

V Praze dne 22. září 2017
Čj.: 2017/126546/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

6. 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, Filip Novotný, Jan Srovátka

Část III

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Tomáš Holub
Ředitel odboru: Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek, Jan Brůha
Zpracovala: Sekce měnová

Předkládací

zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 6.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací. Jde o první malou SZ, u které došlo z hlediska vzhledu, struktury a stylu psaní k přiblížení podobě „faceliftované“ velké SZ.

6. SITUAČNÍ ZPRÁVA
O HOSPODÁŘSKÉM A MĚNOVÉM VÝVOJI

2017

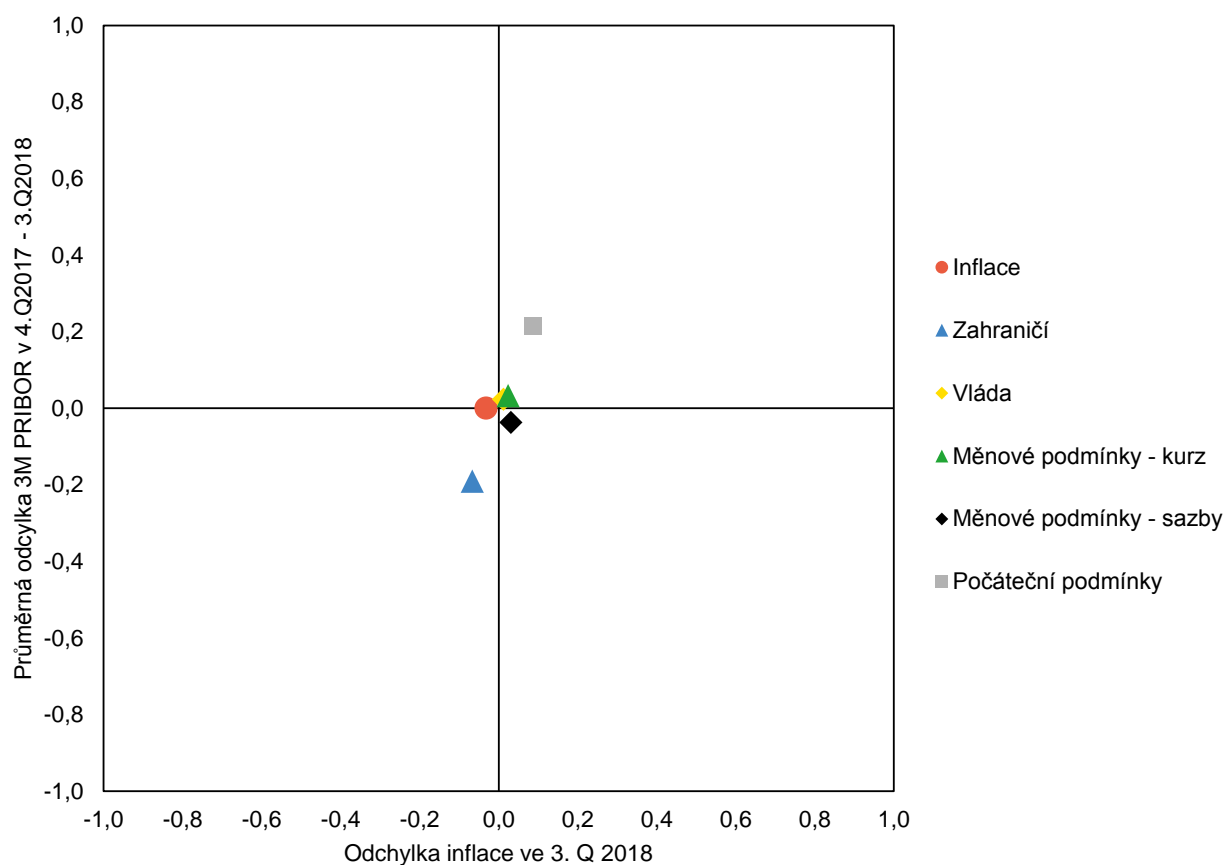
I. SHRUTÍ	1
I.1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance jejích rizik	1
I.2 Aktualizovaný scénář prognózy z 5.SZ	3
I.3 Nově publikované údaje	4
I.4 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů	5
II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY	7
II.1 Hospodářský vývoj v zahraničí	7
II.2 Zahraniční cenový vývoj	8
II.3 Zahraniční finanční vývoj	10
III. VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY	12
III.1 Inflace	12
III.1.1 Spotřebitelské ceny	12
III.1.2 Dovošní a produkční ceny	14
III.2 Ekonomická aktivita	15
III.2.1 Výdajová strana ekonomiky	15
III.2.2 Produkční strana ekonomiky	17
III.3 Trh práce	18
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	18
III.3.2 Mzdy a produktivita	20
III.4 Platební bilance	21
III.4.1 Běžný a kapitálový účet	21
III.4.2 Finanční účet	23
III.5 Fiskální vývoj	24
III.6 Finanční a měnový vývoj	25
III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby	25
III.6.2 Měnový kurz	27
III.6.3 Úvěry	29
III.6.4 Peníze	29

I. SHRNUÍ

I.1 GRAF RIZIK INFLAČNÍ PROGNÓZY A VÝSLEDNÁ BILANCE JEJÍCH RIZIK

Sekce měnová hodnotí bilanci rizik prognózy z 5.SZ jako vychýlenou proinflačním směrem, a to více než při projednání 5.SZ. Z pohledu aktualizované simulace sice působí nová data v souhrnu téměř neutrálně, když mírně proinflační působení domácích veličin, zejména vyšších mezd, je na horizontu měnové politiky kompenzováno mírně protiinflačním působením zahraničních veličin. Nicméně proinflační riziko plynoucí z vývoje domácích mezd považuje sekce měnová za hmatatelnější než mírná protiinflační rizika spojená se zahraničními výhledy. Proinflačním rizikem prognózy z 5.SZ navíc zůstává měnový kurz koruny. Předpoklad o stabilitě kurzu na hranici 26 CZK/EUR se sice ve třetím čtvrtletí naplnil, avšak i nadále přetrvává výrazná překoupenost trhu. Vlivem chybějící protistrany tak nemusí dojít k prognózou předpokládanému výraznému posilování nominálního kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí. Toto riziko bylo v prognóze ošetřeno citlivostním kurzovým scénářem, který v závěru letošního roku předpokládá pouze pozvolné posílení kurzu a ukazuje prostor pro rychlejší zvyšování úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Rovněž výhledy ostatních subjektů i nadále indikují v ročním horizontu výrazně pomalejší posilování nominálního měnového kurzu ve srovnání s prognózou ČNB, a to při plynulejším nárůstu úrokových sazeb a při jen lehce vyšší inflaci.

GRAF RIZIK INFLAČNÍ PROGNÓZY (GRIP) PRO PROGNÓZU Z 5.SZ



Snížený výhled zahraničních cen a sazeb při lehce vyšší zahraniční poptávce vede v simulaci GRIPu k mírně protiinflačnímu působení zahraničních veličin a nižší trajektorii úrokových sazeb. Implikované sazby 3M EURIBOR se oproti výhledu pro 5.SZ posouvají na celém horizontu dolů, a nedochází tak k jejich posunu do kladných hodnot ani v závěru roku 2019. Odhadovaný vliv používání nekonvenčních nástrojů měnové politiky ECB se přitom nemění. Směrem dolů se v ročním horizontu posouvá efektivní výhled zahraničních cen výrobců, výhled efektivního CPI se snižuje pouze nepatrně. Naopak došlo ke zvýšení výhledu efektivní zahraniční poptávky, nejvíce na kratším konci prognózy. V simulaci GRIPu není zachycen vyšší výhled cen ropy, který však je z pohledu domácích cen částečně kompenzován silnějším výhledem eura vůči USD a návazně silnějším kurzem CZK/USD, takže celkově je toto proinflační riziko slabé.

Inflace v průběhu třetího čtvrtletí podle očekávání mírně zrychlila a její srpnová hodnota 2,5% byla jen lehce pod prognózou, což představuje zanedbatelné riziko prognózy. Ke zrychlení domácích spotřebitelských cen v podmínkách rostoucích domácích inflačních tlaků podle očekávání přispělo další zvýšení jádrové inflace, zejména ve službách. Vlivem předchozího růstu cen agrárních komodit zrychlil i růst cen potravin, který však mírně zaostal za prognózou. Odchytky ostatních složek inflace byly zanedbatelné. Rizika krátkodobé prognózy inflace na další měsíce jsou rovněž zhruba vyrovnaná.

Nová data týkající se počátečních podmínek prognózy působí mírně proinflačně, především vlivem výrazného zrychlení mzdové dynamiky, která zřetelně překonala prognózu, když přesáhla 7% hranici. Mzdy rostly oproti prognóze rychleji jak v tržních, tak i v netržních odvětvích. V jejich nárůstu se odráželo nejen přehřívání trhu práce v kombinaci s nedávným nárůstem inflace, ale i zvýšení minimální mzdy počátkem letošního roku a zrychlující růst mezd ve veřejném sektoru. To působí ve výše uvedené simulaci směrem k vyššímu nárůstu úrokových sazeb i inflace. Růst zaměstnanosti se sice ve druhém čtvrtletí zmínil a zaostal za prognózou, i nadále však bylo jeho tempo solidní. Obě míry nezaměstnanosti se podle očekávání prognózy dále mírně snížily, přičemž se ve druhém i ve třetím čtvrtletí dále zvyšoval počet volných pracovních míst. To spolu s předstihovými indikátory mzdového vývoje za třetí čtvrtletí ukazuje na pokračující více proinflační působení trhu práce.

Dynamika růstu HDP ve druhém čtvrtletí rovněž zrychlila výrazněji oproti prognóze a dosáhla 4,7 %, z pohledu simulace GRIPu to ale nepředstavuje významné riziko. Vyšší mzdová dynamika přispěla k rychlejšímu růstu spotřeby domácností. Skokově nad prognózu vzrostly fixní investice, kde kromě pokračujícího růstu soukromých investic pravděpodobně oživily investice vládního sektoru. Zřejmě i s ohledem na jejich nízkou dovozní náročnost si čistý vývoz i nadále udržel kladný příspěvek k růstu HDP. Neočekávané zpomalení růstu vládní spotřeby rovněž představuje pouze zanedbatelné riziko prognózy. Kvůli meziročně výrazně nižšímu počtu pracovních dní ve druhém čtvrtletí jsou nicméně data národních účtů za druhé čtvrtletí zatížena zvýšenou nejistotou.

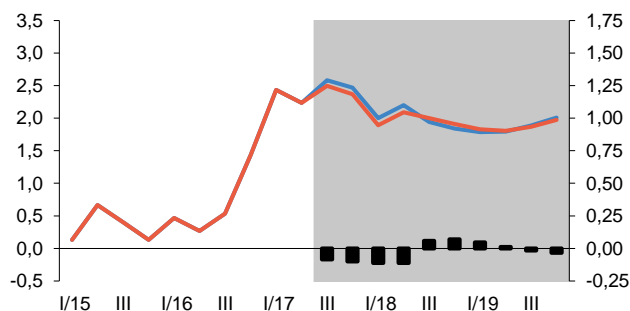
Měnový kurz vůči euru se ve třetím čtvrtletí nacházel v úzkém pásmu lehce nad úrovní 26 CZK/EUR, a byl tak oproti prognóze jen zanedbatelně slabší. Ve směru jeho posilování působí nárůst úrokového diferenciálu po zvýšení sazeb ČNB, jeho vliv je však vyvažován překoupeností koruny. Nadále přitom přetrvává nejistota prognózy spojená s touto překoupeností trhu a zavíráním pozic finančních investorů do budoucna, jdoucí ve směru citlivostního scénáře prognózy z 5.SZ. Rovněž výhledy ostatních subjektů finančního trhu naznačují výrazně pozvolnější posilování kurzu koruny.

Úrokové sazby na peněžním trhu po zvýšení základních sazeb ČNB vzrostly v obdobné míře, když rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba pokleslo jen nepatrně. V průměru se 3M PRIBOR oproti prognóze na třetí čtvrtletí nachází mírně níže, to však představuje jen zanedbatelné riziko prognózy. Sazby FRA se po srpnovém zvýšení sazeb ČNB a její nedávné komunikaci rovněž posunuly výše a naznačují v ročním horizontu očekávání dalšího plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR.

I.2 AKTUALIZOVANÝ SCÉNÁŘ PROGNÓZY Z 5.SZ

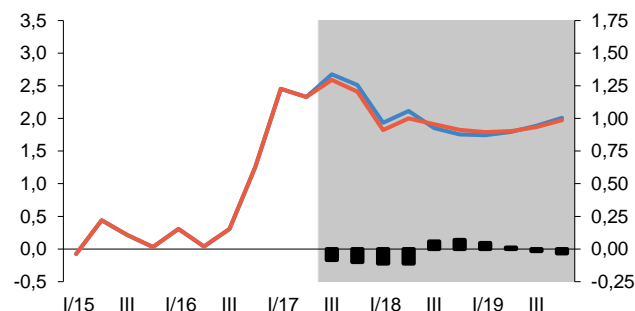
CELKOVÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



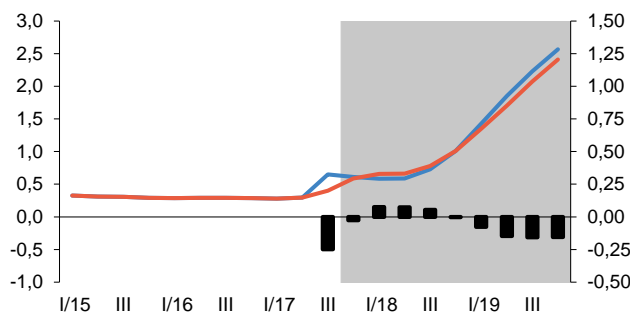
MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



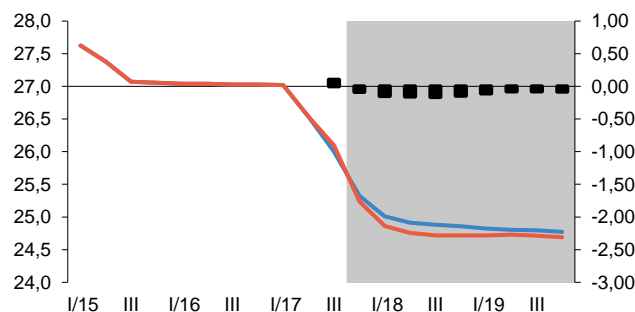
3M PRIBOR

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



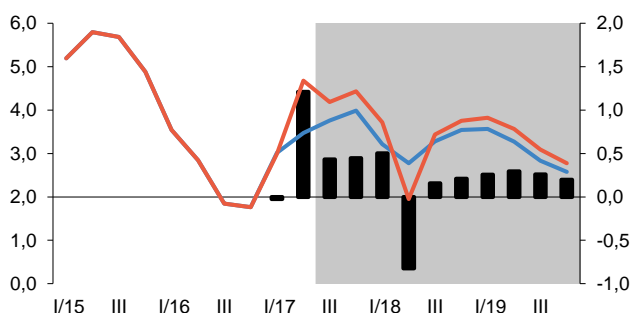
NOMINÁLNÍ KURZ

(v CZK/EUR, rozdíly v CZK/EUR – pravá osa)



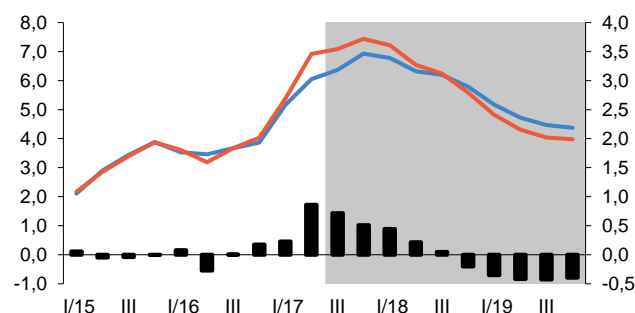
RŮST HDP

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



RŮST MEZD

(meziročně v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



Rozdíly
 Prognóza z 5.SZ
 Aktualizovaný scénář prognózy

I.3 NOVĚ PUBLIKOVANÉ ÚDAJE

TABULKA ÚDAJŮ PUBLIKOVANÝCH PO ZPRACOVÁNÍ PROGNÓZY Z 5.SZ

		(meziročně v %, resp. v %)	
		5. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/17	3,5	4,7
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/17	3,5	4,4
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	II/17	2,7	1,9
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	II/17	1,7	3,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	II/17	2,4	7,7
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	II/17	-0,2	-1,0
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	II/17	7,0	7,3
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	II/17	6,5	6,2
Vývoz zboží (národní pojetí)	7/17	2,2	5,8
Dovoz zboží (národní pojetí)	7/17	1,8	6,6
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	7/17	1,0	-2,1
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	II/17	-3,0	-7,6
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	II/17	.	27,3
Index spotřebitelských cen	8/17	2,6	2,5
Ceny průmyslových výrobců	8/17	1,1	1,4
Ceny zemědělských výrobců	8/17	15,9	12,5
Vývozní ceny	II/17	1,2	1,0
Dovozní ceny	II/17	3,2	2,9
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	8/17	4,0 (Q)	4,0
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	7/17	.	2,9
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	II/17	3,1	3,1
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	II/17	1,9	1,3
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	II/17	1,6	1,3
ostatní	II/17	3,3	1,6
Průměrná reálná mzda	II/17	3,7	5,3
Průměrná nominální mzda	II/17	5,9	7,6
Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích	II/17	6,1	7,7
Průměrná nominální mzda v netržních odvětvích	II/17	5,2	7,0
Průměrná nominální mzda v průmyslu	7/17	.	7,4
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	7/17	.	1,4
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	7/17	12,3 (Q)	12,9
Průmyslová produkce (s.o.)	7/17	.	3,3
Stavební produkce (s.o.)	7/17	.	2,3
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	7/17	.	4,8

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

I.4 RIZIKA SIGNALIZOVANÁ PROGNÓZAMI OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání jsou již delší dobu ukotvena u 2% cíle, aktuálně leží v ročním horizontu mírně nad prognózou ČNB. Analytici předpokládají více uvolněné měnové podmínky než stávající prognóza; kurz v horizontu 1R se v jejich odhadech pohybuje na zdatelně slabších hodnotách při lehce vyšším nárůstu úrokových sazeb. Předpovědi HDP a mezd se u analytiků dlouhodobě nacházely pod predikcemi ČNB, v zářijovém šetření se pro letošní rok dostaly nad ně.

