

V Praze dne 23. června 2017
Č.j. 2017/083832/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

4. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

Jedná se o pravidelný podklad pro
měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB.

Část I

Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém
vývoji

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

Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek,
Jan Brůha, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Jan Frait, Tomáš Adam

Část III

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní
rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

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

Zpracovatel: Sekce měnová

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 4.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, Situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

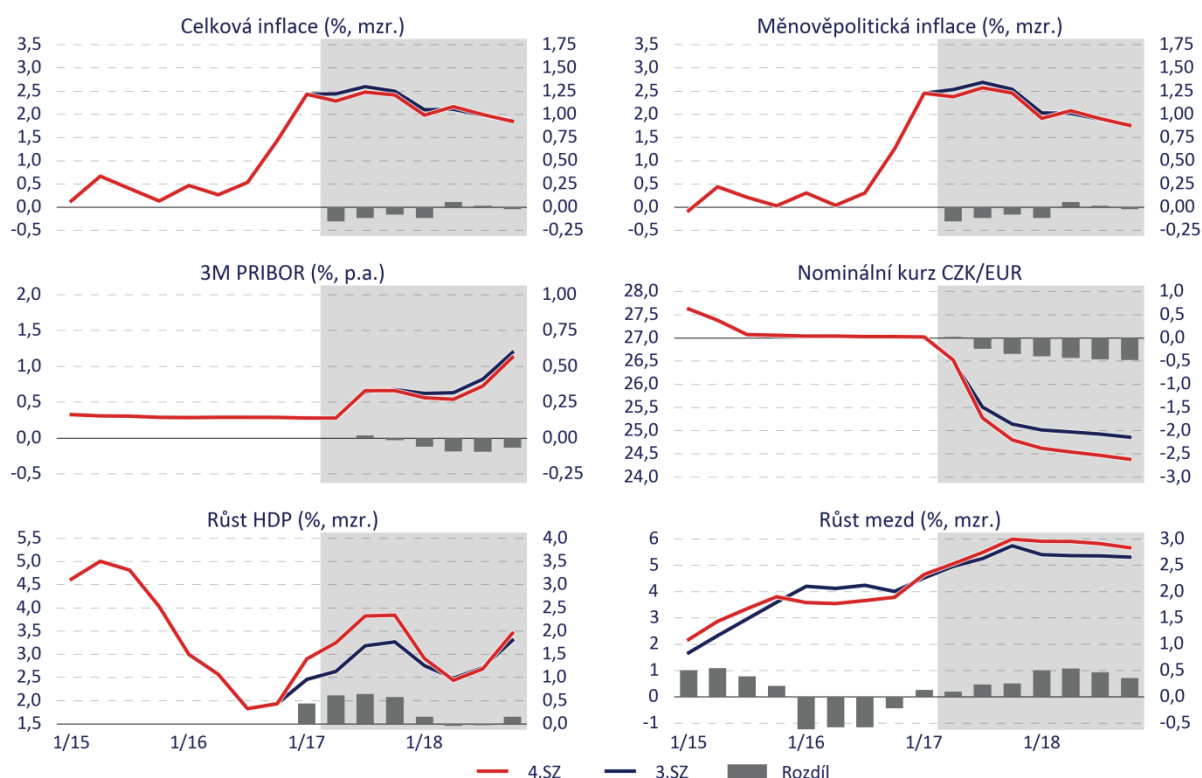
OBSAH

I. SHRNU TÍ	1
1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik	1
Box 1: Znovuzavedení grafu rizik inflační prognózy do vnitřní i vnější komunikace ČNB	3
2 Prognózy ostatních institucí	5
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	7
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	8
1 Vnější prostředí	8
2 Vývoj veřejných rozpočtů	15
III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	17
1 Trh práce	17
2 Ekonomický růst a jeho složky	21
3 Platební bilance	25
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	27
5 Peníze a úvěry	32
IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	35
1 Domácí úrokové sazby	35
2 Devizový kurz	36

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRnutí

1 Aktualizovaný scénář prognózy a výsledná bilance jejích rizik



Aktualizovaná simulace prognózy vede v letošním roce k mírně nižší celkové i měnověpolitické inflaci oproti predikci z 3.SZ. Na horizontu měnové politiky se však výhled inflace prakticky nemění, tj. nachází se v těsné blízkosti 2% cíle. Za mírným snížením výhledu v ročním horizontu stojí zejména vliv nižší pozorované inflace spolu s vyšším výhledem zahraniční poptávky, která vede na prognóze k výraznější kurzové apreciaci. Tento protiinflační vliv je částečně kompenzován vyššími inflačními tlaky plynoucími z rychleji rostoucích mezd. Rychlejší růst zahraniční poptávky současně vede spolu s vyššími pozorovanými hodnotami domácího HDP za první čtvrtletí k přehodnocení výhledu ekonomického růstu v letošním roce směrem nahoru. Úrokové sazby jsou oproti 3.SZ na výhledu lehce nižší, když reagují na nepatrně nižší výhled sazeb v eurozóně i silnější tlaky na apreciaci kurzu dané robustnějším růstem zahraniční poptávky.

Nad rámec výše uvedené simulace zůstává výrazným zdrojem nejistoty další vývoj kurzu koruny. Ten sice zatím posílil zcela v souladu s předpoklady prognózy, stále však přetrvává výrazná překoupenost trhu. Riziko, že tento faktor zabrání posilování kurzu prognózovaným tempem kvůli vybírání zisků finančních investorů, bylo ve velké SZ ošetřeno citlivostním scénářem. S ohledem na to hodnotí sekce měnová bilanci rizik na horizontu měnové politiky nadále jako vychýlenou mírně proinflačním směrem, i když se zatím prognóza velmi dobře naplňuje.

K přehodnocení **zahraničních veličin** dochází zejména u výhledu ekonomické aktivity, který se pro letošní a příští rok mírně zvýšil v návaznosti na vyšší růst vykázaný na počátku letošního roku a příznivé předstihové ukazatele pro druhé čtvrtletí. Očekává se, že efektivní HDP eurozóny poroste na prognóze v průměru 2% tempem. Rovněž růst cen výrobců se pro

OMEZENÝ PŘÍSTUP

letošní rok v důsledku jejich vyšší pozorované dynamiky z počátku letošního roku posouvá mírně směrem nahoru. V letošním roce by měly průmyslové ceny růst o více než 4 %. V příštím roce odezní vliv zvýšení cen komodit a dynamika zahraničních cen výrobců zvolní k 2% úrovni. Spotřebitelská inflace bude na celém horizontu prognózy velmi pozvolna zrychlovat, přičemž oproti minulé prognóze nedošlo k přehodnocení tohoto výhledu. Až v závěru příštího roku se tak inflace zdola přiblíží k inflačnímu cíli ECB. Výhled implikované tržní sazby 3M EURIBOR se v letošním roce nemění, pro příští rok se posunul nepatrně níže. To odráží pochybnosti ohledně možnosti dosažení cenové stability v horizontu prognózy. Odhadovaný efekt plynoucí z kvantitativního uvolňování ECB se nemění, proto se výhled trajektorie stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR posouvá pro příští rok níže ve stejné míře jako implikované tržní sazby. Rychlejší ekonomický růst v eurozóně, pozitivní sentiment finančních trhů a vnitropolitické problémy v USA přispěly k posunu výhledu Consensus Forecasts směrem k silnějšímu euru vůči americkému dolaru na stabilních 1,1 USD/EUR. Ačkoli poté došlo k očekávanému zvýšení základní úrokové sazby Fedu, vývoj kurzu to příliš neovlivnilo; ten se proto i aktuálně pohybuje téměř na výhledu CF. Tržní výhled ceny ropy Brent se v důsledku pokračujícího převisu nabídky nad poptávkou na celém horizontu prognózy snížil o zhruba 5 USD/barel, tato cena by se tak měla až do konce příštího roku nacházet poblíž hodnoty 51 USD/barel (aktuálně je však o několik dolarů za barel níže).

Na **trhu práce** pokračoval v prvním čtvrtletí výrazný růst zaměstnanosti, který se však v souladu s prognózou mírně snížil. Růst přepočteného počtu zaměstnanců naopak oproti závěru loňského roku i vůči prognóze mírně zrychlil, což odráželo nárůst průměrného úvazku na zaměstnance. Růst zaměstnanosti byl tažen věkovými skupinami nad 45 let, z odvětvového pohledu k růstu zaměstnanosti nejvíce přispívaly služby. Obecná nezaměstnanost se v průběhu prvního pololetí dále pozvolna snižovala na hodnoty nepatrně pod prognózu. Rovněž podíl nezaměstnaných osob se v průběhu druhého čtvrtletí opět dále snižoval na hodnoty lehce nižší oproti prognóze. Růst mezd v tržních odvětvích, odrážející robustní ekonomický růst a sílící napětí na trhu práce, v prvním čtvrtletí letošního roku výrazně zrychlil a nacházel se nad prognózou. Zpomalení mezd v závěru loňského roku tak bylo pouze dočasným jevem. Naproti tomu mzdy v netržních odvětvích rostly v prvním čtvrtletí pomaleji oproti predikci. Dubnová data o vývoji mezd v průmyslu ukazují na pokračování robustní mzdové dynamiky i ve druhém čtvrtletí.

V prvním čtvrtletí 2017 tempo růstu **ekonomické aktivity** podle očekávání zrychlilo, když reálný HDP rostl meziročně o 2,9 %. Oproti prognóze rostla ekonomika o 0,4 p.b. rychleji. Odchyly od predikce z hlediska struktury růstu však byly vesměs protiinflační. Došlo k méně výraznému poklesu fixních investic a zásob (a mírně rychleji rostla spotřeba vlády), naproti tomu byl nižší příspěvek spotřeby domácností a čistého vývozu. Celkově však i nadále k růstu přispívaly dominantně spotřeba domácností a čistý vývoz, přičemž zároveň téměř odezněl dosud záporný příspěvek hrubé tvorby fixního kapitálu. Zrychlil rovněž růst hrubé přidané hodnoty, když se při zhruba stabilním příspěvku průmyslu výrazně zvýšil příspěvek služeb. Údaje za dosavadní průběh druhého čtvrtletí letošního roku ukazují na pokračující solidní růst tržeb v maloobchodě i průmyslové produkce. Sentiment domácností i podnikatelů počátkem druhého čtvrtletí nadále zůstával na vysokých hodnotách.

V souhrnu dosavadní vývoj **domácí ekonomiky** působí v aktualizované simulaci na výhled inflace i úrokových sazeb zhruba neutrálně, když vyšší pozorovaný růst HDP i mezd je vyvažován více protiinflační strukturou růstu a revizemi historických dat o mzdovém vývoji.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Celková meziroční **inflace** se proti závěru prvního čtvrtletí v souhrnu lehce zmírnila, když v květnu dosáhla 2,4 %. Oproti prognóze byla o 0,2 p.b. nižší, a to především vlivem pomalejšího růstu cen potravin. Zároveň meziroční růst cen pohonných hmot zpomaloval výrazněji oproti predikci. Naproti tomu jádrová inflace se i nadále zvyšovala a nacházela se lehce nad prognózou. V jejím rámci mírně zrychlovaly jak výrazně rostoucí ceny neobchodovatelných, tak i pozvolna rostoucí ceny obchodovatelných statků. Efekty zavedení EET již nadále nezvyšovaly dynamiku cen neobchodovatelných statků – na rozdíl od cen imputovaného nájemného, jejichž dynamika nadále setrvale rostla. Regulované ceny podle očekávání začaly v květnu slabě růst vlivem odeznění loňského skokového snížení cen plynu. Výhled regulovaných cen se letos lehce snižuje, naopak pro příští rok je přehodnocen lehce směrem nahoru. Předpoklady o změnách nepřímých daní se nemění. Nad rámec výše uvedené simulace jsou rizika krátkodobé prognózy inflace zhruba vyrovnaná, když na jednu stranu poklesly aktuální i očekávané ceny ropy a na druhou stranu směrem nahoru překvapují ceny zemědělských výrobců.

V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí letošního roku zůstaly **úrokové sazby 3M PRIBOR** nadále stabilní a jejich průměrná výše (0,3 %) odpovídala prognóze. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba bylo rovněž v souladu s prognózou stabilní a v souladu s prognózou činilo 0,24 p.b. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle kotací FRA implikuje v ročním horizontu lehký nárůst sazeb 3M PRIBOR. Úrokové sazby s delší splatností se v posledních týdnech převážně snižovaly, což platí jak pro domácí IRS sazby, tak i pro výnosy tuzemských státních dluhopisů. Kratší konec jejich výnosové křivky s dobou splatnosti do 5 let se pohybuje v mírně záporných hodnotách.

Měnový kurz po opuštění kurzového závazku začal postupně posilovat a v polovině června dosáhl hodnot okolo 26,2 CZK/EUR, což v meziročním vyjádření představuje posílení o 3,3 %. Skutečnost za dosavadní průběh druhého čtvrtletí zatím činí 26,6 CZK/EUR s tím, že očekávaný průměr pro toto období je 26,5 CZK/EUR. To je zcela v souladu s předpokladem prognózy ze 3.SZ. Nadále však přetrvává nejistota prognózy spojená s překoupeností trhu a budoucím zavíráním pozic finančních investorů.

Box 1: Znovuzavedení grafu rizik inflační prognózy do vnitřní i vnější komunikace ČNB

Graf rizik inflační prognózy (GRIP) je **grafický nástroj**, který zachycuje rizika poslední makroekonomické prognózy prostřednictvím vyhodnocení vlivu nově dostupných informací na výhled celkové inflace a úrokových sazeb. V podobě založené na jádrovém predikčním modelu ČNB je GRIP používán od června 2004. Vyhodnocení rizik poslední prognózy se provádí simulacemi jádrového predikčního modelu, do něhož jsou vloženy nové informace. Získané modelové odezvy ukazují odchylky výhledu celkové inflace a úrokových sazeb od základního scénáře stávající prognózy. GRIP byl v minulosti jedním z podkladů pro rozhodování bankovní rady mezi dvěma prognózami jako standardní součástí tzv. „malých“ situačních zpráv.

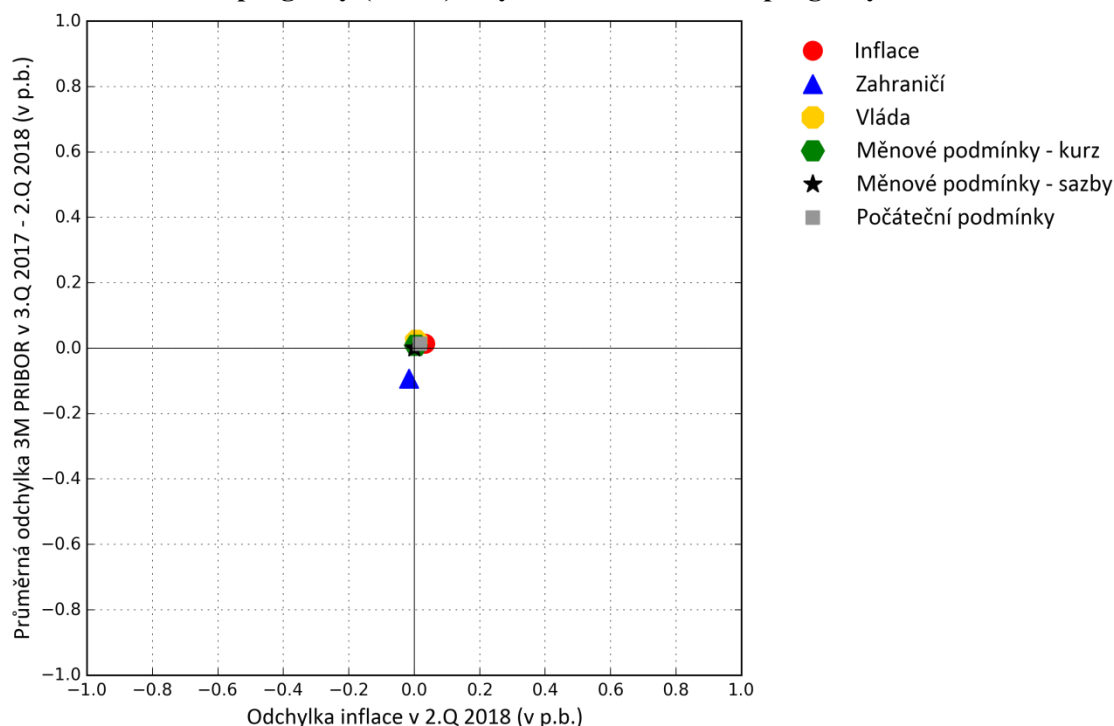
Body znázorněné v GRIPu zobrazují **parciální efekty jednotlivých skupin pozorování**. Zobrazené dopady rizik (jednotlivé body GRIPu) jsou ve srovnání s plnohodnotnou tvorbou nové prognózy spíše hrubou a mechanickou kvantifikací vlivu nových informací. GRIP zároveň nezohledňuje úplnou množinu nově dostupných informací, ale pouze tu jejich část, kterou lze bezprostředně hodnotit prostřednictvím jádrového predikčního modelu. Hodnoty na obou osách lze pro jednotlivé body počítat pro získání celkové výsledné bilance. Ovšem jednotlivé body v grafu mohou mít pro každého uživatele jinou váhu a subjektivně nést jiné riziko pro nenaplnění prognózy. Proto v grafu není dopočtena střední hodnota, resp. těžiště, uvažovaných bodů. Vyhodnocení výsledné bilance rizik existující prognózy je formulováno verbálně ve shrnutí malých situačních zpráv (viz text pod grafem GRIPu níže).

Sestavování a publikování GRIPu bylo pozastaveno v prosinci 2013 v souvislosti se zahájením používání kurzu jako nástroje dalšího uvolňování měnové politiky. Úrokové sazby i kurz byly v základním scénáři prognózy fixovány na celou dobu závazku, což znemožnilo používání GRIPu pro účely vyhodnocení rizik prognózy. Místo GRIPu tak byl – a stále je – v malých situačních zprávách uváděn aktualizovaný scénář prognózy v podobě výše uvedené šestice grafů základních makroekonomických veličin. Poté, co došlo k ukončení kurzového závazku a k návratu k prognózování endogenní trajektorie úrokových sazeb, je ale možné se vrátit k sestavování a publikování GRIPu. Zveřejňování GRIPu podle názoru měnové sekce zvyšuje srozumitelnost a předvídatelnost měnové politiky ČNB v mezidobí mezi zpracováním a publikací plnohodnotných prognóz. Důvodem pro používání GRIPu spíše než aktualizovaného scénáře ve vnější (ale i vnitřní) komunikaci je pouze technický způsob aktualizace prognózy, který nemusí zohledňovat veškeré dostupné informace a expertní úsudek ekonomů ČNB. Jedná se tedy spíše o kvalitativní než kvantitativní informaci.

