ve čtvrtém čtvrtletí zastavilo. Růst ekonomické aktivity v uvedeném čtvrtletí nepatrně zrychlil (na 1,9 %), k čemuž přispěl zejména zahraniční obchod (Graf III.2.3). Spotřeba domácností rostla nadále stabilním tempem, a odrážela tak růst jejich příjmů i silnou spotřebitelskou důvěru. Spotřeba vlády meziročně stagnovala. Růst HDP byl tlumen poklesem fixních investic. Ten se prohloubil v důsledku dalšího propadu jejich vládní složky, což bylo dáno zejména vysokou srovnávací základnou ovlivněnou nákupem letounů Gripen při pokračujícím pomalém náběhu čerpání fondů EU v novém programovém období.

Hlavním tahounem domácí poptávky byla i nadále spotřeba domácností, která rostla plošně ve všech segmentech. Na nepatrném zrychlení sezonně neočištěného růstu reálné spotřeby domácností v závěru roku se podílely především rychleji rostoucí výdaje na krátkodobou a střednědobou spotřebu. K růstu spotřeby domácností však opět přispěly také výdaje za služby a dlouhodobou spotřebu.

K růstu spotřeby domácností přispěly nízké úrokové sazby a svižná dynamika hrubého disponibilního důchodu (Graf III.2.4). Tu nejvýrazněji podpořily, stejně jako v předchozích dvou letech, výrazně rostoucí mzdy a platy. Ve čtvrtém čtvrtletí se navíc zvýšily ostatní transfery a v malé míře i všechny další druhy příjmů. Zároveň se zřetelně zmínil tradičně záporný příspěvek placených daní.

Zvyšující se spotřebitelská důvěra podpoří růst výdajů domácností i v nejbližším období. Indikátor spotřebitelské důvěry v lednu dorovnal své historické maximum ze stejného období předchozího roku, přičemž k tomu přispělo zejména zlepšující se vnímání hospodářské situace (Graf III.2.5). V následujících měsících se pak indikátor důvěry jen mírně snížil. Optimismus spotřebitelů potvrzoval také silný růst maloobchodních tržeb tažený prodejem nepotravinářského zboží.

Déletrvajícím růstem spotřeby vlády se na konci loňského roku – zřejmě dočasně – zastavil. Zvyšování mezd a platů státních zaměstnanců bylo totiž v reálném vyjádření kompenzováno poklesem ostatních běžných výdajů, což se projevilo v meziroční stagnaci reálné spotřeby vlády.²⁸

V souvislosti s propadem vládních investic daným zejména cyklem fondů EU pokračoval pokles fixních investic. Ten se v meziročním pohledu dále prohloubil, což bylo způsobeno zejména „účetním“ efektem nákupu letounů Gripen v závěru roku 2015. I po očištění o tento vliv však fixní investice ve čtvrtém čtvrtletí nadále klesaly, a to především v důsledku pokračujícího meziročního propadu investic sektoru vlády (Graf III.2.6). Na rychlé dočerpávání prostředků ze strukturálních fondů

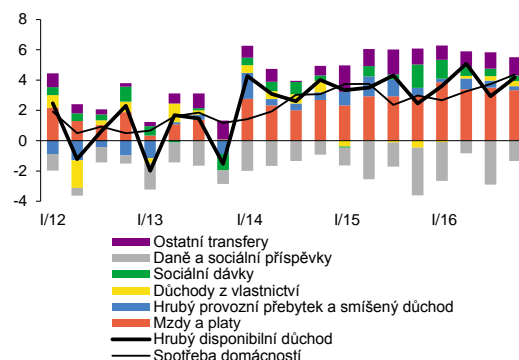
²⁸ S ohledem na jarní notifikace vládních dat lze očekávat v polovině letošního roku revizi spotřeby vlády v národních účtech. Spotřeba vlády by měla po revizi meziročně růst v roce 2015 pomaleji a naopak v roce 2016 rychleji.

GRAF III.2.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

K setrvalému růstu disponibilního důchodu přispívá nejvíce rychle se zvyšující objem mezd a platů

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

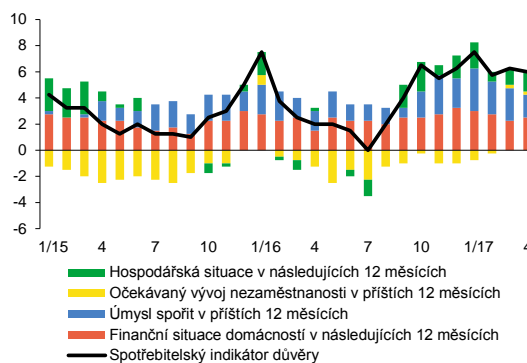


GRAF III.2.5

SALDO SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů se pohybovala poblíž historicky nejvyšších hodnot

(průměr roku 2005 = 100, saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)

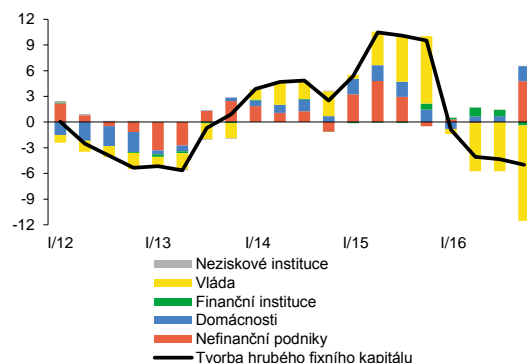


GRAF III.2.6

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 pokračoval propad vládních investic, naopak investice nefinančních podniků skokově oživily

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



EU minulého programového období v roce 2015 totiž navázal jen velmi pozvolný náběh čerpání těchto fondů z nového období, mimo jiné také kvůli problémům s posouzením vlivu velkých infrastrukturních staveb na životní prostředí.

Na rozdíl od investic vlády meziroční růst investic nefinančních podniků i domácností v závěru loňského roku skokově oživil.

Dynamika podnikových investic přitom byla podobně jako u investic vlády po většinu loňského roku výrazně ovlivněna poklesem investic spolufinancovaných z evropských fondů. Investice financované plně z jiných zdrojů než z dotací EU v tomto období setrvale rostly. Je tedy možné, že ve čtvrtém čtvrtletí již oživila i složka navázaná na čerpání evropských dotací. Proti pokračování tohoto skokového oživení investic nefinančních podniků však hovoří poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy, které nesignalizují výraznější nárůst investičních výdajů nefinančních podniků. Vedle podnikových investic se zvyšovaly rovněž investice domácností, v jejichž rámci tradičně dominují investice do obydlí.

Znatelný růst zaznamenaly v prostředí nadále příznivých podmínek financování také investice domácností.

To se odráželo v rostoucí poptávce po nových hypotečních úvěrech i ve zvyšujících se cenách nemovitostí. Skokově přitom vzrostl v závěru loňského roku počet zahájených i dokončených bytů.

Nárůst zásob – zejména hotových a nedokončených výrobků – do značné míry kompenzoval nižší fixní investice. Zvýšená tvorba těchto zásob pravděpodobně odrážela výpadek vývozu ve druhé polovině loňského roku, který byl koncentrován převážně v odvětví automobilového průmyslu. Zejména zde se také soustředil růst zásob hotových a nedokončených výrobků.

Růst vývozu nepatrně zvolnil v důsledku pomalejšího růstu poptávky po nových automobilech v západní Evropě (Graf III.2.7).

To ovlivnilo nejen vývozce dopravních prostředků, ale také dodavatele dílů pro zahraniční automobilový průmysl. Zpomalení růstu vývozu zboží bylo částečně kompenzováno zrychlením růstu vývozu služeb.

Zmírnění dynamiky vývozu spolu s prohloubením poklesu celkových investic vedlo k dalšímu útlumu růstu dovozů (Graf III.2.7). V rámci toho se projevil i vliv srovnávací základny související s nákupem letounů Gripen. To se odrazilo ve vývoji dovozu zboží, jenž rostl již jen nevýrazně. Dovoz služeb se dále meziročně snižoval, ve srovnání s předchozím čtvrtletím se však jeho pokles zmírnil.

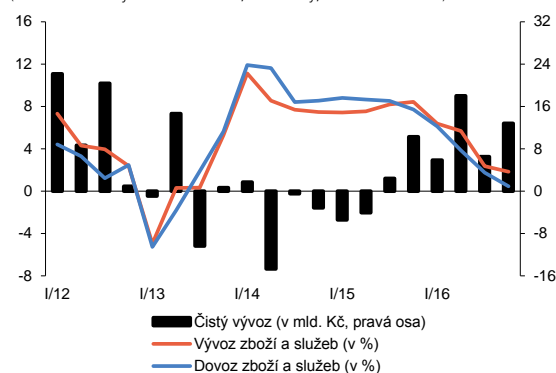
Výraznější zpomalení dovozu než vývozu vedlo ke zvýšení příspěvku čistého vývozu k růstu HDP (Graf III.2.3). Meziroční nárůst čistého vývozu byl přitom tažen jak vývojem bilance zboží, tak bilance služeb.

