

V Praze dne 15. prosince 2017  
Čj.: 2017/164042/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

**8. 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, Karel Musil, Luboš Komárek, Jan Brůha, Karel Bauer, Jan Schmidt, Jan Frait, Jan Syrovátka

**Část III**

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel:  
Ředitel odboru:  
Zpracovala:

Tomáš Holub  
Petr Král, Karel Musil, Luboš Komárek, Jan Brůha  
Sekce měnová

**Předkládací**

**zpráva**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. V případě 8.SZ se standardně jedná o tzv. malou, a tedy nezveřejňovanou, situační zprávu hodnotící rizika stávající prognózy ve světle nově dostupných informací.

8. SITUAČNÍ ZPRÁVA  
O HOSPODÁŘSKÉM A MĚNOVÉM VÝVOJI

2017



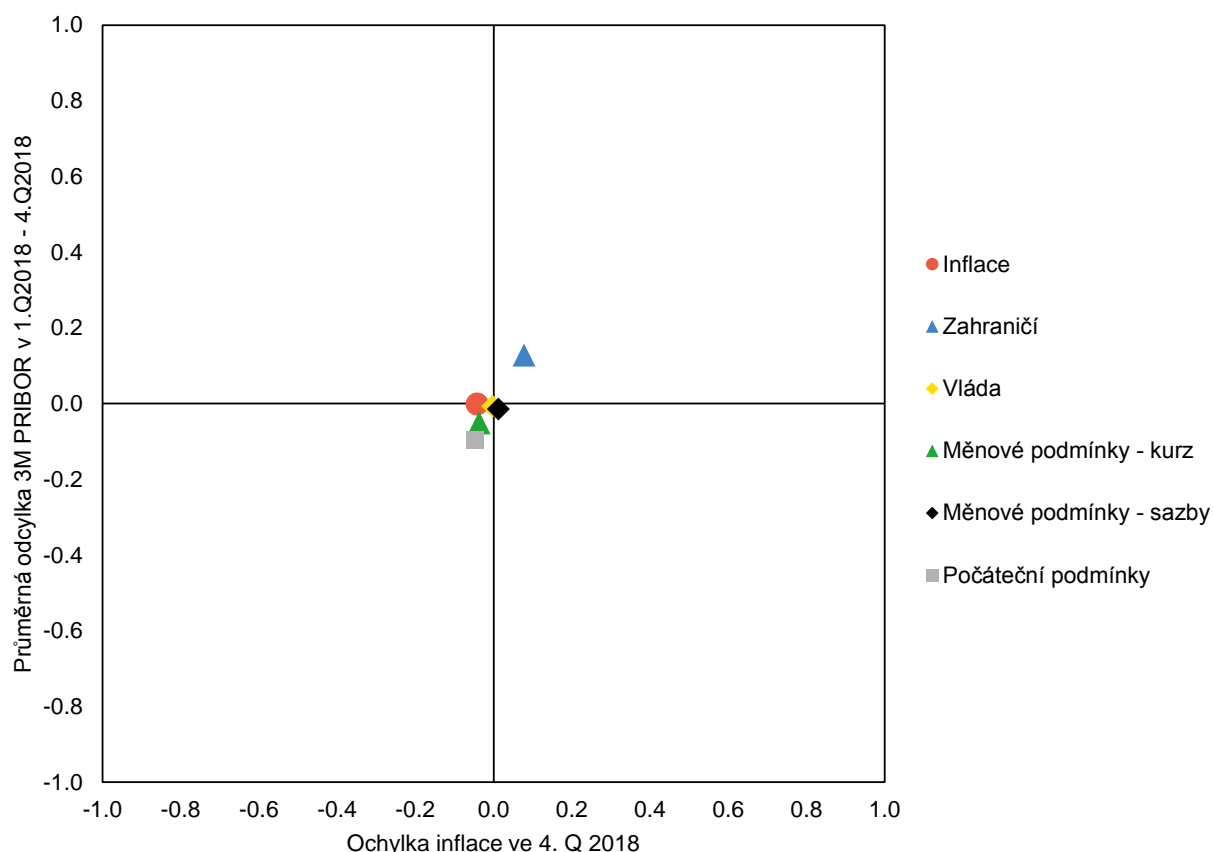
<b>I. SHRUTÍ .....</b>	<b>1</b>
I.1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance jejích rizik .....	1
I.2 Aktualizovaný scénář prognózy ze 7.SZ .....	3
I.3 Nově publikované údaje .....	4
I.4 Rizika signalizovaná prognózami ostatních subjektů .....	5
<b>II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY .....</b>	<b>7</b>
II.1 Hospodářský vývoj v zahraničí .....	7
II.2 Zahraniční cenový vývoj .....	8
II.3 Zahraniční finanční vývoj .....	10
<b>III. VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY .....</b>	<b>13</b>
III.1 Inflace .....	13
III.1.1 Spotřebitelské ceny .....	13
III.1.2 Dovošní a produkční ceny .....	15
III.2 Ekonomická aktivita .....	16
III.2.1 Výdajová strana ekonomiky .....	16
III.2.2 Produkční strana ekonomiky .....	18
III.3 Trh práce .....	19
III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost .....	19
III.3.2 Mzdy a produktivita .....	21
III.4 Platební bilance .....	22
III.4.1 Běžný a kapitálový účet .....	22
III.4.2 Finanční účet .....	24
III.5 Fiskální vývoj .....	24
III.6 Finanční a měnový vývoj .....	26
III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby .....	26
III.6.2 Měnový kurz .....	28
III.6.3 Úvěry .....	29
III.6.4 Peníze .....	31

## I. SHRnutí

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

Sekce měnová hodnotí rizika prognózy ze 7.SZ jako vyrovnaná a nevýrazná. Z pohledu modelové simulace je mírné proinflační působení zahraničních veličin kompenzováno protiinflačním působením domácích počátečních podmínek v důsledku pomalejšího růstu mezd, spolu se silnějším měnovým kurzem. Doposud se přitom nenaplnují proinflační rizika prognózy zachycená v citlivostních scénářích 7.SZ. Nová data totiž prozatím nenaznačují výraznější zrychlování růstu mezd v kombinaci s pozvolnějším nárůstem produktivity práce. Ani posilování kurzu koruny nebylo v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí mírnější oproti předpokladu prognózy, ale naopak o něco výraznější, navzdory přetrvávající překoupenosti trhu s korunou. Ostatní subjekty indikují v ročním horizontu riziko lehce odlišného mixu měnových podmínek, když oproti prognóze ČNB očekávají mírnější posílení nominálního měnového kurzu, a to při plynulejším nárůstu úrokových sazeb. Nad rámec simulace GRIPu je lehkým proinflačním rizikem krátkodobý výhled inflace, mimo jiné v návaznosti na vyšší ceny ropy. Naproti tomu výraznější růst soukromých investic v průběhu letošního roku představuje mírné protiinflační riziko stávající prognózy, neboť naznačuje možný rychlejší růst produktivity do budoucna.

#### GRAF RIZIK INFLAČNÍ PROGNÓZY (GRIP) PRO PROGNÓZU ZE 7.SZ



V současnosti pozorované zahraniční veličiny i změna jejich výhledu vedou v souhrnu k jejich lehce proinflačnímu působení oproti prognóze při lehce vyšší trajektorii domácích úrokových sazeb. Vyšší

zahraniční výrobní ceny i ekonomická aktivita přitom převažují nad sníženým výhledem zahraničních sazeb. Přehodnocení cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně ve zbytku letošního roku a v příštím roce je ovlivněno zejména zvýšeným výhledem cen ropy při zrychlujícím hospodářském růstu, jehož výhled se v ročním horizontu rovněž posouvá směrem vzhůru. Pro rok 2019 jsou výhledy dynamiky zahraničních cen i ekonomické aktivity naopak lehce nižší. Nedávné prodloužení programu nákupu aktiv ze strany ECB o devět měsíců vedlo k posunu implikované trajektorie sazeb 3M EURIBOR níže na celém výhledu. Stínové sazby se snižují v ještě o něco větší míře. V simulaci GRIPu není přímo zachycen vyšší výhled cen ropy, který by měl být – z pohledu tuzemských cen – jen částečně kompenzován lehce silnějším výhledem eura vůči dolaru a tím i silnějším kurzem CZK/USD. Toto proinflační riziko je však slabé.

**Inflace po říjnovém zrychlení k horní hranici tolerančního pásma cíle v listopadu opět zpomalila na 2,6 %, což bylo v souladu s prognózou.** Odchytky u jednotlivých složek inflace byly rovněž zanedbatelné. Rizika krátkodobé prognózy inflace na další měsíce jsou lehce proinflační, částečně z důvodu již zmíněných vyšších cen ropy a také výhledu regulovaných složek cen energií.

**Nová data týkající se počátečních podmínek prognózy působí lehce protiinflačně, a to především vlivem pomalejší mzdové dynamiky oproti prognóze.** Nová data z trhu práce prozatím nenaplňují riziko vyšších domácích inflačních tlaků, zachycené v 7.SZ příslušným citlivostním scénářem, byť trh práce i nadále působí výrazně proinflačně. Mzdy rostly oproti prognóze pomaleji jak v tržních, tak i v netržních odvětvích, když se v obou skupinách jejich dynamika zmírnila lehce pod 7% hranici. Naproti tomu výrazně rychleji rostla zaměstnanost, a nezaměstnanost tak dále klesala a nacházela se mírně pod prognózu. Současně dále narostl počet volných pracovních míst. Růst produktivity práce mírně zrychlil, ovšem oproti prognóze méně výrazně. Nižší než očekávaný růst mezd stál za výraznějším zvolněním tempa jednotkových mzdových nákladů. Nová data za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí naznačují pokračování rychlejšího růstu zaměstnanosti při dynamice mezd naopak mírně zaostávající za prognózou.

**Tempo růstu HDP ve třetím čtvrtletí v souladu s predikcí dále zrychlilo na 5 %, z pohledu simulace GRIPu tak nepředstavuje riziko prognózy.** Růst spotřeby domácností i vlády byl mírně pod prognózou. Výrazněji se naopak zvýšila hrubá tvorba kapitálu, zejména vlivem nečekaně kladného příspěvku zásob. Rychlejší tempem však rostla i tvorba hrubého fixního kapitálu. K jejímu růstu pravděpodobně přispěly zejména soukromé investice, zatímco příspěvek vládní složky investic nejspíše neoživil. Dovození náročnost investic se promítla do nižšího příspěvku čistého exportu. Rizikem prognózy nad rámec simulace GRIPu představuje vliv výrazněji oživeného růstu soukromých investic na budoucí rychlejší růst produktivity práce a s ní spojené nižší inflační tlaky. V případě vládních investic naopak narůstá riziko jejich pozdější realizace.

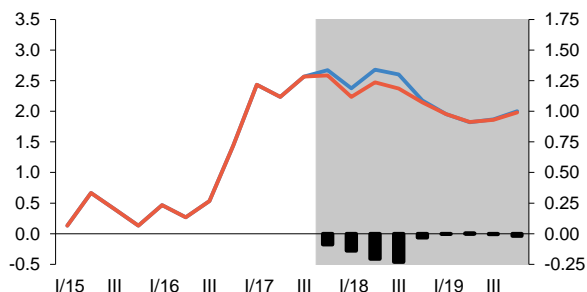
**Měnový kurz vůči euru ve čtvrtém čtvrtletí posiloval mírně rychlejším tempem oproti prognóze (25,8 CZK/EUR), když jeho dosavadní průměr za toto období činí 25,66 CZK/EUR.** Ve směru jeho posilování i nadále působí kladný úrokový diferenciál koruny spolu s očekáváním jeho nárůstu, jehož vliv je jen částečně vyvažován překoupeností koruny. Prozatím se tak nezhmotňuje scénář pozvolnější apreciace kurzu, nejistota spojená s překoupeností trhu a zavíráním pozic finančních investorů však nadále přetrvává. Rovněž výhledy ostatních subjektů finančního trhu naznačují riziko pozvolnějšího posilování kurzu koruny oproti predikci ze 7.SZ.

**Úrokové sazby na peněžním trhu zejména před zvýšením základních sazeb ČNB rostly a posléze dosáhly prognózované úrovně, rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo se ustálilo poblíž 0,2 p. b.** V průměru se 3M PRIBOR za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí nachází jen lehce pod prognózou. Rovněž sazby FRA se po listopadovém zvýšení sazeb ČNB posunuly vzhůru a naznačují v ročním horizontu očekávání dalšího plynulého nárůstu sazby 3M PRIBOR.

## I.2 AKTUALIZOVANÝ SCÉNÁŘ PROGNÓZY ZE 7.SZ

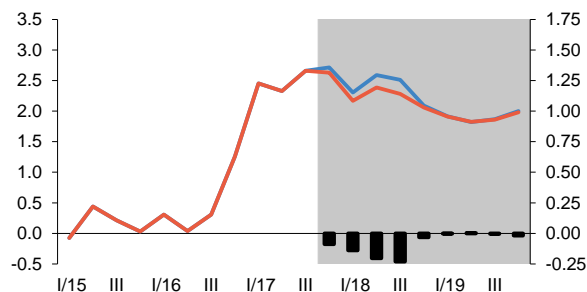
### CELKOVÁ INFLACE

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



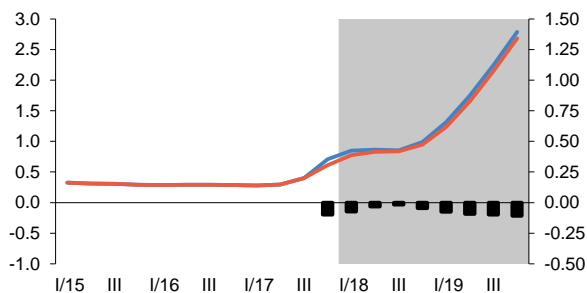
### MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

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



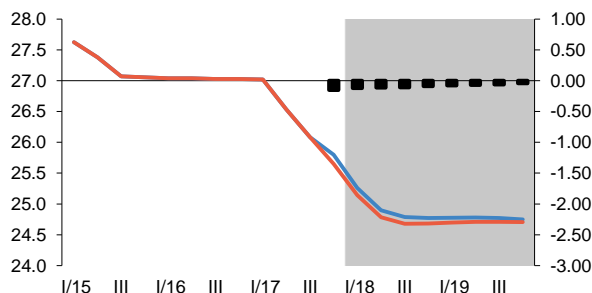
### 3M PRIBOR

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



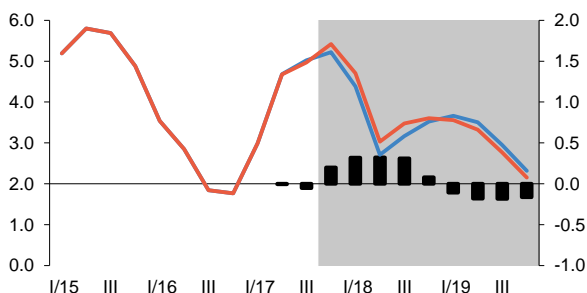
### NOMINÁLNÍ KURZ

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



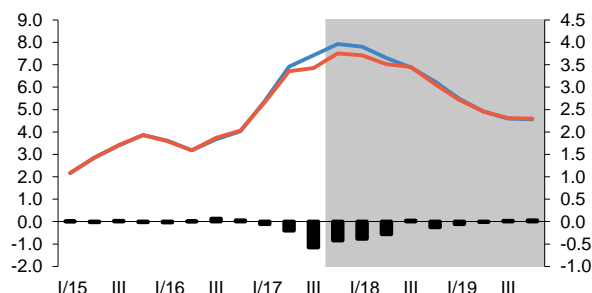
### RŮST HDP

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



### RŮST MEZD

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



■ Rozdíl — Prognóza ze 7.SZ — Aktualizovaná prognóza



## I.3 NOVĚ PUBLIKOVANÉ ÚDAJE

TABULKA ÚDAJŮ PUBLIKOVANÝCH PO ZPRACOVÁNÍ PROGNOZY ZE 7.SZ

		(meziročně v %, resp. v %)	
		7. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	III/17	5.0	5.0
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	III/17	4.7	4.4
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	III/17	1.4	1.1
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	III/17	4.5	8.0
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	III/17	7.0	8.9
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	III/17	-0.6	0.3
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	III/17	10.2	7.2
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	III/17	9.3	7.1
Vývoz zboží (národní pojetí)	10/17	3.6	9.8
Dovoz zboží (národní pojetí)	10/17	3.7	12.2
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	10/17	15.0	9.7
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	III/17	-40.0	-37.7
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	III/17	-	-2.1
Index spotřebitelských cen	11/17	2.6	2.6
Ceny průmyslových výrobců	10/17	1.3	1.1
Ceny zemědělských výrobců	10/17	7.8	8.3
Vývozní ceny	III/17	-1.1	-1.1
Dovozní ceny	III/17	-0.9	-0.9
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	11/17	3.8 (Q)	3.6
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	10/17	.	2.6
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	III/17	2.9	2.8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	III/17	1.4	2.0
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	III/17	1.3	2.2
ostatní	III/17	2.0	1.5
Průměrná reálná mzda	III/17	5.0	4.2
Průměrná nominální mzda	III/17	7.5	6.8
Průměrná nominální mzda v tržních odvětvích	III/17	7.4	6.8
Průměrná nominální mzda v netržních odvětvích	III/17	8.0	6.7
Průměrná nominální mzda v průmyslu	10/17	.	7.1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	10/17	.	9.1
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	10/17	13.1 (Q)	11.5
Průmyslová produkce (s.o.)	10/17	.	5.5
Stavební produkce (s.o.)	10/17	.	4.4
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	10/17	.	4.3

(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 jen nepatrně pod prognózou ČNB. Analytici předpokládají částečně odlišnou skladbu měnových podmínek než stávající prognóza; kurz v horizontu jednoho roku se v jejich odhadech pohybuje na slabších hodnotách při výraznějším nárůstu úrokových sazeb. Předpovědi HDP a mezd jsou u analytiků mírně pod predikcemi ČNB.

