

V Praze dne 31. července 2015
Čj.: 2015/080753/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2015)

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Část II

Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část III

5. situační zpráva o hospodářském
a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci
III/2015)

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

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

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

Předkládací

zpráva

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2015)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu zohledňující i nadále používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky. Stručné srovnání nové prognózy se 3. situační zprávou (Zprávou o inflaci II/2015) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání se 3. SZ 2015 (mzr. v %)

		II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17
CPI	5.SZ	0,7	0,7	1,0	1,8	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1
	3.SZ	0,3	-0,1	0,3	1,2	1,5	2,0	2,1				
CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	5.SZ	0,4	0,5	0,9	1,6	1,3	1,4	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0
	3.SZ	0,1	-0,3	0,2	1,1	1,2	1,8	1,9				
HDP (sezonně očištěno)	5.SZ	3,4	3,7	4,0	2,0	3,0	2,9	3,2	3,1	2,9	2,7	2,4
	3.SZ	2,4	2,7	3,2	3,0	3,1	3,3	3,4				
Nominální mzdy v podnikatelské sféře	5.SZ	2,3	3,0	3,7	4,3	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8
	3.SZ	2,0	2,5	3,2	3,8	4,1	4,3	4,5				
Implikované sazby	5.SZ	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,9	1,2	1,3	1,3
	3.SZ	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3				
		2015	2016	2017								
Zaměstnanost	5.SZ	1,0	0,6	0,5								
	3.SZ	1,0	0,6									
Obecná míra nezaměstnanosti	5.SZ	5,8	5,2	4,8								
	3.SZ	5,4	5,0									
Saldo BÚ a KÚ na HDP v b.c.	5.SZ	3,3	2,5	1,1								
	3.SZ	2,5	2,8									

N á v r h
r o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky k materiálu

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2015)

Po projednání předloženého materiálu bankovní rada

a) u k l á d á

členům bankovní rady zaslat své připomínky k veřejné části materiálu

(černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové do 7. 8. 2015 do 12.00 hodin.

b) u k l á d á

řediteli sekce měnové p. Tomáši Holubovi

- i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s p. Markem Petrušem, ředitelem sekce kancelář, zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 7. 8. 2015
- ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 11. 8. 2015 do 13.00 hodin.

OBSAH

OBSAH	4
II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	8
II.1 Vnější předpoklady prognózy	8
II.2 Prognóza	10
II.3 Srovnání s minulou prognózou	23
II.4 Prognózy ostatních subjektů	25
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	27
III.1 Inflace	27
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	27
III.1.2 Současný vývoj inflace	29
<i>BOX 1 Průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží</i>	31
III.2 Dovošní ceny a ceny výrobců	33
III.2.1 Dovošní ceny	33
III.2.2 Ceny výrobců	34
III.3 Poptávka a nabídka	37
III.3.1 Domácí poptávka	37
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	40
III.3.3 Nabídka	41
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	43
III.4 Trh práce	44
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	44
III.4.2 Mzdy a produktivita	46
III.5 Finanční a měnový vývoj	47
III.5.1 Peníze	48
III.5.2 Úvěry	49
III.5.3 Úrokové sazby	52
III.5.4 Měnový kurz	56
<i>BOX 2 Vývoj rovnovážného měnového kurzu CZK/EUR</i>	57
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	58
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	60
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	61
III.6 Platební Bilance	62
III.6.1 Běžný účet	62
III.6.2 Kapitálový účet	64
III.6.3 Finanční účet	64
III.7 Vnější prostředí	65
III.7.1 Eurozóna	65
<i>BOX 3 Německá ekonomika a kurz USD/EUR</i>	67
III.7.2 Spojené státy	69
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	70
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	71
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	74
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	76
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	76
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	76
POUŽITÉ ZKRATKY	77
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	78
GLOSÁŘ POJMŮ	80

I SHRNU TÍ

Česká ekonomika počátkem letošního roku výrazně zrychlila tempo svého růstu. Celková i měnověpolitická inflace se zvýšily, stále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB. Přímý vliv oslabeného kurzu koruny na inflaci prostřednictvím dovozních cen odezněl. Uvolněné měnové podmínky ale nadále podporují růst domácí ekonomiky, která působí směrem ke zvyšování nákladů a návazně cen. Příznivě k ekonomickému vývoji přispívají i ožívování zahraniční poptávky, nízké ceny ropy a zvyšování vládních investic, takže HDP letos vzroste o 3,8 %. V následujících dvou letech pak růst zpomalí lehce pod 3 %. Rostoucí ekonomická aktivita a zrychlující dynamika mezd budou působit na zvyšování cenové hladiny, naopak dovozní ceny budou až do poloviny příštího roku růst cen tlumit. Celková i měnověpolitická inflace do začátku roku 2016 vzrostou, avšak na horizontu měnové politiky se budou nadále nacházet pod 2% cílem, kterého dosáhnou až v roce 2017. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. V roce 2017 je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb při mírném posilování kurzu koruny. *Sekce měnová hodnotí rizika této prognózy jako vyrovnaná.*

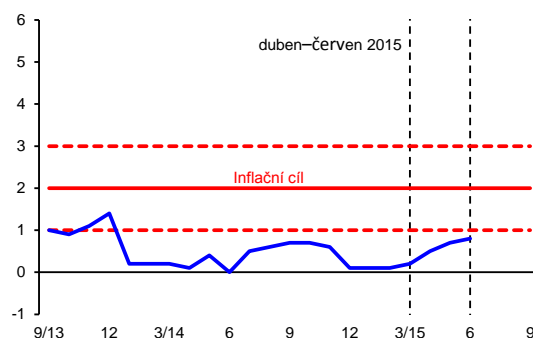
Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2015 meziročně vzrostla o 4 % s přispěním všech složek domácí poptávky, čistý vývoz přispěl naopak záporně. Také v mezičtvrtletním vyjádření růst HDP výrazně zrychlil. Ve druhém čtvrtletí 2015 prognóza předpokládá korekci meziročního tempa růstu HDP při lehkém mezičtvrtletním snížení ekonomické aktivity v souvislosti s očekávaným poklesem zásob.

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2015 zvýšily, nadále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf I.1). Ke zvýšení inflace nejvíce přispěly ceny potravin, které se vrátily k meziročnímu růstu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstala kladná a stabilní. Vliv zrychlujícího růstu domácí ekonomiky a mezd i oslabení koruny vůči dolaru přitom vykompenzoval odeznění přímého efektu oslabeného kurzu koruny vůči euru a pokračující pokles zahraničních cen výrobců. Regulované ceny setrvaly v nepatrném meziročním růstu, ceny pohonných hmot zmírnily svůj pokles.

Růst ekonomické aktivity v **efektivní eurozóně** by měl v roce 2015 podle předpokladu prognózy zrychlit na 1,9 % a i v dalších dvou letech by měl dosahovat cca 2% tempa. Cenový vývoj v eurozóně zůstává velmi utlumený zejména vlivem nedávného propadu cen ropy v prostředí předchozího dlouhodobého útlumu ekonomické aktivity. Ceny průmyslových výrobců meziročně výrazně klesají a spotřebitelská inflace se nadále nachází blízko nulových hodnot. Díky uvolněné měnové politice ECB, oslabenému kurzu eura a zrychlení tempa růstu ekonomiky

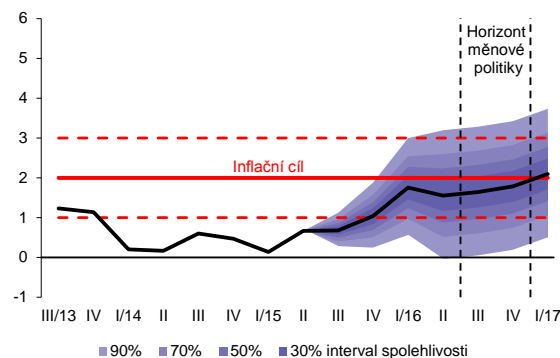
Graf I.1 Plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2015 zvýšila, nadále však byla výrazně pod cílem ČNB (meziročně v %)



Graf I.2 Prognóza celkové inflace

Celková inflace se zvýší, avšak 2% cíle dosáhne až v roce 2017 (meziročně v %)

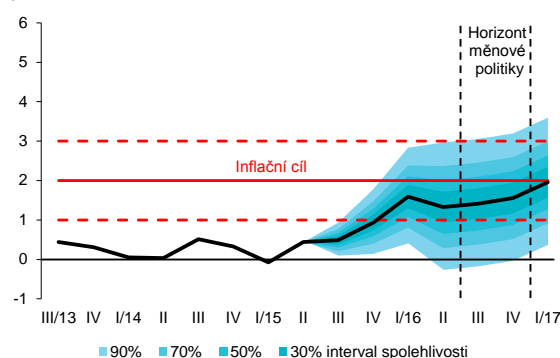


eurozóny by se však výrobní i spotřebitelské ceny měly začít postupně zvyšovat. K tomu přispěje i odeznění vlivu propadu cen ropy. Kvantitativní uvolňování měnové politiky ECB se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR, který se až do konce příštího roku nachází v blízkosti nuly. Po propadu ceny ropy Brent z přelomu loňského a letošního roku se očekává její jen pozvolný nárůst.

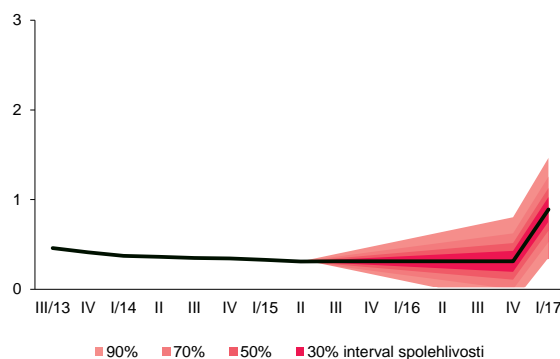
Podle **prognózy celková i měnověpolitická inflace** do začátku roku 2016 dále vzrostou. Poté však dočasně zvolní, a na horizontu měnové politiky se tak budou nadále pohybovat pod 2% cílem; v jeho blízkosti se budou nacházet až v roce 2017 (Graf I.2 a Graf I.3). Celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen se budou postupně zvyšovat. Dosavadní pokles výrobních cen v eurozóně v kombinaci s propadem světových cen energetických komodit a nedávným posílením kurzu koruny vůči euru však budou i nadále znatelně snižovat náklady plynoucí z dovozních cen. Jejich protiinflační působení tak odezní až v polovině roku 2016 v návaznosti na předpokládaný návrat cen energetických komodit i cen průmyslových výrobců v eurozóně k meziročnímu růstu. V domácí ekonomice se budou náklady dále zvyšovat vlivem zrychlující dynamiky mezd a rostoucích cen dalších vstupů v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity. To povede k plynulému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot. Ceny potravin dále mírně porostou v souvislosti s vývojem cen zemědělských výrobců. Regulované ceny zůstanou až do konce roku 2016 celkově zhruba stabilní, poté se vrátí k mírnému růstu. Ceny pohonných hmot obnoví svůj meziroční růst počátkem příštího roku v návaznosti na vývoj světových cen ropy.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016. To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. V roce 2017 je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb (Graf I.4). Krátkodobá prognóza **kurzu koruny vůči euru** pro třetí čtvrtletí 2015 (27,1 CZK/EUR) zohledňuje jeho posílení v průběhu července, v dalších čtvrtletích pak predikce předpokládá jeho stabilitu na úrovni jen lehce slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016 (Graf SZ I.1). Počátkem roku 2017 dojde k dosažení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se projeví mírně kladný úrokový diferenciál a obnovená – avšak oproti minulosti výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky

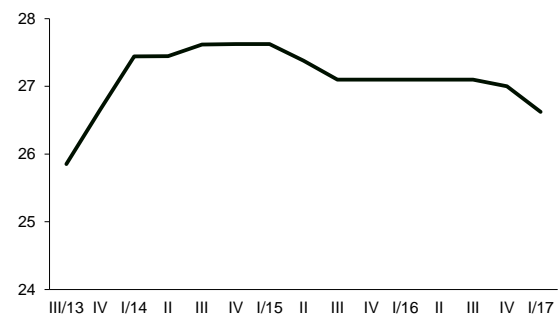
Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace
Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky bude nacházet pod 2% cílem (meziročně v %)



Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, v roce 2017 je s ní konzistentní nárůst sazeb (3M PRIBOR v %)



Graf SZ I.1 Prognóza měnového kurzu
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, po opuštění kurzového závazku bude koruna mírně posilovat (CZK/EUR)



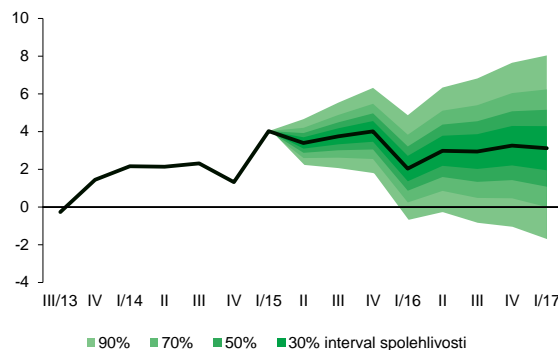
k vyspělým zemím eurozóny a kurz koruny k euru začne pozvolna posilovat (až na 26,1 CZK/EUR ke konci roku 2017).