GRAF III.2.7

VÝVOZ A DOVOZ

Růst čistého vývozu zrychlil, dynamika vývozu i dovozu však byla nadále utlumená

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

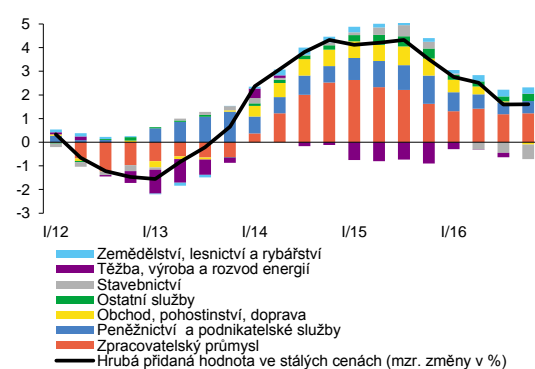


GRAF III.2.8

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Růst hrubé přidané hodnoty v průběhu roku 2016 postupně zpomaloval

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.2.3 Produkční strana ekonomiky

Spolu se zvolňováním růstu poptávky pokračovalo v průběhu loňského roku také oslabování dynamiky hrubé přidané hodnoty.

Ta se ve druhém pololetí ustálila na 1,6 % (Graf III.2.8). Růst hrubé přidané hodnoty brzdila situace ve stavebnictví v důsledku přechodu na nové programové období fondů EU a také přetrvávající problémy v odvětví těžby, výroby a rozvodu energií. K růstu i nadále nejvýrazněji přispíval zpracovatelský průmysl, a to především automobilový. Stabilně rostl také sektor ostatních služeb. Rozpačitý vývoj zaznamenalo naopak odvětví obchodu, pohostinství a dopravy, jež přispívalo k růstu hrubé přidané hodnoty pouze v první polovině roku 2016.

Současně se zpomalováním hrubé přidané hodnoty v závěru loňského roku zvolnil i růst průmyslové výroby, poté mírně oživil.

Ve druhém pololetí loňského roku dosáhl v průměru pouze 2,1 % (Graf III.2.9), a to zejména kvůli zpomalení růstu produkce ve zpracovatelském průmyslu. V automobilovém průmyslu docházelo ke krátkodobým výkyvům a celkově ke zmírnění jeho dynamiky oproti první polovině roku. Slabý růst byl ale vykázan také v ostatních odvětvích. Aktuální lednová a únorová data však již ukazují na mírné oživení růstu průmyslové produkce v důsledku postupného obnovování výroby v chemickém, elektrotechnickém a hutním průmyslu. Výroba meziročně rostla také v energetickém průmyslu. Naopak produkce v odvětví těžby a dobývání i nadále strmě klesala v návaznosti na strukturální problémy v tomto odvětví.

Nedostatek zaměstnanců je stále významnějším omezením výrobních možností průmyslových podniků. Přestože podle dubnových výsledků konjunkturálního průzkumu ČSÚ zůstává hlavní bariérou růstu průmyslové produkce nedostatečná poptávka (Graf III.2.10), vliv omezení ve formě nedostatku zaměstnanců je nejsilnější od roku 2009. Využití výrobních kapacit v průmyslu i nadále zůstává kolem 84 %.

Ve stavebnictví se plně projevil výpadek investic daný přechodem na nové programové období fondů EU. To se týkalo především inženýrského stavitelství, jehož produkce ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku meziročně propadla o 20 %. Tento prudký pokles byl do značné míry očekávaný a odrážel srovnávací základnu z roku 2015, která byla extrémně vysoká vlivem dočerpáváním fondů EU z předešlého programového období. Začátkem letošního roku již začaly tyto silné meziroční propady odeznívat. Růst produkce pozemního stavitelství naproti tomu ve čtvrtém čtvrtletí zrychlil na 7 %. Aktuální data za leden a únor nicméně indikují jeho opětovné zvolňování.

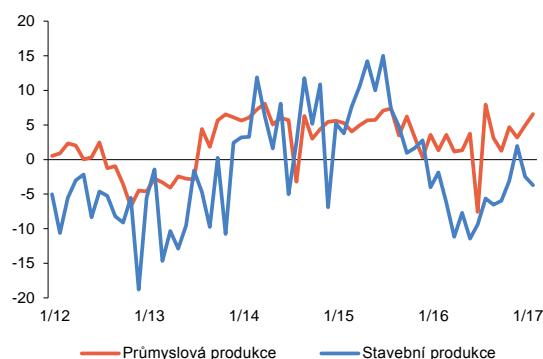
Podnikatelská důvěra zůstává – i přes mírný pokles v posledních třech měsících – na vysoké úrovni. V jednotlivých odvětvích se však její vývoj lišil (Graf III.2.11). K lehkému poklesu, byť stále vysoké, důvěry došlo u podnikatelů v průmyslu a obchodu. Zlepšení naopak zaznamenali podnikatelé ve službách. Ve stavebnictví zůstává podnikatelská důvěra,

GRAF III.2.9

PRŮMYSLOVÁ A STAVEBNÍ PRODUKCE

Růst průmyslové produkce začátkem roku 2017 mírně oživil, propad ve stavebnictví postupně slabne

(meziroční změny v %)

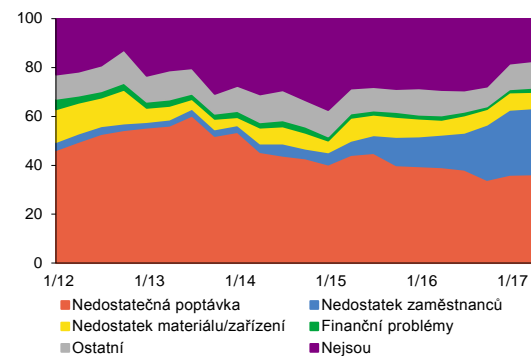


GRAF III.2.10

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatku zaměstnanců jakožto bariéry růstu průmyslové produkce se dále zvýšil

(v %)

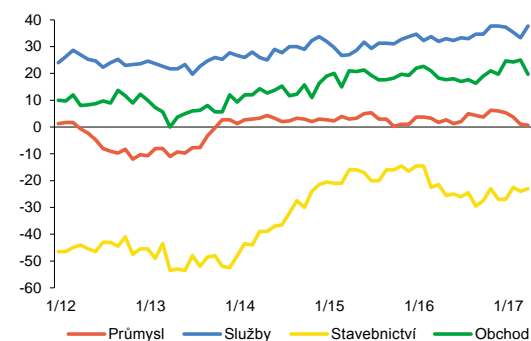


GRAF III.2.11

SALDA PODNIKATELSKÉ DŮVĚRY

Podnikatelská důvěra zůstává s výjimkou stavebnictví nadále pozitivní, i když v průmyslu a obchodu se mírně snížila

(průměr roku 2005 = 100, saldo je rozdíl v % mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí)



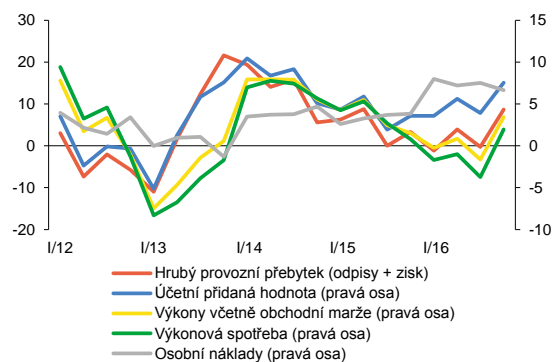
i přes její mírný nárůst v posledních měsících, nadále nízká v důsledku poklesu poptávky po stavebních činnostech.

Výsledky hospodaření podniků ukazují, že firmám se v loňském roce dařilo. Přes pokračující silný růst mzdových nákladů se hrubý provozní přebytek nefinančních podniků ve čtvrtém čtvrtletí meziročně zvýšil (8,6 %; Graf III.2.12). Hospodaření ovlivňovaly stále nízké ceny energetických i neenergetických komodit na světových trzích a současně oživený růst výkonů nefinančních podniků. Zrychlení růstu účetní přidané hodnoty k 7 % bylo dáno mimo jiné klesající materiálovou náročností výkonů.

GRAF III.2.12

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Hrubý provozní přebytek nefinančních podniků se zvýšil
(meziroční změny v %)



III.3 TRH PRÁCE

Dlouhodobý ekonomický růst se projevuje zvyšující se poptávkou po práci, která však již naráží na omezení na straně nabídky. Růst zaměstnanosti dosáhl historicky nejvyšších hodnot, nezaměstnanost setrvale klesá. Podniky zaplňují svá volná pracovní místa stále obtížněji, neboť zvyšování pracovní síly není z pohledu poptávky po práci dostatečné. Ačkoliv obecně sílí tlak na zvyšování mezd, jejich průměrný růst v tržních odvětvích ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zvolnil. Vzhledem k vývoji hodinové mzdy a údajům z průmyslu za leden a únor však lze považovat toto zpomalení za dočasné. V netržních odvětvích naopak růst mezd dále zřetelně zrychlil. Národohospodářská produktivita práce se druhé čtvrtletí v řadě nepatrně snížila, což přispělo k nadále silné dynamice nominálních jednotkových mzdových nákladů. To koresponduje s přetrvávajícími domácími inflačními tlaky, které se promítají v rámci jádrové inflace zejména do cen služeb.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Navzdory silnému nedostatku volných pracovníků dosáhl růst zaměstnanosti historicky nejvyšších hodnot. Z hlediska struktury zaměstnanosti přispělo k jejímu meziročnímu růstu (o 2,2 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016; Graf III.3.1) zejména pokračování zřetelného zvyšování počtu zaměstnanců. Zároveň výrazně vzrostl i počet podnikatelů bez zaměstnanců. Z pohledu věkové struktury se na růstu zaměstnanosti zhruba ze dvou pětín podílela skupina zaměstnanců ve věku 60 a více let, na jejichž ekonomickou aktivitu působilo vedle růstu poptávky po práci pokračující zvyšování důchodového věku.