**Inflace očekávaná analytiky se v ročním horizontu nachází jen nepatrně pod 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 v září zvýšila k cíli.

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

**Aktuální výhledy analytiků ohledně HDP a mezd se nacházejí mírně pod prognózou ČNB.** Analytici postupně zohledňují zveřejňované údaje o silném růstu domácí ekonomiky i mezd ve svých očekáváním, dlouhodobě se však pohybují na nižší úrovni ve srovnání s prognózami ČNB. Analytiky odhadované tempo růstu nominálních mezd pro roky 2017–2018 se pohybuje do 7 %, u HDP přesahuje 4 %, resp. 3 %.

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY ČNB ZE 7.SZ S PROGNÓZAMI OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

(IOFT - Inflační očekávání finančního trhu, uzávěrka 15.11.; FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts, uzávěrka 4.12.;

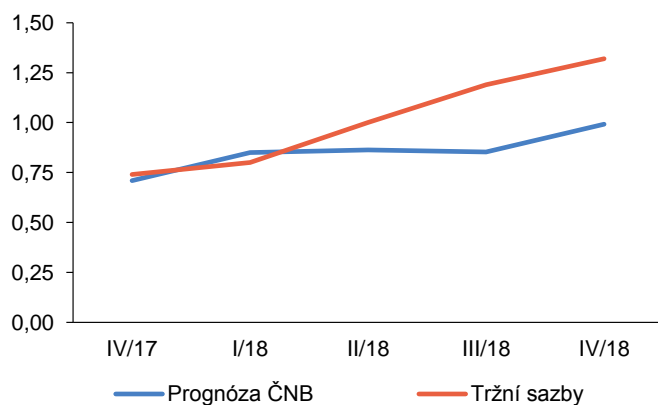
EECF - Eastern Europe Consensus Forecasts, uzávěrka 11.12.)

	9/17	10/17	11/17	12/17		9/17	10/17	11/17	12/17
<b>Index spotř. cen v horizontu 1R (%)</b>					<b>Reálný HDP v roce 2017 (%)</b>				
ČNB	2,2				ČNB	4,5			
IOFT	2,2	2,2	2,1		IOFT	4,1	4,2	4,4	
Podniky	2,0				EECF	4,0	4,2	4,2	4,4
<b>Index spotř. cen v horizontu 3R (%)</b>					<b>Reálný HDP v roce 2018 (%)</b>				
IOFT	2,0	2,0	1,9		ČNB	3,4			
Podniky	2,5				IOFT	3,1	3,1	3,2	
<b>2T repo v horizontu 1R (%)</b>					EECF	3,0	3,1	3,2	3,2
ČNB	0,8				<b>Nominální mzdy v roce 2017 (%)</b>				
IOFT	0,9	1,1	1,2		ČNB	7,2			
<b>3M PRIBOR v horizontu 1R (%)</b>					IOFT	6,5	6,6	6,7	
ČNB	1,0				EECF	6,3	6,8	6,9	7,0
EECF	1,0	1,1	1,3	1,3	<b>Nominální mzdy v roce 2018 (%)</b>				
<b>Kurz CZK/EUR v aktuálním čtvrtletí</b>					ČNB	7,3			
ČNB	25,8				IOFT	5,9	6,2	6,7	
FECF	26,1	25,9	25,7	25,6	EECF	5,8	6,4	6,6	6,9
<b>Kurz CZK/EUR v horizontu 1R</b>									
ČNB	24,8								
IOFT	25,4	25,2	24,9						
FECF	25,7	25,5	25,4	25,0					

**Výhled sazeb FRA implikuje v ročním horizontu nárůst sazby 3M PRIBOR nad úroveň ze stávající prognózy ČNB.** S tou je v ročním horizontu konzistentní 3M PRIBOR ve výši 1 % (jeho aktuální úroveň činí 0,75 %), když dalšímu růstu úrokových sazeb v závěru příštího roku předchází období delší stability dané vlivem nadále uvolněné politiky ECB. Tržní výhled naproti tomu implikuje poměrně plynulý nárůst úrokové sazby 3M PRIBOR ze současných hodnot.

### SROVNÁNÍ TRŽNÍCH SAZEB S PROGNÓZOU ČNB

(v %)



Poznámka: Tržní sazby představují pro IV/17 3M PRIBOR, pro I/18 až IV/18 průměrné hodnoty sazeb FRA 1\*4, 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 13. 12. 2017.

## II. ZAHRANIČNÍ VÝVOJ A VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY<sup>1</sup>

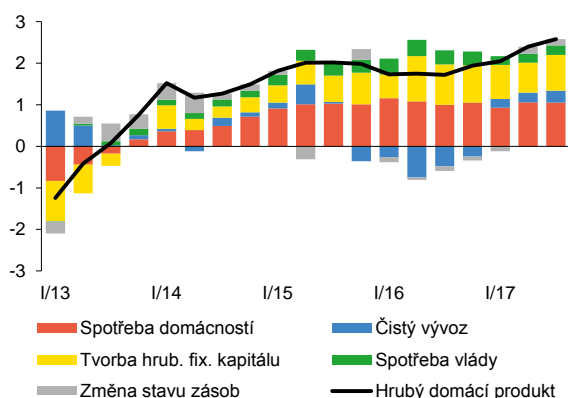
Výhled tempa růstu zahraniční ekonomické aktivity se pro letošní a příští rok oproti předpokladu prognózy ze 7.SZ zřetelně zvýšil. To se spolu s vyšším výhledem cen ropy projevilo i ve zvýšení očekávaného růstu výrobních cen v letošním a příštím roce. V roce 2019 bude růst výrobních cen naopak tlumen mírně výraznějším zvolněním ekonomického růstu v eurozóně a také silnějším kurzem eura vůči americkému dolaru. Implikovaná trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR se na celém horizontu prognózy posunula níže v reakci na nedávné rozhodnutí ECB o prodloužení programu nákupu aktiv. Tržní křivka budoucích cen ropy se opět zřetelně zvýšila kvůli úspěšné snaze producentů ropy o omezení těžby.

### II.1 HOSPODÁŘSKÝ VÝVOJ V ZAHRANIČÍ

Ekonomika eurozóny pokračovala ve třetím čtvrtletí letošního roku v robustním růstu patrném napříč zeměmi i všemi složkami poptávky. Meziroční růst HDP ve třetím čtvrtletí zrychlil na 2,6 %, což je nejrychlejší tempo v posledních šesti letech, a byl i nadále tažen především spotřebou domácností a fixními investicemi. Také čisté vývozy a spotřeba vlády přispěly k růstu kladně. V mezičtvrtletním vyjádření růst nepatrně zpomalil na 0,6 %. Z velkých zemí eurozóny k meziročnímu růstu přispělo především Německo, jehož dynamika zrychlila na 2,8 %, a dále Španělsko a Francie, kde růst dosáhl 3 %, resp. 2,2 %. Také ekonomika Slovenska mírně zrychlila, a to na 3,5 %.

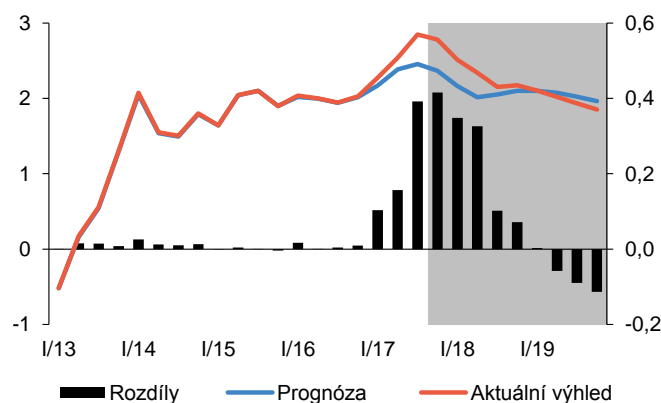
#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP V EUROZÓNĚ

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



#### VÝHLED EFEKTIVNÍHO HDP EUROZÓNÝ

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



Dostupné údaje z eurozóny signalizují pokračování solidního tempa růstu i v závěru roku. Ten je přitom podporován nadále výrazně uvolněnými měnovými podmínkami, pokračujícím růstem globální ekonomiky, vývojem na trhu práce a zlepšujícím se sentimentem v ekonomice. Například PMI ve zpracovatelském průmyslu hodnotou 60,1 téměř pokořil maximum tohoto indexu z dubna 2000. Odráží především růst produkce a nových objednávek, což podporuje následně tvorbu nových pracovních míst. Míra nezaměstnanosti v říjnu poklesla na 8,8 %, přičemž v některých zemích se objevují známky nedostatku

<sup>1</sup> Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF12) je založena na průzkumu Consensus Forecasts ze 4. prosince 2017 (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (3M EURIBOR a cena ropy Brent).

pracovních sil. Růst mezd ale zatím zaostává za tempem oživení celé ekonomiky a ve třetím čtvrtletí stagnoval v meziročním vyjádření na 2 %.

**Výhled efektivního HDP eurozóny se oproti předpokladům prognózy ze 7.SZ posouvá pro letošní i příští rok výše přibližně o 0,3 p. b.** Pro letošek se tak předpokládá jeho průměrné tempo růstu na úrovni 2,6 %<sup>2</sup> a v příštím roce 2,3 %. Uvedené přehodnocení odráží pozorovaná data za třetí čtvrtletí, tedy rychlejší růst ekonomické aktivity u našich hlavních obchodních partnerů a zejména v Německu. Vyšší růstovou dynamiku oproti prognóze v letošním a příštím roce naznačují rovněž předstihové ukazatele ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně a Německu, které i nadále prudce rostou. Pro rok 2019 se očekává zpomalení růstu zahraniční ekonomické aktivity na 2 %, což je naopak o 0,1 p. b. níže ve srovnání s předpokladem prognózy.

## II.2 ZAHRANIČNÍ CENOVÝ VÝVOJ

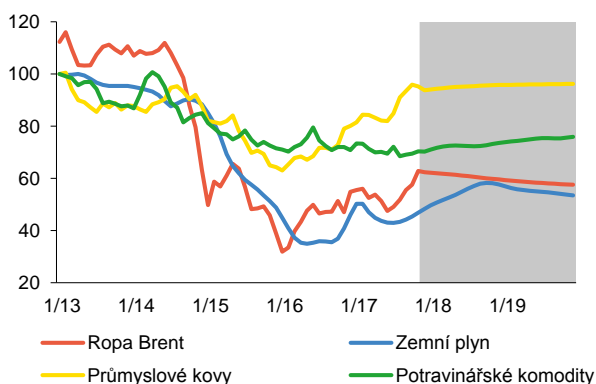
**Cena ropy Brent se na konci října dostala po více než dvou letech opět nad 60 USD/barel a od té doby se pohybuje nad touto hodnotou.** K silnému růstu cen ropy v říjnu a na začátku listopadu přispívalo (nakonec potvrzené) očekávání, že OPEC a další spolupracující země prodlouží dohodu o omezení těžby až do konce roku 2018. Vliv mělo také zvýšené geopolitické napětí na Blízkém Východě a v listopadu i oslabování dolaru. Stále více negativní sklon křivky cen termínovaných kontraktů na ropu Brent je důkazem, že snaha kartelu OPEC a Ruska je úspěšná a směřuje vývoj trhu s ropou ke střednědobé rovnováze, přičemž vyšší spotové ceny oproti cenám vzdálenějších kontraktů svědčí o převisu poptávky nad nabídkou ropy a motivují obchodníky ke snižování zásob. Aktuální tržní výhled ceny ropy Brent je tak oproti scénáři 7.SZ zřetelně vyšší – na začátku roku 2018 až o 7 USD/barel, poté se rozdíl snižuje a implikuje průměrnou cenu pro následující dva roky 61 resp. 58,4 USD/barel. Prosincový CF očekává jak v tříměsíčním, tak ročním horizontu cenu necelých 58 USD/barel. Očekávání analytiků a agentur ohledně budoucího vývoje se však výrazně liší zejména ohledně rychlosti růstu těžby ropy v USA a návratu zásob ropy k normálu. Vysoké spekulativní pozice hedžových fondů představují riziko možné korekce ceny ropy směrem dolů, momentálně se však cena ropy ještě dále zvýšila.

**Index cen průmyslových kovů kulminoval v říjnu na téměř pětiletém maximu, naopak index cen potravinářských komodit se i přes mírný růst pohybuje stále poblíž nejnižších hodnot od roku 2010.** Růst cen průmyslových kovů se sice v listopadu zastavil, ale ceny jsou nadále podporovány zlepšujícím se výhledem zpracovatelského průmyslu, když globální JPMorgan PMI v listopadu dále vzrostl na nejvyšší hodnotu od března 2011, a slabším dolarem. Tržní výhled indexu cen kovů je jen nepatrně rostoucí. Naopak index cen potravinářských komodit by měl pokračovat v mírném růstu, který trvá zhruba od září. Podporovat by ho mělo zvyšování cen pšenice, kukuřice, kávy a vepřového masa. Proti silnějšímu růstu cen zejména zrnin nadále působí vysoká úroveň globálních zásob a relativně příznivé počasí v hlavních pěstebních oblastech.

2 Předpověď pro letošní rok byla nad rámec CF zvýšena o 0,1 p.b. z důvodu nedostatečného zohlednění aktuálního rychlého růstu v eurozóně (růst HDP ve 3. čtvrtletí a aktuální předstihové ukazatele).

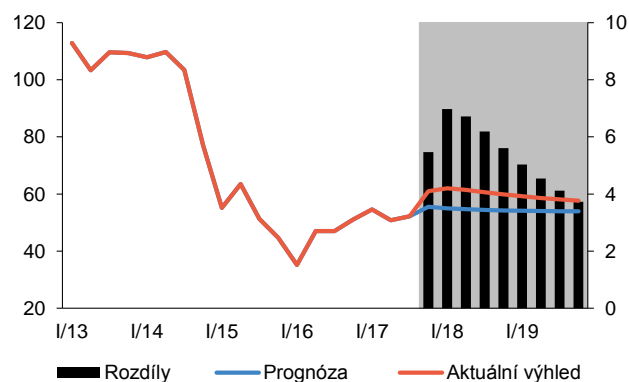
### CENA ROPY A OSTATNÍCH KOMODIT

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



### VÝHLED CENY ROPY BRENT

(v USD/barel, rozdíly - pravá osa)

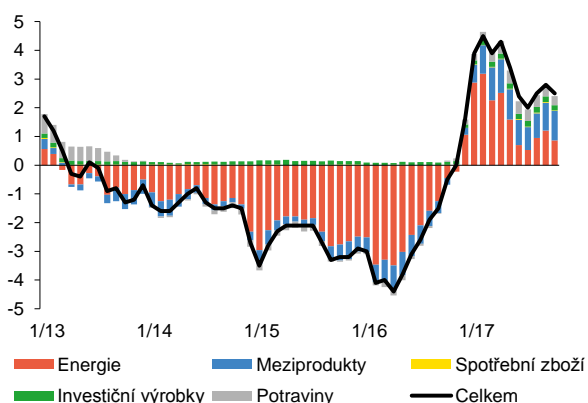


Pozn.: Zemní plyn - ruský na hranicích s Německem

**Tempo růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně od srpna mírně zrychlilo zejména vlivem zvýšení příspěvku cen energií.** V říjnu dosáhl meziroční růst cen průmyslových výrobců 2,5 %. K celkovému růstu výrobních cen přispěly nejvíce ceny meziproductů a energií. Údaje za třetí čtvrtletí potvrzují nadále velmi utlumený vývoj nákladů na práci, které meziročně vzrostly pouze o 1,9 %. Ceny průmyslových výrobců rostly v říjnu meziročně ve všech zemích eurozóny, nejvíce v Belgii a Irsku. V Německu jejich růst zpomalil na unijní průměr 2,5 %, na Slovensku si udržel mírně vyšší tempo (2,8 %).