Robustní růst **české ekonomiky** bude pokračovat (Graf I.5). Zrychlující zahraniční poptávka, nízké ceny ropy, uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb a zvýšení vládních investic vyústí letos v přírůstek HDP o 3,8 %. V příštím roce se do zpomalení růstu ekonomiky lehce pod 3 % promítne odeznění vlivu mimořádného nárůstu zásob z počátku letošního roku i propadu cen ropy. Ve směru zpomalení hospodářské dynamiky bude působit i pokles vládních investic a nedávné posílení kurzu koruny vůči euru. Stejně tempo si pak ekonomika udrží i v roce 2017 s kladnými příspěvky všech složek domácí poptávky a v malé míře i čistého vývozu. Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat pokračujícím zvyšováním počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. To povede k dalšímu poklesu nezaměstnanosti. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se zřetelně zvýší, mzdy v nepodnikatelské sféře porostou zhruba stabilním tempem.

Na svém **měnověpolitickém zasedání 6. srpna 2015** bankovní rada rozhodla ... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

Graf I.5 Prognóza růstu HDP

V letošním roce HDP rychle poroste, v dalších dvou letech tempo růstu mírně zvolní (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity v letošním roce zrychlí ke 2 % a okolo nich se bude pohybovat i na zbytku horizontu prognózy. Pokles výrobních cen v letošním roce je nadále ovlivňován předchozím útlumem ekonomiky eurozóny a propadem ceny ropy a dalších energetických komodit. K meziročnímu růstu se výrobní ceny vrátí na počátku roku 2016. Také spotřebitelská inflace se z velmi nízkých hodnot bude postupně zvyšovat v návaznosti na oživující poptávku i odeznění vlivu propadu cen ropy, až do konce roku 2017 však nepřesáhne 2 %. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží pokračující kvantitativní uvolňování měnové politiky ECB, které se také projevuje v pozorovaném i očekávaném oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru až do začátku roku 2017. Výhled ceny ropy Brent zohledňuje její propad z přelomu loňského a letošního roku, přičemž v následujících dvou letech se předpokládá její jen pozvolný nárůst.

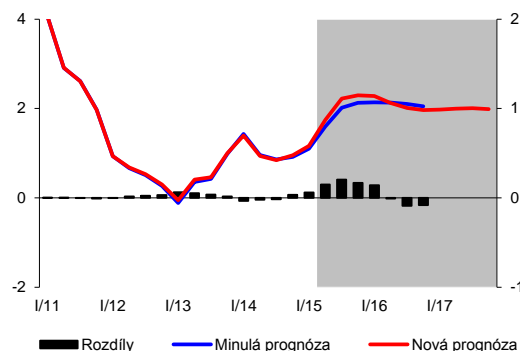
Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení tempa ekonomického růstu oproti minulému roku o 0,9 procentního bodu na 1,9 % (Graf II.1.1).¹ Ke zrychlení růstu by měly přispět pokračující uvolněná měnová politika ECB, s ní související oslabený kurz eura a nízké ceny energetických komodit. V příštím roce by měl ekonomický růst v efektivní eurozóně dále zrychlit na 2,1 %, v roce 2017 se předpokládá jeho nepatrné zvolnění na 2 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná jen o lehké zvýšení výhledu pro letošní rok, jinak jsou změny zanedbatelné. Riziko ve směru nižšího růstu představují obavy z dopadů řecké dluhové krize na státy eurozóny, zejména na Německo.

Ve výhledu **efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** se nadále promítá předchozí dlouhodobý ekonomický útlum a propad ceny ropy i dalších energetických komodit z přelomu let 2014 a 2015. Výrobní ceny by měly v letošním roce klesnout v průměru o 1,8 % (Graf II.1.2). Do kladných hodnot se jejich dynamika vrátí počátkem příštího roku. V roce 2016 se s rychlejším ekonomickým oživením a odezněním vlivu propadu cen komodit očekává růst výrobních cen v průměru o 1,4 %, v roce 2017 pak jeho další zrychlení na 1,9 %.

¹ Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z červencového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 13. červenci 2015. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu a novým sezonním očištěním.

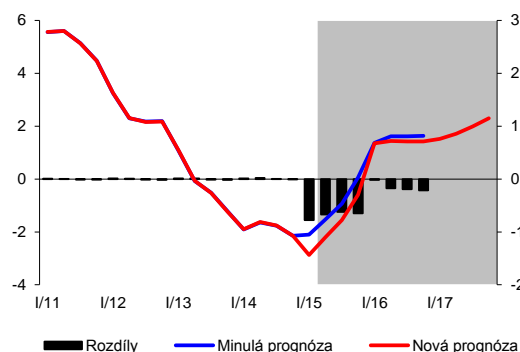
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny

Tempo růstu zahraniční poptávky zrychlí ke 2 % (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



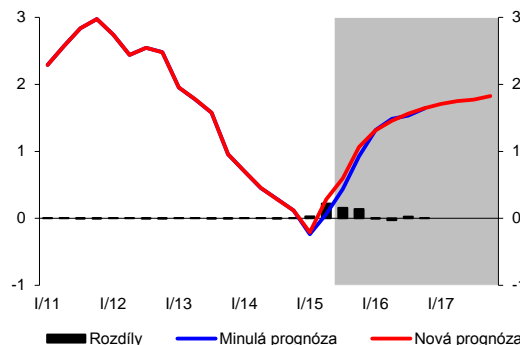
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny

Pokles výrobních cen by měl odeznít koncem letošního roku a v příštích dvou letech by měly tyto ceny mírně růst (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny

Aktuálně velmi nízká spotřebitelská inflace se bude postupně zvyšovat, avšak na celém horizontu prognózy nepřesáhne 2 % (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



V porovnání s minulou prognózou je výhled nižší zejména pro letošní rok.

Inflace měřená **efektivním ukazatelem spotřebitelských cen v eurozóně** byla na začátku letošního roku záporná, především v důsledku výrazného poklesu cen energií pro domácnosti. V průběhu roku 2015 se však bude inflace postupně zvyšovat, v průměru za celý rok dosáhne 0,4 % (Graf II.1.3). V příštím roce se spolu se zrychlující dynamikou ekonomické aktivity a v důsledku odeznění vlivu nízkých cen ropy očekává zvýšení spotřebitelských cen v průměru o 1,5 %, v roce 2017 pak na 1,8 %. Oproti minulé prognóze je výhled pro letošní rok mírně vyšší, pro příští rok se nemění.

Do výhledu **tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR** se promítá především kvantitativní uvolňování měnové politiky ECB. Téměř až do konce roku 2016 by se zahraniční úrokové sazby měly pohybovat na nulových hodnotách (Graf II.1.4). Poté by se sazby měly začít zvolna zvyšovat, na konci roku 2017 by měly dosáhnout 0,3 %.² Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb odpovídá očekáváním analytiků oslovených v rámci červencového CF, kteří v horizontu 3 – 12 měsíců také předpokládají stagnaci sazby 3M EURIBOR na nulové hladině. Většina z nich přitom zároveň očekává stabilitu základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,05 % minimálně do konce června příštího roku.

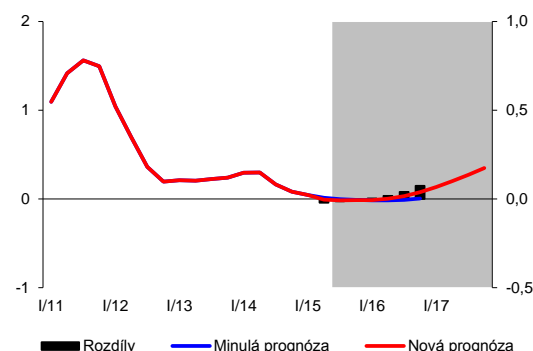
Oslabování **kurzu eura vůči americkému dolaru** by mělo pokračovat až do počátku roku 2017 (Graf II.1.5). Ve výhledu mírně oslabujícího kurzu eura se promítá rychlejší růst americké ekonomiky a očekávané zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu. Naopak ECB pokračuje v uvolňování měnové politiky prostřednictvím nekonvenčních nástrojů. V letošním roce by tak průměrná hodnota kurzu měla dosáhnout 1,10 USD/EUR a v příštím roce 1,06 USD/EUR. V roce 2017 se očekává naopak mírně silnější hodnota kurzu eura v průměru na 1,08 USD/EUR.

Tržní výhled ceny **ropy Brent** naznačuje její průměrnou cenu v letošním roce na úrovni 59 USD/barel (Graf II.1.6), což oproti roku 2014 znamená propad přibližně o 40 %. Aktuálně nízká cena ropy Brent odráží zejména vysokou globální nabídku ropy, dále zpomalující tempo růstu čínské ekonomiky a očekávaný návrat Íránu na trh s ropou po ukončení embarga vůči tomuto státu. Sklon futures křivky ceny ropy Brent je i nadále pozvolna rostoucí, oproti minulé prognóze však dochází na celém

² Prognóza zároveň zapracovává odhad (pomocí modelu NiGEM) vlivu rozšířeného programu nákupu aktiv ze strany ECB. Ten podle uvedeného odhadu odpovídá dodatečnému uvolnění měnových podmínek v eurozóně oproti výhledu sazeb 3M EURIBOR v rozsahu až 1 procentního bodu.

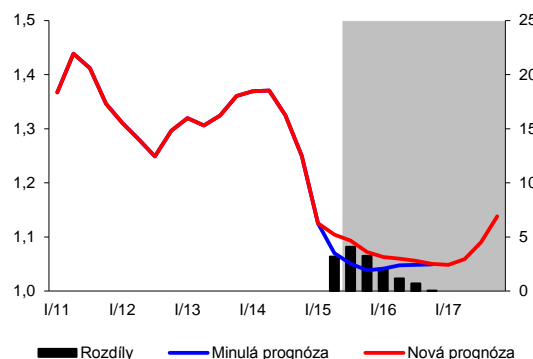
Graf II.1.4 3M EURIBOR

Nízký výhled zahraničních tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží kvantitativní uvolňování měnové politiky ECB (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



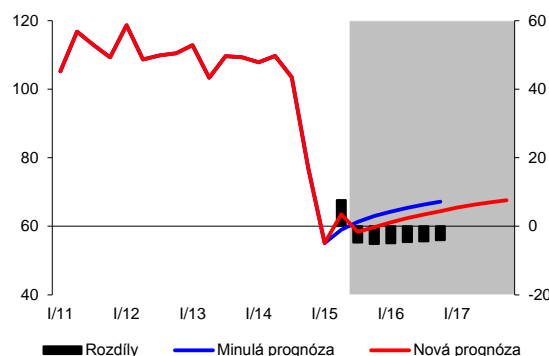
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl mírně oslabovat až do začátku roku 2017 (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.1.6 Cena ropy Brent

Po nedávném propadu ceny ropy se na horizontu prognózy očekává její jen pozvolný nárůst (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



horizontu prognózy k mírnému přehodnocení směrem dolů. Z celoročního pohledu by cena ropy v roce 2016 měla dosáhnout 63 USD/barel a v roce 2017 pak 67 USD/barel. Analytici oslovení v rámci červencového CF předpokládají v horizontu 12 měsíců cenu ropy Brent na úrovni kolem 68 USD/barel, tj. oproti tržním výhledům lehce výše. Aktuální cena ropy ke konci července se ale naopak nachází zřetelně pod předpoklady prognózy.