Ve vnější komunikaci může být aktuálně jako citlivá informace vnímán bod „Měnové podmínky – kurz“, který zachycuje dopad aktualizované krátkodobé predikce kurzu (v minulosti počítané jako průměr z denních pozorování za aktuální čtvrtletí, přičemž známé hodnoty za dosavadní průběh čtvrtletí jsou pro jeho zbývající část doplněny poslední pozorovanou denní hodnotou) do prognózy inflace a úrokových sazeb. Z GRIPu nelze vyčíst číselné hodnoty prognózovaného kurzu, lze z něj nicméně odvodit informaci, zda průměrný čtvrtletní kurz je nad/pod/v souladu s poslední prognózou a zda je případná odchylka zřetelná.

Secce měnová proto navrhuje obnovit veřejnou publikaci GRIPu až po zveřejnění prognózy trajektorie měnového kurzu.

Graf rizik inflační prognózy (GRIP) a výsledná bilance rizik prognózy ze 3.SZ 2017



Modelová simulace zachycená v GRIPu představuje v souhrnu riziko nepatrně nižších úrokových sazeb ve srovnání s 3.SZ při stejné inflaci na horizontu měnové politiky. Vliv zahraničních veličin v podobě rychlejšího růstu zahraničních výrobních cen a vyššího ekonomického růstu působí ve směru výraznějšího posílení měnového kurzu koruny. To vede k potřebě v průměru lehce nižších úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy ze 3.SZ proto, aby se budoucí inflace i při silnějším kurzu neodchýlila na horizontu měnové politiky od cíle. Ostatní nové informace mají na celkovou bilanci rizik prognózy inflace i úrokových sazeb zanedbatelný vliv.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici předpovídají, že HDP poroste v letošním i příštím roce o necelá 3 %. Inflační očekávání v ročním i tříletém horizontu jsou již delší dobu ukotvena u 2% cíle ČNB. V ročním horizontu by podle analytiků měl kurz posilít těsně pod 26 CZK/EUR; zároveň drtivá většina z nich předpokládá ve stejném horizontu zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb. Tržní výhled úrokových sazeb implikuje jejich mírný nárůst v ročním horizontu; stávající prognóza ČNB předpokládá první zvýšení sazeb ve 3Q17.

Ke dni odevzdání 4.SZ byla publikována dvě šetření, na základě kterých je možné provést standardní srovnání s prognózou ze 3.SZ, a to Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 15.6.) a Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 12.6.). U šetření Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za květen (uzávěrka 15.5.).

Srovnání prognózy ČNB ze 3.SZ s prognózami ostatních institucí

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

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

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
3/17		27,0		26,0	26,0
4/17	26,5 (II/17)	26,7	25,0	25,9	26,0
5/17		26,7		25,9	26,0
6/17		26,6		25,8	25,9

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
3/17		2,0	1,7	2,0	2,3
4/17	2,1 (II/18)	2,0		1,9	
5/17		2,0		1,9	
6/17		2,1	1,8	2,0	2,4

úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
3/17		0,15		0,4	0,6
4/17	0,39 (II/18)	0,26	0,6 (II/18)	0,5	0,7
5/17		0,34		0,5	0,8
6/17		0,40			0,9

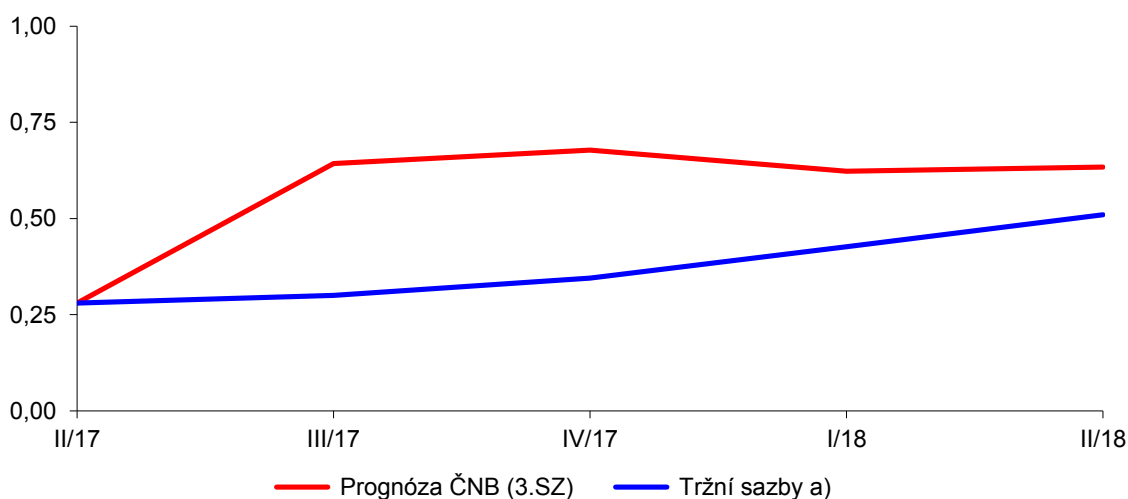
Analytici v letošním roce předpovídají růst **HDP** tempem mírně pod 3 %, obdobného tempa růstu by ekonomika měla dosáhnout i v roce 2018. Pro oba roky se tak jejich předpovědi pohybují jen nepatrně níže ve srovnání se stávající prognózou ČNB. Analytiky odhadované tempo růstu nominálních **mezd** pro roky 2017–2018 se pohybuje lehce pod 5 %. Celkově se

OMEZENÝ PŘÍSTUP

tak mzdová očekávání analytiků pohybují níže ve srovnání s ČNB; současně podle nich – na rozdíl od prognózy ČNB – v příštím roce dynamika mezd nezrychlí. Oslovení analytici očekávají v ročním horizontu **kurz** v průměru těsně pod hladinou 26 CZK/EUR, tzn. na zřetelně slabších hodnotách v porovnání s prognózou ČNB. **Inflační očekávání** v ročním i tříletém horizontu jsou již delší dobu ukotvena u 2% cíle ČNB. Pro červnové měnové zasedání bankovní rady všech čtrnáct respondentů oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně měnověpolitických úrokových sazeb nastavena takto: 1 analytik žádná změna, 5 analytiků +0,20 p.b., 7 analytiků +0,45 p.b., 1 analytik +0,70 p.b.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s jejich trajektorií ze stávající prognózy ČNB. **Výhled sazeb FRA** implikuje v ročním horizontu mírný nárůst sazby 3M PRIBOR. Pohybuje se tak pod úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, se kterou je konzistentní zvýšení úrokových sazeb ve 3Q17, s nímž tržní výhled nepočítá.

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



^{a)} pro II/17 3M PRIBOR, pro III/17 až II/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 21.6.2017

OMEZENÝ PŘÍSTUP

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %, resp. v %	
		3. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	I/17	2,5	2,9
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	I/17	3,1	2,8
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	I/17	1,7	2,4
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	I/17	-3,9	-1,4
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	I/17	-2,1	-0,6
Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	I/17	-0,5	-0,2
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	I/17	2,6	5,4
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	I/17	0,4	3,9
Vývoz zboží (národní pojetí)	04/17	1,3	-2,9
Dovoz zboží (národní pojetí)	04/17	3,9	2,2
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	04/17	18,0	10,6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	I/17	93,0	94,5
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	I/17	.	39,8
Index spotřebitelských cen	05/17	2,6	2,4
Ceny průmyslových výrobců	05/17	2,6	2,3
Ceny zemědělských výrobců	05/17	8,7	12,6
Vývozní ceny	I/17	2,3	2,2
Dovozní ceny	I/17	5,2	5,1
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	05/17	4,4	4,3
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	04/17	.	3,3
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	I/17	3,5	3,4
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	I/17	1,6	1,6
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	I/17	1,1	1,1
ostatní	I/17	4,3	4,4
Průměrná reálná mzda	I/17	2,3	2,8
Průměrná nominální mzda	I/17	4,8	5,3
Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích	I/17	4,5	5,4
Průměrná nominální mzda v netržních odvětvích	I/17	5,9	5,2
Průměrná nominální mzda v průmyslu	04/17	.	8,1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	04/17	.	4,6
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	04/17	10,0 (Q)	13,0
Průmyslová produkce (s.o.)	04/17	.	5,8
Stavební produkce (s.o.)	04/17	.	7,9
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	04/17	.	4,8

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

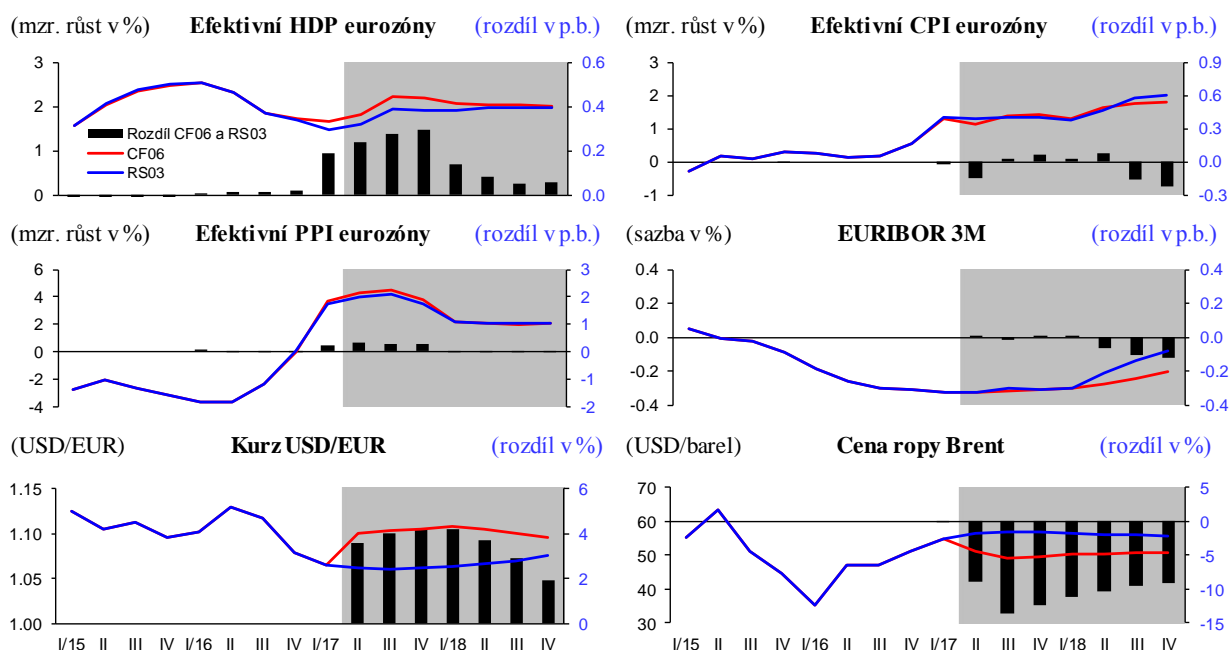
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Výhled tempa růstu zahraniční poptávky se pro letošní a příští rok zvýšil. Ve srovnání s minulou prognózou se také mírně zvýšila předpověď růstu cen výrobců pro rok 2017, zejména vlivem jejich nečekaně výrazného růstu na začátku letošního roku. Výhled inflace spotřebitelských cen se pro letošní rok nemění, v příštím roce je lehce nižší. Trajektorie implikovaných budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR se na delším konci predikčního horizontu posouvá nepatrně více do záporných hodnot, zejména v reakci na „holubičí“ komunikaci ECB. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru byl na celém horizontu prognózy přehodnocen k silnějším hodnotám eura. Tržní křivka cen ropy Brent se po celé své délce posunula oproti prognóze ze 3.SZ směrem dolů v reakci na rostoucí produkci ropy.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF06) je založena na průzkumu **Consensus Forecasts z 12. června 2017** (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (3M EURIBOR a cena ropy Brent).



Výhled **efektivního ukazatele HDP¹** eurozóny předpokládá pro letošní i příští rok růst ve výši 2 %. V roce 2017 se tak prognóza posouvá o 0,2 procentního bodu výše oproti předpokladu ze 3.SZ, což zohledňuje zejména vyšší pozorovaný růst v prvním čtvrtletí letošního roku.² Vyšší dynamiku v letošním roce naznačují rovněž předstihové ukazatele ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně a Německu, které i nadále prudce rostou. Výhled hospodářského růstu pro rok 2018 se oproti 3.SZ rovněž zvyšuje o 0,1 procentního bodu.

¹ Výhled je v grafech označen šedou plochou. Nepatrné rozdíly mezi prognózou a 4.SZ u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu a sezonním očištěním.

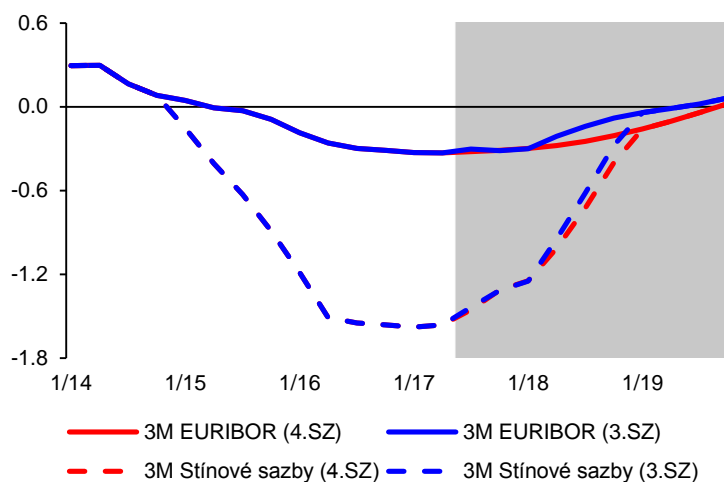
² Z důvodu nedostatečného zohlednění pozorovaného výrazně vyššího růstu HDP zemí eurozóny v prvním čtvrtletí letošního roku byl výhled celkového tempa růstu pro letošní rok expertně zvýšen o 0,2 procentního bodu.

Pro efektivní **ukazatel cen průmyslových výrobců (PPI)** v eurozóně se v roce 2017 očekává růst o 4 %, odrážející nedávný silný meziroční nárůst ceny ropy a vyšší než očekávanou dynamiku PPI na začátku letošního roku. Ve srovnání s aktuální prognózou ze 3.SZ se výhled posouvá o 0,3 procentního bodu výše³. V roce 2018 by růst cen výrobců měl v souladu s předpoklady 3.SZ zvolnit na 2,1 %.

Výhled efektivní **inflace spotřebitelských cen (CPI)** v eurozóně se pro letošní rok oproti 3.SZ nemění, a zůstává tak v průměru na úrovni 1,3 %. K růstu spotřebitelské inflace v letošním roce nejvíce přispívají ceny energií a služeb. V roce 2018 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit o 1,6 %, což je o 0,1 procentního bodu níže ve srovnání se 3.SZ.

Implikovaná **trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR** se posunula v roce 2018 nepatrně směrem níže. Zahraniční úrokové sazby by se tak měly zvyšovat o něco pozvolněji proti předpokladům 3.SZ. Pro rok 2017 se předpověď zahraničních sazeb nemění. Snížení výhledu v roce 2018 o 0,1 procentního bodu odráží zejména poslední komunikaci ECB a nejistoty ohledně dosažitelnosti cenové stability na horizontu měnové politiky. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb se v horizontu 12 měsíců nachází oproti očekáváním analytiků v rámci červnového CF přibližně o 0,1 procentního bodu níže.

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



Rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, tj. prostřednictvím růstu její bilance, je aproximován v **trajektorii stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR**. I nadále jsou předpokládány nákupy dluhopisů ECB do konce roku 2017 v objemu 60 mld. EUR měsíčně (k jeho snížení z 80 mld. EUR došlo od dubna letošního roku). Efekt měsíčních nákupů ve stávajícím objemu je kvantifikován na 1 procentní bod a během roku 2018 by již měl zcela odeznít. Tyto předpoklady se oproti 3.SZ nemění.

Očekávaná trajektorie **kurzu eura vůči americkému dolaru** se na celém horizontu prognózy posouvá k silnějším hodnotám eura. To zohledňuje mimo jiné rychlejší růst ekonomické aktivity v eurozóně, pozitivní sentiment na finančních trzích v podobě preference rizikovějších aktiv a s tím spojené uzavírání dlouhých dolarových pozic. Na oslabení kurzu dolaru se také negativně projevil politický vývoj v USA (údajné ovlivňování FBI prezidentem Trumpem při vyšetřování ruského vlivu na americké prezidentské volby). Kurz eura vůči

³ Z 2,9 % na 3,3 % se přitom zvýšila samotná předpověď pro letošní rok na základě CF a EIU. Z důvodu promítání vyššího pozorovaného růstu průmyslových cen v přebíraných predikcích zůstává oproti CF stále zapracována expertní úprava, která však byla oproti minulé prognóze snížena z 0,9 na 0,7 procentního bodu.

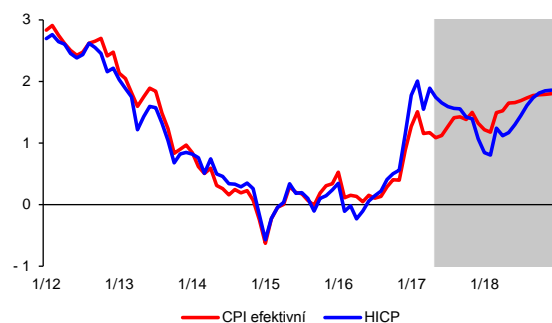
americkému dolaru by tak měl letos i v příštím roce v průměru stagnovat na úrovni 1,10 USD/EUR. Tento výhled byl zpracován ještě před zasedáním amerického Fedu 14. června, který rozhodnul o dalším zvýšení své základní úrokové sazby o 0,25 procentního bodu na 1 % až 1,25 %. To však bylo v souladu s tržním očekáváním, takže vývoj kurzu ovlivnilo jen krátkodobě a nevýrazně. Aktuálně se kurz pohybuje na úrovni 1,11 USD/EUR.

Tržní **futures křivka ceny ropy Brent** je na celém horizontu prognózy níže o přibližně 5 USD/barel oproti předpokladům 3.SZ. Tento výhled zohledňuje pokračující převis světové nabídky ropy nad poptávkou, zejména v důsledku růstu produkce americké ropy z břidlic. K růstu ceny ropy nevedlo ani uzavření dohody členských zemí OPEC včetně Ruska i dalších nečlenských zemí 25. května o prodloužení omezování těžby až do roku 2018. Cena ropy Brent by se tak měla v letošním a příštím roce pohybovat v průměru poblíž 51 USD/barel. Analytici oslovení v rámci červnového CF očekávají za 12 měsíců cenu ropy na úrovni 54 USD/barel, tedy mírně výše oproti tržnímu výhledu. Aktuálně se však cena ropy pohybuje zřetelně pod hranicí 50 USD/barel.