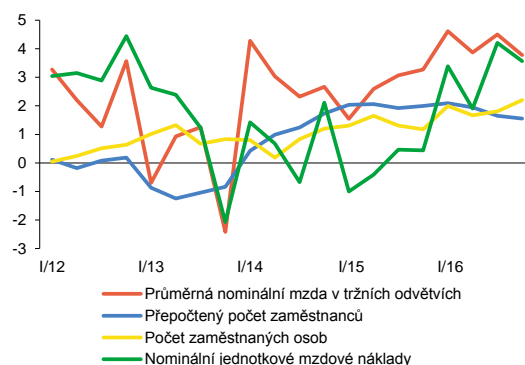
Zaměstnanost se zvyšovala ve všech sektorech, nejvíce v sektoru služeb. K pokračujícímu silnému růstu zaměstnanosti v netržních službách, který byl poměrně plošný, se přitom po krátkém výpadku ve třetím čtvrtletí 2016 přidal opětovně také růst zaměstnanosti v tržních službách. Na rozdíl od netržních služeb byl ale vývoj zaměstnanosti v jednotlivých odvětvích sektoru tržních služeb velmi různorodý. Zaměstnanost se výrazně zvyšovala v profesních, vědeckých a technických činnostech. Z dobré hospodářské situace těžilo rovněž odvětví dopravy a skladování, což souviselo především s příznivým vývojem produkce ve zpracovatelském průmyslu. Na druhou stranu se zaměstnanost dále snižovala v obchodu a zejména v ubytování a stravování. Oproti předchozímu čtvrtletí zvolnil růst zaměstnanosti v průmyslu, což bylo jen z části kompenzováno obnovením růstu zaměstnanosti ve stavebnictví.

Výrazný růst zaměstnávání na kratší pracovní dobu tlumil zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců. Růst počtu kratších úvazků byl plošný ve všech věkových skupinách a vedl ke slabému meziročnímu poklesu průměrného úvazku na zaměstnance. Při výrazném růstu počtu zaměstnanců se tak přepočtený počet zaměstnanců ve čtvrtém čtvrtletí 2016 zvýšil o 1,6 % (Graf III.3.3). Téměř shodný podíl na jeho růstu měl přitom obchod a zpracovatelský průmysl.

GRAF III.3.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Růst zaměstnanosti byl ve čtvrtém čtvrtletí 2016 rekordní, došlo však ke zpomalení mzdové dynamiky (meziroční změny v %)

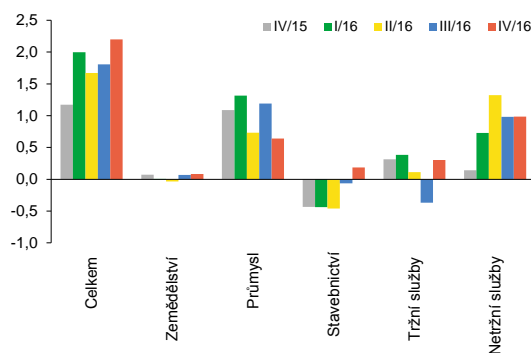


GRAF III.3.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

K růstu zaměstnanosti přispěly ve čtvrtém čtvrtletí 2016 nejvýznamněji netržní služby a průmysl

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

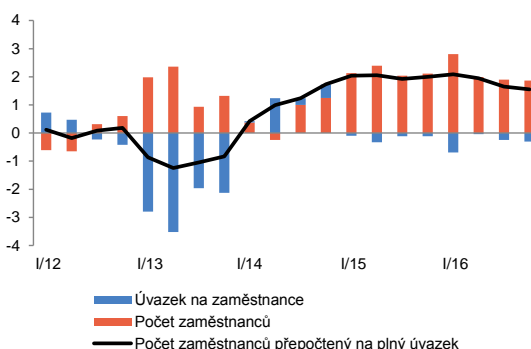


GRAF III.3.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Rychlý růst počtu zaměstnanců byl doprovázen slabým zkrácením průměrné délky úvazku

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Silný růst zaměstnanosti stlačil nezaměstnanost k historicky nejnižším hodnotám (Graf III.3.4). Růst zaměstnanosti byl zároveň umožňován i zvyšováním pracovní síly, a to zejména u osob s věkem poblíž hranice důchodového věku (viz BOX 4 níže). Rostoucí pracovní síla spolu s dlouhodobě se snižující populací ve věkové skupině 15–64 let vedly ke zvýšení míry ekonomické aktivity. Ta vzrostla na historicky nejvyšší úroveň téměř 76 %. Obecná míra nezaměstnanosti až do ledna dále klesala. V únoru se sice její pokles zastavil, stále je nicméně nejnižší v EU. Podíl nezaměstnaných osob se snižoval průběžně celé první čtvrtletí, a to při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání a mírného poklesu populace v dané věkové skupině.

Příznivý výhled ekonomického vývoje vede k pokračujícímu výraznému zvyšování poptávky po pracovní síle. Počet volných pracovních míst v březnu překonal 150 tisíc, z čehož zhruba čtvrtina spadala do odvětví zpracovatelského průmyslu. Další významnou část volných pracovních míst nabízela odvětví obchodu a stavebnictví. Z hlediska kvalifikační struktury byla i nadále nejvyšší nabídka zaměstnání pro řemeslníky a opraváře, obsluhu strojů a zařízení a pomocné a nekvalifikované pracovníky – v součtu více než 65 % všech volných pracovních míst. Solidní ekonomický růst vede zároveň ke ztelnému poklesu počtu nezaměstnaných. K výraznému snížení došlo zejména u dlouhodobě nezaměstnaných osob, jejichž počet v březnu meziročně poklesl o téměř 50 tisíc na přibližně 180 tisíc osob. Optikou Beveridgeovy křivky odpovídá aktuální vývoj na trhu práce situaci z počátku roku 2008 (Graf III.3.5), avšak při aktuálně znatelně vyšší úrovni zaměstnanosti a pracovní síly i mírně vyšší jádrové inflaci, která je však ovlivněna také některými jednorázovými faktory (viz BOX 3 v kapitole III.1).

BOX 4 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. To navozuje otázky, co při již tak nízké míře nezaměstnanosti umožňuje natolik výrazný nárůst zaměstnanosti a jaký vývoj lze dále očekávat.

S klesající mírou nezaměstnanosti se na růstu zaměstnanosti stále více podílel příspěvek pracovní síly. Na rozdíl od let 2014 a 2015, kdy zvyšování zaměstnanosti čerpalo především ze snižování počtu nezaměstnaných, bylo loni zrychlení jeho tempa podpořeno zejména nárůstem pracovní síly (Graf 1). S poklesem míry nezaměstnanosti prostřednictvím dalšího poklesu počtu nezaměstnaných osob dále snižuje. V případě pokračování ekonomického růstu spojeného se zvyšováním poptávky po práci tak bude případný další nárůst zaměstnanosti podmíněn zvyšováním pracovní síly.

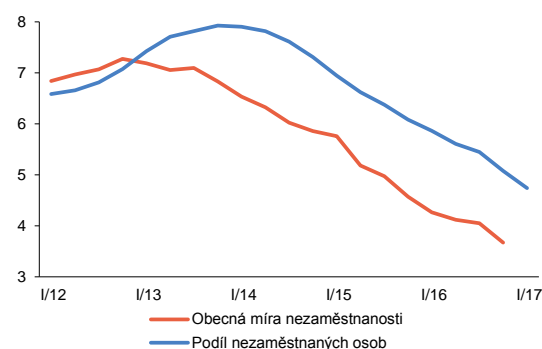
Pracovní síla dlouhodobě rostla díky demografickému vývoji, od roku 2010 je však příspěvek tohoto faktoru převážně záporný

GRAF III.3.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob se dále snižovaly

(v %, sezonně očištěno, pramen: MPSV, ČSÚ)

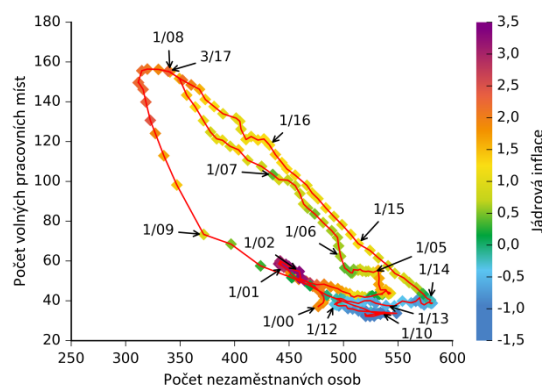


GRAF III.3.5

BEVERIDGEOVA KŘÍVKVA

Počet nezaměstnaných plynule klesal, přičemž počet volných pracovních míst dále mírně rostl

(počty v tisících, sezonně očištěno, u jádrové inflace meziroční změny v %, pramen: MPSV, ČSÚ)

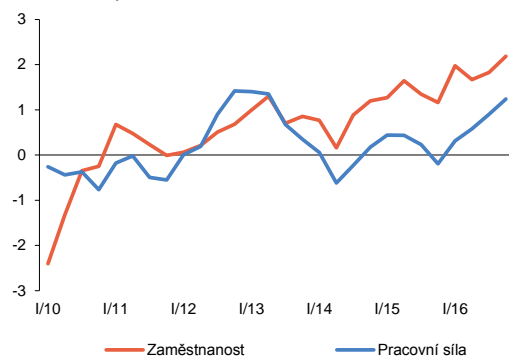


GRAF 1 (BOX)

VÝVOJ ZAMĚSTNANOSTI A PRACOVNÍ SÍLY

Podíl pracovní síly na růstu zaměstnanosti se v průběhu roku 2016 zvyšoval

(meziroční změny v %, věk 15 a více let)



(Graf 2). To je způsobeno především populačně slabšími ročníky narozenými počínaje polovinou devadesátých let. Podle demografických výhledů nedojde k výraznějšímu nárůstu populace ani v nejbližších letech, a příspěvek velikosti a věkového složení populace k vývoji pracovní síly tak zůstane pravděpodobně záporný i nadále.

