

V Praze dne 20. června 2014
Č.j.: 2014/003417/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

4. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém
vývoji

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

Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek,
Karel Bauer, Jan Schmidt,
Kamil Galuščák

Část III

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní
rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik, Petr Král, Luboš Komárek

Zpracovatel: Sekce měnová a statistiky

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB.

OBSAH

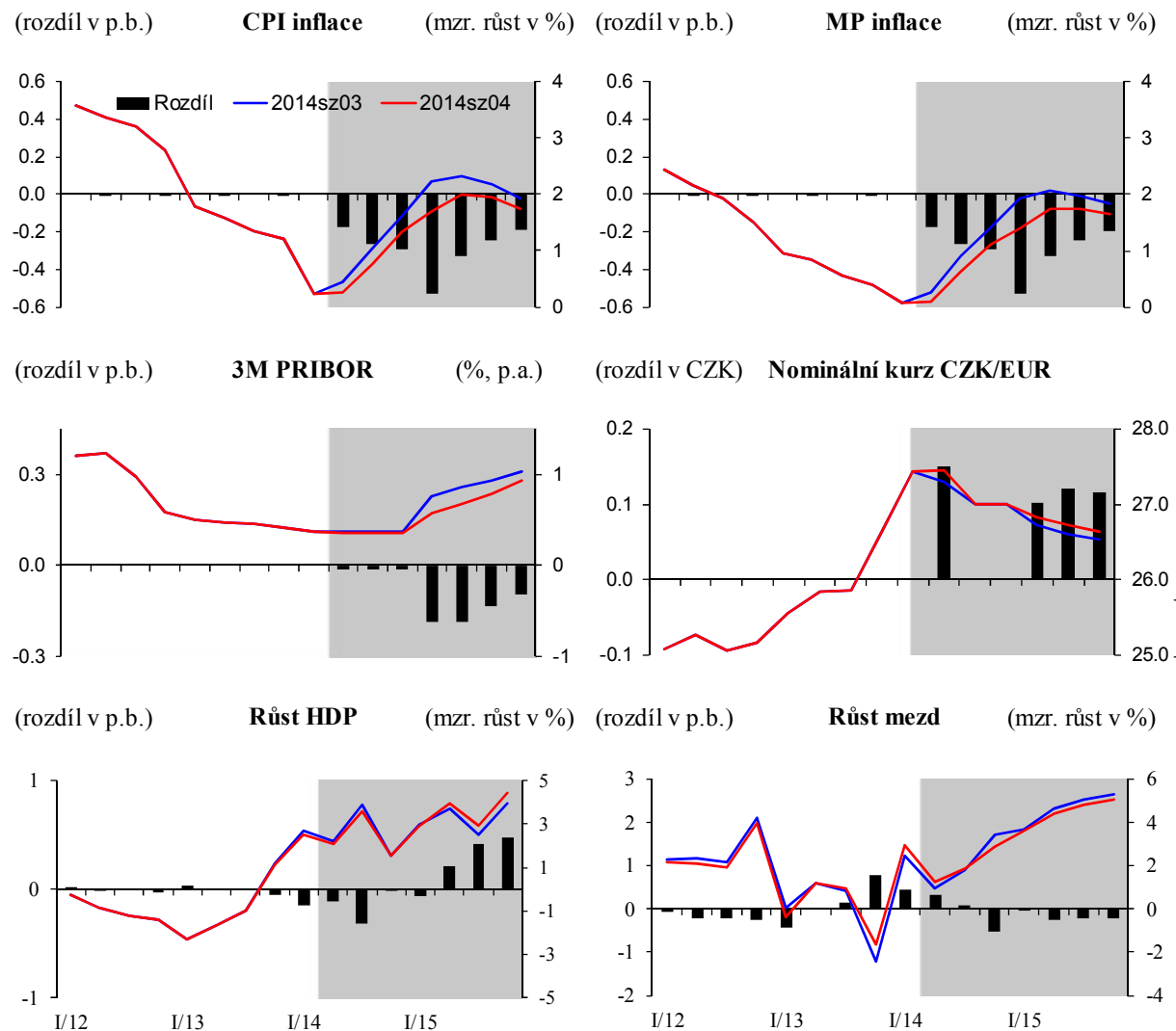
I. SHRUTÍ	1
1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik	1
2 Prognózy ostatních institucí	4
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	6
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	7
1 Vnější prostředí	7
Box : Srovnání Consensus Forecasts vůči konkurenčnímu produktu	
Focus Economics	13
2 Vývoj veřejných rozpočtů	15
III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	17
1 Trh práce	17
2 Ekonomický růst a jeho složky	21
3 Platební bilance	26
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	28
5 Peníze a úvěry	33
IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	38
1 Domácí úrokové sazby	38
2 Devizový kurz	39

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRnutí

1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik

Porovnání vůči prognóze ze 3.SZ



Simulace provedená na základě nových dat publikovaných od doby zpracování 3.SZ se z hlediska výhledu celkové inflace posouvá na celém predikčním horizontu směrem dolů. V tomto směru působí nižší výhled regulovaných cen i aktuálně pozorovaná inflace a předpokládané zavedení druhé snížené sazby DPH v roce 2015. To je částečně kompenzováno lehce proinflačním působením zřetelně oživující domácí ekonomiky v průběhu prvního čtvrtletí, a to především prostřednictvím rychlejšího růstu mezd. Měnověpolitická inflace na celém predikčním horizontu leží pod 2% cílem, což naznačuje, že předpokládaná fixace kurzu na hladině 27 CZK/EUR do počátku roku 2015 nezajišťuje v simulaci uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu. Po předpokládaném opuštění používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky pak dochází k potřebě méně výrazného zvýšení úrokových sazeb oproti scénáři ze 3.SZ. V tom se vedle utlumenější budoucí inflace odráží i snížený

výhled 3M EURIBORu na celém horizontu prognózy. Při stabilitě rizikové prémie na mezibankovním trhu ve výši 0,3 p.b. by to v prvním čtvrtletí příštího roku znamenalo potřebu pouze jednoho zvýšení 2T repo sazby o 0,20–0,25 p.b. namísto dvou zvýšení, které pro toto období implikuje stávající prognóza. Kurz koruny je v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí o něco slabší oproti předpokladu prognózy. Jeho budoucí trajektorie se v aktuální simulaci oproti prognóze rovněž posouvá k mírně slabším hodnotám, když kurz po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 posílí o 0,20 CZK/EUR, aby následně dále zvolna posiloval na hodnotu 26,60 CZK/EUR v závěru roku.

Nad rámec nových informací zachycených ve výše uvedené simulaci existují další protiinflační rizika. Prvním rizikem je méně expanzivní vládní politika v roce 2015, a to z důvodu postupného naplňování programového prohlášení vlády v daňové oblasti, které by znamenalo menší snížení daňové zátěže oproti stávající legislativě, o níž se opíral základní scénář 3.SZ. Toto riziko bylo ve 3.SZ zachyceno v rámci citlivostního scénáře fiskální politiky, který vedl k potřebě mírně uvolněnějších měnových podmínek ve druhé polovině roku 2015. Dalším rizikem stávající prognózy jdoucím rovněž protiinflačním směrem je krátkodobý výhled cen potravin spolu se snížením výhledů cen agrárních komodit na světových trzích od doby zpracování 3.SZ.

Nové údaje tak v souhrnu dále zvyšují pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzu jako nástroje měnové politiky a nevylučují ani potřebu jeho slabší úrovně, než je vyhlášená hladina kurzového závazku 27 CZK/EUR.

U **zahraničních veličin** se výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR¹ posunul oproti předpokladu prognózy (RS03) směrem dolů na celém horizontu prognózy, přičemž na jeho konci se tento rozdíl zvyšuje až k 0,2 p.b. Trajektorie těchto sazeb je tak na celém horizontu prognózy téměř plochá, když v příštím roce v průměru činí jen 0,2 %. Změna výhledu tržních sazeb v eurozóně odráží reakci ECB z počátku června na utlumený inflační vývoj v podobě snížení klíčových úrokových sazeb (u depozitní sazby do záporu) a sady opatření na podporu likvidity a úvěrování. Výhled zahraniční poptávky vyjádřený efektivním HDP v eurozóně zůstává ve srovnání s minulou prognózou beze změn, když se v průměru za letošní a příští rok i nadále očekává růst na hodnotách 1,6 % v letošním resp. 2 % v příštím roce. Výhled efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců v eurozóně se v letošním i příštím roce posouvá mírně směrem dolů, když se odsouvá návrat jeho meziročního růstu do kladných hodnot až na závěr letošního roku; v průměru za celý letošní rok tak tyto ceny klesnou o 0,4 %. V příštím roce se pak očekává zrychlení jejich růstu na průměrnou hodnotu 1,4 %. Výhled efektivní spotřebitelské inflace v eurozóně se posouvá směrem dolů až do prvního čtvrtletí příštího roku. Očekává se, že inflace oživí ve druhé polovině letošního roku a v příštím roce se bude pohybovat v průměru na 1,6 %. Tržní výhledy cen ropy se v letošním i příštím roce posouvají o necelý 1 USD/barel výše. Z hlediska eurových i korunových cen ropy však nad tímto faktorem lehce převažuje posun výhledu kurzu USD/EUR směrem k silnějšímu euru.

Trh práce byl v prvním čtvrtletí letošního roku podle očekávání již viditelně ovlivněn oživením domácí ekonomiky. Růst zaměstnanosti pokračoval tempem z předchozího čtvrtletí, a byl tak nad prognózou ze 3.SZ. Do kladných hodnot překvapivě překmitl i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky a tím zřejmě odeznělo přizpůsobování předchozímu útlumu ekonomické aktivity prostřednictvím zkracování úvazků. To prognóza očekávala

¹ Aktuální výhled zahraničního vývoje je založen na publikaci Consensus Forecasts (CF06) z 9. června. Tržní výhledy (3M EURIBOR, cena ropy Brent) byly zpracovány ke stejnému datu.

s větším zpožděním až ve druhé polovině letošního roku. Obecná nezaměstnanost i podíl nezaměstnaných osob se po sezonním očištění podle očekávání prognózy snížily, přičemž obecná nezaměstnanost byla lehce pod prognózou. Mzdový růst v prvním čtvrtletí zřetelně zrychlil, což se týkalo jak podnikatelské, tak i nepodnikatelské sféry. V podnikatelské sféře se na zrychlení meziročního růstu mezd podílel ve velké míře efekt mzdové optimalizace z přelomu let 2012/2013, což ovšem predikce očekávala, a současně došlo ve větší míře oproti prognóze ke kompenzaci nečekávaného poklesu mezd ze závěru loňského roku. Mzdový růst v podnikatelské sféře tak byl oproti prognóze vyšší a vzhledem k rychlejšímu růstu zaměstnanosti přepočtené na plné úvazky byl vyšší i objem mezd a platů. Nominální jednotkové náklady v celé ekonomice i téměř ve všech jejích sektorech překmitly do mírně kladné dynamiky, zatímco prognóza očekávala ještě jejich pokles. Produktivita práce vlivem předstihu růstu produktu před zaměstnaností vykázala v souladu s predikcí po dlouhé době zřetelný růst. Měsíční indikátory za duben a květen ukazují na další poklesy obou ukazatelů nezaměstnanosti, a to v lehce výraznější míře oproti prognóze. Dubnová dynamika mezd v průmyslu a stavebnictví na hodnotách okolo 2 % ukazuje na pokračování umírněného mzdového růstu.

Ekonomická aktivita měřená reálným HDP v prvním čtvrtletí podle očekávání pokračovala ve zrychlování meziročního růstu, a to na 2,5 %. Oproti prognóze byl přitom meziroční růst mírně nižší, naopak v mezičtvrtletním vyjádření byl mírně vyšší. Na meziročním růstu HDP se kromě zásob podílely všechny výdajové složky. Zásoby byly také jedinou složkou, která zůstala pod prognózou, zatímco ostatní výdajové složky HDP rostly oproti prognóze rychleji. Měsíční indikátory za druhé čtvrtletí letošního roku signalizují pokračující oživení ekonomiky tažené jak růstem zahraniční poptávky, tak i oživením domácí poptávky včetně investic vládního sektoru. Vedle příznivého vývoje průmyslové produkce a zakázek ze zahraničí pokračuje oživení tržeb v maloobchodě, kde kromě motoristického segmentu zrychloval růst i v nemotoristickém segmentu. Roste rovněž stavební produkce.

V souhrnu je tak **působení domácí ekonomiky** v modelové simulaci mírně proinflační oproti prognóze ze 3.SZ. Na tom se v největší míře podílí vyšší růst mezd, jehož proinflační působení je částečně tlumeno rychlejším růstem fixních investic s příznivými dopady na odhadovanou produktivitu v ekonomice.

Celková meziroční **inflace** po čtyřměsíčním pohybu na hodnotách jen těsně nad nulovou hranicí v květnu podle očekávání zrychlila, a to na 0,4 %. Za zrychlením inflace stál překmit korigované inflace bez pohonných hmot do kladných hodnot, což bylo kromě pokračujícího působení oslabeného kurzu koruny způsobeno i zmírněním meziročního poklesu cen telekomunikačních služeb. Prognóza ze 3.SZ přitom očekávala hodnotu celkové inflace ještě o 0,2 p.b. vyšší. Odchylka od prognózy byla dána téměř výhradně nižším než očekávaným růstem cen potravin. Ty sice nadále zřetelně meziročně rostou, ale jejich růst se v průběhu druhého čtvrtletí zmínil. Prognóza regulovaných cen se naplnila, pro rok 2015 se však jejich výhled snižuje v důsledku předpokládaného zrušení většiny zbývajících poplatků ve zdravotnictví. Lehce směrem dolů na budoucí celkovou inflaci rovněž působí i očekávané zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na vybrané výrobky od ledna 2015. To vede ve výše uvedené simulaci spolu s novými daty k posunu prognózy protiinflačním směrem. Nad rámec této simulace představuje protiinflační riziko prognózy krátkodobý výhled cen potravin i pomalejší růst cen zemědělských výrobců spolu se zmírněním dříve pozorovaných proinflačních tlaků ze strany cen agrárních komodit v zahraničí.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

V dosavadním průběhu prvního čtvrtletí letošního roku **úrokové sazby 3M PRIBOR** nadále stagnovaly a jejich průměrná výše lehce pod 0,4 % byla v souladu s prognózou. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se rovněž pohybuje v souladu s prognózou těsně nad 0,3 p.b.

Měnový kurz za dosavadní průběh druhého čtvrtletí dosáhl průměrné hodnoty lehce nad 27,4 CZK/EUR, když se po celé sledované období pohyboval ve velmi úzkém rozpětí. To je jen mírně slabší hodnota oproti prognóze na úrovni 27,3 CZK/EUR. Na této slabší hodnotě se kurz pohybuje i aktuálně.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici očekávají v letošním roce růst HDP tempem 2,5 % a jeho mírné urychlení v příštím roce. Inflační očekávání v ročním horizontu se pohybují lehce nad 2% cílem ČNB, očekávání v tříletém horizontu jsou stabilní na úrovni cíle. Na červnovém zasedání bankovní rady žádný z analytiků nepředpokládá změnu nastavení úrokových sazeb ani intervenční hladiny kurzu, přičemž v ročním horizontu analytici očekávají kurz na hodnotě cca 27 CZK/EUR. Tržní výhled úrokových sazeb implikuje jejich stabilitu minimálně do začátku příštího roku; do konce letošního roku se tak pohybuje v blízkosti prognózy ČNB.

Ke dni odevzdání 4.SZ byla publikována dvě šetření, na základě kterých je možné provést standardní srovnání s prognózou ze 3.SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 13.6.) a Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 9.6.). U šetření Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za květen (uzávěrka 19.5.).

Srovnání prognózy ČNB ze 3.SZ s prognózami ostatních institucí

HDP (%)	rok 2014			rok 2015		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
3/14	2,6	2,1	2,0	3,3	2,6	2,6
4/14		2,1	2,1		2,5	2,6
5/14		2,2	2,1		2,6	2,6
6/14		2,5			2,7	

mzdy (%)	rok 2014			rok 2015		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
3/14	2,3	2,2	2,0	4,3	3,0	3,2
4/14		2,2	2,3		3,1	3,4
5/14		2,0	2,0		3,0	3,4
6/14		2,4			2,9	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
3/14	27,3 (II/14)	27,4	26,6	26,9	26,9
4/14		27,4		27,0	26,8
5/14		27,4		27,0	26,9
6/14		27,5		27,0	26,9

OMEZENÝ PŘÍSTUP

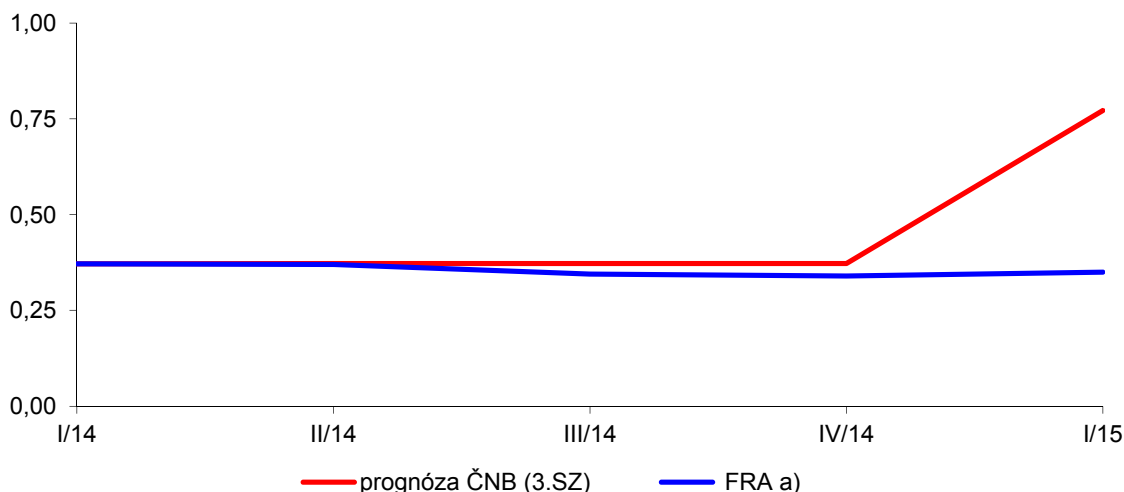
inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
3/14	2,3 (II/15)	2,4	1,9	2,1	2,5
4/14		2,3		2,1	
5/14		2,1		2,0	
6/14		2,2		2,0	

úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
3/14	0,6 (II/15)	0,1	0,9 (II/15)	0,5	0,8
4/14		0,1		0,5	0,8
5/14		0,1		0,5	0,7
6/14		0,1			0,7

Analytici předpokládají v letošním roce růst **HDP** o 2,5 %, v příštím roce by dle jejich očekávání měl ekonomický růst dále mírně zrychlit. V souvislosti s tím se také v jejich výhledu urychluje růst **mezd**, ovšem v roce 2015 zřetelně pomaleji oproti predikci ČNB. Převážně domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT i převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF očekávají v ročním horizontu **kurz** na hodnotě cca 27 CZK/EUR, tj. vůči současným hodnotám kolem 27,4 CZK/EUR o 1,5 % silnější. Na červnovém zasedání bankovní rady žádný z analytiků nepředpokládá změnu intervenční hladiny kurzu. **Inflační očekávání** v ročním horizontu se pohybují lehce nad 2% cílem ČNB, očekávání v tříletém horizontu jsou dlouhodobě stabilní na úrovni cíle. Na červnovém zasedání BR ČNB všech deset analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládá stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. V ročním horizontu jeden analytik předpokládá nárůst 2T repo sazby na 0,25 % a jeden analytik na 0,50 %, ostatní neočekávají změnu nastavení základních úrokových sazeb ČNB.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s trajektorií sazeb ze stávající prognózy ČNB. **Výhled sazeb FRA** implikuje stabilitu sazeb 3M PRIBOR minimálně do začátku roku 2015, což odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě do stejné doby při zachování aktuální výše premie na peněžním trhu. Do konce letošního roku se tak tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb ze stávající prognózy ČNB.

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



a) kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 18.6.2014

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		3. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	I/14	2,7	2,5
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	I/14	0,5	1,5
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	I/14	-0,1	1,4
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	I/14	7,1	2,5
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	I/14	3,3	5,2
Změna stavu zásob a ceností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	I/14	0,9	-0,6
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	I/14	8,1	9,8
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	I/14	7,6	9,2
Vývoz zboží (národní pojetí)	4/14	12,9 (Q)	11,2
Dovoz zboží (národní pojetí)	4/14	13,0 (Q)	11,3
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	4/14	48,0 (Q)	16,5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	4/14	-10,0 (Q)	-11,4
Finanční účet platební bilance (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	4/14	.	39,2
Index spotřebitelských cen	5/14	0,6	0,4
Ceny průmyslových výrobců	5/14	-0,4	-0,1
Ceny zemědělských výrobců	5/14	1,4	-0,7
Vývozní ceny	5/14	3,9 (Q)	3,1
Dovozní ceny	5/14	2,4 (Q)	0,8
Podíl nezaměstnaných osob	5/14	7,6 (Q)	7,5
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	4/14	.	6,5
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	I/14	6,8	6,7
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	I/14	0,6	0,8
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	I/14	0,4	0,4
ostatní	I/14	1,7	2,8
Průměrná nominální mzda	I/14	2,5	3,3
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	I/14	2,5	3,6
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	I/14	2,2	2,2
Průměrná nominální mzda v průmyslu	4/14	.	2,0
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	4/14	.	2,2
Roční míra růstu peněžní zásoby (M2)	4/14	4,6 (Q)	4,7
Průmyslová produkce (s.o.)	4/14	.	9,1
Stavební produkce (s.o.)	4/14	.	7,1
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (s.o.)	4/14	.	5,0

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

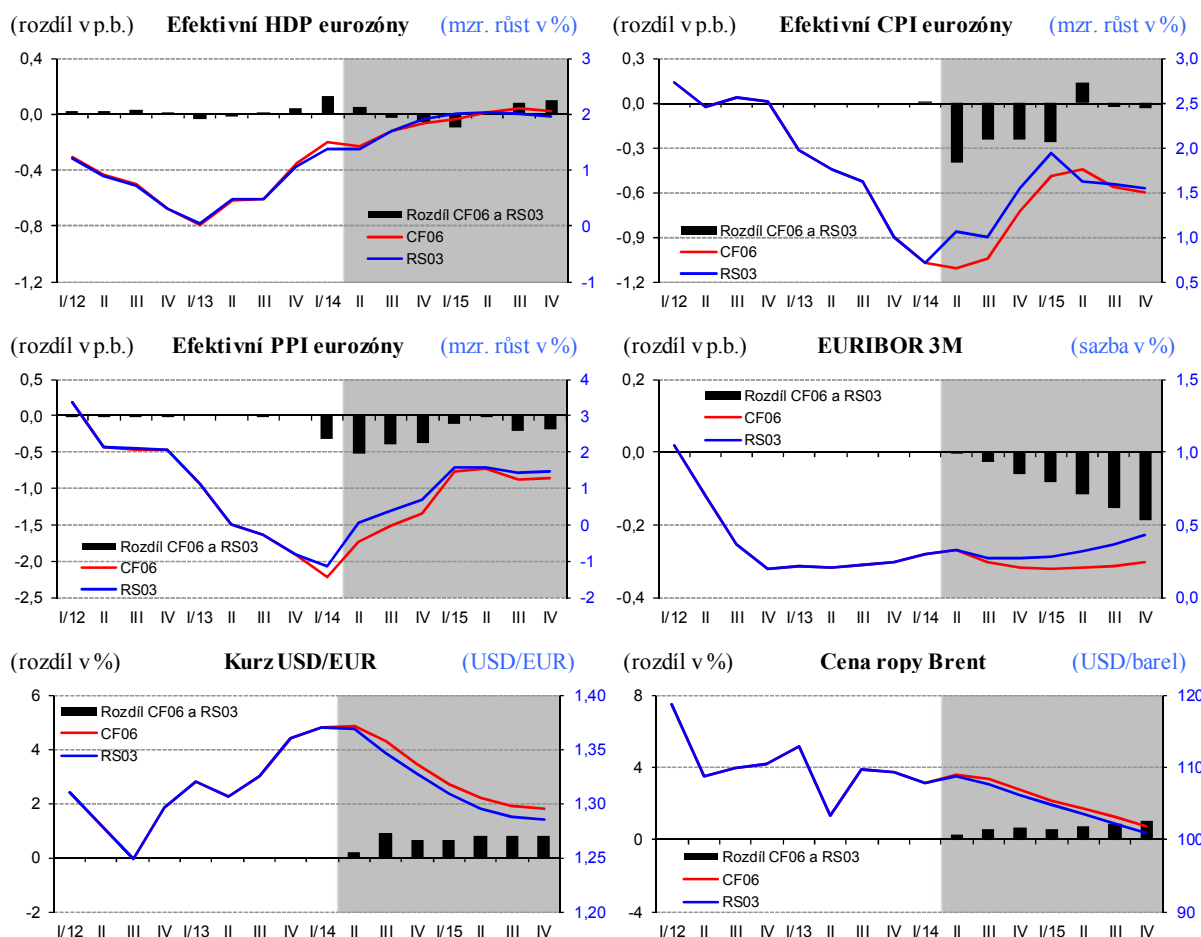
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Očekávaný růst zahraniční poptávky pro letošní a příští rok zůstává v souladu s minulou prognózou. Výhled růstu cen výrobců i spotřebitelských cen v eurozóně se posouvá dále směrem dolů, zejména v letošním roce. Červnové uvolnění měnové politiky ECB se promítá do nižší trajektorie implikovaných úrokových sazeb 3M EURIBOR. Výhled kurzu USD/EUR se posouvá směrem k mírně silnějším hodnotám eura na celém horizontu prognózy, ale i nadále se předpokládá jeho postupné oslabování. Geopolitická rizika na Ukrajině a v Iráku udržují ceny ropy Brent (včetně výhledu) na relativně vysokých hodnotách, nadále se však očekává jejich pozvolna klesající trend.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurzu USD/EUR) je založena na průzkumu Consensus Forecasts z 9. června 2014 (CF06). Scénář sazeb 3M EURIBOR a cen ropy Brent a benzínu je zpracován na základě tržních výhledů ke stejnému datu.



Výhled **efektivního ukazatele HDP eurozóny** zůstává na celém horizontu v souladu s minulou prognózou. Pro letošní rok se tak i nadále předpokládá růst zahraniční ekonomické aktivity o 1,6 % a pro rok 2015 jeho zrychlení na 2 %.

U **efektivního ukazatele cen výrobců (PPI)** v eurozóně by v letošním roce mělo dojít v průměru ke snížení o 0,4 %, zejména vlivem výrazného meziročního poklesu cen o 1,5 % v prvním čtvrtletí letošního roku. Ve druhé polovině letošního roku by se měly výrobní ceny opět vrátit k růstu. Oproti minulé prognóze se tak výhled pro letošní rok posouvá o 0,4 procentního bodu směrem dolů. Pro rok 2015 se již očekává spolu se zrychlováním ekonomické aktivity růst výrobních cen o 1,4 %, což je ovšem rovněž lehce pomalejší tempo (o 0,1 procentního bodu) oproti minulé prognóze.

Výhled **efektivní inflace spotřebitelských cen (CPI)** v eurozóně činí pro letošní rok 0,9 %, a leží tak oproti minulé prognóze níže (o 0,2 %), což odráží silnější než doposud očekávané dopady předchozího dlouhodobého útlumu ekonomické aktivity do cenového vývoje. Pro příští rok se prognóza nemění a nadále očekává růst spotřebitelských cen o 1,6 %.

Nižší očekávané hodnoty tržních úrokových sazeb **3M EURIBOR** na celém horizontu prognózy zohledňují zejména další uvolnění měnové politiky ECB, která v reakci na velmi utlumený cenový vývoj snížila 5. června hlavní refinanční sazbu z 0,25 % na 0,15 % a uplatnila zápornou depozitní sazbu ve výši -0,1 %. ECB na tiskové konferenci dále oznámila sadu opatření na podporu likvidity a úvěrování, jako je zavedení dlouhodobých cílených LTRO ve výši až 400 mld. EUR, konec sterilizace předchozích nákupů státních dluhopisů v rámci programu SMP, zmírnění pravidel pro kolaterál a také záměr prozkoumat možnosti zavedení přímých nákupů asset backed securities. V letošním i příštím roce tak výhled 3M EURIBORu setrvává na velmi nízkých hodnotách, což znamená, že pro rok 2015 dochází k přehodnocení směrem dolů (v průměru na 0,2 %). Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb na celém horizontu prognózy odpovídá očekáváním oslovených analytiků v rámci červnového CF, kteří v horizontu 3–12 měsíců předpokládají stabilitu zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR na úrovni 0,2 %. Většina těchto analytiků rovněž očekává stagnaci základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,15 % minimálně do konce června příštího roku.

Výhled **kurzu amerického dolaru vůči euru** se opět posunul na celém horizontu směrem k silnějším hodnotám kurzu eura, a to i přes nedávné uvolnění měnové politiky ECB. Analytici CF nadále očekávají postupné oslabování kurzu eura, ale oproti minulé prognóze pomalejším tempem. Vysvětlením může být méně příznivý vývoj v USA, očekávání pozitivních dopadů rozhodnutí ECB na ekonomické oživení eurozóny, případně i aktuálně pozitivní sentiment na finančních trzích, projevující se přesuny kapitálu ze „safe havens“ (např. z aktiv denominovaných v USD) do rizikovějších aktiv (včetně dluhopisů jižního křídla eurozóny). V letošním roce by tak průměrná hodnota kurzu amerického dolaru vůči euru měla dosáhnout 1,36 USD/EUR. V roce 2015 by kurz eura vůči americkému dolaru měl oslabit až na průměrnou úroveň 1,30 USD/EUR.

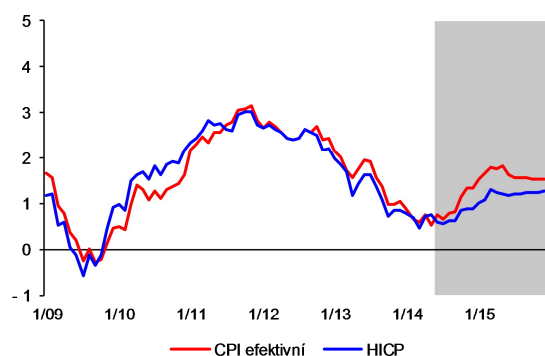
Předpověď ceny **ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů byla vypracována k datu průzkumu CF a dochází u ní na celém horizontu jen k nepatrnému přehodnocení oproti minulé prognóze směrem vzhůru (o necelý 1 USD/barel), neboť ještě nezohledňuje prudké zvýšení cen ropy v důsledku nepokojů v Iráku. Aktuální cena ropy dále odráží geopolitická rizika na Ukrajině, projevující se nejistotou ohledně budoucích dodávek zemního plynu a ropy z Ruska a cenu rovněž podporuje nižší produkce ropy v Libyi a Íránu. Sklon futures křivky zůstává klesající a směřuje přibližně k úrovni 102 USD/b na konci roku 2015.

Analytici oslovení v rámci červnového CF v horizontu 12 měsíců předpokládali pokles ceny ropy Brent na cca 105 USD/barel.