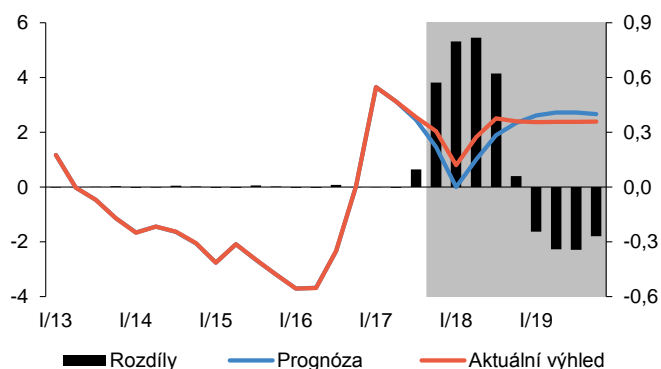
### CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

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



### VÝHLED EFEKTIVNÍHO PPI EUROZÓNÝ

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



**Výhled růstu efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců (PPI) v eurozóně byl pro letošní rok zvýšen oproti předpokladu 7. SZ o 0,2 p. b.** Růst by tak měl v letošním roce dosáhnout 2,8 %. V příštím roce by pak měl dosáhnout 1,9 %, což je o 0,6 p. b. více než v prognóze.<sup>3</sup> Vyšší výhled pro letošní a příští rok zohledňuje především zřetelně vyšší výhled cen ropy. Naopak pozvolná korekce cen ropy v roce 2019

<sup>3</sup> Expertní zvýšení výhledu růstu výrobních cen v efektivní eurozóně oproti předpovědím CF a EIU pro 2018 a 2019 bylo přitom posunuto z 0,3 p. b. na 0,5 p. b., neboť očekáváme silnější nákladové tlaky pramenící z vysokého ekonomického růstu, částečně vyvažující klesající výhledy ceny ropy.

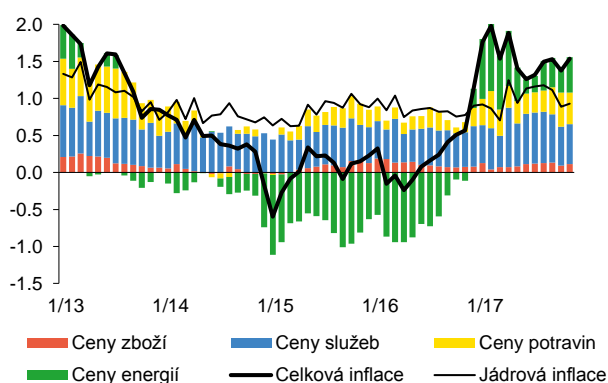
spolu se silnějším kurzem eura vůči americkému dolaru posouvá výhled efektivního růstu výrobních cen v eurozóně v tomto roce oproti prognóze o 0,3 p. b. níže na průměrnou hodnotu 2,4 %.

**Spotřebitelská inflace v eurozóně v listopadu podle rychlého odhadu nepatrně vzrostla na 1,5 %, a to zejména vlivem vyššího příspěvku cen energií.** Ceny služeb i potravin si udržely přibližně stejné tempo jako v předchozím měsíci. Jádřová inflace stagnovala na hodnotě 0,9 %. Růst spotřebitelských cen v eurozóně je nadále utlučený a nachází se stále pod 2% hodnotou, kterou ECB považuje za optimální. Inflace v Německu dosáhla mírně vyšší hodnoty (1,8 %), než činil průměr za celou eurozónu.

**Výhled efektivní inflace spotřebitelských cen (HICP) v eurozóně se oproti předpokladům 7. SZ téměř nezměnil.** Pro letošní rok se tak i nadále předpokládá růst efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně o 1,6 %. Stejná míra inflace je očekávána i v roce 2018, což nicméně znamená nepatrné zvýšení ve srovnání s předpoklady 7. SZ. V roce 2019 by měla inflace mírně vzrůst na 1,8 %.

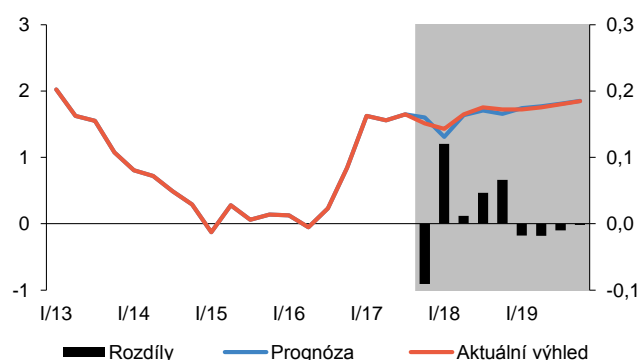
### INFLACE V EUROZÓNĚ

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



### VÝHLED EFEKTIVNÍHO HICP EUROZÓNY

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



## II.3 ZAHRANIČNÍ FINANČNÍ VÝVOJ

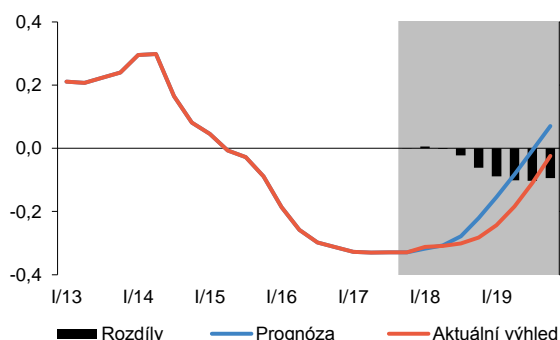
**Oproti minulé prognóze se implikovaná trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR posunula na celém horizontu mírně níže.** Hlavním důvodem bylo rozhodnutí ECB, která na svém zasedání 26. října prodloužila program nákupů aktiv nejméně do září příštího roku, přičemž měsíční objem bude od ledna 2018 snížen z 60 na 30 mld. EUR. Prodloužení programu až do září přitom bylo na horní hranici trních očekávání. Rada guvernérů zároveň zopakovala svůj závazek ponechat sazby na stávající úrovni alespoň po dobu trvání programu. Dle tiskové zprávy ECB ale může měsíční nákupy v rámci programu navýšit či prodloužit jejich trvání, pokud by došlo ke zhoršení ekonomického výhledu. Naopak pozitivní zprávy z ekonomiky ani politické události výrazný dopad na finanční trhy neměly. Aktuální výhled sazeb 3M EURIBOR tak předpokládá postupný nárůst ze současných hodnot okolo -0,3 % na hodnotu blízko nuly v závěru roku 2019. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v krátkodobém horizontu v souladu s předpovědí prosincového CF, která v horizontu tří měsíců předpokládá sazbu 3M EURIBOR rovněž na úrovni -0,3 %. Pro roční horizont je výhled CF oproti tržnímu o 0,1 p.b. výše.

**V souvislosti s rozhodnutím ECB o prodloužení programu nákupu aktiv se snížila i trajektorie stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR.** Podle odhadu měly stávající měsíční nákupy ve výši 60 mld. EUR měsíčně v průměru stejný efekt jako teoretické snížení tříměsíční sazby dále do záporu o cca 1,15 p. b. v roce 2017. Tento efekt se bude v příštím roce postupně snižovat na průměrných 0,76 p. b., a poté v polovině roku 2019 zcela odezní.



**TRŽNÍ SAZBY 3M EURIBOR**

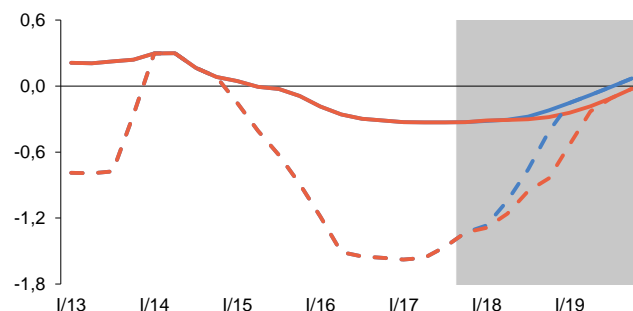
(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



■ Rozdíly    — Prognóza    — Aktuální výhled

**TRŽNÍ A STÍNOVÉ SAZBY 3M EURIBOR**

(v %)



— 3M EURIBOR - prognóza    — 3M EURIBOR - aktuální výhled  
 - - - Stínové sazby - prognóza    - - - Stínové sazby - aktuální výhled

**Rozdíl mezi výnosy desetiletých vládních dluhopisů v USA a Německu se bude do konce roku 2018 dále zvyšovat.** Dle prosincového tržního výhledu by se měl výnosový diferenciál mírně zvýšit z aktuálních hodnot cca 1,9 p. b. na 2,2 p. b. v závěru roku 2018. K poklesu výhledu německých sazeb přispělo zejména očekávání déle uvolněné měnové politiky v eurozóně, zatímco křivka budoucích výnosů v USA se ve sledovaném období posunula nepatrně vzhůru. Na prosincovém zasedání Fedu bylo zvýšeno cílové pásmo sazeb o 25 b. b. na 1,25 – 1,5 %, přičemž v roce 2018 lze očekávat další tři zvýšení po 25 b. b. (dle mediánu odhadů členů FOMC). Hodnocení aktuální situace výrazných změn nedoznalo, tj. ekonomická aktivita roste solidním tempem. Podle revidovaných údajů dosáhl anualizovaný růst HDP v USA ve třetím čtvrtletí 2017 hodnoty 3,3 %, a byl tak nejvyšší za poslední tři roky. Vliv hurikánů na výkon ekonomiky byl jen omezený a jádrová inflace v listopadu poprvé od začátku roku zaznamenala nárůst. Podmínky na trhu práce se dále zlepšily, když nezaměstnanost v listopadu klesla na 4,1 %, tedy nejnižší od prosince 2000.

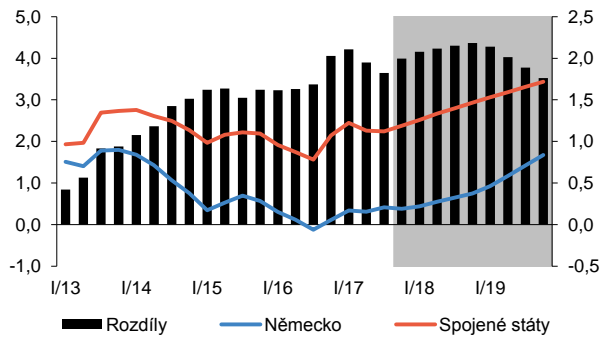
**Prosincový výhled kurzu eura vůči americkému dolaru se oproti prognóze výrazně nezměnil.** Kurz eura vůči americkému dolaru by měl být v horizontu dvou let zhruba stabilní, lehce pod úroveň 1,2 USD/EUR. Výhled kurzu nebyl ovlivněn oznámením ohledně nového vedení Fedu<sup>4</sup>. Nejistoty přetrvávají ohledně dočasnosti poklesu inflace v USA a dopadů daňové reformy, kterou na začátku prosince prosadil v senátu prezident Trump. Její definitivní formu ještě ovlivní vyjednávání obou komor kongresu, ale lze očekávat výrazné snížení daňové zátěže firem a zjednodušení systému daní pro jednotlivce. Na druhou stranu přetrvávající nízká inflace v eurozóně podporuje i nadále uvolněný postoj měnové politiky ECB.

4 Na začátku února končí funkční období předsedkyně Janet Yellenové, kterou nahradí ve funkci Jerome Powell. Změna na klíčovém postu by ale neměla přinést obrat v měnové politice Fedu, protože Powell rovněž podporuje pozvolné zvyšování úrokových sazeb.



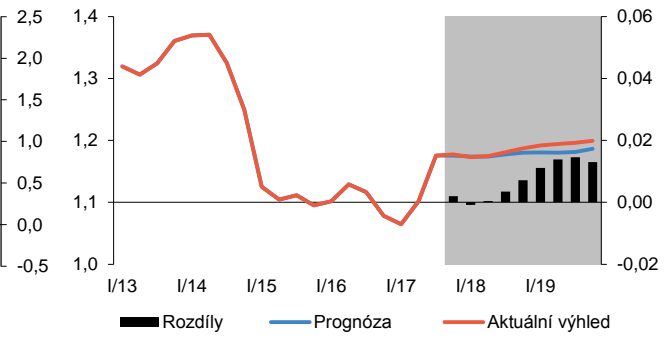
**VÝNOSY VLÁDNÍCH DLUHOPISŮ (10R)**

(v %, rozdíly v p. b. – pravá osa)



**KURZ USD/EUR**

(rozdíly – pravá osa)



### III. VÝVOJ DOMÁCÍ EKONOMIKY

#### III.1 INFLACE

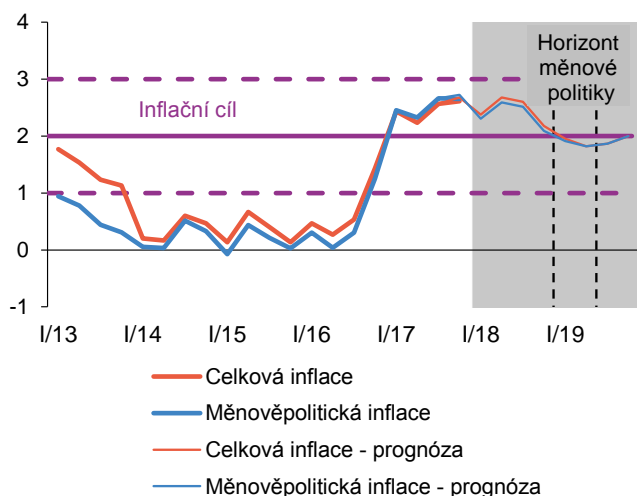
Meziroční inflace nejprve v říjnu zrychlila a poté v listopadu opět zvolnila pod předchozí úroveň. Nadále se pohybovala v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle. Prognóza inflace se v obou měsících naplnila, a to do značné míry i z hlediska struktury cenového růstu. Rovněž odchylky u ostatních cenových okruhů jsou proti prognóze slabé. Podle očekávání dále klesaly dovozní ceny a zmírnila se dynamika průmyslových i zemědělských cen. Rizika prognózy inflace jsou pro nejbližší měsíce lehce proinflační z titulu vyšších cen ropy a regulovaných složek cen energií.

##### III.1.1 Spotřebitelské ceny

**Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se v říjnu i listopadu naplnila.** Výkyvy v meziroční dynamice inflace v posledních měsících byly dány převážně cenami potravin. Jádrová inflace se v uvedeném období jen lehce snížila. Regulované ceny rostly v říjnu i v listopadu jen slabě, mírný růst cen pohonných hmot v listopadu lehce zrychlil. Odchylky jednotlivých složek inflace od prognózy byly v říjnu zanedbatelné. V listopadu pak byl nepatrně pomalejší meziroční růst regulovaných cen, cen potravin i cen v rámci jádrové inflace kompenzován o něco rychlejším růstem cen pohonných hmot.