1.2 Eurozóna

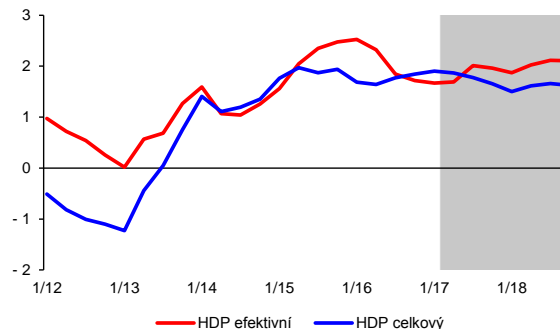
Růst ekonomiky eurozóny na začátku letošního roku zrychlil. V mezičtvrtletním vyjádření se HDP zvýšil o 0,6 % (v předchozím čtvrtletí o 0,5 %) a byl i nadále tažen soukromou domácí poptávkou, zatímco čisté vývozy působily neutrálně. Z velkých ekonomik rostlo nejrychleji Španělsko (o 0,8 %), zatímco Německo rostlo stejným tempem jako agregát eurozóny a Francie a Itálie rostly mírně podprůměrným tempem (0,4 %). V meziročním vyjádření pak ekonomika eurozóny zrychlila na 1,9 %.

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



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

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



	2014	2015	2016	2017	2018
HDP efekt.	1,2	2,1	2,1	1,8	2,0
HDP celk.	1,3	1,9	1,7	1,8	1,6

Ekonomické ukazatele ze začátku druhého čtvrtletí signalizují pokračující solidní tempo růstu v měnové unii. PMI ve zpracovatelském průmyslu opět vzrostl a pohybuje se na úrovni šestiletého maxima (57), přičemž nejrychlejší tempo expanze signalizuje v Německu. Naproti tomu růst indexu průmyslové produkce v meziročním vyjádření v dubnu zpomalil (z 2,2 % na 1,4 %), především v důsledku nižší produkce v energetickém sektoru. Oživení se projevuje také na trhu práce, přičemž nezaměstnanost v eurozóně poklesla na nejnižší hodnotu od března 2009 a dosáhla 9,3 %. Za celý letošní rok se očekává růst HDP o 1,8 %, který v příštím roce zpomalí na 1,6 %. Růst by měl být podpořen nadále uvolněnou měnovou politikou ECB, relativně slabým kurzem eura a snížením politické nejistoty po volbách v Nizozemí a Francii. Také nejistota v souvislosti se třetím záchranným programem pro

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Řecko výrazně poklesla po vzájemné dohodě mezi EU a MMF. Nicméně výhledově jsou nejistotou volby v Itálii, které se budou konat nejpozději v květnu příštího roku.

Celková HICP inflace byla zatím v letošním roce volatilní z titulu kolísajícího příspěvku cen energií, ale i cen služeb. V dubnu tak vzrostla na 1,9 % kvůli dočasně vyššímu příspěvku cen dopravy⁴, zatímco v květnu poklesla pod březnovou hodnotu na 1,4 % z důvodu nižšího příspěvku cen energií. Při odhlédnutí od nedávných výchylek zůstává jádrová inflace (tj. inflace bez cen energií, potravin, tabáku a alkoholu) stabilní poblíž 1 %. Jejím nárůstem je podmíněno naplnění výhledů celkové inflace po odeznění příspěvku cen energií, k němuž dojde ke konci letošního roku. Nejistotu přitom představuje průsak cen energií do spotřebních cen a dále fundamentální inflační tlaky z domácí ekonomiky. Pro letošní rok CF očekává celkovou inflaci na úrovni 1,6 % a v příštím roce její pokles na 1,4 %. Výhled Eurosystemu očekává mírně nižší hodnoty a v roce 2019 počítá s inflací ve výši 1,6 %.

ECB na červnovém zasedání potvrdila nastavení své měnové politiky. Bude tak pokračovat v nákupech aktiv v měsíčním čistém objemu 60 mld. EUR⁵ do konce letošního roku, přičemž možné prodloužení programu bude záviset na vývoji a výhledu inflace. ECB ze svého vyjádření zároveň vypustila zmínku o dalším možném snížení úrokových sazeb, což odráží její hodnocení rizika deflačního scénáře, který ECB nyní považuje za nepravděpodobný. Zároveň ECB nově vyhodnotila rizika pro ekonomický růst jako vyrovnaná. Stávající úroveň sazeb ale bude udržovat dle svého prohlášení alespoň po dobu trvání programu nákupu aktiv.

Meziroční **růst německé ekonomiky** dosáhl v prvním čtvrtletí 2017 hodnoty 1,7 %, což odpovídá hospodářskému růstu v loňském roce. Německá ekonomika tak již delší dobu roste stabilním tempem. Příspěvek vládních výdajů k celkovému růstu HDP se oproti předchozím čtvrtletím, které byly ovlivněny vyššími vládními výdaji v souvislosti s uprchlickou krizí, snížil. Příspěvek soukromé spotřeby také mírně poklesl. Naproti tomu se zvýšil příspěvek čistého vývozu k celkovému růstu. Mezičtvrtletní růst HDP zrychlil na 0,6 %. V prvním čtvrtletí zrychlila v mezičtvrtletní dynamice výrazně také průmyslová produkce. Příznivý ekonomický vývoj je doprovázen nízkou mírou nezaměstnanosti, která v květnu dále poklesla na historická minima. Na druhé straně dosahuje běžný účet platební bilance již od roku 2015 rekordních přebytků, které přesahují úroveň 8 % HDP.

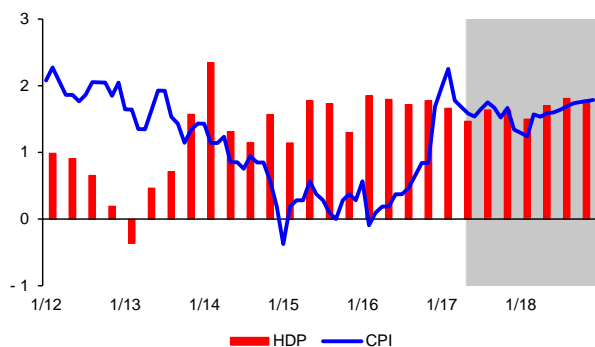
V průběhu druhého čtvrtletí 2017 se vyvíjely příznivě také sledované předstihové indikátory. PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v květnu více jak šestiletého maxima. Pro letošní rok očekává červnový CF mírné zpomalení tempa růstu HDP na 1,6 %. Bundesbanka i OECD je oproti tomuto výhledu nicméně optimističtější a předpokládají přinejmenším stejnou dynamiku jako v loňském roce. Příznivá situace na trhu práce má také dopad na vyšší vládní daňové příjmy, což umožňuje vládě zvyšovat výdaje a daňové úlevy.

Inflace se v květnu v Německu snížila na 1,5 %. Výrazně poklesl příspěvek cen energií k celkové inflaci. Jádrová inflace oproti předchozímu měsíci také zpomalila na 1,3 %. Růst cen průmyslových výrobců naproti tomu v dubnu dále zrychlil. Červnový CF očekává, že průměrná inflace za celý letošní rok zrychlí na 1,7 % a nepatrně zvolní v roce 2018. Znatelnější zrychlení inflace zatím brzdí relativně nízký růst mezd, který může být na druhou stranu právě způsoben pozorovanou nízkou inflací. Pomalý růst mezd, který zaostává za růstem produktivity práce, tak představuje pro německé exportéry komparativní výhodu. Tato výhoda se odráží ve výrazném přebytku obchodní bilance.

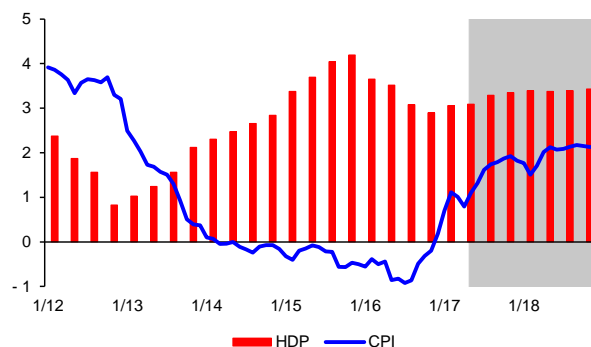
⁴ V letošním roce byly Velikonoce v dubnu, zatímco loni v březnu. V meziročním vyjádření tak příspěvek cen sezonních služeb do celkové inflace vzrostl kvůli vyšším cenám dopravy a efektu základny z 0,4 % na 0,8 %.

⁵ Čistý objem nákupů nezahrnuje reinvestice jistiny ze splatných cenných papírů.

HDP a inflace v Německu (mzr. v %)



HDP a inflace na Slovensku (mzr. v %)



	2014	2015	2016	2017	2018		2014	2015	2016	2017	2018
HDP	1,6	1,5	1,8	1,6	1,7	HDP	2,6	3,8	3,3	3,2	3,4
CPI	0,9	0,2	0,5	1,7	1,6	CPI	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	2,0

Pozn.: Šedá plocha je předpověď CF.

Meziroční **tempo růstu slovenské ekonomiky** v prvním čtvrtletí 2017 dosáhlo 3,1 %. Tohoto růstu bylo dosaženo zejména s přispěním spotřeby domácností. Příspěvek investic a spotřeby vlády byl naopak nevýznamný. V mezičtvrtletním vyjádření si ekonomika udržela vysoké tempo. Silný hospodářský vývoj se odrazil v poklesu nezaměstnanosti, která v dubnu dosáhla 7,7 % a je očekáván její další pokles. Trh práce tak bude postupně vytvářet tlak na růst mezd. Podle květnového CF by měl růst HDP za celý letošní rok dosáhnout 3,2 % a v příštím roce mírně zrychlit na 3,4 %. Stejnou hodnotu pro letošní rok předpokládá také NBS, ale pro příští rok podle ní dojde k robustnějšímu zrychlení růstu.

Spotřebitelské ceny na Slovensku vzrostly v květnu o 1,1 %. Za celý letošní rok je podle CF očekávána inflace ve výši 1,4 %, která by měla v příštím roce dále zrychlit. Stejnou rostoucí trajektorii inflace očekává také NBS.

1.3 Cena ropy

Po třech měsících relativní stability, kterou na trh přinesla dohoda zemí OPEC a dalších velkých producentů ropy z konce listopadu 2016, začaly **ceny ropy** od začátku března opět silně kolísat⁶, když na trhu zesílilo přesvědčení, že stávající 6měsíční omezení produkce nepovede k dostatečně rychlému poklesu globálních zásob ropy. Pokles zásob je brzděn zejména pokračujícím rychlým růstem břidlicové těžby v USA⁷ a rovněž oživením těžby v Libyi a Nigérii v květnu. Negativně se projevil i slabší růst poptávky v Indii v prvním pololetí 2017 v důsledku „demonetizace“ tamní ekonomiky. Tento faktor by však měl již pozvolna odeznívat. Zprávy o možném prodloužení stávající dohody producentů ropy přinesly na trh vždy jen dočasný růstový impuls.

Na zasedání 25. května země **OPEC** a Rusko prodloužily dohodu o omezení produkce až do konce března 2018. Pokud signatářské země budou i nadále dodržovat své závazky⁸, mělo by

⁶ Výkyvy jsou spojeny zejména s aktivitou spekulativních fondů. Ty začaly na začátku března postupně redukovat (s krátkými přestávkami) své rekordně vysoké čisté dlouhé pozice na futures a opce jak u Brentu, tak WTI. V polovině června se ale jejich čisté dlouhé pozice vrátily zhruba na úroveň z konce listopadu 2016 před uzavřením dohody OPEC o omezení produkce.

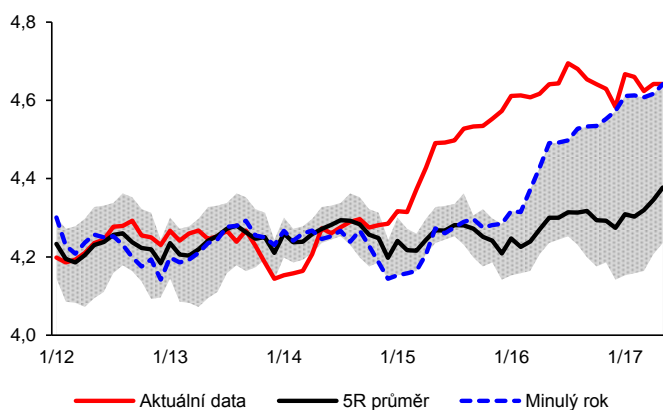
⁷ Průzkum Dallaského Fedu ukazuje, že těžba ze stávajících břidlicových vrtů je zisková již při ceně ropy mezi 24-38 USD/b (což je o cca 25 % méně, než činily předchozí odhady mezních produkčních nákladů). Investice do nových vrtů pak vyžadují cenu ropy mezi 46-55 USD/b.

⁸ Od začátku roku dodržují země OPEC své závazky v průměru na 96 % a zvyšuje se i soulad ruské produkce s příslibenou kvótou.

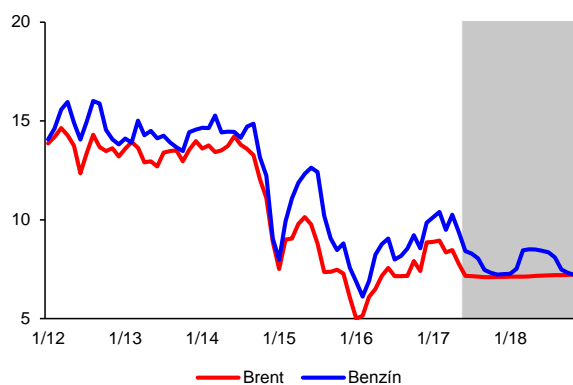
OMEZENÝ PŘÍSTUP

se pokračující omezení produkce již projevilo výraznějším poklesem globálních zásob⁹. Po zveřejnění výsledku zasedání však ceny ropy pokračovaly v poklesu, neboť někteří účastníci trhu očekávali výraznější snížení těžby nebo delší trvání stávajícího omezení. V polovině června se tak cena ropy Brent dostala na hodnotu 47 USD/b, která byla zaznamenána naposled na konci listopadu těsně před tím, než OPEC oznámil uzavření původní dohody o omezení své těžby. Pokles cen byl naopak tlumen oslabováním amerického dolaru.

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



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



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

Tržní **křivka cen futures kontraktů** k datu průzkumu červnového CF byla jen nepatrně rostoucí a implikovala průměrnou cenu ropy Brent do konce roku 2018 poblíž 50 USD/b. Referenční scénář 3.SZ přitom počítal s cenami výrazně vyššími (cca o 12 %). Předpověď červnového CF je v ročním horizontu o více než 3 USD/b nad tržní křivkou. EIA předpokládá, že v důsledku silné poptávky vzroste cena ropy Brent v letošním třetím čtvrtletí až na 54 USD/b, ale poté v dalších dvou čtvrtletích oslabí, než se opět vrátí ve zbytku příštího roku k růstu. Průměrná cena v roce 2018 by tak dle EIA měla být 56 USD/b, tedy výrazně nad tržní křivkou.

1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

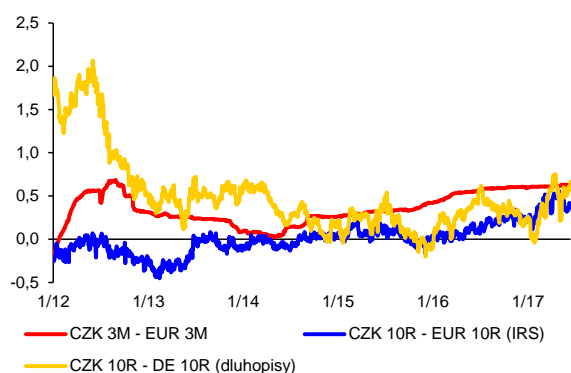
Úrokový **diferenciál mezi tříměsíčními korunovými a eurovými výnosy** již téměř rok zůstává poblíž 0,6 p.b. Dle aktuálního tržního výhledu by mělo rozpětí během následujících dvou let růst, přičemž oproti výhledu z 3.SZ bude diferenciál vyšší zejména v roce 2018. Důvodem je revize výhledu implikovaných sazeb 3M EURIBOR, kde posun z aktuálních hodnot okolo -0,33 % směrem k nule bude pozvolnější. Výhled domácích sazeb nedoznal podstatných změn.

Úrokový diferenciál mezi **výnosy českého a německého desetiletého vládního dluhopisu** se aktuálně pohybuje na stejné úrovni jako v případě 3M sazeb, tj. 0,6 p.b. Od poloviny dubna rozpětí mírně klesalo, ale po květnové korekci se ustálilo v pásmu 0,5–0,6 p.b. Na vývoji tohoto rozpětí se odrazil zejména vývoj výnosu německého vládního dluhopisu. Politická

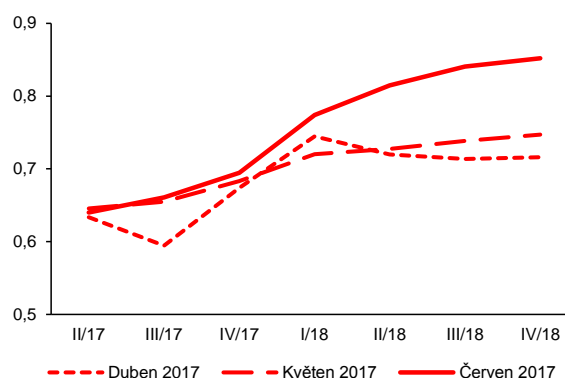
⁹ Ve druhé polovině roku se poptávka sezonně zvyšuje z důvodu letní motoristické sezóny a na podzim kvůli předzásobením před zimní topnou sezónou. Dle EIA by letos měly globální zásoby ropy a produktů klesat v průměru tempem 0,2 mil. barelů denně (nejvíce ve třetím čtvrtletí). V příštím roce by se však již měl obnovit opět jejich růst (0,1 mil. barelů denně).

nejistota, zejména pak v souvislosti s francouzskými prezidentskými volbami, přispěla k nárůstu výnosu 10letého Bundu až na 0,44 % v polovině května. Bez výraznější odezvy zůstaly nové údaje z ekonomiky, potvrzující hospodářské oživení. Měnová politika ECB od dubna změn nedoznala. Naopak výnos českého desetiletého vládního dluhopisu od dubna klesal, zejména v souvislosti s rozhodnutím banky JPMorgan přeradit české dluhopisy do indexů rozvíjejících se zemí.¹⁰

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Kurz eura vůči americkému dolaru byl podobně jako výnosy německých dluhopisů pod vlivem prezidentských voleb ve Francii. Po sérii politických kroků amerického prezidenta Trumpa (např. odvolání ředitele FBI) euro vůči dolaru dále posílilo. K silnější jednotné evropské měně přispěl také optimističtější výhled ekonomického vývoje v eurozóně, zatímco údaje z americké ekonomiky byly zejména v posledním měsíci spíše pod očekáváním. V polovině června pak dolar lehce posílil v reakci na další zpřísnění měnové politiky Fedu. Americká centrální banka zvýšila pásmo pro Fed Fund Rate na 1 až 1,25 % a zároveň zveřejnila záměr snižovat objem nakoupených cenných papírů. Červnový výhled CF očekává v ročním horizontu kurz eura na úrovni 1,1 USD/EUR.