1.2 Eurozóna

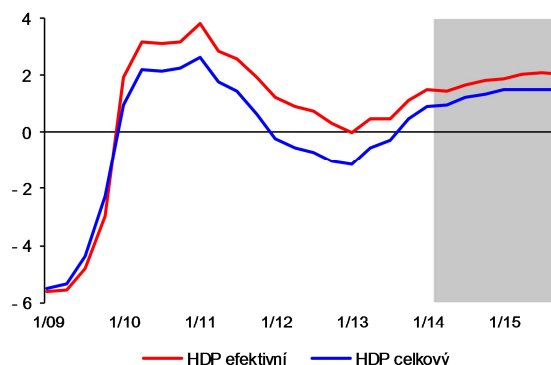
Mezičtvrtletní **růst HDP v eurozóně** v prvním čtvrtletí 2014 podle druhého odhadu Eurostatu zpomalil na 0,2 % z 0,3 % zaznamenaných v posledním čtvrtletí 2013. Po relativně pozitivních datech ze začátku roku tak údaj o růstu HDP spíše zklamal. Růst byl tažen domácí poptávkou, naopak čisté vývozy přispěly záporně (příspěvek -0,2 p.b.). Ze složek domácí poptávky se na růstu podílela především tvorba zásob, i když i ostatní složky přispěly kladně. Oproti předchozímu čtvrtletí bylo oživení v eurozóně více nerovnoměrné napříč členskými zeměmi. Růst byl tažen německou ekonomikou, ekonomika Francie stagnovala a Holandsko zaznamenalo výrazný pokles v souvislosti s nízkým vývozem plynu z důvodu mírné zimy. Ekonomika Itálie po jednom období růstu opět poklesla, naproti tomu ve Španělsku růst zrychlil. Meziroční růst v eurozóně celkově zrychlil na 0,9 %.

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



	2011	2012	2013	2014	2015
CPI efekt.	2,7	2,6	1,6	0,9	1,6
HICP	2,7	2,5	1,4	0,7	1,2

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



	2011	2012	2013	2014	2015
HDP efekt.	2,8	0,8	0,5	1,6	2,0
HDP celk.	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,5

Dostupné **ukazatele za druhé čtvrtletí 2014** naznačují pokračující mírné oživení v eurozóně. Index průmyslové produkce v dubnu meziměsíčně vzrostl o 0,8 %. K takto vysoké hodnotě ale přispělo především oživení v energetickém sektoru, jehož výstup předtím v březnu z důvodu mírné zimy výrazně poklesl. Květnový PMI ve zpracovatelském průmyslu sice mírně poklesl a naznačuje kontrakci ve Francii a zpomalení v téměř všech ekonomikách, ale i nadále zůstává na hodnotách konzistentních s oživením v eurozóně jako celku. Ze spotřebního sektoru přicházejí také spíše pozitivní signály. Tržby v maloobchodě v dubnu vzrostly meziměsíčně o 0,4 %. Růst v sektoru služeb potvrzuje i PMI ve službách v eurozóně, který se v květnu zvýšil na téměř tříleté maximum. Ukazatele spotřebitelského sentimentu zaznamenaly solidní hodnoty, i když výraznějšímu růstu spotřeby brání i nadále vysoká nezaměstnanost, která v dubnu jen nepatrně poklesla na 11,7 %.

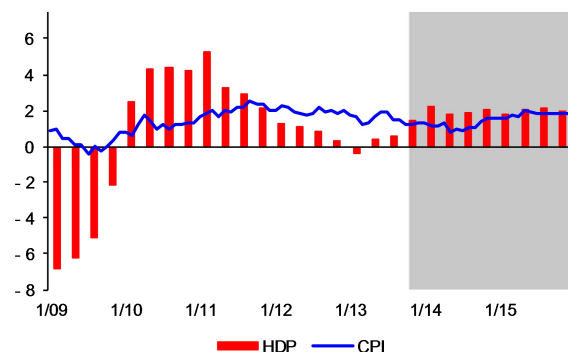
ECB v červnu představila svoji **novou prognózu**, ve které byl výhled růstu pro letošní rok revidován mírně směrem dolů. ECB tak očekává 1% růst v roce 2014, který by v následujících dvou letech měl zrychlit na 1,7 % a 1,8 %. Červnový CF počítá s růstem o 1,1 % v tomto roce a 1,5 % v příštím roce.

Meziroční **HICP inflace** i nadále zůstává výrazně pod definicí cenové stability ECB, přičemž v květnu poklesla na 0,5 % z dubnových 0,7 %. Květnová inflace byla tažena cenami služeb a cenami potravin, alkoholických a tabákových výrobků. Ceny energií měly na inflaci prakticky neutrální vliv, když jejich záporný příspěvek z minulých měsíců postupně odeznívá. Ceny výrobců od ledna 2014 klesají, jejich meziroční pokles byl ale v dubnu oproti předchozím měsícům mírnější. Inflace pod definicí cenové stability se očekává i na výhledu. ECB predikuje v letošním roce pokles průměrné inflace na 0,7 % a její zrychlení v následujících dvou letech na 1,1 % a 1,4 % díky zotavování ekonomiky. Červnový CF počítá v letošním roce rovněž s inflací ve výši 0,7 % a s jejím růstem na 1,2 % v roce 2015.

Ekonomický růst v Německu v prvním čtvrtletí letošního roku výrazně zesílil, a to mezičtvrtletně i meziročně (z 0,4 % na 0,8 % resp. z 1,4 % na 2,3 %). Zdrojem jeho zvýšené dynamiky byl růst domácí poptávky. Vzrostla spotřeba domácností i vlády a zvýšily se také investice (fixní i do zásob), na jejichž růst měla vliv i velmi mírná zima. Negativně působil na růstovou dynamiku naopak čistý vývoz, když růst dovozu převážil kvůli rostoucí domácí poptávce zvýšení vývozu.

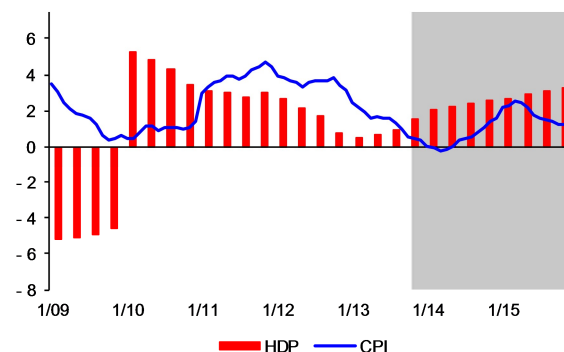
Pro druhé čtvrtletí letošního roku **červnový CF** očekává dočasné zpomalení mezičtvrtletního i meziročního ekonomického růstu. To naznačují i nižší dubnové přírůstky průmyslové výroby a maloobchodního obrátu. Také předstihové ukazatele (Ifo, ZEW a PMI v průmyslu) se v květnu mírně snížily, a potvrzují tak očekávané zpomalení ekonomického vývoje. Pro celý letošní a příští rok červnový CF předpokládá růst HDP shodně o 2 %. Obdobný výhled představily též německá vláda, Bundesbanka a EK. MMF odhaduje, že hospodářský růst dosáhne poněkud nižší úrovně (1,7 % resp. 1,6 %).

HDP a inflace v Německu (mzr. v %)



	2011	2012	2013	2014	2015
HDP	3,4	0,9	0,5	2,0	2,0
CPI	2,1	2,0	1,5	1,2	1,8

HDP a inflace na Slovensku (mzr. v %)



	2011	2012	2013	2014	2015
HDP	3,0	1,8	0,9	2,3	3,0
CPI	3,9	3,6	1,4	0,5	1,8

Německá inflace se v květnu zmírnila o 0,4 procentního bodu na 0,9 % hlavně v důsledku poklesu cen energií a pomalejšího růstu cen potravin a služeb. Červnový CF snížil pro letošní rok očekávanou průměrnou inflaci na 1,2 %. Pro příští rok nadále předpokládá její zvýšení na 1,8 %.

Pro letošní rok německá vláda i Bundesbanka očekávají zhruba **vyrovnaný státní rozpočet**. Stejného výsledku dosáhly německé veřejné finance i v minulých dvou letech. V důsledku růstu nominálního HDP tak v tomto období dochází ke snižování podílu celkového veřejného

dluhu na HDP. Z 81 % na konci roku 2012 by tento poměr měl klesnout ke konci letošního roku na zhruba 75 %.

Tempo růstu slovenského HDP se v prvním čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně i meziročně zvýšilo v důsledku rychlejšího růstu domácí poptávky, zejména spotřeby domácností a fixních investic. Zvýšení příspěvku domácí poptávky k růstu HDP převážilo nad nižším příspěvkem čistého vývozu (růst dovozu byl vyšší než nárůst vývozu). Míra nezaměstnanosti zůstala v dubnu beze změny na úrovni 14 %² a meziročně se snížila o 0,2 procentního bodu.

Inflace na Slovensku se v květnu po třech měsících meziročního poklesu spotřebitelských cen vrátila na nulu. Otázkou je její budoucí vývoj. Červnový CF sice očekává růst cen za celý letošní rok o 0,4 %, ale prohloubení propadu cen průmyslových výrobců v dubnu na -4,6 % spolu s poklesem cen potravin a energií naznačují, že celoroční inflace bude pravděpodobně nižší. NBS také na počátku června snížila svůj odhad růstu cen za celý letošní rok na 0,1 %.

1.3 Cena ropy

Denní **ceny ropy Brent** se v dubnu a květnu nadále pohybovaly v relativně úzkém pásmu cca 105–110,5 USD/b. Po větší část dubna cena rostla v důsledku pokračujících výpadků těžby v Libyi a stupňujícího se konfliktu na Ukrajině. Cenu podpořily i příznivé zprávy z amerického trhu práce. Ke konci dubna a na začátku května cena mírně korigovala předchozí růst, ale v polovině května opět vzrostla a po zbytek měsíce se pohybovala poblíž úrovně 110 USD/b. Na začátku června cena ropy Brent jen mírně oslabila v reakci na plán nového ukrajinského prezidenta na zmírnění krize na východní Ukrajině, ale poté získala opět podporu dobrých dat z USA a Číny. Ve druhé červnové dekádě pak prudkým růstem na desetiměsíční maximum reagovala na ozbrojené povstání islamistických skupin v severním Iráku.

Cena ropy WTI je v současnosti volatilnější a kromě globálních faktorů ji ovlivňuje zejména vývoj zásob na severoamerickém kontinentu. Ty sice v dubnu a květnu silně rostly na pobřeží Mexického zálivu, ale od začátku roku do konce května se snížily prakticky na polovinu (ze 41 na 22 mil. barelů) na ropném terminálu Cushing. To dává ceně ropy WTI silnou podporu, což vedlo ke snížení cenového rozpětí mezi ropou Brent a WTI. EIA očekává, že nižší rozpětí by mohlo přetrvat ještě přes letní motoristickou sezónu v USA, ale poté by mělo dojít k opětovnému rozšíření cenového rozpětí nad 10 USD/b. Americké rafinérie totiž nebudou schopné zpracovat stále rostoucí objem lehké ropy z domácí produkce, a pokud nedojde ke zrušení zákazu vývozu ropy z USA, bude přebytek ropy na domácím trhu tlačit cenu ropy WTI dolů.

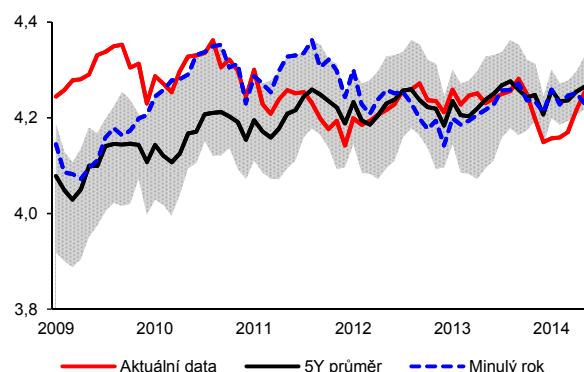
Nabídka na trhu s ropou je nadále dostatečná, a proto ropný kartel OPEC na svém červnovém zasedání ponechal cíl těžby 30 mil. b/d pro dalších 6 měsíců beze změny s konstatováním, že současná cena vyhovuje jak těžbařům, tak zpracovatelům. K převisu nabídky by mohlo dojít, pokud by se podařilo obnovit produkci v Libyi, nebo by byly zmírněny sankce na iránský vývoz, na druhé straně je ohrožena produkce v Iráku. Zrušení zákazu vývozu ropy z USA by zatím nevedlo ke zvýšení globální nabídky, jen by přesměrovalo mezinárodní toky ropy. Průmyslové zásoby ropy v zemích OECD kromě USA jsou nadále výrazně podprůměrné, k jejich celkovému růstu v dubnu a květnu došlo prakticky

² Sezonně očištěno.

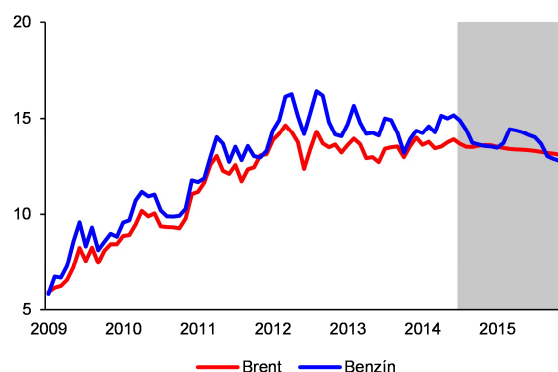
výhradně růstem zásob v USA, kde jsou naopak značně nadprůměrné. Z nepřímých důkazů lze usuzovat, že své strategické nebo komerční zásoby v posledních měsících navyšuje Čína.

Tržní **výhled cen ropy** zůstává klesající (cca 106 USD/b na konci letošního roku a 102 USD/b na konci roku 2015), když směrem dolů by měl tlačit ceny i sílící dolar. CF06 očekává pokles ceny ropy v ročním horizontu na cca 105 USD/b. Tyto předpovědi však ještě nezahrnují zhoršenou bezpečnostní situaci v Iráku.

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



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



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

1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

Sazba **3M EURIBOR** od začátku května nepatrně klesala a na konci první červnové dekády dosahovala 0,26 %. Hlavním důvodem pro pokles úrokových sazeb v eurozóně bylo další uvolnění měnové politiky ECB na začátku června. Došlo ke snížení základní nabídkové sazby pro hlavní refinanční operace Eurosystému o 10 bazických bodů na 0,15 %, úrokové sazby vkladové facility o 10 bazických bodů na -0,10 %³ a mezní zápůjční sazby o 35 bazických bodů na 0,40 %. Kromě toho ECB oznámila cílené dlouhodobé refinanční operace (TLTRO)⁴ zaměřené na zlepšení poskytování úvěrů bankami nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny. Dalším opatřením bude pozastavení sterilizace likvidity dříve emitované

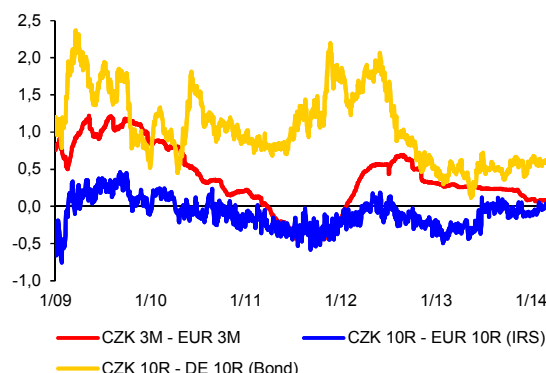
³ Záporná úroková sazba pro vkladovou facilitu se uplatní také na: (i) průměrné rezervy bank držené nad rámec povinných minimálních rezerv, (ii) vládní vklady uložené u Eurosystému, jež překračují určitou mezní hodnotu, (iii) účty služby správy rezerv Eurosystému, pokud se aktuálně neúročí, (iv) zůstatky na účtech účastníků systému TARGET2, (v) zůstatky (jednodenní vklady) národních centrálních bank nezapojených do Eurosystému, uložené v systému TARGET2 a (vi) jiné účty držené třetími stranami u centrálních bank Eurosystému za podmínek, že aktuálně nejsou úročené nebo jsou úročené úrokovou sazbou pro vkladovou facilitu.

⁴ Cílené dlouhodobé refinanční operace mají celkový objem 400 mld. EUR a splatnost v září 2018. Objem pro první dvě operace (září a prosinec 2014) bude v souhrnu limitován počátečním přidělem, který se rovná 7 % celkového objemu úvěrů poskytnutých k 30. dubnu 2014 nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny, s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí. Další operace se budou odvozovat od nově poskytnutých úvěrů. Po dvou letech je možnost předčasného splacení, úročení se bude odvíjet od repo sazby + 10 bazických bodů a úrok bude placen zpětně po splacení úvěru.

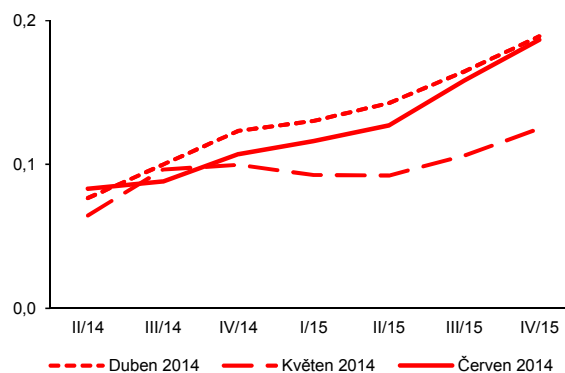
prostřednictvím programu pro trhy s cennými papíry (SMP).⁵ Mimo to ECB oznámila zintenzivnění přípravných prací pro přímé nákupy cenných papírů krytých aktivy (ABS).

Rozpětí mezi domácími a eurovými tříměsíčními sazbami zůstává již od prosince 2013 pod úrovní 0,1 p.b. Stejně tak nedoznal výrazných změn rozdíl ve výnosech desetiletých swapů. V případě desetiletých dluhopisů pokračoval pokles rozpětí až pod 0,2 p.b. v první červnové dekádě a jeho hodnota se přiblížila k historickému minimu z května 2013. Za vývojem rozpětí stojí výrazný pokles výnosu domácích desetiletých vládních dluhopisů. Červnový výhled pro tříměsíční sazby očekává lehký nárůst diferenciálu k 0,2 p.b. v posledním čtvrtletí 2015. Oproti dubnové předpovědi není patrná podstatná změna ve výhledu.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Kurz amerického dolaru vůči euru byl od začátku dubna pod vlivem nejistoty ohledně dalšího směřování měnové politiky eurozóny. Euro oslabovalo zejména v květnu a po oznámení opatření ECB dosáhlo nejslabší hodnoty od začátku roku (1,35 USD/EUR). Právě silné euro přispělo v minulých měsících kromě vývoje cen komodit k celkově nízké inflaci v eurozóně a nárůstu rizika deflace. Na druhou stranu lze očekávat do konce roku 2014 ukončení programu kvantitativního uvolňování v USA, i když časování závisí na rychlosti oživení americké ekonomiky ve druhém a třetím čtvrtletí tohoto roku. **Červnový výhled CF** očekává v horizontu 12 měsíců nadále oslabení eura vůči dolaru, a to o 4,3 % na 1,3 USD/EUR.

Box 1: Srovnání Consensus Forecasts vůči konkurenčnímu produktu Focus Economics

Jedním z hlavních podkladů pro tvorbu výhledů zahraničního ekonomického vývoje je v ČNB od roku 2002 Consensus Forecasts (CF). Přesnost tohoto zdroje je pravidelně vyhodnocována a doposud vyznívala tak, že CF je mírně lepší či srovnatelný s dalšími zdroji předpovědí a navíc má některé praktické výhody. Cílem tohoto boxu je poprvé srovnat CF s podobným placeným produktem, který připravuje španělská společnost Focus Economics (FE). Při tomto vzájemném srovnání přitom posuzujeme jednak formální charakteristiky publikovaných prognóz a jednak jejich přesnost.

⁵ Zároveň dojde k ukončení refinančních operací se zvláštní dobou trvání se splatností v délce jednoho udržovacího období.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Formálně jsou obě publikace založeny na dotazníkových šetřeních mezi analytiky (většinou z bank) na měsíční bázi. FE na daný měsíc je publikován o trochu dříve než CF, což může představovat určitou výhodu při zpracovávání prognózy ČNB, příp. při zpracovávání malé SZ (zejména v prosinci). Naopak vytknout lze FE absenci výhledů PPI, které představují jeden ze základních vstupů do modelu g3.⁶ Méně vhodná je i podoba publikování předpovědi kurzu USD/EUR, u něhož FE obsahuje pouze roční předpovědi, nikoli předpovědi k určitému datu, které naopak publikuje CF. Dalším rozdílem FE oproti CF je, že FE nesleduje výhledy cen komodit, což však nemusí být bráno jako diskvalifikační kritérium, neboť výhledy cen ropy jsou do našich prognóz přebírány z tržních termínových kontraktů.

Srovnání přesnosti prognóz CF a FE bylo provedeno pro prognózy růstu HDP a inflace v eurozóně, Německu a na Slovensku. Prognózovaný horizont začínal 24 měsíců před skutečností a postupně se zkracoval (fixed-event forecasts). Kritériem pro hodnocení přesnosti předpovědi byl ukazatel RMSE (root mean square error). Výsledky za celé hodnocené období od ledna 2009⁷ do prosince 2013 jsou uvedeny v tabulkách níže. V případě prognóz na aktuální rok (t) máme k dispozici 60 pozorování a v případě prognóz na následující rok (t+1) máme k dispozici 48 pozorování pro každou proměnnou a zemi. Jelikož obecně dochází se zkracováním prognostického horizontu k postupnému zpřesňování prognóz s tím, jak přicházejí nové informace, je na místě vyhodnotit zvláště navíc prvních šest prognóz 24 měsíčního prognostického horizontu. Tyto první výhledy jsou sestavovány ještě bez znalosti skutečnosti za předchozí kalendářní rok a na jejich kvalitě závisí schopnost správné tvorby střednědobých očekávání.

V případě eurozóny v uvedeném období prognózoval CF mírně lépe jak na aktuální rok (t), tak na následující rok (t+1) růst HDP. V případě inflace byl CF zřetelně lepší u předpovědi pro aktuální rok (t), ale mírně horší u prognóz na následující rok (t+1), zejména u prvotních výhledů.

RMSE: eurozóna

	GDP		Infl		GDP 6	Infl 6
	t	t+1	t	t+1	t+1	t+1
CF	0,56	1,18	0,30	0,76	1,41	0,79
FE	0,66	1,24	0,98	0,73	1,43	0,71
Diff	-0,1	-0,06	-0,68	0,03	-0,02	0,08

Pozn.: GDP6 a Infl6 vyhodnocují pouze prvních šest prognóz 24 měsíčního prognostického horizontu.
Skutečnost je brána vždy k červnu následujícího roku.

V případě výhledů pro Německo rovněž vyznívají výsledky převážně ve prospěch CF. Pouze nepatrně přesnější jsou prvotní výhledy růstu HDP (GDP6) z dílny FE.

RMSE: Německo

	GDP		Infl		GDP 6	Infl 6
	t	t+1	t	t+1	t+1	t+1
CF	0,90	1,65	0,17	0,41	1,84	0,26
FE	1,17	1,67	0,50	0,54	1,83	0,32
Diff	-0,27	-0,02	-0,33	-0,13	0,01	-0,06

Pozn.: GDP6 a Infl6 vyhodnocují pouze prvních šest prognóz 24 měsíčního prognostického horizontu.
Skutečnost je brána vždy k červnu následujícího roku.

⁶ K této výtce FE uvádí, že je schopný se přizpůsobit poptávce ceněných zákazníků, takže existuje určitý prostor pro možnou změnu do budoucnosti.

⁷ Výjimkou jsou prognózy HDP Slovenska dostupné již od ledna 2008 a prognózy inflace Německa dostupné až od ledna 2010.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Taktéž v případě Slovenska dosahuje CF většinou menších chyb prognóz ve srovnání s FE. Výjimkou je pouze výhled HDP na následující rok (t+1) i jeho prvotní verze (GDP6), kdy je mírně lepší FE.

RMSE: Slovensko

	GDP		Infl		GDP 6	Infl 6
	t	t+1	t	t+1	t+1	t+1
CF	1,59	4,92	0,63	1,30	5,10	1,34
FE	1,80	4,90	1,50	1,58	5,03	1,54
Diff	-0,21	0,02	-0,87	-0,28	0,07	-0,2

Pozn.: GDP6 a Infl6 vyhodnocují pouze prvních šest prognóz 24 měsíčního prognostického horizontu. Skutečnost je brána vždy k červnu následujícího roku.

Shrňme-li, formální charakteristiky prognóz i srovnání jejich přesnosti vedou k preferenci CF ve srovnání s FE. Navíc ani cenově nepřináší FE tak zásadní výhodu, aby jím byl v současnosti CF nahrazen. Provedené analýzy tak vyznívají ve prospěch kontinuity v používání CF.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Nové informace z oblasti fiskální politiky ukazují na pravděpodobně částečnou realizaci citlivostního scénáře fiskální prognózy ze 3.SZ, který předpokládal méně expanzivní působení fiskální politiky v roce 2015. Nadále však přetrvává nejistota ohledně definitivní podoby nových opatření přijímaných vládou k naplňování jejího programového prohlášení. Pozorovaný růst investičních zakázek ve vládním sektoru podporuje očekávání prognózy o výrazném urychlení investiční aktivity ve vládním sektoru v letošním a příštím roce.

		2011	2012	2013	2014	2015
		3. SZ				
Saldo vládního sektoru (ESA 95, ČNB)	v % HDP	-3,2	-4,2	-1,5	-1,4	-2,0
Upravené saldo * (ESA 95, ČNB)	v % HDP	-3,0	-2,7	-1,4	-1,6	-2,0
Strukturální saldo (metoda ESCB) ** (ESA 95, ČNB)	v % HDP	-3,3	-2,2	-0,6	-1,0	-1,8
Fiskální pozice (ECBS) ****	v p.b.	1,4	1,1	1,7	-0,4	-0,7
Strukturální saldo (metoda EK) *** (ESA 95, ČNB)	v % HDP	-3,3	-2,2	-0,3	-1,0	-2,0
Fiskální pozice (EK) ****	v p.b.	1,2	1,1	1,9	-0,6	-1,0

* upraveno o mimořádné jednorázové operace

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

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

**** měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi)

V **roce 2013** dosáhl deficit vládního sektoru podle tzv. jarních notifikací vládního deficitu a dluhu výše 1,5 % HDP a Evropská komise navrhla Radě Ecofin ukončit s Českou republikou Proceduru při nadměrném schodku (EDP).

V **roce 2014** očekáváme další mírný pokles vládního deficitu na 1,4 % HDP, ke kterému přispěje zejména ekonomické oživení a související nárůst daňových příjmů. V témže směru bude působit též mimořádný výnos z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč. Prognóza vedle toho zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (např. nižší valorizace důchodů)

a harmonizační úpravy spotřební daně z cigaret, avšak jejich restriktivní působení na ekonomický růst bude převáženo výrazným oživením vládních investic v souvislosti s realizací projektů z domácích zdrojů i spolufinancovaných z fondů EU.⁸ V roce 2014 tak bude celkové působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu mírně expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,2 procentního bodu.

Prognóza pro **rok 2015** vychází z platné legislativy, jejíž naplnění by vedlo k mírnému zvýšení deficitu vládního sektoru na 2 % s výrazným expanzivním příspěvkem k růstu HDP ve výši 0,8 procentního bodu. V uvedeném roce měla totiž vstoupit v účinnost daňová reforma, která měla vést ke znatelnému poklesu příjmů z přímých daní (téměř o 0,6 % HDP).⁹ Dopad již poměrně robustního hospodářského růstu na daňový výnos v příštím roce by tak byl daňovou reformou kompenzován. V roce 2015 zároveň očekáváme další rychlý růst vládních investic, který bude tažen snahou o maximální vyčerpání prostředků evropských fondů z programového období 2007–2013. Dle předpokladů prognózy dojde také k obnovení schématu plné valorizace penzí (přičemž aktuální návrhy by znamenaly ještě výraznější valorizaci).

Rizikem fiskální prognózy je naplňování programového prohlášení vlády konkrétními opatřeními. Ta budou postupně zapracovávána do fiskální prognózy s tím, jak budou tato opatření blíže konkretizována a jejich dopady kvantifikovány. Z dosud předložených návrhů zákonů a opatření (ve fázi meziresortního připomínkového řízení např. zákon o dani z příjmů, zákon o veřejném zdravotním pojištění a zákon o DPH) a v souvislosti s přípravou státního rozpočtu na rok 2015 zatím odhadujeme v souhrnu kladný dopad do salda veřejných rozpočtů.¹⁰ Další vládou přijímané kroky směřující k úsporám ve státní správě i návrhy změn v daňové legislativě prozatím vzhledem k nedostatku podrobnějších informací a častým změnám parametrů navrhovaných kroků nelze kvantifikovat. Opatření, která dostatečně pokročí v legislativním procesu, zapracujeme již do základního scénáře fiskální prognózy v 5.SZ.

Vzhledem k nově dostupným informacím o vládních stavebních zakázkách, které jsou zatím v souladu s očekávaným výrazným oživením investic ve vládním sektoru, se zmírňuje v minulé situační zprávě vnímané riziko možného pomalejšího růstu těchto investic.

⁸ Podle informací o stavebních zakázkách vládního sektoru dochází v roce 2014 k jejich velmi výraznému nárůstu. To je v souladu s očekáváním prognózy ze 3.SZ, která předpovídá výrazný meziroční růst vládních investic, a to jak v jejich domácí složce, tak i u investic spolufinancovaných z evropských fondů.

⁹ Vládou představený návrh změny zákona o dani z příjmů, který je v současnosti v meziresortním připomínkovém řízení, ale ruší některá dříve schválená opatření, a zavádí opatření nová, a to v souladu s programovým prohlášením vlády. Dopady zmíněných opatření sice prozatím nebyly oficiálně kvantifikovány, očekáváme však, že v důsledku této legislativní úpravy dojde k menšímu výpadku přímých daní oproti předpokladům základního scénáře 3.SZ.

¹⁰ Např. dle předkládací zprávy k novele zákona o dani z příjmů mají navrhovaná příjmová a výdajová opatření (nepočítaje mezi ně prodloužení „solidární přírážky“ a zachování superhrubé mzdy) souhrnný vliv na veřejné rozpočty v aktuálním vyjádření ve výši -2,0 mld. Kč v roce 2015 a 0,5 mld. Kč v roce 2016. Dopad prodloužení „solidární přírážky“ a zachování superhrubé mzdy odhadujeme ve výši přibližně +20 mld. Kč. Navrhované zrušení poplatků ve zdravotnictví bude znamenat propad rozpočtových příjmů v uvedených letech ročně ve výši cca 3,4 mld. Kč. Dopad zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % sníží vládní příjmy o cca 4 mld. Kč ročně.

III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Zřetelné oživení ekonomické aktivity na přelomu loňského a letošního roku se odrazilo již v prvním čtvrtletí 2014 v příznivých datech z trhu práce. Růst celkové zaměstnanosti se udržel na předchozích hodnotách, po dlouhém období poklesu lehce vzrostl i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky. Sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti mezičtvrtletně i meziročně poklesla. Počet registrovaných nezaměstnaných dosáhl sice v prvním čtvrtletí 2014 historicky nejvyšších hodnot, po sezonním očištění však mezičtvrtletně poklesl, což znamenalo i snížení sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob. Meziroční růst mezd v podnikatelské sféře byl v prvním čtvrtletí vyšší oproti prognóze. Meziroční růst mezd v nepodnikatelské sféře rovněž zrychlil, a to v souladu s očekáváním prognózy. Národohospodářská produktivita práce po téměř dva roky trvajícím poklesu, resp. slabém růstu z předchozího čtvrtletí, meziročně výrazně zrychlila, což predikce taktéž předpokládala. Růst produktu doprovázený ještě vyšším růstem objemu mezd vyústil v prognózou neočekávaný růst nominálních jednotkových mzdových nákladů. Dubnová a květnová data ukazují na další pokles podílu nezaměstnaných osob. Celkově působí trh práce ve srovnání s prognózou ze 3.SZ mírně proinflačním směrem vlivem rychlejšího růstu mezd, zaměstnanosti i mzdového objemu.