Inflace očekávaná analyticky se v ročním horizontu nachází mírně nad prognózou ČNB. V posledních měsících je očekávaná inflace v ročním i tříletém horizontu ukotvena v blízkosti 2% cíle. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu se po téměř čtyřech letech zvýšila k cíli.

Oslovení analytici očekávají v ročním horizontu zdatelně slabší hodnoty kurzu v porovnání s prognózou ČNB, při lehce vyšší úrovni úrokových sazeb. Pro zářijové měnové zasedání bankovní rady dvanáct respondentů oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB, pět předpokládalo jejich zvýšení. V ročním horizontu jsou jejich očekávání ohledně 2T repo sazby nastavena takto: 2 analytici 0,50 %, 6 analytiků 0,75 %, 8 analytiků 1,00 %, 1 analytik 1,25 %.

Aktuální predikce analytiků ohledně HDP a mezd se pro letošní rok nacházejí nad prognózou ČNB. Dlouhodobě se přitom pohybovaly na nižší úrovni. S postupným zveřejňováním údajů o dosavadním vývoji těchto ukazatelů ze strany ČSÚ se však odhady analytiků přibližovaly k prognóze ČNB a v zářijových šetřeních se v případě odhadů pro rok 2017 dostaly nad ni. Analytiky odhadované tempo růstu nominálních mezd pro roky 2017–2018 se pohybuje okolo 6 %, u HDP dosahuje 3 – 4 %.

SROVNÁNÍ PROGNÓZY ČNB Z 5.SZ S PROGNÓZAMI OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

IOFT - Inflační očekávání finančního trhu (uzávěrka 15.9.), FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts (uzávěrka 11.9.).

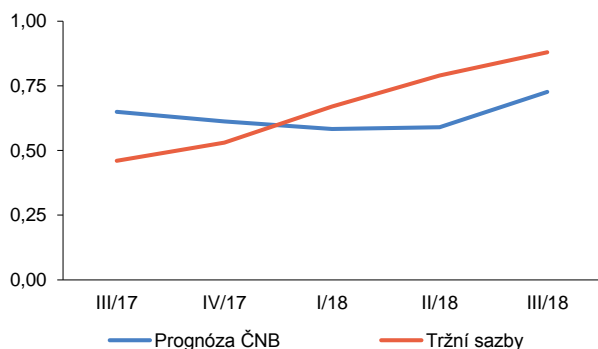
EECF - Eastern Europe Consensus Forecasts (uzávěrka 18.9.)

	6/17	7/17	8/17	9/17		6/17	7/17	8/17	9/17
Index spotř. cen v horizontu 1R (%)					Reálný HDP v roce 2017 (%)				
ČNB		1,9			ČNB		3,6		
IOFT	2,1	2,1	2,1	2,2	IOFT	2,8	2,9	3,3	4,1
Podniky	1,8			2,0	EECF	2,8	2,9	3,0	4,0
Index spotř. cen v horizontu 3R (%)					Reálný HDP v roce 2018 (%)				
IOFT	2,0	2,0	2,0	2,0	ČNB		3,2		
Podniky	2,4			2,5	IOFT	2,7	2,7	2,9	3,1
2T repo v horizontu 1R (%)					EECF	2,6	2,6	2,7	3,0
ČNB		0,5			Nominální mzdy v roce 2017 (%)				
IOFT	0,4	0,6	0,6	0,9	ČNB		6,1		
3M PRIBOR v horizontu 1R (%)					IOFT	4,9	5,1	5,7	6,5
ČNB		0,7			EECF	5,0	5,2	5,5	6,3
EECF	0,6	0,7	0,8	1,0	Nominální mzdy v roce 2018 (%)				
Kurz CZK/EUR v aktuálním čtvrtletí					ČNB		6,2		
ČNB		26,0			IOFT	4,6	4,6	5,1	5,9
FECF	26,6	26,1	26,1	26,1	EECF	4,8	4,9	5,1	5,8
Kurz CZK/EUR v horizontu 1R									
ČNB		24,9							
IOFT	25,8	25,6	25,5	25,4					
FECF	25,9	25,8	25,8	25,7					

Výhled sazeb FRA implikuje v ročním horizontu nárůst sazby 3M PRIBOR mírně nad úroveň ze stávající prognózy ČNB. S tou je v ročním horizontu konzistentní 3M PRIBOR cca 0,6 – 0,7 %, tedy na hladině jen o něco vyšší, než je jeho aktuální úroveň (necelých 0,5 %). Tržní výhled naproti tomu implikuje – vlivem očekávaného umírněného posílení kurzu – poměrně plynulý nárůst úrokové sazby 3M PRIBOR ze současných hodnot.

SROVNÁNÍ TRŽNÍCH SAZEB S PROGNÓZOU ČNB

(v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro III/17 a IV/17 3M PRIBOR, pro I/18 až III/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 21. 9. 2017.

II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY¹

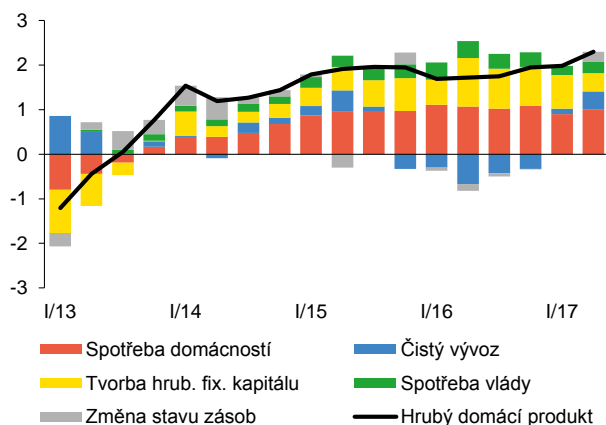
Výhled tempa růstu zahraniční poptávky se na celém horizontu prognózy zvýšil, nejvíce na jejím kratším konci. Naopak směrem níže se posouvá pro letošní a příští rok výhled cen výrobců. Mírně nižší je v letošním roce i výhled inflace spotřebitelských cen, odrážející rychlejší odeznění vlivu vysokých cen energií pro domácnosti. Trajektorie implikovaných budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu posouvá rovněž mírně níže, a až do konce roku 2019 tak setrvává v záporných hodnotách. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru byl na celém horizontu prognózy přehodnocen ke zřetelně silnějším hodnotám eura, zejména v návaznosti na rychlejší růst ekonomické aktivity v eurozóně. Tržní výhled ceny ropy Brent se na celém horizontu posunul oproti minulé prognóze nahoru, mj. vlivem rychlejšího růstu poptávky po ropě.

II.1 HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ V ZAHRANIČÍ

Ekonomika eurozóny rostla ve druhém čtvrtletí letošního roku nejrychlejším tempem za posledních pět let. V meziročním vyjádření zrychlilo její tempo růstu HDP na 2,3 %, a bylo tak dokonce nepatrně vyšší než v USA, které si připsaly 2,2 %. Růst v eurozóně byl nadále podporován především spotřebou domácností, ale i ostatní výdajové složky k němu přispěly kladně. V mezičtvrtletním vyjádření ekonomika zrychlila na 0,6 %. Růst je přitom již poměrně plošný napříč zeměmi eurozóny. Z významných obchodních partnerů ČR rostlo solidně Německo (meziročně o 2,1 %) a Slovensko (3,1 %). Zrychlily také ekonomiky Francie (1,7 %) a Itálie (1,5 %).

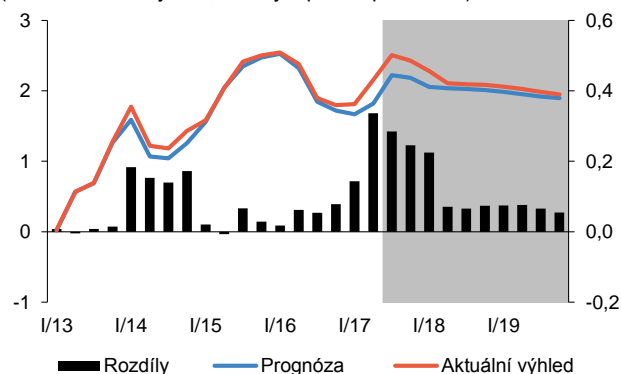
STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b., sezonně očištěno)



VÝHLED EFEKTIVNÍHO HDP EUROZÓNÝ

(meziroční změny v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



Předstihové a koincidenční ukazatele signalizují pokračování solidního tempa růstu i ve třetím čtvrtletí. Na růst působí nadále uvolněné měnové podmínky, oživení globálního obchodu, zlepšující se důvěra v ekonomiku a odeznění politické nejistoty po volbách ve Francii. Například PMI ve zpracovatelském

¹ Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF09) je založena na průzkumu Consensus Forecasts z 11. září 2017 (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (3M EURIBOR a cena ropy Brent).

průmyslu se v srpnu pohyboval na nejsilnějších hodnotách od roku 2011. Průmyslová produkce vzrostla v červenci o 3,2 %. Na růst spotřeby působí příznivě vývoj na trhu práce, kde se nezaměstnanost pohybuje na nejnižších hodnotách zaznamenaných od února 2009 (9,1 %). Růst mezd v eurozóně sice ve druhém čtvrtletí zrychlil na 2 %), to je však nadále utlumená hodnota naznačující, že v ekonomice přetrvávají volné kapacity.

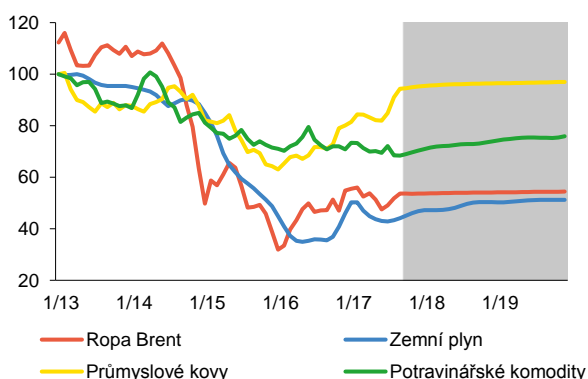
Výhled růstu HDP efektivní eurozóny byl zvýšen, a to zejména pro letošní rok. Pro něj se posouvá oproti 5.SZ o 0,3 p. b. výše na 2,2 %. Tento posun zohledňuje zejména vyšší pozorovaný růst ekonomické aktivity v eurozóně v první polovině letošního roku, ke kterému nově přispěla také relativně výrazná revize růstu německého HDP směrem nahoru. Vyšší růstovou dynamiku v letošním roce naznačují rovněž předstihové ukazatele ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně a Německu, které se po červencovém mírném poklesu vrátili na několikaletá maxima. Nepatrně vyšší růst se předpokládá také v roce 2018 a 2019, kdy by měl lehce přesáhnout 2 %.

II.2 ZAHRANIČNÍ CENOVÝ VÝVOJ

Cena ropy Brent se od konce července udržovala mírně nad 50 USD/barel, v první polovině září dále vzrostla, a nacházela se tak nad předpokladem prognózy. Její výhled přitom naznačuje stagnaci poblíž aktuálních hodnot. Na trhu s ropou se začíná vyrovnávat nabídka s konečnou poptávkou. Trvá silná poptávka po benzínu a z ní vyplývající vysoká aktivita rafinérií po celém světě v důsledku pokračujícího globálního ekonomického růstu. Nabídku naopak snižuje slábnoucí růst produkce v USA a omezení dodávek ze strany ostatních velkých producentů. Vyšší cenu ropy (i ostatních komodit) podporuje i nadále oslabující americký dolar. Škody způsobené hurikány v Mexickém zálivu měly za následek pokles ceny ropy WTI vůči ceně ropy Brent. Aktuální výhled ceny ropy Brent dle termínovaných tržních kontraktů je oproti scénáři 5.SZ výše ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku o více než 5 USD/barel, poté se rozdíl postupně snižuje. Tento vývoj odráží jednak růst cen ropy v první polovině září, jednak další zmenšení sklonu křivky cen termínovaných kontraktů s tím, jak se trh ropy přibližuje k rovnováze. Průměrná cena ropy Brent by tak měla v roce 2018 i 2019 setrvat poblíž 54 USD/barel.

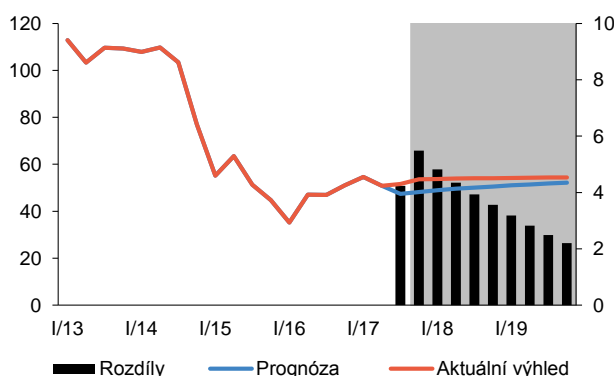
CENA ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

(ropa v USD/barel, ostatní komodity index, leden 2013 = 100)



VÝHLED CENY ROPY BRENT

(v USD/barel, rozdíly v % - pravá osa)



Pozn.: Zemní plyn - ruský na hranicích s Německem

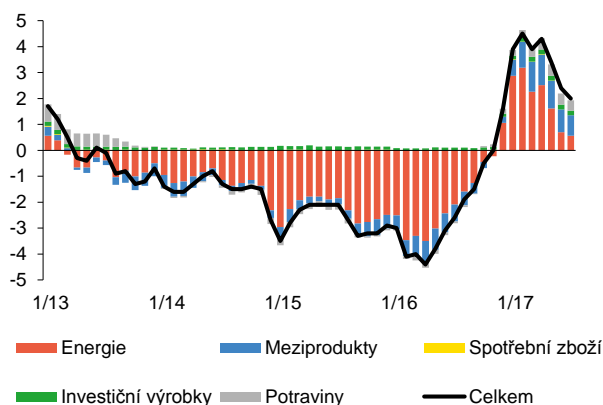
Ceny průmyslových kovů jsou nadále podporovány příznivým výhledem zpracovatelského průmyslu, ceny potravinářských komodit korigovaly svůj předchozí nárůst. Index cen kovů vzrostl na nejvyšší hodnotu od roku 2014 zásluhou prakticky všech složek, když globální JPMorgan PMI signalizuje další růst

zpracovatelského průmyslu a poptávku zvyšují i rostoucí investice do infrastruktury a trhu nemovitostí v Číně. Naopak ceny potravinářských komodit se po svém předchozím zvýšení opět snížily. Klesaly zejména ceny pšenice, kukuřice a sóji, když americké ministerstvo zemědělství zvýšilo odhad zásob pro sezónu 2017/18, neboť se ukazuje, že odhady škod způsobených suchem byly přehnané. Zvýšeny byly i odhady produkce pšenice v Rusku a na Ukrajině. Ceny vepřového i hovězího masa silně klesaly.