¹⁰ Americká investiční banka JPMorgan vyřadila české státní korunové dluhopisy ze svých indexů rozvinutých trhů a zařadila je s účinností od konce dubna mezi dluhopisové indexy rozvíjejících se zemí GBI-EM, protože hrubý národní příjem Česka na hlavu v dolarovém vyjádření zůstal tři roky po sobě pod hranicí vyžadovanou pro rozvinuté trhy. Následkem tohoto rozhodnutí paradoxně vzrostla poptávka po českých dluhopisech, neboť jejich váha je v indexech rozvojových zemí větší, než tomu bylo v případě indexů rozvinutých zemí.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Dosavadní vývoj veřejných rozpočtů potvrzuje základní vyznění fiskální prognózy ze 3.SZ. V souladu s předpoklady prognózy bude působení fiskální politiky v letošním i příštím roce mírně expanzivní. V polovině června vláda schválila přípravný materiál k návrhu státního rozpočtu na rok 2018 se schodkem 50 mld. Kč.

		2015	2016	2017	2018
		3. SZ			
Saldo vládního sektoru (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,6	0,6	1,1	1,1
Upravené saldo * (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,5	0,5	1,0	1,1
Strukturální saldo (metoda ESCB) ** (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,3	0,4	0,8	0,9
Fiskální pozice (ECSB) ****	v p.b.	0,4	0,7	0,4	0,1
Strukturální saldo (metoda EK) *** (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,4	0,6	1,0	1,0
Fiskální pozice (EK) ****	v p.b.	0,2	1,0	0,4	0,0
Fiskální impulz ***** (ČNB)	v p.b.	0,8	-1,0	0,3	0,3

* upraveno o mimořádné jednorázové operace

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

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

**** měří meziroční změnu strukturálního salda

***** měří příspěvek k růstu HDP

Podle stávající prognózy se v letošním roce **přebytek vládního sektoru** zvýší na 1,1 % HDP a na této hodnotě setrvá i v příštím roce. Na výdajové straně přispěje ke zlepšení salda především pokles výdajů na dluhovou službu. Příjmová strana vládního sektoru je posilována postupným zaváděním EET, dodatečnými příjmy z loňského 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. 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 dávek, jejichž souhrnný rozpočtový dopad činí 0,3 % HDP. Na příjmové straně se dále zvýší daňové zvýhodnění na dítě a pojistné na sociální zabezpečení pro zaměstnance má klesnout podle počtu vychovávaných dětí.

Působení fiskální politiky bude letos i v příštím roce mírně expanzivní. Prognóza očekává oživení růstu vládních investic, a zejména z toho důvodu je pro tento rok předpokládán kladný fiskální impulz ve výši 0,3 procentního bodu.¹¹ 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.

Hospodaření **státního rozpočtu** ke konci května letošního roku skončilo schodkem ve výši 18,7 mld. Kč (v metodice GFS), což je ve srovnání se stejným obdobím loňského roku o 41,1 mld. Kč horší výsledek. Tento vývoj je důsledkem výrazného snížení transferu

¹¹ Pomalejší obnova růstu vládních investic v letošním roce zůstává rizikem fiskální prognózy. Prudký meziroční nárůst přidělených zakázek ve vládním sektoru, výrazné zmírnění meziročního propadu investic do budov a staveb a odeznívání poklesu stavební výroby v oblasti inženýrského stavitelství v dosavadním průběhu letošního roku nicméně potvrzují, že by vládní investice měly v letošním roce začít opět růst.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

prostředků z EU a finančních mechanismů. Hospodaření státního rozpočtu očištěné na příjmové i výdajové straně o tyto prostředky skončilo ke konci května 2017 schodkem 35,5 mld. Kč (ve stejném období loňského roku hospodařil státní rozpočet po očištění o tento vliv se schodkem 49,0 mld. Kč).

V polovině června vláda projednala a schválila přípravný materiál Ministerstva financí k **návrhu státního rozpočtu na rok 2018** a střednědobý výhled na roky 2019 a 2020. Deficit státního rozpočtu na rok 2018 je navržen ve výši 50,0 mld. Kč, ve výhledu na rok 2019 též ve výši 50,0 mld. Kč a na rok 2020 ve výši 45,0 mld. Kč (v metodice GFS).¹² Ministerstvo financí do konce června rozepíše správcům kapitol předběžné návrhy příjmů a výdajů a po zpracování podrobných rozpočtů jednotlivých kapitol předloží vládě do konce srpna kompletní návrh státního rozpočtu na rok 2018 včetně rozpočtové dokumentace.

¹² Celý sektor vládních institucí, tj. soustava veřejných rozpočtů zahrnující vedle státního rozpočtu místní rozpočty, rozpočty státních fondů a fondů sociálního zabezpečení, má v uvedených letech v souladu s dubnovou aktualizací Konvergenčního programu dosahovat mírných přebytků (v intervalu 0,3 –0,5 % HDP v metodice ESA2010).

III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Přetrvávající výrazný růst poptávky po práci vedl v prvním čtvrtletí k pokračujícímu výraznému růstu zaměstnanosti. Její dynamika se nicméně oproti závěru loňského roku mírně snížila, a vyvíjela se tak v souladu s prognózou. Dynamika počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky se naopak zvýšila a nacházela se nad prognózou. Pokračující růst zaměstnanosti vedl k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Potvrdila se teze o dočasnosti zpomalení růstu mezd v závěru loňského roku, když v prvním čtvrtletí výrazně zrychlil růst průměrné mzdy v tržních odvětvích, a to zejména ve službách. Z pohledu celkové průměrné mzdy v ekonomice to bylo jen částečně kompenzováno zpomalením růstu průměrné mzdy v netržních odvětvích a celková mzdová dynamika se tak nacházela nad prognózou. I ve druhém čtvrtletí nadále pokračuje silný růst zaměstnanosti s pozvolným poklesem obou ukazatelů nezaměstnanosti. Růst mezd v průmyslu v dubnu poměrně plošně zrychlil.

Porovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Podíl nezaměstnaných osob (s. o., v %)	5/17	4,4	4,3
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	4/17	3,4	3,3
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s. o.)	V/17	3,5	3,4
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	V/17	1,6	1,6
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	V/17	1,1	1,1
ostatní zaměstnaní	V/17	4,3	4,4
Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. změna v %)	V/17	1,3	1,7
Nominální mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	V/17	4,8	5,3
z toho: v tržních odvětvích (mzr. změna v %)	V/17	4,5	5,4
v netržních odvětvích (mzr. změna v %)	V/17	5,9	5,2
Reálná mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	V/17	2,3	2,8
z toho: v tržních odvětvích (mzr. změna v %)	V/17	2,1	2,9
v netržních odvětvích (mzr. změna v %)	V/17	3,5	2,7
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	4/17	.	8,1
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	4/17	.	4,6
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	V/17	3,3	2,8
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	V/17	.	0,4
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	V/17	.	6,3
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	V/17	0,8	2,4

I přes celkově napjatou situaci na trhu práce pokračoval výrazný růst **celkové zaměstnanosti**. Meziročně byl v prvním čtvrtletí 2017 počet zaměstnaných vyšší o 1,6 %, tedy v souladu se 3.SZ. I z hlediska struktury růstu zaměstnanosti se prognóza naplnila, když postupně zvolňující růst počtu zaměstnanců byl doprovázen výrazným zvýšením počtu podnikatelů. Podle výpočtů z individuálních dat VŠPS¹³ se zaměstnanost z hlediska věkové struktury nejvíce navýšila ve věkových skupinách 60 letých a starších osob a rovněž 45 až 60 let. Zatímco ve věkové skupině 45 až 60 let souviselo zvyšování zaměstnanosti jak s nárůstem participace, tak i poklesem nezaměstnanosti, v nejstarší věkové skupině nadále výrazně roste pracovní síla, což odráží pokračující zvyšování důchodového věku. Na růstu celkové zaměstnanosti mělo i nadále výrazný podíl zaměstnávání na kratší pracovní dobu. Dubnová data o vývoji sezonně očištěné zaměstnanosti naznačují pokračování jejího svižného meziročního růstu i ve druhém čtvrtletí letošního roku, a to v souladu se 3.SZ.

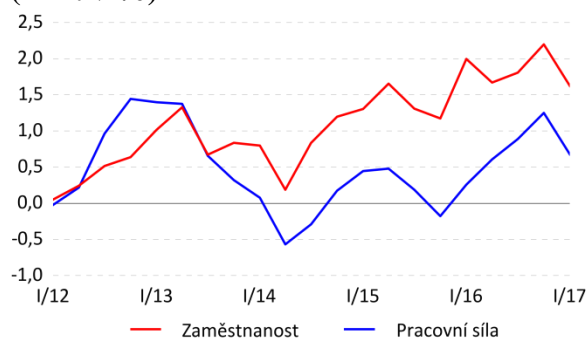
Z pohledu **jednotlivých sektorů** národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) přispěly ke zvýšení zaměstnanosti nejvýznamněji služby. Naopak v sekundárním sektoru růst zaměstnanosti dále zvolnil, což odráželo postupně se snižující nárůst počtu zaměstnaných ve

¹³ Podrobnější data z VŠPS zveřejní ČSÚ až koncem června. Výpočty byly provedeny na základě individuálních dat získaných od ČSÚ, která slouží jako primární podklad pro zpracování statistik VŠPS.

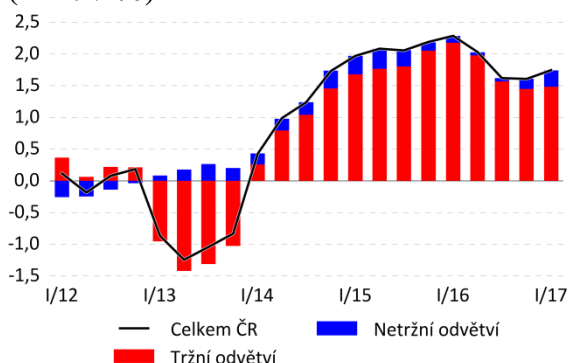
OMEZENÝ PŘÍSTUP

zpracovatelském průmyslu. Podle dubnových dat bude růst počtu zaměstnanců v průmyslu pokračovat ve druhém čtvrtletí 2017 obdobným tempem.

Zaměstnanost a pracovní síla (mzr. v %)



Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. v %)



Výrazný meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** pokračoval i v prvním čtvrtletí 2017 a oproti prognóze byl svižnější (1,7 % oproti 1,3 % ve 3.SZ). Obdobně jako v předchozích čtvrtletích se přepočtený počet zaměstnanců zvyšoval ve většině odvětví, nejvíce ve zpracovatelském průmyslu a v obchodu. Výrazný růst poptávky po práci byl kromě zvyšování počtu zaměstnanců saturován mírným navýšením průměrného úvazku na zaměstnance. Ten se meziročně zvýšil o 0,7 % a byl nad prognózou.

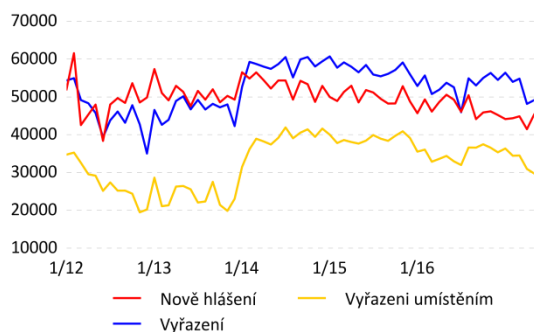
Pokles **obecné míry nezaměstnanosti** (VŠPS, dle metodiky ILO) po sezonním očištění pokračoval i v prvním čtvrtletí 2017. Obecná míra nezaměstnanosti se snížila na 3,4 % a nacházela se jen nepatrně pod prognózou ze 3.SZ. Zvyšování zaměstnanosti bylo doprovázeno nárůstem pracovní síly. K němu výrazně přispěla věková skupina 60 a více let, ve které se projevuje postupné zvyšování důchodového věku. Vzhledem k demografickému vývoji zároveň dochází k postupnému růstu celkové míry participace, která pozvolna zvyšuje svou historicky nejvyšší hodnotu. Podle dubnových dat pokračuje snižování sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti a její hodnoty se nacházejí slabě pod predikcí ze 3.SZ.

Rovněž sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** nadále klesal a v průměru za první čtvrtletí 2017 dosáhl 4,7 %. Docházelo ke snižování počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání, kde nadále převažuje vyřazení umístěním, při současně pokračujícím poklesu populace v produktivním věku. Dubnová a květnová data ukazují, že pokles sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob pokračuje i ve druhém čtvrtletí 2017, přičemž dosud publikované hodnoty se nacházejí jen nepatrně pod prognózou ze 3.SZ.

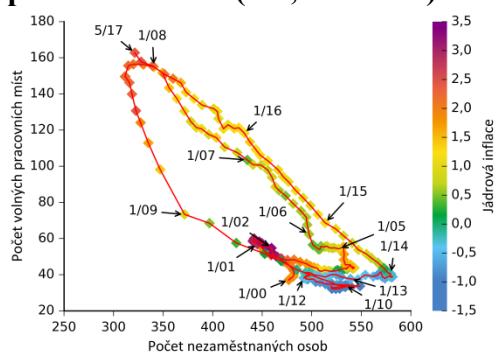
Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovalo i v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí. Pohledem **Beveridgeovy křivky** se aktuální situace na trhu práce podobá vývoji z počátku 2008, ovšem při mírně vyšším počtu volných pracovních míst. Oproti počátku roku 2008 je rovněž znatelně vyšší počet zaměstnaných osob i pracovní síla. V návaznosti na dlouhou dobu trvající solidní růst ekonomické aktivity se na meziročním poklesu počtu nezaměstnaných z více jak jedné poloviny podílela skupina dlouhodobě nezaměstnaných¹⁴.

¹⁴ Nezaměstnaní registrovaní po dobu delší jak jeden rok.

Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce

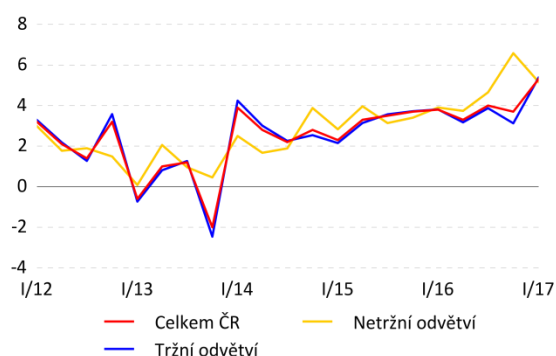


Beveridgeova křivka – počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst (s.o., v tisících)

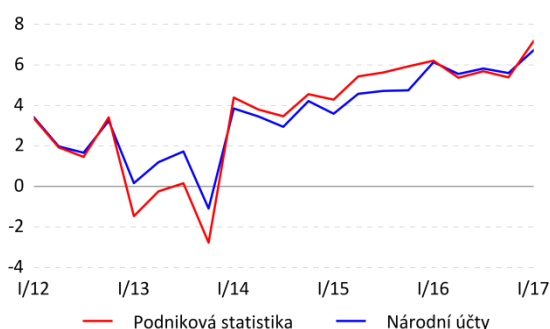


Celková průměrná mzda v prvním čtvrtletí 2017 výrazně zrychlila svůj meziroční růst, a to na 5,3 % (z 3,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016). Potvrdil se tak předpoklad ze 3.SZ o dočasnosti zpomalení dynamiky mezd v závěru roku 2016, přičemž oproti prognóze se mzdy v prvním čtvrtletí letošního roku zvýšily ještě výrazněji (o 0,5 p.b.). V reálném vyjádření se celková průměrná mzda zvýšila o 2,8 %. Téměř stejným tempem jako průměrná mzda se podle matematického modelu ČSÚ zvýšila nominální **mediánová mzda** (5,2 %). Výrazné zrychlení mezd doprovázené pokračujícím silným růstem přepočteného počtu zaměstnanců vedlo k urychlení dynamiky objemu mezd a platů slabě nad 7% hranici, a tedy znatelně nad prognózu.

Nominální mzdy (mzr. v %)



Objem mezd a platů (mzr. v %)

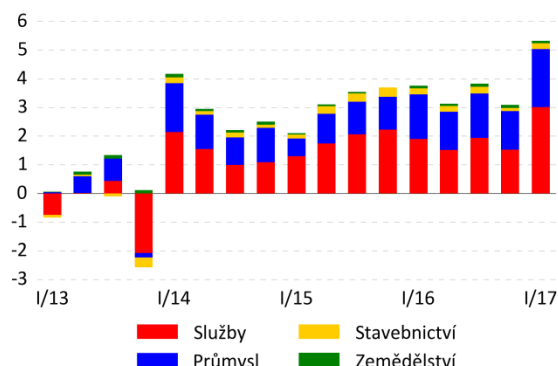


Meziroční růst **průměrné mzdy v tržních odvětvích** v prvním čtvrtletí 2017 skokově zrychlil na 5,4 %, a nacházel se tak znatelně nad prognózou ze 3.SZ, která očekávala pozvolnější zrychlování mzdové dynamiky¹⁵. Akcelerace inflace v prvním čtvrtletí tlumila růst reálné mzdy, která se zvýšila o 2,9 %. Mzdová dynamika zrychlila ve všech odvětvích s výjimkou zemědělství. Ve zpracovatelském průmyslu vzrostly mzdy meziročně o 5,6 % (v předchozím čtvrtletí o 4 %). V obchodě zrychlila mzdová dynamika ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 2,5 p.b. na 5,5 %. Nejvíce mzdy meziročně vzrostly ve skupině ubytování a stravování (o 11,8 %), kde se vzhledem k nízké úrovni mezd bude po celý letošní rok výrazně projevovat

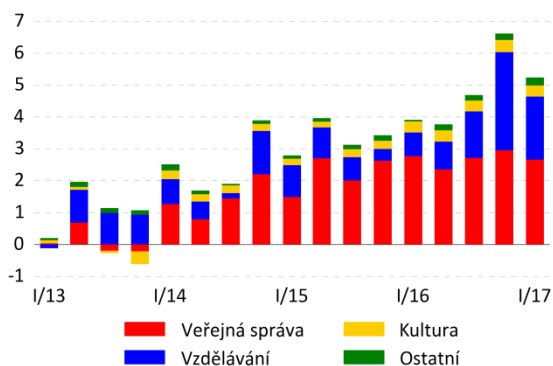
¹⁵ Data o vývoji průměrné mzdy v tržních odvětvích byla výrazně ovlivněna revizí dat ČSÚ, která posunula mzdovou trajektorii v roce 2015 směrem k vyšším hodnotám přibližně o 0,5 p.b. a v roce 2016 naopak k nižším úrovním, a to v rozsahu zhruba 0,7 p.b.

lednové zvýšení minimální mzdy¹⁶. Ke zrychlení mzdové dynamiky v prvním čtvrtletí zhruba ze dvou třetin přispěl sektor služeb. Mezičtvrtletní růst průměrné mzdy v tržních odvětvích po očištění o sezonnost a jednorázové vlivy v prvním čtvrtletí v souladu s očekáváním prognózy výrazně zrychlil (na 1,5 %). Podle dubnových dat z průmyslu meziroční nárůst mezd v tomto odvětví dále zrychlil na 8,1 %¹⁷, a to navzdory o tři dny nižšímu počtu pracovních dní.