Srovnání predikce se skutečností

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Podíl nezaměstnaných osob (v %)	5/14	7.6 (Q)	7.5
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s.o.)	4/14	.	6.5
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s.o.)	I/14	6.8	6.7
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	I/14	0.6	0.8
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	I/14	0.4	0.4
ostatní zaměstnaní	I/14	1.7	2.8
Nominální měsíční mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	I/14	2.5	3.3
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	I/14	2.5	3.6
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	I/14	2.2	2.2
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	4/14	.	2.0
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	4/14	.	2.2
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/14	-1.0	0.9
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/14	.	0.7
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/14	.	-5.0
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/14	2.1	1.9

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

Pramen: MPSV, ČSÚ

Meziroční růst celkové zaměstnanosti (podle metodiky VŠPS) se v prvním čtvrtletí 2014 udržel na úrovni předešlého čtvrtletí (0,8 %¹¹), zatímco predikce očekávala jeho mírné zpomalení. Tento vyšší než očekávaný růst celkové zaměstnanosti byl dán výraznějším nárůstem počtu podnikatelů (o 2,8 %), naproti tomu růst počtu zaměstnanců¹² v porovnání s předchozími čtvrtletími zpomalil a odpovídal prognóze. Počet podnikatelů se zvýšil meziročně zejména v profesních vědeckých a technických činnostech (o 20 tis.) a rovněž ve stavebnictví (o 12 tis.), počet zaměstnanců pak výrazně vzrostl zejména ve zpracovatelském průmyslu (téměř o 49 tis.).

¹¹ V absolutním vyjádření jde o meziroční nárůst o 38,9 tis. osob.

¹² Včetně členů produkčních družstev.

Z hlediska **jednotlivých odvětví** národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) přispěl k meziročnímu růstu zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2014 zejména průmysl a v menší míře také sektor tržních a netržních služeb. V rámci průmyslu byl výrazný nárůst zaměstnanosti zaznamenán zejména ve zpracovatelském průmyslu (téměř 43 tis. osob), zaměstnanost však vzrostla i v odvětví zásobování vodou a v sektoru výroby a rozvodu elektřiny. V zemědělství došlo k meziročnímu snížení zaměstnanosti o více než 18 tis. osob¹³, což je vzhledem k velikosti tohoto sektoru značný pokles. Ve stavebnictví pak zaměstnanost po slabém růstu v předchozím čtvrtletí opět poklesla.

Počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky v prvním čtvrtletí 2014 meziročně slabě vzrostl (o 0,1 %). Prognóza ze 3.SZ přitom očekávala postupné zmírňování předchozích poklesů přepočteného počtu zaměstnanců a jeho růst až od druhé poloviny letošního roku. Aktuální slabě kladná hodnota byla dána pokračujícím růstem přepočteného počtu zaměstnanců v nepodnikatelské sféře (veřejná správa a obrana, vzdělávání) při výrazném zmírnění poklesu v podnikatelské sféře (kde trvající hluboký pokles ve stavebnictví byl do značné míry kompenzován růstem ve zpracovatelském průmyslu).

Obecná míra nezaměstnanosti (VŠPS, dle metodiky ILO) po sezonním očištění v prvním čtvrtletí jak meziročně, tak i v mezičtvrtletním vyjádření poklesla, když dosáhla hodnoty 6,7 %. To bylo nepatrně (o 0,1 p.b.) pod předpoklady prognózy ze 3.SZ. Podle posledních dostupných dat za duben sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dále poklesla na hodnotu 6,5 %, což je rovněž lehce pod prognózou.

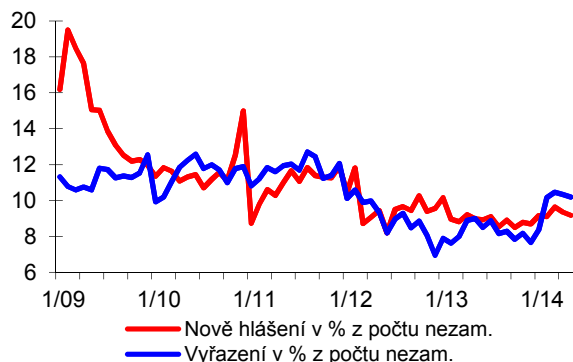
Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** v průměru za první čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně poklesl na 7,9 % (meziročně však ještě rostl). To bylo výsledkem poklesu sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání při současně pokračujícím poklesu populace v produktivním věku. Sezonně neočištěný počet registrovaných nezaměstnaných byl nicméně v prvním čtvrtletí 2014 nejvyšší v historii. Podle posledních dubnových a květnových dat by se měl sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob ve druhém čtvrtletí 2014 dále snížit zhruba na 7,8 %, což je v souladu s prognózou ze 3.SZ.

Vývoj **Beveridgeovy křivky** poukazuje ve shodě s očekáváním na mírný pokles počtu nezaměstnaných při rostoucím počtu volných pracovních míst. Pokles počtu nezaměstnaných v evidenci ÚP je ovlivněn nárůstem sankčně vyřazených uchazečů¹⁴, poklesem nově hlášených uchazečů i nárůstem vyřazených umístěním. Počet volných pracovních míst roste již několik měsíců v řadě a v květnu dosáhl nejvyšší hodnoty (více jak 48 tis.) za posledních pět let.

¹³ To bylo dominantně dáno poklesem počtu zaměstnanců. Zaměstnanost v zemědělství klesá dlouhodobě a data za 1.Q 2014 představují nejnižší hodnoty na celé časové řadě.

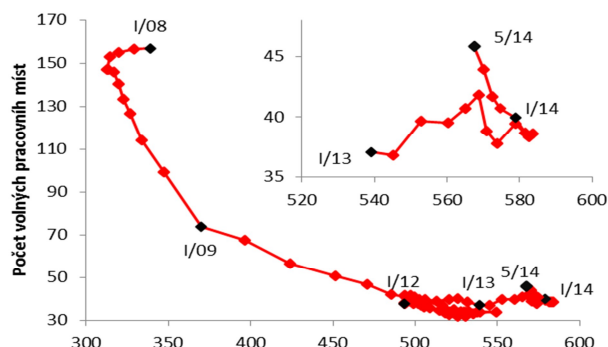
¹⁴ V uplynulých dvou letech se počet sankčně vyřazených ze strany Úřadu práce zřetelně snižoval jednak z kapacitních důvodů a jednak vlivem problémů v oblasti IT.

Nově hlášené nezaměstnané a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Poznámka: sezonně očištěné údaje
Pramen: MPSV, propočet ČNB

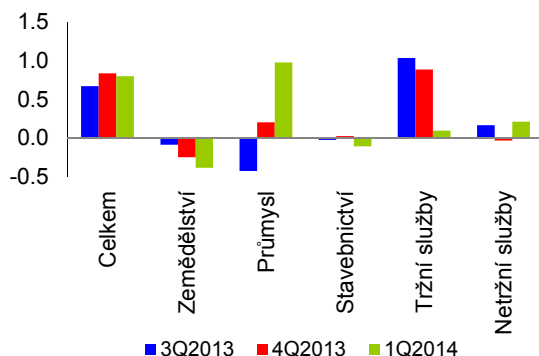
Beveridgeova křivka - počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst (v tisících)



Poznámka: sezonně očištěné údaje
Pramen: propočet ČNB

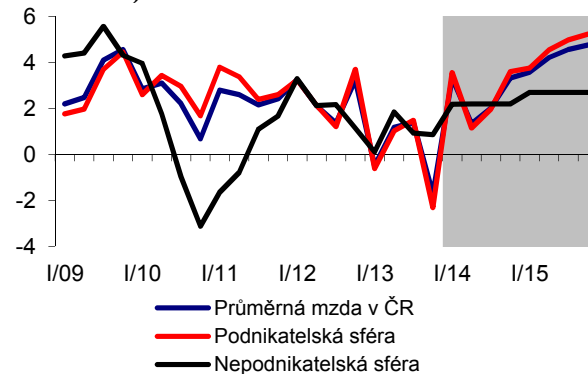
Průměrná mzda v ČR celkem meziročně vzrostla o 3,3 %. Tato hodnota je o 0,8 p.b. vyšší oproti predikci ze 3.SZ, což bylo dáno rychlejším růstem průměrné mzdy v podnikatelské sféře, zatímco růst mezd v nepodnikatelské sféře byl odpovídal prognóze. V reálném vyjádření celková průměrná mzda meziročně vzrostla o 3,1 %. Vyšší než očekávaný růst průměrné hrubé mzdy i slabě rostoucí přepočtený počet zaměstnanců znamenal vyšší růst celkového objemu nominálních mezd a platů podle podnikové statistiky ČSÚ (o 3,4 %, zatímco prognóza očekávala jejich růst na úrovni 1,7 %). Uvedenému růstu průměrné mzdy zhruba odpovídá i meziroční růst nominální **mediánové mzdy** v celé ekonomice o 2,9 %, přičemž v mezičtvrtletním vyjádření po sezonním očištění mediánová mzda vzrostla o 1,7 %.

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



Pramen: ČSÚ

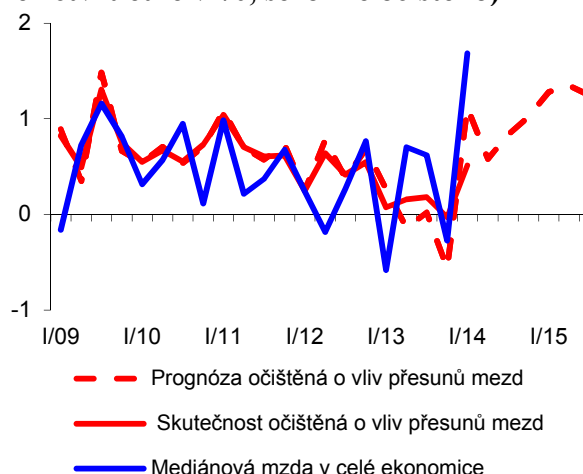
Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ

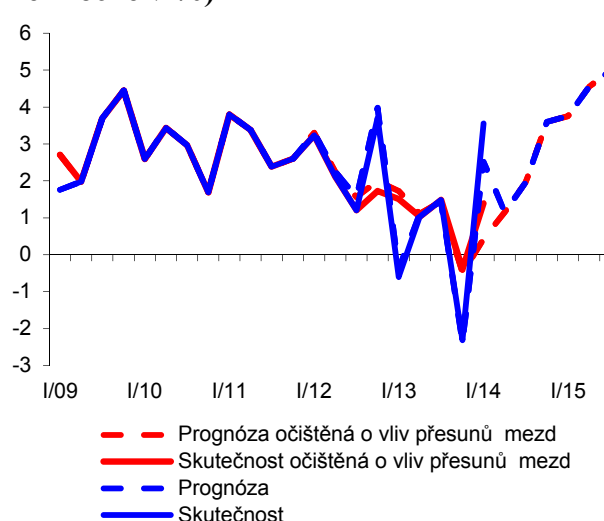
V prvním čtvrtletí 2014 se **průměrná hrubá měsíční mzda v podnikatelské sféře** zvýšila o 3,6 % (reálná mzda vzrostla o 3,4 %). Meziroční hodnota v prvním čtvrtletí byla podle očekávání ovlivněna směrem nahoru efektem daňové optimalizace (příspěvek zhruba +2 p.b.) ze závěru roku 2012¹⁵. Odhadovaný efekt této optimalizace se v porovnání s předpoklady prognózy nezměnil. Prognóza ze 3.SZ očekávala meziroční růst mezd, ovšem o 1,1 p.b. nižší oproti skutečnosti. K nejvýraznějšímu růstu průměrné mzdy (o 10,0 %) došlo v peněžnictví a pojišťovnictví, toto odvětví však bylo nejvíce zasaženo přesunem mezd v důsledku daňové optimalizace. V průmyslu vzrostly mzdy o 4,0 %, přitom ve zpracovatelském průmyslu dokonce o 4,3 %. Mezičtvrtletně sezonně očištěné mzdy v podnikatelské sféře vzrostly o 0,5 %, což bylo naopak méně, než předpokládala prognóza ze 3.SZ. Odchylna v mezičtvrtletní dynamice je však značně ovlivněna revizí časové řady spolu s efektem přehodnocení sezonního očištění na revidované časové řadě (v absolutním vyjádření dosáhla odchylna pouze 37 Kč). Podle posledních měsíčních údajů z průmyslu za duben meziroční dynamika průměrné mzdy v tomto odvětví zpomalila (na 2,0 %¹⁶), obdobný růst mezd byl zaznamenán i ve stavebnictví (o 2,2 %).

Průměrná mzda v podnikatelské sféře a mediánová mzda v ekonomice (mezičtvrtletně v %, sezonně očištěno)



Pramen: ČSÚ, vlastní odhady

Průměrná mzda v podnikatelské sféře a vliv přesunů mezd (meziročně v %)



Pramen: ČSÚ, vlastní odhady

Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře v prvním čtvrtletí 2014 vzrostla nominálně o 2,2 %, což bylo v souladu s předpoklady prognózy ze 3.SZ. Z odvětvového pohledu vykázal nejvýznamnější příspěvek k růstu mezd v nepodnikatelské sféře sektor veřejné správy a obrany, vzdělávání a zdravotní a sociální péče. Reálná průměrná mzda v nepodnikatelské sféře byla meziročně vyšší o 2,0 %.

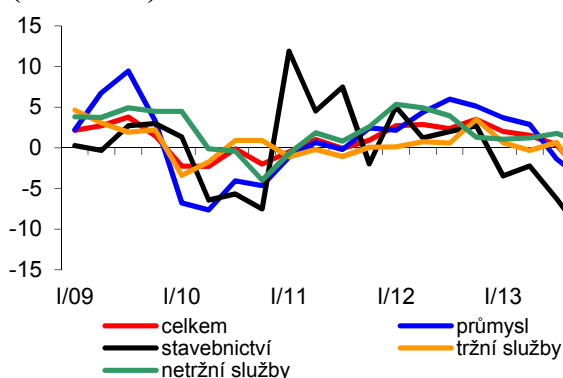
¹⁵ Od 1.1.2013 došlo k zavedení tzv. solidární daně, tedy zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně, a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění. Proto došlo v řadě odvětví, která obvykle vykazují nejvyšší podíl mimořádných odměn za výsledky uplynulého roku, k přesunu těchto odměn z prvního čtvrtletí roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012. Jednalo se zejména o odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, energetiku a teplárenství a kulturní, zábavní a rekreační činnosti.

¹⁶ Jedná se o údaj z podniků s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

Růst ekonomické aktivity doprovázený ještě vyšším růstem mzdového objemu působil na zvýšení **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (o 0,9 %), zatímco prognóza očekávala ještě jejich meziroční pokles. Růst NJMN byl zaznamenán ve všech sektorech s výjimkou stavebnictví, kde došlo k jejich poklesu o více jak 5 %.

Po dlouhotrvajícím poklesu a jen slabém růstu produktivity v závěru loňského roku byl v prvním čtvrtletí 2014 zaznamenán výraznější nárůst **produktivity práce na zaměstnaného** (o 1,9 %). Jen mírný rozdíl oproti predikci, která předpokládala růst o 2,1 %, byl dán zejména vyšším než očekávaným růstem zaměstnanosti. Rostla rovněž **hodinová produktivita práce**, která byla v prvním čtvrtletí 2014 meziročně vyšší o 0,7 %. Hodinová produktivita práce rostla v průmyslu a stavebnictví, naopak ve službách klesala.

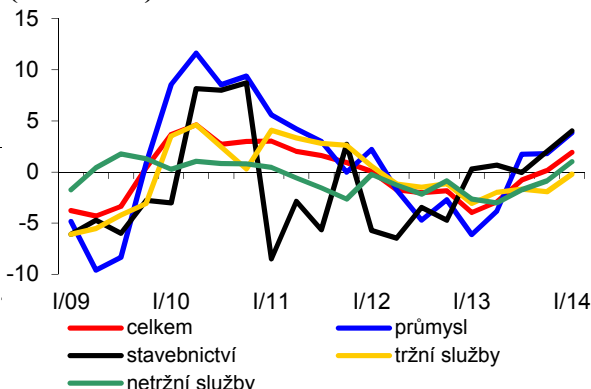
NJMN v metodice ESA 95
(mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

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

Produktivita práce v metodice ESA 95
(mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

2 Ekonomický růst a jeho složky

V prvním čtvrtletí 2014 došlo k očekávanému znatelnému zrychlení meziroční dynamiky reálného HDP. Mezičtvrtletní růst ekonomické aktivity sice po výrazném nárůstu ze závěru loňského roku v souladu s prognózou ze 3.SZ zvolnil, vykazoval však i nadále kladné hodnoty. Oproti prognóze byl vykázaný růst v meziročním srovnání mírně nižší, v mezičtvrtletním vyjádření naopak mírně vyšší. K meziročnímu růstu HDP přispěly s výjimkou změny stavu zásob všechny výdajové složky. Indikátory z úvodu druhého čtvrtletí ukazují na pokračující silný meziroční růst průmyslové produkce podpořený dvouciferným růstem zakázek ze zahraničí. Meziroční růst maloobchodních tržeb v dubnu 2014 mírně zpomalil vlivem pozvolnější dynamiky tržeb v motoristickém segmentu. Navzdory tomu však tržby za prodej motorových vozidel zůstaly i nadále dominantním faktorem růstu tržeb v maloobchodě. Dynamika meziročního růstu maloobchodních tržeb bez motoristického segmentu ale rovněž pozvolna oživovala. Ve srovnání s prognózou ze 3.SZ působí ekonomický růst lehce proinflačním směrem vlivem vyšší spotřeby domácností, což je částečně vyvažováno příznivějším vývojem fixních investic.

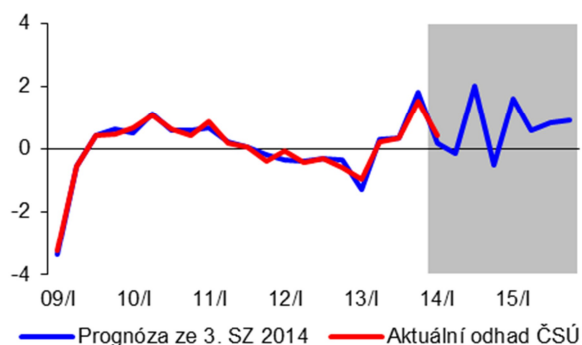
OMEZENÝ PŘÍSTUP

Ukazatel (s. c., sezonně oč., mizr. změny v %)	Období	Predikce ze 3.SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	I/2014	2,7	2,5
Spotřeba domácností	I/2014	0,5	1,5
Spotřeba vládních institucí	I/2014	-0,1	1,4
Hrubá tvorba kapitálu	I/2014	7,1	2,5
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	I/2014	3,3	5,2
Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	I/2014	0,9	-0,6
Vývoz zboží a služeb	I/2014	8,1	9,8
Dovoz zboží a služeb	I/2014	7,6	9,2
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	I/2014	0,8	1,0
Průmyslová výroba	4/14	.	9,1
Stavební výroba	4/14	.	7,1
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	4/14	.	5,0

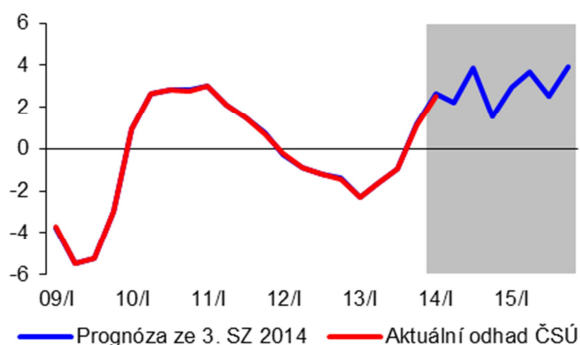
Sezonně očištěný **HDP** v prvním čtvrtletí 2014 znatelně zrychlil svůj meziroční růst (na 2,5 %). Rovněž mezičtvrtletní dynamika ekonomické aktivity podle očekávání zůstala v kladných číslech, i když po výrazném nárůstu ze závěru roku značně zvolnila¹⁷. Prognóza ze 3.SZ se přitom v podstatě naplnila, když byl pozorovaný mezičtvrtletní růst o 0,2 p.b. vyšší a meziroční růst naopak o 0,2 p.b. nižší. K záporné **odchylce meziročního růstu od prognózy** přitom přispěl výhradně pokles stavu zásob, zatímco ostatní výdajové položky přispěly k meziročnímu růstu HDP ve větší míře.

Z pohledu **zdrojů HDP** došlo v prvním čtvrtletí 2014 k meziročnímu nárůstu hrubé přidané hodnoty o 2,2 p.b., na čemž se opětovně podílelo zejména již delší dobu rostoucí odvětví zpracovatelského průmyslu, v jehož rámci výrazně vzrostla výroba dopravních prostředků. Mírně kladně však přispěly s výjimkou peněžnictví a pojišťovnictví i zbývající odvětví.

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



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



Reálná **spotřeba domácností** v prvním čtvrtletí 2014 opětovně zrychlila jak mezičtvrtletní, tak i meziroční růst, a byla tak znatelně nad prognózou. Pozorovaný vývoj přitom koresponduje jak s vyšším než očekávaným vyplaceným objemem mezd a platů, tak i s narůstající dynamikou sezonně očištěných reálných tržeb v maloobchodě bez

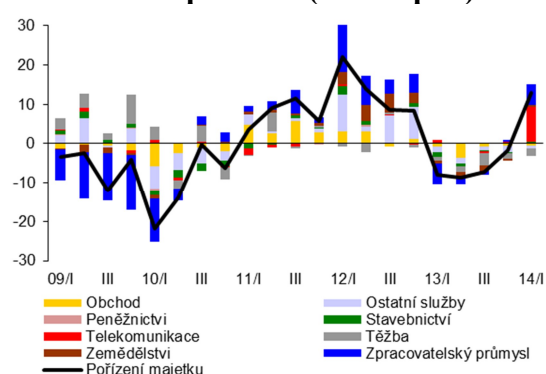
¹⁷ Srovnání ekonomického růstu mezi 4.čtvrtletím 2013 (1,5 % mžč. a 1,1 % mizr.) a 1.čtvrtletím 2014 (0,4 mžč. a 2,5 % mizr.) však zkresluje vliv předzásobení cigaretami jako důsledek změny daní na počátku letošního roku. Dočasná tvorba zásob z toho důvodu podle našich odhadů zvýšila mezičtvrtletní i meziroční dynamiku reálného HDP v posledním čtvrtletí loňského roku zhruba o jeden procentní bod, naproti tomu rozpouštění poloviny zásob v prvním čtvrtletí letošního roku naopak reálný HDP přibližně o půl procentního bodu snížilo. Po očištění o tento vliv by mezičtvrtletní HDP v 1.čtvrtletí letošního roku rostl zhruba dvojnásobným tempem oproti poslednímu čtvrtletí loňského roku.

motoristického segmentu a sezonně očištěných reálných tržeb ve službách. Při pohledu na jednotlivé složky spotřeby domácností je patrné, že za jejím pokračujícím meziročním oživením stojí i nadále výdaje na předměty krátkodobé a střednědobé spotřeby, ke kterým se v prvním čtvrtletí letošního roku přidaly rovněž výdaje na služby. Tyto údaje korespondují rovněž s maloobchodními tržbami bez motoristického segmentu, taženými zejména prodejem potravin a prodeji ve specializovaných prodejnách s výrobky pro vybavení domácností. Růst deflátoru spotřeby domácností se v prvním čtvrtletí jen mírně snížil (na 0,7 %), a nacházel se tak znatelně nad dynamikou indexu spotřebitelských cen. Objem mezd a platů za první čtvrtletí 2014 vykázal podle národních účtů meziroční růst o 3,4 %, což bylo 1,8 p.b. nad prognózou. Tento silný růst je do značné míry ovlivněn návratem výplaty manažerských odměn do standardního termínu, který však byl prognózou předpokládán. I po zohlednění tohoto efektu je tak fundamentální objem mezd a platů oproti prognóze vyšší. O něco výraznější úrovnový nárůst objemu mezd a platů než soukromé spotřeby v prvním čtvrtletí tak bude – za předpokladu jinak nezměněných okolností¹⁸ – implikovat mírné navýšení míry úspor domácností.

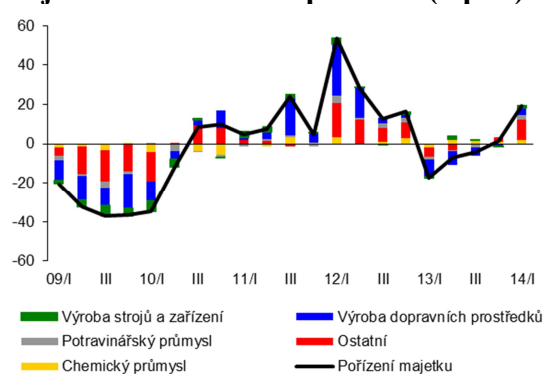
Reálná i nominální **spotřeba vlády** v prvním čtvrtletí 2014 zpomalila svůj meziroční růst, oproti prognóze však bylo zmírnění dynamiky reálné i nominální spotřeby vlády o poznání pozvolnější. Deflátor spotřeby vlády přitom vzrostl jen nepatrně. Za vyšší než očekávanou nominální spotřebou vlády byly pravděpodobně vyšší výdaje v oblasti zdravotnictví v souvislosti s navýšením plateb za státní pojištění.

Meziroční růst reálné **hrubé tvorby kapitálu** překmitl v prvním čtvrtletí 2014 po více než dvou letech do kladných hodnot, i když její dynamika znatelně zaostala za očekáváním prognózy. Za touto odchylkou stál výrazný pokles stavu zásob, při naopak rychlejším než očekávaném nárůstu fixních investic. Nízký stav zásob byl přitom kombinací postupného vyprodávání tabákových výrobků naskladněných v předchozím čtvrtletí¹⁹ a poklesu stavu zásob pro výrobu pravděpodobně vlivem vyšší než očekávané poptávky. Pokračující oživení hrubé tvorby fixního kapitálu bylo i nadále taženo investicemi do strojů a zařízení, ke kterým se přidaly rovněž investice do dopravních prostředků a budov a staveb.

Příspěvky odvětví k pořízení majetku nefinančních podniků (mzr. v p.b.)



Příspěvky odvětví zprac. prům. k pořízení majetku nefinančních podniků (v p.b.)

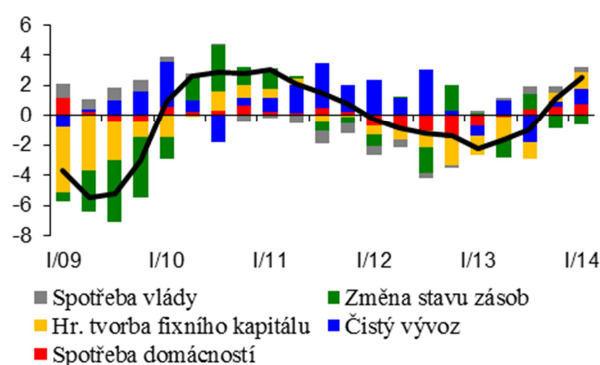


¹⁸ Sektorové účty (včetně domácností) budou spolu se třetím odhadem HDP (T+90) publikovány 1. července 2014.

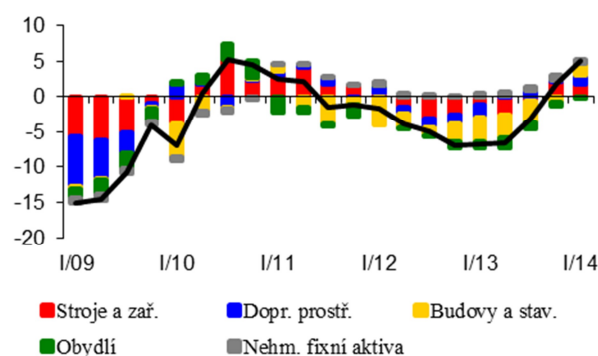
¹⁹ Rizikem pro stávající prognózu zůstává očekávané opětovné zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky, kterého přesné časování není dosud známo. Na rozdíl od předchozích zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky bude příslušná legislativa zřejmě obsahovat také ustanovení omezující možnost předzásobení stanovenou v aktuálním návrhu na dva měsíce (aktuální prognóza pracuje se třemi měsíci).

Při pohledu na příspěvky **jednotlivých odvětví** k pořízení majetku nefinančních podniků nad 50 zaměstnanců je patrný výrazný příspěvek odvětví telekomunikací a zpracovatelského průmyslu. Zatímco v odvětví telekomunikací se s největší pravděpodobností jednalo o jednorázovou platbu tří největších operátorů za LTE licence²⁰, zpracovatelský průmysl pokračoval v cyklickém ožívování taženém výrobou motorových vozidel a výrobou počítačů a elektronických zařízení.

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



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



Uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu a již delší dobu pozorované dvouciferné meziroční růsty nových zakázek ze zahraničí se projeví výraznou akcelerací **vývozu zboží a služeb** v úvodu letošního roku, a předčily i prognózovaný růst ze 3.SZ. Obdobnou dynamiku i odchylku od prognózy měl rovněž **dovoz zboží a služeb**, když byla jeho dynamika při poklesu stavu zásob pro výrobu ovlivněna především vývojem dovozně náročného exportu. Příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP se v prvním čtvrtletí zvýšil na 1 p.b., a nacházel se tak nepatrně nad prognózou.

Průmyslová produkce (sezonně očištěná ve stálých cenách) v prvním čtvrtletí 2014 zaznamenala meziroční růst o 6,2 %. V mezičtvrtletním měřítku přitom také vzrostla (o 1,4 %). Meziroční růst produkce byl především důsledkem zvýšení tržeb z přímého vývozu. Zároveň v prvním čtvrtletí zrychlila dynamika nových zakázek, na čemž se podílely hlavně nové zakázky ze zahraničí, i když zakázky z tuzemska zaznamenaly také vyšší meziroční růst než v minulém čtvrtletí. Data za duben letošního roku tento trend potvrzují, když růst průmyslové produkce (o 9,1 %) je doprovázen hlavně zřetelným meziročním růstem tržeb z přímého vývozu. Ožívování zahraniční i domácí poptávky se odráží i v dubnovém nárůstu nových průmyslových zakázek, které jsou taženy jak dvouciferným zvýšením zakázek ze zahraničí, tak i nových zakázek z tuzemska.

Stavební produkce (sezonně očištěná ve stálých cenách) v prvním čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 4,7 %, a to při mezičtvrtletním růstu o 2,5 %. Na příznivé výsledky v prvním čtvrtletí mělo vliv nadprůměrně teplé a srážkově příznivé počasí. Meziroční růst v tomto čtvrtletí byl podpořen pozemním stavitelstvím. Další možné zlepšení přitom naznačují dubnové údaje, kdy stavební produkce vzrostla o 8 % díky obnovení růstu inženýrského stavitelství. Počet stavebních povolení ale v dubnu meziročně poklesl o 1 % a jejich hodnota v běžných cenách se snížila o 10,2 %.

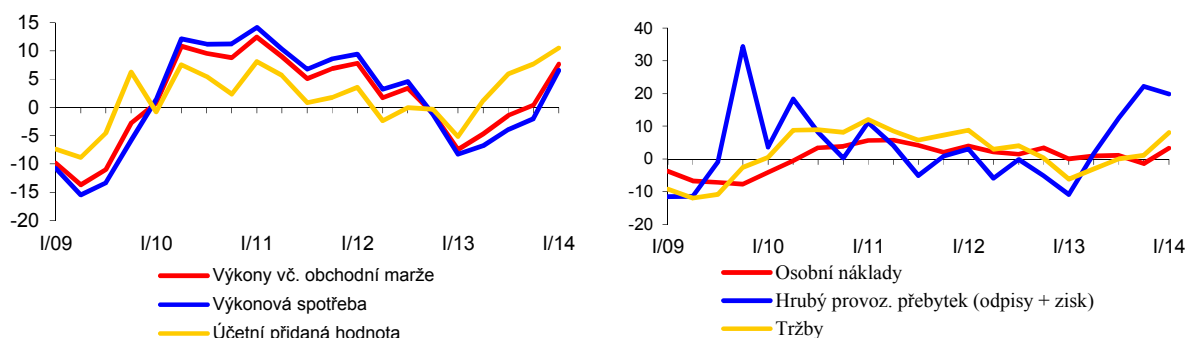
²⁰ Dle dostupných informací plánují tři hlavní mobilní operátoři investovat do LTE sítí až 40 mld. Kč. Samotný nákup LTE licencí se v národních účtech považuje za pořízení nevyráběných aktiv, takže jejich nákup (podle ČSÚ ve výši 8 mld. Kč v 1.Q 2014) nevstupuje do tvorby hrubého fixního kapitálu.

Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (sezonně očištěné ve stálých cenách) se v prvním čtvrtletí 2014 meziročně zvýšily o 6,7 % a v mezičtvrtletním měřítku taktéž vzrostly (o 2,5 %). Za tímto výsledkem stál především nárůst tržeb v motoristickém²¹ segmentu. V dubnu 2014 pak došlo k dalšímu zlepšení situace v motoristickém segmentu, když tržby za prodej a opravy motorových vozidel vzrostly dvouciferným tempem. Naproti tomu tržby v nemotoristickém segmentu rostou pouze mírně vlivem zvyšování tržeb především za potravinářské zboží (v dubnu částečně vlivem načasování Velikonoc), v průběhu letošního roku se však již jejich dynamika zřetelně odpoutala od nulové hranice.

Jestliže v prvním čtvrtletí 2014 **souhrnný indikátor důvěry** vzrostl, tak počátkem druhého čtvrtletí letošního roku stagnuje na úrovních z března, což je především důsledkem stagnace podnikatelského indikátoru. V rámci tohoto podnikatelského indikátoru důvěry sice ve druhém čtvrtletí pozvolna rostly dílčí indikátory důvěry u stavebnictví a průmyslu, ale naproti tomu se v podobné míře snižoval indikátor důvěry u služeb. Nevýrazný růst spotřebitelského indikátoru v dubnu tak nebyl schopen zajistit viditelný růst souhrnného indikátoru, a poté v květnu i tento spotřebitelský indikátor stagnoval.

Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) taktéž odráží oživování ekonomické aktivity, když v prvním čtvrtletí 2014 výkony pokračovaly v meziročním růstu, a také účetní přidaná hodnota posílila svou kladnou dynamiku (na 10,5 %). Při obnoveném nárůstu počtu zaměstnanců v prvním čtvrtletí objem vyplacených mezd taktéž vzrostl a po dlouhé době se zvýšila i výkonová spotřeba, nicméně pomaleji než výkony a tržby. Hrubý provozní přebytek tak dále zřetelně meziročně vzrostl.

Vybrané absolutní ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %)²²



²¹ Prodej a opravy motorových vozidel (NACE 45) zahrnuje velkoobchod, maloobchod s novými a ojetými vozidly, opravy a údržbu motorových vozidel, velkoobchod a maloobchod se součástkami a příslušenstvím motorových vozidel, zprostředkování obchodu s motorovými vozidly, velkoobchodní aukce a velkoobchod přes internet.

²² Údaje do 4.Q 2012 jsou semidefinitivní, od 1.Q 2013 předběžné.

3 Platební bilance

Běžný účet platební bilance dosáhl v prvním čtvrtletí 2014 ve shodě s predikcí ze 3.SZ přebytku, který však byl oproti očekávání vyšší. Odchylka od predikce (o více než 34 mld. Kč) byla hlavně důsledkem nižšího než předpokládaného schodku bilance výnosů vlivem výrazně nižších výplat dividend z přímých investic nerezidentům. Přebytek kapitálového účtu odpovídal predikci. V rámci finančního účtu byl v prvním čtvrtletí zejména patrný vyšší než očekávaný čistý příliv přímých investic, související s vývojem tuzemských investic v zahraničí, které skončily hrubým přílivem (ovlivněným v úvěrových vztazích převahou splátek od zahraničních dceřiných podniků tuzemským mateřským společností).

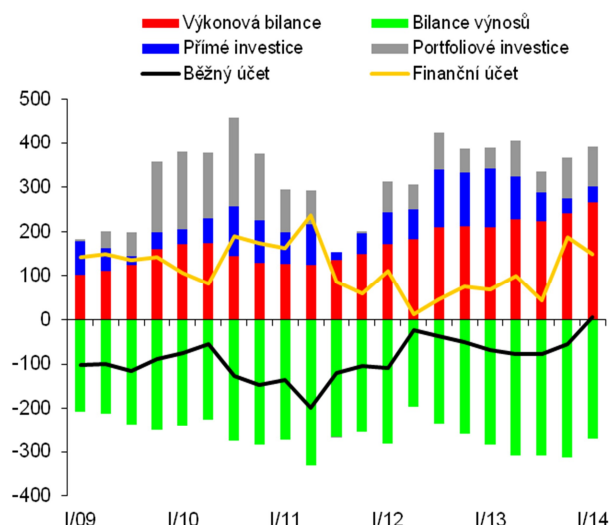
v mld. Kč	1. čtvrtletí 2014		II./2013 - I./2014
	skutečnost	predikce ze 3.SZ	skutečnost
běžný účet	72.3	38.0	6.4
kapitálový účet	21.4	20.0	95.7
finanční účet	-40.7	-	148.0

V prvním čtvrtletí 2014 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 72,3 mld. Kč, který se zejména vlivem zmírnění schodku bilance výnosů meziročně zvýšil o více než 62 mld. Kč. Roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP dosáhl po dvaceti letech kladné hodnoty (0,2 %) a při přechodu ze schodku do přebytku vzrostl ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 1,6 procentního bodu (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil 2,6 %).

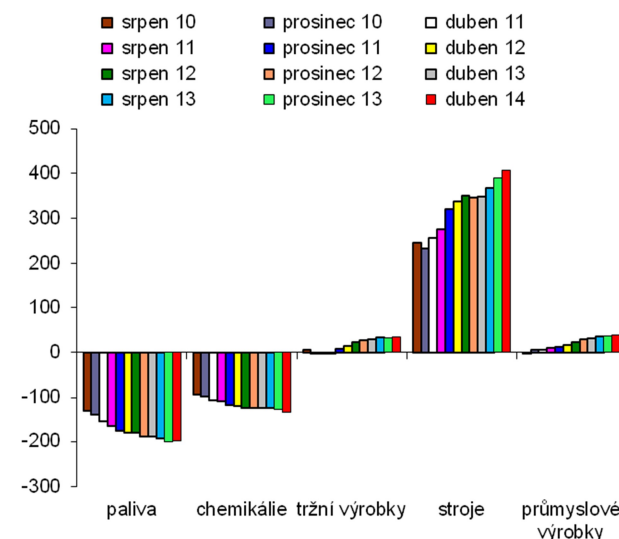
V prvním čtvrtletí 2014 dosáhla **výkonová bilance** přebytku 92,3 mld. Kč, který se obdobně jako v předchozím čtvrtletí meziročně zvýšil, tentokrát o 25 mld. Kč. Růst přebytku výkonové bilance byl spojen především s pokračujícím růstem přebytku **obchodní bilance** (o více než 19 mld. Kč), souvisejícím hlavně s kladnou meziroční změnou směnných relací, zatímco dopad pozitivního vývoje v reálném vyjádření byl jen mírný. Meziroční růst nominálního obchodního obrátu ve srovnání s předchozím čtvrtletím dále zrychlil. Vyšší růst obrátu byl podpořen zejména vývojem v reálném vyjádření. Zrychlení růstu vnější poptávky v kombinaci s oslabením kurzu koruny se zřetelně odrazilo ve zrychleném růstu vývozu zboží. Zřetelnější růst celkové domácí poptávky a posílení vnější poptávky se současně projeví v rychlém růstu všech tří složek dovozu z hlediska užití – dovozu pro konečnou spotřebu, mezispotřebu, ale zejména ve velmi dynamickém růstu dovozu pro investiční užití (o cca 20 %). Meziroční zvýšení celkového obchodního přebytku nejvýrazněji ovlivnil růst kladného salda skupiny strojů a dopravních prostředků. K růstu přebytku výkonové bilance přispělo podobně jako v předchozím čtvrtletí také meziroční zvýšení přebytku **bilance služeb**. Souviselo zejména s vývojem ostatních služeb, jejichž dílčí bilance přešla ze schodku do přebytku (vlivem velmi rychlého růstu příjmů).

Bilance výnosů dosáhla schodku 25 mld. Kč, který se meziročně zmínil o téměř 41 mld. Kč. Pokles celkového schodku byl spojen hlavně se snížením schodku výnosů z přímých investic v důsledku výrazného poklesu dividend vyplacených nerezidentům. Nejvýznamnější složku celkové bilance nicméně nadále představoval schodek výnosů z přímých investic (-28,8 mld. Kč), související v tomto čtvrtletí především s hodnotou zisku reinvestovaného v ČR. Naproti tomu **běžné převody** zaznamenaly v prvním čtvrtletí přebytek 5 mld. Kč, který se meziročně mírně snížil. Souvisel s přebytkem vládních převodů, který byl částečně korigován schodkem převodů ostatních sektorů. Rovněž **kapitálový účet** dosáhl přebytku, a sice 21,4 mld. Kč. Vlivem zlepšeného čerpání zdrojů z rozpočtu EU se meziročně zvýšil o téměř 21 mld. Kč.

Roční klouzavé úhrny komponent platební bilance (v mld. Kč)



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



Finanční účet skončil v prvním čtvrtletí 2014 schodkem 40,7 mld. Kč, souvisejícím s čistým odlivem ostatních investic, který byl zhruba z poloviny kompenzován čistým přílivem zbývajících tří vykazovaných bilancí, především pak přímých investic. **Přímé investice** dosáhly čistého přílivu 29,5 mld. Kč, který se meziročně mírně zvýšil. Pokles přílivu zahraničních investic do tuzemských podniků (o více než 43 mld. Kč) byl převážen vývojem tuzemských investic v zahraničí, spojeným s meziroční změnou v jejich tocích, kdy celkově převážil jejich hrubý příliv. Příliv zahraničních investic přesáhl 13 mld. Kč a byl výhradně spojen s předpokládanou hodnotou reinvestovaného zisku, která byla z velké části korigována hrubým odlivem v úvěrových vztazích. České přímé investice v zahraničí zaznamenaly celkově pokles, což souviselo především se splátkami úvěrů zahraničními dceřinými podniky tuzemským mateřským společnostem.

Portfoliové investice skončily čistým přílivem 16 mld. Kč. Nejvýznamnější operace představovaly nákupy vládních a podnikových dluhopisů zahraničními investory na tuzemském kapitálovém trhu. Mírně se zvýšila i držba tuzemských akcií nerezidenty. Celkově přesáhly nákupy tuzemských cenných papírů 31 mld. Kč. Nákupy převážily i v obchodování domácích investorů se zahraničními akciemi a dluhopisy. **Ostatní investice** dosáhly naopak čistého odlivu 89,1 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl především čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-71 mld. Kč) v důsledku splácení krátkodobých závazků přijatých ze zahraničí v předchozím čtvrtletí. Znatelný odliv kapitálu, spojený zejména s růstem krátkodobých vývozních úvěrů a depozit v zahraničí, zaznamenal také sektor podniků.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

Inflace se v květnu podle očekávání odpoutala od hodnot poblíž nuly, když dosáhla 0,4 % meziročně. To však bylo o 0,2 procentního bodu pod prognózou, a to zejména vlivem nižšího než předpokládaného meziročního růstu cen potravin. Po téměř pěti letech se do kladných hodnot vrátila korigovaná inflace bez pohonných hmot. Rizika prognózy pro nejbližší měsíce hodnotíme jako protiinflační v oblasti cen potravin. Ve střednědobém horizontu se k protiinflačním rizikům přidává přehodnocení výhledu regulovaných cen na rok 2015 směrem dolů, a to zejména vlivem předpokládaného zrušení většiny zbývajících regulačních poplatků ve zdravotnictví. Dovozní ceny za duben i ceny zemědělských výrobců za květen byly pod prognózou, přičemž krátkodobá rizika prognózy cen zemědělských výrobců jsou rovněž protiinflační. Naopak ceny průmyslových výrobců se v květnu nacházely mírně nad predikcí.

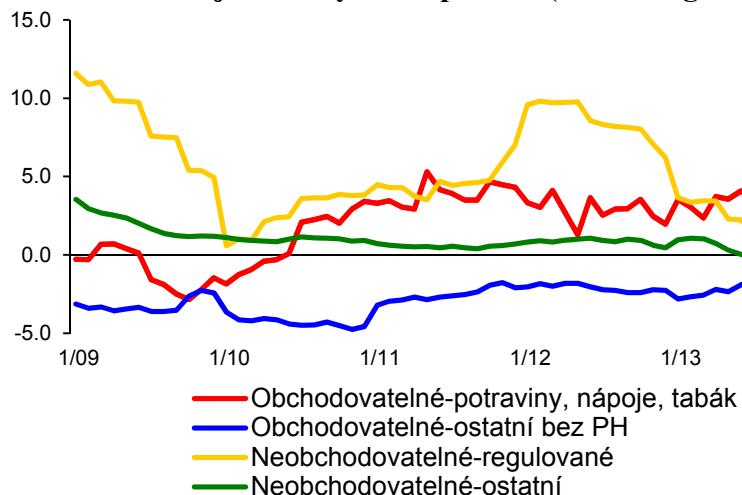
4.1 Spotřebitelské ceny

květen	meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace*)
	predikce 3.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	0.6	0.4	-0.19
Regulované ceny	-3.2	-3.2	-0.02
Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.	0.0	0.0	0.00
Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.	0.2	0.2	0.00
Čistá inflace	1.2	1.0	-0.17
Z toho:			
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	3.0	2.2	-0.22
Korigovaná inflace bez PH	0.2	0.3	0.06
Ceny pohonných hmot - čisté	2.3	2.0	-0.01
Měnověpolitická inflace	0.4	0.2	

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

Celková meziroční inflace se nejprve v dubnu 2014 lehce zmírnila na 0,1 %, v květnu pak ale vzrostla na 0,4 %. V jejích nízkých hodnotách se i nadále odráží zejména výrazný propad regulovaných cen z počátku roku 2014, které jsou aktuálně její jedinou zápornou složkou. Meziroční růst spotřebitelských cen se v květnu nacházel o 0,2 procentního bodu pod prognózou ze 3.SZ, když v obou měsících druhého čtvrtletí došlo k nižšímu než předpokládanému meziročnímu nárůstu cen potravin. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se po dlouhém období v záporných hodnotách (od poloviny roku 2009) v dubnu a květnu vrátila do kladných hodnot a byla nepatrně vyšší než predikovaná.

Meziroční růst jednotlivých skupin cen (kromě regul. cen vše očištěno o vliv změn daní)



Regulované ceny pokračovaly v květnu v meziročním poklesu (-3,2 %), způsobeném zejména lednovým snížením cen energií pro domácnosti (pokles cen elektřiny, nižší růst cen tepla) a zrušením regulačního poplatku za pobyt v nemocnici. Tento pokles regulovaných cen je v souladu s prognózou ze 3.SZ. Rovněž pro nejbližší měsíce jsou rizika prognózy regulovaných cen vyrovnaná. Aktualizovaný výhled na rok 2015 ale nově předpokládá zrušení zbývajících regulačních poplatků ve zdravotnictví s výjimkou poplatku za pohotovost a zároveň zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na nenahraditelnou dětskou výživu, léky a knihy.²³ Dopad zrušení regulačních poplatků ve zdravotnictví do regulovaných cen činí -1,35 procentního bodu (do celkové inflace -0,23 procentního bodu), zatímco dopad zavedení druhé snížené sazby DPH do regulovaných cen činí -0,15 procentního bodu. Naproti tomu v oblasti cen energií byl zmírněn předpokládaný pokles cen elektřiny v roce 2015 z důvodu méně výrazného poklesu cen forwardových kontraktů na energetických burzách. V souhrnu očekáváme i nadále postupné zmírňování meziročního poklesu regulovaných cen ve zbytku letošního roku. V roce 2015 meziroční pokles regulovaných cen dále zvolní, ale ve srovnání s prognózou ze 3.SZ se jejich výhled souhrnným vlivem výše popsaných změn posunuje o 1,2 procentního bodu níže.

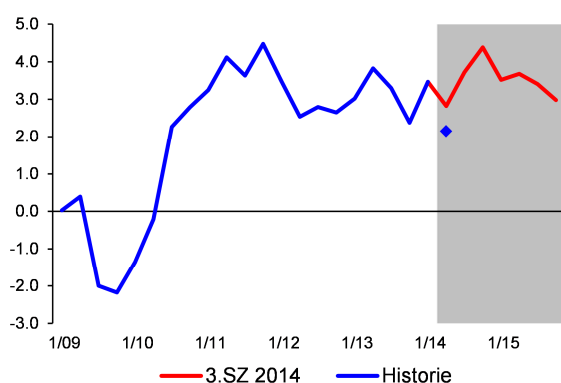
Příspěvek **primárních dopadů změn nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v uplynulých měsících 0,2 procentního bodu a byl v souladu s prognózou. Zvýšení spotřební daně na cigarety z ledna 2014 se již postupně promítá do spotřebitelských cen, což lze očekávat i v následujících měsících. S ohledem na slabší kurz CZK/EUR bylo v letošním roce navrženo další dodatečné zvýšení daně z tabákových výrobků, jež vstoupí pravděpodobně v platnost na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí²⁴. Navrhovaná změna zákona předpokládá v letošním roce zvýšení spotřební daně z cigaret s celkovým dopadem zhruba 0,2 procentního bodu do spotřebitelské inflace, jehož plné promítnutí lze očekávat v posledních měsících tohoto roku. To bylo zapracováno již v rámci 3.SZ 2014 a tento předpoklad se nemění. Dopad předpokládaného zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % do celkové inflace v roce 2015 je odhadován -0,07 procentního bodu, což posouvá střednědobý výhled vlivu změn nepřímých daní oproti 3.SZ 2014 nepatrně protiinflačním směrem.

Růst **cen potravin, nápojů a tabáku** v květnu meziročně zpomalil na 2,2 %, a nacházel se tak 0,8 procentního bodu pod prognózou ze 3.SZ. K výraznému meziměsíčnímu poklesu došlo zejména v cenách potravin, přičemž nejvýraznější bylo snížení cen ovoce. Rovněž ceny zemědělských výrobců byly v dubnu a květnu pod predikcí a současně se oproti předpokladům prognózy snížil výhled cen agrárních komodit na světových trzích. Ceny potravin sice zůstávají nejvýznamnějším faktorem inflace, ale rizika jejich budoucího vývoje míří vůči prognóze protiinflačním směrem. Rovněž šetření cen potravin ČSÚ z poloviny června naznačuje meziměsíční pokles cen potravin, zatímco stávající prognóza předpokládá naopak jejich růst. To je kromě absence sezonního růstu cen z důvodu přechodu na rané brambory dáno i poklesy cen u velké části ostatních sledovaných položek.

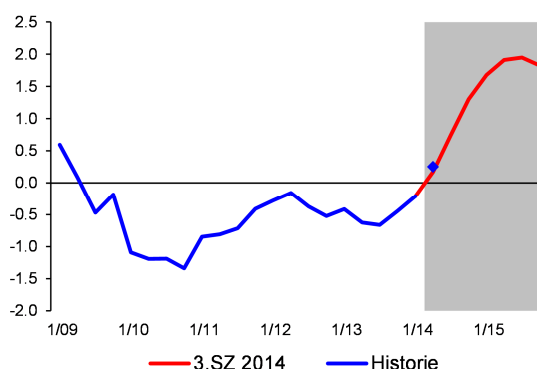
²³ Obě změny jsou ve fázi legislativních návrhů novely zákonů (Zákona č. 48/1997 Sb. o veřejném zdravotním pojištění a Zákona č. 235/2004 Sb. o dani z přidané hodnoty). Jejich schválení vládou a přijetí v Parlamentu je vzhledem k vládní většině velmi pravděpodobné. Jako nepatrné proinflační riziko lze vnímat možnost znovuzavedení regulačního poplatku za pobyt v nemocnici. Při jeho zavedení od r. 2015 ve výši 60 Kč by dopad do celkové inflace činil 0,05 procentního bodu. Návrh změny zákona o DPH rovněž předpokládá v roce 2016 zrušení stávající právní úpravy předpokládající sjednocení sazeb DPH na 17,5 %.

²⁴ Česká republika je povinná s účinností od 1. ledna 2014 splnit specifický minimální požadavek ve výši spotřební daně 90 eur na 1000 kusů všech cigaret. Podle směrnice je specifický požadavek nutné splnit v přepočtu podle kurzu koruny vůči euru, který je platný první pracovní den v říjnu 2013. Vzhledem k aktuálně slabšímu kurzu CZK/EUR oproti roku 2012, kdy byla přijata stávající právní úprava, ČR tuto směrnici aktuálně neplní. Proto bylo Ministerstvem financí navrženo dodatečné zvýšení daně z tabákových výrobků, které zároveň zohledňuje oslabení kurzu koruny od listopadu 2013.

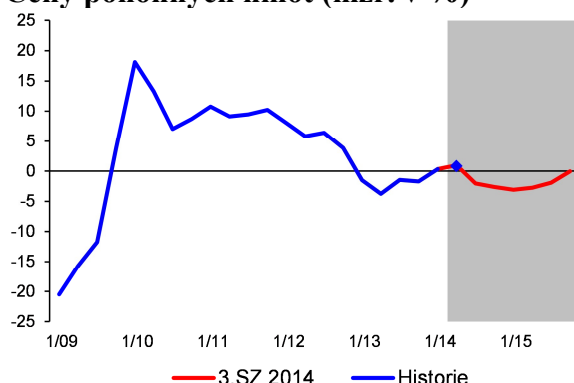
Ceny potravin (mzr. v %)



Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)



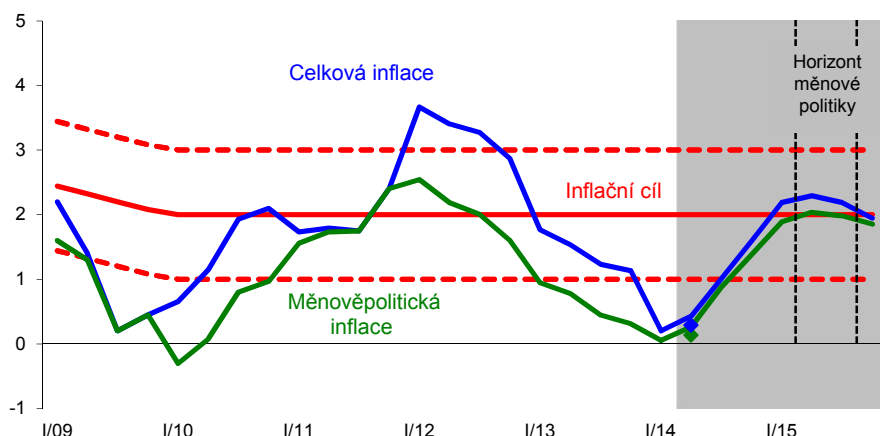
Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



Pozn.: Vývoj tržních částí inflace v grafech výše je očištěn o primární dopady změn nepřímých daní. Bod „skutečnost“ představuje průměr údajů za první dva měsíce aktuálního čtvrtletí a z očekávané hodnoty na třetí měsíc tohoto čtvrtletí založené na meziměsíční predikci z aktuálně platné prognózy.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot v dubnu přešla do kladných hodnot po téměř pětiletém poklesu (a v květnu dosáhla 0,3 %). Nacházela se přitom lehce nad prognózou ze 3.SZ 2014. Ke zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot přispělo jak další zmírnění meziročního poklesu cen obchodovatelných statků bez pohonných hmot, které lze připisovat vlivu oslabeného kurzu koruny, tak i zvýšení růstu cen neobchodovatelných statků, kde došlo vlivem srovnávací základny ke zmírnění meziročního poklesu cen telekomunikačních služeb. K meziročnímu nárůstu cen v kategorii neobchodovatelných statků zároveň znatelně přispěly ceny služeb v oblastech rekreace, kultury, ubytování a stravování. Vývoj korigované inflace bez pohonných hmot potvrzuje předpoklady 3.SZ 2014 o pokračování transmise oslabeného kurzu do cen a rizika její prognózy jsou hodnocena jako zhruba neutrální, když o něco vyšší skutečnost a lehce slabší kurz jsou kompenzovány nižšími dovozními cenami.

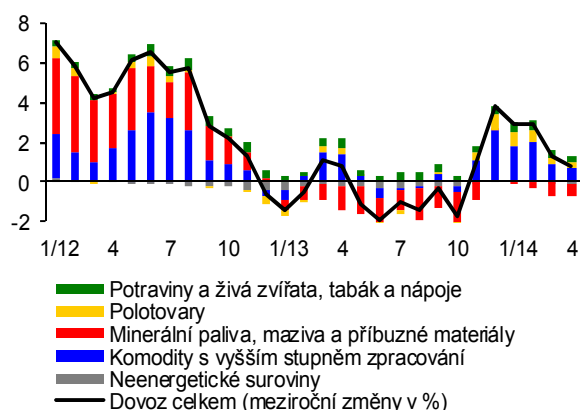
Ceny pohonných hmot se po třech měsících poklesu vrátily k meziročnímu růstu ve výši 2 % a nacházely se přitom jen mírně pod prognózou ze 3.SZ 2014. Z týdenních šetření cen pohonných hmot vyplývá, že růst pokračuje i v průběhu června. Výhled cen ropy se zvyšuje jen nepatrně a je kompenzován silnějším kurzem eura vůči dolaru. Rizika prognózy cen pohonných hmot jsou tak hodnocena jako vyrovnaná.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)**4.2 Ostatní cenové okruhy**

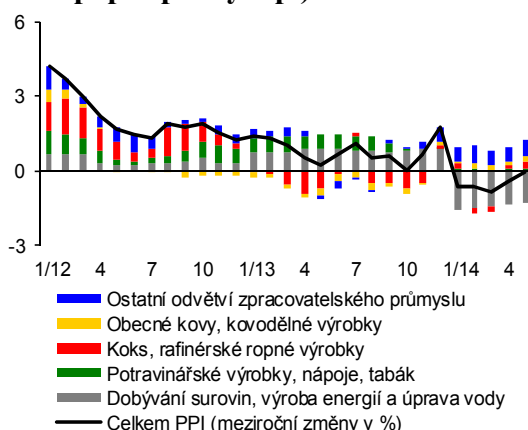
Dovozní ceny v dosavadním průběhu letošního roku meziročně postupně zpomalovaly, a to až na dubnových 0,8 %, což představuje pomalejší tempo oproti prognóze. Odchylka od prognózy byla dána zejména mírnějším růstem cen dovážených neenergetických komodit, částečně však i hlubším poklesem cen energetických komodit. I nadále byl nejvýznamnější příspěvek k růstu dovozních cen vykázán ve skupině komodit s vyšším stupněm zpracování (0,7 p.b.), zejména u cen strojů a dopravních prostředků. Dovozní ceny polotovarů i potravin měly v porovnání s touto skupinou shodně zhruba poloviční příspěvek. Ve váhově významném odvětví minerálních paliv a maziv dovozní ceny dále klesaly, a to o 3,8 %.

Ceny průmyslových výrobců se v květnu meziročně snížily již jen nepatrně (o 0,1 %), zatímco prognóza očekávala jejich výraznější pokles. Tato odchylka je způsobena rychlejším než očekávaným růstem cen ve zpracovatelském průmyslu. K růstu cen ve zpracovatelském průmyslu nejvíce přispělo pokračující meziroční zvýšení cen dopravních prostředků (3,4 %) a koksů, rafinérských a ropných produktů (5,2 %). Ceny potravin, nápojů a tabáku v květnu udržely mírný růst (o 0,7 %), a to i přes pokračující, byť zmírňující se, pokles cen zemědělských výrobců. K očekávanému výraznému meziročnímu poklesu došlo u cen elektřiny, plynu a páry (-8,6 %), který byl částečně kompenzován růstem cen v odvětví zásobování vodou. Prohloubení meziročního poklesu cen výrobců zaznamenalo odvětví těžby a dobývání, kde byly v květnu ceny nižší o 4,6 %.

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

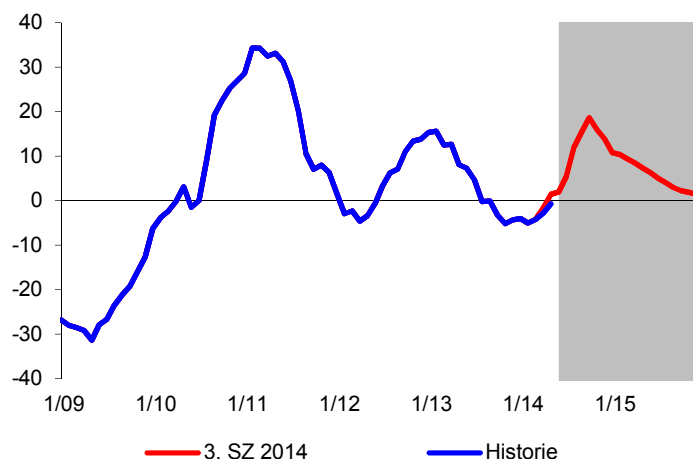


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.)



Ceny zemědělských výrobců v květnu pokračovaly v trendu zmírňování svého meziročního poklesu, když se meziročně snížily již jen o 0,7 % (v dubnu o 2,8 %). K tomu přispělo zvolnění poklesu cen v rostlinné výrobě (na -7,7 % v květnu z -10,2 % v dubnu). Nadále klesaly zejména ceny obilovin, čerstvé zeleniny a olejnin, jejich pokles se však zmírňoval. Naopak vyšší byly ceny brambor a ovoce. V živočišné výrobě navíc cenový růst zrychloval, když byl v květnu vykázán růst o 8,7 %. I nadále výrazně rostly zejména ceny mléka. V porovnání s prognózou ze 3.SZ byly ceny zemědělských výrobců v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí nižší. Prognóza očekávala, že se již v květnu ceny zemědělských výrobců vymaní z meziročních poklesů a přejdou k mírnému růstu, když kromě efektu srovnávací základny bude mít vliv i zvýšení cen agrárních komodit na světových trzích počátkem letošního roku a jeho průsak do domácích cen. K tomu sice došlo, ale v menší míře. Rizikem prognózy cen zemědělských výrobců jdoucím protiinflačním směrem jsou aktuální tržní výhledy cen agrárních komodit na světových trzích. U nich došlo v průběhu května k poklesu zpět na hodnoty očekávané v prvním čtvrtletí letošního roku, což představuje zhruba stabilitu cenové hladiny u produktů rostlinné výroby a slabší růst produktů živočišné výroby.

Ceny zemědělských výrobců (meziročně v %)



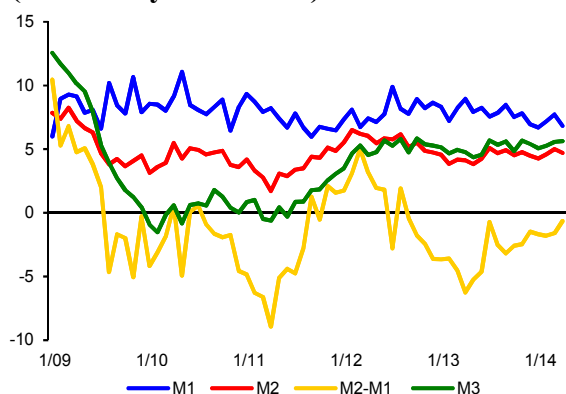
5 Peníze a úvěry

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se nadále pohybovala v blízkosti 5 %, což při zrychlení růstu nominálního HDP vedlo v prvním čtvrtletí 2014 poprvé po mnoha letech k lehkému meziročnímu zvýšení rychlosti obratu peněz. Růst M2 byl nadále podporován poměrně výraznou dynamikou vysoce likvidních vkladů. Hlavní příspěvek k růstu M2 mají vklady nefinančních podniků korespondující s jejich zlepšenou finanční situací. Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru se v dubnu zvýšila v důsledku zrychlení dynamiky dlouhodobých podnikových úvěrů. K vyššímu růstu investičních úvěrů přispívaly nadále zejména úvěry developerům a ve výrazně menší míře než v závěru loňského roku i úvěry poskytnuté průmyslovým podnikům. Mírně zrychlila roční míra růstu podnikových úvěrů v cizí měně. Dynamika úvěrů domácnostem se v dubnu slabě snížila. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům nepatrně vzrostly, zatímco u úvěrů domácnostem na bydlení většinou slabě klesaly.