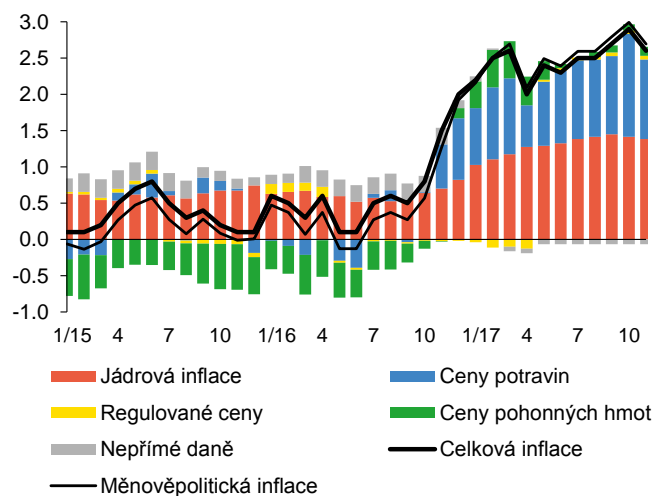
#### CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

(meziroční změny v %)



#### STRUKTURA INFLACE

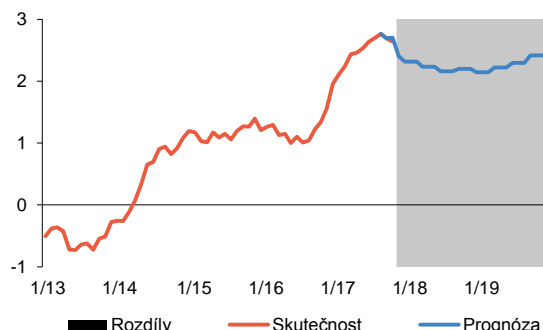
(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)



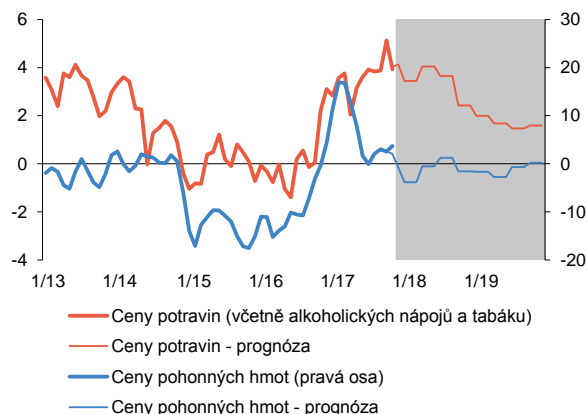
**Jádrová inflace od září pozvolna klesá až na 2,6 % v listopadu, což bylo nepatrně pod prognózou ze 7. SZ.** V jejím rámci přitom pokračoval rychlý růst cen neobchodovatelných statků (o 4,0 % v říjnu i listopadu). Výraznou měrou se na tom i nadále podílelo imputované nájemné, v jehož rámci značně rostou zejména ceny nových bytů. Vysoký meziroční růst si rovněž udržely i ceny v restauracích a kavárnách (vliv zavedení EET z prosince 2016), jehož tempo však v listopadu mírně zvolnilo. Zvyšovaly se i ceny kulturních služeb, dovolených, čistého nájemného a ubytování. Naproti tomu růst obchodovatelných statků je nadále utlumený a v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí postupně zvolňoval až na 0,7 % v listopadu. Rychlejšímu růstu těchto položek spotřebního koše brání zejména nedávné posílení měnového kurzu. Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace v listopadu zpomalil o 0,1 p.b na 3,0 %.

**JÁDROVÁ INFLACE**

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

**CENY POTRAVIN A POHONNÝCH HMOT**

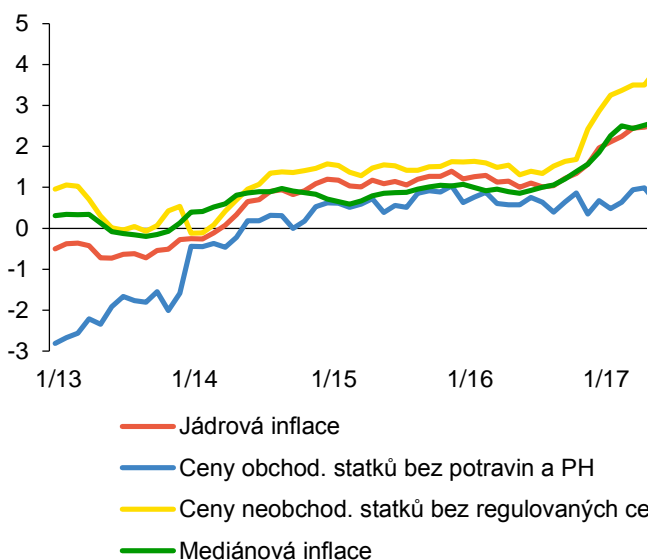
(meziroční změny v %)



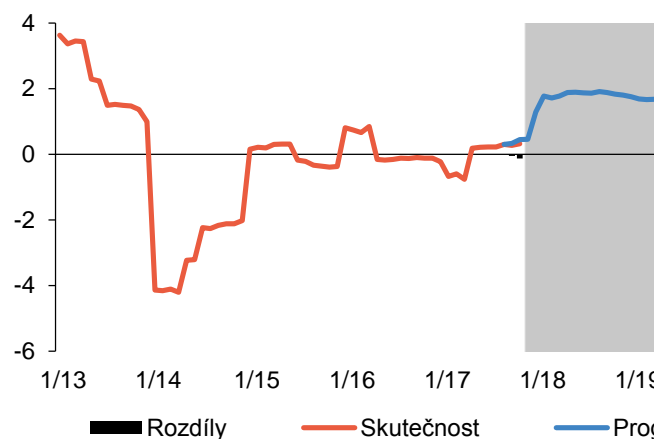
**Růst cen potravin v říjnu výrazně zrychlil až nad 5 %, v listopadu se pak vrátil těsně pod 4 %, přičemž prognóza pro tento měsíc očekávala jen lehce vyšší růst.** K jejich vysoké dynamice nadále přispívaly rychle rostoucí ceny mléčných výrobků, vajec, olejů a tuků, pekárenských výrobků i masa. Výkyvy dynamiky cen potravin byly dány výraznou volatilitou cen ovoce a zeleniny, které v říjnu rychle rostly a v listopadu výrazně zpomalily, u zeleniny dokonce poklesly. Začaly však klesat i ceny nealkoholických nápojů. Indikátory vývoje cen potravin za prosinec zatím naznačují jejich mírný meziměsíční růst, což je zhruba v souladu s prognózou.

**JÁDROVÁ A MEDIÁNOVÁ INFLACE**

(meziroční změny v %)

**REGULOVANÉ CENY**

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



**Ceny pohonných hmot v říjnu a v listopadu rostly tempem poblíž 3% úrovně.** V porovnání s prognózou byl skutečný růst cen pohonných hmot v listopadu vyšší o 1,6 p. b., což však, vzhledem k jejich volatilitě a zároveň relativně nízké váze, nepředstavuje výrazné odchylení. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump ceny benzínu a nafty na počátku prosince zhruba stagnovaly, či nepatrně klesaly. Dosavadní vývoj cen pohonných hmot spolu s vyšším výhledem cen ropy tak představuje mírné proinflační riziko prognózy.

**Regulované ceny rostly v říjnu i listopadu shodně o 0,3 %, jejich prognóza se tak v říjnu naplnila a v listopadu byl jejich skutečný růst jen lehce pod predikcí.** V rámci jednotlivých složek regulovaných cen došlo k mírně vyššímu než předpokládanému růstu cen ve stravování a cen propan-butanu, naopak nižší růst ve srovnání s prognózou vykázaly ceny ve zdravotnictví. Pokles cen plynu pro domácnosti byl jen nepatrně hlubší oproti prognóze, naopak ceny tepla poklesly méně. U ostatních částí regulovaných cen včetně cen elektřiny došlo zhruba k naplnění prognózy. Nicméně regulační úřad navrhl mírně vyšší růst regulované složky ceny plynu a elektřiny oproti předchozím předpokladům, což představuje malé proinflační riziko výhledu regulovaných cen.

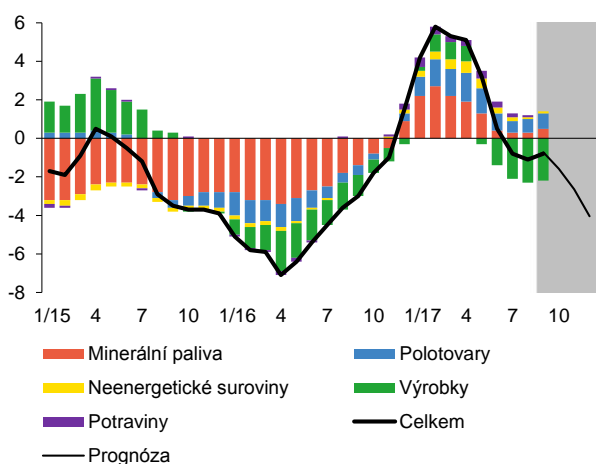
### III.1.2 Dovození a produkční ceny

**Dovozní ceny v září podle očekávání třetí měsíc v řadě meziročně klesaly, a to jen nepatrně výrazněji oproti prognóze.** Jejich zářijový pokles o 0,8 % jde stejně jako v předchozích měsících na vrub především snižujícím se cenám dovážených výrobků v návaznosti na pokračující posilování kurzu koruny. Opačným směrem nadále působily především dovozní ceny polotovarů. V posledních měsících rovněž pokračoval útlum kladného příspěvku cen minerálních paliv, na který měl vliv zejména slábnoucí meziroční růst světových cen ropy. Rizika prognózy dovozních cen předpokládající pro nejbližší měsíce prohloubení jejich poklesu jsou zhruba vyrovnaná, když jejich nižší pozorované hodnoty a výraznější posílení koruny jsou zhruba kompenzovány vyšším výhledem produkčních cen v zahraničí.

**Růst cen průmyslových výrobců v říjnu zpomalil na 1,1 %, tedy jen mírně pod prognózu (o 0,2 p. b.).** K růstu cen nejvíce přispěly oblasti zpracování kovů a potravinářské výrobky. Opačným směrem působily hlavně ceny dopravních prostředků a energií. V září pozorovaný kladný příspěvek cen surovin a energií pak v říjnu citelně oslabil v důsledku zpomalení dynamiky cen ve zpracovatelském průmyslu, především v oddílu koksů a rafinovaných ropných produktů.

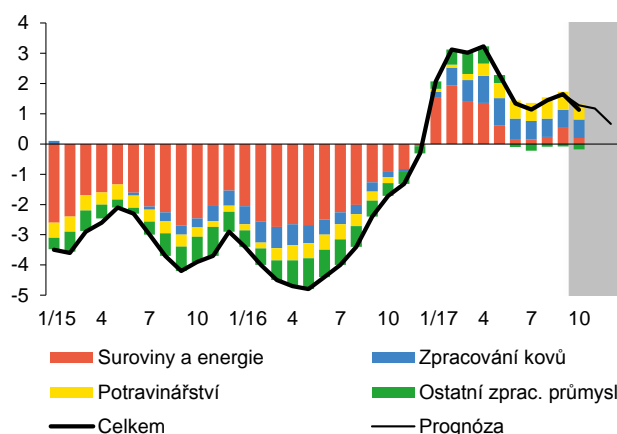
#### DOVOZNÍ CENY

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



#### CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

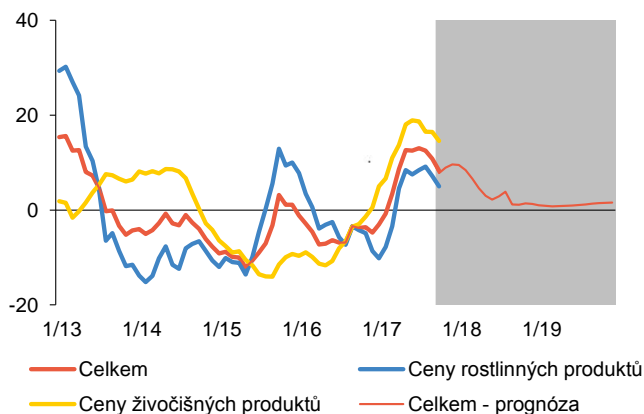
(meziroční změny v %, příspěvky v p. b.)



**Růst cen zemědělských výrobců v říjnu podle očekávání zpomalil a byl oproti prognóze jen mírně vyšší.** Za zmírnění jeho tempa (na 8,3 %) bylo zpomalení růstu cen v rostlinné i živočišné výrobě. V jejich rámci nicméně řada cen nadále zdatně rostla, nejvýznamněji u mléka, vajec, obilovin a olejnin. Výrazně rostly ceny i ve volatílní položce ovoce. Výhled růstu cen zemědělských komodit ve světě se v souhrnu změnil jen zanedbatelně.

**CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ**

(meziroční změny v %)

**III.2 EKONOMICKÁ AKTIVITA**

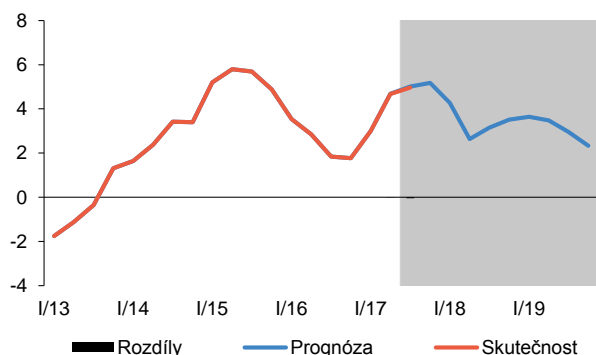
*Ekonomická aktivita navázala na vysoká tempa růstu z předchozího čtvrtletí a v souladu s prognózou dále mírně meziročně zrychlila. Skladba reálného ekonomického růstu byla oproti prognóze částečně odlišná. Nadále se výrazně zvyšovala investiční aktivita, ke zrychlení fixních investic se navíc ve třetím čtvrtletí přidala zesilující tvorba zásob, a to nad očekávání prognózy. Růst fixních investic je zřejmě tažen ve velké míře soukromým sektorem, zatímco příspěvek vládních investic zůstal pravděpodobně stále nízký. Nejspíše tedy zatím nedošlo k viditelnému oživení jejich růstu v souvislosti s čerpáním fondů EU. Vzhledem k dovozní náročnosti soukromých investic vykázal nižší kladný příspěvek čistý vývoz, a to i přes silnou zahraniční poptávku. K ekonomickému růstu nadále přispívá i spotřeba domácností i vlády, oproti predikci to však bylo lehce méně. Růst průmyslové produkce a tržeb, vývoj na trhu práce i příjmová strana státního rozpočtu naznačují pokračování solidního ekonomického růstu i v závěru letošního roku.*

**III.2.1 Výdajová strana ekonomiky**

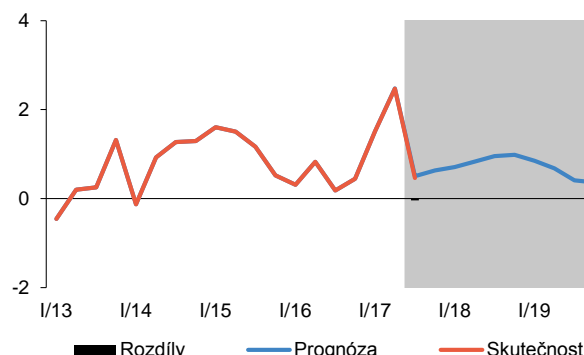
**Meziroční dynamika hrubého domácího produktu se ve třetím čtvrtletí dále zvýšila, přičemž byla zcela v souladu s prognózou.** Růst hrubého domácího produktu dosáhl 5,0 %, v mezičtvrtletním srovnání zvolnil na 0,5 %. Oproti prognóze byla výraznější zejména dynamika tvorby zásob, která byla vzhledem ke své dovozní náročnosti kompenzována nižším kladným příspěvkem čistého vývozu.