Stejně jako v posledních několika letech bude růst pracovní síly i v budoucnu úzce determinován vývojem míry participace²⁹. Na zvyšování míry participace, která vyjadřuje podíl počtu zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině, se stejně jako v případě zaměstnanosti v posledních zhruba pěti letech nejvýrazněji podílela věková skupina 60+, tedy lidí (před)důchodového věku (Graf 3). To je způsobeno dvěma faktory. Prvním je vyšší nabídka zaměstnání na kratší pracovní dobu, díky které se zvýšila participace i ostatních věkových skupin, a to zejména v loňském roce. Výrazný vliv na míru participace nejstarší věkové skupiny má rovněž postupné zvyšování důchodového věku, které zvedlo pracovní sílu během posledních pěti let o necelých 100 tisíc osob. Do roku 2037 postupně narůstající statutární důchodový věk (s aktuálním stropem na úrovni 65 let a s pravidelnou revizí této hodnoty) bude ovlivňovat míru participace i v nadcházejících letech.

Předpoklad pokračujícího sblížení české a německé míry participace otevírá prostor pro další nárůst pracovní síly. Pro odhad možného navýšení pracovní síly z titulu růstu míry participace je možné porovnat jednotlivé míry participace v České republice a v Německu³⁰. Z tohoto srovnání plyne, že české hodnoty jsou výrazně nižší ve věkových skupinách 15–24 let a 60–64 let (o necelých 20 procentních bodů; Graf 4). Pokud by byly aplikovány německé míry participace na českou demografickou strukturu, výsledkem by bylo zvýšení pracovní síly v České republice o téměř 250 tisíc osob³¹. 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 spojeny zároveň se znatelně vyšším podílem zaměstnání na kratší pracovní úvazek (Graf 5). Ten je v České republice oproti EU³² násobně nižší ve všech věkových kategoriích, a to i přes loňský výrazný nárůst podílu částečných úvazků na zvyšování celkové zaměstnanosti.

V souhrnu lze konstatovat, že případný další růst zaměstnanosti bude zřejmě výrazně limitován. Vzhledem k nízké míře nezaměstnanosti leží potenciál pro další zvyšování zaměstnanosti především v růstu pracovní síly a s ohledem na českou demografii bude silně závislý na vývoji míry participace. Ta se bude pravděpodobně dále

29 To platí za předpokladu, že nedojde k výraznému uvolnění podmínek migrace při pozorované zvýšené poptávce českých firem po zahraničních pracovnících. Ti jsou zároveň v rámci Výběrového šetření pracovních sil podchyceni pouze v omezené míře.

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

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

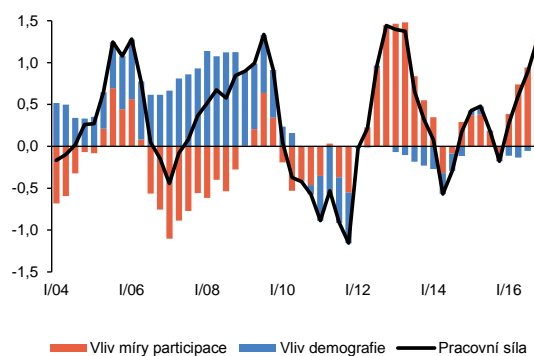
32 V rámci EU je podíl částečných úvazků na zaměstnanosti dlouhodobě nejvyšší v Nizozemí.

GRAF 2 (BOX)

DEKOMPONICE RŮSTU PRACOVNÍ SÍLY

Růst pracovní síly je v posledních letech tažen vývojem míry participace

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, věk 15 a více let)

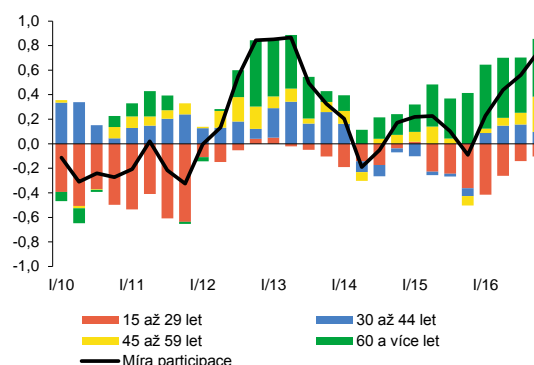


GRAF 3 (BOX)

DEKOMPONICE MÍRY PARTICIPACE

Na zvyšování míry participace se v posledních letech podílí především nejstarší věková skupina

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, věk 15 a více let)

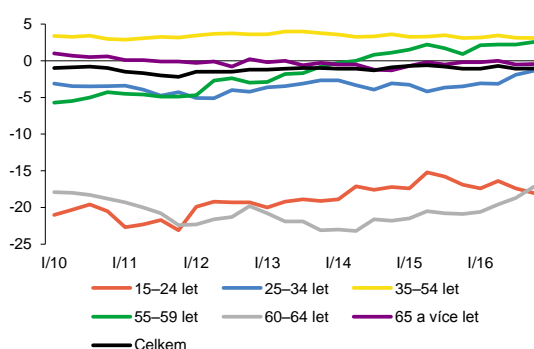


GRAF 4 (BOX)

ROZDÍLY V MÍŘE PARTICIPACE OPROTI NĚMECKU

Největší rozdíl v české míře participace oproti německé je v nejmladší věkové skupině a ve skupině 60–64 let

(Česká republika minus Německo, v procentních bodech, věk 15 a více let)



zvyšovat, k čemuž povede postupně rostoucí důchodový věk i předpokládaný růst nabídky práce na kratší pracovní dobu. Oba tyto faktory nicméně naznačují, že růst pracovní síly bude spíše pozvolný v řádu několika desítek tisíc osob ročně. To při aktuálně příznivých výhledech vývoje ekonomické aktivity povede k postupně silím tlakům na růst mezd (viz kapitola II.2.2).

III.3.2 Mzdy a produktivita

Konec loňského roku byl ve znamení – pravděpodobně dočasného – zvolnění dynamiky průměrné mzdy. Za tímto vývojem stála výhradně tržní odvětví, kde růst mezd zpomalil meziročně na 3,8 %. Mzdový růst se zmírnil zejména ve službách, slabší byl však také v průmyslu, a to částečně vlivem nepříznivého vývoje v odvětví těžby a dobývání³³. K růstu mezd přispívalo, stejně jako v celém loňském roce, lednové zvýšení minimální mzdy (z 9 200 Kč na 9 900 Kč), které se projevilo ve více než 7% růstu mezd v ubytování, stravování a pohostinství. V netržních odvětvích mzdová dynamika dále vzrostla a v průměru za čtvrté čtvrtletí překonala 6 %. Toto zrychlení bylo taženo zejména plným promítnutím navýšení mezd ve vzdělávání od září 2016. Rychlým tempem rostly také mzdy ve veřejné správě a obraně, kde se projevilo listopadové předsunuté zvýšení mezd. Ve všech odvětvích netržních služeb byl mzdový růst v posledním čtvrtletí loňského roku znatelně nad jeho dynamikou v tržních odvětvích. Pravděpodobnou dočasnost zpomalení mezd v tržních odvětvích dokládá vedle dat z průmyslu za první dva měsíce letošního roku rovněž vývoj hodinové mzdy. Ten poukazuje na silný růst mezd napříč kvalifikační strukturou zaměstnanců při poklesu odpracované (a placené neodpracované) doby. Tento pokles by měl přitom v prvním čtvrtletí 2017 odeznít vlivem meziročně vyššího počtu pracovních dní.

Vývoj produktivity práce zůstal – při rychlém růstu zaměstnanosti a oproti tomu lehce pomalejší dynamice HDP – utlumený. Ve čtvrtém čtvrtletí 2016 pokračovalo nepatrně meziroční snižování produktivity práce (o 0,1 %; Graf III.3.6).³⁴ Nepříznivý vývoj produktivity práce ve druhé polovině loňského roku odrazil jednak propad přidané hodnoty ve stavebnictví, který byl dán do jisté míry cyklem čerpání prostředků z fondů EU, jednak vývoj v tržních službách. V tomto sektoru přitom – dle dat národních účtů – předčilo znatelné zvýšení zaměstnanosti růst přidané hodnoty. V průmyslu vlivem výrazného navýšení hrubé přidané hodnoty růst produktivity zrychlil, nicméně i tak zůstal relativně nevýrazný (Graf III.3.7).