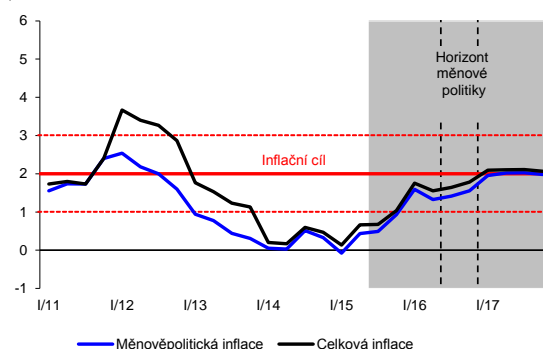
II.2 PROGNÓZA

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2015 meziročně zvýšily, stále se však nacházely výrazně pod cílem, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Do začátku roku 2016 dále vzrostou. Poté však dočasně zvolní, a na horizontu měnové politiky se tak budou nadále pohybovat pod 2% cílem, kterého dosáhnou až v roce 2017. Aktuální protiinflační působení dovozních cen plynoucí z předchozího propadu výrobních cen v eurozóně i světových cen ropy a nedávného posílení kurzu koruny vůči euru bude postupně odeznívat a ve druhé polovině příštího roku budou dovozní ceny působit již lehce proinflačně. Domácí ekonomika bude prostřednictvím zrychlujících mezd a zvyšující se ceny kapitálu přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen na celém predikčním horizontu. Vysoká dynamika HDP z počátku letošního roku bude – přes korekci ve druhém čtvrtletí – pokračovat i ve zbytku roku, a to díky zvyšování domácí i zahraniční poptávky. V příštích dvou letech pak mírně zpomalí. K růstu HDP budou přispívat nadále uvolněné měnové podmínky a letos i pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy a zvýšení vládních investic. Fiskální politika přispěje v letech 2015 a 2017 k hospodářskému růstu kladně, v příštím roce lehce záporně. Růst ekonomiky se příznivě projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. V roce 2017 je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb při mírném posilování kurzu koruny. Sekce měnová hodnotí rizika této prognózy jako vyrovnaná.

Meziroční **celková inflace** se ve druhém čtvrtletí 2015 zvýšila v průměru na 0,7 %. Ve třetím čtvrtletí se udrží na této hodnotě, poté se dále zvýší. Přispějí k tomu rostoucí nákladové tlaky z domácí ekonomiky a zmírňování protiinflačního působení dovozních cen, odrážejícího předchozí pokles cen průmyslových výrobců v eurozóně i propad cen energetických komodit na světových trzích. Toto protiinflační působení dovozních cen plně odezní v polovině příštího roku, což spolu s pokračujícím působením domácí ekonomiky na růst nákladů bude mít v příštím roce tendenci celkovou inflaci zvyšovat. Na druhou stranu ale vlivem srovnávací základny přechodně zpomalí

Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Celková i měnověpolitická inflace vzrostou, avšak na horizontu měnové politiky se budou nadále nacházet pod 2% cílem, kterého dosáhnou až v roce 2017 (meziročně v %)



meziroční růst cen potravin i pohonných hmot, a inflace tak dočasně zvolní. Na horizontu měnové politiky se tak bude celková inflace nadále nacházet pod 2% cílem, k němuž se dostane až počátkem roku 2017 (Graf II.2.1).

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, vzrostla ve druhém čtvrtletí 2015 v průměru na 0,4 %. Nadále se tak nacházela výrazně pod 2% cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Na prognóze se bude měnověpolitická inflace vyvíjet podobně jako celková inflace, avšak vzhledem ke kladným primárním dopadům změn nepřímých daní bude oproti ní až do konce horizontu prognózy mírně nižší (Graf II.2.1). Od začátku roku 2017 se také bude nacházet poblíž 2% inflačního cíle.

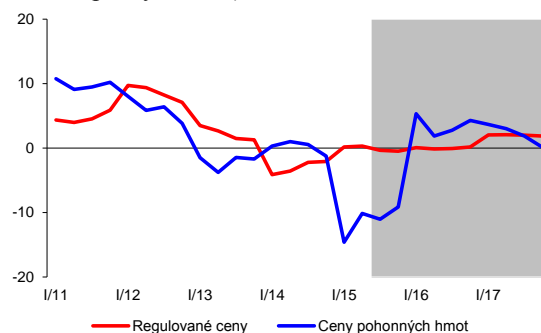
Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2015 činil 0,2 procentního bodu. Odráželo se v něm harmonizační zvyšování spotřební daně z cigaret z ledna a prosince minulého roku, v opačném směru působilo zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na léky, knihy a nenahraditelnou dětskou výživu s účinností od ledna 2015. Prognóza předpokládá další dvě vlny zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky v letech 2016 a 2017, jejichž odhadovaný dopad do celkové inflace činí 0,2, resp. 0,1 procentního bodu.

Růst **regulovaných cen** ve druhém čtvrtletí 2015 nepatrně zrychlil (Graf II.2.2) zejména vlivem zvýšení cen tepla pro domácnosti. Pokračující, byť nevýrazný, růst regulovaných cen přitom odrážel také zvýšení cen plynu, vodného a stočného z počátku letošního roku, opačným směrem naopak působilo zrušení některých poplatků ve zdravotnictví. Ve druhé polovině letošního roku prognóza očekává mírný meziroční pokles regulovaných cen, když z meziročního srovnání odezní loňské červencové zvýšení cen zemního plynu. I v příštím roce bude dynamika regulovaných cen kolísat kolem nulových hodnot, neboť ji bude tlumit další pokles cen energií pro domácnosti. Vývoj cen silové elektřiny naznačuje, že se cena elektrické energie oproti letošnímu roku sníží jen nepatrně. Pokles však prognóza předpokládá u cen plynu pro domácnosti, kde lze již dvě čtvrtletí pozorovat propad tržních cen jeho komoditní složky. V roce 2017 pak prognóza očekává růst regulovaných cen ve výši 2 % v souvislosti s obnovením růstu cen energií pro domácnosti a se současným kladným příspěvkem ostatních položek (Tab. II.2.1).

Meziroční **čistá inflace** se ve druhém čtvrtletí 2015 vrátila do kladných hodnot a dosáhla 0,5 % (Graf II.2.3). K tomu přispěl zejména obnovený růst cen potravin a zmírnění meziročního poklesu cen pohonných hmot. V následujícím období čistá inflace dále poroste vlivem dalšího zvýšení růstu cen potravin a korigované inflace bez pohonných hmot, která bude odrážet pokračující růst domácí ekonomiky a sílící nákladové tlaky

Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH

Dynamika regulovaných cen bude až do konce roku 2016 blízko nuly, ceny pohonných hmot obnoví svůj růst počátkem příštího roku (meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Tab. II.2.1 Prognóza administrativních vlivů

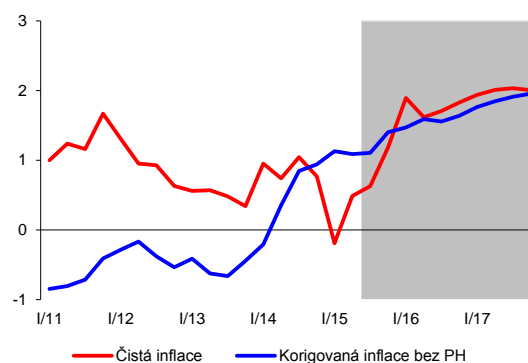
Regulované ceny mírně porostou až v roce 2017, když pro rok 2016 prognóza předpokládá další pokles cen energií, zejména plynu (průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2014 skutečnost		2015 prognóza		2016 prognóza		2017 prognóza	
Regulované ceny ^{a)}	-3,0	-0,51	-0,1	-0,01	0,0	0,00	2,0	0,34
z toho (hlavní změny):								
ceny elektřiny	-10,3	-0,49	-0,4	-0,02	-0,5	-0,02	1,7	0,08
ceny zemního plynu	-2,4	-0,07	2,8	0,08	-5,0	-0,15	1,4	0,04
ceny tepla	0,5	0,01	1,8	0,04	1,1	0,02	2,0	0,04
vodné	3,4	0,03	3,4	0,03	3,0	0,03	3,0	0,03
regulované ceny ve zdravotnictví	-5,6	-0,07	-17,0	-0,20	2,8	0,03	3,0	0,03
Primární dopady změn nepř. daní v neregulovaných cenách		0,13		0,21		0,21		0,10

^{a)} včetně dopadu změn nepřímých daní

Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH

Čistá inflace v nejbližším období zrychlí, korigovaná inflace bez pohonných hmot plynule poroste (meziročně v %)



z trhu práce. V roce 2017 se čistá inflace bude pohybovat v blízkosti 2 % s kladnými příspěvky všech svých složek.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se ve druhém čtvrtletí 2015 nezměnila, když v průměru dosáhla 1,1 %. Zrychlení růstu cen ostatních neobchodovatelných statků lze připsat zvyšující se domácí ekonomické aktivitě a oživení na trhu práce. Naopak v cenách ostatních obchodovatelných statků bez pohonných hmot se projevoval pokračující pokles zahraničních cen výrobců a odeznění přímého efektu oslabeného kurzu koruny vůči euru, což v červnu převážilo nad proinflačním vlivem oslabení koruny vůči americkému dolaru (viz BOX 1 v části III.1). Ve druhé polovině letošního roku a v příštím roce prognóza očekává další nárůst korigované inflace bez pohonných hmot vlivem pokračujícího proinflačního působení domácí ekonomiky a trhu práce a obnoveného cenového růstu v zahraničí. Tyto faktory budou v roce 2017 jen částečně vyvažovány očekávaným mírným posilováním kurzu koruny, a korigovaná inflace se tak ke konci roku 2017 přiblíží ke 2 % (Graf II.2.3).

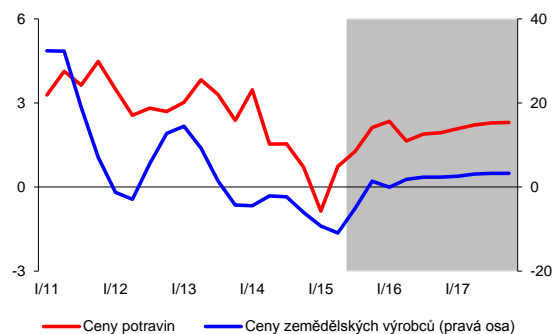
Ceny potravin se ve druhém čtvrtletí 2015 vrátily k meziročnímu růstu, který v průměru dosáhl 0,7 %. Projevil se v nich nárůst cen u některých položek dovážených potravin, a to zejména u ovoce a zeleniny, zatímco domácí ceny zemědělských výrobců pokračovaly v hlubokém poklesu. Ve druhé polovině letošního roku prognóza očekává další urychlení růstu cen potravin odrážející vývoj cen zemědělských výrobců, které se do konce roku vrátí s novou úrodou k mírnému meziročnímu růstu. Po dočasném zpomalení v roce 2016 vlivem slábnoucí dynamiky dovozních cen potravin (vliv srovnávací základny z letošního roku) pak meziroční růst cen potravin spolu s pokračujícím nárůstem cen zemědělských výrobců opětovně zrychlí a v roce 2017 se bude držet nad úrovní 2 % (Graf II.2.4).