**RŮST HDP**

(meziroční změny v %, rozdíly v p. b., stálé ceny)

**RŮST HDP**

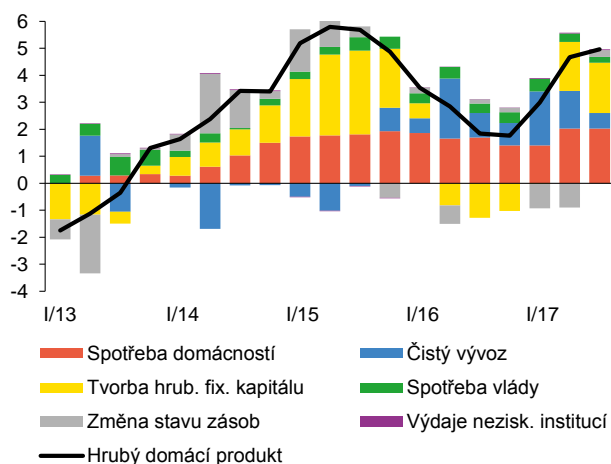
(mezičtvrtletní změny v %, rozdíly v p. b., stálé ceny)



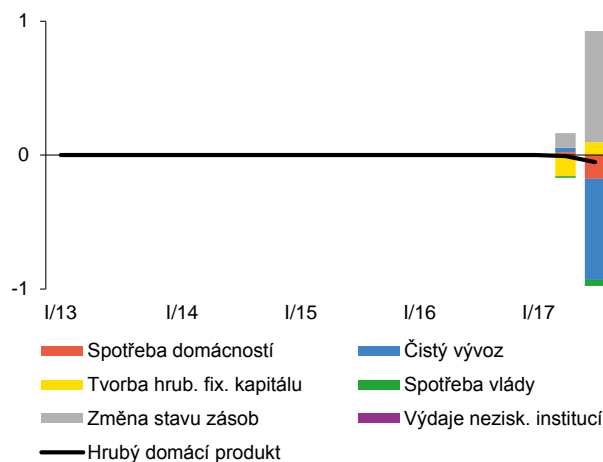
**Fixní investice dále mírně posílily svůj výrazný růst z předchozího čtvrtletí, navíc začala nečekaně kladně přispívat i tvorba zásob.** Za zrychlením fixních investic zřejmě nadále stály spíše soukromé než veřejné fixní investice, u nichž prognóza pro třetí čtvrtletí očekávala výrazné zvýšení jejich příspěvku, mj. i vlivem náběhu čerpání EU fondů z aktuálního programového období. Zrychlil totiž zejména růst investic do strojů a zařízení, což kromě vlivu rostoucí zahraniční poptávky může naznačovat pokračující automatizaci a mechanizaci výroby v prostředí napjatého trhu práce a rostoucích mezd. Zrychlily i investice do obydlí, které tak odrážely přetrvávající silnou poptávku na trhu s novými rezidenčními nemovitostmi. Zároveň ke zvyšování hrubé tvorby fixního kapitálu nadále mírně přispívaly i všechny ostatní složky investic.

**STRUKTURA RŮSTU HDP**

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

**ODCHYLKA OD PROGNÓZY HDP**

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



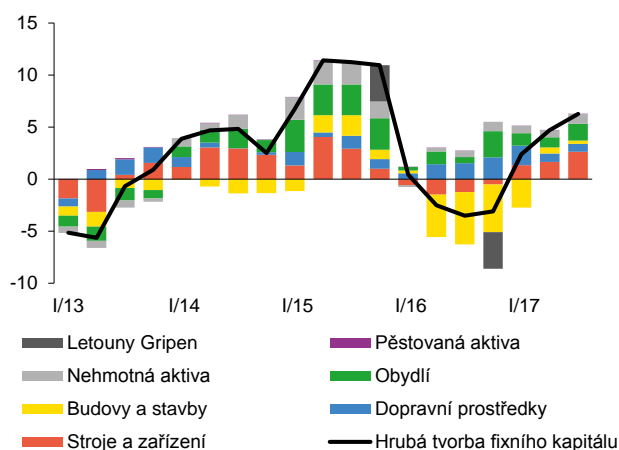
**Proti silné investiční aktivitě stála naopak vůči prognóze slabší dynamika čistého vývozu.** To souviselo s vysokou dovozní náročností investic, v tomto případě zejména do zásob. Oproti očekáváním prognózy však oslabil i růst celkového obrátu zahraničního obchodu, když se dynamika vývozu i dovozu nacházela zhruba 3 p. b. pod prognózou. Tento vývoj přitom neodpovídal růstu zahraniční poptávky, který by naopak naznačoval potenciál dalšího zrychlování vývozu. Podobné závěry by bylo možné udělat z vývoje průmyslových zakázek ze zahraničí, které ve třetím i čtvrtém čtvrtletí posilují svůj meziroční růst. Zpomalení dynamiky zahraničního obchodu ve třetím čtvrtletí tak může odrážet zvolnění růstu poptávky v automobilovém průmyslu, která se momentálně vyvíjí protisměrně oproti celkové zahraniční ekonomické aktivitě. Mezi faktory ovlivňující zpomalení vývozu zřejmě patří i omezení na produkční straně ekonomiky.

**Meziroční růst spotřeby domácností si zachoval silnou dynamiku z předchozího čtvrtletí, mírně však zaostal za prognózou.** Z pohledu věcného členění (sezonně neočištěné údaje) byla spotřeba domácností opětovně tažena všemi svými složkami. Nejvíce přispěla krátkodobá spotřeba a výdaje za služby, jejich dynamika však ve třetím čtvrtletí mírně zpomalila. V tom se odrážel nadále silný růst mezd i historicky nízká nezaměstnanost, přičemž však mzdový vývoj mírně zaostal za očekáváním prognózy, podobně jako spotřeba. O něco méně dynamický růst spotřeby domácností přitom byl v souladu s vývojem tržeb v maloobchodě, který ve třetím čtvrtletí zpomalil a další mírné zpomalení naznačují i říjnová data.

**Reálná spotřeba vlády zvolnila svůj meziroční růst, a to o něco silněji, než očekávala predikce.** Slabší přitom byla nominální spotřeba vlády, což bylo jen částečně kompenzováno pomalejším růstem jejího deflátoru. To zřejmě souvisí s dočasně sníženou dynamikou mezd ve veřejném sektoru. Slabší zvýšení ale vykazala i mezipotřeba vlády, kde bude část nerealizovaných nákupů zřejmě přesunuta do posledního čtvrtletí letošního roku.

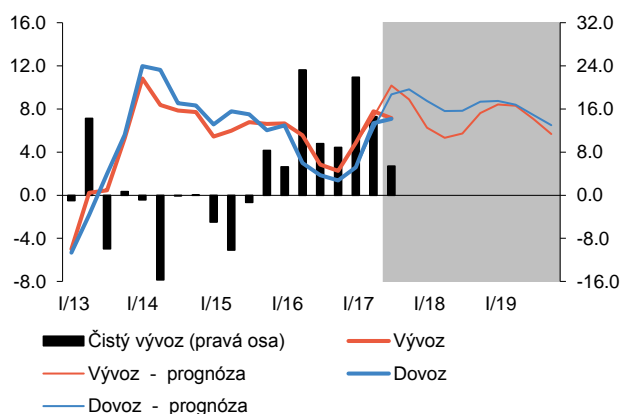
### VĚCNÉ ČLENĚNÍ FIXNÍCH INVESTIC

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



### VÝVOZ A DOVOZ

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



## III.2.2 Produkční strana ekonomiky

**Za dalším zrychlením růstu hrubé přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí 2017 stál především sektor tržních služeb a odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství.** Příspěvek celého terciálního sektoru k růstu přidané hodnoty se tak dále zvýšil. Hrubá přidaná hodnota přitom rostla ve všech sledovaných odvětvích, včetně stavebnictví a energetického průmyslu. Stablním základem růstové dynamiky hrubé přidané hodnoty i nadále zůstává zpracovatelský průmysl, jeho příspěvek se však lehce snížil.

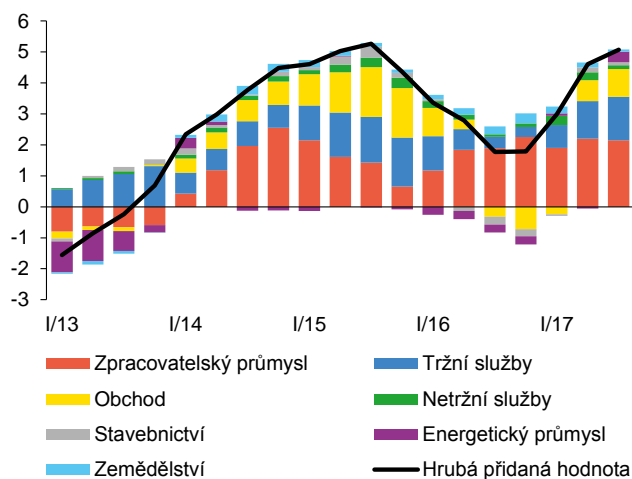
**Mírné zpomalení rychlého růstu výkonů a současný nárůst jejich mzdové náročnosti vedly ve třetím čtvrtletí k poklesu provozního přebytku nefinančních podniků.** Růst výkonů tak ve druhém i třetím čtvrtletí zaostával za výsledky z počátku letošního roku. Zvyšující se ceny vstupů, v důsledku meziročně vyšších cen energetických a neenergetických komodit, vedly rovněž k růstu materiálové náročnosti výkonů ve druhém i třetím čtvrtletí. Spolu se zpomalením výkonů tak přispívaly k postupnému oslabování meziroční dynamiky účetní přidané hodnoty.

**Růst průmyslové produkce sice ve třetím čtvrtletí zpomalil, stále však zůstává robustní; růst stavební produkce postupně oživuje.** Ve srovnání s druhým čtvrtletím průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí

i v říjnu (5,5 %) mírně zpomalila. Produkce se i nadále zvyšuje ve všech významných odvětvích zpracovatelského průmyslu a rychlý růst pokračuje v energetickém průmyslu. Výhled vývoje průmyslové produkce na základě nových zakázek a podnikatelského sentimentu zůstává nadále pozitivní. Po dočasném zpomalení stavební produkce ve třetím čtvrtletí její růst opět zrychlil (na 4,4 % v říjnu). Za tím stál jak rychlejší růst produkce v pozemním stavitelství, tak také obnovený lehký růst v inženýrském stavitelství. Nadále se zvyšoval počet vydaných stavebních povolení. Dvouciferným tempem již pátý měsíc v řadě roste také orientační hodnota těchto povolení. Obnovený růst inženýrského stavitelství a výrazný růst orientační hodnoty stavebních povolení tak ukazuje na možnost zvyšujícího se objemu čerpaných prostředků z fondů EU v závěru letošního a na počátku příštího roku.

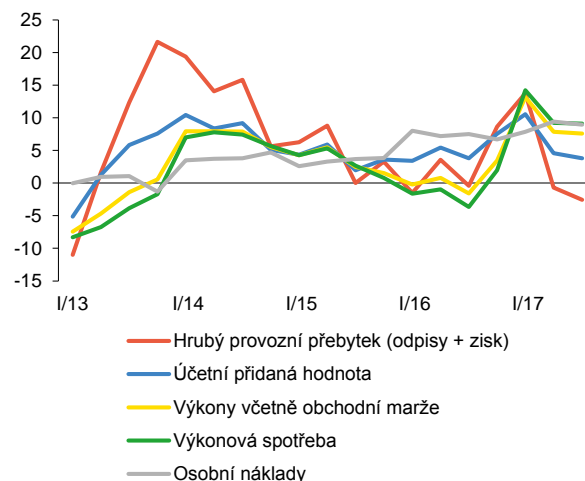
### PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

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



### HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

(meziroční změny v %)



**Setrvale vysoká spotřebitelská důvěra a pokračující svižné zvyšování příjmů domácností se i nadále promítá v solidním růstu maloobchodních tržeb.** Tento růst (4,3 % v maloobchodě bez motoristického segmentu) je v současné době tažen především nemotoristickým segmentem. V motoristickém segmentu dochází naopak k postupnému zpomalování růstové dynamiky tržeb.

## III.3 TRH PRÁCE

Ve třetím čtvrtletí pokračovalo výrazné inflační působení trhu práce. V prostředí silné poptávky po práci dále výrazně rostla zaměstnanost, přičemž znatelně překonala prognózu. Nezaměstnanost setrvale klesala, a to mírně pod predikované hodnoty. Nedostatek volné pracovní síly při vysoké poptávce po práci vedl k dalšímu znatelnému nárůstu počtu volných pracovních míst. Růst mezd nicméně ve srovnání s předchozím čtvrtletím zvolnil v tržních i v netržních odvětvích, a zaostal tak za prognózou. Národohospodářská produktivita práce pokračovala v mírném růstu a – přes dílčí sblížení – nadále nedosahovala tempa zvyšování reálných mezd. Zároveň došlo ke zpomalení nárůstu nominálních jednotkových mzdových nákladů.

### III.3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

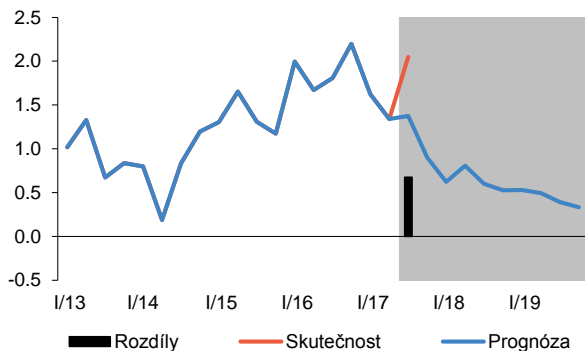
**I přes rostoucí nedostatek volné pracovní síly růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí znatelně zrychlil a nacházel se výrazně nad prognózou.** Z hlediska struktury zaměstnanosti přispěl k jejímu meziročnímu růstu (o 2 %, prognóza 1,4 %) zejména zvyšující se počet zaměstnanců, nicméně i počet podnikatelů se



nadále zvyšoval. V sektorovém členění k nárůstu počtu zaměstnaných nejvíce přispěl terciární sektor, ve kterém se znatelně zvýšila zaměstnanost v odvětví dopravy a skladování a rovněž ve zdravotní a sociální péči. I v sekundárním sektoru (průmysl a stavebnictví) pokračoval silný růst zaměstnanosti, který byl tradičně tažen zpracovatelským průmyslem. Říjnová data o vývoji zaměstnanosti naznačují pokračování jejího meziročního růstu tempem okolo 2 % i v závěrečném čtvrtletí letošního roku.

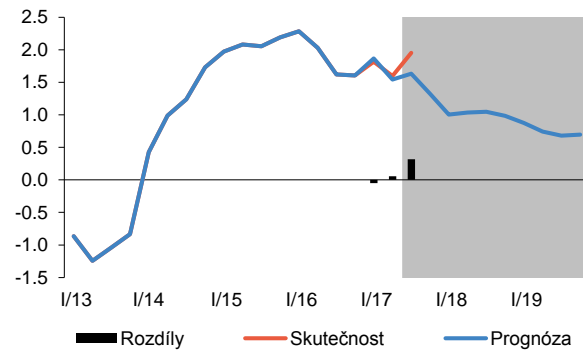
### ZAMĚŠTNANOST

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



### POČET ZAMĚŠTNANCŮ (PLNÉ ÚVAZKY)

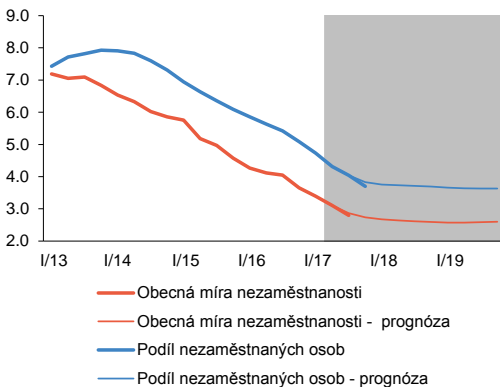
(meziroční změny v %, rozdíly v p. b.)



**Výrazný nárůst kratších úvazků tlumil zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců, i tak ale jeho růst překonal prognózu.** Ve výsledku průměrný úvazek na zaměstnance slabě poklesl, zatímco predikce očekávala jeho mírný nárůst, a to vlivem cyklického tlaku na zvyšování úvazků plynoucího z malé dostupnosti volné pracovní síly. Při silném růstu počtu zaměstnanců se tak jejich přepočtený počet ve třetím čtvrtletí 2017 zvýšil o 2 % (prognóza 1,6 %). Zhruba z jedné čtvrtiny se na tom podílel zpracovatelský průmysl následovaný obchodem a vzděláváním.