Tempo růstu cen průmyslových výrobců v červenci dále zvolnilo na 2 % zejména vlivem snížení příspěvku cen energií. Ten kulminoval v únoru a od té doby postupně vyprchával. K celkovému růstu výrobních cen tak nejvíce přispěly ceny meziproductů. U Německa a Slovenska coby nejvýznamnějších obchodních partnerů ČR zpomalil meziroční růst cen průmyslových výrobců na 2,1 %, resp. 1,3 %.

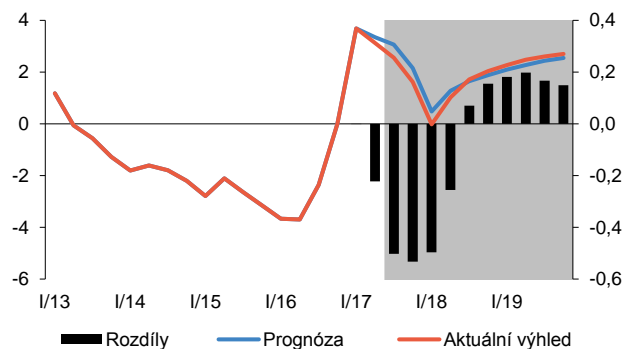
CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)



VÝHLED EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNÝ

(meziroční změny v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



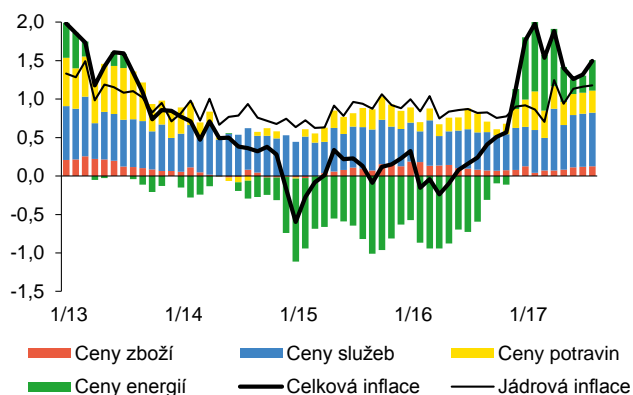
Výhled efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (PPI) v eurozóně předpokládá letos růst o 2,7 %, tj. o 0,3 p. b. níže oproti 5.SZ, v delším horizontu se výhled naopak lehce zvyšuje. Po nedávném výrazném meziročním růstu ceny ropy, který se nejvíce projevil v prvním čtvrtletí, se ve zbytku letošního roku očekává další postupné odeznění jeho vlivu. To bude rychlejší, než předpokládala minulá prognóza, což potvrzují i poslední pozorovaná data ve druhém čtvrtletí. V tomto směru působí mj. výrazně silnější kurz eura vůči dolaru. V příštím roce se tak očekává průměrné tempo růstu výrobních cen v eurozóně na úrovni 1,2 %, tj. o 0,1 p. b. níže oproti předpokladu 5.SZ. Naopak v roce 2019 by se měly průmyslové ceny zvýšit o 2,5 %, což je o 0,2 p. b. více, než předpokládala prognóza 5.SZ.

Spotřebitelská inflace v eurozóně v srpnu podle předběžného odhadu mírně vzrostla na 1,5 % zejména vlivem příspěvku cen služeb. Ceny služeb meziročně vzrostly o 1,6 % stejně jako v předchozích měsících. Jádrová inflace si tak udržela hodnotu 1,2 %. Růst cen v eurozóně je nicméně nadále utlumený a nachází se pod 2% cílem ECB. Zatímco růst spotřebitelských cen na Slovensku odpovídal číslu za celou eurozónu, tak inflace v Německu byla vyšší (1,8 %).

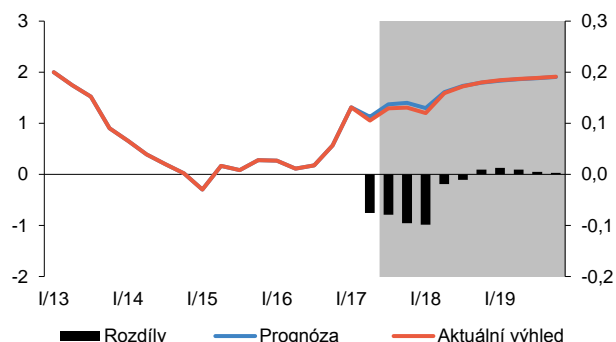
Výhled efektivní inflace spotřebitelských cen (CPI) v eurozóně se pro letošní rok oproti 5.SZ mírně snižuje v průměru na 1,2 %, pro další dva roky zůstává beze změny. Ke zvýšení spotřebitelské inflace v letošním roce nejvíce přispívají ceny služeb, při rychle odeznívajícím vysokém meziročním příspěvku cen energií pro domácnosti z počátku letošního roku. V roce 2018 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit o 1,6 % a tento zrychlující trend jejich tempa růstu by měl dále pokračovat i v roce 2019, ve kterém by se inflace v efektivní eurozóně měla zvýšit na 1,9 %.

INFLACE V EUROZÓNĚ

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)

**VÝHLED EFEKTIVNÍHO CPI EUROZÓNY**

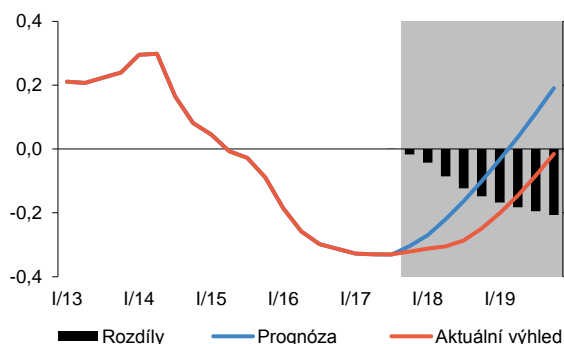
(meziroční změny v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)

**II.3 ZAHRANIČNÍ FINANČNÍ VÝVOJ**

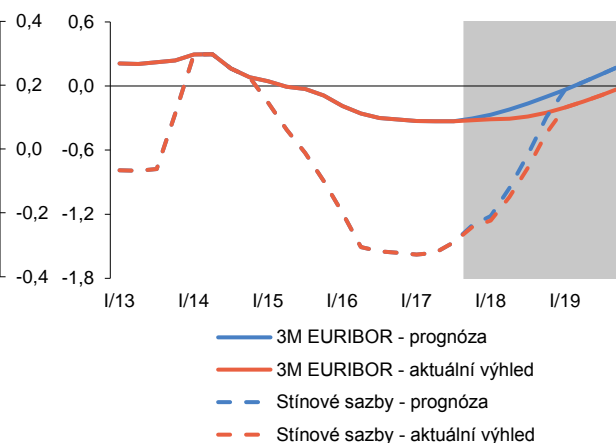
Implikovaná trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR se oproti minulé prognóze posouvá na celém horizontu mírně níže. Tento posun odráží zklamání trhu z absence nových informací ohledně ukončování kvantitativního uvolňování ECB a posílení eura vůči dolaru. V letošním a příštím roce by se tak zahraniční úrokové sazby měly nadále nacházet v záporných hodnotách v průměru kolem -0,3 %. Během roku 2019 tržní výhled přepokládá jejich růst, avšak do konce roku by se měly stále pohybovat v záporných hodnotách (v průměru -0,1 %). Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je také v souladu s krátkodobým očekáváním analytiků v rámci zářijového CF, kteří v horizontu 3 měsíců očekávají úroveň zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR rovněž na úrovni -0,3 %. Pro roční horizont je očekávání analytiků CF oproti tržnímu výhledu o 0,1 p. b. výše.

TRŽNÍ SAZBY 3M EURIBOR

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)

**TRŽNÍ A STÍNOVÉ SAZBY 3M EURIBOR**

(v %)



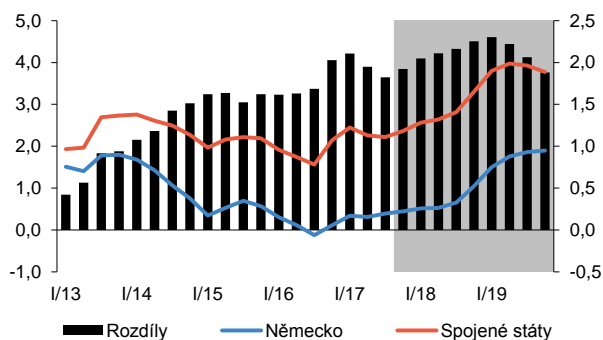
Rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, aproximovaný v trajektorii stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR, se nemění. I nadále jsou předpokládány nákupy dluhopisů ECB do konce roku 2017 v objemu 60 mld. EUR měsíčně. Efekt měsíčních nákupů ve stávajícím objemu je kvantifikován na 1 p. b. a během roku 2018 by již měl postupně odeznít. Neměnnost těchto předpokladů odráží poslední komunikaci ECB po měnovém zasedání v září, která nepřinesla žádné nové informace.

Podle zářijového tržního výhledu se bude i nadále zvyšovat rozdíl mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu, a to minimálně do konce roku 2018. Tento výnosový diferenciál by měl narůstat z cca 1,9 až na 2,3 p. b. K poklesu německých sazeb od poloviny července přispělo zejména posílení eura vůči dolaru a tedy i očekávání déle uvolněné měnové politiky v eurozóně. Výnosy v USA klesaly s tím, jak rostlo geopolitické napětí (zejm. vlivem zhoršených vztahů mezi Severní Koreou a USA), snižovala se důvěra v politiku amerického prezidenta D. Trumpa a zvyšoval se rozsah škod způsobených hurikány. Na zářijovém zasedání Fedu k úpravě sazeb sice nedošlo, nicméně vzrostla tržní očekávání dalšího utažení měnové politiky v prosinci. V doprovodném prohlášení jsou rizika ekonomického výhledu hodnocena jako vyrovnaná a z grafu hodnocení („dot plot“) je zřejmé, že převaha centrálních bankéřů je pro ještě jedno zvýšení sazeb v tomto roce. V říjnu bude také spuštěn program normalizace bilance dle avizovaného plánu, tj. celkové měsíční reinvestice pramenící z výnosů držaných dluhopisů a hypotékou krytých cenných papírů před splatností budou omezeny o 10 miliard dolarů.

Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru se na celém horizontu prognózy posouvá k výrazně silnějším hodnotám kurzu eura. Kurz eura vůči americkému dolaru by tak měl v letošním roce v průměru dosáhnout 1,13 USD/EUR, přičemž předpověď pro rok 2018 a 2019 předpokládá průměrnou hodnotu 1,17 USD/EUR. Začátkem září euro vůči dolaru posílilo na nejsilnější hodnotu od ledna 2015 (1,2 USD/EUR). Hlavním důvodem byl překvapivě svižný růst ekonomické aktivity eurozóny a očekávané změny v nastavení měnových politik v USA a eurozóně. Na dolar nepříznivě působí i nejistoty ohledně jednání o dluhovém stropu, která byla odložena pouze o 3 měsíce, což může přinést nižší fiskální výdaje americké vlády a snížit tempo růstu americké ekonomiky. Přetrvává také vliv geopolitických rizik a nejasný je zatím vliv hurikánů na další hospodářský vývoj v USA. Jestřábí vyznění posledního zasedání Fedu z 20. září vedlo k bezprostřednímu lehkému posílení dolaru vůči euru.

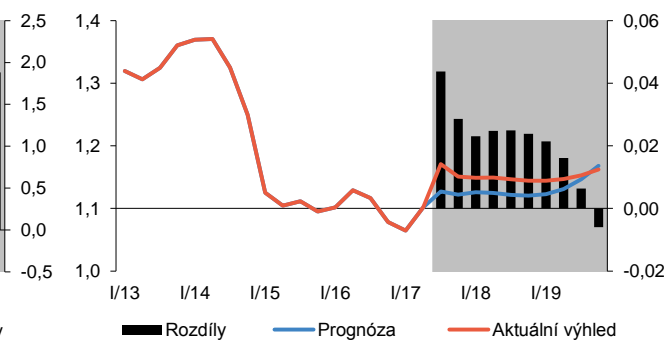
VÝNOSY VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ (10R)

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



KURZ USD/EUR

(rozdíly – pravá osa)



III. VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY

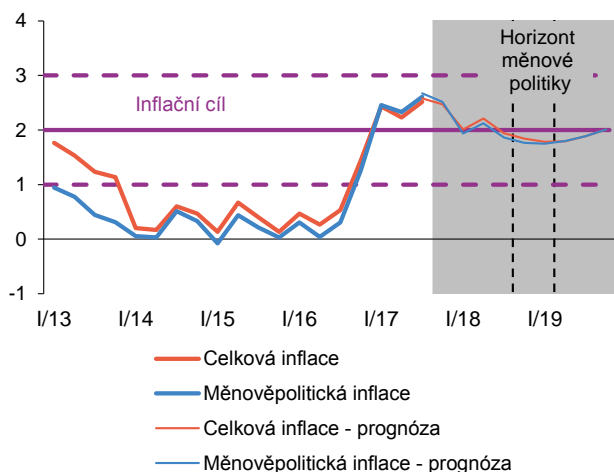
III.1 INFLACE

Meziroční inflace se v červenci i srpnu mírně zvýšila a pohybovala se nadále v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle. Prognóza inflace se téměř naplnila, když v srpnu byla skutečnost jen nepatrně pod prognózou. Za tím byl mírně pomalejší než očekávaný růst cen potravin. Ostatní cenové okruhy rovněž rostou lehce pomaleji oproti prognóze, s výjimkou cen průmyslových výrobců. Podle očekávání se snížila dynamika dovozních i průmyslových cen, růst cen zemědělské produkce zrychlil již jen nepatrně. Rizika prognózy jdoucí nad rámec již publikovaných dat jsou tak pro nejbližší měsíce zhruba vyrovnaná.

III.1.1 Spotřebitelské ceny

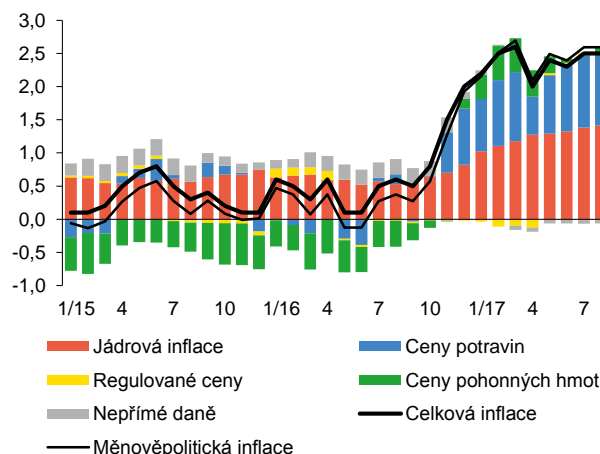
CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziroční změny v %)



STRUKTURA INFLACE

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)

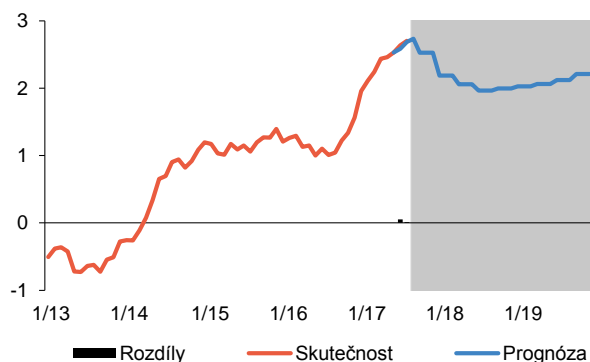


Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se v červenci naplnila a v srpnu byla skutečnost pouze o 0,1 p. b. pod prognózou. Mírné zrychlení meziročního cenového růstu bylo podle očekávání nadále nejvýrazněji taženo jádrovou inflací a cenami potravin. Ceny pohonných hmot i regulované ceny se v červenci i v srpnu zvýšily jen nepatrně. K drobné odchylce skutečnosti od prognózy přispěl zejména nižší růst cen potravin, naopak ceny pohonných hmot byly oproti prognóze mírně vyšší. Prognóza jádrové inflace a regulovaných cen se naplnila.