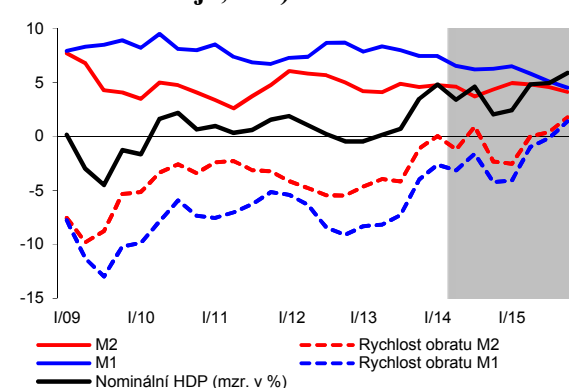
5.1 Peníze

Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** se v dubnu 2014 mírně snížila na 4,7 %. To je v souladu se stávající prognózou, která očekává růst M2 ve druhém čtvrtletí 2014 na úrovni 4,6 %. Vývoj peněžní zásoby byl v posledních dvou čtvrtletích doprovázen oživením dynamiky nominálního HDP. Při meziročním růstu nominálního sezonně očištěného HDP v prvním čtvrtletí 2014 o 4,8 % a obdobné roční míře růstu sezonně očištěné M2 ve stejném období se rychlost obratu širokých peněz poprvé po mnoha letech meziročně lehce zvýšila či stagnovala. V tom se projevovala rostoucí důvěra ekonomických subjektů v budoucí hospodářský vývoj a snaha finančních neměnových institucí o vyšší zhodnocení finančních prostředků. Snižování držby peněz těchto institucí bylo kompenzováno vyšším příspěvkem vkladů nefinančních podniků v podmínkách jejich zlepšující se finanční situace při neměnném příspěvku vkladů domácností. Dynamika peněžního agregátu M3 v dubnu zůstala na úrovni 5,6 % a ve srovnání s průměrem za eurozónu byla nadále značně vyšší.²⁵

Peněžní agregáty
(roční míry růstu v %)



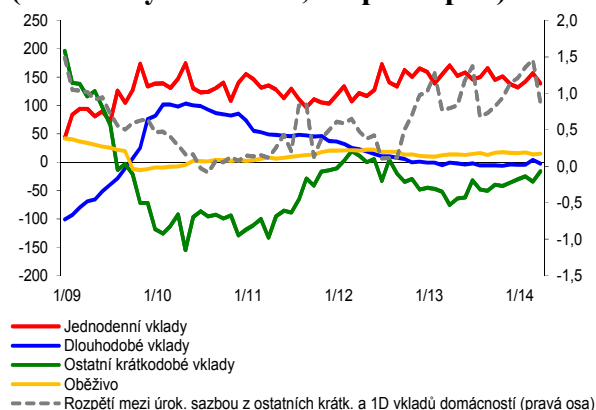
Rychlost obratu peněz a nominální HDP
(roční míry růstu v %, meziroční růst v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



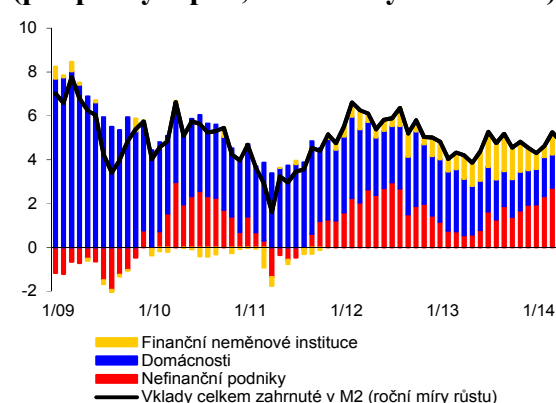
²⁵ V eurozóně se roční míra růstu M3 v dubnu 2014 dále snížila na 0,8 %. Ve vývoji M3 eurozóny se od počátku letošního roku projevuje v podmínkách nízkých úrokových sazeb a obnovené důvěry snaha investorů eurozóny o vyšší zhodnocení prostředků mimo instrumenty zahrnuté v M3. Umírněný růst M3 odráží rovněž pokračující proces finančního deleveragingu eurozóny. Vysoce likvidní peníze zahrnuté v M1 však výrazně rostou (5,2 %). V růstu M3 se z hlediska protipoložek projevuje značné zvýšení čistých zahraničních aktiv bank, a to vlivem přílivu zahraničního kapitálu do finančních aktiv eurozóny.

Dynamika peněžního agregátu M2 je nadále podporována výrazným růstem vysoce **likvidních peněz** zahrnutých v M1 (o 6,8 %), i když ten v posledním období zpomalil. Preference likvidity působí na pokračující silný růst jednodenních vkladů (7,5 %). Přitom se dále zmírňoval pokles krátkodobých a dlouhodobých termínovaných vkladů v rámci kvazi peněz (M2-M1). Podíl vkladů v cizí měně na celkových vkladech zahrnutých v M2 v dubnu dosáhl 9 %. U nefinančních podniků se nepatrně zvýšil na 22 % a u domácností přetrvával na nízké úrovni 3,4 %. Na straně aktiv bank byl růst M2 podporován zejména zvýšením čistých zahraničních aktiv a v menší míře růstem úvěrů soukromému sektoru při poklesu financování vlády.

Složky M2 a rozpětí úrokových sazeb (roční toky v mld. Kč, rozpětí v p.b.)



Struktura vkladů peněžního agregátu M2 (příspěvky v p.b., roční míry růstu v %)



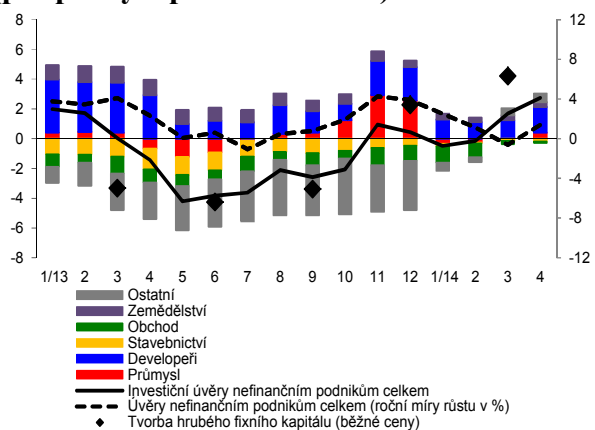
5.2 Úvěry

Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru po zpomalení v prvním čtvrtletí 2014 následně v dubnu zrychlila na 3,7 %. To odráželo mírné posílení dynamiky **úvěrů nefinančním podnikům** na 0,9 % zaznamenané v důsledku akcelerace úvěrů s delší splatností (2,7 %), které podniky obvykle využívají k financování fixních investic. Na druhou stranu přetrvával pokles krátkodobých úvěrů. Pokračovalo meziroční zvýšení úvěrů podnikům pod zahraniční kontrolou, zatímco úvěry domácím podnikům nadále klesaly. Roční míra růstu úvěrů v cizí měně očištěná o kurzové a jiné netransakční vlivy zrychlila na 7,4 %, přesto ale stále zůstává nižší než v prosinci 2013 (18,3 %). Její vývoj je v posledním období ovlivňován zejména motivací vyvážejících podniků a developerů přirozeně se zajistit proti kurzovému riziku formou exportního a cizoměnového financování. Nové korunové úvěry podnikům naopak nadále meziročně klesaly vlivem záporného příspěvku velkých úvěrů (s objemem nad 30 mil. Kč) při stagnaci malých úvěrů. Na straně nabídky by se měly úvěrové standardy při schvalování úvěrů dle očekávání bank ve druhém čtvrtletí 2014 v souhrnu uvolnit (v rozsahu 16 % čistého procentního podílu úvěrového trhu), a to u všech typů podniků z hlediska jejich velikosti.²⁶

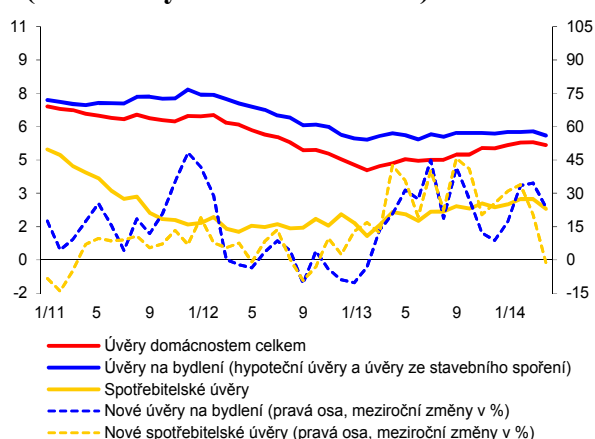
²⁶ V eurozóně výsledky šetření úvěrových podmínek bank v prvním čtvrtletí 2014 v souhrnu potvrzují stabilizaci situace. Úvěrové standardy se v čistém vyjádření u úvěrů nefinančním podnikům výrazněji neměnily a u úvěrů domácnostem se uvolnily (viz *Monthly Bulletin ECB*, May 2014). V jejich vývoji se odrážela neměnní se omezení plynoucí ze stavu bilancí bank a nákladů jejich financování. Poprvé od roku 2007 banky vnímají pokles rizik spojených s očekávaným vývojem celkové ekonomické aktivity a zvýšenou konkurenci ve všech segmentech úvěrového trhu. Poptávka po úvěrech rostla, u podniků vlivem potřeb financovat růst provozního kapitálu a zásob při dalším zmírnění poklesu poptávky po úvěrech určených k financování fixních investic. Využití alternativních forem financování podniků poptávku po úvěrech nadále snižovalo. U domácností růst poptávky po úvěrech na bydlení ovlivňovala zvýšená spotřebitelská důvěra a výhled trhu nemovitostí. Poprvé od roku 2010 vzrostla poptávka po

Vyšší dynamika podnikových úvěrů byla v dubnu zaznamenána zejména u developerů a dále ve výrobě a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a zásobování vodou a v odvětví obchodu, zatímco úvěry zpracovatelskému průmyslu po zvýšení v závěru loňského roku poklesly. V jejich struktuře však rostly úvěry financující výrobu strojů a zařízení (cca o 7 %). Meziroční růst **investičních úvěrů**, které tvoří více než polovinu celkového objemu podnikových úvěrů, se v důsledku financování zřejmě pokračujícího růstu fixních investic (v prvním čtvrtletí meziročně o 6,3 %) v dubnu dále zvýšil na 2,7 %. K tomuto růstu přispívaly obdobně jako v předchozím období zejména úvěry developerům a v malé míře úvěry průmyslu. Investiční úvěry poskytované do stavebnictví, obchodu a některým dalším odvětvím se po minulých poklesech aktuálně výrazněji neměnily.

**Investiční úvěry nefinančním podnikům
(příspěvky v p.b. a mzd. v %)**



**Úvěry domácnostem
(roční míry růstu a mzd. v %)**



Pozvolné zrychlování roční míry růstu **úvěrů domácnostem** zaznamenané od počátku loňského roku v dubnu 2014 nepokračovalo, když se roční míra růstu těchto úvěrů naopak nepatrně snížila na 5,2 %. Nižší růst stavu úvěrů domácnostem byl doprovázen poklesem tempa růstu nových obchodů. Dynamika **úvěrů na bydlení** se snížila na 5,6 %. V jejich struktuře rostl objem hypoték o 6,7 % při přetrvávajícím poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Meziroční růst nových úvěrů na bydlení zpomalil zhruba na 24 %. V rámci nových úvěrů na bydlení se od počátku letošního roku nepatrně snížil poměrně vysoký podíl refinancovaných úvěrů u stávajících a jiných bank včetně jejich navýšení (na 43 % u refinancování, resp. na 7 % u navýšení). Naopak podíl „zcela“ nových úvěrů mírně vzrostl na 50 %, i když v samotném dubnu byl vývoj opačný. Průměrnou úrokovou sazbu z refinancovaných úvěrů banky snížily na 3,2 %. Stabilizované ceny bytů a vyšší dostupnost hypoték vytvářejí prostor pro investice do obydlí. Pokles investic domácností do obydlí se v prvním čtvrtletí 2014 dále zmírnil (cca na 2 % v nominálním i reálném vyjádření), což bylo v uvedeném období doprovázeno růstem výstavby počtu zahájených bytů o 4,8 %. Následně v dubnu však počet zahájených bytů meziročně opět poklesl, a to o 2,1 %.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** po předchozím postupném zvyšování v dubnu 2014 rovněž zpomalila (po očištění o jednorázový vliv na 2,3 %). To bylo zaznamenáno v podmínkách zvyšující se spotřebitelské důvěry. Podíl konsolidace, resp. refinancování starých spotřebitelských úvěrů dosáhl v rámci nových obchodů cca 11 % a oproti počátku

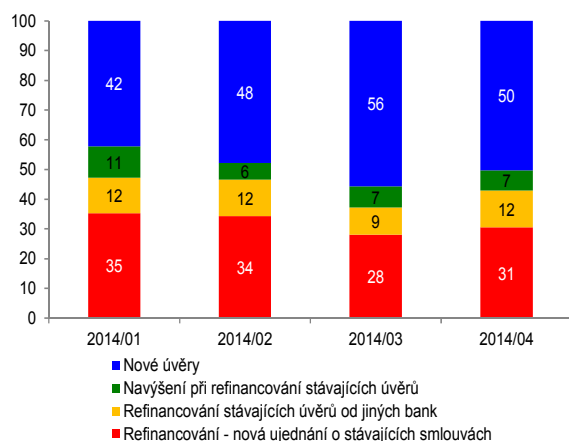
spotřebitelských úvěrech. Ve druhém čtvrtletí 2014 banky v eurozóně očekávají s výjimkou úvěrů na bydlení další čisté uvolnění úvěrových standardů a růst poptávky po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu. Úvěry soukromému sektoru v eurozóně přitom v dubnu vlivem poptávkových i nabídkových faktorů meziročně klesaly (o 1,5 %), což odráželo přetrvávající snížení podnikových úvěrů.

letošního roku se výrazněji neměnil. Průměrná úroková sazba z uvedených úvěrů se letos zvýšila na 12,4 % a byla nadále cca o 2 procentní body nižší než z celkových spotřebitelských úvěrů. Podíl navýšení stávajících úvěrů přetrvával na úrovni 27 % (new cash) a podíl „zcela“ nových spotřebitelských úvěrů dosáhl 62 %.

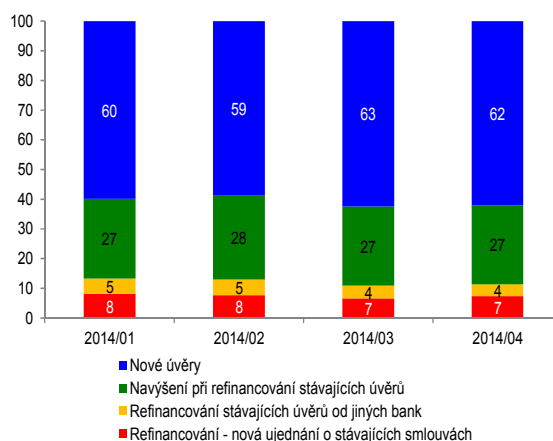
Struktura nových úvěrů domácnostem

(podíly v %, nové obchody)

Úvěry na bydlení



Spotřebitelské úvěry



V důsledku ekonomického oživení se v letošním roce snížilo úvěrové riziko vyjádřené podíly **nesplacených úvěrů**, a to zejména u domácností. U úvěrů na bydlení dosáhl podíl úvěrů v selhání jedné z nejnižších hodnot zaznamenaných od roku 2010 (3,2 %) při stabilně zvýšeném podílu nesplacených spotřebitelských úvěrů (12,3 %). U nefinančních podniků se podíl úvěrů v selhání v letošním roce mírně zvýšil na 7,3 %, což však odráželo v podmínkách zlepšující se finanční situace podniků zejména pokles absolutního objemu celkových úvěrů.

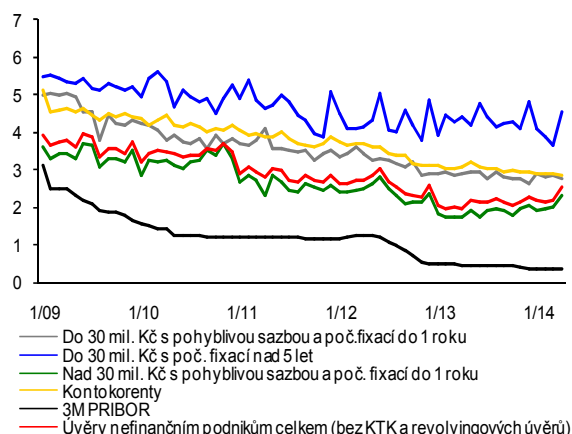
5.3 Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se v letošním dubnu v průměru lehce zvýšily u podnikových úvěrů, zatímco u úvěrů domácnostem na bydlení většinou slabě klesaly či stagnovaly.²⁷ Uvedený vývoj byl zaznamenán v podmínkách stabilní sazby 3M PRIBOR při pokračujícím poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu na 1,7 % v květnu 2014. Ex ante klientské **reálné úrokové sazby** z nových úvěrů v důsledku uvedeného dubnového vývoje nominálních sazeb při slabém snížení inflace očekávané analytiky finančního trhu v ročním horizontu vzrostly ve všech segmentech úvěrového trhu. Na rozdíl od předchozího období byly reálné úrokové sazby u všech typů úvěrů kladné (u podnikových úvěrů dosáhly 0,2 %, u úvěrů na bydlení 1 % a u spotřebitelských úvěrů 11,9 %).

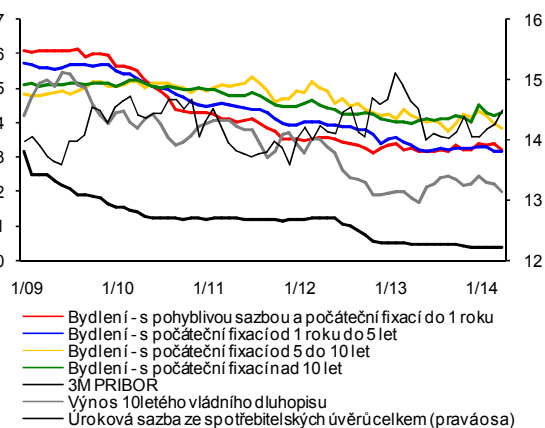
Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v nominálním vyjádření v dubnu v průměru mírně vzrostla na 2,5 %. Zvýšila se sazba s krátkodobou fixací z velkých úvěrů, sazba z malých úvěrů stagnovala. Úroková sazba z malých úvěrů dosáhla 3 % a z velkých úvěrů 2,4 %. Rozpětí mezi posledními dvěma uvedenými sazbami se snížilo na 0,6 procentního bodu a nacházelo se poprvé po delším období pod svým dlouhodobě klesajícím trendem. Při stagnaci sazby 3M PRIBOR se rozpětí krátkodobých klientských a tržních sazeb u velkých úvěrů zvýšilo, u malých úvěrů se výrazněji neměnilo.

²⁷ V eurozóně se klientské úrokové sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem v dubnu 2014 výrazněji neměnily (viz grafická příloha Situační zprávy).

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody, v %)



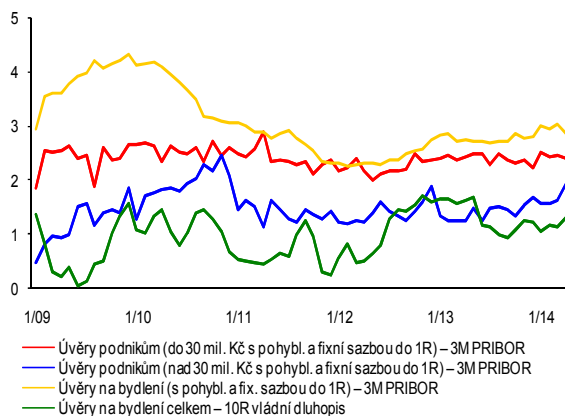
Úrokové sazby z úvěrů domácnostem (nové obchody, v %)



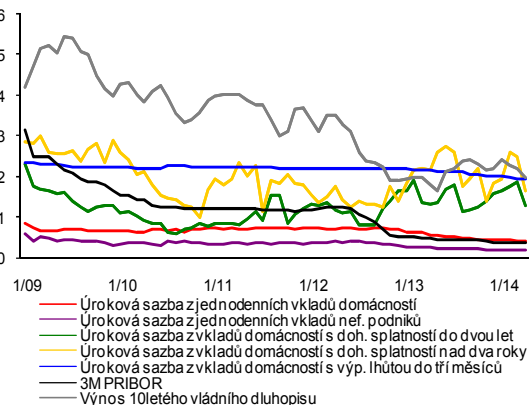
U domácností průměrná **úroková sazba z úvěrů na bydlení** v dubnu 2014 slabě poklesla na 3,3 % (u hypoték na 3,1 %). V její struktuře se snížily sazby u většiny fixací. Dle dílčích informací některé banky avizovaly pokles sazeb z hypoték i následně v květnu. Údaje z Hypoindexu za květen 2014 ukazují, že úroková sazba z hypoték se dále mírně snížila, což bylo doprovázeno meziměsíčním zvýšením objemu i počtu nových hypoték. Rozpětí klientských a tržních sazeb se u krátkodobých sazeb z úvěrů na bydlení snížilo, zatímco u celkové sazby z úvěrů na bydlení a výnosu desetiletého vládního dluhopisu vzrostlo vlivem snížení druhé uvedené sazby. **Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** se naopak zvýšila na 14,5 % (RPSN dosáhla 15,3 %). Sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů činila 14,2 % a z úročeného úvěru z kreditních karet 24 %.

Úrokové sazby z klientských vkladů většinou stagnovaly u jednodenních vkladů a vkladů s výpovědní lhůtou domácností do tří měsíců a dále u vkladů podniků. Naproti tomu poklesla sazba z vkladů domácností s krátkodobou i dlouhodobou dohodnutou splatností. Záporná reálná sazba z termínovaných vkladů domácností se tak dále zvýraznila na -0,9 %.

Rozpětí klientských úrokových sazeb a sazeb finančního trhu (v procentních bodech)



Úrokové sazby z vkladů domácností a nefinančních podniků (v %)



IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014 úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly, sazby s delší splatností se snížily. Sazba 3M PRIBOR odpovídá prognóze, kurz koruny je nepatrně slabší.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

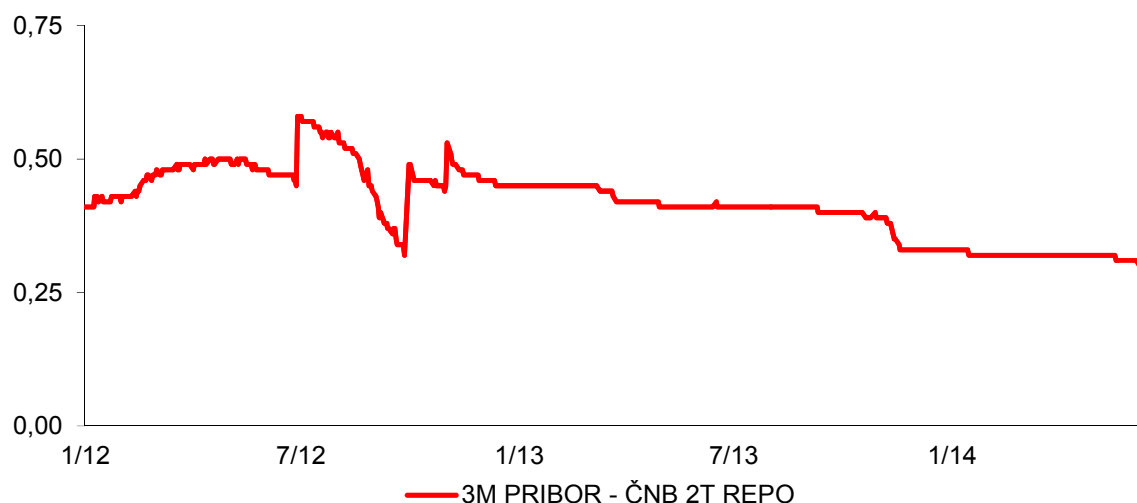
	II/14 – prognóza	II/14 – skut. ^{a)}	18.6. – skut.
3M PRIBOR	0,4	0,4	0,4
Kurz – CZK/EUR	27,3	27,4	27,4

^{a)} průměr za čtvrtletí do 18.6.2014

1 Domácí úrokové sazby

V dosavadním průběhu tohoto čtvrtletí úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly. Průměrná výše **sazby 3M PRIBOR** (do 18.6.) činila necelých 0,4 %, tj. odpovídala prognóze. Kladný sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal zachován. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se v souladu s prognózou pohybuje těsně nad 0,3 p.b.

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



Sazby FRA se po minulém měnověpolitickém zasedání BR mírně snížily, zejména ve vzdálenějším horizontu. Sazby tak pravděpodobně reagovaly na informace z tiskové konference BR, že se zvyšuje pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku, než předpokládá prognóza, a ani domácí úrokové sazby nemusejí v roce 2015 růst tak rychlým tempem, jak naznačuje stávající prognóza. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle aktuálních kotací FRA kontraktů implikuje stabilitu sazeb 3M PRIBOR minimálně do začátku roku 2015. To odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě do stejné doby při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. Do konce letošního roku se proto tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb ze stávající prognózy ČNB (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí). Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se mírně snižovaly v souladu se sazbami v eurozóně, ve kterých se promítalo očekávané a následně i provedené uvolnění měnové politiky ECB. Pokles domácích sazeb s delší splatností od posledního měnověpolitického zasedání BR dosáhl 0,1 až 0,2 p.b. podle jednotlivých splatností, od začátku letošního roku až 0,6 p.b.

Klientské úrokové sazby se příliš nezměnily. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů se v dubnu 2014 nepatrně zvýšila na 6 %, zatímco sazba z termínovaných vkladů stagnovala na 1,7 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 5,9 %, z pohledu ex ante 3,6 %.

2 Devizový kurz

V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014 činila **průměrná hodnota kurzu** koruny vůči euru 27,4 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 6,8 % a mezičtvrtletní stabilitu. Koruna se pohybovala ve velmi úzkém rozpětí 27,4–27,5 CZK/EUR. Oproti prognóze ze 3.SZ na druhé čtvrtletí 2014 (27,3 CZK/EUR) byla koruna zatím v průměru slabší o 0,4 % a totéž platí i o jeho aktuální hodnotě. Na měnových trzích přetrvával i ve druhém čtvrtletí 2014 nadále relativně klidný vývoj. Výraznější změny jsou patrné v ročním horizontu, kde z evropských měn výrazněji posílily britská libra, polský zlotý a rumunský lei. Ztrácely především měny zemí BRIC s výjimkou Číny.

Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR

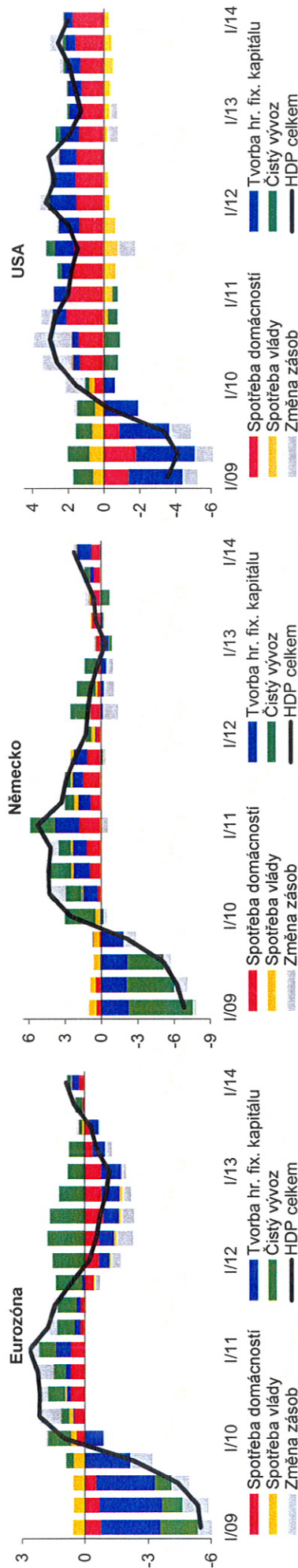


Zveřejněné informace z domácí ekonomiky byly v zásadě **v souladu s očekáváními finančních trhů**. Vývoj kurzu ve sledovaném období byl v souladu s asymetrickou povahou kurzového závazku ČNB, k jehož dosažení nebyly ve sledovaném období nadále potřebné faktické intervence na devizových trzích.