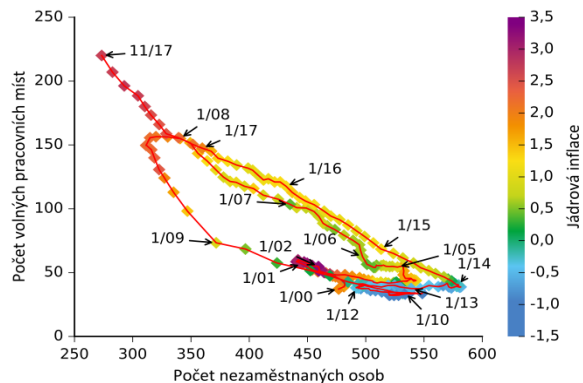
### NEZAMĚŠTNANOST

(v %)



### BEVERIDGEOVA KŘIVKA

(v tisících, sezonně očištěno, inflace v %)



**Pokračující snižování počtu nezaměstnaných osob vedlo ve třetím čtvrtletí k posunu obecné míry nezaměstnanosti na nová historická minima, což zhruba odpovídalo prognóze.** Robustní růst ekonomiky vede ke znatelnému poklesu počtu dlouhodobě nezaměstnaných, který se podílel na snížení celkového počtu nezaměstnaných zhruba z poloviny. I díky tomu se obecná míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí dostala pod 3 % a podle říjnových dat pokračuje její pozvolný pokles i v průběhu čtvrtého čtvrtletí. Rovněž podíl nezaměstnaných osob se v průběhu čtvrtého čtvrtletí i nadále snižoval. V listopadu dosáhl 3,6 % a nacházel se mírně pod predikcí.

**Dlouhodobé snižování počtu nezaměstnaných i nárůst počtu volných pracovních míst pokračovaly i v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí.** Značný nedostatek volné pracovní síly při vysoké poptávce po

práci vede k výraznému nárůstu počtu volných pracovních míst. Pohledem Beveridgeovy křivky je aktuální počet nezaměstnaných znatelně nižší než na vrcholu předchozího hospodářského cyklu a zároveň počet volných pracovních míst předchází maxima citelně převyšuje.

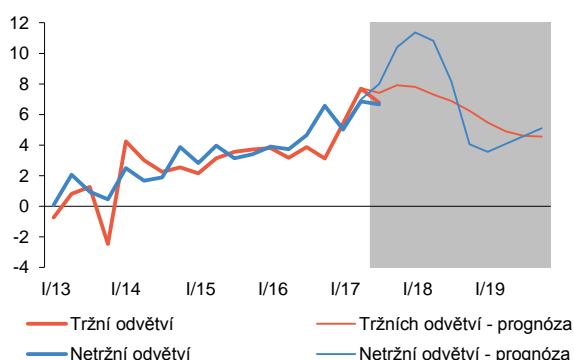
### III.3.2 Mzdy a produktivita

**Mzdová dynamika v tržních odvětvích zvolnila ve třetím čtvrtletí oproti prognóze výrazněji.** Průměrná mzda v tomto segmentu ekonomiky vzrostla o 6,8 % (prognóza 7,4 %). K tomu přispělo zvolnění tempa mzdového růstu v naprosté většině odvětví. Z hlediska jednotlivých odvětví zpomalil růst mezd v průmyslu (tedy odvětví s nejvyšší vahou) na 7 %, což ale bylo jen slabě pod prognózou. Ve službách však mzdová dynamika za prognózu zaostala zřetelně. Pravděpodobně tak byla data ve druhém čtvrtletí oproti předpokladům výrazněji ovlivněna mimořádně vysokými odměnami, které se ve třetím čtvrtletí v takové míře neopakovaly. Zvolnění – i nadále svižné – mzdové dynamiky zaznamenalo především odvětví ubytování a stravování (meziročně z více než 15 % na 10,3 %). V tomto odvětví se výrazněji než jinde projevilo lednové zvýšení minimální mzdy a zavedení EET. I v ostatních odvětvích služeb zůstala tempa mzdového růstu i přes zpomalení vysoká. V obchodu dosáhl růst mezd 7,4 %, v odvětví dopravy a skladování dynamika mezd dokonce zrychlila na 8 %. Říjnové údaje z průmyslu naznačují pokračování svižného růstu mezd (tempy okolo 7 %) i ve čtvrtém čtvrtletí. V mezičtvrtletní dynamice růst mezd ve třetím čtvrtletí ve srovnání s predikcí zvolnil výrazněji, a nacházel se tak o 0,3 p. b. pod ní.

**V netržních odvětvích tempo růstu mezd ve srovnání se druhým čtvrtletím zvolnilo pouze slabě, oproti prognóze však bylo nižší (6,7 %, zatímco prognóza činila 8 %).** Silný meziroční nárůst mezd (o více než 9 %) byl zaznamenán v kultuře. Zároveň se – přes dílčí zpomalení – nadále výrazně zvyšovaly platy ve veřejné správě a obraně (o 8,2 %). Nejméně se výdělky zvýšily ve vzdělávání (o necelých 5 %). Oproti prognóze byl v netržních odvětvích výraznější nárůst přepočteného počtu zaměstnanců, což bylo taženo především odvětvím vzdělávání.

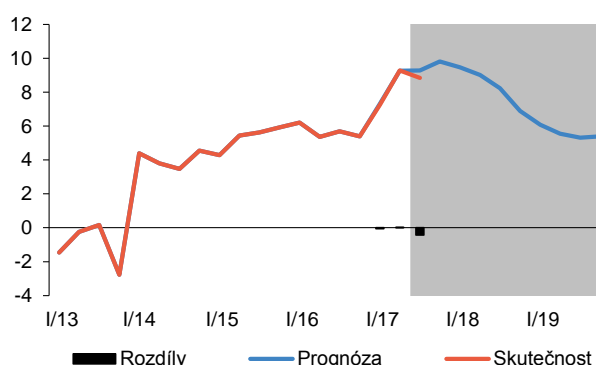
#### NOMINÁLNÍ MZDY

(meziročně v %)



#### NOMINÁLNÍ OBJEM MEZD A PLATŮ

(meziročně v %, rozdíly v p. b.)

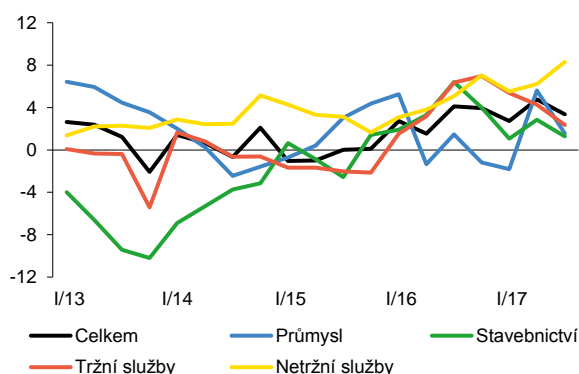


**Zvolnění růstu průměrné mzdy vedlo ke zpomalení dynamiky objemu mezd a platů, když převážilo nad zrychleným růstem přepočteného počtu zaměstnanců.** I přes toto zpomalení narostl objem mezd a platů v nominálním vyjádření meziročně o výrazných 8,8 % (reálně o 6,2 %). To bylo mírně pod prognózou (9,3 %). Z hlediska distribuce mezd se podle údajů z ČSÚ mediánová mzda ve třetím čtvrtletí 2017 zvýšila meziročně o 7,1 % a mírně předčila tempo růstu průměrné mzdy v ČR. Dále tak pokračuje trend postupného snižování mzdové diferenciace, kdy se nadprůměrně zvyšují nižší příjmy.

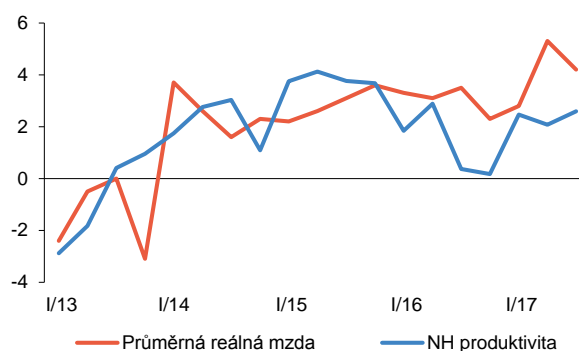
**Pomalejší růst průměrné mzdy, který byl doprovázen dílčím zrychlením produktivity práce, vedl ke zvolnění dynamiky nominálních jednotkových mzdových nákladů.** Ta se snížila ve všech odvětvích s výjimkou netržních služeb. To bylo patrné především v průmyslu, kde se růst hrubé přidané hodnoty ve srovnání se druhým čtvrtletím více než zdvojnásobil (na 6,7 %), zatímco dynamika objemu mezd a platů zvolnila. Celkově tak vzrostly jednotkové mzdové náklady v průmyslu pouze o 1,6 %. Produktivita práce se ve třetím čtvrtletí 2017 zvýšila o 2,6 %, a zřetelně tak zaostala za růstem reálné průměrné mzdy. Nejvýrazněji (téměř o 6 %) se produktivita práce vlivem silného růstu HPH zvyšovala v průmyslu. V ostatních sledovaných odvětvích byl její růst oproti celkovému průměru slabší (tržní služby) nebo v nich produktivita práce mírně poklesla (stavebnictví a netržní služby).

### NOMINÁLNÍ JEDNOTKOVÉ MZDOVÉ NÁKLADY PRODUKTIVITA PRÁCE A REÁLNE MZDY

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



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



## III.4 PLATEBNÍ BILANCE

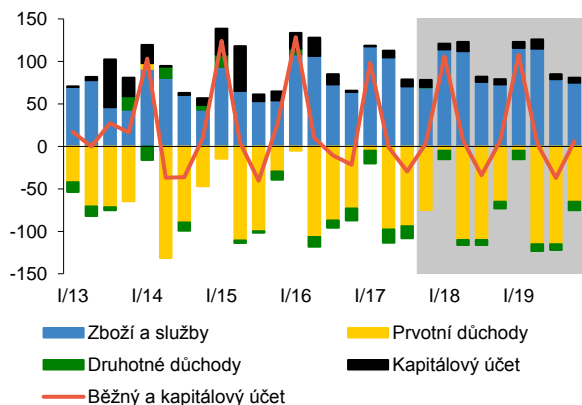
Běžný účet platební bilance dosáhl ve třetím čtvrtletí 2017 v důsledku sezonního vyplácení dividend z přímých investic schodku, který odpovídal predikci ze 7. SZ. Rovněž výše přebytku kapitálového účtu byla v souladu s predikcí. V případě finančního účtu byl patrný zejména výrazný pokles držby vládních dluhopisů nerezidenty. Celkově skončil finanční účet ve třetím čtvrtletí jako téměř vyrovnaný

### III.4.1 Běžný a kapitálový účet

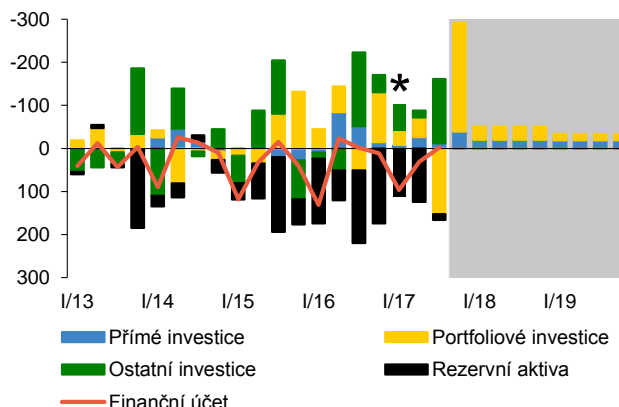
Pro bilanci zboží a služeb byl nadále charakteristický vysoký přebytek, jehož hodnota byla ve srovnání s predikcí jen mírně nižší. Mírný meziroční pokles přebytku, převyšujícího 70 mld. Kč, byl spojen pouze se snížením přebytku zboží, zatímco přebytek služeb se meziročně prakticky nezměnil. Vývoj bilance zboží byl doposud nepříznivě ovlivňován zápornou meziroční změnou směnných relací. Tento negativní cenový vliv byl však z velké části vyvážen pozitivním vývojem v reálném vyjádření, a to navzdory výraznému růstu celkové domácí poptávky nasávající dovozy. Z hlediska zbožové struktury bylo meziroční snížení celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněno poklesem bilance ve skupině polotovarů a materiálů. Nejvýraznější pozitivní změnu naopak zaznamenal rostoucí přebytek strojů a dopravních prostředků. Sílicí apreceiace koruny vůči euru, ale zejména vůči americkému dolaru, se odrazila především ve zmírnění nominálního obchodního obrátu. V rámci bilance služeb skončily přebytkem opět všechny čtyři dílčí bilance, přičemž nejvyššího přebytku dosáhly služby v rámci zušlechťovacího styku resp. oprav a údržby.

**BĚŽNÝ A KAPITÁLOVÝ ÚČET (SKUTEČNOST A VÝHLED)**

(v mld. Kč)

**FINANČNÍ ÚČET (SKUTEČNOST A VÝHLED)**

(v mld. Kč)

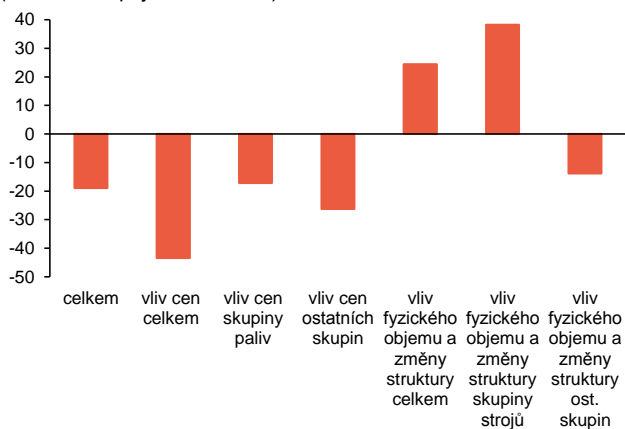


Pozn.: Hodnoty na vší ose pravého grafu finančního účtu jsou v obráceném spektru, protože záporná hodnota znamená v metodice BPM6 příliv finančních prostředků. Vlivem končícího kurzového závazku dosáhly položky v součtovém sloupci v prvním čtvrtletí 2017 (\*) velmi vysokých hodnot. Byly proto z hlediska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

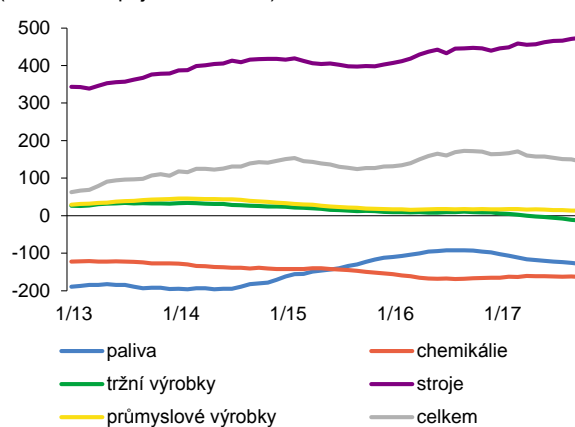
**Důchodové bilance skončily ve třetím čtvrtletí výrazným souhrnným schodkem, který byl ve srovnání s predikcí v důsledku příznivějšího vývoje prvotních důchodů mírně slabší.** Prvotní důchody dosáhly podobně jako v předchozím čtvrtletí vysokého sezonního schodku (přes 90 mld. Kč), jenž meziročně mírně vzrostl. Nejvýznamnější složkou celkové bilance byl schodek důchodů z přímých investic, související především s výplatou dividend nerezidentům. Další dvě dílčí bilance – náhrady zaměstnancům a důchody z ostatních investic (zahrnující vztahy vůči EU) – naopak skončily mírnými přebytky. Bilance druhotných důchodů zaznamenala schodek, který se především z důvodu poklesu příjmů z rozpočtu EU meziročně mírně prohloubil (na 14 mld. Kč). Na tomto schodku se zhruba z poloviny podílel schodek čistých příjmů z rozpočtu EU a z druhé poloviny schodek ostatních důchodů. Meziročně se tak souhrnný schodek důchodových bilancí zvýšil a zejména jeho vývoj přispěl k prohloubení celkového schodku běžného účtu (na -37,7 mld. Kč). Poměr běžného účtu k HDP na roční bázi nicméně nadále setrvává v kladných hodnotách. Ve třetím čtvrtletí dosáhl 0,6 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se mírně snížil.