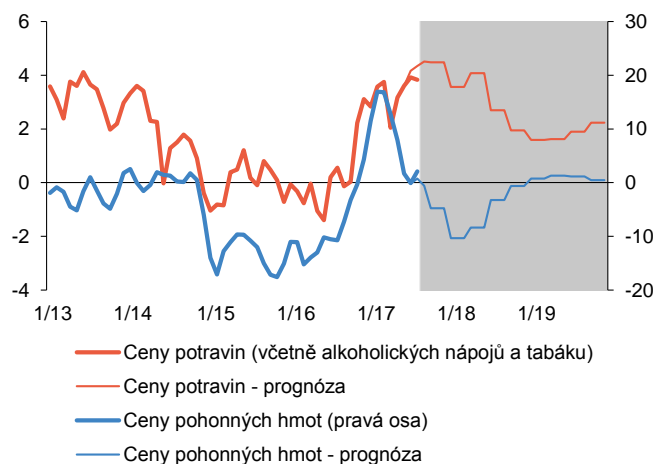
Jádrová inflace dále pozvolna zrychlovala a v srpnu dosáhla v souladu s prognózou 2,7 %. V jejím rámci přitom rychleji rostly ceny neobchodovatelných statků (o 4,0 % v srpnu). Výraznou měrou se na růstu těchto cen podílelo i nadále zrychlující imputované nájemné, v rámci kterého značně rostou zejména ceny nových bytů. Rovněž rychle rostou ceny v restauracích a kavárnách (vliv prosincového zavedení EET), jejich růst však v posledních měsících již neakceleroval. Výrazně rostly i ceny kulturních a rekreačních služeb, čistého nájemného a ubytování. Naproti tomu růst obchodovatelných statků je nadále utlumený a v průběhu třetího čtvrtletí se pohyboval okolo 0,8 %. Rychlejšímu růstu těchto položek spotřebního koše brání zejména nedávné posílení měnového kurzu. Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace v srpnu dále zrychlil na osmileté maximum na úrovni 2,9 %.

JÁDROVÁ INFLACE

(meziroční změny v %)

**CENY POTRAVIN A POHONNÝCH HMOT**

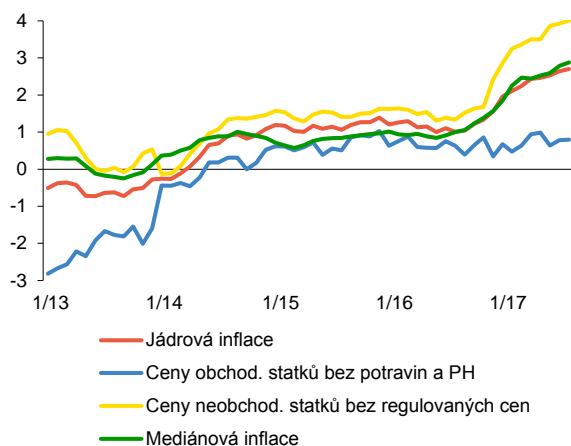
(meziroční změny v %)



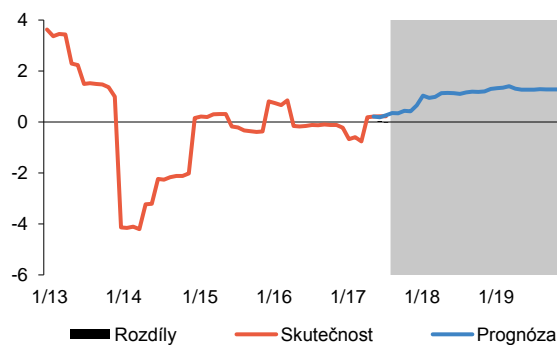
Růst cen potravin se v červenci a srpnu pohyboval těsně pod 4 %, přičemž prognóza očekávala mírně rychlejší růst. K jejich vysoké dynamice nadále přispívaly rychle rostoucí ceny mléčných výrobků, vajec, olejů a tuků i pekárenských výrobků. Současně však došlo k prohloubení poklesů cen ovoce a zeleniny, od srpna pak začaly klesat i ceny nealkoholických nápojů. Indikátory vývoje cen potravin za září zatím naznačují jen lehká dodatečná protiinflační rizika jejich prognózy.

JÁDROVÁ A MEDIÁNOVÁ INFLACE

(meziroční změny v %)

**REGULOVANÉ CENY**

(meziroční změny v %)



Ceny pohonných hmot v červenci meziročně téměř stagnovaly, v srpnu se pak jen lehce zvýšily. V porovnání s prognózou byl skutečný růst cen pohonných hmot v srpnu jen mírně vyšší (o 1,3 p. b.). Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump se ceny benzínu a nafty na počátku září dále lehce zvýšily, což je jen zanedbatelné dodatečné proinflační riziko prognózy.

Regulované ceny rostly v červenci i srpnu shodně o 0,2 %, a jejich prognóza se tak naplnila. V rámci jednotlivých složek regulovaných cen došlo k mírně vyššímu růstu cen v dopravě a cen propan butanu, naopak nižší růst ve srovnání s prognózou vykázaly ceny ve stravování. Pokles cen plynu pro domácnosti byl jen nepatrně slabší oproti prognóze. U ostatních částí regulovaných cen včetně cen elektřiny a tepla došlo zhruba k naplnění prognózy. Nicméně zvýšené ceny silové elektřiny na trhu představují proinflační riziko výhledu regulovaných cen do budoucna.

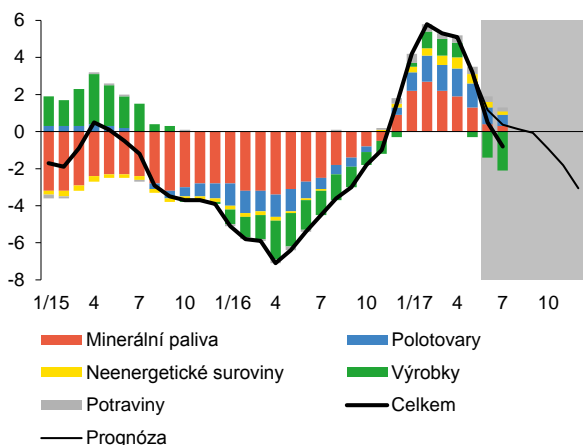
III.1.2 Dovošní a produkční ceny

Dynamika dovozních cen v posledních měsících ztlačila, a to ještě o něco výrazněji oproti prognóze. V případě dovozních cen byl v červenci zaznamenán dokonce meziroční pokles (-0,8 %). V tom se odráželo odeznívání předchozích nárůstů cen minerálních paliv, které k růstu dovozních cen přispívaly již jen nepatrně následkem zpomalení růstu světových cen ropy. Došlo také k překmitu cen dovážených výrobků do záporných hodnot, což odráží vliv posílení kurzu ve druhém čtvrtletí. Vzhledem k rychlejšímu zpomalování dovozních cen a současně ke slabšímu výhledu zahraničních cen oproti předpokladům prognózy lze očekávat výraznější protiinflační tlaky plynoucí z cen dovážených vstupů.

Růst cen průmyslových výrobců v srpnu naopak zrychlil nad prognózu (na 1,4 %). Přispěl k tomu zesilující růst výrobních cen v potravinářském průmyslu, nadále silný byl i příspěvek cen v oblasti zpracování kovů. Přes srpnové mírné zrychlení růstu cen průmyslových výrobců se ale potvrzují očekávání prognózy o slabých nákladových tlacích z produkční části ekonomiky.

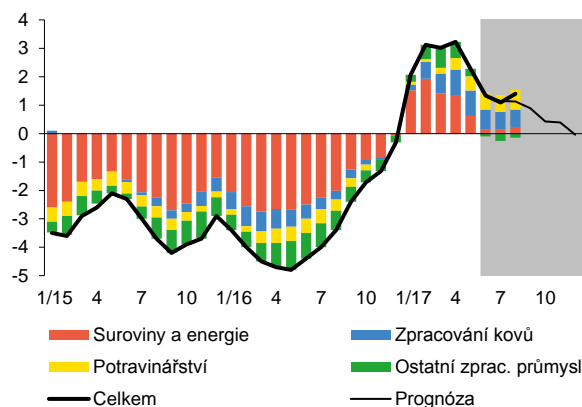
DOVOŠNÍ CENY

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)



CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

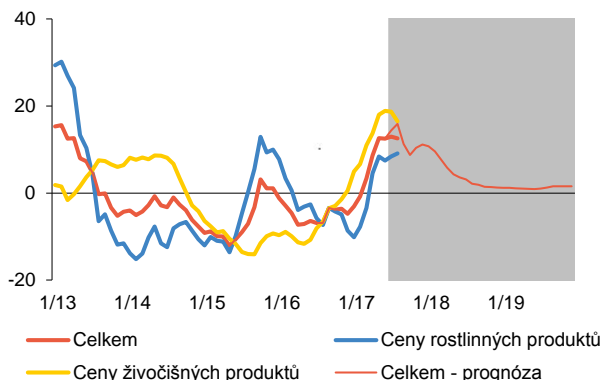
(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)



Růst cen zemědělských výrobců byl nadále výrazný, i když v srpnu mírně zaostal za očekáváním prognózy. Za zmírněním jejich dynamiky (na 12,5 % v srpnu) stálo oslabení dosud výrazného růstu cen v živočišné výrobě (na 16,5 %). V jejich rámci nicméně řada cen nadále ztlačila, nejvýznamněji u cen mléka, vajec a jatečných prasat. V rostlinné výrobě růst cen naopak zrychlil na 9,1 %, když kromě skokového růstu cen ovoce dále pokračoval zřetelný růst obilnin a olejnin. Výhled růstu cen zemědělských komodit ve světě se mírně snížil.

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

(meziroční změny v %)

**III.2 EKONOMICKÁ AKTIVITA**

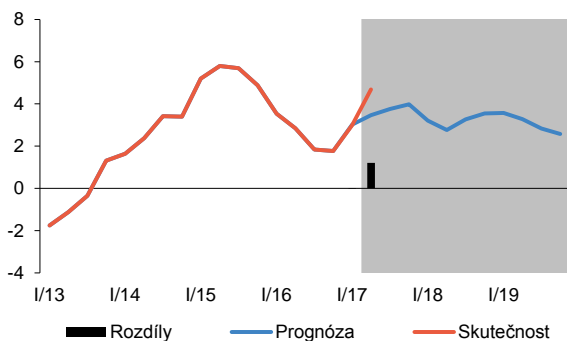
Růst ekonomické aktivity dále zdatelně zrychlil a nacházel se zřetelně nad prognózou. Příspěla k tomu nejen spotřeba domácností reflektující svižný růst mezd a zaměstnanosti, ale i výrazně oživená investiční aktivita a zahraniční obchod tažený sílící zahraniční poptávkou. Výrazné oživení fixních investic bylo přitom pravděpodobně taženo vládními investicemi při pokračujícím růstu soukromých investic. Kvůli meziročně výrazně nižšímu počtu pracovních dní jsou nicméně tato data zatížena zvýšenou nejistotou. Z hlediska tvorby přidané hodnoty byl růst plošný, přičemž k jeho zrychlení nejvíce přispěl terciální sektor. Solidní růsty průmyslové produkce i maloobchodních tržeb naznačují pokračování robustního ekonomického růstu i ve třetím čtvrtletí.

III.2.1 Výdajová strana ekonomiky

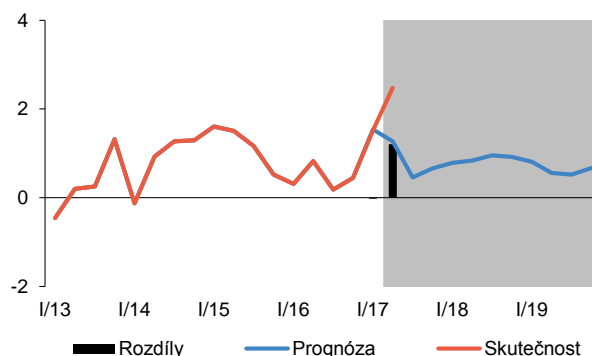
Dynamika hrubého domácího produktu se ve druhém čtvrtletí dále zdatelně zvýšila a překonala výrazně prognózu. Meziroční tempo HDP dosáhlo 4,7 % a nacházelo se o 1,2 p. b. nad prognózou. To bylo dáno zejména výrazně silnějším než očekávaným oživením růstu fixních investic. Vyšší příspěvek k meziročnímu růstu HDP vykázal také zahraniční obchod a spotřeba domácností. Tyto vlivy jen částečně kompenzovala slabší tvorba zásob a nižší růst vládní spotřeby. Mezičtvrtletně se ekonomická aktivita zvýšila o 2,5 %, což byl historicky nejvýraznější nárůst.

RŮST HDP

(meziroční změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno)

**RŮST HDP**

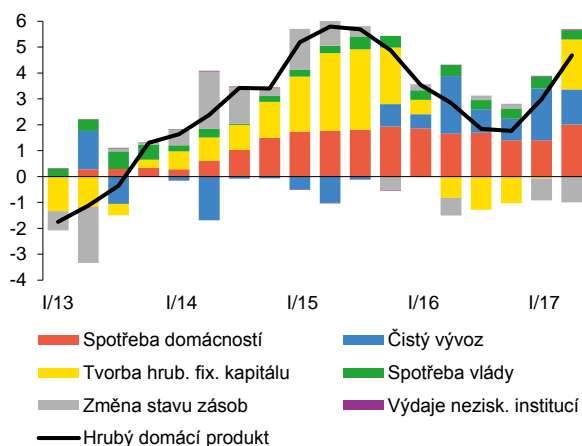
(mezičtvrtletní změny v %, stálé ceny, sezonně očištěno)



Na výrazném zrychlení ekonomické aktivity se podílely především fixní investice, které vzrostly podstatně více oproti prognóze. Zároveň se ve druhém čtvrtletí letošního roku dále zvýšil příspěvek spotřeby domácností, což odráží zrychlující mzdovou dynamiku a rostoucí optimismus spotřebitelů. Spotřeba domácností přitom rostla v porovnání s predikcí výrazněji. Zmínil se naopak příspěvek čistého vývozu, i ten však převýšil prognózu a nadále přispíval k růstu HDP kladně.

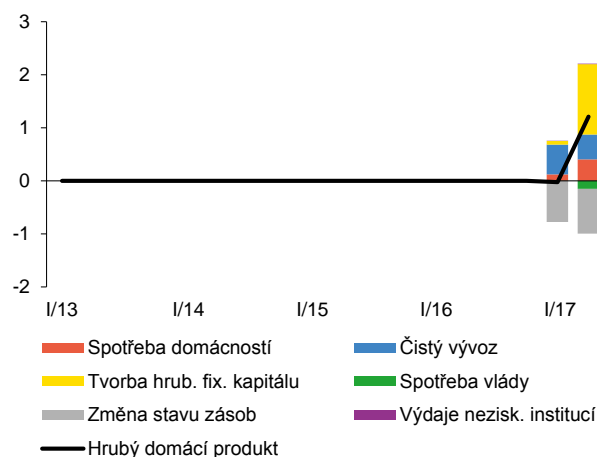
STRUKTURA RŮSTU HDP

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno)



ODCHYLKA OD PROGNÓZY HDP

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno)



Meziroční dynamika sezonně očištěné spotřeby domácností ztelně zrychlila, což bylo důsledkem výrazného nárůstu objemu mezd a platů jak v soukromém, tak i ve veřejném sektoru. Meziroční dynamika spotřeby domácností byla z pohledu věcného členění (sezonně neočištěné údaje) opětovně tažena všemi jejími složkami, nejvíce přispěla krátkodobá spotřeba a výdaje za služby. Tato sezonně neočištěná statistika však vykazovala obdobný růst jako v předchozím čtvrtletí, a tak její rozdíl od sezonně očištěných dat zahrnujících i očištění o nestejný počet pracovních dní naznačuje možný vliv tohoto efektu ve druhém čtvrtletí, které mělo letos meziročně o 4 pracovní dny méně.