Příspěvky odvětví k růstu průměrné mzdy v tržních odvětvích (mzr. v p.b.)



Příspěvky odvětví k růstu průměrné mzdy v netržních odvětvích (mzr. v p.b.)



V netržních odvětvích dynamika průměrné mzdy v prvním čtvrtletí 2017 naopak zpomalila na 5,2%, což bylo pod prognózou. K pomalejšímu růstu průměrné mzdy v netržních odvětvích ve srovnání s předchozím čtvrtletím nejvíce přispělo odvětví vzdělávání, kde se průměrná mzda zvýšila o 4,9 % (ve čtvrtém čtvrtletí to bylo 7,3 %). Rovněž ve veřejné správě a obraně růst mezd v prvním čtvrtletí 2017 zvolnil (na 5,5 %). Reálná průměrná mzda v netržních odvětvích se meziročně zvýšila o 2,7 %.

Růst **nominálních jednotkových mzdových nákladů** v prvním čtvrtletí 2017 mírně zvolnil na 2,8 %, což je mírně pod prognózou. Nad vyšším než predikovaným objemem mezd a platů totiž převážila oproti predikci silnější dynamika ekonomické aktivity. V jednotlivých odvětvích byl přitom vývoj NJMN poměrně různorodý. V průmyslu nominální jednotkové mzdové náklady vzrostly jen mírně (o 0,4 %). To bylo výrazně méně než v tržních i netržních službách (4,4 % resp. 5,5 %). Nejvíce se však NJMN i nadále zvyšovaly ve stavebnictví – o více než 6 % – kde byl obnovený růst objemu mezd a platů doprovázen pokračujícím propadem přidané hodnoty.

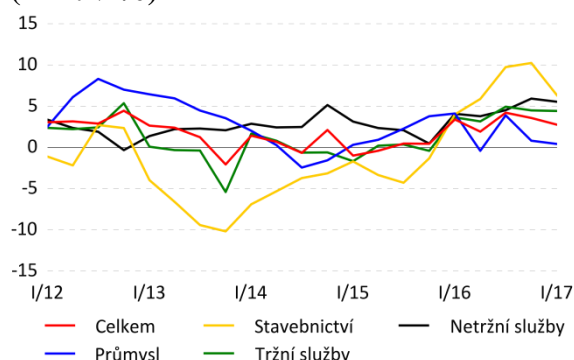
Po dvě čtvrtletí trvajícím slabém meziročním poklesu **produktivita práce na zaměstnaného** v prvním čtvrtletí letošního roku výrazně vzrostla a její dynamika byla nad prognózu. K vyšší pozorované produktivitě práce přispěl výraznější nárůst ekonomické aktivity. S výjimkou průmyslu, kde se produktivita zvýšila o 6,5 %, bylo ale zvyšování produktivity práce v ostatních sledovaných odvětvích slabé (netržní služby) či v těchto odvětvích produktivita práce poklesla (stavebnictví a tržní služby). Ve službách stálo za těmito výsledky především zvyšování zaměstnanosti, ve stavebnictví zejména pokračující pokles přidané hodnoty. **Hodinová produktivita práce** se zvyšovala ve srovnání s celkovou produktivitou mírněji (meziročně o 1,3 %). K jejímu zvýšení přitom vedl její výrazný růst v průmyslu (5,2 %), zatímco v ostatních odvětvích se hodinová produktivita práce meziročně snížila.

¹⁶ V tržních odvětvích vede zvýšení minimální mzdy ke zvýšení meziroční mzdové dynamiky zhruba o 0,3 p.b.

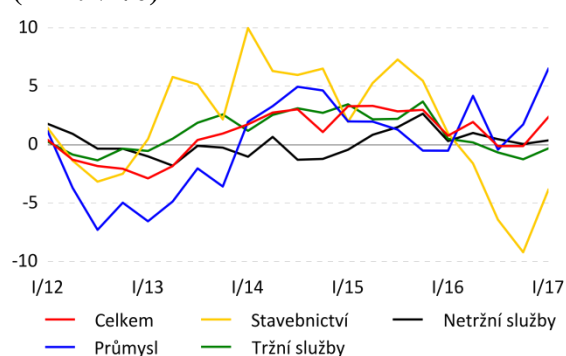
¹⁷ Podle individuálních dat byl výrazný růst mezd poměrně plošný a nejedná se tedy pouze o jednorázový vliv vyplacení výkonnostní složky odměn na základě loňských hospodářských výsledků v automobilovém průmyslu.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

NJMN v metodice ESA 2010 (mzr. v %)



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



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

2 Ekonomický růst a jeho složky

V prvním čtvrtletí 2017 meziroční tempo reálného HDP podle očekávání výrazně zrychlilo, avšak dosažená hodnota 2,9 % byla o 0,4 p.b. nad prognózou. To bylo dáno zejména mírnějším než očekávaným poklesem fixních investic i zásob a v menší míře i vyšší spotřebou vlády. To částečně kompenzoval nižší příspěvek čistého vývozu a mírně nižší růst spotřeby domácností. Také meziroční dynamika hrubé přidané hodnoty ztlačila, což bylo způsobeno zejména terciálním sektorem. Meziroční pokles přidané hodnoty ve stavebnictví se zmírnil. V dubnu přitom již dynamika stavební produkce překmitla do výrazně kladných hodnot. Průmyslová produkce si v dubnu udržela ztlačilý meziroční růst, a to zejména v automobilovém průmyslu a na ně navazujících odvětvích. Také tržby v maloobchodě pokračovaly v solidní růstové dynamice.

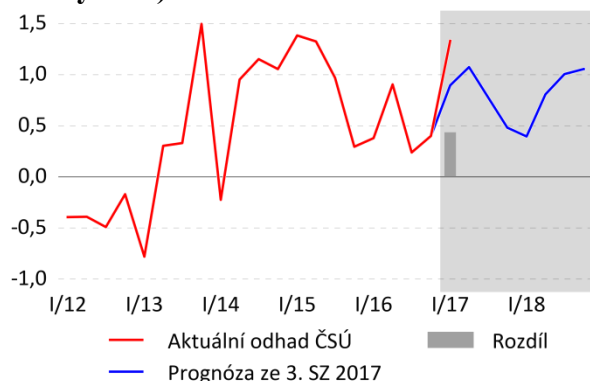
Ukazatel (s.c., sezonně oč., mzr. změny v %)	Období	Predikce ze 3. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	I/2017	2,5	2,9
Spotřeba domácností	I/2017	3,1	2,8
Spotřeba vládních institucí	I/2017	1,7	2,4
Hrubá tvorba kapitálu	I/2017	-3,9	-1,4
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	I/2017	-2,1	-0,6
Zásoby vč. cenností (přísp. k mzr. růstu HDP v p.b.)	I/2017	-0,5	-0,2
Vývoz zboží a služeb	I/2017	2,6	5,4
Dovoz zboží a služeb	I/2017	0,4	3,9
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mzr. růstu HDP v p.b.)	I/2017	1,8	1,5
Průmyslová výroba	04/17	.	5,8
Stavební výroba	04/17	.	7,9
Tržby v maloobchodě bez motor. segmentu	04/17	.	4,8

Meziroční růst sezonně očištěného HDP v prvním čtvrtletí 2017 skokově zrychlil na 2,9 % (oproti 1,9 % v závěru loňského roku). V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 1,3 %. V porovnání s prognózou tak byl pozorovaný růst o 0,4 p.b. silnější, což bylo způsobeno zejména mírnějším poklesem fixních investic a zásob i vyšším růstem spotřeby vlády. To jen částečně kompenzovaly nižší příspěvky čistého vývozu a spotřeby domácností.

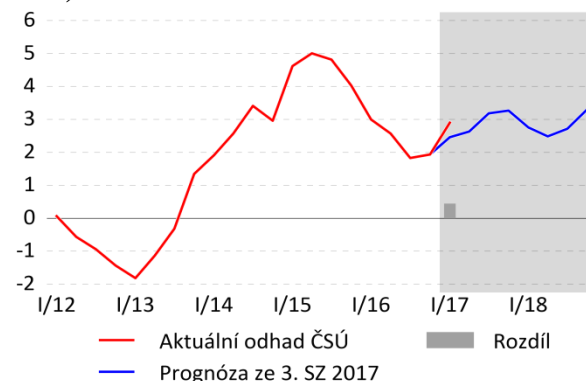
Také meziroční dynamika **hrubé přidané hodnoty** vzrostla v obdobné míře (na 2,5 % z 1,6 % v předchozím čtvrtletí). Na růstu hrubé přidané hodnoty se i nadále v největší míře podílel zpracovatelský průmysl, zrychlení její meziroční dynamiky však bylo taženo zejména svižnějším nárůstem přidané hodnoty v terciálním sektoru. Meziroční pokles opětovně zaznamenalo stavebnictví, jeho záporný příspěvek k růstu HPH se však zmírnil.

Daně z produktů meziročně vzrostly o 4,9 %. Jejich dynamika tak nadále odráží vyšší výběr daně z přidané hodnoty a daní z tabákových výrobků.

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



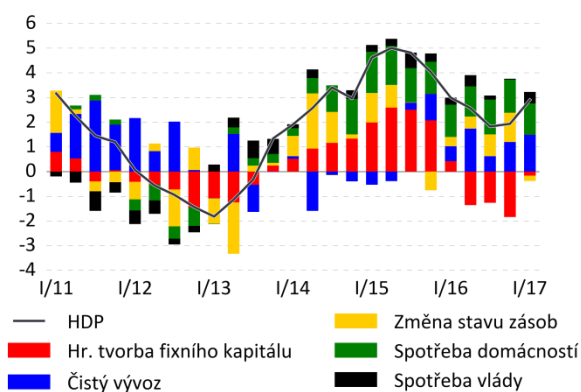
Růst HDP (s.c., sez. oč., meziroční změny v %)



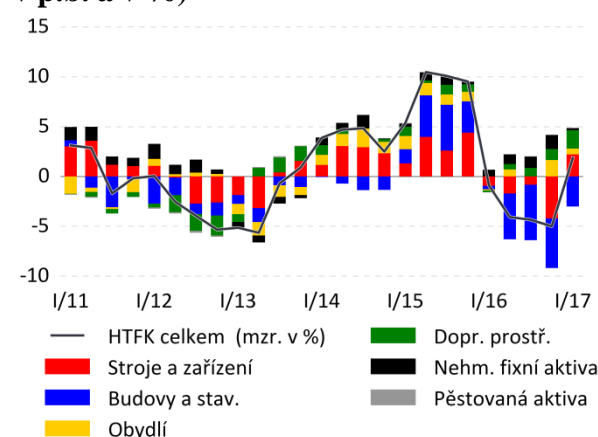
Meziroční dynamika sezonně očištěné **spotřeby domácností** v úvodu letošního roku nepatrně zpomalila, avšak i nadále se nachází poblíž 3% úrovně. Pozorovaný růst spotřeby domácností tak mírně zaostal za prognózou. Růst reálné spotřeby domácností byl z pohledu věcného členění opětovně tažen všemi jejími složkami, nejvíce přispěla krátkodobá spotřeba a výdaje za služby. Dynamika nominální spotřeby domácností přitom znatelně zrychlila, v souladu s pozorovaným růstem nominálního objemu mezd a platů. Výrazně vyšší meziroční růst ve srovnání s předchozím čtvrtletím ale zaznamenal i deflátor spotřeby domácností (2,8 %).

O poznání vyšší meziroční růst, než očekávala prognóza ze 3.SZ, zaznamenala **reálná spotřeba vlády**. Výrazněji rostla nominální spotřeba (o 5,5 %), když k jejímu zvýšení výrazně přispívaly náhrady zaměstnanců a mezispotřeba. Rychleji oproti prognóze rostl podobně jako deflátor spotřeby domácností i deflátor spotřeby vlády.

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



Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k mzr. růstu (sezonně neočištěno, v p.b. a v %)

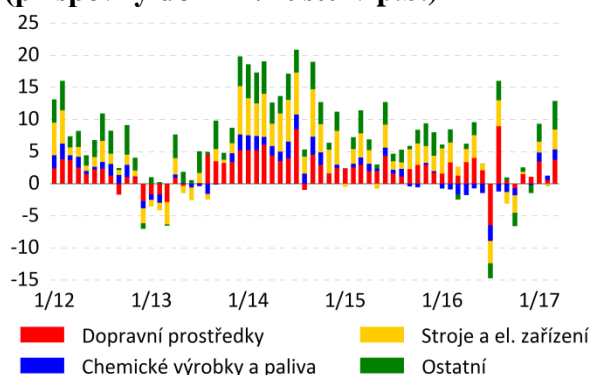


Hrubá tvorba kapitálu v prvním čtvrtletí letošního roku zmírnila svůj meziroční pokles. To bylo způsobeno téměř plným odezněním předchozího poklesu fixních investic. Příspěvek tvorby zásob naopak přešel do záporných hodnot. Očekávání prognózy o oživení investiční aktivity v letošním roce se tak naplňují, pozorovaná investiční aktivita byla přitom ještě vyšší, než odhad aktuální prognózy.

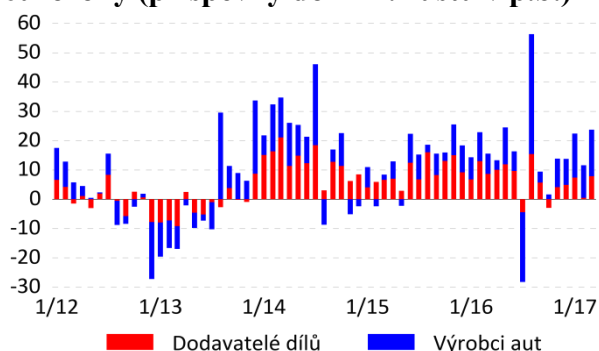
Výrazné zmírnění poklesu **fixních investic** bylo přitom způsobeno jak odezníváním záporného příspěvku investic veřejného sektoru (investice do budov a staveb) ovlivňovaných podle očekávání pozvolným obnovováním čerpání fondů EU, tak výraznějším zrychlením růstu soukromých investic do strojů, zařízení a dopravních prostředků. Nadále přitom rostly investice do obydlí.

Meziroční růst **vývozu zboží a služeb** v úvodu letošního roku skokově zrychlil (na 5,4 % z 2,6 % ve čtvrtém čtvrtletí). Potvrzuje se tak předpoklad prognózy o dočasnosti nižšího růstu vývozu zboží v důsledku nižších prodejů aut v západní Evropě a některých dalších jednorázových vlivů v průmyslové produkci ve druhé polovině loňského roku. Růst vývozu tažený převážně automobilovým, elektrotechnickým a strojírenským průmyslem byl však ještě znatelně vyšší, než čekala prognóza ze 3.SZ.

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



Tržby autoprámyslu z vývozu do zemí eurozóny (příspěvky do mzr. růstu v p.b.)

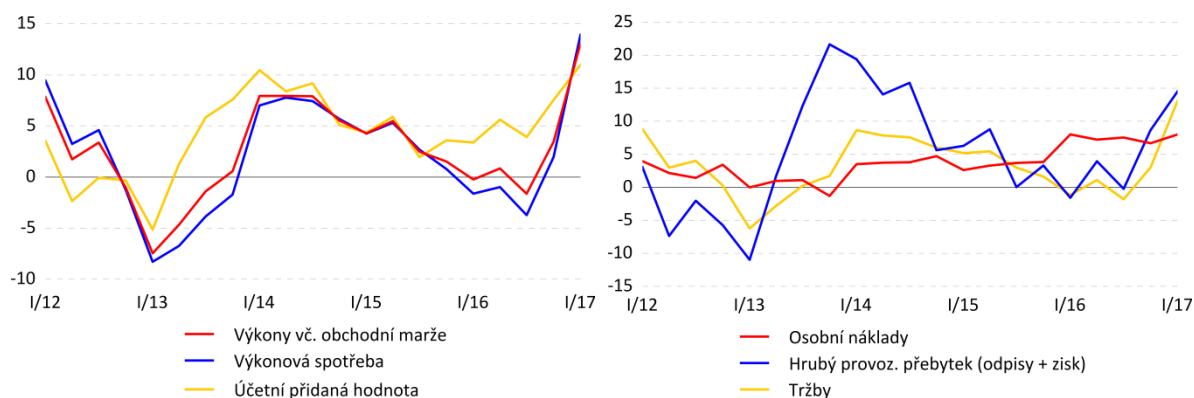


V návaznosti na výrazný růst dovozně náročných exportů byl obdobný vývoj pozorován také u **dovozu zboží a služeb**. Jeho odchylka od prognózy však byla ještě větší než u vývozu. To bylo způsobeno vyššími než očekávanými investicemi, a to pravděpodobně zejména soukromými. To se odrazilo na nižším příspěvku čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP (o 0,3 p.b.).

Hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci bylo v prvním čtvrtletí 2017 ve znamení výrazného meziročního růstu výkonů (o 13,1 %). K němu došlo ve většině odvětví, přičemž nejvýraznější příspěvek k nárůstu výkonů vykázal zpracovatelský průmysl a v menší míře i odvětví obchodu a služeb. S růstem výkonů zrychlila v obdobné míře i dynamika výkonové spotřeby. Na ní současně působil i nárůst cen energetických komodit, materiálová náročnost výkonů tak vzrostla. Dosud výrazný růst mzdových nákladů nefinančních podniků mírně zrychlil (7,6 %), avšak zaostal za růstem výkonů. Zrychlení ekonomické aktivity při jen mírném zrychlení dynamiky osobních nákladů se projevilo v nárůstu hrubého provozního přebytku (o 14,5 %), výrazně se zvýšil i růst hrubé přidané hodnoty (o 11 %).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

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



Průmyslová produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) vzrostla v prvním čtvrtletí 2017 o 4,9 %. Meziroční růst průmyslové produkce tak postupně zrychluje, a to v souladu s rostoucí poptávkou jak z tuzemska, tak ze zahraničí. K výraznějšímu zrychlení růstu produkce došlo ve zpracovatelském průmyslu, především v průmyslu automobilovém, chemickém, hutním a elektrotechnickém. Produkce již meziročně roste také v odvětví energetiky. Vliv loňských výrobních odstávek na produkci ve vybraných sektorech české ekonomiky již odezněl. Naopak v odvětví těžby a dobývání produkce i nadále klesá. Podle posledních dostupných indikátorů za měsíc duben růst průmyslové produkce dále zrychlil na 5,8 %. Hodnota nových zakázek, která v prvním čtvrtletí vzrostla o 9,9 %, se sice v dubnu snížila o 3,2 %, v letošním dubnu však bylo oproti loňskému roku o tři pracovní dny méně.