Při svižném růstu mezd vedl útlum produktivity práce k nadále vysoké dynamice nominálních jednotkových mzdových nákladů. Ta

33 V odvětví těžby a dobývání gradoval ve druhé polovině loňského roku propad produkce.

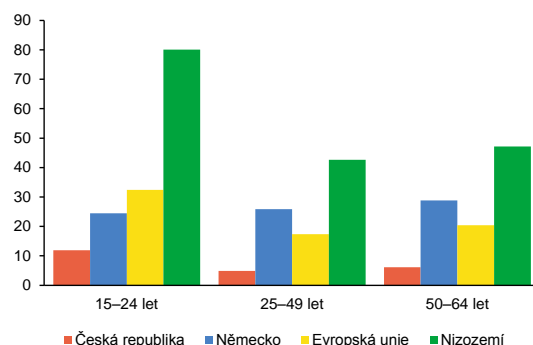
34 Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl sezonně neočištěného HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů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

GRAF 5 (BOX)

PODÍL KRATŠÍCH ÚVAZKŮ NA CELKOVÉ ZAMĚSTNANOSTI

Podíl kratších úvazků je v České republice v evropském kontextu nízký

(členění podle věkových skupin, v %, věk 15–64 let)

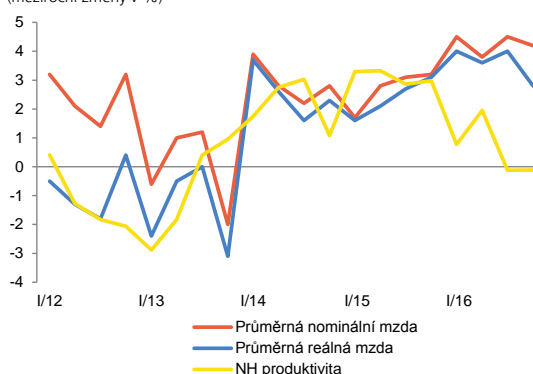


GRAF III.3.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst mezd zpomalil; produktivita práce klesala druhé čtvrtletí v řadě

(meziroční změny v %)

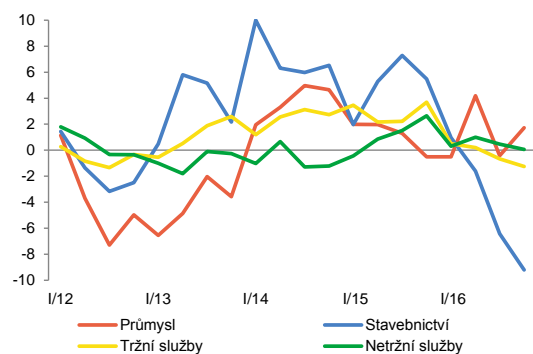


GRAF III.3.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

Ve stavebnictví produktivita práce propadla, oslabila však také v ostatních odvětvích s výjimkou průmyslu

(meziroční změny v %)

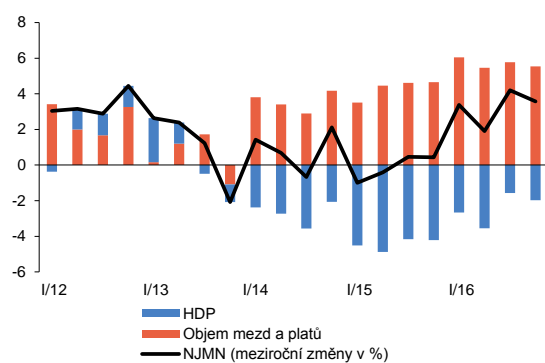


ve čtvrtém čtvrtletí 2016 dosáhla 3,6 %. Tento vývoj reflektoval, při zhruba stabilním tempu zvyšování objemu mezd a platů, zpomalení ekonomické aktivity v průběhu loňského roku (Graf III.3.8). Při srovnání jednotlivých odvětví byl však vývoj NJMN značně různorodý. Mzdové náklady na jednotku výroby rostly výrazně ve službách a stavebnictví, naopak útlum zaznamenaly díky růstu produktivity práce v průmyslu, což odpovídá projevům obnoveného Ballassova-Samuelsonova efektu³⁵.

GRAF III.3.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Zrychlování dynamiky NJMN v minulém roce odráželo stabilní růst objemu mezd a platů při současném zvolnění růstu HDP
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



35 Tomuto tématu se věnoval také BOX 2 v Zol III/2016.

III.4 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

V prvním čtvrtletí 2017 se nastavení měnové politiky nezměnilo, na začátku dubna však ČNB na mimořádném měnovém zasedání bankovní rady ukončila svůj kurzový závazek. Měnověpolitické úrokové sazby nadále zůstávaly na úrovni technické nuly. Také úrokové sazby PRIBOR setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Výnosy státních dluhopisů se zvýšily a v záporných hodnotách se pohybovaly již jen u nejkratších splatností. To se začalo společně s makroobezřetnostními opatřeními ČNB projevovat v pozvolném zvyšování většiny klientských úrokových sazeb. Koruna se až do začátku dubna nacházela převážně těsně nad hranicí 27 CZK/EUR. Po ukončení kurzového závazku ČNB mírně posílila. Kladné úrokové diferenciály vůči eurovým sazbám se nezměnily. Úvěry, podporované rostoucí poptávkou ve všech segmentech úvěrového trhu, dále svižně rostly. Úvěrové standardy se u úvěrů domácnostem zpřísnily, zatímco u podnikových úvěrů se dále uvolnily. Růst peněžního agregátu M3 zůstává v prostředí uvolněných měnových podmínek v prvním čtvrtletí 2017 vysoký.

III.4.1 Měnová politika a úrokové sazby

Na svém mimořádném měnovém zasedání dne 6. dubna 2017 bankovní rada ukončila kurzový závazek ČNB. Toto rozhodnutí je prvním krokem k postupnému zmírňování uvolněnosti měnových podmínek. Ukončení používání devizového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek znamená, že kurz koruny se bude pohybovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. V důsledku toho může krátkodobě kolísat jedním či druhým směrem. ČNB je v případě potřeby připravena možné nadměrné kurzové výkyvy svými nástroji zmírňovat.³⁶

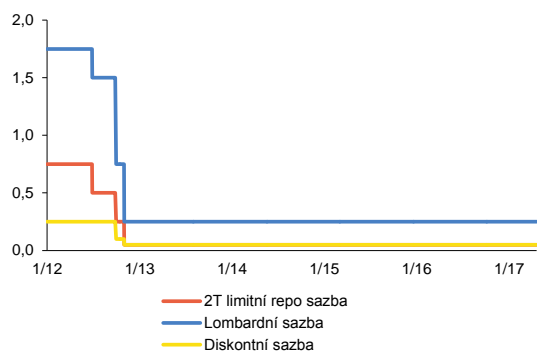
Měnověpolitické úrokové sazby naopak zůstávaly i v uplynulých měsících nezměněny, a to na tzv. technické nule³⁷ (Graf III.4.1). Dlouhodobě nízké měnověpolitické sazby se v posledních letech promítaly do výše úrokových sazeb na finančním trhu a následně i do klientských úrokových sazeb. K poklesu tržních úrokových sazeb (v některých segmentech trhu až do záporných hodnot) přispíval i kurzový závazek a s ním spojený spekulativní příliv zahraničního kapitálu, který zejména v poslední době výrazně zvýšil poptávku po českých státních dluhopisech.

Úrokové sazby PRIBOR se nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.4.2). Odrážely tak nastavení měnověpolitických sazeb ČNB na technicky nulové úrovni a očekávání jejich jenom pozvolného růstu v následujících čtvrtletích. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala v prvním čtvrtletí 2017 v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na úrovni 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala

GRAF III.4.1

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

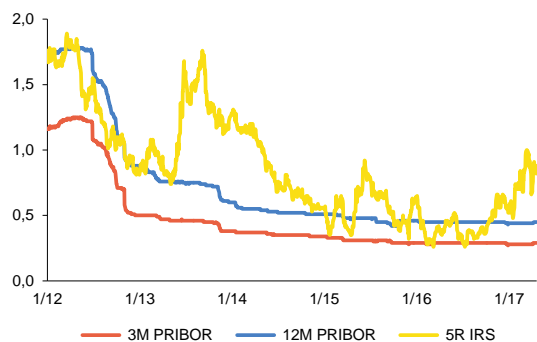
ČNB ponechala své základní úrokové sazby nadále na technicky nulové úrovni (v %)



GRAF III.4.2

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

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



³⁶ Blíže ke kurzovému závazku ČNB a jeho ukončení viz BOX 1 v kapitole I Zprávy.

³⁷ S účinností od 2. 11. 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

zhruba na čtvrtině procentního bodu. Také sazba 12M PRIBOR nezaznamenala téměř žádný posun. Derivátové sazby FRA se postupně zvyšovaly v reakci na nárůst inflace, zároveň odeznívaly spekulace na zavedení záporných měnověpolitických úrokových sazeb ze strany ČNB. Po zhruba třech letech tak křivka očekávaných tržních 3M sazeb získala rostoucí sklon.