Meziroční dynamika hrubé tvorby kapitálu překmitla do ztelně kladných hodnot, což bylo důsledkem nečekaně silného oživení růstu fixních investic. Věcné členění fixních investic přitom naznačuje, že zatímco jejich dynamika byla tažena pokračujícím růstem investic soukromého sektoru (stroje a zařízení, dopravní prostředky, obydlí), na výrazném zrychlení fixních investic se podílely zejména investice do budov a staveb. U nich odezněl předchozí hluboký pokles a byl již vykázán mírně kladný příspěvek k růstu celkových fixních investic, což lze zřejmě přisoudit vývoji ve vládním sektoru. Rozdíl mezi sezonně neočištěnou dynamikou věcného členění a sezonně očištěnými údaji meziročního růstu fixních investic také v tomto případě ukazuje na ztelný vliv očištění o nestejný počet pracovních dní.² Stejně jako u spotřeby domácností je teoretický vliv rozdílného počtu pracovních dní na objem investic nejistý a použité regresní metody ho mohou při výrazné odchylce od průměru nadhodnocovat.

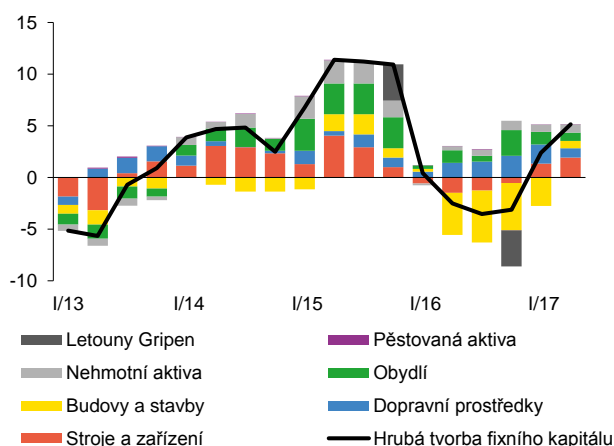
Reálná spotřeba vlády nečekaně zvolnila svůj meziroční růst, a to navzdory výraznému zvyšování nominálních náhrad vyplacených zaměstnancům. Oproti prognóze totiž výrazněji zrychlila dynamika deflátoru spotřeby vlády. Mezi spotřebou vlády rostla o poznání pomalejším tempem než náhrady

² Rozdíl mezi časovou řadou očištěnou o vliv sezonnosti i počtu pracovních dní a naproti tomu časovou řadou očištěnou pouze o sezonnost činí v případě investic zhruba 2,5 p. b.

zaměstnancům, přičemž v jejím rámci byl zaznamenán dvouciferný pokles nákladů na opravy a udržování stavebního charakteru u dopravní infrastruktury.

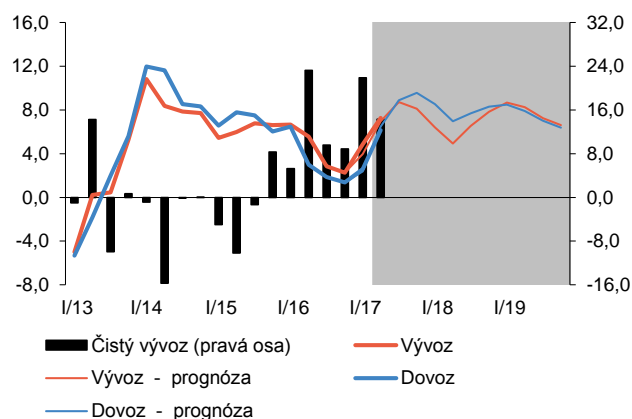
VĚCNÉ ČLENĚNÍ FIXNÍCH INVESTIC

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně neočištěno)



VÝVOZ A DOVOZ

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



Růst vývozu zboží a služeb tažený zrychlující zahraniční poptávkou dále zesílil, a to zhruba v souladu s prognózou. Pozorovaný růst vývozu byl opětovně tažen převážně automobilovým, elektrotechnickým a strojírenským průmyslem. V návaznosti na narůstající dynamiku těchto dovozně náročných exportů byl obdobný vývoj pozorován také u dovozu zboží a služeb. Nicméně s ohledem na silnější než očekávanou dynamiku domácí poptávky je poněkud překvapivé, že dovoz rostl nepatrně pomaleji oproti predikci. Dílčím vysvětlením může být – vedle výše zmíněných datových nejistot – oživení dovozně relativně nenáročných investic vlády.

III.2.2 Produkční strana ekonomiky

Za rychlejším růstem hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí stál především sektor tržních služeb a odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství. Příspěvek tržních služeb k růstu hrubé přidané hodnoty se v porovnání s předchozím čtvrtletím zhruba zdvojnásobil a odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství začalo po dlouhé době opět meziročně růst. K růstu přispívalo již také stavebnictví. Stablním základem růstové dynamiky hrubé přidané hodnoty i nadále zůstává zpracovatelský průmysl, kde se příspěvek rovněž mírně zvýšil.

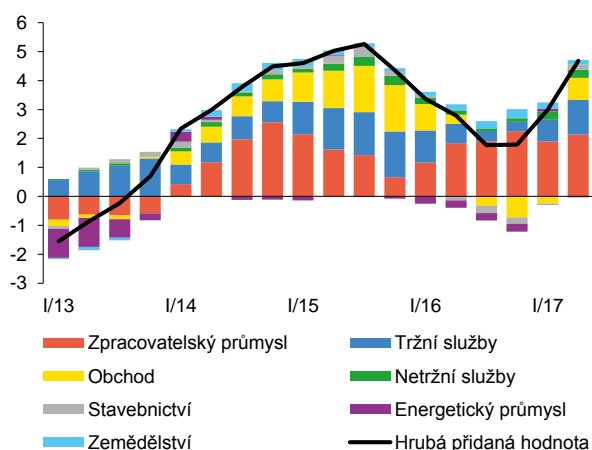
Hospodaření nefinančních podniků ve druhém čtvrtletí bylo ve znamení zpomaleného růstu výkonů, doprovázeno rychlým zvyšováním mzdových nákladů. Zejména vývoj výkonů je však ovlivněn meziročně výrazně nižším počtem pracovních dní. Růst výkonů v letošním roce je plošný a týká se jak průmyslu, tak terciálního sektoru. Při rychlém růstu mzdových nákladů dochází v sektoru nefinančních podniků k nárůstu mzdové náročnosti výkonů, znatelnému především v terciálním sektoru.

Průmyslová produkce pokračuje v solidní dynamice i na počátku třetího čtvrtletí, pokračuje také růst stavební produkce. Růst průmyslové produkce (3,3 % v červenci) je pozorován výhradně ve zpracovatelském průmyslu, kde dynamicky roste produkce většiny významných odvětví. Rychlejšímu růstu průmyslové produkce naopak brání útlum v odvětví těžby a dobývání a pokračující servisní odstávky v energetice. Výhled vývoje průmyslové produkce na základě nových zakázek a podnikatelského sentimentu zůstává nadále pozitivní. Obnovený růst pozemního stavitelství vedl k přechodu stavební produkce

k meziročnímu růstu (za červenec 2,3 %). Rychlejšímu růstu stavební produkce však brání pokračující pokles produkce inženýrského stavitelství.

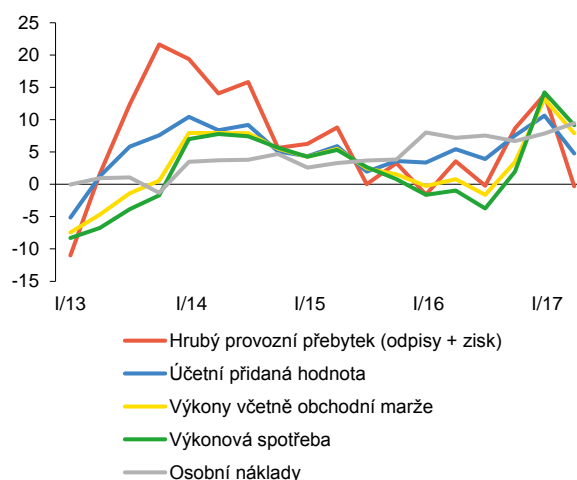
PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

(meziroční změny v %, příspěvky v p. b., stálé ceny, sezonně očištěno)



HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

(meziroční změny v %)



Vysoká spotřebitelská důvěra a svižné zvyšování příjmů domácností se i nadále projevuje v dynamickém růstu maloobchodních tržeb. Tento růst (4,8 % v maloobchodě bez motoristického segmentu) je v současné době tažen především nemotoristickým segmentem. V motoristickém segmentu dochází k postupnému zpomalování dynamiky tržeb.

III.3 TRH PRÁCE

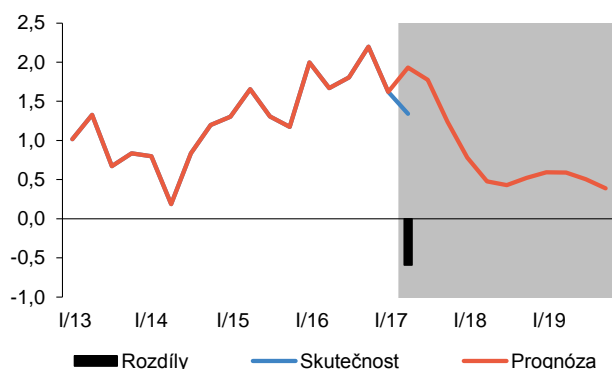
Ve druhém čtvrtletí inflační působení trhu práce dále zesilovalo. V prostředí silné poptávky po práci pokračovalo zvyšování zaměstnanosti, nicméně jeho dynamika za prognózou zaostala. Nezaměstnanost setrvale klesá téměř v souladu s predikcí. Nedostatek volné pracovní síly při vysoké poptávce po práci vedl k dalšímu znatelnému nárůstu volných pracovních míst a zároveň i k zesílení tlaku na růst mezd. Jejich dynamika v tržních i netržních odvětvích se ve druhém čtvrtletí opět skokově zvýšila, a to v obou případech výrazně nad prognózu. Národohospodářská produktivita práce pokračovala v mírném růstu a za vývojem reálných mezd tak znatelně zaostala. Současně došlo k výraznému nárůstu nominálních jednotkových mzdových nákladů.

III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

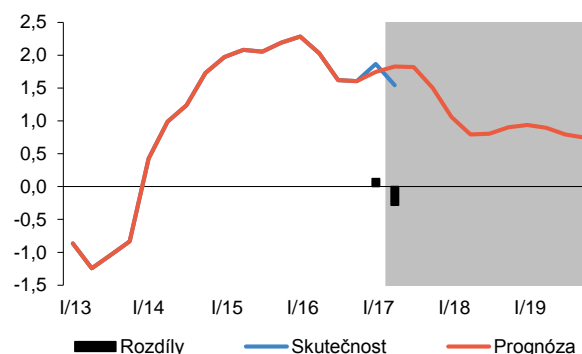
Navzdory rychle se zvyšující ekonomické aktivitě růst zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí dále zvolnil a nacházel se pod prognózou. Z hlediska struktury zaměstnanosti přispěl k jejímu meziročnímu růstu (o 1,3 %, prognóza 1,9 %) zejména zvyšující se počet zaměstnanců. Odchylnka od prognózy byla ve velké míře dána revizí časové řady, která snížila dynamiku meziročního růstu zaměstnanosti v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí o zhruba 0,5 p. b. V sektorovém členění se na nárůstu počtu zaměstnaných podílel nejvíce sekundární sektor (průmysl a stavebnictví), v menší míře potom terciální sektor, ve kterém narostl zejména počet zaměstnaných v profesních, vědeckých a technických činnostech. Červencová data o vývoji zaměstnanosti naznačují pokračování jejího růstu tempem okolo 1,5 % i ve třetím čtvrtletí letošního roku.

ZAMĚŠTNANOST

(meziroční změny v %)

**POČET ZAMĚŠTNANCŮ (PLNÉ ÚVAZKY)**

(meziroční změny v %)

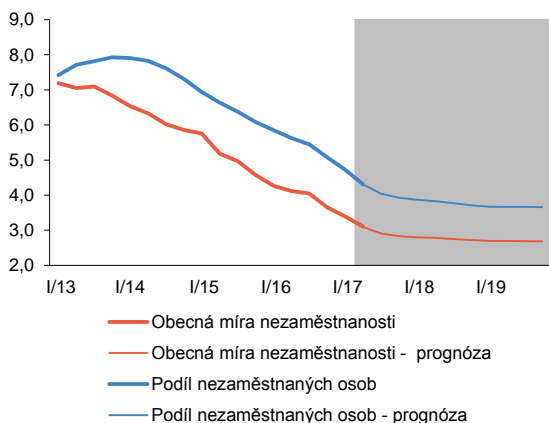


Výrazný nárůst kratších úvazků tlumil zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců, jehož růst za prognózou mírně zaostal. I tak se průměrný úvazek na zaměstnance v souladu s predikcí mírně zvýšil, a to vlivem cyklického tlaku na zvyšování úvazků plynoucího z malé dostupnosti volné pracovní síly. Při solidním růstu počtu zaměstnanců se tak jejich přepočtený počet ve druhém čtvrtletí 2017 zvýšil o 1,5 % (prognóza 1,8 %). Zhruba z jedné čtvrtiny se na tom podílel zpracovatelský průmysl následovaný obchodem a vzděláváním.

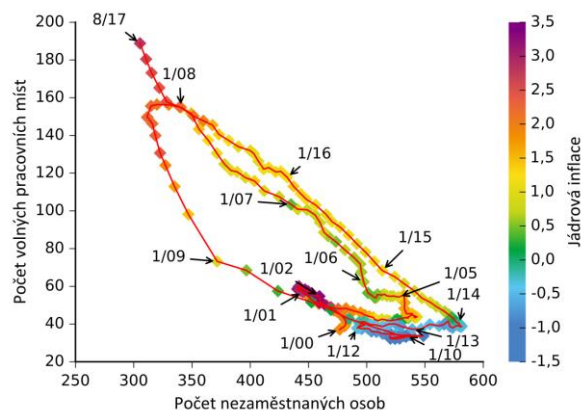
Snižování počtu nezaměstnaných ve druhém čtvrtletí stlačilo obecnou míru nezaměstnanosti v souladu s prognózou na historicky nejnižší hodnoty. Nízkých úrovní dle očekávání dosáhl i podíl nezaměstnaných osob. Již delší dobu trvající svižný růst ekonomiky se projevuje zřetelným poklesem počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se podílel na snížení celkového počtu nezaměstnaných zhruba ze dvou třetin. I díky tomu se obecná míra nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí dostala ke 3 % a podle červencových dat pokračuje v průběhu třetího čtvrtletí ve slabém poklesu pod tuto hranici. Rovněž podíl nezaměstnaných osob se v průběhu třetího čtvrtletí i nadále snižoval a v souladu s predikcí se shora přiblížil ke 4 %.

NEZAMĚŠTNANOST

(v %)

**BEVERIDGEOVA KŘIVKA**

(v tisících, sezonně očištěno)



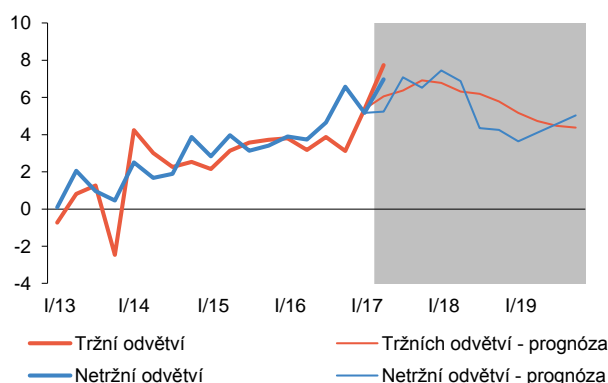
Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovaly i v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí. Nedostatek volné pracovní síly při vysoké poptávce po práci vedl v posledních několika měsících k výraznému nárůstu počtu volných pracovních míst. Pohledem Beveridgeovy křivky se tak sice aktuální situace na trhu práce z hlediska počtu nezaměstnaných podobá vývoji z poloviny roku 2008, ovšem při výrazně vyšším počtu volných pracovních míst.