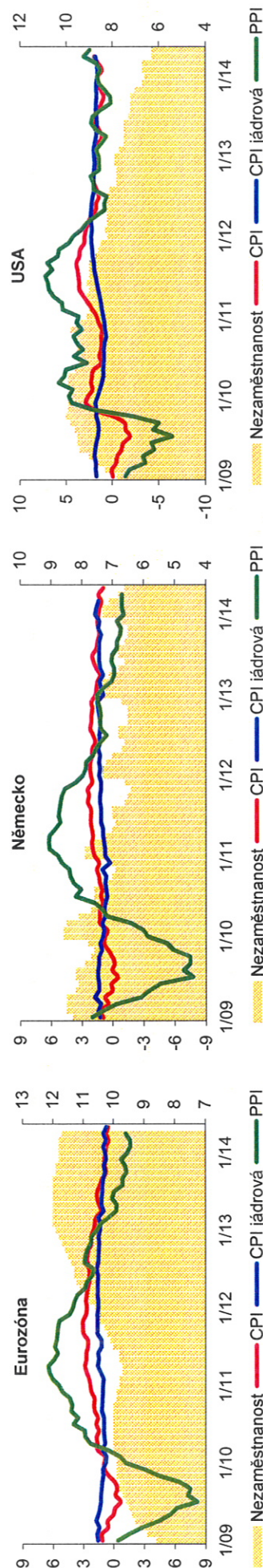
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Vyspělé země

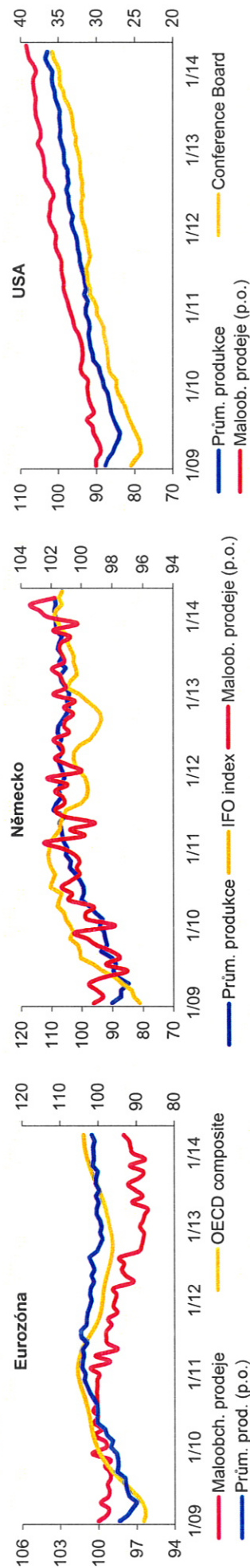
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



Inflace (meziroční změny v %) a míra nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

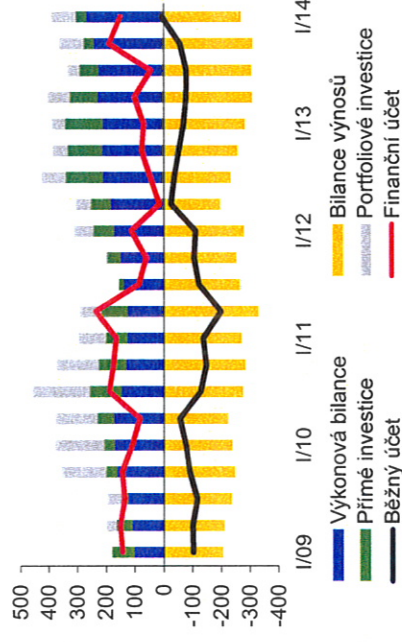


Předstihové ukazatele (p.o. = pravá osa)

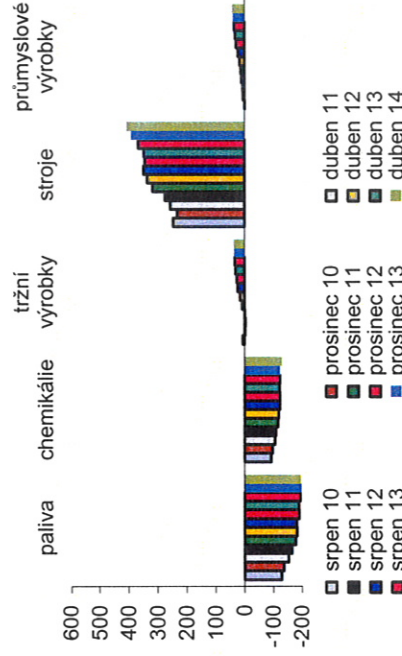


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

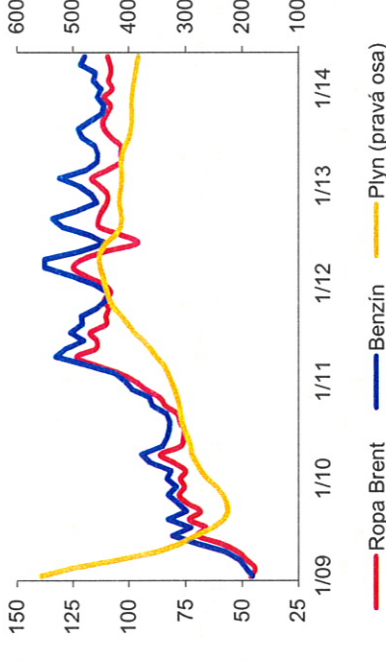
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. CZK)



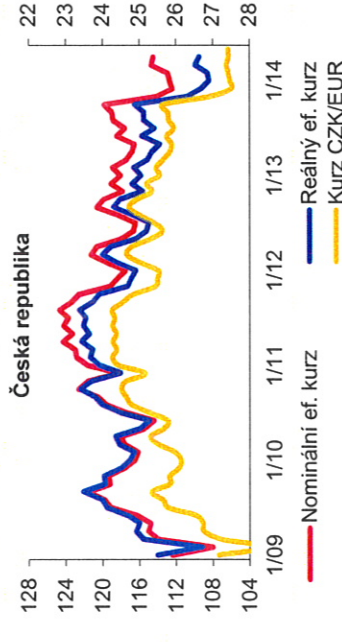
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR dle SITC (mld. CZK)



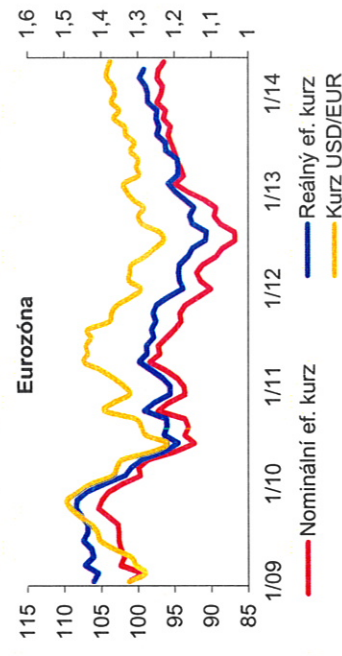
Ceny ropy a benzínu (USD/b) a plynu (USD/1000 m³)



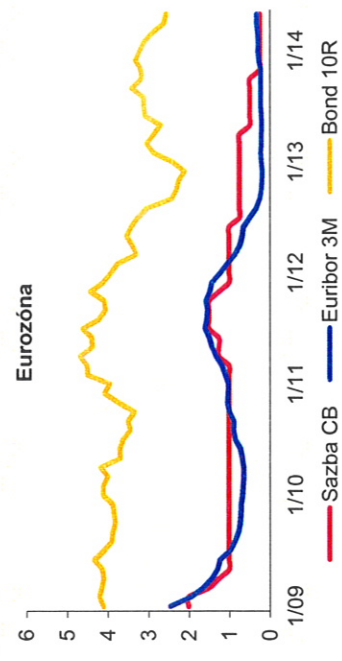
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (pravá osa)



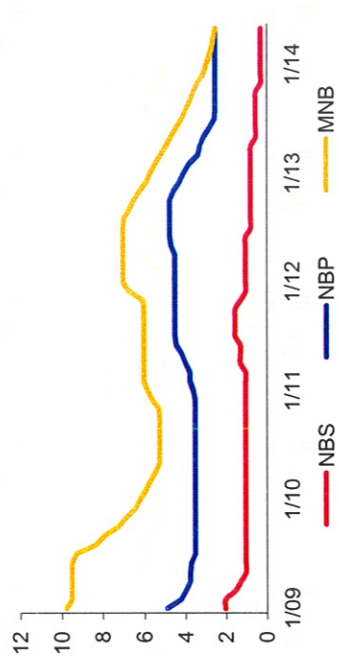
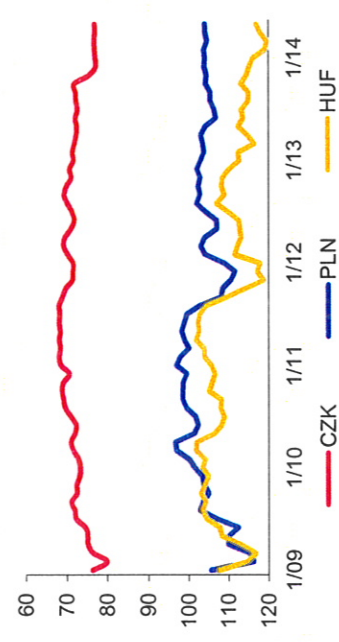
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (pravá osa)



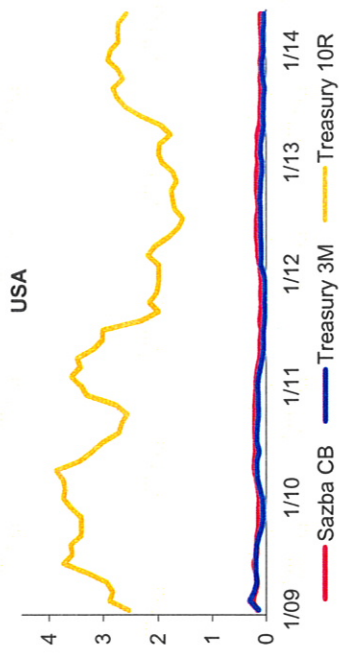
Úrokové sazby (%)



Měnové kurzy stř. evropských zemí k EUR (r.2000 = 100), Úrokové sazby středoevropských centrálních bank (%)

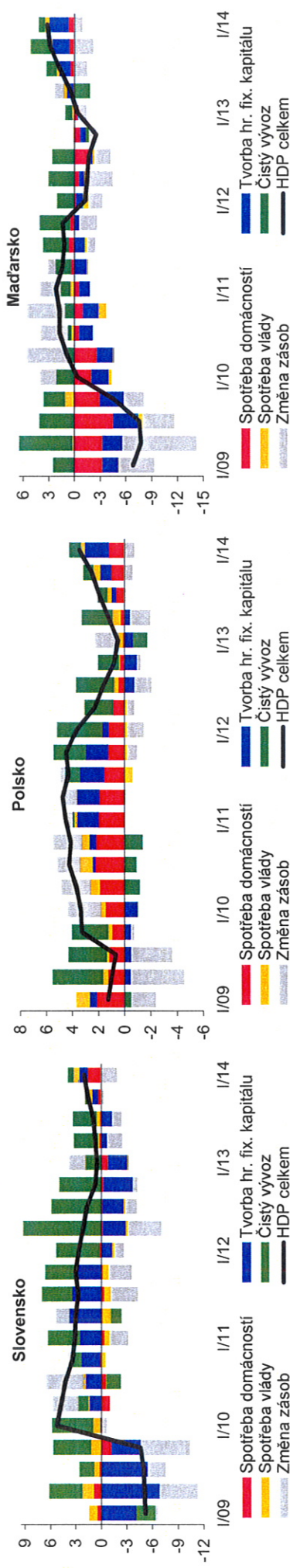


Úrokové sazby (%)

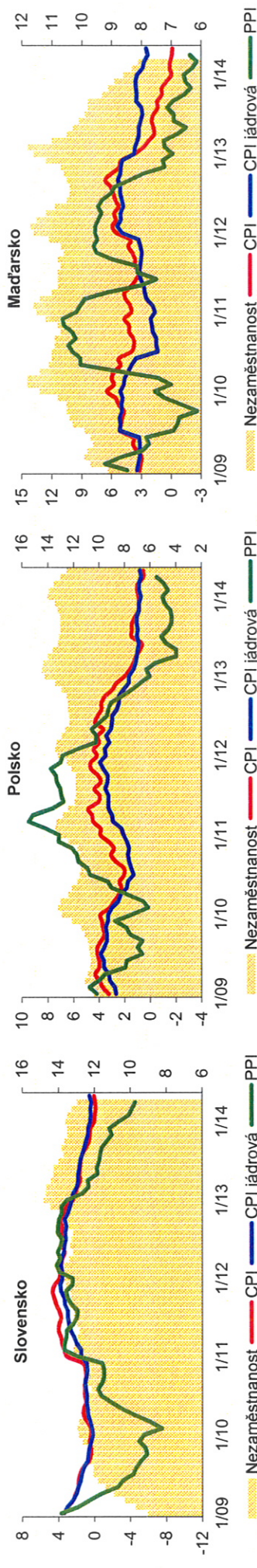


Středoevropské země

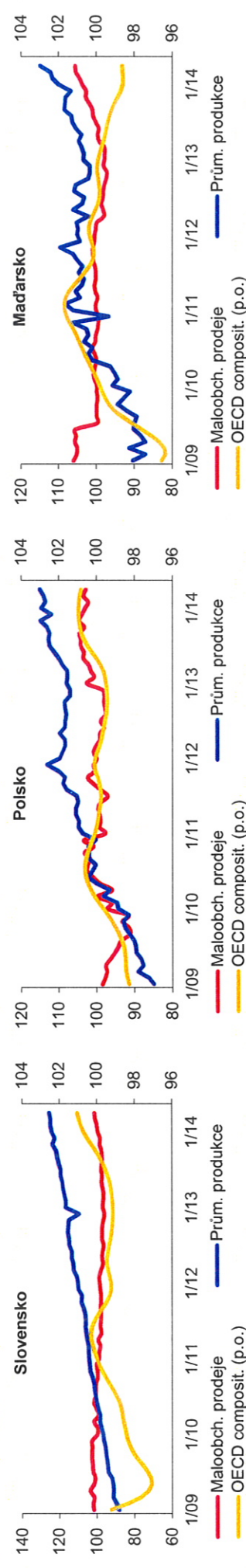
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



Inflace (meziroční změny v %) a míra nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

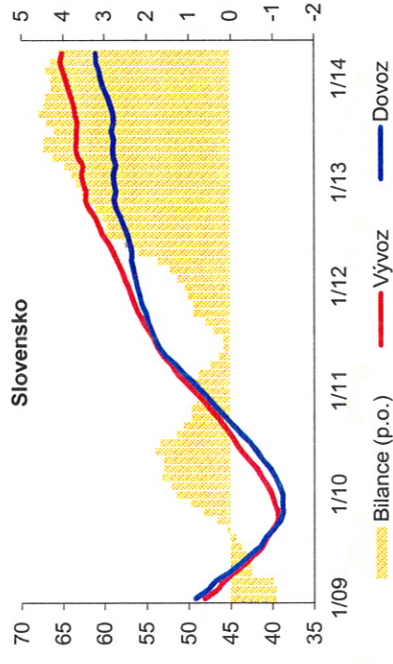


Předstihové ukazatele (p.o. = pravá osa)

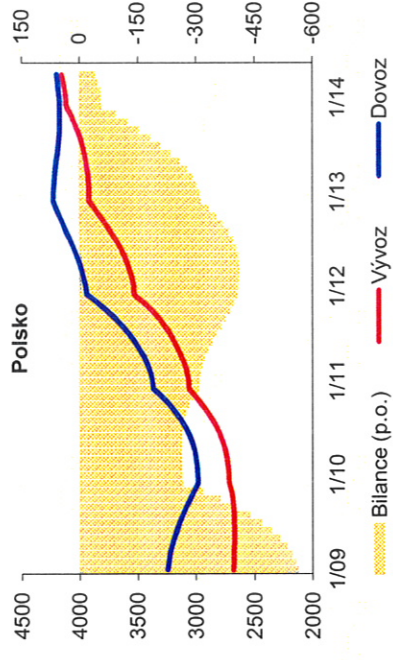


Obchodní bilance středoevropských zemí a zahraniční vývoj v efektivním vyjádření

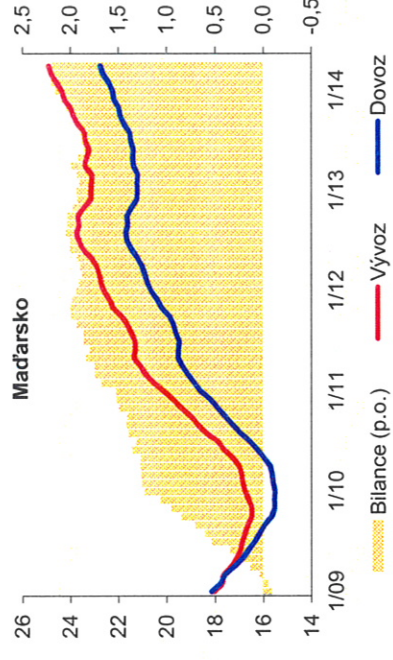
Obchodní bilance (mld. EUR)



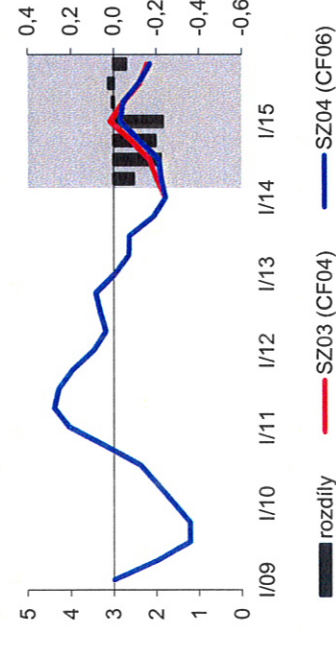
Obchodní bilance (mld. PLN)



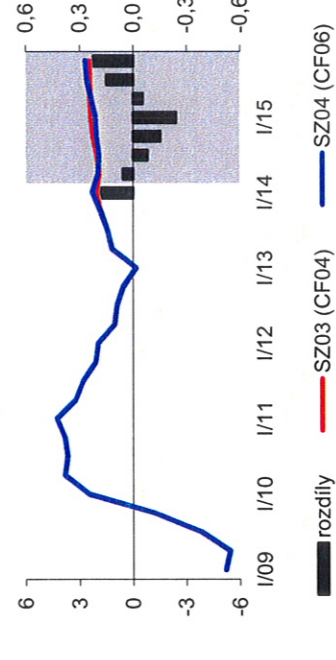
Obchodní bilance (tril. HUF)



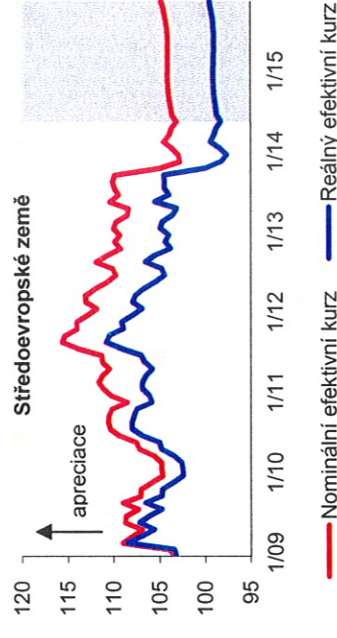
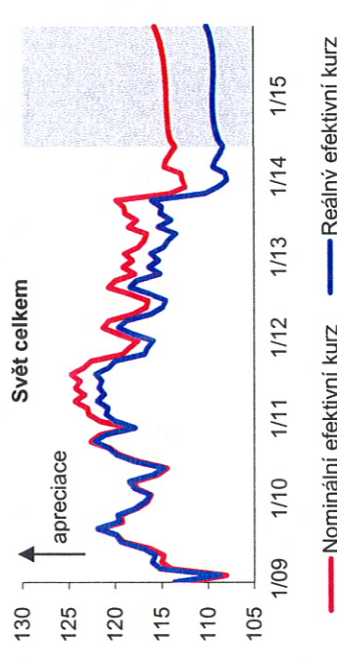
Efektivní CPI – svět (meziročně v %, rozdíly v p.b.)



Efektivní HDP – svět (meziročně v %, rozdíly v p.b.)



Efektivní kurzy (průměr roku 2005 = 100, předpověď CF06)



Aktualizace dat exogenních faktorů na základě 6. Consensus Forecasts a tržních výhledů z 9. června 2014

Zahraněční cenový vývoj	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	1,1	0,0	-0,3	-0,8	-1,5	-0,5	0,0	0,3	1,5	1,5	1,2	1,3	2,4	0,0	-0,4	1,4
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾	2,0	1,8	1,6	1,0	0,7	0,7	0,8	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,6	1,6	0,9	1,6
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	112,9	103,3	109,7	109,4	107,9	108,9	108,3	106,8	105,4	104,2	103,0	101,9	112,0	108,8	108,0	103,7
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)	-4,9	-5,0	-0,2	-1,0	-4,4	5,4	-1,2	-2,3	-2,3	-4,3	-4,9	-4,6	0,8	-2,8	-0,6	-4,0
cena benzínu (USD/l) ⁴⁾	1027,9	962,9	1009,9	944,2	950,9	1006,3	961,3	894,5	911,8	933,7	885,5	836,2	1032,8	986,2	953,3	891,8
mzr. změna ceny benzínu (v %)	-2,5	-6,8	-4,6	-4,1	-7,5	4,5	-4,8	-5,3	-4,1	-7,2	-7,9	-6,5	5,4	-4,5	-3,3	-6,4

Zahraněční poptávka	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾	0,0	0,5	0,5	1,1	1,5	1,4	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	0,8	0,5	1,6	2,0

Devizové kurzy a úrokové sazby	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,320	1,306	1,324	1,361	1,369	1,372	1,358	1,336	1,318	1,305	1,298	1,295	1,284	1,328	1,359	1,304
3M Euribor ⁷⁾	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,2	0,3	0,2

Poznámky:

- ¹⁾ vážený průměr harmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ²⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ³⁾ výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- ⁴⁾ předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- ⁵⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ⁶⁾ zdrojem předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- ⁷⁾ předpověď je odvozena od implikovaných tržních sazeb

Porovnání aktualizovaných údajů s referenčním scénářem pro 3. situační zprávu 2014

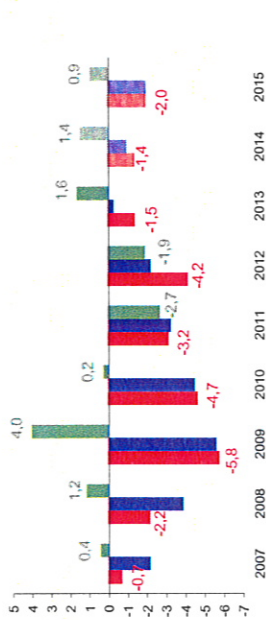
Zahraněční cenový vývoj	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)					-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)					0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
cena ropy Brent (USD/barel)					0,0	0,3	0,6	0,7	0,6	0,7	0,9	1,1	0,0	0,0	0,4	0,8
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b.)					0,0	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,0	0,0	0,4	0,4
cena benzínu (USD/l)					0,0	26,0	35,7	35,8	39,1	29,8	25,2	31,5	0,0	0,0	24,4	31,4
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)					0,0	2,7	3,5	3,8	4,1	0,6	-0,8	-0,2	0,0	0,0	2,5	0,9

Zahraněční poptávka	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)					0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

Devizové kurzy a úrokové sazby	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
nominální kurz USD za 1 EUR					0,000	0,003	0,012	0,009	0,009	0,010	0,010	0,010	0,000	0,000	0,006	0,010
3M Euribor					0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1

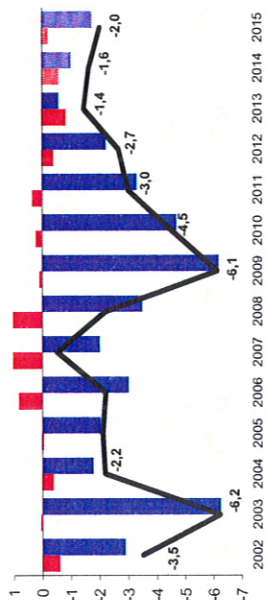
Fiskální politika

Saldo vládního sektoru a reálná spotřeba vlády, metodika EK - ESA 95 (v % HDP)



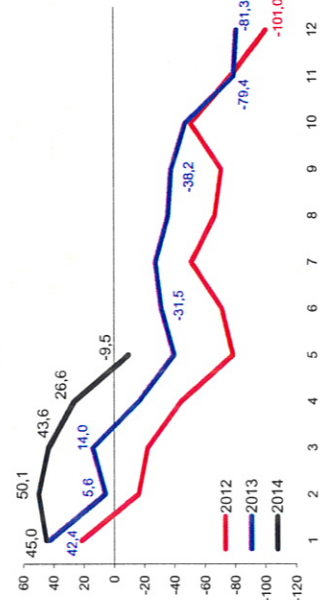
■ Celkové saldo neupravené ■ Strukt. saldo EK upravené ■ Spotřeba vlády (reál. mžr. %)

Strukturální, cyklické a celkové saldo vládního sektoru, metodika ESCB - ESA 95 (v % HDP)



■ Cyklická složka ■ Strukt. saldo ESCB upravené ■ Celkové saldo upravené
Pozn.: Salda upravená o mimořádné jednorázové operace; metoda výpočtu dle ESCB.

Pokladni plnění státního rozpočtu, metodika GFS (v mld. Kč)



Hospodaření vládního sektoru - prognóza ČNB (metodika ESA 95)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU
Saldo vládního sektoru (v % HDP)	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2d	-2.9	-1.5	-2.8
(v mld. Kč)	-85.0	-217.4	-177.1	-121.9	-161.1d	-112.4	-56.4	-115.3
Upravené saldo ^{a)} (v % HDP)	-2.2	-6.1	-4.5	-3.0	-2.7	-2.9	-1.4	-2.8
Strukturální saldo ESCB ^{b)} (v % HDP)	-3.5	-6.2	-4.7	-3.3	-2.2	-2.0	-0.6	-2.3
Fiskální pozice ESCB ^{c)} (v p.b.)	-1.5	-2.7	1.5	1.4	1.1	0.5	1.7	-0.1
Strukturální saldo EK ^{d)} (v % HDP)	-3.9	-5.6	-4.5	-3.3	-2.2	-1.7	-0.3	-0.4
Fiskální pozice EK ^{e)} (v p.b.)	-1.7	-1.7	1.1	1.2	1.1	0.7	1.9	-0.3
Dluh vládního sektoru (v % HDP)	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	47.5	48.5	49.3
(v mld. Kč)	1104.3	1299.3	1454.4	1583.3	1775.1	1834.2	1788.2	1844.3

a) Upraveno o mimořádné jednorázové operace; b) cyklicky očištěné saldo upravené o mimořádné jednoráz. operace; c) meziroční změny strukt. salda, kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, záporná hodnota expanzi; d) zahrnuje jednorázový dopad fin. kompenzace (církvevní restituce) 59,0 mld. Kč, tj. 1,5% HDP.

Hospodaření vládního sektoru - výhledy MF ČR (metodika ESA 95)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP)	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.4	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
KOPR duben 2014	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.4	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
Notif. CSU 4/2014 - Fisk. výhled 5/2014	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.4	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
Makroprojekce - 4/2014	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.4	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
Dluh vládního sektoru - EDP (v % HDP)	27.9	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	46.0	44.0			
Notif. CSU 4/2014 - Makroprojekce 4/2014	27.9	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	46.0	44.0			

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
- DPH (v mld. Kč)	208.4	217.8	236.4	255.2	253.6	269.6	275.4	278.2	308.5	324.9	336.0	343.0	350.0
- spotřební daně	110.5	119.6	139.0	133.0	131.1	138.3	146.6	146.8	143.4	156.6	163.9	170.0	177.0
- daně z příjmů PO	142.3	135.4	162.8	182.5	119.6	123.9	118.1	128.0	120.7	130.0	131.4	138.0	145.0
- daně z příjmů FO	143.7	136.9	152.0	143.3	126.7	130.0	133.4	136.3	141.6	148.1	152.0	158.0	165.0
- ostatní daně, cla a poplatky	26.4	28.3	31.8	32.8	29.5	32.2	35.3	37.7	36.5	37.7	38.0	39.0	40.0
Celkem	631.3	638.0	721.9	746.9	660.6	693.9	708.8	727.2	750.7	777.6	800.9	828.0	857.0
- DPH (mžr. změna v %)	13.2	4.5	8.5	8.0	-0.6	6.3	2.2	1.0	10.9	18.5	8.9	8.9	8.9
- spotřební daně	15.1	8.2	16.2	-4.3	-1.5	5.5	6.0	0.1	-2.3	-1.3	12.9	12.9	12.9
- daně z příjmů PO	27.0	-4.8	20.2	12.1	-34.5	3.6	-4.6	8.4	-5.7	0.2	4.5	4.5	4.5
- daně z příjmů FO	7.8	-4.7	11.0	-5.7	-11.6	2.6	2.6	2.2	3.9	2.8	8.1	8.1	8.1
- ostatní daně, cla a poplatky	-18.6	7.2	12.4	3.1	-10.0	8.9	9.6	6.8	-3.2	0.2	-1.7	-1.7	-1.7
Celkem	13.2	1.1	13.2	3.5	-11.6	5.0	2.1	2.6	3.2	7.9	8.4	8.4	8.4
Složená daňová kvóta (v % HDP)	38.0	36.3	37.3	35.6	33.1	34.0	34.5	35.1	35.7				

Pokladni plnění státního rozpočtu - metodika GFS

SR 2014	Skutečnost		Rozdíl
	1-5/2013	1-5/2014	2014-2013
Saldo SR celkem (v mld. Kč)	-112,0	-39,8	-9,5
v tom: náklady dluhové služby *)	65,8	28,7	28,3
primární saldo SR	-46,2	-11,1	18,8
primární saldo SR			29,9

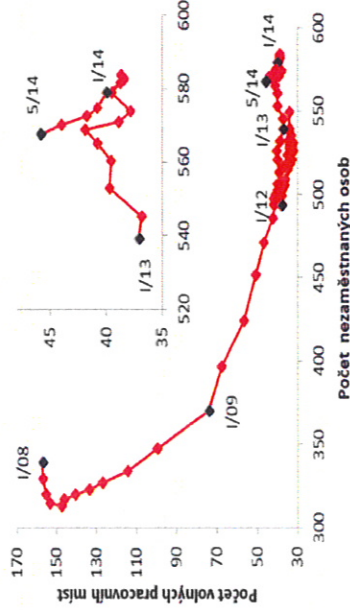
*) Položka zahrnuje výdaje kapitoly Státní dluh, tj. úrokové výdaje na vnější dluh (na státní pokladniční poukazy, středně- a dlouhodobé dluhopisy a krátkodobé půjčky), úrokové výdaje na vnější dluh (na zahraniční emise dluhopisů a půjčky od EIB), výdaje na úmor státního dluhu, realizovanou kurzovou ztrátu a související poplatky a transferové platby.

Výnosy státních dluhopisů - mezinárodní srovnání (%)

	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	3/2014	5/2014
ČR	3.14	4.20	3.81	2.23	1.90	1.99	0.28	0.51	0.25	0.31
- 2R	3.14	4.20	3.81	2.23	1.90	1.99	0.28	0.51	0.25	0.31
- 10R	3.73	4.66	4.42	4.21	3.95	3.83	1.97	2.17	2.26	2.17
Německo	3.89	4.08	1.83	1.33	0.87	0.14	-0.02	0.20	0.21	0.17
- 2R	3.77	4.21	3.05	3.14	2.91	1.93	1.30	1.73	1.94	1.57
- 10R	5.10	4.34	1.51	1.44	1.03	0.33	0.31	0.42	0.72	0.76
V. Británie	4.63	4.52	3.39	4.20	3.62	2.10	1.88	2.62	3.16	2.70
- 2R	4.67	3.12	0.82	0.87	0.62	0.26	0.33	0.34	0.40	0.39
- 10R	4.56	4.10	2.42	3.59	3.29	1.98	1.72	2.30	2.90	2.72

Trh práce (1)

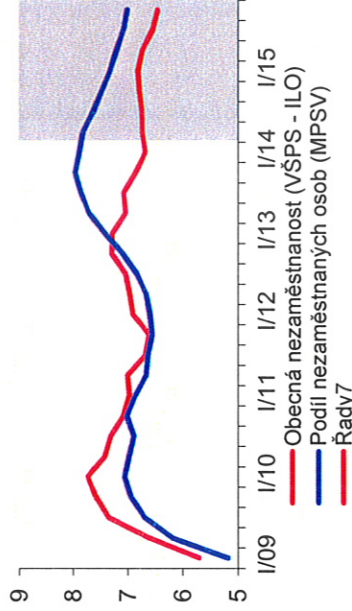
Beveridgeova křivka



Pramen: MPSV, propočty ČNB

Poznámka: sezonně očištěné počty v tis.

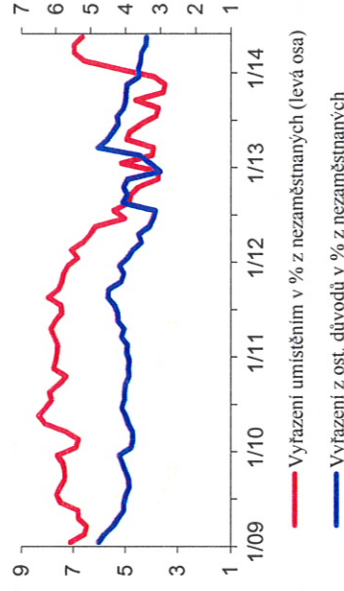
Ukazatele nezaměstnanosti (v %)



Pramen: MPSV, ČSÚ, propočty ČNB

Poznámka: sezonně očištěno, u VŠPS -ILO věk 15-64

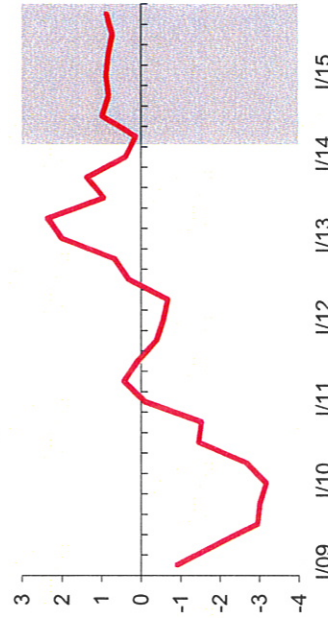
Toky nezaměstnaných



Pramen: MPSV, propočty ČNB

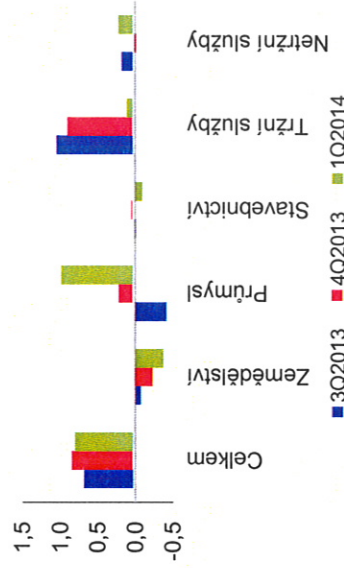
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD (meziroční změna v %)



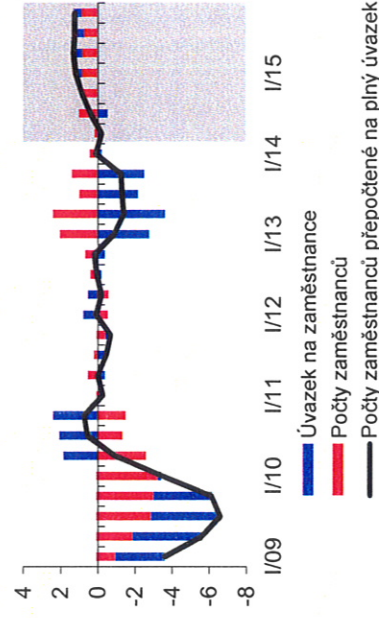
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Příspěvky k růstu počtu zaměstnaných (v procentních bodech)



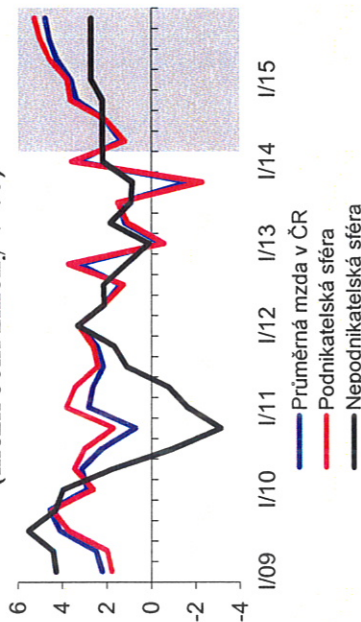
Poznámka: meziroční změna pro celek, příspěvky pro jednotlivé části v p.b.