Domácí úrokové sazby s delší splatností (IRS) se převážně zvyšovaly, a odpoutaly se tak od svých historických minim. To bylo způsobeno jak domácími makroekonomickými údaji, tak i vývojem na zahraničních trzích. Z domácích faktorů se jednalo zejména o rostoucí inflaci. Do zahraničních sazeb se promítalo očekávané – a následně v polovině března realizované – zvýšení sazeb v USA, dále rostoucí optimismus spojený se zlepšením výhledu ekonomické aktivity v eurozóně a zvýšená inflační očekávání. Ke korekcím docházelo v souvislosti s nejistotou před blížícími se volbami v Nizozemsku (březen) a Francii (duben), a také s přibližující se aktivací článku 50 Lisabonské smlouvy o vystoupení Velké Británie z EU. Dalším impulzem pro růst tuzemských sazeb bylo ukončení kurzového závazku ČNB na začátku dubna. Celkově se domácí sazby IRS oproti začátku ledna zvýšily o 0,2–0,4 procentního bodu (Graf III.4.2). Ještě více vzrostly výnosy tuzemských státních dluhopisů, a to až o 0,8 procentního bodu. Celá jejich výnosová křivka se tak posunula výše a v záporných hodnotách se pohybovala již jen do splatnosti 2R (Graf III.4.3).

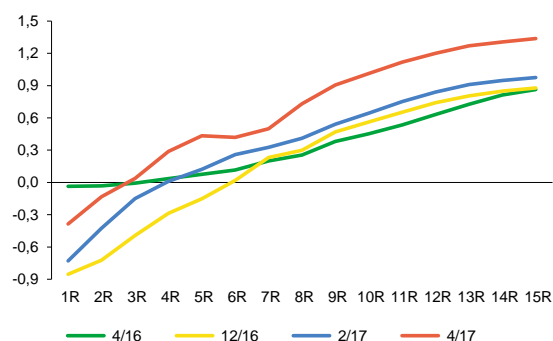
I přes záporné výnosy pokračoval v prvních měsících letošního roku na primárním trhu státních dluhopisů převis poptávky. Poptávka po českých státních dluhopisech související s přílivem portfoliových investic ze zahraničí v podmínkách očekávaného konce kurzového závazku a přetrvávající distorze derivátového trhu zůstala vysoká. To se odráželo i v převisu poptávky v primárních aukcích – především u dluhopisů s kratšími splatnostmi. Od začátku letošního roku se uskutečnilo čtyřicet aukcí dluhopisů s pevným kuponem a jedna aukce s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 111,1 mld. Kč.³⁸ Ve většině aukcí poptávka převyšovala nabídku, průměrná hodnota ukazatele bid-to-cover ratio činila 1,5. Ministerstvo financí nadále využívalo příznivých podmínek na trhu a směřovalo větší část svých aukcí do prvních měsíců letošního roku, aby využilo zvýšené poptávky zahraničních investorů (zejména po dluhopisech s kratší splatností³⁹) před opuštěním kurzového závazku. Podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se tak zvýšil na 43 % ke konci února 2017, přičemž v dalším období tento trend zřejmě dále pokračoval.

Růst výnosů státních dluhopisů a makroprudenční opatření ČNB se začaly odrážet ve zvyšování úrokové sazby z úvěrů na bydlení

GRAF III.4.3

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosy se zvýšily napříč všemi splatnostmi, v záporných hodnotách se pohybují již jen na nejkratším konci křivky (v %)



38 Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2017 předpokládá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v minimální výši 150 mld. Kč.

39 V prvních měsících letošního roku byly ve zvýšené míře emitovány i státní pokladniční poukázky se splatností do 1R. Tím byl zastaven trend jejich nahrazování střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy s nulovým kuponem, který započal v roce 2015.

(Graf III.4.4). Růst sazby z hypoték však byl zatím jen mírný, přičemž od listopadu loňského roku do února 2017 činil 0,1 procentního bodu. Byl tedy nižší než u výnosů desetiletých státních dluhopisů, u nichž doba přenosu jejich změn do sazeb z úvěrů na bydlení činí zhruba tři měsíce. Slabě vzrostly úrokové sazby z úvěrů na bydlení s fixacemi do jednoho roku a nad pět let (Graf III.4.5). Sazba z nových hypoték s nejběžnější fixací od jednoho roku do pěti let se rovněž slabě zvýšila a v únoru dosáhla 1,9 %. Dle aktuálních údajů uvedené sazby v březnu dále lehce vzrostly. Pokles úrokové sazby z hypoték s doposud nejběžnější hodnotou LTV 80–90 % se ve čtvrtém čtvrtletí 2016 téměř zastavil (1,87 %), sazby z hypoték s ostatními hodnotami LTV ještě lehce klesaly. Následně na počátku letošního roku banky začaly dle dílčích informací sazby z hypoték s vyššími hodnotami LTV zvyšovat.

Při lehkém zvýšení kreditních prémie vzrostla úroková sazba také u úvěrů nefinančním podnikům, a to lehce nad 2 %. Kreditní prémie vyjádřené rozpětím klientských a referenčních sazeb finančního trhu se přitom doposud (resp. od konce roku 2014) převážně lehce snižovaly. Rozpětí klientských sazeb v ČR a eurozóně dosahuje 0,3 procentního bodu. Výjimkou jsou spotřebitelské úvěry, kde i přes setrvalé snižování zůstává toto rozpětí na úrovni okolo 5 procentních bodů. Reálné klientské úrokové sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení se v ČR nacházejí v blízkosti nuly.

Náklady financování bank na finančním trhu se zvýšily, náklady spojené s úročením depozit zůstaly na nízké úrovni. Průměrná úroková sazba z vkladů se v průběhu prvního čtvrtletí 2017 pohybovala na rekordně nízké úrovni 0,2 %. Zvýšení výnosů státních dluhopisů se však odrazilo v růstu sazby z dlouhodobých vkladů domácností nad 1 %.

III.4.2 Měnový kurz

Po ukončení kurzového závazku ČNB koruna jen mírně posílila, následně se navíc začala postupně vracet k výchozí úrovni. Začátkem třetí dubnové dekády se tak kurz koruny pohyboval již opět poblíž 27 CZK/EUR. Chování finančních investorů a zajišťování kurzového rizika domácími vývozci před ukončením kurzového závazku vedlo k výrazné překoupenosti trhu s korunou, což se současně odrazilo v nárůstu devizových rezerv ČNB. Tato skutečnost nyní – v souladu s předchozí komunikací ČNB – prozatím brání výraznějšímu a trvalejšímu posílení kurzu koruny.

Před ukončením kurzového závazku setrvala koruna těsně nad hladinou 27 CZK/EUR. Výjimku představovalo pouze přechodné oslabení koruny v samém závěru čtvrtletí na 27,15 CZK/EUR poté, co se nepotvrdily spekulace části trhu, že k ukončení kurzového závazku by mohlo dojít již na řádném měnověpolitickém zasedání bankovní rady 30. března. Meziročně koruna v prvním čtvrtletí nepatrně posílila o 0,1 % na 27,02 CZK/EUR (Graf III.4.6).

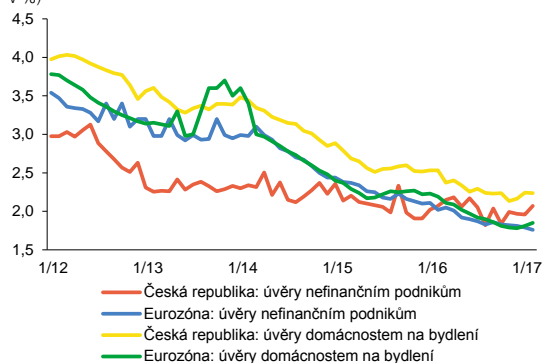
Zkracující se období tzv. „tvrdého“ závazku ČNB vedlo v prvním čtvrtletí k prudkému přílivu kapitálu. Příčinou byly spekulace na

GRAF III.4.4

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ V ČR A EUROZÓNĚ

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení se v ČR i eurozóně slabě zvýšily, obdobný vývoj byl v ČR zaznamenán rovněž u sazby z podnikových úvěrů

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

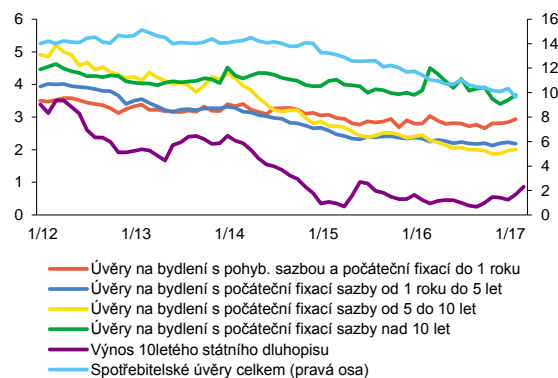


GRAF III.4.5

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení s fixacemi do jednoho roku a nad pět let slabě vzrostly, sazba ze spotřebitelských úvěrů se při klesajícím trendu nachází v blízkosti 10 %

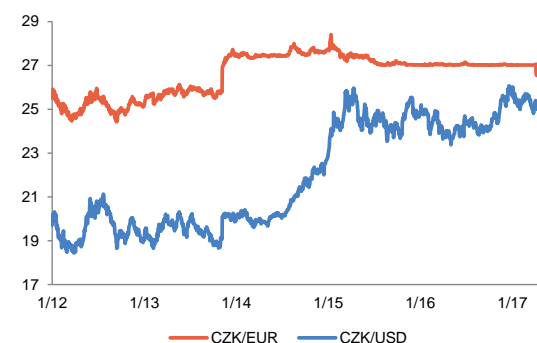
(nové obchody, v %)



GRAF III.4.6

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna se v prvním čtvrtletí 2017 nacházela nadále těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, po jeho ukončení jen mírně posílila



následné posílení koruny a rovněž zajišťování domácích vývozců proti kurzovému riziku. Rozsah intervencí ČNB, které ve výsledku udržely korunu nad hladinou kurzového závazku, se proto prudce zvýšil. V prvním čtvrtletí 2017 dosáhl objem intervencí hodnoty cca 1,13 bil. Kč.