**ROZKLAD FAKTORŮ MEZIROČNÍ ZMĚNY SALDA OBCHODNÍ BILANCE ZA 1-10/2017**

(v národním pojetí, v mld. Kč)

**ROČNÍ KLOUZAVÉ ÚHRNY OBCHODNÍ BILANCE PODLE SITC**

(v národním pojetí, v mld. Kč)



**Naproti tomu kapitálový účet skončil ve třetím čtvrtletí v souladu s predikcí mírným přebytkem (8,3 mld. Kč), vyplývajícím zejména z čerpání prostředků z rozpočtu EU.** Meziročně však byl tento přebytek – a v jeho rámci i čerpání zdrojů z rozpočtu EU – nižší.

### III.4.2 Finanční účet

**V rámci finančního účtu byl nejvýraznější položkou čistý odliv portfoliových investic do zahraničí spojený zejména s poklesem držby vládních dluhopisů nerezidenty.** Ten byl zaznamenán po předchozích třech čtvrtletích masivního čistého přílivu (v rámci dluhových cenných papírů), přičemž přesáhl 150 mld. Kč. Rozhodující operace byly spojeny s poklesem držby vládních dluhopisů nerezidenty v souvislosti s dosažením doby jejich splatnosti. Rovněž meziroční zvýšení celkového čistého odlivu portfoliových investic souviselo zejména s poklesem držby dluhopisů zahraničními investory. K čistému odlivu u portfoliových investic přispěl i nákup zahraničních podílů a účastí v investičních fondech rezidenty. Ve směru čistých půjček do zahraničí působilo také zvýšení rezervních aktiv, které se však ve třetím čtvrtletí ve srovnání s předchozími dvěma čtvrtletími řádově zpomalilo (na hodnotu přes 13 mld. Kč). Růst rezervních aktiv (po vyloučení kurzových vlivů) souvisel s transakcemi pro klienty ČNB.

**K čistému přílivu naopak došlo u přímých investic, vypořádání s finančními deriváty a ostatních investic.** Čistý příliv přímých investic pokračoval již šesté čtvrtletí v řadě, avšak tentokrát dosáhl jen necelých 12 mld. Kč. Podobně jako v předchozích čtyřech čtvrtletích vývoj přímých investic nejvíce souvisel s odhadovanou úrovní reinvestic zisku v ČR. K přílivu přímých zahraničních investic do ČR však přispěl i příliv v rámci základního kapitálu a převaha přijatých půjček v dluhových nástrojích. Růst českých přímých investic v zahraničí byl nejvíce spojen s poskytnutými úvěry v dluhových nástrojích. Rovněž zřetelné meziroční zmírnění čistého přílivu souviselo s vývojem v úvěrových vztazích. Nejvyšší čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, byly však zaznamenány u ostatních investic, a o ve výši téměř 150 mld. Kč. Souvisely s čistým přílivem do bankovního sektoru včetně ČNB, který byl spojen zejména s růstem krátkodobých vkladů nerezidentů u tuzemských bank, do nichž byly pravděpodobně přesměrovány prostředky z maturujících státních dluhopisů. K celkovým čistým výpůjčkám u ostatních investic přispěl také čistý příliv zdrojů podnikového sektoru v důsledku čerpání finančních úvěrů. Souhrnný čistý příliv přímých a ostatních investic a vypořádání s finančními deriváty mírně převážil nad čistým odlivem portfoliových investic a růstem rezervních aktiv, což vedlo k čistým výpůjčkám na finančním účtu ve výši 2,1 mld. Kč.

### III.5 FISKÁLNÍ VÝVOJ

*Dosavadní vývoj v oblasti veřejných financí potvrzuje základní vyznění stávající fiskální prognózy ze 7.SZ, s výjimkou vývoje vládních investic. K očekávanému výraznému zrychlení jejich meziročního růstu ve třetím čtvrtletí podle předběžných údajů nedošlo. Začátkem prosince zahájila Poslanecká sněmovna projednávání návrhu zákona o státním rozpočtu na rok 2018 se schodkem 50 mld. Kč.*

**Předběžné údaje za třetí čtvrtletí nepotvrzují výrazné zrychlení růstu vládních investic očekávané ve stávající prognóze.** Investiční výdaje vládních institucí meziročně vzrostly jen o 0,6 % (oproti roku 2015 však byla jejich hladina stále o 30 % nižší), přičemž na ústřední úrovni investice poklesly, zatímco na místní úrovni byl zaznamenán výrazný růst. Investice vládního sektoru do budov a staveb, které představují objemově nejvýznamnější položku veřejných investic, poklesly meziročně o 8,3 %, když jejich propad na

ústřední úrovni nebyl vykompenzován ani značným nárůstem na úrovni místní.<sup>5</sup> Veřejné investice do strojů a zařízení vzrostly meziročně o 7,8 %, a to zejména díky růstu investic na místní úrovni. Utlumenější vývoj vládních investic naznačuje méně expanzivní působení fiskální politiky v letošním roce.

### FISKÁLNÍ PROGNÓZA ZE 7.SZ

(v % z nominálního HDP)

	2016 skutečnost	2017 prognóza	2018 prognóza	2019 prognóza
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	0.7	1.4	1.4	1.5
UPRAVENÉ SALDO <sup>a)</sup>	0.7	1.3	1.4	1.4
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>b)</sup>	0.7	1.0	0.9	1.1
Fiskální pozice v p. b. (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	0.9	0.3	-0.1	0.2
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>b)</sup>	1.0	1.3	1.1	1.1
Fiskální pozice v p. b. (metoda EK) <sup>c)</sup>	1.2	0.3	-0.1	-0.1
Fiskální impulz v p. b. <sup>d)</sup>	-1.1	0.4	0.4	0.0

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

**Po očištění o transfer prostředků z EU je dosavadní hospodaření státního rozpočtu lepší než v minulém roce.** Státní rozpočet ke konci listopadu letošního roku skončil schodkem ve výši 11,6 mld. Kč (v metodice GFS). Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku, kdy byl státní rozpočet v přebytku, je saldo hospodaření o 67,1 mld. Kč nižší. Tento vývoj je však důsledkem výrazného snížení transferu prostředků z EU (meziročně o 74,3 mld. Kč). Hospodaření státního rozpočtu očištěné na příjmové i výdajové straně o tyto prostředky skončilo ke konci listopadu 2017 schodkem 13,0 mld. Kč, přičemž ve stejném období loňského roku hospodařil státní rozpočet po očištění o tento vliv se schodkem 14,7 mld. Kč.<sup>6</sup>

**Aktuální informace o vývoji příjmové strany státního rozpočtu indikují dosažení přebytku vládního sektoru v letošním roce na úrovni očekávané stávající prognózou.** Daňové inkaso i výběr sociálního pojištění za leden až listopad 2017 vykazovaly solidní meziroční růst. Inkaso DPH se meziročně zvýšilo o 8,9 % (o 19,8 mld. Kč), výběr daně z příjmu fyzických osob vzrostl o 13,2 % (o 13,2 mld. Kč), a příjmy ze sociálního pojištění se zvýšily o 8,5 % (o 33,0 mld. Kč). Tyto údaje současně naznačují pokračující rychlý růst domácí poptávky a celé ekonomiky i v průběhu letošního čtvrtého čtvrtletí.

**Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR projednala 5. prosince v prvním čtení vládní návrh zákona o státním rozpočtu ČR na rok 2018 a střednědobého výhledu na léta 2019 a 2020.** Sněmovna přitom schválila základní parametry státního rozpočtu na příští rok v souladu s vládou předloženým návrhem, tj. celkové příjmy 1314,5 mld. Kč, celkové výdaje 1364,5 mld. Kč a schodek státního rozpočtu ve výši 50,0 mld. Kč. Tyto celkové údaje se již nebudou měnit; ve druhém a třetím čtení, jež by měla proběhnout ve druhé polovině prosince, budou poslanci navrhopvat jen přesuny v rámci těchto základních parametrů.

<sup>5</sup> Jen pomalé odeznívání útlumu vládních stavebních investic koresponduje s tím, že produkce inženýrského stavitelství přešla po dlouhé době do lehkého meziročního růstu (+0,8 %) až v říjnu 2017.

<sup>6</sup> Za leden až listopad 2017 si z titulu předfinancování EU projektů a financování společné zemědělské politiky státní rozpočet (v cash vyjádření) polepšil jen cca o 1,3 mld. Kč, což je o 68,8 mld. Kč méně, než tomu bylo za stejné období loňského roku.



### III.6 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

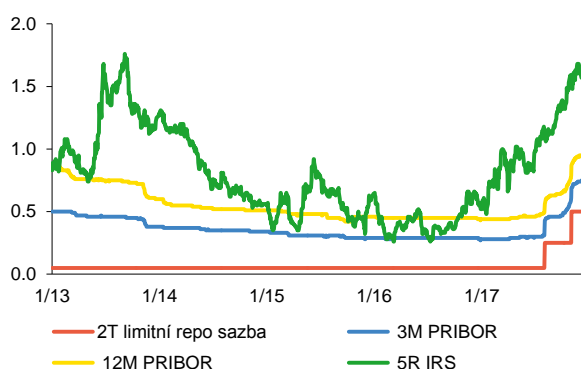
Celkové měnové podmínky přibližně odpovídají prognóze, přičemž úroková složka je mírně uvolněnější a kurzová složka naopak lehce přísnější. V návaznosti na listopadové zvýšení základních sazeb ČNB se posunuly výše i úrokové sazby na peněžním trhu, sazba 3M PRIBOR v průměru za čtvrté čtvrtletí leží lehce pod prognózou. Kurz koruny je naopak v průměru mírně silnější v porovnání s předpokladem prognózy. Klientské úrokové sazby z úvěrů se lehce zvýšily. Růst úvěrů soukromému sektoru zpomalil zejména vlivem postupného zpřísnování úvěrových podmínek bank, zůstává však i nadále relativně vysoký. Dosud velmi robustní dynamika M3 ovlivněná specifickými tržními podmínkami před ukončením kurzového závazku v posledních měsících viditelně zvolnila.

#### III.6.1 Měnová politika a úrokové sazby

Po zvýšení základních sazeb ČNB na počátku listopadu se zvýšily také úrokové sazby na peněžním trhu. Vzhledem k tomu, že úprava základních sazeb ČNB byla široce očekávána, tržní sazby se posouvaly výše již před zasedáním. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se následně ustálilo na své dlouhodobé úrovni, tj. těsně nad 0,2 p. b. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2017 (do 13.12.) činí 0,6 %, a pohybuje se tak lehce pod prognózou; její aktuální výše je však již v blízkosti prognózované úrovně (0,71 %). Rovněž sazby FRA se po listopadovém 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.

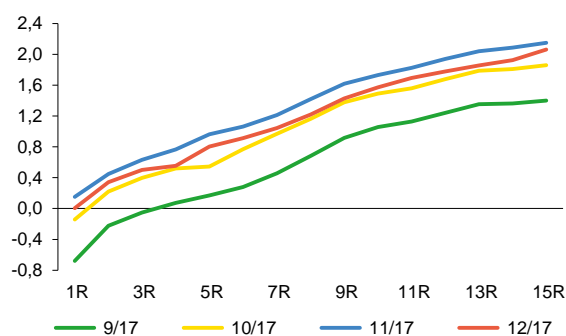
#### ÚROKOVÉ SAZBY

(v %)



#### VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

(v %)



**Domácí úrokové sazby IRS lehce vzrostly ve všech splatnostech, a dále se tak odchýlily od vývoje na hlavních zahraničních trzích.** Tuzemské sazby se splatností nad 1R reagují na již provedené i očekávané úpravy základních sazeb ČNB a během posledního půlroku zatím vzrostly o 0,5 – 0,6 procentního bodu. To zhruba platí i pro výnosy státních dluhopisů<sup>7</sup>, jejichž výnosová křivka se od konce října již celá pohybuje v kladném pásmu.<sup>8</sup> Naproti tomu v eurozóně se ve stejném období úrokové sazby s delší splatností nepatrně snížily v důsledku kroků ECB. Ta se sice rozhodla od ledna 2018 snížit měsíční objemy nákupů aktiv na 30 mld. EUR měsíčně, ale zároveň oznámila, že bude v nákupech pokračovat nejméně do září příštího

7 Celková držba státních dluhopisů v rukou nerezidentů klesla od konce kurzového závazku cca o 60 mld. Kč, přičemž ke konci října dosahovala 657 mld. Kč; podíl nerezidentů na celkové držbě těchto dluhopisů činí 46 %.

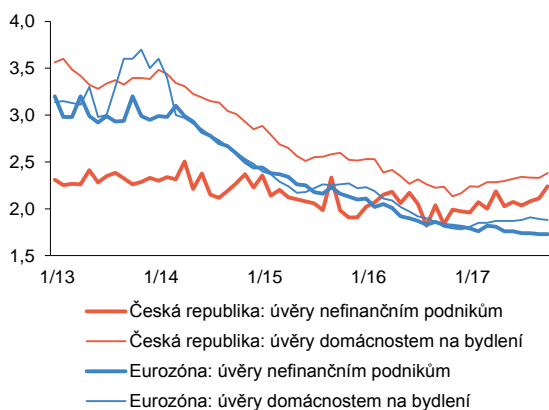
8 Záporné stále zůstávají výnosy SPP.

roku (s tím, že je v případě potřeby může dále prodloužit). Vzhledem ke stále nízké inflaci většina trhu očekává, že ECB bude ustupovat ze svých dosavadních podpůrných opatření jen velmi pozvolna. Navíc v posledních týdnech ECB pravděpodobně zvýšila poptávku po aktivech, aby minimalizovala dopady případné nižší likvidity na konci roku (tzv. front-loading nákupů).

**Klientské úrokové sazby z korunových úvěrů se většinou lehce zvýšily, zatímco úrokové sazby z vkladů dále klesaly.** Srpnové zvýšení měnověpolitických sazeb a růst sazeb peněžního trhu se promítly do následného zvýšení pohyblivých a krátkodobých sazeb v obdobném rozsahu ve všech segmentech úvěrového trhu. Úrokové sazby s delšími fixacemi, reagující obvykle na výnosy státních dluhopisů, resp. na sazby IRS, vzrostly naproti tomu v říjnu jen slabě. Listopadové zvýšení měnověpolitických sazeb a pokračující růst dlouhodobých sazeb finančního trhu dále zvýšily cenu zdrojů bank, což by se mělo promítat v dalším postupném růstu úrokových sazeb z úvěrů. Sazba z nových hypoték se od července do října 2017 zvýšila jen o 0,1 procentního bodu na 2,1 % (resp. o 0,3 procentního bodu oproti historickému minimu z loňského listopadu). Sazba z refinancovaných hypoték zůstala v průměru ve výši 2,3 % a z refinancovaných hypoték na úrovni 2,1 %. U nefinančních podniků se úroková sazba z korunových úvěrů zvýšila, zatímco sazba z nových úvěrů v cizí měně dále poklesla na 1,5 %. Kreditní prémie vyjádřené rozpětím klientských sazeb a sazeb finančního trhu se většinou snížily či se zásadněji neměnily. Naopak úrokové sazby z vkladů poklesly na nové historické minimum 0,1 %. Reálné úrokové sazby z úvěrů a vkladů byly v říjnu vlivem pokračujícího růstu inflace více záporné a odrážely přetrvávající uvolnění úrokové složky měnových podmínek. Rozpětí sazeb z podnikových úvěrů a úvěrů na bydlení v ČR a eurozóně dosáhlo v průměru 0,5 procentního bodu.