Ceny pohonných hmot v průměru za druhé čtvrtletí 2015 zpomalily svůj meziroční propad (na zhruba 10 %) vlivem zmírnění poklesu cen ropy i zahraničních cen benzínů (Graf II.2.5). V červnu pak došlo ke stabilizaci cen pohonných hmot a aktuální data ukazují na opětovné lehké prohloubení jejich meziročního poklesu. Ve zbývající části letošního roku prognóza očekává zachování meziroční dynamiky zhruba na současných úrovních. V roce 2016 pak v návaznosti na vývoj cen ropy dojde k obnovení růstu cen pohonných hmot (v průměru o 3,6 %), který bude mírnějším tempem pokračovat i v roce 2017.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve druhém čtvrtletí 2015 setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016. To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické

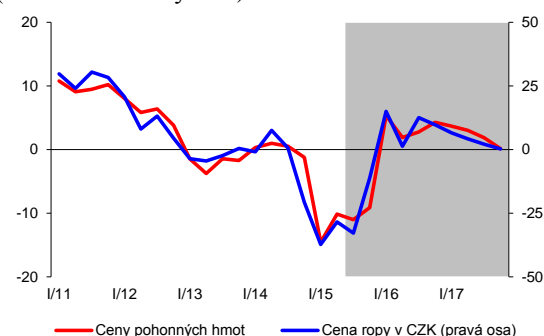
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců

Vývoj cen potravin bude odrážet dynamiku cen zemědělských výrobců, které začnou od konce letošního roku mírně meziročně růst (meziroční změny v %)



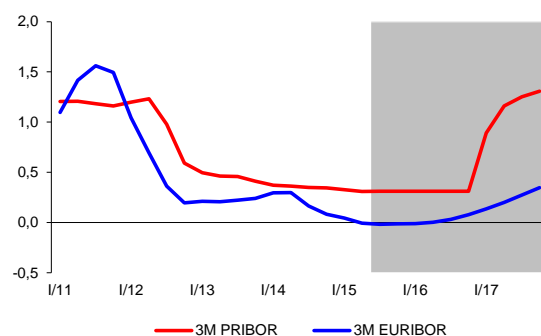
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy

Ceny pohonných hmot obnoví svůj meziroční růst počátkem příštího roku v návaznosti na vývoj světových cen ropy (meziroční změny v %)



Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, v roce 2017 je s ní konzistentní nárůst sazeb (v %)

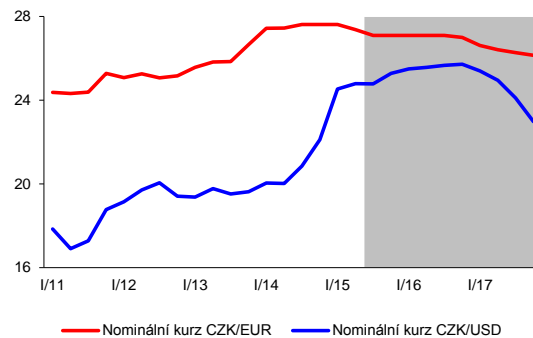


nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. V roce 2017 je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb (Graf II.2.6).

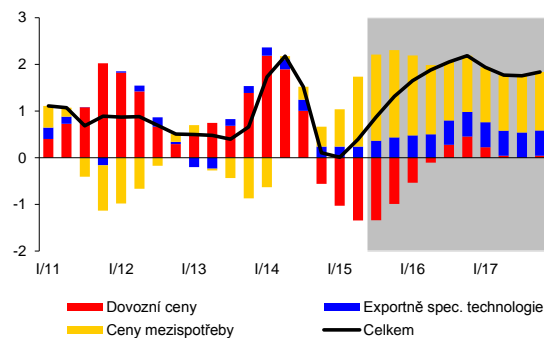
Kurz koruny vůči euru ve druhém čtvrtletí 2015 mírně posílil na průměrnou hladinu 27,4 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza kurzu pro třetí čtvrtletí (27,1 CZK/EUR) zohledňuje jeho posílení v průběhu července, v dalších čtvrtletích pak predikce předpokládá jeho stabilitu na úrovni jen lehce slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). Na konci roku 2016, v souvislosti s blížícím se opuštěním kurzu jako nástroje měnové politiky a s tím spojeným budováním tržních pozic, je kurz předpokládán na hladině 27 CZK/EUR (Graf SZ II.2.1). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Počátkem roku 2017 dojde k dosažení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se projeví mírně kladný úrokový diferenciál a obnovená – avšak oproti minulosti výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny a kurz koruny k euru začne pozvolna posilovat (až na 26,1 CZK/EUR ke konci roku 2017). Při výhledu postupně oslabujícího eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to do konce roku 2016 představuje pozvolné oslabování kurzu CZK/USD. Od počátku roku 2017 naopak začne koruna vůči dolaru zhodnocovat vlivem předpokládaného posilování eura k dolaru i mírného zhodnocování koruny vůči společné evropské měně.

Nominální mezní náklady v sektoru spotřebních statků ve druhém čtvrtletí 2015 obnovily slabý mezičtvrtletní růst (Graf II.2.7). Ten odráží především zrychlující růst cen mezispotřeby, ve kterém se promítají nákladové tlaky z domácí ekonomiky, zejména vývoj mezd v podnikatelské sféře. Klesající dovozní ceny, vyplývající z deflačního vývoje cen průmyslových výrobců v eurozóně při mírném posílení kurzu koruny, růst nákladů naopak ztlačí. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), na vývoj inflace je již delší dobu podstatně slabší ve srovnání s obdobím před nástupem globální krize. Ve zbývající části letošního roku a v příštím roce budou celkové nákladové tlaky na zvyšování spotřebitelských cen postupně silnit a od poloviny roku 2016 se bude růst nákladů pohybovat kolem 2 %. Projeví se tak zrychlující dynamika mezd a pokračující zvyšování ekonomické aktivity. Návrat zahraničních výrobních cen k růstu bude zároveň postupně zmírňovat protiinflační vliv dovozních cen, a od poloviny příštího roku pak budou ceny

Graf SZ II.2.1 Prognóza měnového kurzu
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, po opuštění kurzového závazku bude koruna mírně posilovat (CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru
Zvyšování nákladů ve spotřebitelském sektoru bude odrážet zesilující působení rostoucí domácí ekonomiky, záporné příspěvky dovozních cen odezní ve druhé polovině roku 2016 (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, analýzováno)



dovoze působit mírně ve směru zvyšování nákladů. Toto jejich působení však během roku 2017 opět odezní s pozvolným posilováním kurzu koruny po předpokládaném opuštění kurzového závazku, které bude kompenzovat pokračující růst výrobních cen v eurozóně.

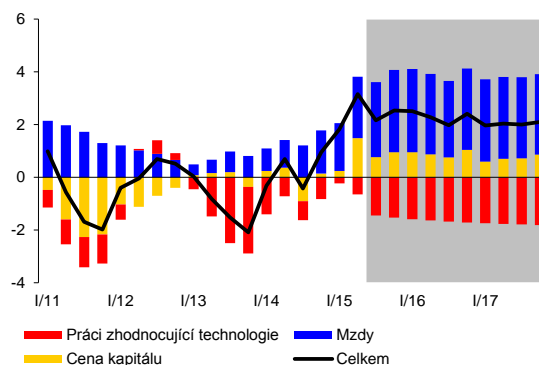
Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby se ve druhém čtvrtletí 2015 zvýšily. Přispěl k tomu především růst nominálních mezd v podnikatelské sféře předstihující tempo zvyšování produktivity práce. Kladný příspěvek do vývoje mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která v podmínkách růstové fáze cyklu odráží oživení investiční i celkové ekonomické aktivity (Graf II.2.8). Dynamika domácích nominálních nákladů se udrží mírně nad 2 % na celém horizontu prognózy vlivem pozvolna zesilujícího růstu mezd a nadále rostoucí ceny kapitálu. Tyto nákladové tlaky přitom budou jen částečně vyvažovány růstem produktivity práce.

Záporná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se letos začala pozvolna uzavírat, a to vlivem mírného růstu tržních cen při velmi utlumeném vývoji celkových nákladů. V nejbližších čtvrtletích se mezera marží téměř uzavře při dalším zvyšování růstu cen i nákladů (zejména z domácí ekonomiky), přičemž pozitivní vliv na nákladové straně bude mít doznívající propad cen energetických komodit. V příštím roce se mírně záporná mezera marží opět dočasně otevře, když nárůst nákladů (s příspěvem dovozních cen) převáží nad růstem cen spotřebitelských statků. S obnoveným mírným posilováním kurzu a stabilním růstem domácích nákladů (zejména mezd) při inflaci poblíž 2% cíle se pak bude mezera marží během roku 2017 opět uzavírat (Graf II.2.9).

Po stagnaci na konci minulého roku vzrostla národohospodářská **produktivita práce** v prvním čtvrtletí 2015 meziročně o 2,9 % vlivem rychlejšího ekonomického růstu ve srovnání s nárůstem zaměstnanosti. Podobné tempo by si produktivita práce měla udržet i v průměru za celý letošní rok. To bude dáno pokračováním rychlého růstu ekonomiky při postupně zpomalující dynamice zaměstnanosti. V následujících dvou letech pak produktivita práce poroste v průměru o 2,2 %.

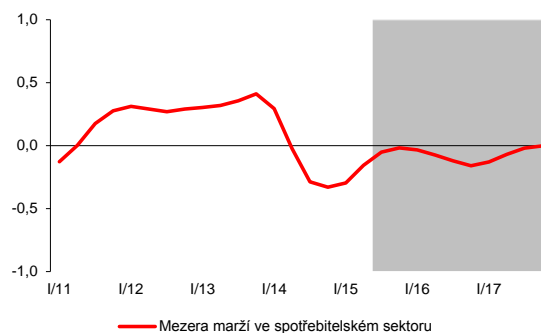
Odhadované tempo růstu implikované agregátní **technologie** ve druhém čtvrtletí 2015 dosáhlo 3 %. To odráží silné oživení ekonomiky doprovázené zvyšováním investiční aktivity. Agregátní technologie si v následujících čtvrtletích udrží svůj růst, který se od druhého čtvrtletí 2016 zvýší nad 3,5 % vlivem pozitivního dopadu předchozí investiční aktivity do celkové produktivity. Mírně pomalejším tempem poroste práci zhodnocující technologie, která letos společně s růstem ekonomické aktivity mírně zrychlí a od roku 2016 se bude nacházet blízko svého rovnovážného 3% tempa (Graf SZ II.2.2).

Graf II.2.8 Náklady sektoru mezispotřeby
Domácí náklady porostou v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd a zvyšování ceny kapitálu (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



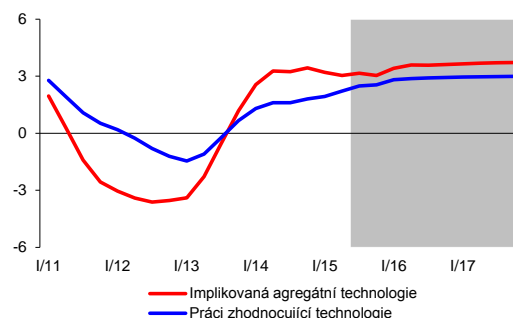
Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru

Mezera marží bude kolísat v mírně záporných hodnotách až do konce roku 2017 (v %)



Graf SZ II.2.2 Technologie

Pokračující růst technologií bude odrážet zvyšující se celkovou ekonomickou i investiční aktivitu (meziroční změny v %)



Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře se v prvním čtvrtletí 2015 meziročně zvýšila (po sezonním očištění) o 2 %. Ve druhém čtvrtletí v prostředí stále nízké inflace prognóza očekává pouze mírné zrychlení mzdového růstu, a to i vzhledem k umírněnému vývoji mezd v průmyslu za duben a květen. V souvislosti s pokračujícím růstem domácí ekonomické aktivity a postupným návratem inflace k cíli však bude dynamika průměrné mzdy v dalším období postupně zrychlovat (Graf II.2.10). V průměru za celý letošní rok dosáhne 2,8 %. Od druhého čtvrtletí 2016 se pak mzdový růst bude pohybovat lehce nad úrovní 4,5 %, a to až do konce predikčního horizontu. V celoročním vyjádření tak mzdy v podnikatelské sféře vzrostou v letech 2016 a 2017 o 4,6 %, resp. 4,7 %.