Mezi fundamentální faktory tlačící na posílení koruny patří dlouhodobě výrazně uvolněná měnová politika v eurozóně. ECB svými nekonvenčními nástroji přispívá ke zvyšování krátkodobé likvidity a pomocí záporných sazeb vytlačuje částečně krátkodobý kapitál i do zahraničí. Česká republika byla do začátku dubna díky příznivému makroekonomickému vývoji a nezáporným měnově politickým úrokovým sazbám jedním z příjemců tohoto kapitálu, a to v podmínkách kurzového závazku a očekávání posílení kurzu po jeho ukončení.

Výsledkem výrazně uvolněné měnové politiky ECB je kladný krátkodobý úrokový diferenciál koruny vůči euru. Úrokový diferenciál mezi sazbami peněžního trhu 3M PRIBOR a 3M EURIBOR v prvním čtvrtletí nadále setrval v průměru na hodnotě cca 0,6 procentního bodu a přibližně na stejné výši se pohyboval i na počátku dubna (Graf III.4.7). Informace dostupné na počátku druhého čtvrtletí naznačují možnost narůstajícího rozdílu ve směřování měnových politik ČNB a ECB. Trhy vnímají, že ke zvýšení sazeb by v České republice mohlo dojít již v závěru letošního, resp. na počátku příštího roku s ohledem na budoucí vývoj inflace. Naopak v eurozóně převažuje očekávání nadále uvolněné měnové politiky v souvislosti se stále poměrně nízkou jádrovou inflací, přetrvávajícími obavami o udržitelnost eurozóny v současné podobě a problémy bankovního sektoru některých zemí. Naproti tomu požadavky na méně uvolněnou měnovou politiku ECB zaznívají zejména z Německa a Rakouska.

Koruna vůči dolaru meziročně oslabila. Kurz koruny vůči dolaru dosáhl v prvním čtvrtletí hodnoty 25,4 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 3,4 % (Graf III.4.6). Na posílení dolaru na světových finančních trzích se podílelo zejména zvyšování úrokových sazeb v USA a očekávání jejich dalšího růstu v průběhu letošního roku, zatímco centrální banky spravující ostatní rezervní měny ještě budoucí zpříšňování svých měnových politik ani nenaznačily. Kladný krátkodobý úrokový diferenciál mezi sazbami 3M USD LIBOR a 3M EURIBOR se dále zvýšil a na konci sledovaného období dosáhl 1,5 procentního bodu. Na počátku třetí dubnové dekády se kurz koruny vůči dolaru pohyboval na mírně silnějších úrovních (cca 24,6 CZK/USD) oproti průměru za první čtvrtletí, což bylo dáno zejména oslabením dolaru vůči euru.

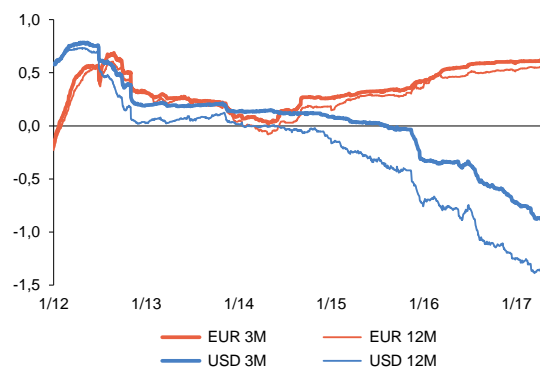
Nominální efektivní kurz koruny v prvním čtvrtletí lehce meziročně oslabil. Rozhodujícím faktorem oslabení NEER o 0,5 % (Graf III.4.8) bylo výrazné posilování ruského rublu na světových trzích⁴⁰, přičemž koruna vůči ruskému rublu oslabilo meziročně o významných 31,5 %. Kromě

40 I když se jednalo jen o částečnou (cca 40%) korekci předchozího oslabení ruského rublu na světových trzích z let 2014 a 2015, posilování ruského rublu se promítalo již pozitivně i do růstu českého exportu do Ruska, který byl dříve propadem rublu tvrdě postižen.

GRAF III.4.7

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

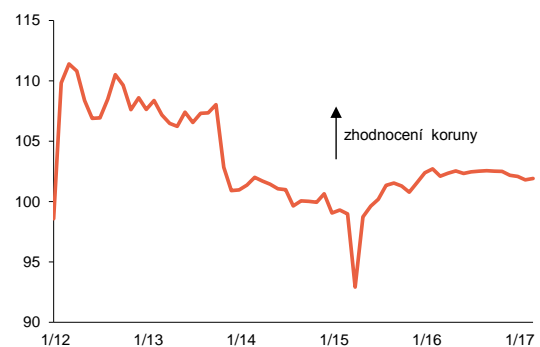
Kladné úrokové diferenciály koruny vůči euru se nezměnily, vůči dolaru se prohloubily jejich záporné hodnoty
(v procentních bodech)



GRAF III.4.8

NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ KORUNY

Koruna v efektivním vyjádření meziročně mírně oslabilo, nejvíce vůči ruskému rublu
(bazický index, rok 2010 = 100)



Poznámka: Největší podíl v koši měn má euro (více než 65 %), menší – avšak stále významné – podíly (7,2 až 2,2 %) mají dále čínský renminbi, polský zlotý, ruský rubl, britská libra, americký dolar a maďarský forint. Podíly zbývajících šesti měn se pohybují mezi 0,8 až 1,6 %. Použitá varianta výpočtu vah (uplatňovaná MMF) zahrnuje všechny skupiny SITC.

rublu oslabila koruna v menším rozsahu i vůči japonskému jenu (o 4,9 %) a americkému dolaru (viz výše). Oslabování NEER koruny bylo zmírňováno jejím posílením vůči britské libře o 10,5 %. Vůči ostatním měnám obsaženým v koši nepřesáhly pohyby kurzu 3 %.

III.4.3 Úvěry

Růst úvěrů podporovaný nízkými úrokovými sazbami a solidním ekonomickým růstem pokračoval napříč celým trhem. Zrychlil růst úvěrů domácnostem, dynamika úvěrů nefinančním podnikům zpomalila (Graf III.4.9). V souhrnu se úvěry meziročně zvýšily o 9,8 %. Nadále nízké klientské úrokové sazby a rostoucí poptávka podporovaly zvyšování úvěrů ve všech segmentech úvěrového trhu.

Úvěrové standardy u úvěrů domácnostem banky zpřísnily, u úvěrů nefinančním podnikům je dále uvolnily (Graf III.4.10). Podle [Šetření úvěrových podmínek bank](#) bylo zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů domácnostem ovlivněno makroobezřetnostními a legislativními změnami, zvýšením dlouhodobých nákladů financování bank v důsledku růstu výnosů státních dluhopisů a vnímaným rizikem plynoucím z očekávaného vývoje nemovitostního trhu. Banky zpřísnily úvěrové podmínky prostřednictvím snížení hodnoty LTV v souvislosti s opatřeními ČNB směřujícími k omezení podílu hypoték s hodnotami LTV nad 80 %. Naopak uvolnění standardů u podnikových úvěrů odráželo konkurenční tlak, vysokou likviditu bank a příznivý výhled ekonomické situace. Ve směru jejich zpřísnění naopak působilo u části trhu zohlednění dopadů očekávaného ukončení kurzového závazku ČNB. Přetrvával tlak na snižování úrokových marží. Ve druhém čtvrtletí 2017 banky předpokládají další zpřísnění úvěrových standardů u úvěrů na bydlení, stabilizaci standardů u spotřebitelských úvěrů a pokračující uvolnění standardů u úvěrů nefinančním podnikům.

K růstu úvěrů soukromému sektoru nejvýrazněji přispívaly úvěry na bydlení, poptávka domácností po hypotékách zůstává vysoká (Graf III.4.11). Tempo růstu hypoték se v průběhu prvního čtvrtletí zrychlovalo až na 10 % v březnu. Nové úvěry na bydlení i přes zpřísnění úvěrových standardů a podmínek rychle rostly (Graf III.4.12). Poptávka byla podporována očekáváním dalšího omezení dostupnosti hypoték, výhledem pokračujícího růstu cen nemovitostí a optimismem spotřebitelů.