III.3.2 Mzdy a produktivita

Zrychlení mzdové dynamiky v tržních odvětvích ve druhém čtvrtletí výrazně předčilo prognózu. Průměrná mzda v tržním sektoru vzrostla o znatelných 7,7 % (prognóza 6,1 %). Z hlediska jednotlivých odvětví byl růst mezd v průmyslu (tedy odvětví s nejvyšší vahou) zhruba v souladu s očekáváním, když dosáhl 8,3 %. Ve službách však mzdová dynamika prognózu výrazně předčila. Rychlý růst mezd ve službách je v souladu s rychlejším růstem ekonomické aktivity, který byl ve výraznější míře tažen právě terciárním sektorem. Silný růst mezd zaznamenala zejména odvětví s nízkou úrovní průměrné mzdy, a to ubytování a stravování (meziročně o 15,8 %) a administrativní a podpůrné činnosti (10,2 %). V těchto odvětvích se výrazněji než jinde projevilo lednové zvýšení minimální mzdy. Nicméně i v ostatních odvětvích služeb byla tempa mzdového růstu vysoká. V obchodu dosáhl růst 8,2 % a v odvětví dopravy a skladování se mzdy zvýšily o 6,7 %. Červencové údaje z průmyslu naznačují pokračování svižného a poměrně plošného růstu mezd (tempy nad 7 %) i ve třetím čtvrtletí.³

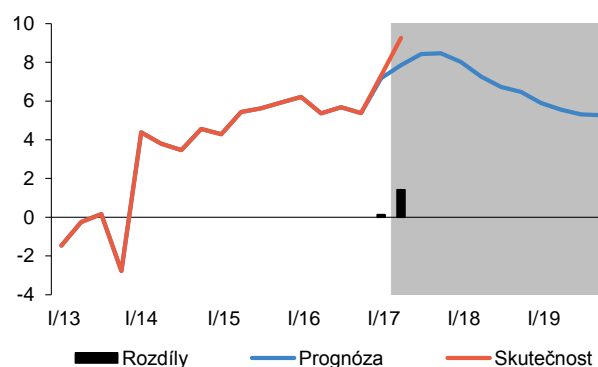
NOMINÁLNÍ MZDY

(meziročně v %)



NOMINÁLNÍ OBJEM MEZD A PLATŮ

(meziročně v %)



Rovněž v netržních odvětvích mzdové tempo ve srovnání s prvním čtvrtletím výrazně zesílilo nad prognózu, k čemuž přispěla zejména veřejná správa. Růst mezd v tomto sektoru dosáhl 7 % (prognóza 5,2 %). Silný meziroční nárůst mezd (o téměř 9 %) byl zaznamenán ve veřejné správě a obraně. Nejméně se výdělky zvýšily ve vzdělávání (o zhruba 5 %).⁴

Rychlejší nárůst průměrné mzdy spolu s pokračováním silného růstu přepočteného počtu zaměstnanců vedl k výraznějšímu zvýšení objemu mezd a platů. V nominálním vyjádření byl objem mezd a platů meziročně vyšší o 9,3 % (reálně o 7 %). Z hlediska distribuce mezd se podle údajů z ČSÚ mediánová mzda ve druhém čtvrtletí 2017 zvýšila meziročně o 8,2 % a předčila již tak vysoké tempo růstu průměrné mzdy v ČR. Dále tak pokračuje trend snižování mzdové diferenciace, kdy nadprůměrným tempem rostou nižší příjmy.

Silný růst průměrné mzdy, který nebyl doprovázen odpovídajícím zvýšením produktivity práce, vedl ke zvýšení dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů. Jejich dynamika se přitom ve srovnání s předchozím čtvrtletím změnila zejména v průmyslu, kde se NJMN ve druhém čtvrtletí zvýšily o 5,6 % (zatímco v prvním čtvrtletí ještě poklesly o téměř 2%). K této změně vedle vyššího objemu mezd a platů přispělo především zpomalení růstu (sezonně neočištěné) HPH. Produktivita práce se ve druhém

³ Podle individuálních dat z průmyslu měl mzdový růst v tomto sektoru výrazně plošný charakter.

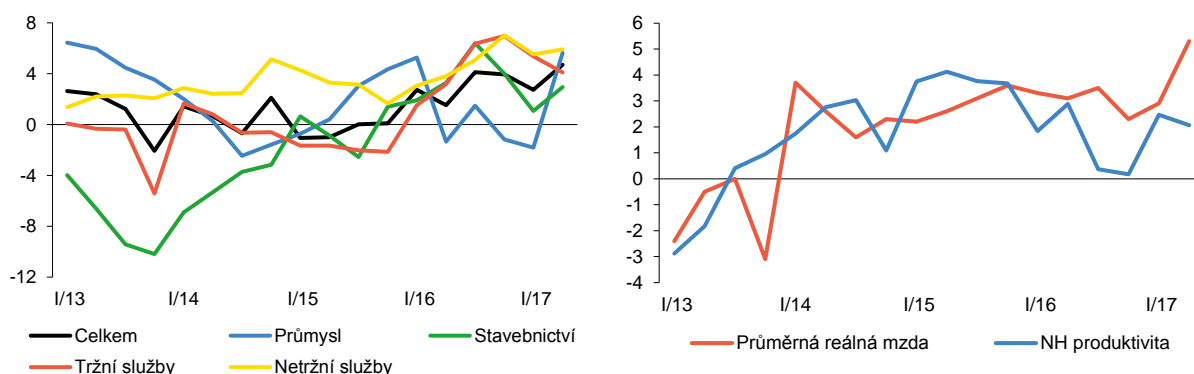
⁴ Objem náhrad zaměstnancům v ústředních vládních organizacích vzrostl o 9,4 %, u místních organizací o 8,7 %. Výrazně se objem náhrad zvýšil zejména v SŽDC (o 15,4 %) a v příspěvkových organizacích (11,7 %).

čtvrtletí 2017 zvýšila o 2,1 %, a zřetelně tak zaostala za růstem reálné průměrné mzdy. I přes zpomalení růstu HPH bylo zvyšování produktivity taženo průmyslem. V ostatních sledovaných odvětvích její růst za celkovým průměrem zaostal, v případě tržních služeb však pouze slabě.

NOMINÁLNÍ JEDNOTKOVÉ MZDOVÉ NÁKLADY PRODUKTIVITA PRÁCE A REÁLNÉ MZDY

(meziročně v %, v metodice ESA 2010, sezonně neočištěno)

(meziročně v %, produktivita v metodice ESA 2010, sezonně neočištěno)



III.4 PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet platební bilance dosáhl ve druhém čtvrtletí 2017 vlivem sezonního vyplácení dividend mírného schodku, který byl ve srovnání s predikcí 5. SZ nepatrně hlubší. Odchylka od predikce souvisela s hlubším než očekávaným schodkem prvotních důchodů, především v důsledku vyšších dividend z přímých investic hrazených nerezidentům. Výše přebytku kapitálového účtu zhruba odpovídala predikci. V případě finančního účtu byl zejména patrný vysoký nákup vládních dluhopisů nerezidenty, který přispěl k výslednému čistému přílivu portfoliových investic a vysokému růstu rezervních aktiv.⁵

III.4.1 Běžný a kapitálový účet

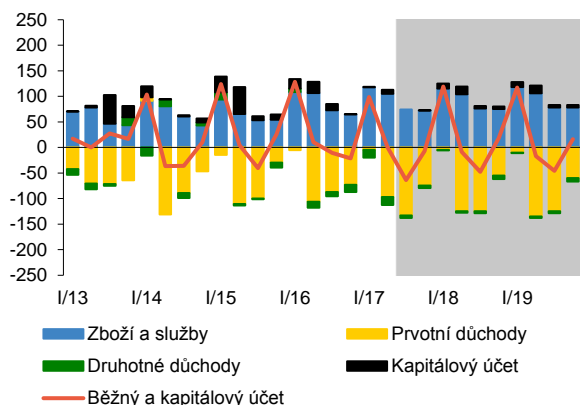
Pro bilanci zboží a služeb byl charakteristický pokračující vysoký přebytek, jehož hodnota byla ve srovnání s predikcí mírně vyšší. Nepatrný meziroční pokles přebytku, převyšujícího nicméně 100 mld. Kč, byl spojen pouze se zmírněním přebytku zboží, zatímco přebytek služeb již deváté čtvrtletí v řadě meziročně rostl. Vývoj bilance zboží byl významně ovlivněn přetrvávající zápornou meziroční změnou směnných relací a současným výrazným zrychlením růstu celkové domácí poptávky. Pokles aktiva zboží v důsledku cenového vlivu byl nicméně zhruba z poloviny vyvážen pozitivním vývojem v reálném vyjádření. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční pokles celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn prohloubením schodku ve skupině nerostných paliv. Přebytek nejvýznamnější skupiny strojů a dopravních prostředků se přitom v tomto čtvrtletí meziročně téměř nezměnil. Dalším faktorem, který vývoj bilance zboží ve druhém čtvrtletí významně ovlivnil a projevil se zejména ve zmírnění obchodního obrátu, byl meziročně výrazně nižší počet pracovních dnů (ve druhém čtvrtletí o čtyři méně, zatímco v předchozím čtvrtletí o tři více). Bilance služeb dosáhla ve druhém čtvrtletí historicky nejvyššího přebytku, který přesáhl 30 mld. Kč. Přebytkem skončily všechny

⁵ Spolu s údaji o vývoji platební bilance ve druhém čtvrtletí 2017 byly zveřejněny aktualizované údaje i za první čtvrtletí. Revize se především týkaly položek na finančním účtu. Nejvýznamnější úpravu přitom představovalo snížení čistého přílivu portfoliových investic o téměř 92 mld. Kč, hlavně v důsledku zmírnění čistého přírůstku závazků u dluhových cenných papírů. Čistý odliv na finančním účtu (včetně rezervních aktiv) celkově vzrostl o více než 56 mld. Kč.

čtyři dílčí bilance, přičemž největšího přebytku – přes 10 mld. Kč – dosáhly služby v rámci zušlechťovacího styku a opravy a údržba, které také nejvíce přispěly k růstu celkového přebytku.

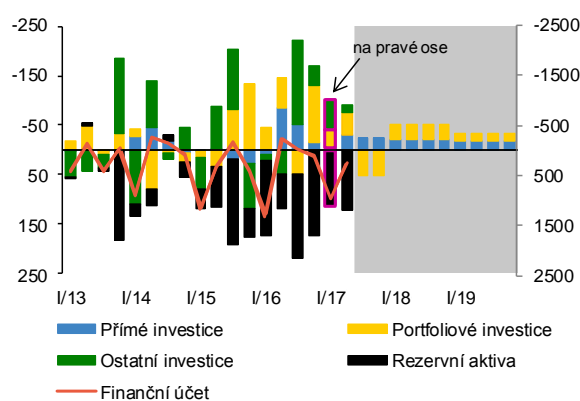
BĚŽNÝ A KAPITÁLOVÝ ÚČET (SKUTEČNOST A VÝHLED)

(v mld. Kč)



FINANČNÍ ÚČET (SKUTEČNOST A VÝHLED)

(v mld. Kč)



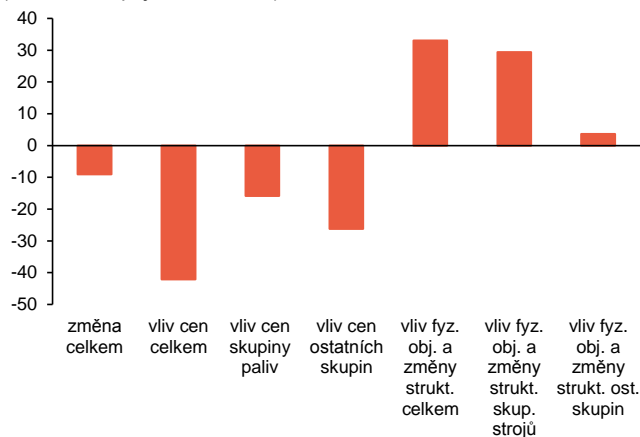
Pozn.: Hodnoty na svislé ose pravého grafu finančního účtu jsou v obráceném spektru, protože záporná hodnota znamená v metodice BPM6 příliv finančních prostředků. Vlivem končícího kurzového závazku dosáhly položky v součtovém sloupci v prvním čtvrtletí 2017 velmi vysokých hodnot. Byly proto z hlediska čitelnosti grafu sníženy na desetinu svých původních hodnot. Predikce je prováděna pouze pro přímé a portfoliové investice.

Důchodové bilance skončily ve druhém čtvrtletí výrazným souhrnným schodkem, který byl ve srovnání s predikcí v důsledku vývoje prvotních důchodů hlubší. Prvotní důchody dosáhly ve druhém čtvrtletí vysokého sezonního schodku (ve výši téměř 100 mld. Kč), i když ten se meziročně mírně snížil. Nejvýznamnější složkou jejich celkové bilance byl přitom schodek důchodů z přímých investic, související především s výplatou dividend nerezidentům. Na rozdíl od vysokého schodku výnosů z investic skončily dílčí bilance náhrad zaměstnancům a výnosů z ostatních investic (zahrnující vztahy vůči EU) tradičně mírnými přebytky. Druhotné důchody zaznamenaly schodek, který se zejména z důvodu rychlejšího růstu výdajů než příjmů z rozpočtu EU meziročně mírně prohloubil. Na patnáctimiliardovém schodku se tak zhruba z poloviny podílel schodek čistých příjmů z rozpočtu EU a z poloviny schodek ostatních důchodů. Druhotné důchody jsou ve schodku již páté čtvrtletí v řadě. Meziročně se schodek důchodových bilancí souhrnně zmínil, což přispělo ke zmírnění celkového schodku běžného účtu. Poměr běžného účtu k HDP na roční bázi nicméně setrvává v kladných hodnotách. Ve druhém čtvrtletí dosáhl 0,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se nepatrně zvýšil.

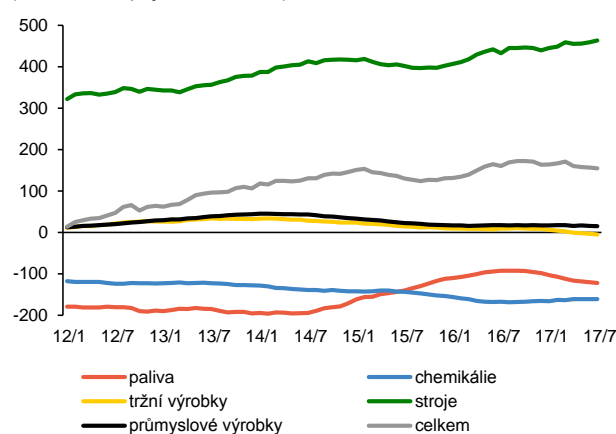
Naproti tomu kapitálový účet skončil ve druhém čtvrtletí mírným přebytkem, vyplývajícím z čerpání prostředků z rozpočtu EU. Jeho meziroční pokles rovněž souvisel především s nižším čerpáním zdrojů z rozpočtu EU.