Růst průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře v prvním čtvrtletí 2015 meziročně zpomalil na 2,9 %, a to přes další zvýšení mezd státních zaměstnanců od ledna 2015. I v následujících dvou čtvrtletích prognóza předpokládá, že mzdy v nepodnikatelské sféře porostou výrazněji než v podnikatelské sféře (Graf II.2.10). V roce 2016 predikce zahrnuje zvýšení platů ústavních činitelů a pokračující růst mezd ostatních zaměstnanců.³ Meziroční mzdový růst v nepodnikatelské sféře bude v souhrnu v letech 2015–2017 stabilní na hodnotách kolem 2,8 %.

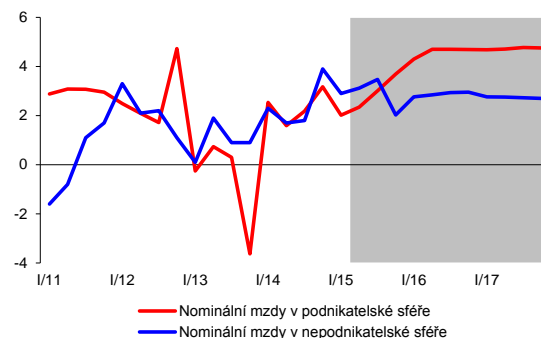
Reálný HDP v prvním čtvrtletí 2015 meziročně výrazně zrychlil na 4 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 2,5 % (Graf II.2.11). K meziročnímu růstu kladně přispěly všechny složky domácí poptávky, z toho nejvíce změna stavu zásob, významné byly i příspěvky spotřeby domácností a hrubé tvorby fixního kapitálu. Naopak příspěvek čistého vývozu byl mírně záporný (Graf II.2.12). Podle prognózy došlo **ve druhém čtvrtletí** ke korekci meziročního růstu na 3,4 %, přičemž mezičtvrtletně ekonomická aktivita o 0,1 % poklesla. Ve struktuře jednotlivých složek byl příspěvek změny stavu zásob k meziroční dynamice HDP záporný; naproti tomu výrazně kladné byly nadále příspěvky spotřeby domácností a hrubé tvorby fixního kapitálu. Čistý vývoz zřejmě v tomto období přispěl také mírně kladně. Celkově se **v roce 2015 HDP** zvýší o 3,8 %, přičemž ekonomika bude podpořena zrychlením zahraniční poptávky, nadále uvolněnými měnovými podmínkami, nízkými cenami ropy⁴ a expanzivním působením fiskální politiky. Za ním bude stát předpokládané další zrychlení dynamiky vládních investic financovaných z domácích

³ Je možné, že předpokládané zvýšení mezd v roce 2016 bude přesunuto již do listopadu 2015, tedy obdobně, jako tomu bylo v roce 2014. Vzhledem k nejistotě o výši tohoto přesunu s ním ale prognóza nepočítá.

⁴ Blíže k příznivým dopadům nízkých cen ropy do HDP viz Scénář vyhodnocující dopady setrvání ceny ropy na nízkých úrovních v 1. SZ 2015/ZoI I/2015.

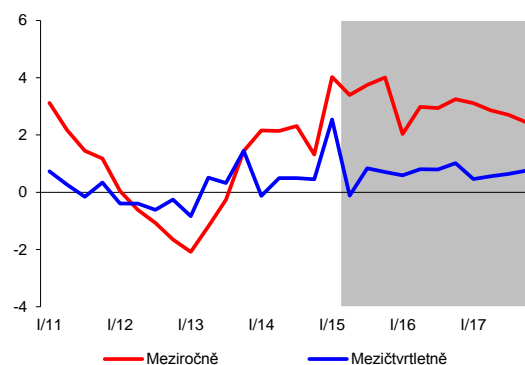
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda

Růst mezd v podnikatelské sféře zrychlí a od konce letošního roku bude předstihovat dynamiku mezd v nepodnikatelské sféře (meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



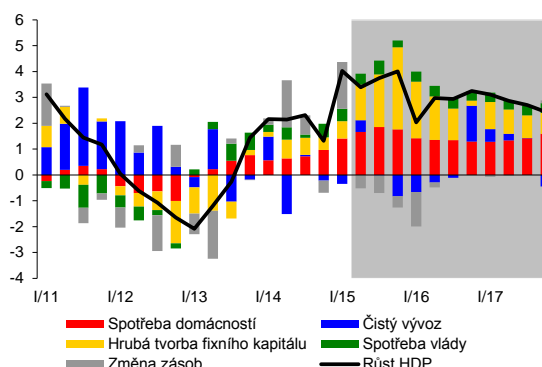
Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP

Letos bude pokračovat rychlý meziroční růst HDP, v následujících dvou letech dojde k mírnému zpomalení (změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP

K růstu HDP budou přispívat téměř všechny složky poptávky (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



a především z evropských zdrojů. Kladné příspěvky si udrží spotřeba domácností a hrubá tvorba fixního kapitálu. Čistý vývoz bude mít i přes zvyšující se zahraniční poptávku v průměru slabě záporný příspěvek, a to z důvodu pokračujícího nárůstu dovozu spotřebního zboží a strojů.⁵

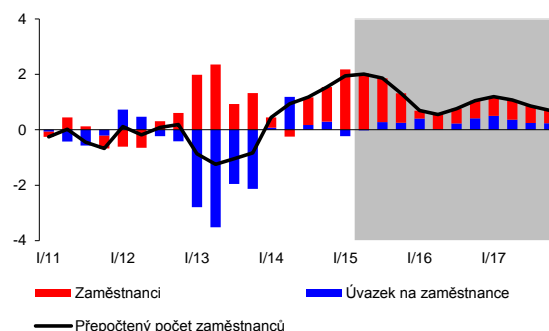
V roce 2016 růst HDP zpomalí na 2,8 %, do čehož se promítne odeznění vlivu mimořádného nárůstu zásob z počátku letošního roku i propadu cen ropy. Ve směru zpomalení hospodářské dynamiky bude působit i pokles vládních investic a nedávné posílení kurzu koruny vůči euru. K růstu HDP budou přispívat spotřeba domácností a fixní investice, naopak čistý vývoz bude celkově růst nadále slabě tlumit. Fiskální politika bude působit mírně restriktivně v důsledku ukončení možnosti čerpání EU fondů z předchozího programového období a jen pozvolného náběhu nového programového období. **V roce 2017 se růst HDP** udrží na 2,8 % s kladnými příspěvky všech složek domácí poptávky a v malé míře i čistého vývozu.

Pokračující růst ekonomické aktivity vede ke zdatelnému zlepšování situace na trhu práce. Růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** v prvním čtvrtletí 2015 výrazně zrychlil až k 2% hranici. Realizoval se přitom prostřednictvím rychlejšího zvyšování počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrného úvazku na zaměstnance. Růst přepočteného počtu zaměstnanců prognóza předpokládá i na horizontu prognózy, i když pomalejším tempem. Zpočátku bude probíhat především prostřednictvím dalšího zvyšování počtu zaměstnanců, následně i s přispěním průměrného úvazku (Graf II.2.13). V návaznosti na rychlý růst ekonomické aktivity bude v letošním roce pokračovat zvyšování **celkové zaměstnanosti** (o 1 %). V následujících dvou letech by mělo dojít k dílčímu zmírnění její dynamiky, a to v průměru na 0,6 % v roce 2016, resp. 0,5 % v roce 2017 (Graf II.2.14).

Rychlý pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti** z minulého roku se v letošním roce zbrzdil. Prognóza očekává, že sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dosáhla ve druhém čtvrtletí 5,9 % a v porovnání s předchozím čtvrtletím se tak nepatrně zvýšila. V následujícím období se ale obnoví její zřetelné snižování, což bude dáno zejména růstem zaměstnanosti souvisejícím s vývojem ekonomické aktivity. Pracovní síla bude v letošním roce pokračovat v meziročním růstu, v dalších letech by měla zhruba stagnovat. Na konci roku 2017 tak obecná míra nezaměstnanosti poklesne na úroveň 4,7 % (Graf II.2.14). Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob dle MPSV** se bude na celém horizontu prognózy rovněž

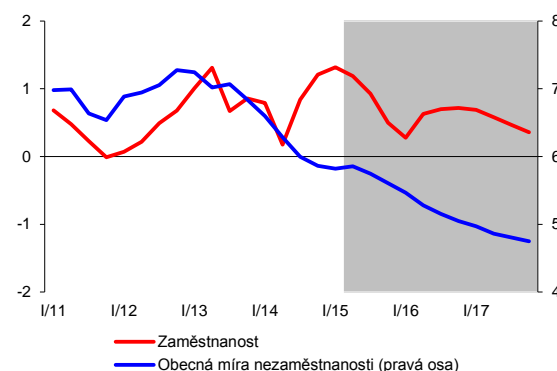
Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců

Aktuálně vysoký růst přepočteného počtu zaměstnanců v dalším období zvolní (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.14 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost se bude dále zvolna zvyšovat, i když pozvolnějším tempem než v současnosti; míra nezaměstnanosti se vrátí ke klesajícímu trendu (zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



⁵ Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 povede k výrazně zápornému příspěvku čistého vývozu i účetní vliv prodloužení pronájmu nadzvukových stíhacích letounů JAS-39 Gripen, který však bude z pohledu HDP plně kompenzován zvýšením fixních investic.

postupně snižovat z aktuální hodnoty 6,6 % ve druhém čtvrtletí 2015. V důsledku cyklického vývoje by se měla dále zvolna zvyšovat nabídka volných pracovních míst. Na konci roku 2017 se tak sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob sníží až k 5,5 %, a to za předpokladu mírného poklesu populace ve věku 15–64 let.

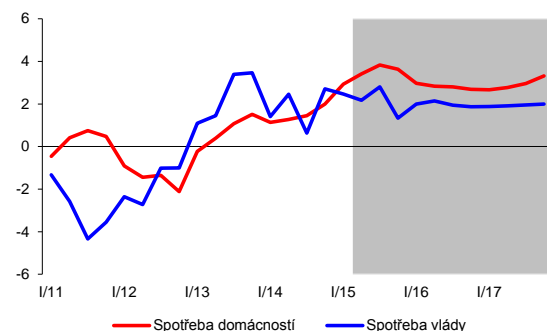
Reálná **spotřeba domácností** v prvním čtvrtletí 2015 zrychlila svůj meziroční růst na 2,9 % (Graf II.2.15). K tomu přispěly všechny její složky dle věcného členění, nejvýrazněji krátkodobá spotřeba. Prognóza očekává, že ve druhém čtvrtletí došlo k dalšímu mírnému zrychlení spotřeby domácností na 3,4 %, což koresponduje s urychlením růstu maloobchodních tržeb při převládající pozitivní spotřebitelské důvěře (viz kapitola III.3). Ve druhé polovině letošního roku se dynamika spotřeby domácností zvýší již jen nepatrně, celkově za rok 2015 dosáhne 3,5 %. To bude podpořeno poměrně vysokým reálným růstem objemu mezd a platů a příznivým očekáváním ohledně budoucího ekonomického vývoje. V letech 2016 a 2017 se růst spotřeby domácností sníží lehce pod 3 %.

Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** se na počátku letošního roku zmínil na 2 %, a to především v důsledku přechodu provozního přebytku a smíšeného důchodu do meziročního poklesu (Graf II.2.16). Výrazně rychlejší růst běžných transferů (jiných než sociální dávky) tento vliv jen částečně kompenzoval. Na horizontu prognózy však bude meziroční dynamika disponibilního důchodu zesilovat až k 5 % na konci roku 2017. Nejvýrazněji se na tom bude podílet objem mezd a platů v návaznosti na pokračující pozitivní vývoj na trhu práce, v narůstající míře však postupně začnou přispívat i příjmy podnikatelů. Příspěvky sociálních dávek budou přibližně stabilní.

Sezonně očištěná **míra úspor domácností** se v prvním čtvrtletí 2015 lehce snížila. Tento vývoj by měl pokračovat i ve zbývajících částech letošního roku při mírném předstihu dynamiky nominální spotřeby před příjmy domácností. V průměru za celý rok 2015 tak míra úspor dosáhne 10,4 %. V roce 2016 a 2017 pokračující lehce rychlejší meziroční růst nominální spotřeby domácností než hrubého nominálního disponibilního důchodu povede v podmínkách nadále nízkých reálných úrokových sazeb k dalšímu pozvolnému snižování míry úspor (Graf II.2.17).

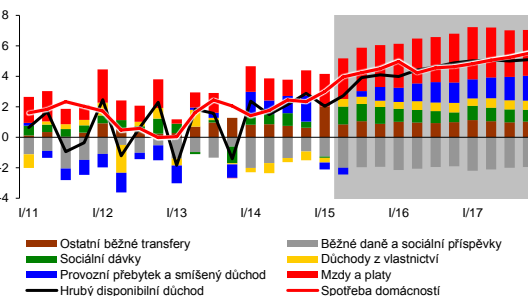
Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** v prvním čtvrtletí 2015 nepatrně zvolnil, když dosáhl 2,5 %. V průměru o něco nižší dynamiku prognóza očekává ve zbývajících třech čtvrtletích letošního roku (Graf II.2.15). V souhrnu za celý rok 2015 se tak spotřeba vlády zvýší o 2,2 %. K tomu přispěje růst mezd a platů ve státní sféře a zvýšení některých vládních výdajů. V letech 2016 i 2017 tempo jejího růstu dále lehce zpomalí k úrovním kolem 2 %.

Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády
Spotřeba domácností nadále zřetelně poroste, a to o něco rychlejším tempem než vládní spotřeba (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



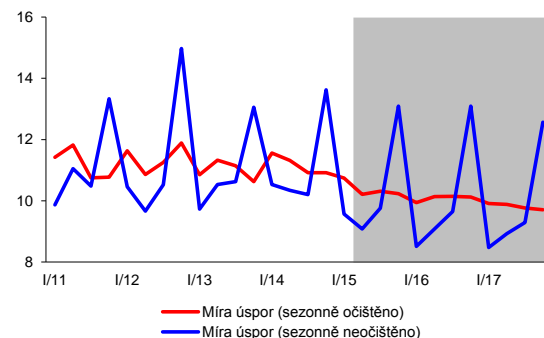
Graf II.2.16 Nominální disponibilní důchod

Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku zvyšování dynamiky objemu mezd a platů i příjmů podnikatelů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.17 Míra úspor domácností

Míra úspor domácností se bude zvolna snižovat až lehce pod 10 % na konci roku 2017 (v %)



Meziroční dynamika **hrubé tvorby kapitálu** v prvním čtvrtletí 2015 výrazně zrychlila, a to zejména v důsledku znatelného nárůstu stavu zásob. Také růst fixních investic se mírně zvýšil. V následujících dvou čtvrtletích růst hrubé tvorby kapitálu zvolní, když pokles stavu zásob převáží nad narůstající dynamikou fixních investic tažených dočerpáváním prostředků z EU fondů z programového období 2007–2013.⁶ Hrubá tvorba kapitálu tak v souhrnu za celý rok 2015 vzroste o 7,3 %. Kladné tempo si udrží i v letech 2016 a 2017, v důsledku poklesu vládních investic však její růst zpomalí mírně pod 4 % (Graf II.2.18).

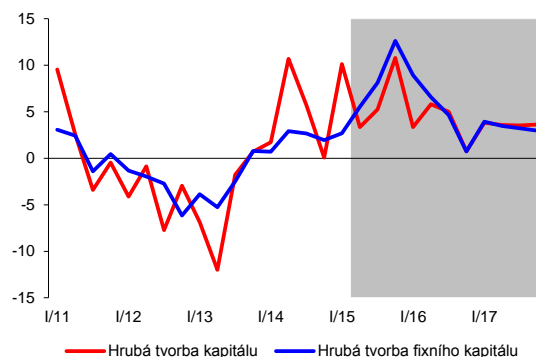
Reálný **vývoz zboží a služeb** v prvním čtvrtletí 2015 nepatrně zrychlil svůj meziroční růst na 7,7 %. Do konce letošního roku prognóza očekává v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky jeho ještě o něco vyšší dynamiku (Graf II.2.19). V roce 2015 tak tempo růstu vývozu zboží a služeb dosáhne v průměru 9,1 %. Obdobný růst prognóza očekává i v roce 2016, a to při rychleji rostoucí zahraniční poptávce a pokračujícím stabilním kurzu koruny vůči euru. V roce 2017 se pak meziroční dynamika vývozu sníží na 6,7 % v důsledku zpomalování růstu otevřenosti české ekonomiky a pozvolného posilování kurzu koruny po opuštění kurzového závazku ČNB.

Také reálná meziroční dynamika **dovozu zboží a služeb** se v prvním čtvrtletí 2015 zvýšila, a to vlivem vysokých růstů vývozu, investic i spotřeby domácností. V návaznosti na vyšší očekávané tempo vývozu v letošním roce a pokračující růst domácí poptávky zrychlí také meziroční dynamika dovozu zboží a služeb. V roce 2015 tak dosáhne v průměru 10,1 %. Obdobný růst prognóza předpokládá i v roce 2016, v roce 2017 se pak v souvislosti se zpomalováním vývozu tempo zvyšování dovozu rovněž zmírní, a to na 7,2 %.

Příspěvek **čistého vývozu** ve stálých cenách k meziročnímu růstu HDP byl v prvním čtvrtletí 2015 opětovně záporný. V důsledku poklesu stavu zásob, které jsou obvykle náročné na dovozy, však prognóza očekává v nejbližším období jeho přesun do kladných hodnot. Po odeznění tohoto vlivu ve druhé polovině letošního roku bude příspěvek čistého vývozu – v návaznosti na pokračující předstih dynamiky dovozu před vývozem – znovu záporný, v souhrnu za celý rok 2015 ve výši -0,2 procentního bodu. V roce 2016 s urychlením tempa zahraniční poptávky a zmírněním růstu domácích investic (vliv srovnávací základny související s prodloužením pronájmu nadzvukových stíhacích letounů na konci letošního roku) bude již příspěvek čistého vývozu lehce kladný (0,1 procentního bodu). Obdobnou hodnotu prognóza předpokládá i v roce 2017.

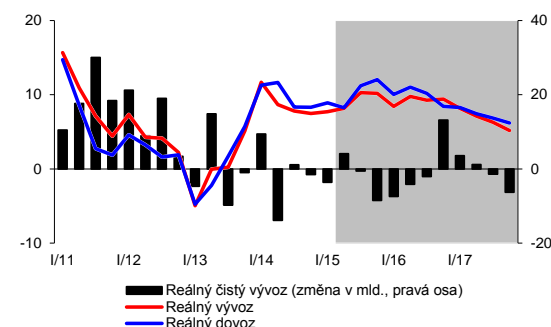
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu

Hrubá tvorba kapitálu v letošním roce poroste s přispěním čerpání EU fondů, poté její dynamika zvolní (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.19 Reálný vývoz a dovoz

Vývoz se bude díky rostoucí zahraniční poptávce zřetelně zvyšovat, dovoz poroste mírně rychleji kvůli zvyšující se domácí poptávce (meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



Tab. II.2.2 Prognóza vybraných veličin

Reálný disponibilní důchod nadále poroste při zrychlujícím růstu mezd a zvyšovat se bude i produktivita práce (meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2014	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.	progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	1,7	2,8	2,7	2,8
Zaměstnanost celkem	0,8	1,0	0,6	0,5
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	6,2	5,8	5,2	4,8
Produktivita práce	1,4	2,8	2,2	2,2
Průměrná nominální mzda	2,3	2,8	4,3	4,4
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,2	2,8	4,6	4,7
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	0,6	1,1	1,1	0,7
M2	4,2	5,7	6,1	6,5

^{a)} dle metodiky ILO, 15-64 let

⁶ Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 bude růst fixních investic jednorázově účtne zvýšen prodloužením pronájmu nadzvukových stíhacích letounů (viz předchozí poznámka pod čarou).

Prognóza **platební bilance** očekává růst přebytku běžného účtu v roce 2015 na 1,1 % HDP (v roce 2014 činil přebytek 0,6 % HDP), jeho stabilitu v příštím roce a mírné snížení v roce 2017 na 0,7 % HDP (Tab. II.2.3).

Příčinou zřetelného nárůstu aktiva **běžného účtu v roce 2015** bude zvýšení přebytku **bilance zboží** spojené především s nedávným poklesem cen energetických surovin přispívajícím ke zlepšení směnných relací (s pozitivním dopadem do bilance zboží v rozsahu cca 60 mld. Kč). Ve směru nižšího přebytku bilance zboží bude naopak působit rychlejší růst domácí poptávky než zahraniční a pokles vývozu do Ruska a na Ukrajinu⁷. Ke zvýšení přebytku běžného účtu, ovšem v menším rozsahu, přispěje též přechod **bilance druhotných důchodů** z mírného schodku do mírného přebytku vlivem vyššího čerpání EU fondů. V opačném směru než bilance zboží a druhotných důchodů bude na saldo běžného účtu působit mírně rostoucí deficit **bilance prvotních důchodů**, který souvisí zejména s očekávaným růstem důchodů nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR. Přebytek **bilance služeb** zůstane přibližně na úrovni minulého roku, když pokles čistých příjmů z cestovního ruchu (rychlejší růst výdajů než příjmů) bude kompenzován snížením záporného salda ostatních služeb.

Přebytek **běžného účtu v roce 2016** zůstane na úrovni letošního roku. Ve směru jeho zvýšení bude působit bilance zboží, a to vlivem doznívajícího cenového poklesu energetických surovin (zpožděná reakce cen plynu na předcházející propad cen ropy) a očekávaného mírného urychlení růstu zahraniční poptávky. Bilance druhotných důchodů by měla zůstat nadále mírně přebytková (vlivem plateb navazujících na dokončení projektů z EU fondů z minulého programového období). Ve směru nižšího přebytku běžného účtu bude působit pokračující růst deficitu prvotních důchodů spojený s dalším prohlubováním záporného salda důchodů z investic (očekávaný růst dividend i reinvestovaných zisků nerezidentů z přímých investic) a mírné zhoršení bilance služeb (snížení kladného salda cestovního ruchu). Předpokládaný mírný pokles přebytku běžného účtu v **roce 2017** souvisí především s očekávaným výrazně nižším čistým čerpáním zdrojů z EU fondů a prohlubováním záporného salda důchodů z investic.

Prognózované výrazné zvýšení přebytku **kapitálového účtu** oproti loňskému roku je v letech 2015 a 2016 spojeno výhradně s proplácením prostředků z EU fondů za programové období 2007 až 2013. V roce 2017 se v této položce naopak projeví jen pozvolné čerpání zdrojů z programů na období 2014 až 2020.