Příspěvky k růstu přepočteného počtu zaměstnanců



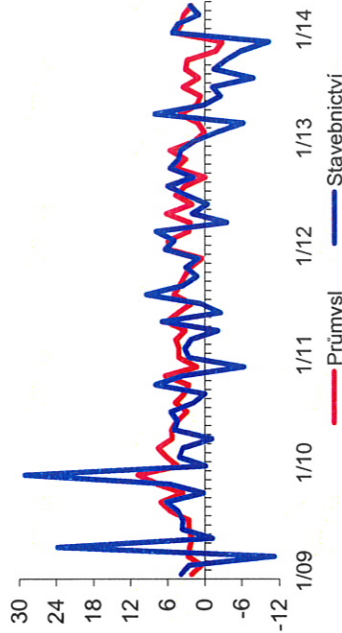
Trh práce (2)

Vývoj nominálních mezd
(meziroční změny v %)



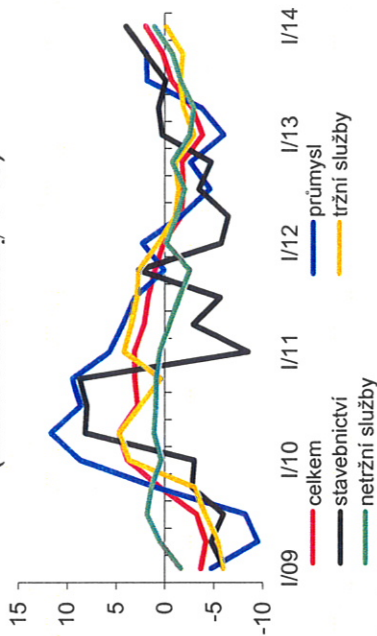
Pramen: ČSÚ

Nominální mzda v průmyslu a stavebnictví
(meziroční změny v %)



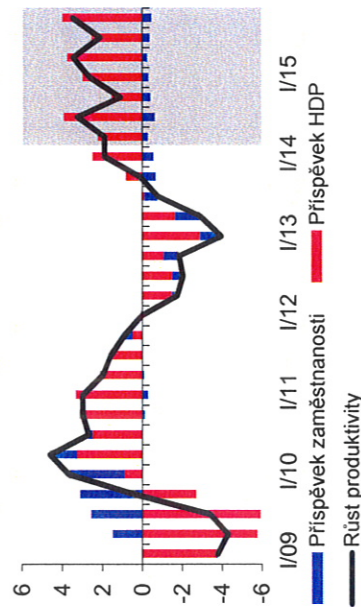
Pramen: ČSÚ

Produktivita práce
(meziroční změny v %)



Poznámka: ESA 95

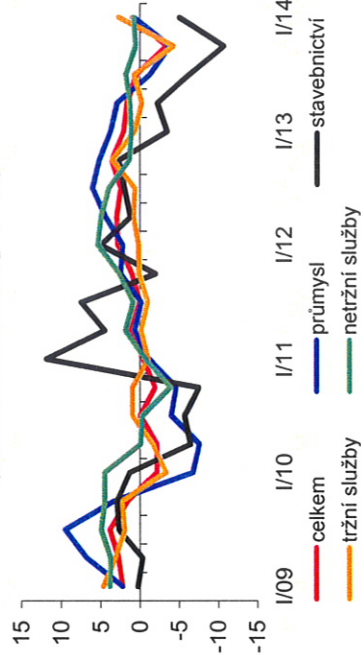
Příspěvky k růstu produktivity



Poznámka: meziroční změna pro produktivitu

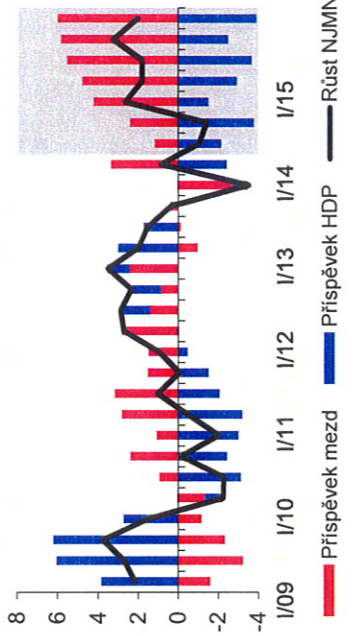
příspěvky pro HDP a zaměstnanost v p.b.

NJMN
(meziroční změny v %)



Poznámka: objem mezd a platů na přidanou hodnotu ve s.c.

Příspěvky k růstu NJMN



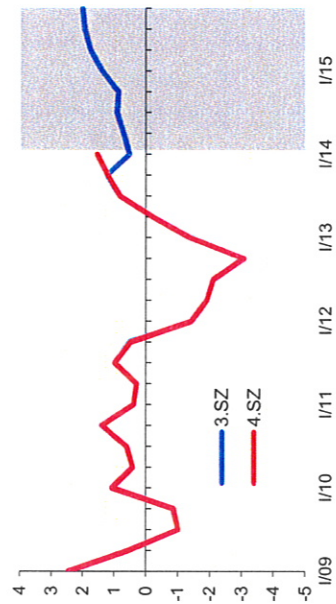
Poznámka: meziroční změny pro NJMN, příspěvky pro

HDP a zaměstnanost v p.b.

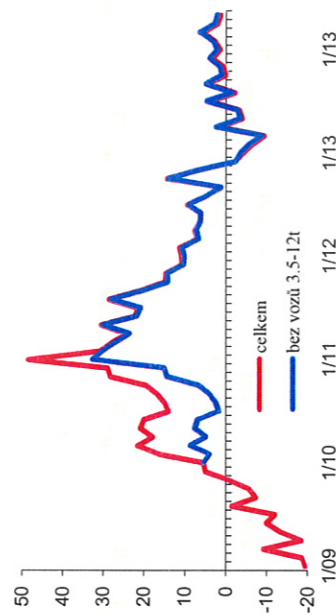
Ukazatel	I/11	II/11	III/11	IV/11	2011	I/12	II/12	III/12	IV/12	2012	I/13	II/13	III/13	IV/13	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015
Zaměstnanost celkem	0.6	0.5	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2	0.5	0.6	0.4	1.0	1.3	0.7	0.8	1.0	0.8	0.3	0.6	0.4	0.5	0.3	0.2	0.4	0.5	0.3
z toho : zaměstnanci a)	-0.2	0.4	0.1	-0.5	0.0	-0.6	-0.6	0.3	0.6	-0.1	2.0	2.4	0.9	1.3	1.6	0.4	0.1	1.0	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
ostatní zaměstnání	4.5	0.7	1.0	1.9	2.0	3.1	4.3	1.4	0.8	2.4	-3.2	-3.2	-0.5	-1.3	-2.1	2.8	1.1	-0.9	-1.5	0.1	-2.0	-2.3	-1.2	-1.3	-1.7
Podíl nezaměstnaných osob v % - průměr za období	7.4	6.5	6.4	6.4	6.7	7.1	6.5	6.6	7.0	6.8	8.0	7.5	7.5	7.8	7.7	8.5	7.6	7.3	7.3	7.7	7.9	7.0	6.8	6.9	7.2
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr (15-64 let)	7.2	6.8	6.6	6.5	6.8	7.2	6.8	7.0	7.2	7.0	7.5	6.8	7.0	6.7	7.0	6.8	6.5	6.7	6.7	6.7	7.1	6.5	6.5	6.4	6.6
Průměrná mzda v ČR celkem (nominální) b)	2.8	2.6	2.1	2.4	2.5	3.3	2.2	1.7	3.5	2.7	-0.3	1.2	1.3	-1.8	0.1	3.3	1.3	2.0	3.3	2.3	3.6	4.2	4.6	4.8	4.3
Průměrná mzda v ČR celkem (reálná)	1.1	0.8	0.3	0.0	0.6	-0.4	-1.2	-1.5	0.7	-0.6	-2.1	-0.3	0.1	-2.9	-1.4	3.1	0.9	1.0	1.7	1.5	1.4	1.9	2.3	2.8	2.1
z toho: podnikatelská sféra (nominální)	3.8	3.4	2.4	2.6	3.0	3.3	2.2	1.6	4.0	2.8	-0.4	1.1	1.5	-2.4	-0.1	3.6	1.2	2.0	3.6	2.3	3.8	4.5	5.0	5.2	4.6
nepodnikatelská sféra (nominální)	-1.6	-0.8	1.1	1.7	0.1	3.4	2.2	2.3	1.2	2.2	0.0	1.7	0.8	0.8	0.8	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Mzdy a platy podle NÚ	2.8	3.2	1.5	1.5	2.2	2.8	1.4	0.8	2.4	1.8	-1.0	-0.2	0.3	-2.7	-0.9	3.4	1.2	2.4	4.2	2.4	4.8	5.6	5.9	6.1	5.6
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	-0.5	1.0	-0.1	1.0	0.4	2.7	2.9	2.4	3.5	2.9	2.0	1.5	0.4	-3.5	0.1	0.9	-0.6	-0.3	2.7	0.2	2.6	2.3	3.0	3.1	2.7
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	3.0	2.0	1.6	0.9	1.9	0.1	-1.7	-2.0	-1.8	-1.4	-4.0	-2.9	-0.8	0.1	-1.9	1.9	1.9	3.3	1.1	2.1	2.6	3.5	2.1	3.5	2.9

Ekonomický růst (1)

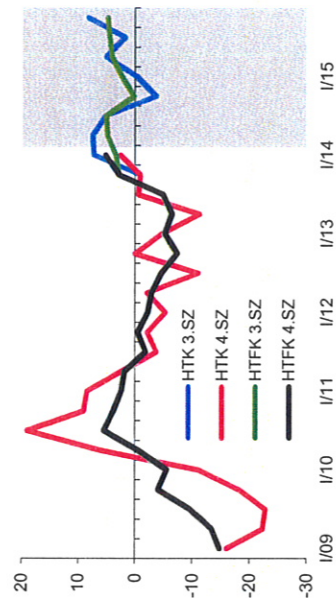
Spotřeba domácností (s.o., mizr. v %)



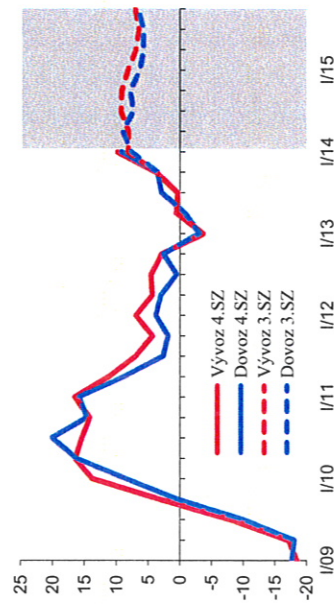
Vybrané mýtné (mizr. v %)



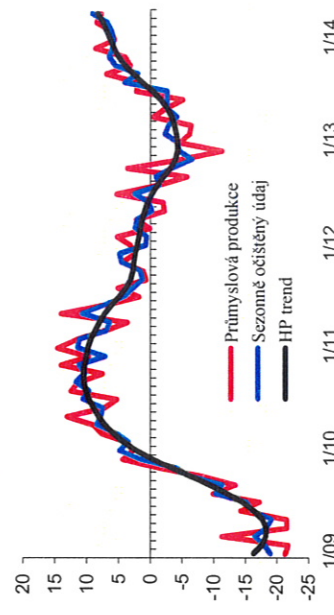
Hrubá tvorba kapitálu (s.o., mizr. v %)



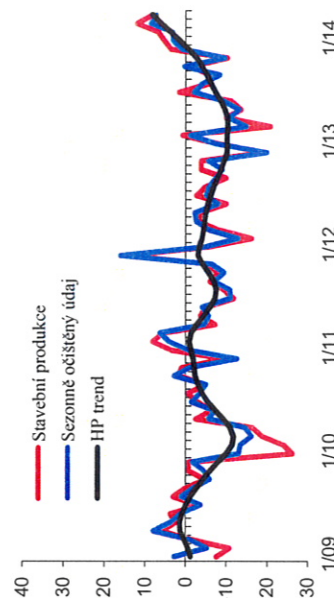
Vývoz a dovoz (s.o., mizr. v %)



Index průmyslové produkce (mizr. v %)



Index stavební produkce (mizr. v %)

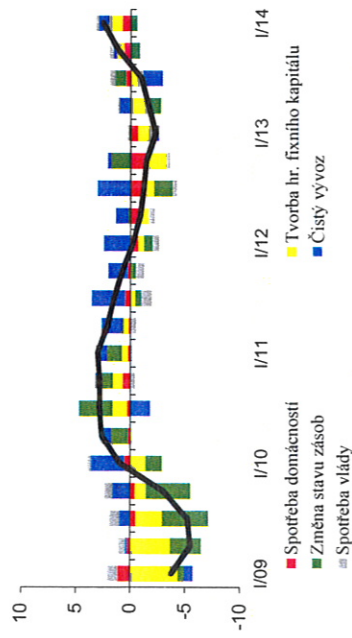


HDP a jeho složky (s.c., sez. oč., mizr. změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza

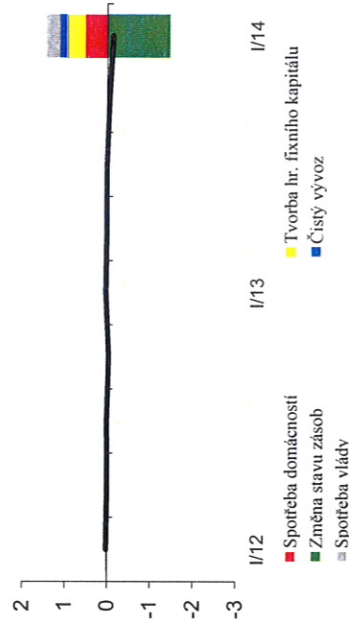
	2009	I/10	II/10	III/10	IV/10	2011	I/11	II/11	III/11	IV/11	2012	I/12	II/12	III/12	IV/12	2013	I/13	II/13	III/13	IV/13	2014	I/14	II/14	III/14	IV/14	2015	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015
Hrubý domácí produkt	-4.4	2.3	3.0	2.1	1.5	0.7	1.8	-0.2	-0.9	-1.2	-1.1	-0.9	-0.9	-2.3	-1.6	-1.0	1.1	-0.9	-0.9	-0.9	2.6	2.5	2.2	3.9	1.5	2.6	3.0	3.7	2.5	4.0	3.3
Spotřeba domácností	0.3	0.9	0.4	0.3	1.0	0.5	0.5	-1.4	-1.9	-2.1	-3.1	-2.1	-2.1	-1.4	-0.2	0.8	1.2	0.1	0.1	0.1	0.7	1.5	0.7	0.9	0.9	0.7	1.4	1.7	1.9	2.0	1.8
Spotřeba vlády	4.0	0.2	-0.9	-2.5	-4.1	-3.3	-2.7	-2.8	-2.5	-1.5	-0.9	-1.9	-1.9	1.0	0.8	2.6	2.1	1.6	1.6	1.6	0.9	1.6	1.3	0.7	1.6	0.9	1.6	1.4	1.1	1.2	1.3
Tvorba hrubého kapitálu	-20.0	5.1	8.3	2.3	-3.9	-2.2	0.9	-5.5	-2.2	-11.1	-0.1	-4.8	-4.8	-4.8	-11.4	-0.7	-1.0	-4.5	-4.5	-4.5	3.8	2.5	7.4	5.1	-3.8	3.8	-0.3	5.0	1.7	8.1	3.6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	-10.7	0.7	2.3	1.8	-1.9	-0.5	0.4	-2.3	-2.9	-4.7	-7.4	-4.3	-4.3	-5.3	-6.5	-5.0	2.7	-3.6	-3.6	-3.6	3.2	5.2	4.8	5.0	0.1	3.2	2.2	3.9	4.4	4.7	3.8
Vývoz zboží a služeb	-10.5	15.0	16.5	11.3	7.0	4.3	9.6	6.9	4.4	4.6	2.9	4.7	4.7	-3.7	0.6	0.3	3.7	0.2	0.2	0.2	9.2	9.8	8.1	9.3	9.2	8.7	8.2	6.9	6.4	7.0	7.1
Dovoz zboží a služeb	-11.7	14.9	15.8	8.9	2.6	1.9	7.0	3.8	3.0	0.5	2.6	2.5	2.5	-3.1	-0.8	2.9	3.5	0.6	0.6	0.6	7.9	9.2	9.0	7.3	7.8	7.9	6.3	5.7	5.7	6.5	6.0
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mil. Kč)	185.3	213.3	67.3	77.0	71.1	81.9	297.2	92.8	89.5	102.0	85.9	370.1	370.1	84.6	99.3	85.1	90.3	359.3	359.3	359.3	410.4	96.9	100.5	106.3	109.6	410.4	115.6	116.7	118.2	120.8	471.3
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	5.3	6.0	7.4	8.5	7.8	9.1	8.2	10.3	10.0	11.4	9.6	10.3	10.3	9.6	11.2	9.6	10.0	10.1	10.1	10.1	11.3	10.7	11.1	11.6	12.0	11.3	12.4	12.5	12.5	12.7	12.5

Ekonomický růst (2)

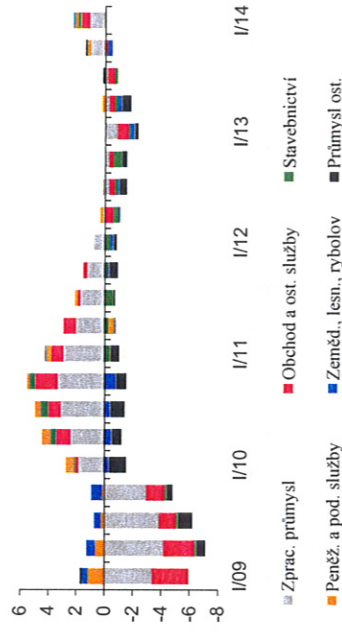
Přísp. k mizr. růstu HDP - skutečnost



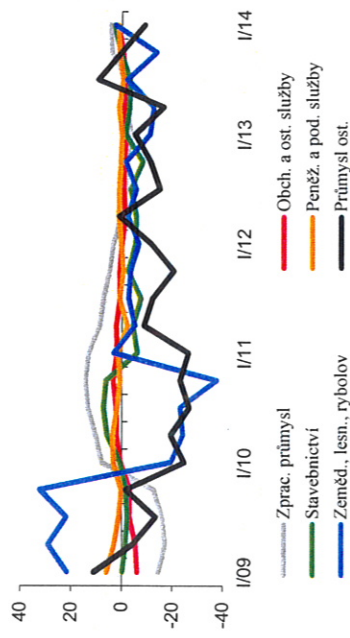
Růst HDP 4.SZ - 3.SZ, rozdíl příspěvků v p.b.



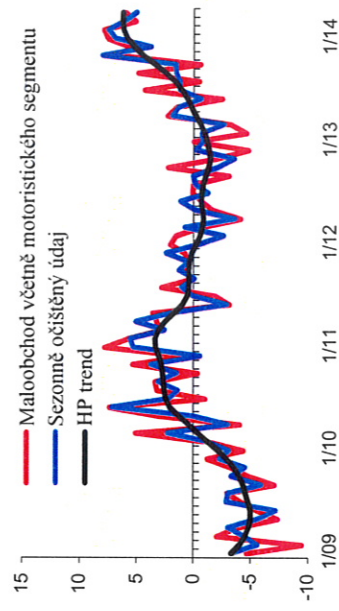
Příspěvky odvětví k mizr. růstu HPH, sez. oč.



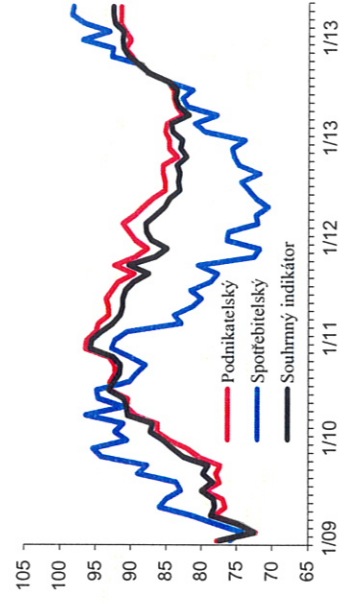
Růst HDP v odvětvích (sez. oč., mizr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c., mizr. v %)

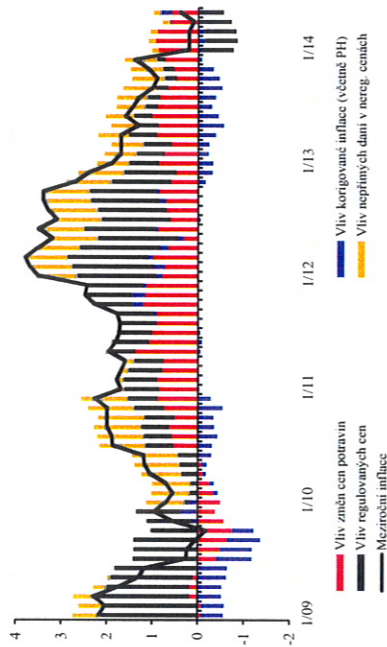


Indikátory důvěry (2005 = 100)

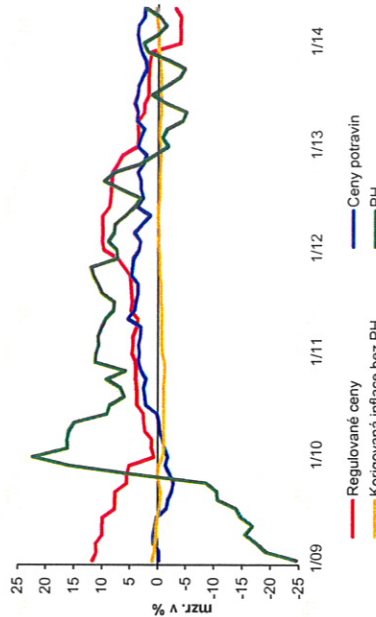


Inflace (1)

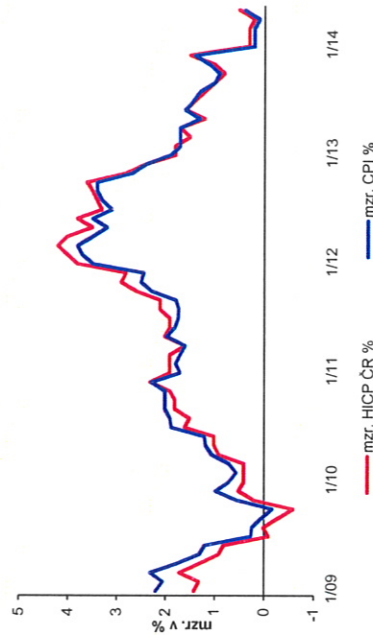
Struktura mzd. růstu spotřebitelských cen



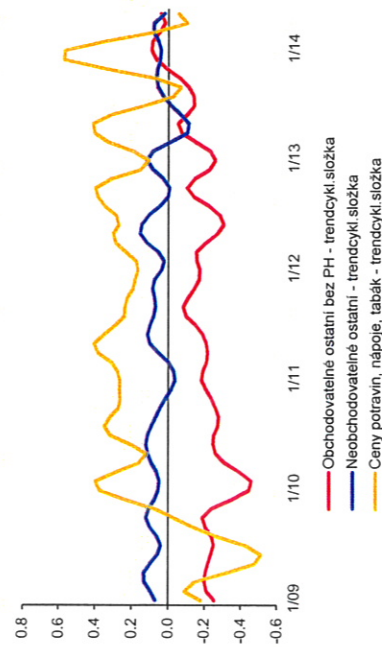
Vývoj složek inflace (mzr., v %)



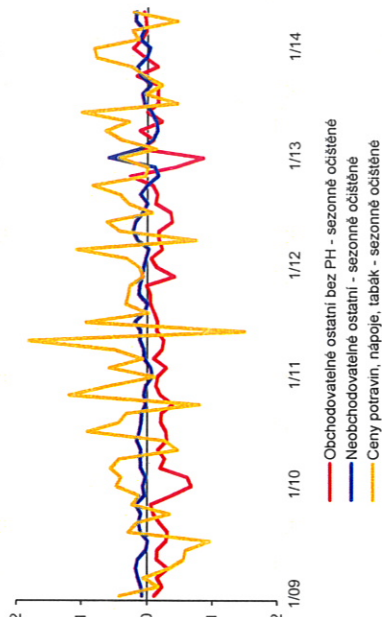
HICP a CPI v ČR (mzr., v %)



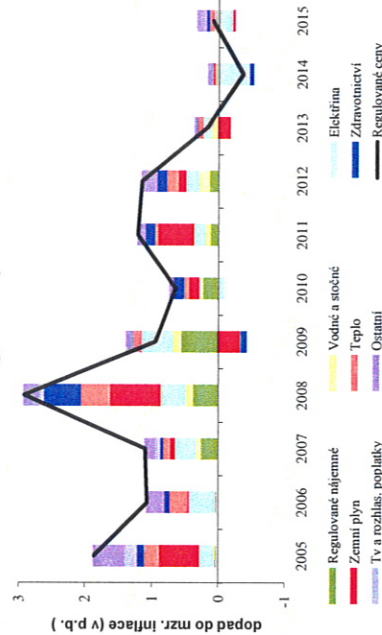
Trendové složky tržních částí inflace (mzr., v %)



Sezonně očištěné tržní částí inflace (mzr., v %)



Struktura mzd. růstu regulovaných cen

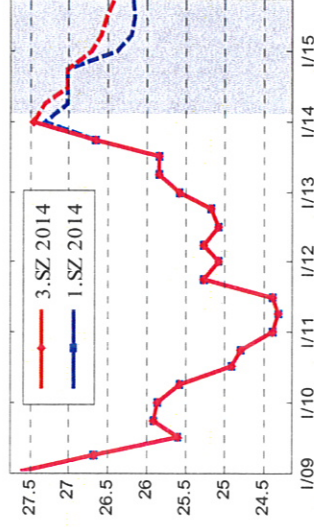


Průměrné mzd. růsty (příspěvky)

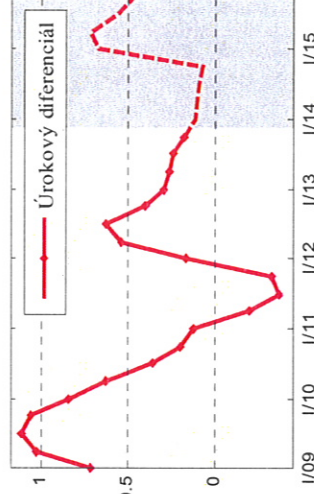
	Skutečnost		Průměrné miz. růsty (příspěvky)												Predikce 3. SZ 2014											
	2012	2013	1.Q 13	2.Q 13	3.Q 13	4.Q 13	1.Q 14	břež 14	dub 14	kvěť 14	dub 14	kvěť 14	kvěť 14	červ 14	2.Q 14	3.Q 14	4.Q 14	1.Q 15	2.Q 15	3.Q 15	4.Q 15					
Index spotřebitelských cen	3.3	1.4	1.8	1.5	1.2	1.1	0.2	0.2	0.1	0.4	0.2	0.1	0.4	0.5	0.4	1.0	1.6	2.2	2.2	2.2	1.9					
Regulované ceny	8.6	2.2	3.5	2.6	1.5	1.3	-4.1	-4.1	-4.2	-3.2	-4.1	-4.2	-3.2	-3.1	-3.5	-2.5	-2.3	0.9	0.8	0.6	0.5					
Prímární dopady změn daní v <u>REGUL.</u> cenách v p.b.	0.28	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
Prímární dopady změn daní v <u>NEREGUL.</u> cenách v p.b.	0.94	0.67	0.70	0.63	0.66	0.70	0.15	0.15	0.15	0.15	0.17	0.15	0.15	0.17	0.17	0.14	0.21	0.30	0.26	0.20	0.10					
ČISTÁ INFLACE	1.0	0.5	0.6	0.6	0.5	0.3	1.0	0.9	0.7	1.0	0.9	0.7	1.0	1.1	1.0	1.6	2.1	2.1	2.3	2.3	2.1					
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	2.9	3.1	3.0	3.8	3.3	2.4	3.5	3.4	2.3	2.2	3.0	2.3	2.2	2.6	2.8	3.7	4.4	3.5	3.7	3.4	3.0					
Korigovaná inflace bez PH	-0.3	-0.5	-0.4	-0.6	-0.7	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	0.3	0.3	0.2	0.7	1.3	1.7	1.9	1.9	1.8					
Ceny pohonných hmot - čisté	6.0	-2.1	-1.5	-3.8	-1.4	-1.7	0.3	-1.6	-0.4	2.0	-0.4	-0.4	2.0	1.0	1.0	-2.1	-2.6	-3.1	-2.8	-1.9	-0.1					
Měnověpolitická inflace	2.1	0.6	0.9	0.8	0.4	0.3	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.9	1.4	1.9	2.0	2.0	1.8					

Inflace (2)

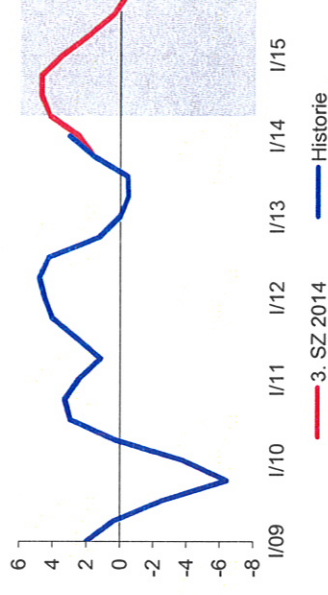
Nominální kurz CZK/EUR



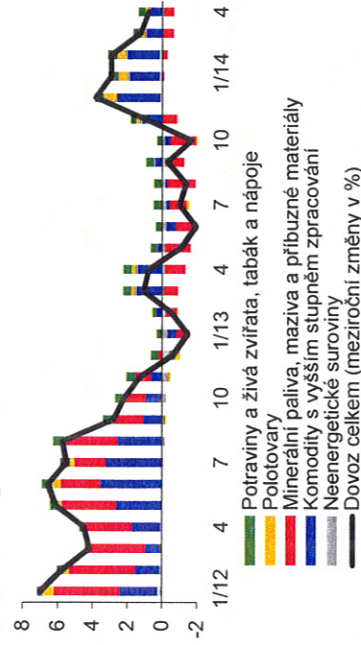
Úrokový diferenciál 3M domácích a zahraničních nominálních sazeb



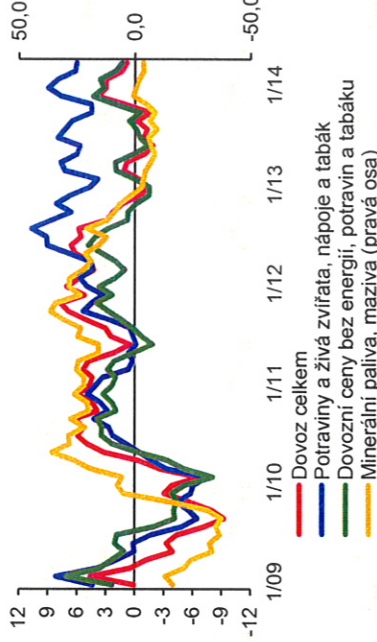
Deflátor dovozu (mzr. v %)