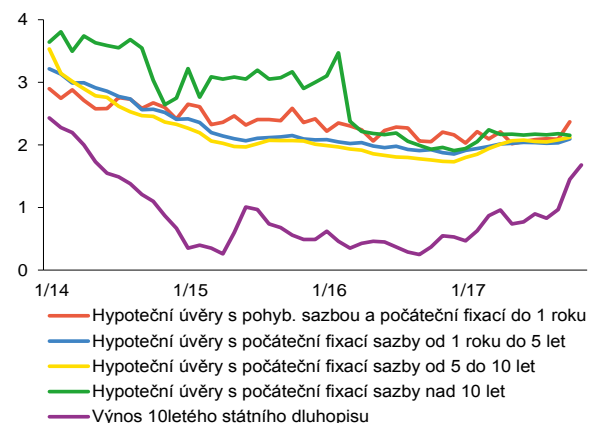
### KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY V ČR A EUROZÓNĚ

(v %)



### ÚROKOVÉ SAZBY Z HYPOTEČNÍCH ÚVĚRŮ

(nové obchody včetně navýšení, v %)

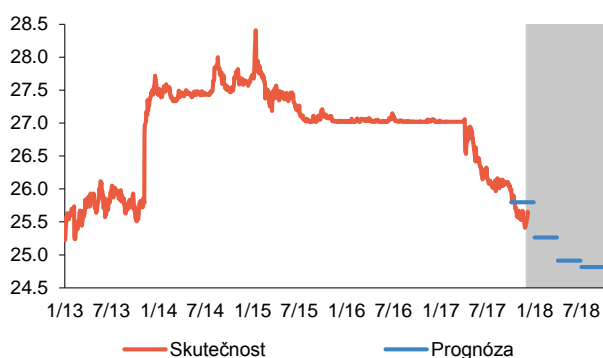




### III.6.2 Měnový kurz

**Kurz koruny vůči euru v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí posiloval.** Od počátku října posílil z hodnoty cca 26 CZK/EUR až na 25,4 CZK/EUR ve druhé polovině listopadu, poté došlo k mírné korekci na 25,6 CZK/EUR, kde se kurz pohyboval na konci první prosincové dekády. V průměru za dosud uplynulé čtvrté čtvrtletí kurz koruny dosáhl cca 25,6 CZK/EUR. Tato hodnota byla mírně silnější oproti predikci ze 7.SZ (25,8 CZK/EUR). Meziročně koruna posílila o poměrně výrazných 5,1 %.

**MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI EURU**  
(CZK/EUR)



**MĚNOVÝ KURZ KORUNY VŮČI USD**  
(CZK/USD)



Pozn.: Šedá plocha představuje období od projednání 7.SZ v bankovní radě.

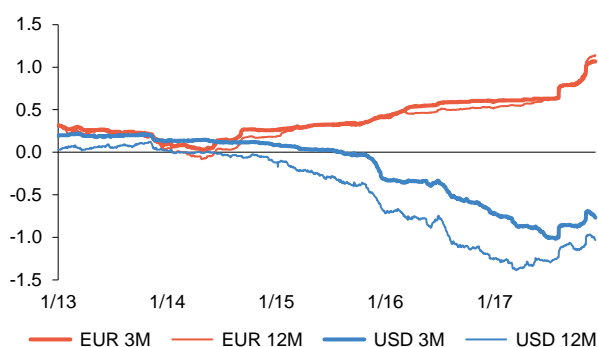
**Ve směru posilování koruny působí nadále kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru a očekávání jeho dalšího nárůstu.** Tzv. „překoupenost“ trhu posilování koruny naopak tlumí. Kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru vzrostl vlivem říjnového zvýšení měnově politických sazeb ze strany ČNB z cca 0,8 p. b. až na téměř 1,1 p. b. Posilování kurzu koruny podporoval i mírně zrychlující hospodářský růst v ČR doprovázený relativně rychlým zvyšováním mezd a inflací, která se v říjnu přiblížila horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Na finančním trhu tak přetrvávají očekávání ohledně dalšího růstu měnověpolitických sazeb ČNB v průběhu příštího roku. Naopak statistické údaje z eurozóny ani komentáře představitelů ECB nesignalizují významnější zpříšňování měnových podmínek, kromě již ohlášeného a v očekáváních zahrnutého zmírnění rozsahu kvantitativního uvolňování od ledna 2018. Posilování koruny je však nadále tlumeno existencí rozsáhlých „spekulativních“ korunových pozic zahraničních investorů vybudovaných v minulosti. Od konce listopadu je patrná tendence k mírné korekci předcházejícího posilování koruny, která je zřejmě spojena s uzavíráním části korunových pozic nerezidentů před koncem roku. Do určité míry může s korekcí kurzu koruny souviset i přehodnocení tržních očekávání ohledně zvyšování tuzemských úrokových sazeb v závěru letošního roku ze strany některých krátkodobých zahraničních investorů.

**Vůči americkému dolaru koruna meziročně posílila o 11,8 % vlivem zpevnění koruny vůči euru a oslabování dolaru na světových trzích.** Ve sledovaném čtvrtletí koruna nejprve posílila z hodnoty cca 22 CZK/USD na počátku října až na 21,3 CZK/USD ve druhé polovině listopadu, poté mírně korigovala na 21,7 CZK/USD, kde se nacházela na konci první prosincové dekády. Příčinou tohoto vývoje bylo především posilování koruny a následná korekce od konce listopadu (viz výše), zatímco pohyby dolaru na světových finančních trzích nebyly ve sledovaném čtvrtletí příliš výrazné. Oproti prognóze na čtvrté čtvrtletí (22,0 CZK/USD) je dosavadní průměrná hodnota koruny vůči dolaru o cca 2 % silnější. V průběhu čtvrtého čtvrtletí se záporný úrokový diferenciál u tříměsíčních korunových a dolarových sazeb poněkud zmírnil (cca o 0,1 p. b.) a pohyboval se kolem hodnoty -0,75 p. b. K tomu došlo při zvýšení měnově politických sazeb ve stejném rozsahu (0,25 p. b.) oběma centrálními bankami.

**Meziroční posílení nominálního efektivního kurzu (NEER) koruny dosáhlo v listopadu 6,7 %.** Koruna posilovala vůči všem měnám obsaženým v koši. NEER koruny tak posílil více než nominální kurz CZK/EUR hlavně z důvodu dvouciferného posílení koruny vůči japonskému jenu, švýcarskému franku, americkému dolaru a čínskému renmimbi. Vůči většině ostatních měn v koši pak zaznamenala koruna posílení o více než pět procent. Výjimkou byl ruský rubl a polský zlotý.

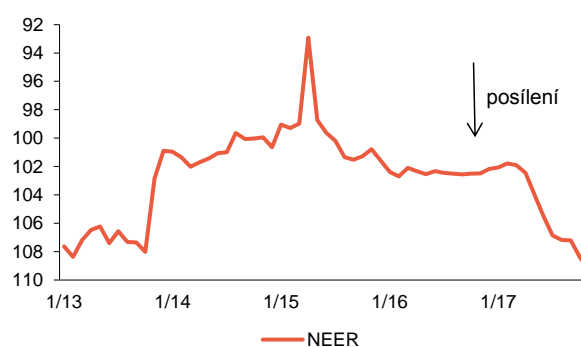
### ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY KORUNY VŮČI EURU A DOLARU

(v p. b.)



### INDEX NOMINÁLNÍHO EFEKTIVNÍHO KURZU KORUNY (NEER)

(NEER)

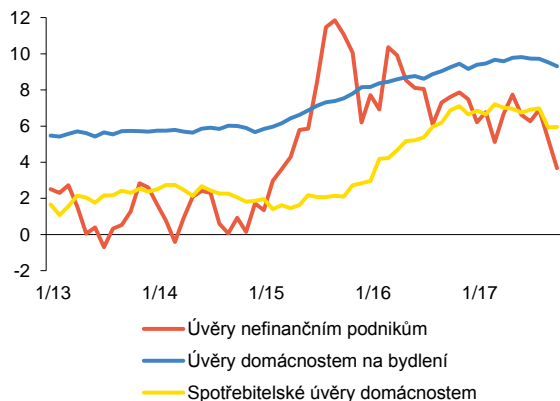


### III.6.3 Úvěry

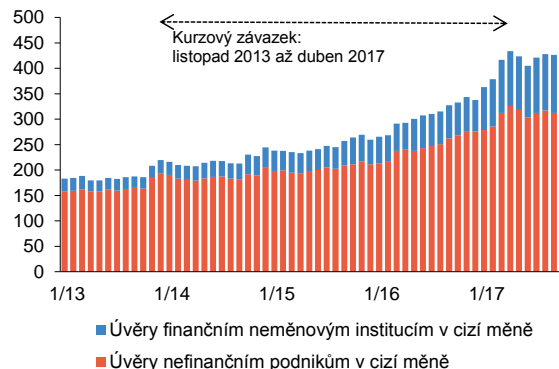
**Dynamika úvěrů soukromému sektoru zpomalila na zhruba 8 %, což je však stále relativně vysoká úroveň.** Zvolnění růstu úvěrů bylo zaznamenáno ve všech segmentech úvěrového trhu, nejzřetelnější bylo u úvěrů v cizí měně nefinančním podnikům v oblasti developingu a finančním investorům. Roční míra růstu úvěrů nefinančním podnikům upravená o kurzové vlivy se snížila na 3,7 %. V tom se odrazil zejména nižší růst úvěrů do činností v oblasti nemovitostí a pokles úvěrů ve službách. Celkově je ale růst úvěrů z hlediska odvětví plošnější než v minulosti, nejvýrazněji je tažen segmentem úvěrů zpracovatelskému průmyslu. Dále přispívaly úvěry v odvětví dopravy, stavebnictví a obchodu. Nad rámec toho podniky více využívaly mezipodnikové dluhy a existují též signály o zvýšené emisní aktivitě některých podniků v oblasti dluhopisů (např. v energetice). Dynamika úvěrů v cizí měně je – vlivem předchozí zvýšené aktivity vývozních podniků i finančních institucí v oblasti bilančního zajišťování proti kurzovému riziku a standardního cizoměnového financování developerů – stále vysoká a pohybuje se nad dlouhodobým průměrem. Nedosahuje však dubnového vrcholu a postupně se snižuje (u nefinančních podniků aktuálně činí cca 19 % a u finančních investorů 69 %). Poměr úvěrů v cizí měně na úvěrech mírně klesl na cca 29 % u nefinančních podniků, resp. na 41 % u finančních společností.

**ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU**

(roční míry růstu v %, upraveno o kurzové a ostatní netransakční vlivy)

**ÚVĚRY V CIZÍ MĚNĚ**

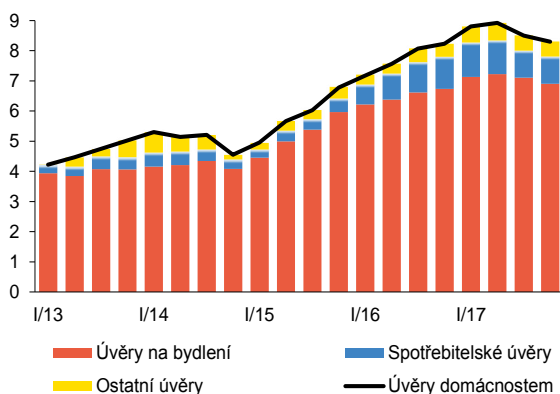
(v mld. Kč)



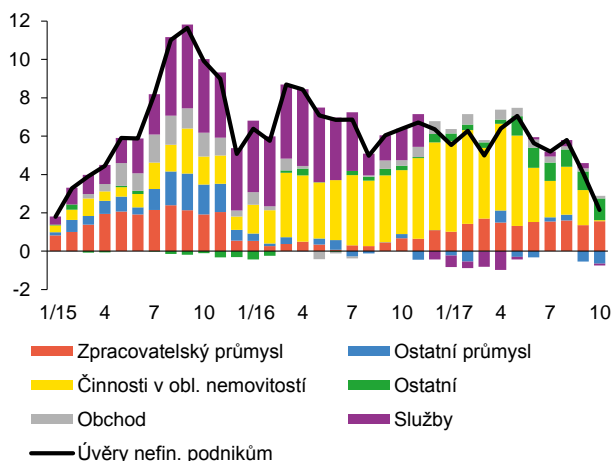
**Postupné zpříšňování úvěrových podmínek a předchozí předzásobení trhu přispělo k dalšímu přibrzdění vysokých temp růstu úvěrů na bydlení.** Míra růstu hypoték tak meziročně zvolnila na 9,9 %. Absolutní objemy nových úvěrů na bydlení se pohybují pod loňským listopadovým vrcholem a meziročně poklesly o cca 4 %, což korespondovalo s bankami vnímaným snížením poptávky.<sup>9</sup> Objemy nových úvěrů na bydlení však zůstávají v podmínkách výrazného růstu cen nemovitostí na vysoké úrovni. Spotřebitelské úvěry si taktéž udržují svižné tempo, i když jejich dynamika rovněž zvolnila (k cca 6 %). Růst objemu nových spotřebitelských úvěrů je podporován spotřebitelskou důvěrou a pokračujícím poklesem úrokových sazeb v tomto segmentu na zhruba 9 %.

**ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM**

(roční míry růstu v %, příspěvky v p. b., údaje ke konci daného čtvrtletí, poslední údaj je za říjen 2017)

**ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM**

(meziročně v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Položka ostatní zahrnuje stavebnictví, zemědělství a doprava.

<sup>9</sup> Růst úvěrů domácnostem na bydlení byl loni na podzim urychlen blížícím se nabytím účinnosti nové legislativy a zpřísněním makroobezřetnostních pravidel ČNB, což od 1. prosince 2016 významně ovlivnilo podmínky na trhu.

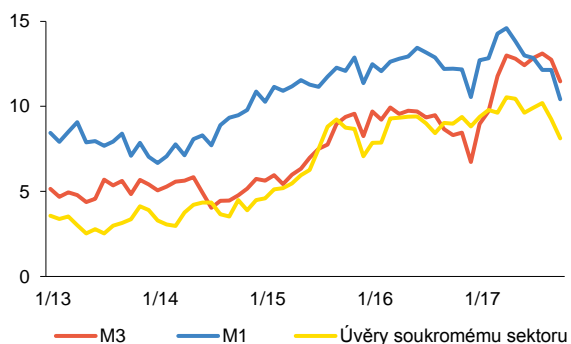
### III.6.4 Peníze

**Růst peněžního agregátu M3 v říjnu zpomalil výrazněji, než předpokládala prognóza.**<sup>10</sup> Roční míra růstu M3 se v tomto měsíci dále snížila na 11,5 %. Pozvolna tak docházelo ke korekci vysoké dynamiky, ovlivněné zejména specifickými tržními podmínkami spojenými s přílivem zahraničního kapitálu a zápornými výnosy státních dluhopisů před ukončením kurzového závazku. Ve struktuře M3 poklesly především vklady (včetně repo operací s bankami) finančních neměnových institucí, zejména pak vklady pojišťoven a penzijních fondů. Dynamika M3 je naopak nadále podporována růstem ekonomiky, úvěrovou expanzí a stále nízkou hladinou úrokových sazeb.

**Z hlediska tvorby peněz se na růstu M3 vedle růstu úvěrů podílí i zvýšení čistých zahraničních aktiv, i když v menší míře než v nedávné minulosti.** Měnová interpretace platební bilance naznačuje, že u portfoliových investic došlo v září ke snížení držby vládních dluhopisů nerezidenty vlivem uplynutí doby jejich splatnosti, které však bylo z hlediska dopadu do M3 významně kompenzováno poklesem vkladů centrální vlády. V říjnu se roční míra růstu čistých zahraničních aktiv zásadněji neměnila. Objem korunových vkladů nerezidentů u bank zůstává – i přes říjnové snížení – vysoký a značně nad dubnovou úroveň. V opačném směru působí na M3 přetrvávající pokles financování centrální vlády u bank a opětovné říjnové zvýšení jejich vkladů též v důsledku nové emise cenných papírů.

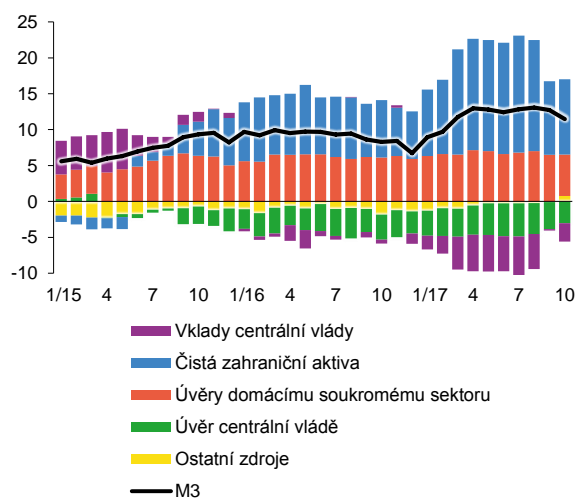
#### PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

(roční míry růstu v %, upraveno o kurzové a ostatní netransakční vlivy)



#### M3 A JEHO PROTIPOLožKY

(roční míra růstu v %, příspěvky v procentních bodech)



<sup>10</sup> Dle stávající prognózy by měl růst M3 postupně zvolňovat. Pro čtvrté čtvrtletí 2017 prognóza předpokládá růst M3 ve výši 13 %. V delším horizontu, tj. v letech 2018 a 2019, se bude vlivem zvyšování úrokových sazeb a pohybu inflace okolo cíle nacházet v blízkosti 9 %, resp. 8 %.