Stavební produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) v prvním čtvrtletí 2017 poklesla meziročně o 1,6 %. Vývoj v jednotlivých oblastech stavební činnosti byl však diferencovaný. Zatímco produkce pozemního stavitelství pokračovala v růstu započatém ve druhé polovině loňského roku, produkce inženýrského stavitelství i nadále klesala. Stále se tak projevuje vliv jen pozvolného náběhu čerpání fondů EU z nové finanční perspektivy. Počet nově vydaných stavebních povolení ale vzrostl v prvním čtvrtletí 2017 o 8,2 %, spolu se značným nárůstem hodnoty těchto povolení o 41,5 %. V dubnu stavební produkce vzrostla o 7,9 %, když zrychlil růst produkce pozemního stavitelství. Produkce v inženýrském stavitelství nadále klesala, její pokles však zpomalil.

Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (ve stálých cenách, sezonně očištěné) vzrostly v prvním čtvrtletí 2017 o 5,6 %. Oproti čtvrtému čtvrtletí 2016 meziroční růst tržeb mírně zrychlil především s přispěním maloobchodu bez motoristického segmentu. Největší příspěvek v tomto ohledu měly tržby za prodej nepotravinářského zboží. Meziroční růst tržeb v maloobchodě v dubnu byl jen lehce nižší (4,8 %). Ke zpomalení růstu tržeb přitom došlo především v motoristickém segmentu. Tržby v nemotoristickém segmentu dosahovaly i nadále růstu kolem 5 %. Výsledky dubnových maloobchodních prodejů tak stále naznačují udržení tempa soukromé spotřeby i pro druhé čtvrtletí.

Důvěra v domácí ekonomiku v prvním čtvrtletí 2017 sice mírně poklesla, i nadále však zůstává vysoká. K mírnému poklesu důvěry došlo jak u spotřebitelů, tak také u podnikatelů. V podnikatelském sektoru poklesla důvěra především v průmyslu a obchodu. Naproti tomu ve stavebnictví a službách důvěra vzrostla. Podle posledních dostupných údajů za měsíce duben a květen setrvává důvěra spotřebitelů i podnikatelů na obdobných hodnotách jako v prvním čtvrtletí 2017.

3 Platební bilance

Běžný účet platební bilance dosáhl v prvním čtvrtletí 2017 ve shodě s predikcí vysokého přebytku, blížíciho se 100 mld. Kč. V souladu s predikcí skončil – téměř jako vyrovnaný – také kapitálový účet. V rámci finančního účtu byl především patrný výrazně vyšší než předpokládaný čistý příliv portfoliových investic, související s výraznými nákupy vládních dluhopisů nerezidenty v tomto čtvrtletí.

v mld. Kč	1. čtvrtletí 2017		II./2016 - I./2017
	predikce ze 3.SZ	skutečnost	skutečnost
běžný účet	93,0	94,5	37,3
kapitálový účet	0,0	0,9	35,9
finanční účet	-	39,8	26,3

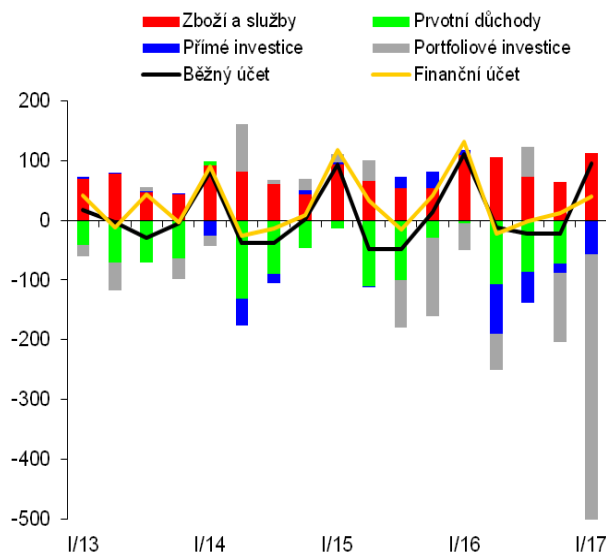
V prvním čtvrtletí 2017 dosáhl **běžný účet** platební bilance v důsledku sezonního vlivu spojeného s obvyklou velmi nízkou úrovní výplat dividend z přímých investic nerezidentům vysokého **přebytku 94,5 mld. Kč**, který se však meziročně o více než 15 mld. Kč zmínil. Pokles celkového přebytku byl důsledkem výrazného poklesu příjmů z rozpočtu EU v rámci druhotných důchodů, zatímco salda ostatních tří bilancí se meziročně mírně zlepšila. Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP dosáhl 0,8 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se o 0,3 procentního bodu snížil (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil 1,5 %).

Pro vývoj běžného účtu byl v prvním čtvrtletí určující přebytek **bilance zboží a služeb** (111,8 mld. Kč), který se šesté čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval, i když tentokrát jen o 3,6 mld. Kč. Růst přebytku výkonové bilance byl v tomto čtvrtletí spojen hlavně s růstem přebytku bilance služeb, zatímco přebytek bilance zboží prakticky stagnoval. Směrem k růstu aktiva **zboží** výrazně působil vývoj v reálném vyjádření. Jeho dopad byl však téměř zcela eliminován cenovým vlivem, spojeným se zápornou meziroční změnou směnných relací. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční vývoj celkového přebytku nejvíce ovlivněn prohloubením schodku ve skupině nerostných paliv, působícím směrem k poklesu celkového přebytku. Přestože se meziroční růstová dynamika efektivní zahraniční poptávky ve srovnání s předchozím čtvrtletím nezměnila, vývoz zboží meziročně vzrostl o 8 % (po dvou letech znatelně nižší dynamiky). Růst dovozu byl ještě o něco vyšší (8,9 %) a byl významně ovlivněn růstem cen paliv, zrychlením růstu celkové domácí poptávky a patrným zrychlením růstu vývozu.¹⁸ Ke zvýšení aktiva výkonové bilance přispěl meziroční růst přebytku **služeb** ve výši 3,5 mld. Kč. Při dvojciferném růstu celkových příjmů i výdajů souvisel především se zvýšením přebytku dílčí bilance dopravy v důsledku rychlejšího růstu jejich příjmů než výdajů.

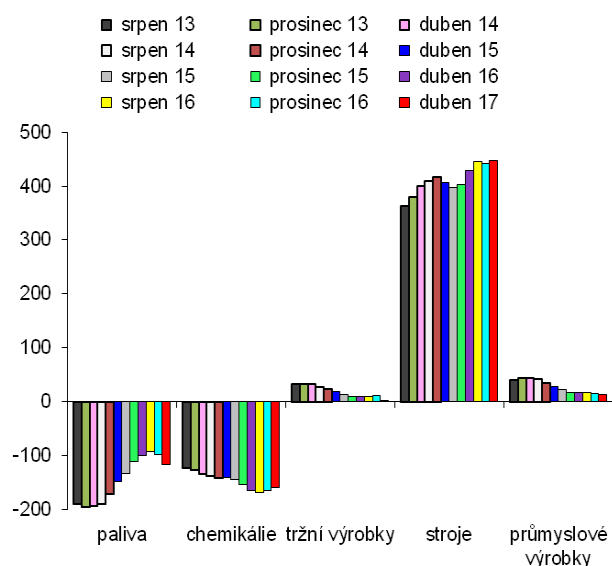
Prvotní důchody dosáhly v prvním čtvrtletí jen malého schodku 2,3 mld. Kč, který se meziročně o necelé 3 mld. Kč zmínil. Nejvýznamnější složku celkové bilance nadále představoval schodek důchodů z přímých investic (-37,8 mld. Kč), který však byl v tomto čtvrtletí významně korigován přebytky ostatních dílčích bilancí, především přebytkem ostatních prvotních důchodů, zahrnujících čisté příjmy z rozpočtu EU. Schodkem ve výši 15 mld. Kč skončily také **druhotné důchody**. Pokles jejich bilance o téměř 22 mld. Kč souvisel hlavně s meziročně nižším čerpáním prostředků z rozpočtu EU. Naproti tomu **kapitálový účet** skončil malým přebytkem 0,9 mld. Kč. Jeho meziroční snížení o téměř 18 mld. Kč bylo rovněž důsledkem absence čerpání zdrojů z rozpočtu EU.

¹⁸ Z pohledu dovozu zboží podle převažujícího směru užití meziročně rychle rostl pouze dovoz pro mezispotřebu, zatímco u dovozu pro konečnou spotřebu a dovozu pro investice byl zaznamenán pouze mírný růst.

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



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



Finanční účet zaznamenal v prvním čtvrtletí čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 39,8 mld. Kč, související s velmi rychlým růstem rezervních aktiv. Ten byl protipoložkou výrazného přílivu portfoliových a ostatních investic. Ve své struktuře byl finanční účet extrémně ovlivněn očekáváním nerezidentů ohledně brzkého ukončení kurzového závazku ČNB a následného posílení kurzu koruny. Tímto očekáváním mohl být částečně poznamenán i vývoj **přímých investic**, které skončily čtvrté čtvrtletí v řadě čistým přílivem, tentokrát ve výši 54 mld. Kč. Příliv zahraničních investic do ČR přesáhl 59 mld. Kč a poněkud souvisel s odhadovanou úrovní reinvestic zisku (téměř 39 mld. Kč). Příliv byl zaznamenán i u akcií a ostatních účastí a v dluhových nástrojích, nemusel však bezprostředně souviset s reálnými investičními aktivitami. Růst českých investic v zahraničí byl celkově jen mírný.

Portfoliové investice zaznamenaly v prvním čtvrtletí podobně jako v předchozím čtvrtletí čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, které dosáhly historicky nejvyšší čtvrtletní úrovně 445,6 mld. Kč. Nejvýznamnější operace představovaly v souvislosti s očekávaným budoucím posílením koruny nákupy tuzemských dlouhodobých vládních dluhopisů nerezidenty. K růstu nákupu tuzemských dluhových cenných papírů přispěla i účetní optimalizace struktury bilancí tuzemských bank, která byla plně kompenzována poklesem pasiv v rámci ostatních investic. Také meziroční zvýšení čistého přílivu portfoliových investic přes 400 mld. Kč bylo ovlivněno hlavně nákupem tuzemských dluhových cenných papírů. Celkově přesáhl příliv pasivních dluhových portfoliových investic 437 mld. Kč. Vývoj v ostatních položkách tak byl podstatně méně významný.

Rovněž u **ostatních investic** byly vykázány vysoké čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, ve výši 581,5 mld. Kč, ovlivněné očekáváním ukončení kurzového závazku ČNB. Celkové čisté výpůjčky byly důsledkem čistého přílivu do bankovního sektoru včetně ČNB (převyšujícího 615 mld. Kč), který byl spojen především s růstem krátkodobých vkladů u tuzemských bank (o více než 565 mld. Kč). Čisté výpůjčky bankovního sektoru byly jen mírně korigovány čistým odlivem zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru, zejména v souvislosti s růstem krátkodobých obchodních úvěrů poskytnutých nerezidentům. **Rezervní aktiva** se v prvním čtvrtletí v souvislosti s devizovými intervencemi zvýšila o 1,1 bil. Kč.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

Celková meziroční inflace v dubnu nejprve zpomalila zpět na cíl, v květnu pak opět zrychlila do horní poloviny tolerančního pásma. Prognóza ze 3.SZ výkyv v meziroční inflaci očekávala, v dubnu i v květnu se však skutečnost nacházela lehce pod prognózou. K nejvýraznější odchylce oproti prognóze došlo u pomaleji rostoucích cen potravin. Naopak jádrová inflace byla v obou měsících mírně vyšší. Dovozní ceny a ceny průmyslových výrobců na počátku druhého čtvrtletí dále mírně zpomalily svůj růst a jejich dynamika se nacházela slabě pod prognózou. Naproti tomu ceny zemědělských výrobců ve srovnání s prognózou výrazněji zrychlily. Rizika krátkodobé prognózy inflace jsou zhruba vyrovnaná. Směrem dolů je rizikem nižší aktuální cena ropy a její výhled i meziměsíční pokles cen potravin z červnových týdenních šetření ČSÚ, proinflačně naopak působí rychleji rostoucí ceny zemědělských komodit.

4.1 Spotřebitelské ceny

květen 2017	meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace*)
	predikce 3.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	2.6	2.4	-0.15
Regulované ceny	0.3	0.2	-0.01
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	-0.03	-0.03	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	-0.06	-0.06	0.00
Očištěno o změny nepřímých daní:			
Ceny potravin, nápoje, tabák	3.7	3.2	-0.14
Jádrová inflace	2.4	2.5	0.06
Ceny pohonných hmot	9.5	7.9	-0.05
Měnověpolitická inflace	2.7	2.5	

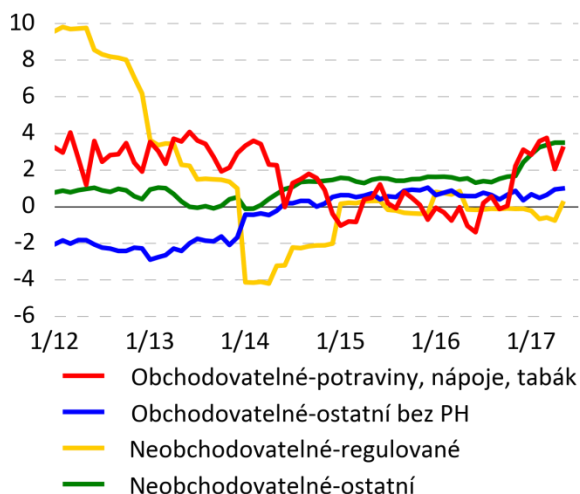
*) Odchylky jsou vypočítány z dat spotřebního koše ČSÚ a v případě celkové inflace se mohou mírně lišit od zaokrouhlených čísel ČSÚ.

Celková meziroční inflace nejprve v dubnu klesla na 2,0 %, v květnu se však opět zvýšila na 2,4 %. Prognóza ze 3.SZ tyto výkyvy v cenové dynamice očekávala, skutečná inflace v dubnu i v květnu však byla oproti prognóze o 0,2 p.b. nižší. Rozhodující podíl na tom měly ceny potravin, jejichž dynamika se v dubnu snížila téměř na polovinu a i v květnu přes své zrychlení zůstala pod prognózou. K mírně záporné odchylce došlo rovněž u cen pohonných hmot, které v květnu rostly o 1,6 p.b. pomaleji oproti predikci. Naopak jádrová inflace byla v obou sledovaných měsících nepatrně vyšší. Prognóza dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen se téměř naplnila.

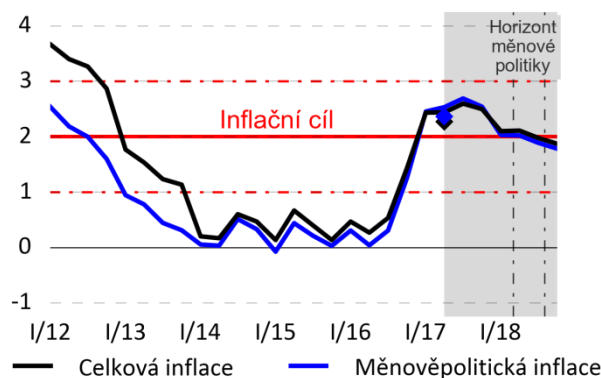
Regulované ceny poklesly v dubnu o 0,8 % meziročně, v květnu se jejich dlouhodobý pokles podle očekávání zastavil a regulované ceny vzrostly o 0,2 %¹⁹. V obou měsících byl skutečný růst regulovaných cen o 0,1 p.b. nižší ve srovnání s prognózou ze 3.SZ. Tato zanedbatelná odchylka je dána rychlejším poklesem cen tepla a výrazně nižším růstem stočného. Záporná odchylka těchto dvou částí regulovaných cen přitom byla do značné míry kompenzována vyššími cenami ve zdravotnictví, v dopravě a výraznějším růstem vodného. Rovněž ceny plynu pro domácnosti byly nepatrně nad prognózou. U zbylých složek regulovaných cen došlo zhruba k naplnění prognózy, včetně cen elektřiny pro domácnosti. Výhled regulovaných cen se tak oproti předpokladům prognózy ze 3.SZ mění jen v malé míře. V letošním roce bude jejich růst mírně nižší, v příštím roce naopak mírně vyšší.

¹⁹ Tato změna dynamiky regulovaných cen byla dána vlivem srovnávací základny, kdy v květnu loňského roku došlo k prudkému poklesu cen plynu pro domácnosti.

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

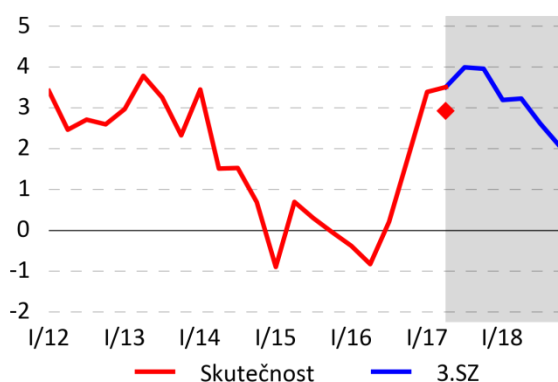


Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)

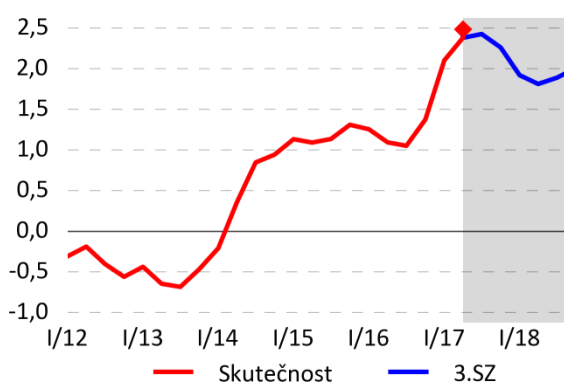


Příspěvek **primárních dopadů změn nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v dubnu i květnu shodně -0,1 procentního bodu. Tento vliv byl dán na jednu stranu harmonizačním zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky z ledna letošního roku s celkovým dopadem ve výši 0,07 p.b. Od počátku prosince 2016 naproti tomu došlo ke změně nepřímých daní vlivem snížení DPH ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu pro restaurace a jiná stravovací zařízení. Primární dopad této změny DPH do celkové inflace je odhadován na -0,15 p.b. Od března letošního roku také došlo ke snížení DPH pro noviny a časopisy z 15 % na 10 % s primárním efektem -0,02 p.b. do celkové inflace. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní se tak oproti 3.SZ nemění.