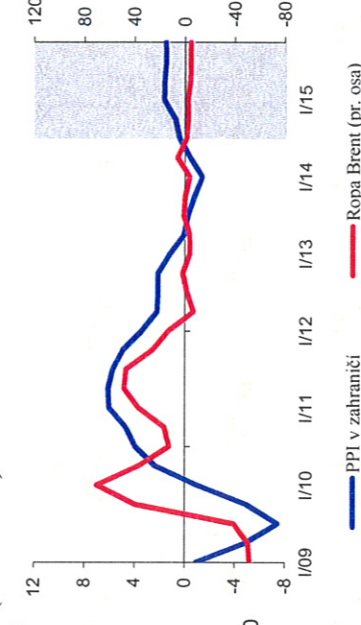
Struktura meziročního růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



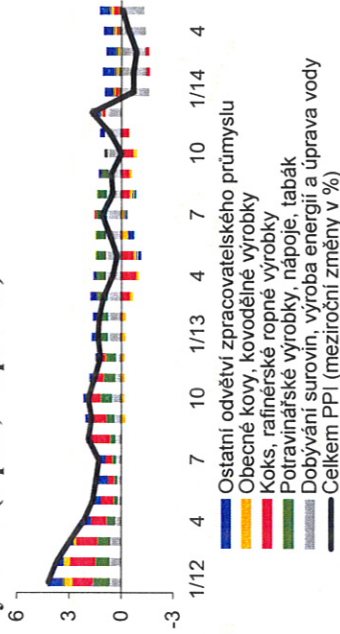
Mzr. růst dovozních cen (v %)



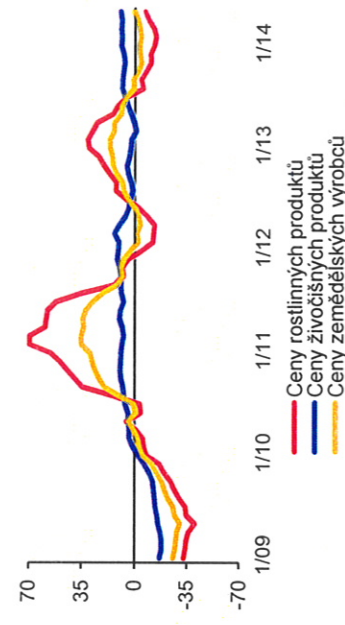
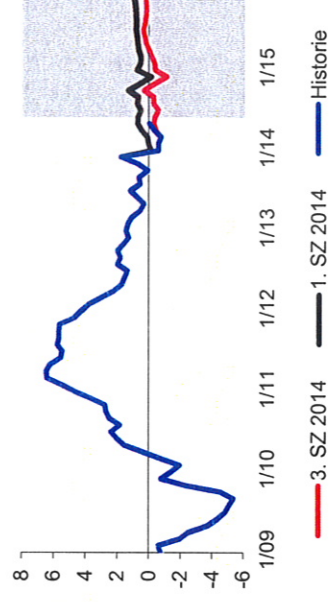
Determinanty dovozních cen (mzr. v %)



Struktura mzr. růstu cen průmyslových výrobků (v p.b., resp. v %)

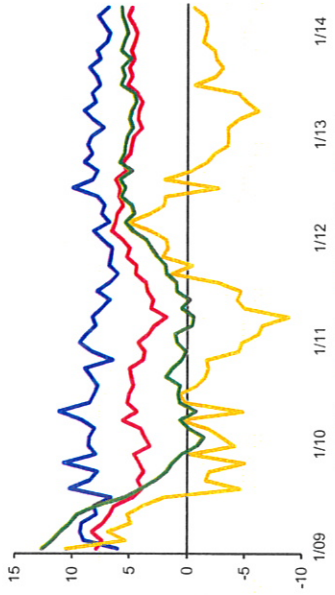


Predikce cen průmyslových výrobků (mzr. v %) Mzr. růst cen zemědělských výrobků (v %)

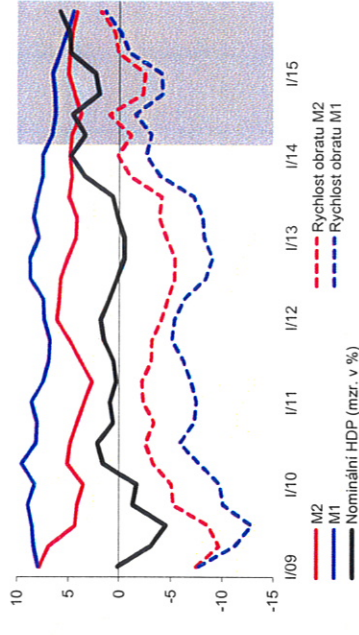


Peníze a úvěry (1)

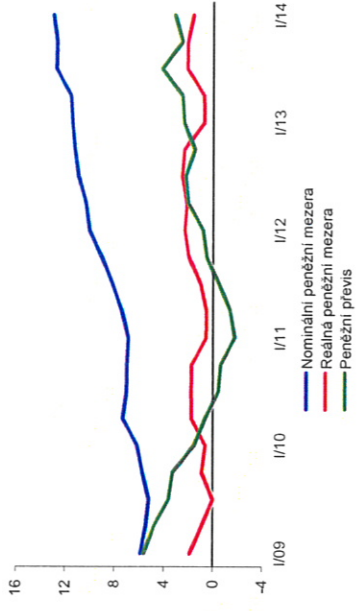
Peněžní agregáty
(roční míry růstu v %)



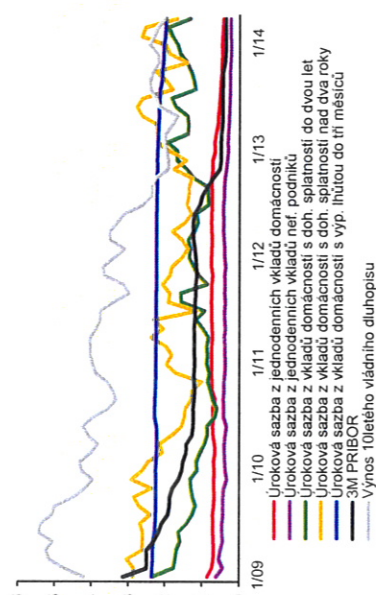
Prognóza M2 a rychlost obrátu peněz
(roční míry růstu v %, mizr. v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



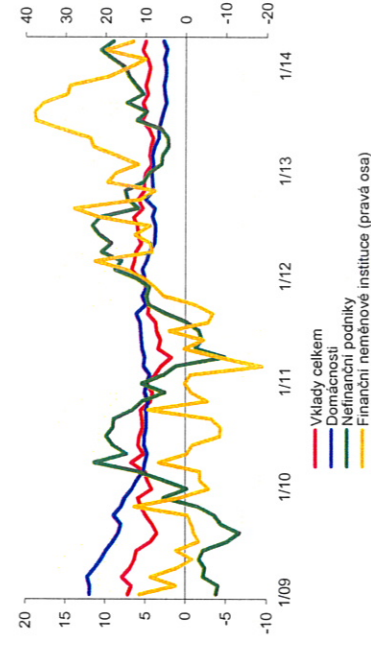
Peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera
(v %)



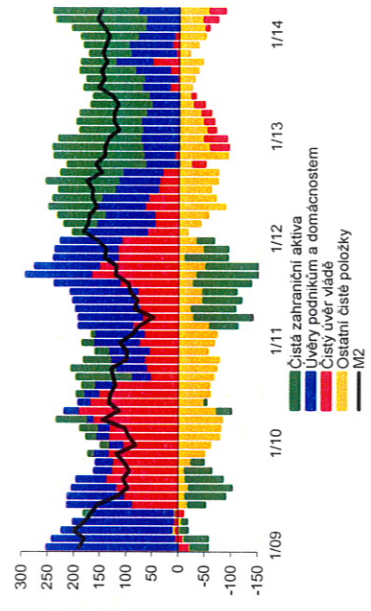
Výbrané úrokové sazby z vkladů domácností a podniků
(nové obchody, v %)



Struktura vkladů peněžního agregátu M2
(roční míry růstu v %)



Faktory nabídky peněžního agregátu M2
(roční toky v mld. Kč)



Struktura peněžních agregátů

(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, roční míry růstu v %)

	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	3/14	4/14	Podíly na M2 v % 4/14
M1	7,9	8,4	8,0	7,4	7,2	7,7	6,8	73,1
Oběživo	2,9	3,5	3,8	4,4	4,0	3,5	3,8	12,5
Jednodenní vklady	9,1	9,5	8,9	8,1	7,9	8,6	7,5	60,6
M2-M1 (kvazi peníze)	-3,9	-5,4	-2,2	-2,2	-1,7	-1,6	-0,6	26,9
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-10,1	-14,2	-10,7	-9,6	-6,4	-5,4	-2,3	15,5
nad 2 roky	-17,8	-24,4	-17,9	-16,7	-12,6	-12,4	-4,5	7,8
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	0,2	-0,5	-1,8	-1,3	0,5	2,7	0,0	7,7
nad 3 měsíce	2,9	4,8	4,2	2,6	0,8	-0,5	-1,9	10,4
Repo operace	4,2	5,8	4,6	3,6	1,8	0,3	-1,3	9,3
M2	-7,0	-2,8	0,7	-5,2	-7,6	-6,9	-7,4	1,0
	299,5	259,7	376,1	172,1	91,2	77,9	57,0	1,0
	4,2	4,1	4,9	4,6	4,5	5,0	4,7	100,0

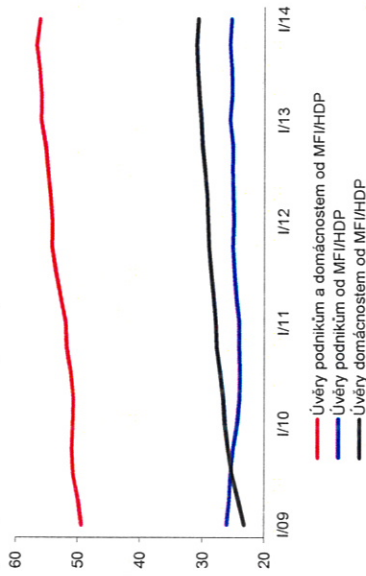
Struktura klientských úvěrů

(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, roční míry růstu v %)

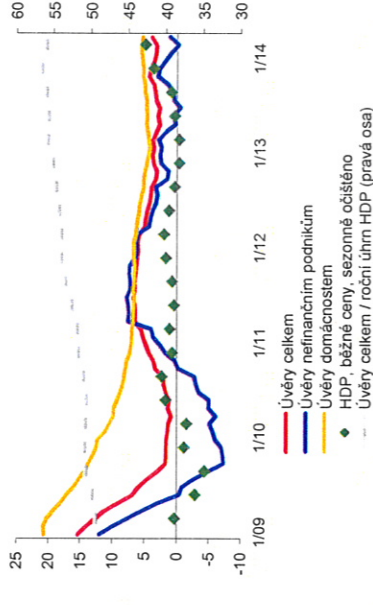
	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	3/14	4/14	Podíly na celkových úvěrech v % 4/14
Nefinanční podniky	2,5	0,7	0,0	2,2	0,7	-0,4	0,9	39,2
Úvěry do 1 roku	0,3	-1,3	-4,4	-1,0	-1,2	-2,7	-2,9	11,8
Úvěry od 1 roku do 5 let	5,8	1,1	3,0	5,2	-2,3	-3,7	-0,1	7,1
Úvěry nad 5 let	2,7	1,8	1,9	3,2	2,9	2,3	3,7	20,3
Domácnosti	4,2	4,4	4,6	4,9	5,3	5,3	5,2	55,0
Spotřebitelské úvěry	1,4	2,0	2,3	2,4	2,7	2,7	2,3	8,9
Úvěry na bydlení	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,8	5,6	39,9
Ostatní	0,4	1,2	1,6	3,9	5,9	6,0	6,3	6,2
Finanční neměn. instituce	3,9	1,8	7,0	3,9	-0,1	4,6	9,7	5,8
Úvěry celkem	3,5	2,8	2,9	3,8	3,1	3,0	3,7	100,0

Peníze a úvěry (2)

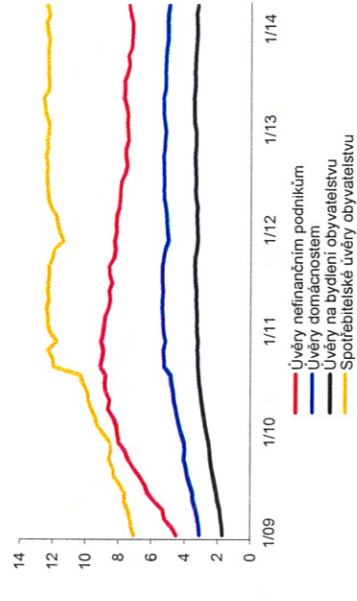
Poměry úvěrů podniků a domácností k HDP (stavy úvěrů od MFI, v %)



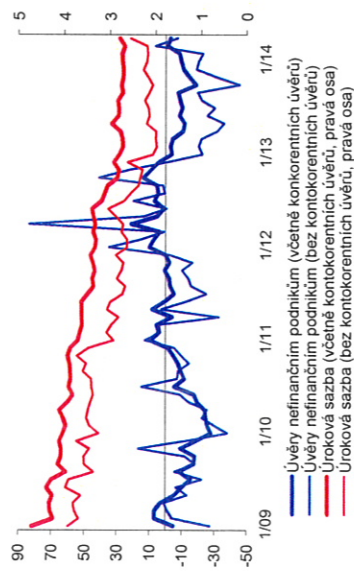
Úvěry podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %, poměry v %)



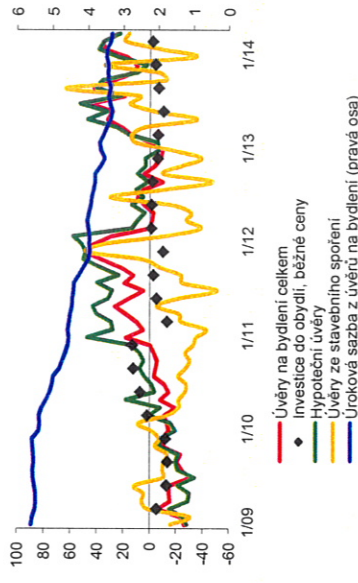
Úvěry v selhání podniků a domácností (podíly na celku v daném segmentu, v %)



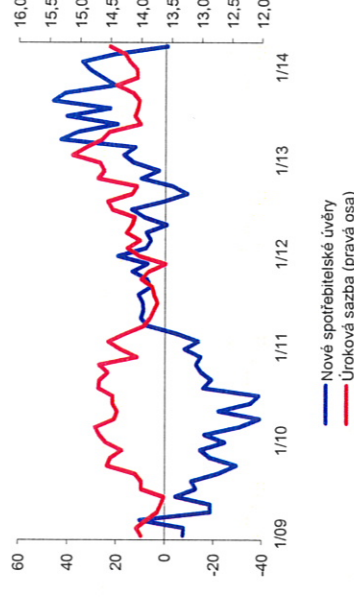
Nové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)



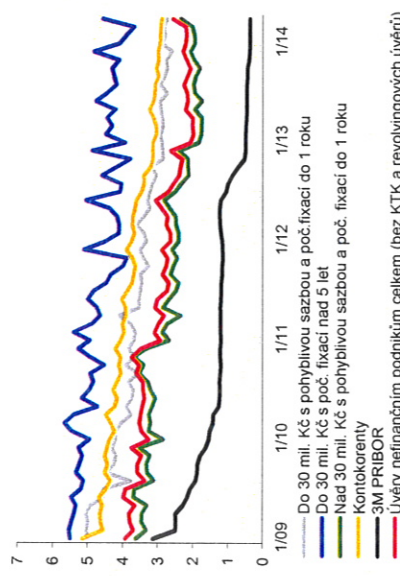
Nové úvěry na bydlení (mzr. v %, úroková sazba v %)



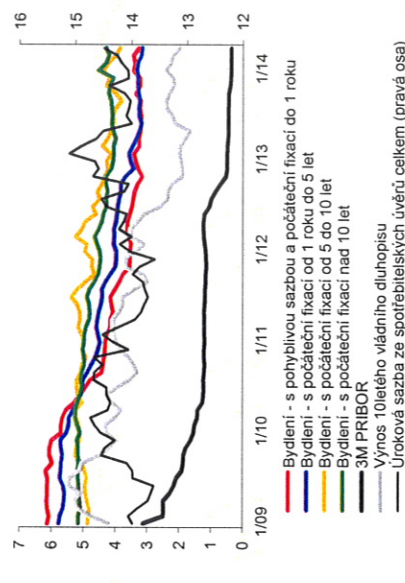
Nové spotřebitelské úvěry (mzr. v %, úroková sazba v %)



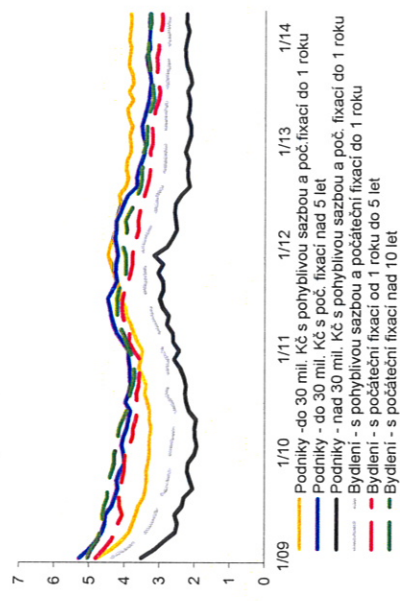
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody, v %)



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

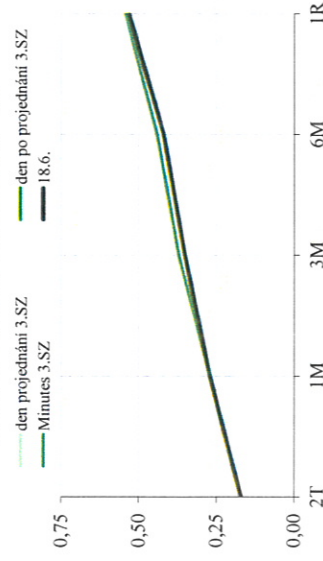


Vybrané klientské úrokové sazby z úvěrů v eurozóně (nové obchody, v %)

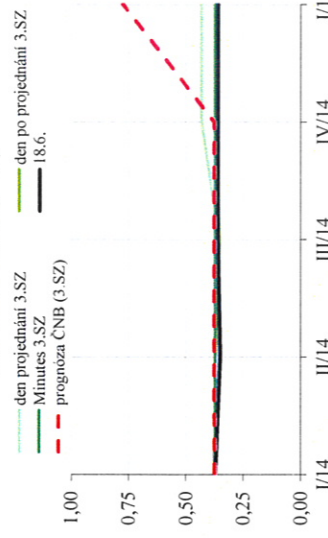


Úrokové sazby a kurz

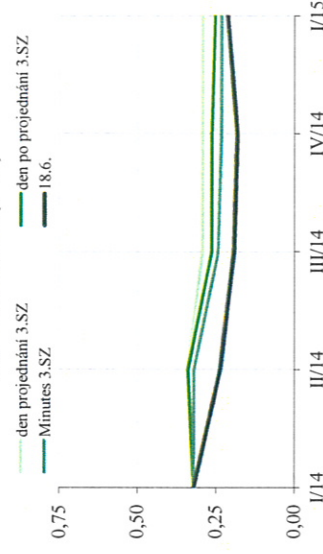
Výnosové křivky PRIBOR (v %)



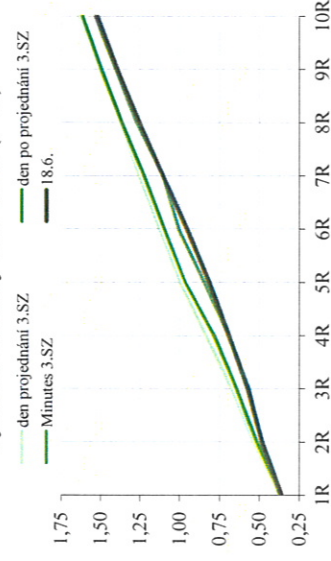
3M FRA CZK (v %)



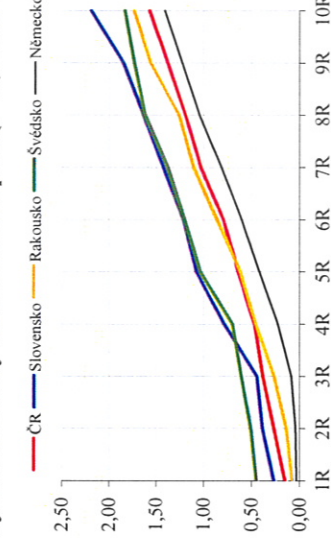
3M FRA EUR (v %)



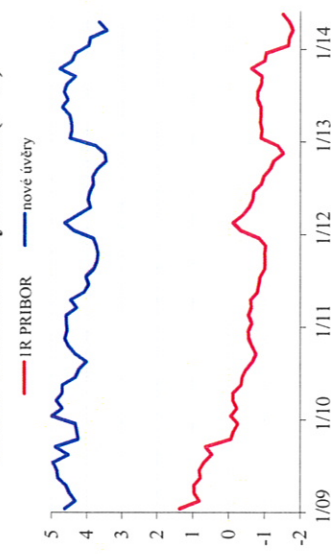
Výnosové křivky IRS CZK (v %)



Výnosové křivky státních dluhopisů (v %, 6/2014)

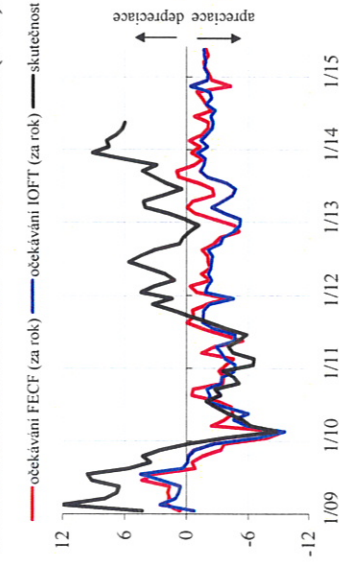


Reálné úrokové sazby ex ante (v %)



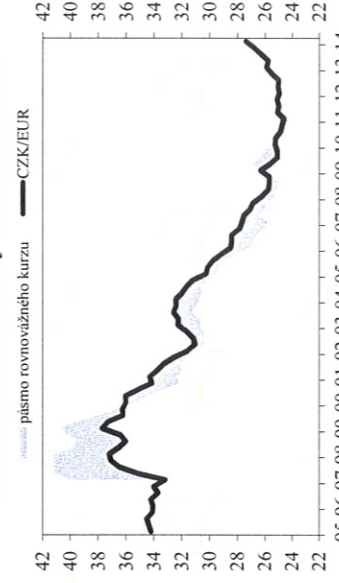
Poznámka: deflováno indexem spotřebitelských cen, který je očekáván účastníky fin. trhu

Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok (v %)



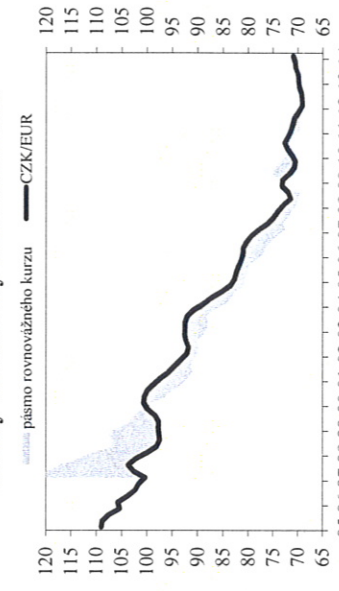
Poznámka: FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts
IOFT - Inflační očekávání finančního trhu

Nominální rovnovážný kurz CZK/EUR



Poznámka: Rovnovážné pásmo dle modelu BEER a FEER.

Reálný rovnovážný kurz CZK/EUR



Poznámka: Rovnovážné pásmo dle modelu BEER a FEER, deflováno indexem cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu.

Klíčové makroekonomické indikátory

													čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014					čtvrtletí roku 2015			
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	I. 3.SZ	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA																																	
Hrubý domácí produkt																																	
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	3113,5	3338,4	3529,4	3632,1	3473,9	3554,0	3619,0	3585,0	3551,1	3642,3	3761,8	904,2	905,8	906,2	902,7	902,0	897,9	895,2	889,9	881,4	883,4	886,5	899,8	903,7	903,7	902,4	920,4	915,8	930,4	935,9	943,5	952,0
HDP	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,8	-0,9	-0,9	2,6	3,3	3,0	2,1	1,5	0,7	-0,2	-0,9	-1,2	-1,4	-2,3	-1,6	-1,0	1,1	2,5	2,7	2,2	3,9	1,5	3,0	3,7	2,5	4,0
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	3,0	4,4	4,1	2,9	0,3	0,9	0,5	-2,1	0,1	0,7	1,8	0,4	0,3	1,0	0,5	-1,4	-1,9	-2,1	-3,1	-1,4	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,5	0,7	0,9	0,9	1,4	1,7	1,9	2,0
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	1,6	-0,6	0,4	1,2	4,0	0,2	-2,7	-1,9	1,6	0,9	1,3	-0,9	-2,5	-4,1	-3,3	-2,8	-2,5	-1,5	-0,9	1,0	0,8	2,6	2,1	1,4	-0,1	1,3	0,7	1,6	1,6	1,4	1,1	1,2
Tvorba hrubého kapitálu	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,5	10,6	15,5	1,5	-20,0	5,1	0,9	-4,8	-4,5	3,8	3,6	8,3	2,3	-3,9	-2,2	-5,5	-2,2	-11,1	-0,1	-4,8	-11,4	-0,7	-1,0	2,5	7,1	7,4	5,1	-3,8	-0,3	5,0	1,7	8,1
Vývoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	11,9	14,3	11,2	3,5	-10,5	15,0	9,6	4,7	0,2	8,7	7,1	16,5	11,3	7,0	4,3	6,9	4,4	4,6	2,9	-3,7	0,6	0,3	3,7	9,8	8,1	8,1	9,3	9,2	8,2	6,9	6,4	7,0
Dovoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	6,1	11,2	12,8	2,3	-11,7	14,9	7,0	2,5	0,6	7,9	6,0	15,8	8,9	2,6	1,9	3,8	3,0	0,5	2,6	-3,1	-0,8	2,9	3,5	9,2	7,6	9,0	7,3	7,8	6,3	5,7	5,7	6,5
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	84,8	156,3	139,3	174,7	185,3	213,3	297,2	370,1	359,3	410,4	471,3	67,3	77,0	71,1	81,9	92,8	89,5	102,0	85,9	84,6	99,3	85,1	90,3	96,9	93,9	100,5	106,3	109,6	115,6	116,7	118,2	120,8
Koincidenční ukazatele																																	
Průmyslová produkce	% , meziročně, reálné	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-0,1	-	-	10,8	8,2	2,3	2,6	2,6	-0,8	-0,9	-4,1	-5,9	-2,8	3,7	5,0	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Stavební produkce	% , meziročně, reálné	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	-	-	5,7	-5,3	-9,1	-0,9	-10,0	-6,0	-6,2	-9,0	-11,2	-11,7	-3,9	-3,1	8,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	% , meziročně, reálné	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	1,2	-	-	5,2	1,1	0,3	0,7	0,9	-2,2	-1,1	-1,7	-2,7	0,4	2,9	3,8	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-
CENY																																	
Hlavní cenové ukazatele																																	
Míra inflace	%, konec období	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	-	-	1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,4	1,0	1,0	-	-	-	-	-	-	-
Spotřebitelské ceny	% , meziročně, průměr	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,8	2,2	1,7	1,8	1,7	2,4	3,7	3,4	3,3	2,9	1,8	1,5	1,2	1,1	0,2	0,2	0,4	1,0	1,6	2,2	2,3	2,2	1,9
Regulované ceny (18,70 %)*	% , meziročně, průměr	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,1	0,7	4,4	4,0	4,5	5,9	9,7	9,4	8,2	7,1	3,5	2,6	1,5	1,3	-4,1	-4,1	-3,5	-2,5	-2,3	0,9	0,8	0,6	0,5
Čistá inflace (81,30 %)*	% , meziročně, průměr	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,5	1,4	2,2	1,0	1,2	1,2	1,7	1,3	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	1,0	1,0	1,0	1,6	2,1	2,1	2,3	2,3	2,1
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	% , meziročně, průměr	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,9	2,9	3,1	3,6	3,4	3,3	4,1	3,6	4,5	3,5	2,6	2,8	2,7	3,0	3,8	3,3	2,4	3,5	3,5	2,8	3,7	4,4	3,5	3,7	3,4	3,0
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,32 %)*	% , meziročně, průměr	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,7	-0,3	-0,5	0,5	1,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	0,2	0,7	1,3	1,7	1,9	1,9	1,8
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	% , meziročně, průměr	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	9,9	6,0	-2,1	-0,9	-2,0	10,8	9,1	9,5	10,2	8,0	5,8	6,4	3,8	-1,5	-3,8	-1,4	-1,7	0,3	0,3	1,0	-2,1	-2,6	-3,1	-2,8	-1,9	-0,1
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	% , meziročně, průměr	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,9	2,1	0,6	0,6	1,9	1,6	1,7	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0	1,6	0,9	0,8	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3	0,9	1,4	1,9	2,0	2,0	1,8
Deflátor HDP	% , meziročně, sez. očištěno	-0,3	0,5	3,3	1,9	2,3	-1,6	-0,9	1,6	1,9	1,1	1,2	-2,0	-1,7	-0,9	0,8	2,1	1,9	1,4	1,0	1,9	1,8	1,7	2,3	2,2	2,1	1,2	0,7	0,5	-0,5	1,1	2,4	1,9
Dílčí cenové ukazatele																																	
Ceny průmyslových výrobců	% , meziročně, průměr	3,1	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,5	0,0	5,4	6,0	5,6	5,2	3,6	1,8	1,6	1,6	1,2	0,5	0,7	0,8	-0,7	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	0,1	0,2	0,1
Ceny zemědělských výrobců	% , meziročně, průměr	-10,0	1,3	16,4	10,8	-24,3	7,7	22,7	3,6	5,2	5,8	5,8	32,4	32,3	19,2	7,1	-1,2	-2,9	5,6	12,7	14,5	9,3	1,4	-4,3	-4,4	-4,4	0,6	11,0	16,2	10,2	7,3	4,0	1,9
Ceny stavebních prací	% , meziročně, průměr	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	-	-	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	-0,3	-	-	-	-	-	-	-
Cena ropy Brent	% , meziročně, průměr	45,0	20,0	9,9	35,4	-36,5	28,4	38,2	0,7	-2,6	-1,1	-4,4	36,1	47,6	45,9	25,1	12,7	-7,2	-2,2	1,0	-4,6	-4,3	0,3	-0,7	-4,2	-4,2	5,2	-1,8	-2,9	-2,8	-4,8	-5,1	-5,0
TRH PRÁCE																																	
Průměrná měsíční mzda	% , meziročně, nominálně	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,5	2,5	0,0	2,3	4,3	2,8	2,6	2,1	2,4	3,2	2,1	1,4	3,2	-0,5	1,2	1,4	-1,7	3,3	2,5	1,3	2,0	3,3	3,6	4,2	4,6	4,8
Průměrná měsíční mzda	% , meziročně, reálné	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,4	1,5	2,1	1,1	0,8	0,3	0,0	-0,4	-1,2	-1,5	0,7	-2,1	-0,3	0,1	-2,9	3,1	2,2	0,9	1,0	1,7	1,4	1,9	2,3	2,8
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	% , meziročně	2,1	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	0,8	-0,2	0,4	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	0,3	0,6	2,0	2,4	0,9	1,3	0,4	0,4	0,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8
Nominální jednotkové mzdové náklady	% , meziročně	0,6	0,2	2,4	4,3	2,6	-1,7	0,4	2,9	0,0	-0,1	2,2	-0,5	1,0	-0,1	1,0	2,7	2,9	2,4	3,5	2,0	1,5	0,4	-3,5	0,9	-0,9	-0,6	-0,3	2,7	2,6	2,3	3,0	3,1
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	% , meziročně	-7,2	-7,2	2,4	-3,3	5,4	-5,7	0,4	4,4	0,3	-	-	-1,1	0,7	-0,2	2,4	2,2	4,4	6,0	5,1	3,7	2,9	-1,4	-3,9	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	% , meziročně	4,6																															