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

V letošním i příštím roce by se měl přebytek běžného účtu oproti roku 2014 zvýšit především díky poklesu cen energetických komodit a vyššímu čerpání EU fondů

(v mld. Kč)

	2014	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	26,1	50,0	50,0	35,0
Zboží	238,9	265,0	290,0	315,0
Služby	55,9	55,0	50,0	50,0
Prvotní důchody	-259,0	-275,0	-295,0	-320,0
Druhotné důchody	-9,7	5,0	5,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	32,2	100,0	65,0	20,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	48,0	350,0	192,0	112,0
Přímé investice	-133,6	20,0	-70,0	-70,0
Portfoliové investice	90,3	90,0	60,0	60,0
Finanční deriváty	-6,0			
Ostatní investice	24,2	90,0	70,0	50,0
Rezervní aktiva	73,1	150,0	132,0	72,0

^{a)} prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

⁷ Negativní dopad vývoje v těchto dvou zemích do bilance zboží je aktuálně odhadován na cca 40 mld. Kč.

V oblasti **přímých investic** bude poměrně vysoký čistý příliv z roku 2014 vystřídán mírným odlivem v roce 2015. Tato změna bude souviset výhradně s obratem toků kapitálu rezidentů vůči zahraničí, když stahování prostředků zpět do ČR pozorované v minulém roce bude vystřídáno obnoveným zájmem rezidentů o přímé investice v zahraničí.⁸ Příliv přímých investic ze zahraničí do ČR přitom bude přibližně stagnovat na úrovni minulého roku. Nejdůležitějšími faktory očekávaného zvýšení čistého přílivu přímých investic v roce 2016 budou odeznění letošních jednorázových vlivů na straně aktiv a již schválená poměrně významná nová investice do automobilového průmyslu v ČR. Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku. Struktura a rozsah přímých investic v roce 2017 jsou prognózovány na úrovni roku 2016.

Čistý odliv **portfoliových investic** v letošním roce se bude pohybovat přibližně na úrovni roku 2014, a to i přes meziročně výrazně vyšší zájem rezidentů o investice v zahraničí (především o investice do akcií). Na rozdíl od roku 2014 totiž v letošním roce nedojde k jednorázovému splacení eurových vládních obligací v rozsahu několika desítek mld. Kč. [V příštím roce lze očekávat zvýšení atraktivity tuzemského dluhopisového trhu v souvislosti s blížícím se ukončením kurzového závazku, a to jak pro rezidenty \(snížení odlivu\), tak i pro nerezidenty.](#) V letech 2016 a 2017 by se [tak měl čistý odliv kapitálu zmírnit.](#)

V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá vysoký, i když klesající, čistý odliv kapitálu z podnikového sektoru ve formě růstu depozit rezidentů v zahraničí, zvyšování poskytnutých úvěrů do zahraničí a splátek dříve přijatých úvěrů ze zahraničí. Očekávané snížení čistého odlivu je spojeno s předpokládaným postupným oživením investic v ČR [\(a zejména růstem atraktivity držby korunových aktiv firem kontrolovaných nerezidenty\).](#)

Prognóza **rezervních aktiv** odráží vedle výnosů z devizových rezerv zejména kladné saldo ve vztahu s EU (dočerpávání prostředků z minulého programového období a pozvolný náběh nových programů).⁹

[Prognózovaný deficit platební bilance bez operací bankovního sektoru \(včetně změny rezervních aktiv ČNB\) by](#)

⁸ Polovinu očekávaných investic rezidentů v zahraničí v roce 2015 přitom představuje akvizice Energetického a průmyslového holdingu v energetickém sektoru v Itálii.

⁹ Prognóza neobsahuje vliv intervencí proti posilování koruny. Zároveň panuje nejistota o protipoložkách, v nichž se intervence projeví.

měl v roce 2015 vzrůst na 200 mld. Kč¹⁰. Očekávané meziroční zvýšení přebytku běžného a kapitálového účtu totiž přibližně odpovídá růstu kladného salda operací vůči EU, které ČNB eliminuje v rezervách. Navíc se výrazně zvýší očekávaný čistý odliv kapitálu, zejména vlivem předpokládané změny v tocích přímých investic rezidentů v rozsahu 150 mld. Kč. Vyšší je i předpokládaný zájem rezidentů o portfoliové investice v zahraničí. V roce 2016 by se deficit platební bilance bez operací bankovního sektoru měl zmírnit o téměř dvě třetiny vlivem očekávaného opětovného obrátu v tocích přímých investic a zmírnění odlivu dluhového kapitálu (s blížícím se ukončením kurzového závazku, jehož vliv je však obtížné odhadnout). Další snížení deficitu platební bilance bez operací bankovního sektoru lze očekávat v roce 2017 především v důsledku dalšího zmírnění odlivu dluhového kapitálu.¹¹ Opticky se sice v roce 2017 významně snižuje přebytek běžného a kapitálového účtu; jedná se však výhradně o vliv očekávaného poklesu čistých příjmů z EU eliminovaných v rezervách ČNB, jinak se přebytek fakticky nemění.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a nastavení fiskální politiky se odrážejí ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2015 až 2017 (Tab. II.2.4).

V roce 2015 je očekáván pokles deficitu vládního sektoru na 1,4 % HDP, a to v důsledku zrychlujícího ekonomického růstu při současném odeznění mimořádných vlivů, které přispěly k jednorázovému zvýšení vládního deficitu v roce 2014.¹² Celkové působení fiskální politiky však bude i v letošním roce expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,6 procentního bodu (Tab. II.2.5). Podílet se na tom bude zejména zrychlení růstu vládních investic ve snaze o vyčerpání maximálního objemu prostředků z EU fondů z předchozího programového období, které bude podpořeno zvýšením zapojováním domácích zdrojů. Investiční výdaje budou navíc účtelně navýšeny o prodloužení pronájmu letounů

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

Strukturální schodek se letos prohloubí, pak se opět zmírní
(v % nominálního HDP)

	2014	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	40,6	40,1	40,3
Výdaje vládního sektoru	42,1	41,9	40,7	40,5
z toho: úrokové platby	1,3	1,2	1,1	1,0
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-2,0	-1,4	-0,6	-0,2
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-0,7	-0,2	0,5	0,8
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-0,6	-0,2	0,1	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-1,4	-1,2	-0,6	-0,3
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,8	-0,1	0,2	0,6
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-0,6	-1,1	-0,9	-0,9
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	-0,5	-0,4	0,2	0,0
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-1,1	-0,4	-0,2	0,1
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-0,4	-0,8	-0,5	-0,4
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	-0,3	-0,4	0,3	0,1
Dluh vládního sektoru	42,6	40,7	39,3	38,0

^{a)} saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

^{b)} Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na Zelenou úsporám, v roce 2014 příjem z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům, výplata Fondu pojištění vkladů a výpadek spotřebních daní na tabákové výrobky a v roce 2015 dopad prodloužení pronájmu stíhacích letounů.

^{c)} upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

^{d)} odhad ČNB

^{e)} Měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi).

Tab. II.2.5 Fiskální impuls

Fiskální impuls se bude na horizontu prognózy realizovat zejména prostřednictvím vládních investic (příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2014	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.	progn.
Fiskální impuls ^{a)}	0,3	0,6	-0,3	0,3
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,1	0,1	-0,1	0,0
soukromé investice	0,0	0,0	0,0	0,0
vládní investice domácí	0,1	0,1	0,0	0,1
vládní investice z EU fondů	0,2	0,3	-0,2	0,2

^{a)} Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

¹⁰ Prognózovaná hodnota může být výrazně nižší (až o 60 mld. Kč), pokud Energetický a průmyslový holding využije zahraniční financování pro svou akvizici.

¹¹ Rozsah toků dluhového kapitálu bude do značné míry ovlivňován způsobem opouštění kurzového závazku, především očekáváním trhu ohledně rozsahu budoucího posílení koruny a následnou strategií vybírání kurzových zisků investory.

¹² Výsledky hospodaření vládního sektoru byly v roce 2014 ovlivněny metodickými změnami, v rámci nichž byly do vládního sektoru zařazeny nové instituce. To se projevilo zejména v navýšení kapitálových výdajů o výplatu Fondu pojištění vkladů klientům zkrachovalých družstevních záložen (ve výši 0,3 % HDP). Vedle toho v souvislosti s legislativním omezením předzásobení tabákovými výrobky (s účinností od 1. 12. 2014) došlo k výraznému meziročnímu propadu inkasa spotřební daně z tabákových výrobků (v rozsahu 0,5 % HDP).

JAS-39 Gripen ve výši 0,2 % HDP, které však lze považovat za mimořádné, resp. jednorázové, opatření bez vlivu na fiskální impulz. Letošní zvýšení dynamiky vládních výdajů bude vedle toho umocněno dalším zrychlením mzdového růstu ve vládním sektoru a zvýšením penzí. K němu dochází jak v souvislosti s obnovením schématu plné valorizace penzí včetně jejich dodatečného jednorázového navýšení od ledna 2015, tak v důsledku plánované výplaty mimořádného příspěvku pro důchodce na konci roku. Na příjmové straně vládního sektoru se negativně projevuje zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % a zvýšení daňového zvýhodnění na dítě od ledna letošního roku. Proti tomu působí dopad zvýšení sazeb spotřební daně na tabákové výrobky.

V podmínkách pokračujícího hospodářského růstu dojde v **roce 2016** k dalšímu poklesu deficitu vládního sektoru na 0,6 % HDP. Na výdajové straně lze přitom očekávat znatelný meziroční pokles vládních investic v souvislosti s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z EU fondů, a dále i mírně nižší náklady na dluhovou službu. Příjmová strana vládního sektoru bude současně posílena dodatečnými příjmy z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky a ze zvýšení sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her. Fiskální politika tak bude v roce 2016 mírně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,3 procentního bodu.

V **roce 2017** lze očekávat pokles deficitu vládního sektoru na 0,2 % HDP. Toto snížení bude opět taženo zejména příznivým ekonomickým vývojem. Na příjmové straně vládního sektoru se navíc pozitivně projeví předpokládané zvýšení mimořádných příjmů z prodeje emisních povolenek (v rozsahu cca 0,2 % HDP), které bude v uvedeném roce jen částečně využito k financování programu „Nová zelená úsporám“. V souvislosti s očekávaným obnovením růstu investiční aktivity vládního sektoru spojeným s nabíhajícím čerpáním EU fondů z nového programového období však bude celkové působení fiskální politiky v roce 2017 mírně expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,3 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru se letos prohloubí (na hodnoty kolem 1 % HDP), poté opět poklesne. Při současném nastavení fiskální politiky tak bude v letech 2016 a 2017 plněn střednědobý cíl ve výši 1 % HDP.

V souvislosti se zapojením volné likvidity státní pokladny jako zdroje financování při současně rychlém ekonomickém růstu dojde v letošním roce k významnému poklesu **poměru vládního dluhu k HDP**, a to na necelých 41 %. V příštích dvou letech prognóza očekává další pokles vládního dluhu v poměru k HDP (na 38 % v roce 2017). K tomu přispěje při nízkých deficitech vládního sektoru, resp. primárních přebytcích, i další využití volné likvidity státní pokladny, zrychlující růst nominálního

HDP a předpokládané další snížení efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a pozitivním vnímáním ČR.