Ceny potravin (mzr. v %)



Jádrová inflace (mzr. v %)

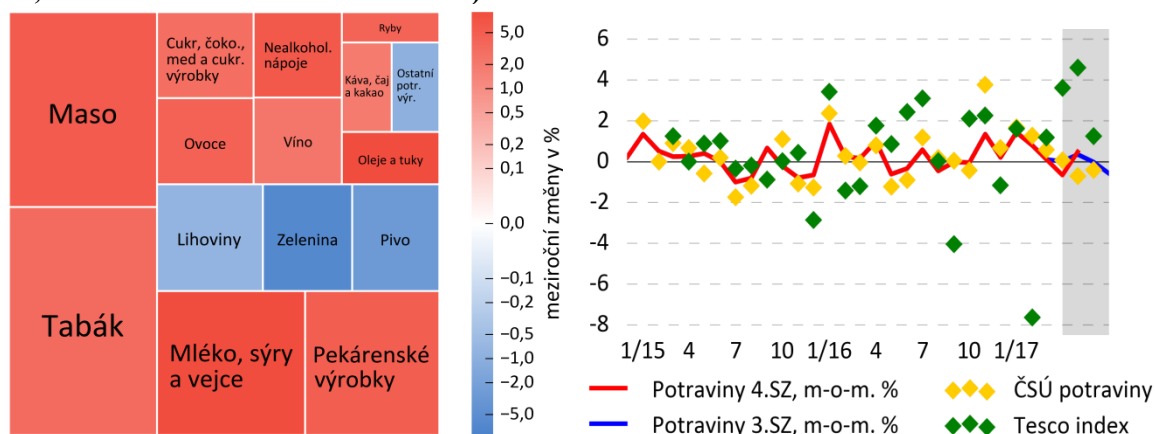


Jádrová inflace dále postupně slabě zrychlovala a v květnu dosáhla 2,5 %. Nacházela se tak o 0,1 p.b. nad prognózou ze 3.SZ. V jejím rámci přitom rychleji rostly ceny neobchodovatelných statků (o 3,5 % v květnu, stejně jako v dubnu). Výraznou měrou se na růstu těchto cen podílely rychle se zvyšující ceny v restauracích a kavárnách (meziročně o 8,0 %). Jejich výrazný růst započal v prosinci po zavedení EET, v posledních dvou měsících je však zvyšování jejich dynamiky už jen mírné. Další položkou, která se výrazně podílí na růstu neobchodovatelných cen, je imputované nájemné. Jeho dynamika v posledních měsících kontinuálně roste a v květnu dosáhla téměř 4 %. Rostly však i ceny kulturních služeb, čistého nájemného, rekreačních a sportovních služeb a ubytování. Ceny obchodovatelných statků bez

potravin a pohonných hmot po slabém meziročním růstu v prvním čtvrtletí v dubnu i květnu postupně zrychlily až na 1,0 %. V této skupině cen rostly rychleji zejména ceny bytového vybavení a dopravních prostředků.

Ceny potravin po rychlém meziročním růstu v prvním čtvrtletí prudce zpomalily v dubnu svoji dynamiku až na 2,0 %. V květnu se pak jejich růst opět zvýšil na 3,2 %. Prognóza ze 3.SZ dubnové zpomalení očekávala, avšak v menším rozsahu. Ve skupině potravin došlo k dalšímu zrychlování cen pečiva, masa, mléka, olejů a tuků i ovoce. Naopak klesaly ceny alkoholických nápojů a zeleniny. Ceny zemědělských výrobců od března postupně zrychlují meziroční růst, který je ve srovnání s prognózou vyšší. Naproti tomu data z týdenních šetření ČSÚ indikují na červen meziměsíční pokles cen potravin. Rizika prognózy cen potravin nad rámec již pozorovaných dat proto hodnotíme pro nejbližší měsíce jako zhruba vyrovnaná.

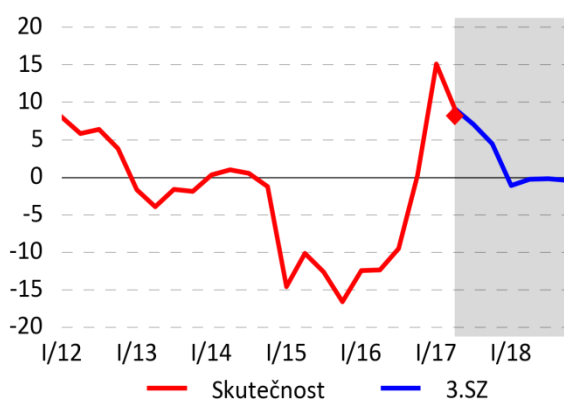
Struktura růstu cen potravin – květen **Předstihové indikátory (mzm. v %)**
(obsah dlaždice – relativní váha ve spotř. koši, barva dlaždice – mzm. růst v %)



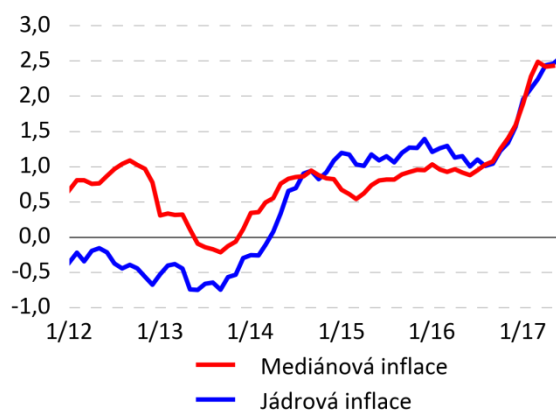
Ceny pohonných hmot po rychlém meziročním růstu v prvním čtvrtletí v průběhu druhého čtvrtletí zpomalovaly svou dynamiku, a to na 7,9 % v květnu. To odrazilo rychlé odeznívání vysokých meziročních růstů cen ropy Brent na světových trzích na počátku letošního roku. Prognóza ze 3.SZ tento vývoj očekávala a došlo téměř k jejímu naplnění, když květnová dynamika pohonných hmot byla jen mírně pod prognózou. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump²⁰ se ceny benzínu a nafty v průběhu května a na počátku června dále postupně snižovaly. Vzhledem k nižším cenám ropy Brent a benzínů v aktuálním výhledu CF při souběžně působícím silnějším výhledu kurzu eura vůči dolaru míří riziko krátkodobé prognózy cen pohonných hmot slabě protiinflačním směrem.

²⁰ Pro účely krátkodobé prognózy cen pohonných hmot jsou sledována data na denní frekvenci z portálu platebních karet CCS (www.ccs.cz) a jsou doplňována o týdenní šetření pohonných hmot ČSÚ. Průměrná měsíční hodnota těchto údajů je velmi dobrým předstihovým indikátorem pro oficiální data ČSÚ o cenách pohonných hmot, která přicházejí s více než týdenním odstupem po konci kalendářního měsíce.

Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



Další ukazatele inflace (mzr. v %)



Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace v březnu kulminoval na osmiletém maximu na úrovni 2,5 %, v dubnu a květnu pak tento ukazatel lehce zvolnil na 2,4 %. Meziměsíční sezonně očištěná mediánová inflace v analizovaném vyjádření se ve srovnání s hodnotami prvního čtvrtletí v dubnu i květnu prudce snížila na méně než poloviční úroveň a dosáhla pouze 1,7 % resp. 1,9 %.

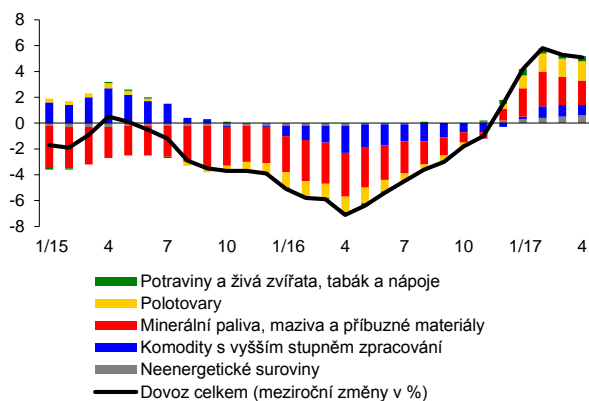
4.2 Ostatní cenové okruhy

Dynamika **dovozních cen** se v posledních měsících pozvolna zmírňovala, a to až na 5,1 % v dubnu, a nacházela se tak o 0,6 p.b. pod prognózou. Meziroční zvýšení dovozních cen bylo taženo cenovým nárůstem ve všech sledovaných kategoriích, zejména v případě minerálních paliv (o 28,5 %), jejichž růst však oproti počátku letošního roku zpomalil. Nadále výrazně rostly ceny u neenergetických surovin, polotovarů, chemikálií a potravin.

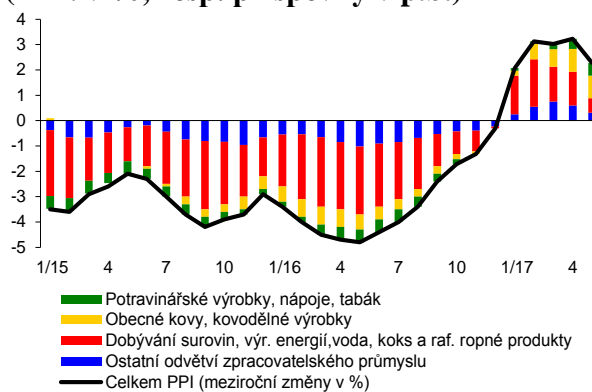
Ceny průmyslových výrobců pokračovaly ve druhém čtvrtletí letošního roku v meziročním růstu, který v květnu zpomalil na 2,3 %, což bylo mírně pod prognózou. Nejvýznamněji k růstu výrobních cen nadále přispíval zpracovatelský průmysl, kde se výrobní ceny v květnu meziročně zvýšily o 2,8 %. Ceny rostly ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu, přičemž nejvýznamněji přispívalo odvětví zpracování kovů a potravinářský průmysl. Naproti tomu pokračoval pokles cen ve váhově nejvýznamnějším odvětví dopravních prostředků (-1,7 %). V květnu v návaznosti na nižší růst cen uhlí na světových trzích zpomalil růst cen v odvětví těžby a dobývání (na 4,3 %).

OMEZENÝ PŘÍSTUP

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

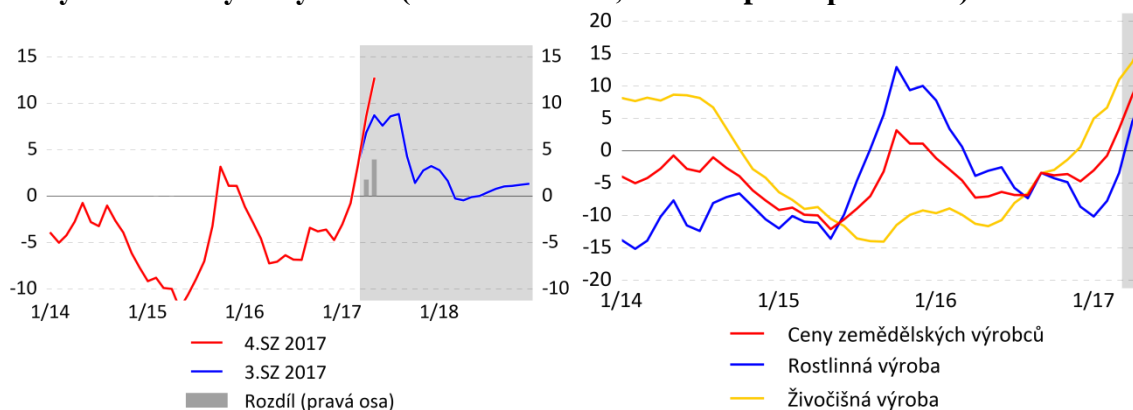


Ceny průmyslových výrobců
(mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Meziroční růst **cen zemědělských výrobců** v průběhu druhého čtvrtletí zrychloval oproti prognóze výrazněji, když v květnu dosáhl 12,6 %. V jejich rámci nadále zrychloval růst cen v živočišné výrobě (18 %), a to zejména vlivem rostoucích cen jatečných prasat a mléka. V rostlinné výrobě se po ročním poklesu obnovil cenový růst (v květnu dosáhl 8,4 %), když zrychlila dynamika cen především u obilovin a ovoce. Výhled cen zemědělských komodit ve světě i nadále ukazuje na jejich mírný růst zhruba v souladu s předpoklady ze 3.SZ, proto jsou rizika prognózy cen zemědělských výrobců nad rámec dosavadní odchylky zhruba neutrální.

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

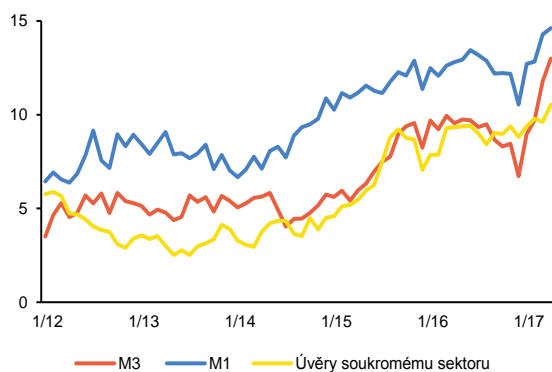


5 Peníze a úvěry

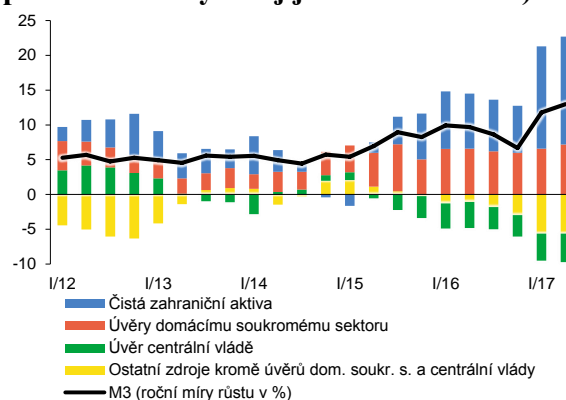
Růst peněžního agregátu M3 v dubnu dále výrazně zrychlil především vlivem specifických tržních podmínek v souvislosti s ukončením kurzového závazku. V prostředí nízkých úrokových sazeb a solidního hospodářského růstu se přitom ve vývoji peněžního agregátu i nadále projevoval svižný růst domácích úvěrů vykazující nejvyšší hodnoty od druhého čtvrtletí 2009. Klientské úrokové sazby z úvěrů většinou lehce vzrostly.

Peněžní agregát M3 se v dubnu meziročně zvýšil o 13 %, což byla nejvyšší hodnota zaznamenaná od počátku roku 2009. Ve vývoji peněz se již delší dobu odráží svižný růst domácích úvěrů. Růst M3 byl navíc v posledních měsících významně ovlivněn specifickými tržními podmínkami spojenými s vysokým přílivem zahraničního kapitálu před ukončením kurzového závazku. Měsíční tok čistých zahraničních aktiv se však v dubnu snížil – poprvé po delším období meziměsíčně poklesla krátkodobá korunová pasiva bank o zhruba 40 mld. Kč. To naznačuje začátek postupného uzavírání vybudovaných korunových pozic zahraničních investorů u tuzemských bank po ukončení kurzového závazku ČNB ve zbytku dubna. Korunová pasiva bank však zůstávají o cca 400 mld. Kč vyšší oproti konci roku 2015. Na zrychlení růstu M3 se nejvýrazněji podíleli domácí finanční neměnoví investoři, kteří v podmínkách negativních úrokových sazeb v některých segmentech finančního trhu ukládali korunovou likviditu do krátkodobých instrumentů bank. Růst M3 byl však i nadále významně tažen vklady domácností, zvýšila se i dynamika vkladů nefinančních podniků. Dle prognózy se tempo růstu M3 v následujících čtvrtletích stabilizuje a vlivem prognózovaného zvyšování úrokových sazeb se při stabilizaci inflace okolo cíle dostane v závěru roku 2018 do blízkosti 7 %.

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

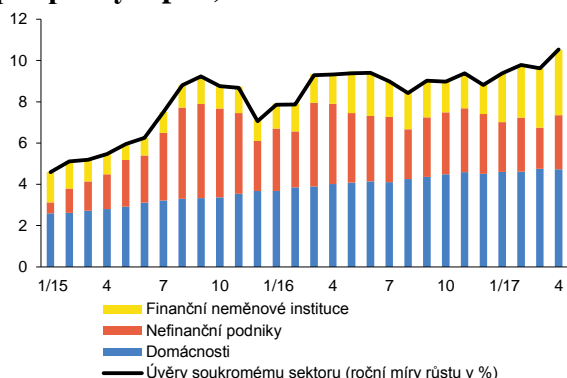


M3 a jeho protipoložky (příspěvky v p.b., údaje ke konci čtvrtletí, poslední známý údaj je za duben 2017)

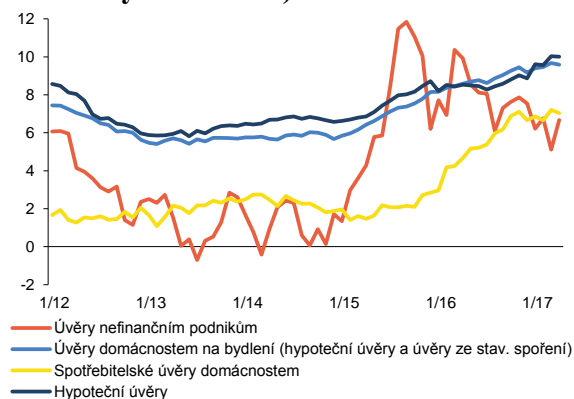


Růst **úvěrů soukromému sektoru** podporovaný nízkými úrokovými sazbami a solidním ekonomickým růstem pokračoval ve všech segmentech úvěrového trhu. V souhrnu se úvěry soukromému sektoru v dubnu meziročně zvýšily o 10,5 %, což byla nejvyšší hodnota zaznamenaná od druhého čtvrtletí 2009. K růstu úvěrů nadále nejvýrazněji přispívaly úvěry domácnostem při zrychlení dynamiky úvěrů nefinančním podnikům. Vedle toho se na vyšším růstu úvěrů v posledním období významně podílely úvěry (zejména cizoměnové) finančním neměnovým institucím související zřejmě se spekulacemi ohledně očekávaných pohybů kurzu po ukončení závazku ČNB.