ROZKLAD FAKTORŮ MEZIROČNÍ ZMĚNY SALDA OBCHODNÍ BILANCE ZA 1-7/2017

(v národním pojetí, v mld. Kč)

**ROČNÍ KLOUZAVÉ ÚHRNY OBCHODNÍ BILANCE PODLE SITC**

(v národním pojetí, v mld. Kč)

**III.4.2 Finanční účet**

V rámci finančního účtu dosáhly ve druhém čtvrtletí vysokých čistých výpůjček ze zahraničí, tj. čistého přílivu, přímé a portfoliové investice. Čistý příliv přímých investic pokračoval již páté čtvrtletí v řadě a tentokrát dosáhl téměř 30 mld. Kč. Podobně jako v předchozích třech čtvrtletích tento vývoj nejvíce souvisel s odhadovanou úrovní reinvestic zisku v ČR. K přílivu přímých zahraničních investic do ČR přispěla i převaha přijatých půjček v dluhových nástrojích. Rovněž růst českých přímých investic v zahraničí byl spojen zejména s reinvesticemi zisku. Meziročně se však čistý příliv přímých investic výrazně snížil, což souviselo s vývojem v úvěrových vztazích. Nejvyšší čisté výpůjčky, tj. čistý příliv, byly ve druhém čtvrtletí zaznamenány u portfoliových investic. Ve srovnání s vývojem v předchozích dvou čtvrtletích se jejich čistý příliv zmínil z trojciferných hodnot pod 50 mld. Kč. Nejvýznamnější operace však nadále představovaly nákupy vládních dluhopisů nerezidenty, zřejmě v očekávání brzkého posílení kurzu koruny. Pro vývoj portfoliových investic ve druhém čtvrtletí byl dále charakteristický poměrně výrazný nákup zahraničních cenných papírů tuzemskými investory (nejvyšší od prvního čtvrtletí 2015), rozdělený zhruba rovnoměrně mezi účasti a podíly v investičních fondech a dluhové cenné papíry. Rovněž meziroční zmírnění celkového čistého přílivu portfoliových investic souviselo v tomto čtvrtletí se změnou toků na straně aktiv.

Také vypořádání s finančními deriváty a ostatní investice skončily čistým přílivem, pro vývoj finančního účtu byl však určující růst rezervních aktiv. U ostatních investic byly vykázány poměrně nízké čisté výpůjčky ze zahraničí, které nedosáhly ani 20 mld. Kč. Souvisely s čistým přílivem do bankovního sektoru včetně ČNB, který byl spojen především s růstem vkladů nerezidentů u tuzemských bank. Čistý příliv do bankovního sektoru byl zhruba z poloviny korigován čistým odlivem zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru, zejména v souvislosti se splácením krátkodobých obchodních úvěrů nerezidentům. Růst rezervních aktiv se ve druhém čtvrtletí ve srovnání s předchozím čtvrtletím řádově zpomalil, i tak však přesáhl 100 mld. Kč. Souvisel s transakcemi pro klienty ČNB a částečně ještě s devizovými intervencemi provedenými před ukončením kurzového závazku. Čistý odliv na finančním účtu tak byl důsledkem výrazného růstu rezervních aktiv, který převážil nad souhrnným čistým přílivem v rámci ostatních čtyř bilancí.

III.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

Dosavadní vývoj v oblasti veřejných financí potvrzuje základní vyznění stávající fiskální prognózy z 5.SZ. Nové informace potvrzují předpoklad, že příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity bude v letošním roce zřetelně kladný zejména vlivem obnovení růstu vládních investic, v příštím roce se pak její expanzivní působení bude odehrávat zejména prostřednictvím spotřeby domácností. Začátkem září vláda zahájila projednávání návrhu zákona o státním rozpočtu na rok 2018 se schodkem 50 mld. Kč.

FISKÁLNÍ PROGNÓZA Z 5.SZ

(v % z nominálního HDP)

	2016 skutečnost	2017 prognóza	2018 prognóza	2019 prognóza
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0,6	1,0	1,1	1,1
UPRAVENÉ SALDO ^{a)}	0,6	0,9	1,1	1,1
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{b)}	0,5	0,7	0,7	0,9
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) ^{c)}	0,7	0,2	0,0	0,2
Strukturální saldo (metoda EK) ^{b)}	0,8	0,8	0,9	0,8
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) ^{c)}	1,1	0,1	0,0	-0,1
Fiskální impulz v p. b. ^{d)}	-0,1	0,5	0,3	0,1

a) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

b) odhad ČNB

c) měří meziroční změnu strukturálního salda

d) měří příspěvek k růstu HDP, odhad ČNB

Některá sociální opatření obsažená ve stávající fiskální prognóze zřejmě nebudou do konce volebního období schválena, mzdový růst ve vládním sektoru bude naopak vyšší. Vládou navrhovaná diskreční opatření v rámci „předvolebního sociálního balíčku“ byla zahrnuta do fiskální prognózy pro 5.SZ, protože vládní koalice jednoznačně deklarovala cíl jejich schválení před volbami do Poslanecké sněmovny. U některých opatření se však s největší pravděpodobností nepodaří legislativní proces do voleb dokončit. Jedná se o změnu předpokládaných diskrečních opatření směrem ke zvýšení přebytku vládního sektoru v rozsahu cca 7 mld. Kč, což představuje snížení kladného příspěvku fiskální politiky k růstu HDP v roce 2018 o méně než 0,1 p. b. V opačném směru bude působit záměr vládní koalice plošně výrazně navýšit mzdy pro učitele a ostatní státní zaměstnance již od listopadu tohoto roku. Se znatelným růstem mezd ve veřejném sektoru v roce 2017-2018 již stávající prognóza počítala, přičemž schválení tohoto opatření zvýší očekávanou dynamiku náhrad zaměstnanců ve vládním sektoru v letošním a příštím roce v průměru o zhruba 2,5 p.b. na cca 10 %.

Po očištění o transfer prostředků z EU je dosavadní hospodaření státního rozpočtu lepší než v minulém roce. Státní rozpočet ke konci srpna letošního roku dosáhl přebytku ve výši 15,6 mld. Kč (v metodice GFS), což je ve srovnání se stejným obdobím loňského roku o 65,6 mld. Kč nižší číslo. Tento vývoj je však důsledkem výrazného snížení transferu prostředků z EU. Hospodaření státního rozpočtu očištěné na příjmové i výdajové straně o tyto prostředky skončilo ke konci srpna 2017 schodkem 3,1 mld. Kč, přičemž ve stejném období loňského roku hospodařil státní rozpočet po očištění o tento vliv se schodkem 10,0 mld. Kč.⁶

⁶ Za leden až srpen 2017 si z titulu předfinancování EU projektů a financování společné zemědělské politiky státní rozpočet (v cash vyjádření) polepšil „jen“ o 18,7 mld. Kč, tedy o 72,5 mld. Kč méně, než tomu bylo za stejné období loňského roku.

Aktuální informace o plnění příjmové strany státního rozpočtu indikují pro prognózu celkového salda vládního sektoru riziko mírně vyššího přebytku v letošním roce. Daňové inkaso i výběr sociálního pojištění za leden až srpen 2017 vykazovaly solidní meziroční růst. Inkaso DPH se meziročně zvýšilo o 9,5 % (o 14,5 mld. Kč), výběr daně z příjmu fyzických osob vzrostl o 12,2 % (o 8,7 mld. Kč), a příjmy ze sociálního pojištění se zvýšily o 8,2 % (o 23,1 mld. Kč). Tyto údaje současně naznačují pokračující rychlý růst domácí poptávky a celé ekonomiky i v průběhu letošního třetího čtvrtletí.

Vyšší meziroční růst, než očekávala prognóza z 5.SZ, zaznamenala ve druhém čtvrtletí 2017 nominální spotřeba vlády, růst vládních investic se obnovil v souladu s prognózou. Vývoj spotřeby vlády byl ovlivněn především akcelerací mzdového růstu. Náhrady zaměstnancům ve vládním sektoru meziročně vzrostly o 9 %, silný mzdový růst byl zaznamenán ve veřejné správě a obraně, naopak nejméně se výdělky zvýšily ve vzdělávání (o zhruba 5 %). Vysoký meziroční růst výdajů na mezispotřebu ze začátku roku ve druhém čtvrtletí zřetelně zpomalil. Vládní investice meziročně vzrostly nominálně o 7,5 %, přičemž k oživení došlo zejména u investic do budov a staveb. Po slabším výsledku v prvním čtvrtletí se tak potvrzuje předpoklad prognózy o pozvolném oživení vládních investic a jejich narůstajícím příspěvkem k růstu celkových fixních investic. V letošním roce se již zlepšil náběh čerpání fondů EU z nového programového období, když začaly významněji čerpat i objemově nejsilnější operační programy (Doprava a Životní prostředí).

Vláda zahájila projednávání návrhu zákona o státním rozpočtu na rok 2018 s plánovaným deficitem ve výši 50 mld. Kč. Ve stejné výši byl deficit navržen i ve výhledu na roky 2019 a 2020 (v metodice GFS).⁷ Na jednání vlády předložený návrh státního rozpočtu na rok 2018 ani výhled na roky 2019 a 2020 však neobsahovaly plošný nárůst platů ve vládním sektoru, což byl zjevně nerealistický předpoklad. Po předložení návrhu státního rozpočtu na jednání vlády se přitom představitelé vládní koalice dohodli na růstu platů státních zaměstnanců o 10% a učitelů o 15 %, a to již od listopadu letošního roku. Vláda nicméně nadále deklaruje záměr dodržet 50 mld. („cashového“) deficitu v roce 2018.

III.6 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

V návaznosti na srpnové zvýšení základních sazeb ČNB se posunuly výše i úrokové sazby na peněžním trhu, sazba 3M PRIBOR v průměru za třetí čtvrtletí však zůstává pod prognózou. Kurz koruny se pohybuje těsně nad hladinou 26 CZK/EUR, což je zhruba v souladu s předpokladem prognózy. Klientské úrokové sazby se po předchozím zvýšení pohybují lehce nad historickými minimy. Vysoký růst úvěrů tažený zejména úvěry domácnostem se stabilizoval v důsledku zvolnění poptávky po hypotékách. Po výrazné akceleraci na počátku letošního roku setrvala v červenci dynamika M3 na zvýšených hodnotách a nacházela se mírně nad prognózou.

III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby

Po zvýšení základních sazeb ČNB na počátku srpna se zvýšily také úrokové sazby na peněžním trhu.⁸ Průměrná výše sazby 3M PRIBOR v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2017 (do 21.9.) činí 0,4 %,

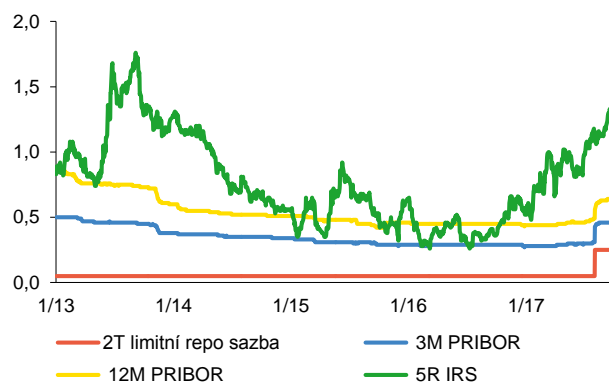
⁷ Celý sektor vládních institucí (zahrnující vedle státního rozpočtu i místní rozpočty, rozpočty státních fondů a fondy sociálního zabezpečení), má dle návrhu v uvedených letech dosahovat přebytků v intervalu 1,3 % - 1,7 % HDP (v metodice ESA2010). To výrazně překračuje původní předpoklady obsažené v dubnové aktualizaci Konvergenčního programu (0,3 % - 0,5 % HDP v uvedených letech). Stávající fiskální prognóza ČNB očekává v letech 2017-2019 přebytkové hospodaření vládního sektoru v rozsahu cca 1 % HDP.

⁸ V důsledku úpravy základních úrokových sazeb ČNB (zejména odpoutání dvoutýdenní repo sazby od technicky nulové hladiny) se změnila struktura sterilizované likvidity; výrazně se snížil objem depozitní facility ve prospěch více úročených repo operací.

a pohybuje se tak pod prognózou (0,65 %). Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se nepatrně snížilo na 0,2 p.b. Rovněž sazby FRA se po srpnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB posunuly výše a naznačují v nejbližším roce očekávání plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR z její stávající úrovně, viz graf v kapitole I.4.

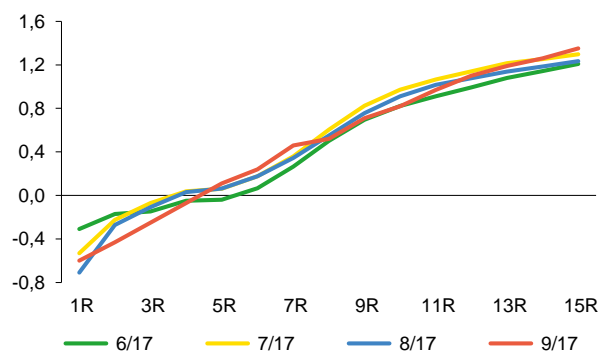
ÚROKOVÉ SAZBY

(v %)



VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

(v %)



Domácí úrokové sazby IRS lehce vzrostly ve většině splatností, jen vzdálenější splatnosti se téměř nezměnily, což bylo zhruba v souladu s vývojem na hlavních zahraničních trzích. Do zahraničních sazeb se přitom promítala nervozita související s jadernými testy KLDŘ, která zvýšila zájem o bezpečná aktiva a dočasně vedla k poklesu výnosů státních dluhopisů. Naopak směrem k vyšším výnosům působily pozitivní globální ekonomický vývoj včetně předstihových ukazatelů a spekulace, že Výkonný výbor ECB na svém zasedání 7. září dospěl ke shodě, že příštím krokem bude zpřísnění měnových podmínek. V souhrnu se však nejednalo o významné změny; od srpnového zasedání BR jejich rozsah u domácích sazeb IRS v absolutním vyjádření (podobně jako v zahraničí) nepřesáhl 0,2 procentního bodu. Příliš se nezměnily ani výnosy tuzemských státních dluhopisů. Kratší konec jejich výnosové křivky – do splatnosti 3R – se nadále pohybuje v záporných hodnotách. Na primárním trhu státních dluhopisů zůstává emisní aktivita Ministerstva financí utlučená.⁹ Celková držba střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v rukou nerezidentů během července klesla cca o 25 mld. Kč, přičemž jejich podíl se snížil na 45,6 % z dosud nejvyšší hodnoty 47,6 % na konci června 2017

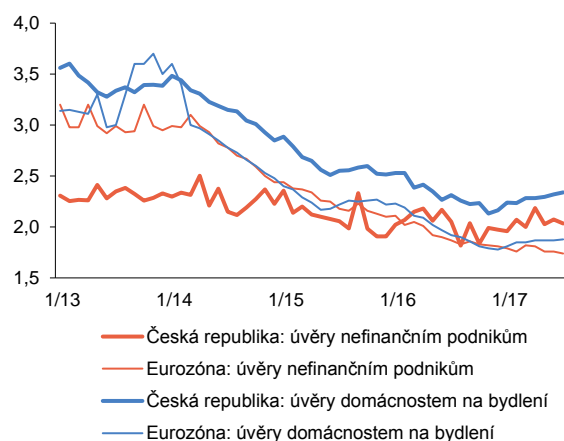
Úrokové sazby z úvěrů zůstávají i po předchozím zvýšení stále na nízké úrovni. Srpnové zvýšení sazeb peněžního trhu se promítne do jejich vývoje se zpožděním, přičemž přenos nemusí být úplný. Vzhledem k předpokládané velké citlivosti poptávky na úrokovou sazbu banky přistupují ke zdražování hypotečních úvěrů opatrně. Sazba z hypoték se od svého minima z loňského listopadu do dubna 2017 zvýšila u delších fixací v průměru zatím jen o 0,2 p. b., když v posledních měsících se jejich pohyb směrem vzhůru pohyboval již jen v řádu setin a v červenci sazba stagnovala na úrovni 2,05 %. Srpnové zvýšení sazeb peněžního trhu ovlivnilo cenu zdrojů bank, což by se mělo projevit s měsíčním zpožděním u plovoucích a krátkodobých úrokových sazeb, které převládají u podnikových úvěrů, zatímco podíl hypoték s těmito sazbami je nízký.

⁹ Velmi flexibilní přístup uplatňuje MF na trhu SPP. Na třetí čtvrtletí 2017 byla plánovaná celková jmenovitá hodnota SPP v indikativní maximální výši 30 mld. Kč, přitom jen v září budou maturovat SPP za cca 196 mld. Kč. Dosud emitovaný objem ve třetím čtvrtletí dosahuje téměř 136 mld. Kč. Například v poslední aukci (24.8.) MF nabízel 4T státní poukázky v objemu 0-5 mld. Kč. Poptávka ze strany investorů byla masivní. MF ji vzhledem k dosaženému zápornému výnosu (-0,25 %) z převážné části uspokojilo a prodalo poukázky v objemu 34,8 mld. Kč.

Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů, které jsou určujícím faktorem pro dlouhodobé úrokové sazby z hypoték, přitom vykazují smíšené pohyby. Sazba z podnikových úvěrů se v červenci pohybovala v blízkosti 2 %. Náklady bank spojené s úročením vkladů se snížily na rekordně nízkou úroveň 0,1 % v důsledku poklesu úročení úsporných vkladů domácností. Klientské reálné úrokové sazby jsou vlivem zvýšení inflace záporné a signalizují přetrvávající značné uvolnění úrokové složky měnových podmínek.

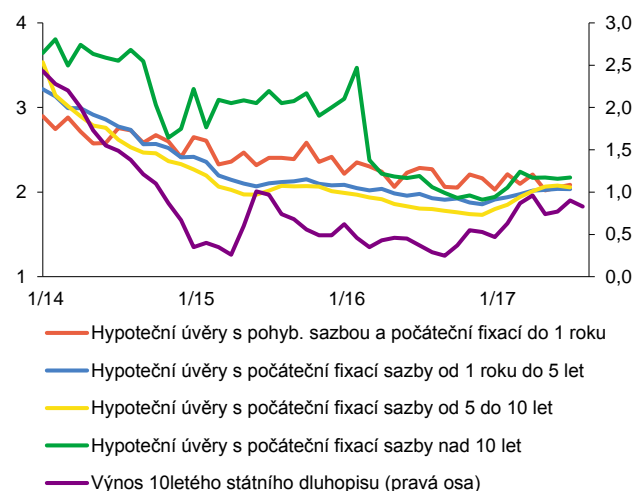
KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY V ČR A EUROZÓNĚ

(v %)



ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ

(nové obchody včetně navýšení, v %)

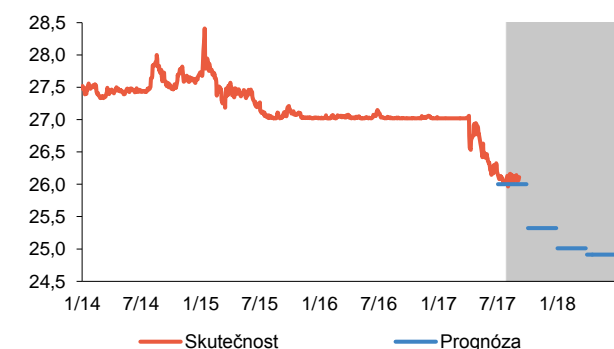


III.6.2 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru byl v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí stabilní. Nacházel se lehce nad úrovní 26 CZK/EUR, která odpovídá predikci z 5.SZ. Kurz koruny vůči euru setrval v poměrně úzkém pásmu +/- 10 haléřů kolem hodnoty 26,1 CZK/EUR. Meziročně koruna posílila o 3,5 %.

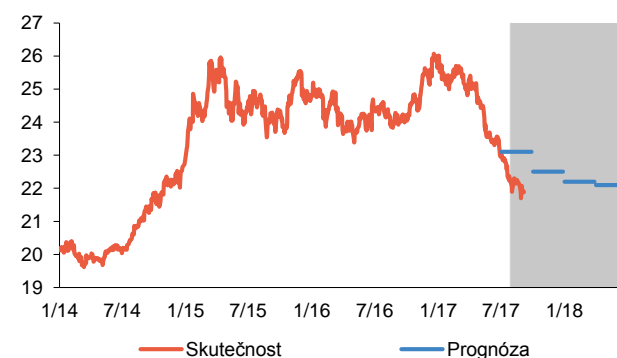
MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI EURU

(CZK/EUR)



MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI USD

(CZK/USD)



Pozn.: Šedá plocha značí období od projednání 5.SZ v bankovní radě.

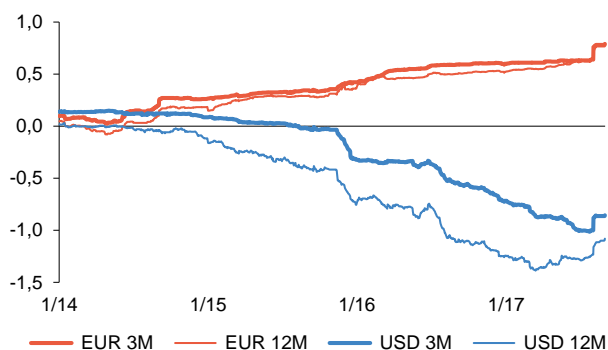
Ve směru posilování koruny působí kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru a očekávání jeho nárůstu, v obráceném směru pak překoupenost trhu s korunou. Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru¹⁰ vzrostl z hodnot mírně nad 0,6 p. b. vlivem srpnového zvýšení měnově politických sazeb ze strany ČNB až na cca 0,8 p. b. Kurz koruny podporuje také vyšší než očekávaný hospodářský růst doprovázený rychlým zvyšováním mezd a inflací pohybující se nadále v horní polovině tolerančního pásma cíle. Sílí rovněž očekávání trhu ohledně dalšího letošního růstu měnově politických sazeb ČNB. Naopak posilování eura na světových trzích vyvolává komentáře členů BR ECB o nežádoucím zpřísnění měnových podmínek. Přesto nedochází k prudkému posilování koruny z důvodu existence rozsáhlých, dříve vybudovaných, „spekulativních“ korunových pozic zahraničních investorů. Ty na počátku třetího čtvrtletí jen mírně klesaly (o několik desítek miliard korun), a to v oblasti krátkodobých korunových dluhopisů a krátkodobých korunových depozit nerezidentů u tuzemských bank.

Vůči americkému dolaru koruna výrazně meziročně posílila vlivem kombinace oslabování dolaru na světových trzích a posílení koruny vůči euru. Koruna jevila tendenci k posilování vůči dolaru z hodnot poblíž 22,9 CZK/USD na počátku čtvrtletí až na 21,9 CZK/USD v průběhu první zářijové dekády. Příčinou bylo především mírné oslabování dolaru na světových trzích vlivem snížení optimismu finančních trhů ohledně budoucího vývoje americké ekonomiky a postupné snižování důvěry v uskutečnění významnějších ekonomických reforem Trumpovou administrativou. Posílení koruny vůči dolaru dosáhlo v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí meziročně i mezičtvrtletně více než 7 %. Oproti prognóze na třetí čtvrtletí (23,1 CZK/USD) je koruna silnější o 3,2 %. V průběhu třetího čtvrtletí se záporný úrokový diferenciál u tříměsíčních sazeb mezi korunou a dolarem zmínil o cca 0,15 p. b. na -0,85 p. b. v důsledku zvýšení domácích sazeb.

Meziroční posílení nominálního efektivního kurzu koruny bylo ve třetím čtvrtletí vyšší, než samotné posílení koruny vůči euru. V srpnu toto posílení dosáhlo 4,6 % vlivem poměrně prudkého posílení koruny vůči šesti, váhově méně významným, měnám v rozmezí 7,8 až 15,5 %. Ostatní meziroční změny kurzů nepřesáhly 3,5 %. Naopak ve směru zmírnění posilování NEER koruny působil pouze ruský rubl, přičemž jeho posílení oproti koruně bylo prakticky zanedbatelné.

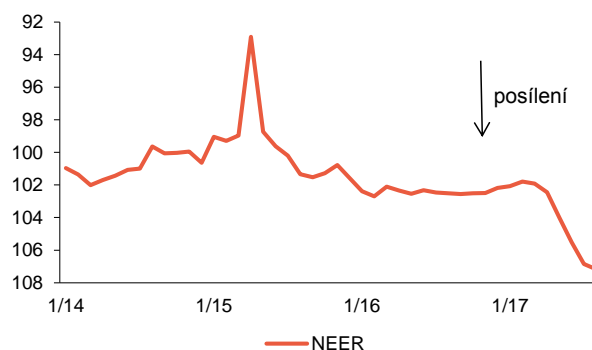
ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY KORUNY VŮČI EURU A DOLARU

(v p. b.)



INDEX NOMINÁLNÍHO EFEKTIVNÍHO KURZU KORUNY

NEER



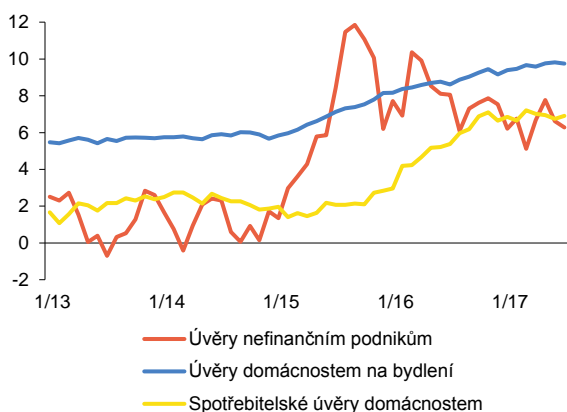
10 U tříměsíčních sazeb peněžního trhu.

III.6.3 Úvěry

Růst úvěrů podporovaný nízkou hladinou úrokových sazeb a růstem ekonomiky setrvává v posledním období v blízkosti 10 %. Ke zvyšování úvěrů nadále nejvýrazněji přispívají úvěry domácnostem při zpomalení dynamiky úvěrů nefinančním podnikům. Zrychlil růst krátkodobých úvěrů v cizí měně finančním neměnovým institucím (penzijním fondům, pojišťovnám apod.), které zřejmě očekávají další posílení kurzu koruny.

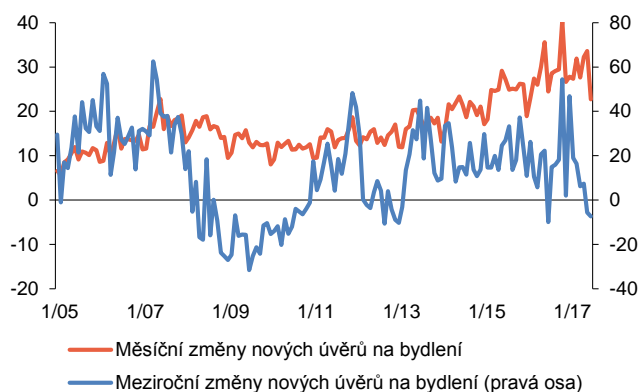
ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

(roční míry růstu v %)



NOVÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ

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



Úvěry domácnostem signalizují zvolnění poptávky po hypotékách, u úvěrů nefinančním podnikům se zmírnil růst úvěrů developerům. Míra růstu hypoték se v poslední době již dále nezvyšovala a pohybuje se aktuálně na úrovni 10 %. Poptávka po hypotékách v souladu s červencovými výsledky BLS začala nepatrně slábnout vlivem zvýšení hypotečních úrokových sazeb, omezení dostupnosti hypoték v reakci na přijatá makroprudenční opatření ČNB a vysokého růstu cen nemovitostí. Objem nových úvěrů na bydlení v červenci meziročně poklesl. Dynamika spotřebitelských úvěrů rovněž stagnovala na zvýšených hodnotách. Úvěry nefinančním podnikům zmírnily svůj meziroční růst na zhruba 6 %, a to v důsledku zpomalení dynamiky úvěrů u činností v oblasti nemovitostí a ostatních služeb. Z hlediska odvětví je však růst podnikových úvěrů oproti minulosti v podmínkách robustního růstu ekonomiky poměrně plošný. Zrychlila dynamika úvěrů ve zpracovatelském průmyslu, ale i v dopravě, obchodu a nově ve stavebnictví. Růst podnikových úvěrů je tažen úvěry v cizí měně (v červenci meziročně o 31 %) zejména vlivem zajišťování podniků proti kurzovému riziku.

III.6.4 Peníze

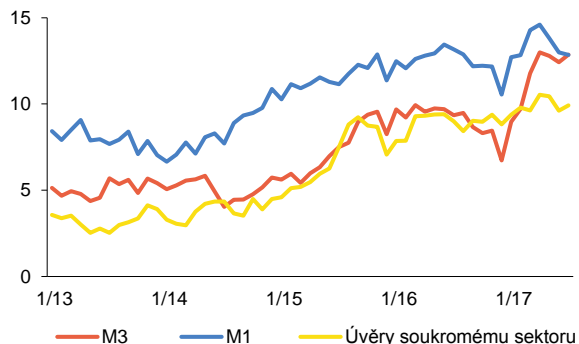
Růst peněžního agregátu M3 zůstává vysoký a nachází se mírně nad prognózou. Roční míra růstu M3 v červenci vzrostla na úroveň 13 %, v blízkosti které se pohybuje od dubna 2017.¹¹ Růst M3 byl podporován nadále extrémně nízkou úrovní úrokových sazeb motivující domácnosti a nefinanční podniky k držbě vysoce likvidních peněz, růstem ekonomiky a specifickými tržními podmínkami spojenými s očekávaným posílením kurzu koruny. Odchylna od prognózy směrem nahoru je dána přetrvávající spekulativní poptávkou institucionálních investorů (penzijních fondů, pojišťoven apod.) po vkladech u domácích bank. Přetrvávající

¹¹ Dle stávající prognózy by se měl vysoký růst M3 stabilizovat (v celém třetím čtvrtletí 2017 na úrovni 12,3 %) a následně postupně zvolňovat, přičemž v delším horizontu, tj. v letech 2018 a 2019 se bude vlivem prognózovaného zvýšení úrokových sazeb a pohybu inflace okolo cíle pohybovat v blízkosti 8 %, resp. 7 %.

záporné výnosy krátkodobých státních dluhopisů zřejmě nadále motivují tyto subjekty k dočasnému uložení likvidity ve formě repo operací a jednodenních vkladů před očekávaným posílením kurzu koruny.

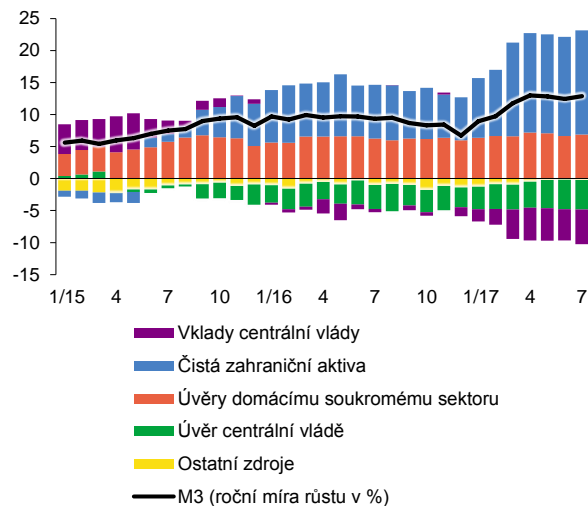
PENEŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

(roční míry růstu v %)



M3 A JEHO PROTİPOLOŽKY

(příspěvky v p. b.)



Z hlediska tvorby peněz se na pokračujícím růstu M3 i nadále stabilně podílí dynamika domácích úvěrů a v poslední době pak v rostoucí míře i zvýšení čistých zahraničních aktiv. V opačném směru působí pokles financování centrální vlády u bank a růst jejich vkladů vlivem emise cenných papírů. Akcelerace růstu čistých zahraničních aktiv v prvním čtvrtletí letošního roku korespondovala s nákupy devizových rezerv před ukončením kurzového závazku. Z hlediska měnové interpretace platební bilance se v tom projevovalo zvýšení přílivu portfoliových investic ze zahraničí v podobě nákupů vládních cenných papírů nerezidenty. Ti nakupovali vládní cenné papíry z části od domácích nebankovních subjektů, jejichž vklady u domácích bank – i v podobě repo operací (viz výše) – se tak zvýšily. To bylo z hlediska dopadu do M3 z části kompenzováno růstem vkladů centrální vlády. Nad rámec toho se v růstu čistých zahraničních aktiv projevuje i pohyb úvěrových vztahů týkající se velkých nadnárodních společností. Objem korunových vkladů nerezidentů u bank, které však nejsou součástí peněžních agregátů, a které také souvisely s přílivem zahraničního kapitálu a nákupy devizových rezerv ČNB v období kurzového závazku zůstává – i přes červencové snížení – vysoký. Zvýšené objemy těchto vkladů se v období kurzového závazku významně promítaly do provedených repo a depo operací bank s ČNB a těsně před exitem též do zvýšení volných rezerv některých bank.