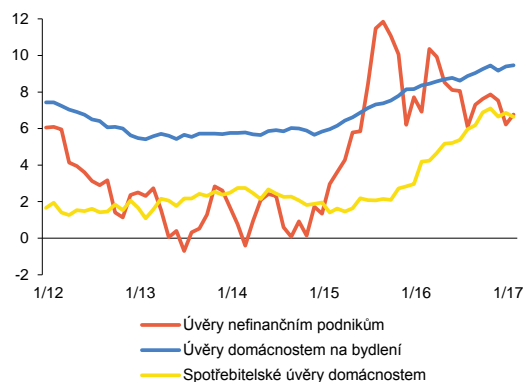
Pokračoval růst spotřebitelských úvěrů přispívajících částečně ke zvyšování spotřeby domácností. Jejich tempo růstu zůstalo na úrovni lehce pod 7 % a bylo – v prostředí pokračujícího poklesu úrokových sazeb v tomto segmentu – taženo neúčelovými úvěry (zejména na vybavení nemovitostí, nákup aut apod.). Pohledávky z platebních karet a debetní zůstatky na běžných účtech naopak poklesly.

Celková zadluženost domácností rostla rychleji než jejich příjmy. To se projevovalo ve zvýšení poměru úvěrů a ostatních finančních závazků k úhrnnému ročnímu nominálnímu disponibilnímu důchodu na zhruba 66 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016. I přes pokles úrokových sazeb se tak

GRAF III.4.9

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

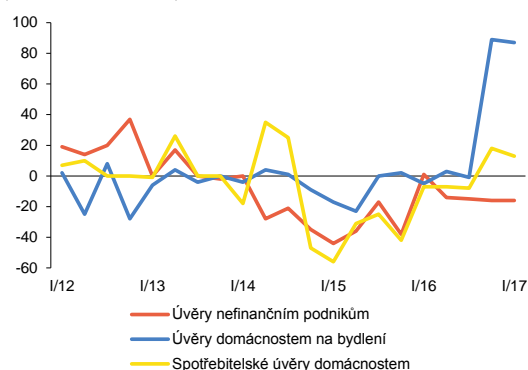
Úvěry svižně rostly ve všech segmentech úvěrového trhu (roční míry růstu v %)



GRAF III.4.10

ÚVĚROVÉ STANDARDY BANK

Úvěrové standardy se u úvěrů domácnostem zpřísnily, u podnikových úvěrů je část bankovního trhu dále uvolnila (čisté procentní podíly bankovního trhu v %, kladné hodnoty znamenají zpřísnění standardů a naopak)

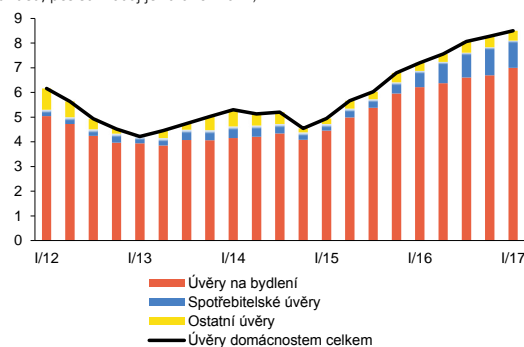


GRAF III.4.11

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Růst úvěrů domácnostem je dominantně tažen segmentem úvěrů na bydlení

(roční míry růstu v %, příspěvky v procentních bodech, údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za únor 2017)



celkové čisté náklady na obsluhu dluhu v posledním období zásadněji nezměnily a setrvaly lehce pod 2 %.

Úvěry nefinančním podnikům zvolnily svůj meziroční růst v důsledku poklesu úvěrů v odvětví služeb. K růstu úvěrů ve výši necelých 7 % přispívaly především dlouhodobé úvěry. Poptávka byla v prvním čtvrtletí 2017 podporována zejména financováním fúzí, akvizic, restrukturalizací podniků a jejich dluhů. Z odvětvového hlediska byl růst podnikových úvěrů tažen především financováním činností v oblasti nemovitostí (s výrazným podílem cizoměnových úvěrů) a částečně zpracovatelským průmyslem (Graf III.4.13). Naopak úvěry v odvětví tržních služeb začaly klesat. Uvedená odvětví se přitom podílela na akceleraci růstu úvěrů v cizí měně na zhruba 33 %. Ta souvisela jak s přirozeným zajišťováním kurzového rizika u developerů, tak s podobně motivovanými aktivitami některých průmyslových podniků před ukončením kurzového závazku ČNB (příspěvek podniků ve zpracovatelském průmyslu k růstu úvěrů v cizí měně činil zhruba jednu třetinu). Podíl úvěrů v cizí měně na celku tak dosáhl svého nového historického maxima ve výši 28 %.

Celkové vnější financování podniků se zvýšilo, podíl dluhu podniků k HDP se však stabilizoval. V rámci vnějšího financování podniků dominovaly úvěry, zatímco emise dluhových cenných papírů a kotovaných akcií podniků klesala. Podíl dluhu podniků k HDP setrval na úrovni zhruba 59 % (resp. 112 % včetně ostatních závazků a obchodních úvěrů). Podíl dluhu podniků k likvidním finančním aktivům má od roku 2012 klesající tendenci v důsledku rychlejšího růstu likvidních aktiv. Podniky výrazně zvyšovaly svou držbu hotovosti, ve struktuře jejich aktiv rostly též půjčky do jiných podniků a účasti.

III.4.4 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 zůstává v prostředí uvolněných měnových podmínek vysoký (Graf III.4.14)⁴¹. Z hlediska tvorby peněz se na růstu M3 projevovala výše zmíněná vysoká dynamika domácích úvěrů a příliv kapitálu ze zahraničí vedoucí k růstu čistých zahraničních aktiv bankovního sektoru. Peněžní agregát M3 nadále rostl výrazně vyšším tempem než nominální HDP. V růstu M3 se v průběhu prvního čtvrtletí odrážela poptávka ekonomických subjektů po jednodenních vkladech a repo obchodech bank, především u finančních neměnových institucí. To souviselo zejména s přílivem zahraničního kapitálu investovaného do domácích vládních dluhopisů, který stlačil jejich výnosy do záporných hodnot, v důsledku čehož domácí institucionální investoři preferovali uložení korunové likvidity u bank v rámci krátkodobých instrumentů. Růst M3 byl i nadále významně tažen vklady domácností při zrychlení růstu vkladů nefinančních podniků.

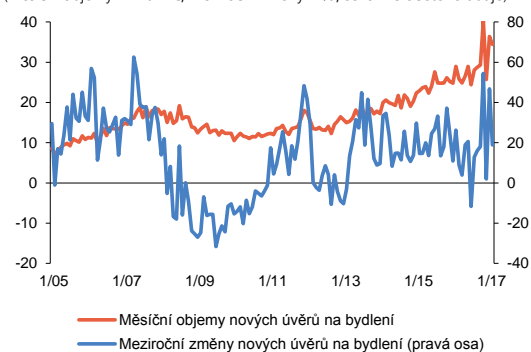
41 Volatilita M3 zaznamenaná na přelomu let 2016 a 2017 souvisela s optimalizací bilancí bank spojenou s odvodou do rezolučního fondu. Šlo o dočasný převod vkladů místní vlády na účet státní pokladny u ČNB a částečně též o dočasné mimořádné splátky úvěrů klienty z jejich vkladů u bank.

GRAF III.4.12

NOVÉ ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM NA BYDLENÍ

Nové úvěry na bydlení i přes zpřísnění úvěrových standardů a podmínek rychle rostly

(měsíční objemy v mld. Kč, meziroční změny v %, sezonně očištěné údaje)

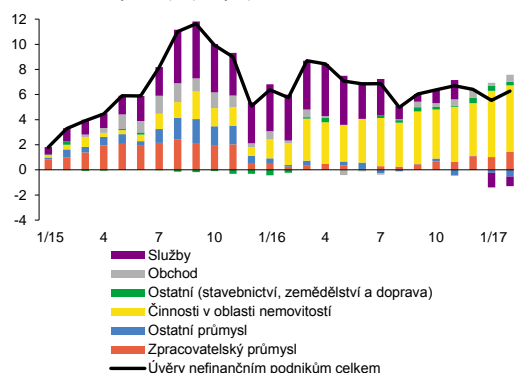


GRAF III.4.13

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE EKONOMICKÝCH ODVĚTVÍ

Růst úvěrů se koncentruje do činností v oblasti nemovitostí, v menší míře přispívá také zpracovatelský průmysl

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

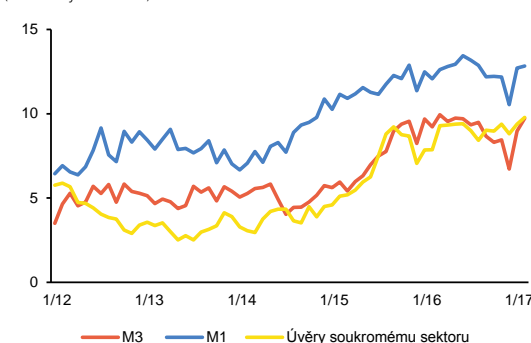


GRAF III.4.14

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

Růst peněžního agregátu M3 se pohyboval těsně pod 10 %

(roční míry růstu v %)



POUŽITÉ ZKRATKY

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

GLOSÁŘ POJMŮ

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inflační tlaky: jsou v modelovém aparátu ČNB dány vývojem reálných mezních nákladů v sektoru spotřeby a dělí se na domácí (v sektoru meziprodukce) a dovezené (v sektoru dovozních cen).

Jádrová inflace: dříve nazývaná jako korigovaná inflace bez pohonných hmot) označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Podíl nezaměstnaných osob: je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

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

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

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

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

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

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

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

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