Úvěry soukromému sektoru dle sektorů (příspěvy v p.b.)

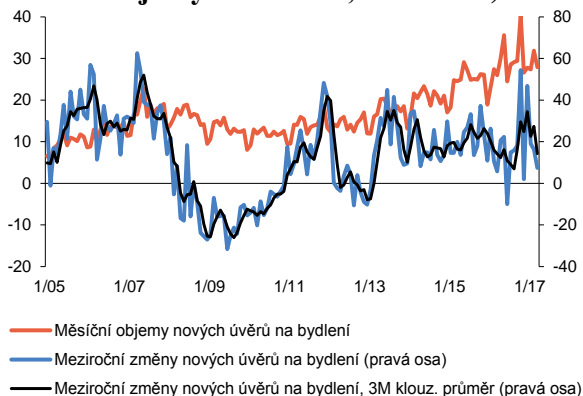


Úvěry nefin. podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %)

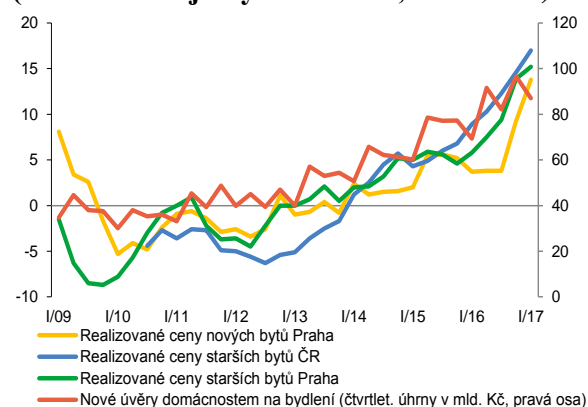


Úvěry domácnostem tažené především poptávkou po hypotékách setrvaly na počátku druhého čtvrtletí na vysoké dynamice. Tempo růstu hypoték zůstalo v dubnu ve výši 10 %. Nové úvěry na bydlení však zvolnily svůj meziroční růst na 7,4 %. Dubnové údaje tak naznačují možné lehké přibrzdění růstu hypotečního trhu. Příspěvek refixovaných a refinancovaných úvěrů k růstu nových úvěrů na bydlení byl zatím marginální. Zmírnil se i růst spotřebitelských úvěrů na 7 %. Dynamika nových spotřebitelských úvěrů byla tažena konsolidovanými a refinancovanými úvěry, čisté nové úvěry meziročně poklesly. Podle aktuálních údajů z národních účtů podporovaly úvěry domácnostem v prvním čtvrtletí 2017 růst jejich investic do obydlí, a to v podmínkách pokračujícího výrazného zrychlování růstu realizovaných cen bytů (na 17 % u starších bytů v celé České republice). Investice domácností do obydlí meziročně vzrostly o 4,6 % ve stálých cenách, resp. o 9,1 % v běžných cenách. Počet zahájené výstavby bytů vzrostl o cca 26 %. Úvěrové zdroje stimulovaly též růst spotřebních výdajů domácností, i když jeho dynamika zvolnila.

Nové úvěry domácnostem na bydlení (měsíční objemy v mld. Kč, mzr. v %)



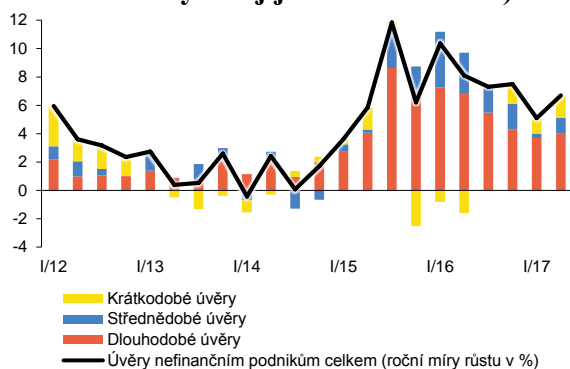
Nové úvěry na bydlení a ceny bytů (čtvrtletní objemy v mld. Kč, mzr. v %)



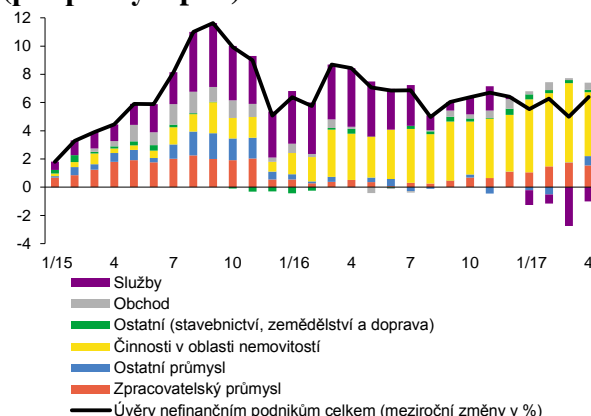
Úvěry nefinančním podnikům rostou téměř 7% tempem. Růst podnikových úvěrů se koncentruje do činností v oblasti nemovitostí, v menší míře také do zpracovatelského průmyslu a do některých ostatních průmyslových odvětví (výroba energie, plynu, tepla a zásobování vodou). Uvedená odvětví se rovněž podílela na pokračující meziroční akceleraci růstu cizoměnových úvěrů (na 36,7 %). Ta souvisela s přirozeným zajišťováním kurzového rizika u developerů a podobně motivovanými aktivitami některých průmyslových podniků před ukončením kurzového závazku v první polovině dubna (příspěvek podniků v průmyslu k růstu úvěrů v cizí měně činil necelou polovinu, ve zpracovatelském průmyslu necelou

třetinu). Zvýšil se růst úvěrů u všech splatností, přičemž v oživení dynamiky krátkodobých úvěrů se odrazilo vyšší čerpání úvěrů v cizí měně, a to zřejmě též vlivem očekávaného posílení kurzu koruny po ukončení kurzového závazku.

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



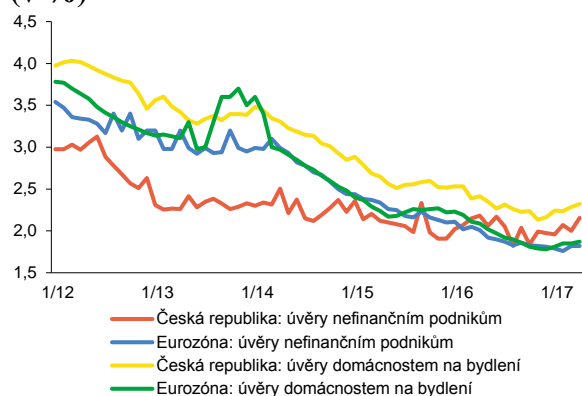
Úvěry nefinančním podnikům dle odvětví (příspěvky v p.b.)



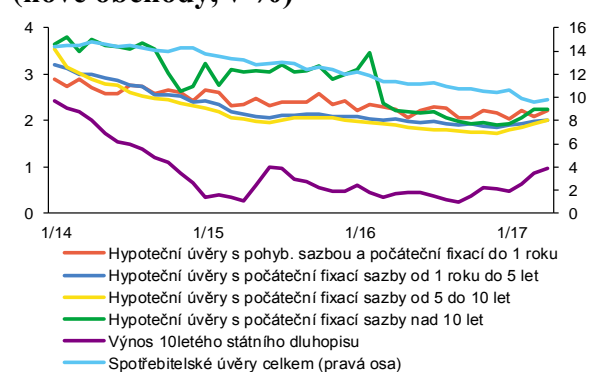
Úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení většinou dále lehce rostly. Dubnové zvýšení sazby z hypoték (na 2 %) však bylo jen mírné, přičemž od listopadu loňského roku do letošního dubna činilo v úhrnu pouhé 0,2 procentního bodu. Sazby z hypoték s fixacemi nad pět let se zvýšily o 0,3 procentního bodu a do jisté míry odrážely zvýšení referenčních sazeb finančního trhu v předchozích měsících. Sazba s nejběžnější fixací od jednoho roku do pěti let vzrostla také jen velmi slabě. Růst sazeb z nových hypoték byl přitom nejvýraznější u čistých nových a refinancovaných úvěrů, zatímco sazba z refixovaných úvěrů spíše stagnovala.

Při pokračujícím lehkém zvýšení kreditních premií vzrostla úroková **sazba z úvěrů nefinančním podnikům**, a to v dubnu na 2,2 %. Kreditní premie vyjádřené rozpětím klientských a referenčních sazeb finančního trhu se slabě zvýšily zejména u velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč s fixací sazeb do jednoho roku. Rozpětí klientských sazeb v ČR a v eurozóně vzrostlo na 0,4 procentního bodu, a to v důsledku uvedeného lehkého zvýšení tuzemských sazeb při stabilizaci sazeb v eurozóně. Rozpětí sazby ze spotřebitelských úvěrů vůči eurozóně zůstává přes pokles zaznamenaný v poslední době stále vysoké. Reálné klientské sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení se v ČR nacházely v blízkosti nuly. **Náklady financování bank** na finančním trhu se po předchozím lehkém zvýšení stabilizovaly, náklady spojené s úročením depozit zůstaly na nízké úrovni – průměrná úroková sazba z vkladů dosahovala rekordně nízké úrovně 0,2 %.

Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně (v %)



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



Poznámka: Úrokové sazby z čistých nových obchodů včetně navýšení.

IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2017 zůstaly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní, úrokové sazby s delší splatností se lehce snížily. Sazba 3M PRIBOR i kurz koruny v průměru za druhé čtvrtletí odpovídají prognóze.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

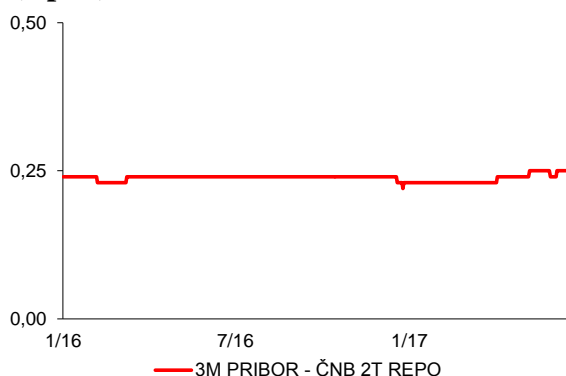
	II/17 – prognóza	II/17 – skut. ^{a)}	21.6. – skut.
3M PRIBOR	0,3	0,3	0,3
Kurz – CZK/EUR	26,5	26,6	26,3

^{a)} průměr za čtvrtletí do 21.6.2017

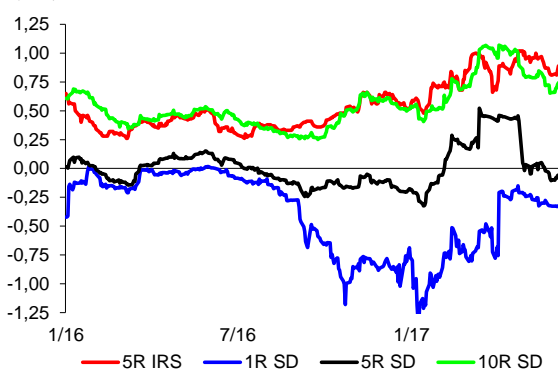
1 Domácí úrokové sazby

V dosavadním průběhu tohoto čtvrtletí byly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR (do 21.6.) činila 0,3 %, a odpovídala tak prognóze. Kladný sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal zachován. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se v souladu s prognózou nacházelo na úrovni 0,24 p.b.

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



Sazba IRS a výnosy státních dluhopisů (%)



Sazby FRA se od květnového měnověpolitického zasedání bankovní rady ČNB téměř nezměnily. Tržní výhled úrokových sazeb 3M PRIBOR dle aktuálních kotací FRA kontraktů implikuje v ročním horizontu jejich mírný nárůst. Pohybuje se tak pod úrovní úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB, se kterou je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb již ve třetím čtvrtletí 2017, s nímž tržní výhled nepočítá (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí).

Domácí úrokové sazby s delší splatností se v posledních několika týdnech převážně snižovaly v souladu s vývojem na hlavních trzích. Do zahraničních sazeb se vedle politických faktorů (volby ve Francii, klesající očekávání ohledně prosazení slibovaných stimulačních opatření v USA) promítalo snížení ceny ropy Brent pod 50 USD/barel a červnové zasedání ECB (zachování uvolněných měnových podmínek v eurozóně, snížená prognóza inflace). V opačném směru působil pozitivní ekonomický vývoj v eurozóně včetně předstihových ukazatelů (PMI, Ifo) a očekávané resp. v polovině června realizované zpřísnění měnové politiky Fedu. V souhrnu se však nejednalo o významné změny; podobně jako v zahraničí se domácí sazby IRS od květnového měnového zasedání bankovní rady ČNB snížily

OMEZENÝ PŘÍSTUP

o 0,1–0,2 procentního bodu. Slabě klesly i výnosy tuzemských státních dluhopisů. Kratší konec jejich výnosové křivky – do splatnosti 5R – se nadále pohybuje v mírně záporných hodnotách. Na primárním trhu státních dluhopisů po ukončení kurzového závazku Ministerstvo financí dle předpokladu nabízí do aukcí méně dluhopisů, rovněž poptávka investorů včetně zahraničních se znatelně snížila. Celková držba střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v rukou nerezidentů během dubna klesla cca o 24 mld. Kč, přičemž jejich podíl se snížil na 45,4 % z rekordní hodnoty 47,3 % na konci března 2017. Během května a června tento vývoj pravděpodobně pokračoval, podrobnější údaje však zatím nejsou k dispozici.

2 Devizový kurz

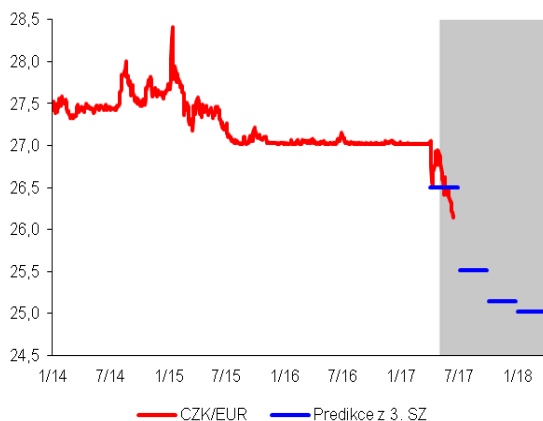
Kurz koruny vůči euru po opuštění kurzového závazku 6. dubna 2017 začal postupně posilovat. Průměrné meziroční posílení koruny za duben a květen činilo 1,2 % na 26,7 CZK/EUR. Meziroční posílení kurzu v polovině června dosáhlo výše 3,3 %. Oproti prognóze ze 3.SZ (26,5 CZK/EUR) je dosavadní průměrný kurz koruny mírně slabší, červnový vývoj však signalizuje naplnění prognózy.

Na počátku dubna, ještě v období platnosti kurzového závazku, intervenovala ČNB na jeho obranu v rozsahu 18 mld. Kč. Celková suma intervencí za dobu platnosti závazku tím dosáhla hodnoty 2,05 bil. CZK. Na **posilování koruny po opuštění závazku** se podílel sezonní přebytek běžného účtu a kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru (cca 0,6 p.b.). V červnu bylo posilování kurzu koruny ještě umocněno informacemi o vývoji inflace v ČR (mírně nad očekáváním trhu), což vedlo k posílení očekávání finančních trhů ohledně zvyšování sazeb v ČR již v letošním roce. Ve směru možného budoucího růstu kladného úrokového diferenciálu koruny vůči euru působil i velmi „holubičí“ komentář guvernéra ECB po červnovém měnovém zasedání, v podstatě ještě dále odkládající budoucí zvyšování sazeb ze strany ECB²¹ a doplněný informacemi o snížení inflačního výhledu eurozóny. V dubnu přitom k posilování koruny docházelo i přes snižování „spekulativních“ korunových pozic.²² V průběhu května se však obnovil mírný příliv kapitálu ze zahraničí do korunových depozit u tuzemských bank.

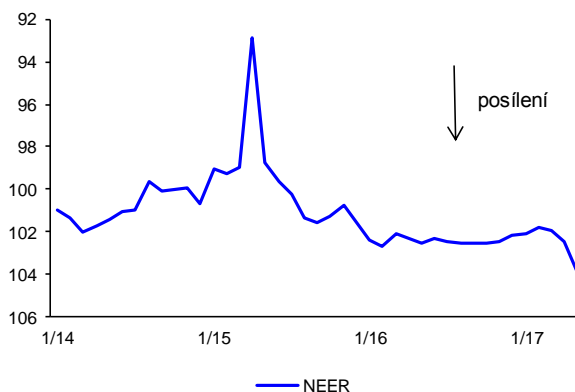
²¹ Extrémně uvolněná měnová politika má v eurozóně nadále širokou podporu, předmětem mírné kritiky je v poslední době pouze ze strany Německa.

²² To lze ilustrovat snížením krátkodobých korunových depozit nerezidentů u tuzemských bank o 38 mld. Kč a poklesem držby vládních korunových dluhopisů nerezidenty o 31,3 mld. Kč.

Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



Index nominálního efektivního kurzu koruny



Pozn.: Šedá plocha značí období od projednání 3. SZ v bankovní radě.

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

Meziroční posílení **nominálního efektivního kurzu koruny**²³ v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2017 dosáhlo zatím jen 0,8 % (v samotném květnu 1,4 %). Bylo, kromě mírného posílení koruny vůči euru, ovlivněno též posílením koruny vůči britské libře (o 9,0 %) a dále posílením koruny vůči švédské koruně (o 5,4 %) a čínskému renmimbi (o 3,0 %). Naopak bylo posílení NEER tlumeno výrazným oslabením koruny vůči ruskému rublu (o 19,7 %) způsobeným prudkým posílením rublu na světových trzích²⁴ a v menší míře též oslabením koruny vůči korejskému wonu o 5,4 %. Ostatní meziroční změny kurzů nepřesáhly 3 %.

²³ Od počátku letošního roku došlo ke změně vah jednotlivých měn při výpočtu efektivního kurzu. Především došlo k prudkému snížení podílu ruského rublu v koši kvůli výraznému poklesu vývozu a dovozu v posledních dvou letech a ke zvýšení váhy čínského renmimbi zejména vlivem růstu dovozu. Aktuální koš tvoří třináct měn; téměř dvoutřetinový podíl v něm má euro (64,3 %), dalšími měnami jsou čínské renmimbi (7,8 %), polský zlotý (7,6 %), britská libra (4,3 %), maďarský forint (3,0 %), ruský rubl (2,8 %), americký dolar (2,6 %) a dalších šest měn s podílem od 0,9 do 1,4 %.

²⁴ Jedná se jen o částečnou korekci předcházejícího prudkého oslabení rublu. Posílení rublu má již pozitivní vliv na obnovení růstu českého vývozu do Ruska a opětovný růst návštěvnosti ČR ze strany ruských turistů.