Rizika fiskální prognózy jsou vychýlena směrem k lehce nižšímu schodku vládního sektoru, a to především v letech 2016 a 2017. Prognóza nezohledňuje případný pozitivní dopad navrhovaných opatření omezujících daňové úniky a zvýšení efektivnosti výběru daní, jejichž kvantifikace a účinnost je zatím zatížena velkou mírou nejistoty.¹³ Vedle toho může dojít k poněkud většímu než očekávanému propadu vládních investic v roce 2016 a k jejich nižšímu růstu v roce 2017 v souvislosti se zpoždujícím se náběhem čerpání prostředků z EU fondů v rámci nového programového období. Mírným rizikem fiskální prognózy pro letošní rok směrem k vyššímu schodku je naopak možné zvýšení platů státních zaměstnanců již od listopadu tohoto roku.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

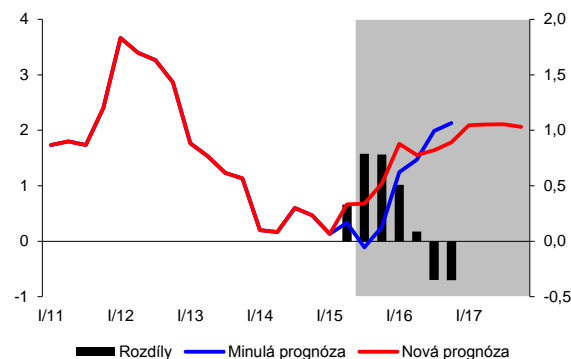
Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze zvyšuje až do poloviny příštího roku z důvodu vyšší pozorované inflace a méně výrazného poklesu regulovaných cen. Poté jsou prognózované hodnoty obou uvedených ukazatelů inflace mírně nižší. Vyšší růst HDP v prvním čtvrtletí 2015 a rychlejší oživení na trhu práce vedou k přehodnocení meziročního růstu HDP v letošním roce zřetelně směrem nahoru, v roce 2016 se naopak predikce mírně snižuje. Dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá vzhůru na celém horizontu prognózy z důvodu vyššího pozorovaného růstu mezd a rychlejšího oživení domácí ekonomické aktivity. Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016 se nemění.

Predikce meziroční **celkové inflace** se až do poloviny příštího roku oproti minulé prognóze zvyšuje, poté je tomu naopak (Graf II.3.1). To platí pro čistou inflaci i regulované ceny. Vývoj čisté inflace (Graf II.3.2) je na prognóze ovlivněn vyšší pozorovanou inflací v posledních měsících (včetně vyššího růstu cen potravin) a aktuálním stavem domácí ekonomiky. Ten je v letošním roce oproti minulé prognóze charakterizován mírně silnějšími nákladovými tlaky z důvodu vyššího růstu mezd (což se projevuje mimo jiné ve vyšší korigované inflaci bez

Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace

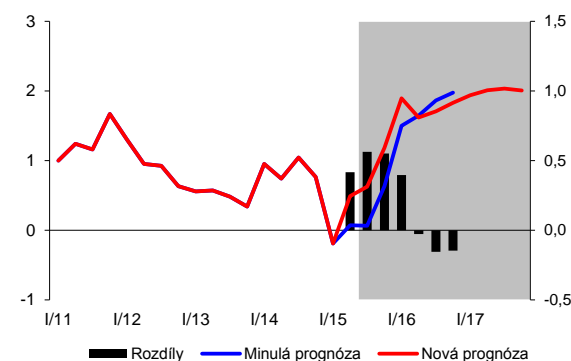
Prognóza celkové inflace se až do poloviny příštího roku zvyšuje, poté je oproti minulé prognóze mírně nižší

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



Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace

Predikce čisté inflace je do začátku příštího roku vyšší, což odráží její vývoj v posledních měsících a silnější proinflační tlaky z domácí ekonomiky (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



¹³ MF v rámci příprav státního rozpočtu ČR na rok 2016 předpokládá pozitivní meziroční dopad těchto opatření ve výši 0,3 % HDP v roce 2016 a 0,1 % HDP v roce 2017 (viz materiál pro jednání vlády „Příprava státního rozpočtu České republiky na rok 2016 a střednědobého výhledu na léta 2017 a 2018“ z června 2015).

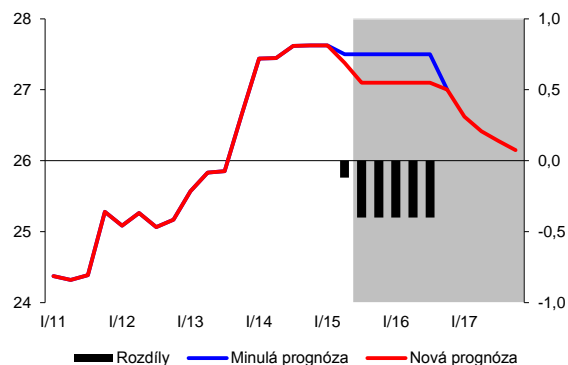
pohonných hmot). V opačném směru bude naopak působit silnější kurz koruny vůči euru ve srovnání s předpoklady minulé prognózy. V roce 2016 se fundamentální tlaky na růst nákladů celkově výrazně nemění, lehce směrem dolů na meziroční čistou inflaci však působí odeznění vyššího než očekávaného růstu cen během uplynulých měsíců letošního roku (efekt základny u cen potravin a pohonných hmot). Přehodnocení prognózy regulovaných cen odráží odsunutí poklesu cen plynu pro domácnosti na počátek příštího roku při jeho současném zmírnění oproti minulé predikci. Ostatní položky regulovaných cen zůstávají téměř beze změny. Výhled **měnověpolitické inflace** je přehodnocen obdobně jako u celkové inflace, když odhad dopadů změn nepřímých daní zůstává do konce roku 2016 v souladu s minulou prognózou.

V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz grafy v kapitole II.1) byl oproti minulé prognóze výrazně snížen výhled cen výrobců v efektivní eurozóně pro letošní rok vlivem nižších pozorovaných hodnot z počátku letošního roku. V roce 2016 je přehodnocení směrem dolů jen mírné. Predikce růstu zahraniční poptávky se lehce zvyšuje pro letošní rok, v příštím roce jsou změny zanedbatelné. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se až do konce roku 2016 mění jen nepatrně. **V prognóze je však nově zohledněn vliv rozšíření programu nákupu aktiv ze strany ECB, který odpovídá dodatečnému uvolnění měnových podmínek zhruba o 1 procentní bod oproti aktuálnímu výhledu tržních sazeb 3M EURIBOR.**

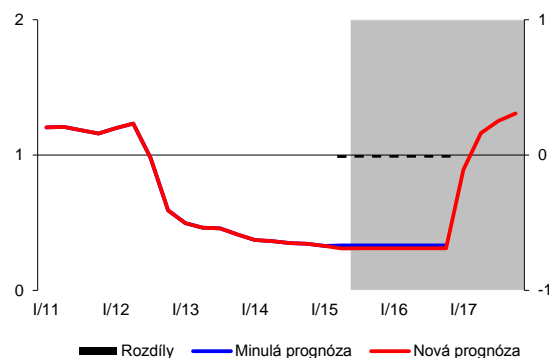
V důsledku jen pozvolného budoucího návratu inflace na cíl ČNB a s tím spojené potřeby dlouhodobého uvolnění domácích měnových podmínek zůstal stejně jako v minulé prognóze zachován předpoklad používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Předpokládaný **kurz koruny k euru** je nastaven na silnější hladině oproti minulé prognóze, tzn. **27,1 CZK/EUR až do třetího čtvrtletí 2016 a 27 CZK/EUR na konci roku 2016 (Graf SZ II.3.1).** Ta je v nové prognóze jen lehce slabší než vyhlášená hladina kurzového závazku ČNB. Trajektorie domácích tržních **úrokových sazeb** se do konce příštího roku nemění (Graf II.3.3).

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** pro rok 2015 se nachází výrazně nad minulou predikcí (Graf II.3.4). K přehodnocení přispívá zejména značně rychlejší růst HDP v prvním čtvrtletí letošního roku a lehce vyšší zahraniční poptávka. V roce 2016 se výhled růstu HDP mírně snižuje zejména vlivem vyšší srovnávací základny (zejména pro první čtvrtletí roku) a silnějšího kurzu koruny vůči euru. Zároveň v obou letech došlo ke změnám v rámci jednotlivých složek poptávky. Prognóza spotřeby domácností se v letošním i příštím roce posouvá směrem nahoru vlivem vyššího růstu mezd a zaměstnanosti při nižší míře úspor. Vyšší ekonomická aktivita se na horizontu prognózy projevuje také ve výraznějším nárůstu

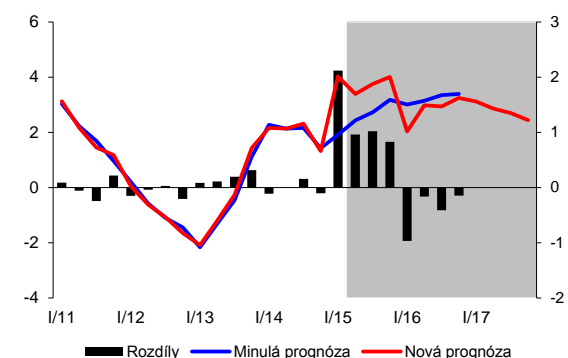
Graf SZ II.3.1 Změna prognózy kurzu
Předpokládaný měnový kurz se posouvá až do třetího čtvrtletí 2016 k silnějším hodnotám, tj. do těsné blízkosti závazku ČNB (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb
Trajektorie úrokových sazeb zůstává nezměněna při předpokládaném setrvání v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016 (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.3.4 Změna prognózy HDP
Prognóza vývoje HDP se pro letošní rok výrazně zvyšuje, pro příští rok je naopak mírně nižší (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



investic, než očekávala minulá prognóza. Spotřeba vlády poroste obdobným tempem jako v minulé prognóze a výrazně přehodnocen není ani předpokládaný fiskální impulz pro jednotlivé roky.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP se v roce 2015 posouvá ve srovnání s minulou prognózou do méně záporných hodnot v důsledku lehce vyššího růstu zahraniční poptávky a tudíž rychlejšího růstu vývozu. Naopak v roce 2016 bude příspěvek čistého vývozu méně kladný z důvodu mírně rychlejšího růstu domácí poptávky. Zvýšená dynamika vývozu i dovozu bude odrážet rychlejší oživení domácí a částečně i zahraniční poptávky.

Oproti minulé prognóze se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře posouvá výše (Graf II.3.5). Přehodnocení odráží především vyšší pozorovanou dynamiku mezd a rychlejší oživení domácí ekonomické aktivity.

Meziroční růst implikované agregátní **technologie** je oproti minulé prognóze přehodnocen směrem nahoru na celém horizontu v důsledku revize dat na minulosti a vysokého růstu HDP začátkem letošního roku. Také vývoj práce zhodnocující technologie, aproximující národohospodářskou produktivitu práce, je v letech 2015 a 2016 mírně zvýšen v souladu s pozorovanými daty o vývoji produktivity práce.

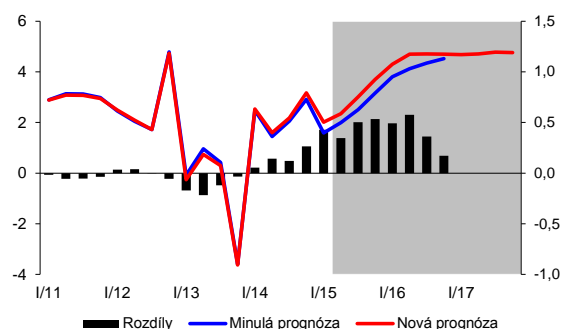
II.4 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

*Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se nadále pohybují pod cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou stabilní na jeho úrovni. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se nachází v lehce záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace je naopak mírně kladný. Analytici v průměru očekávají, že v letošním roce ekonomika vzroste o více než 3 %, v příštím roce její růst zpomalí pod tuto úroveň. Kurz koruny by podle analytiků měl být v ročním horizontu zhruba stabilní na hodnotách lehce nad hladinou 27 CZK/EUR, tj. **poblíž hodnoty předpokládané prognózou ČNB, příp. jen mírně slabší**. Všichni analytici očekávají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016. Všichni zároveň předpokládali, že na srpnovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled na rok dopředu naznačuje jen nepatrný pokles úrokových sazeb, a pohybuje se tak v těsné blízkosti trajektorie sazeb z nové prognózy ČNB.*

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu zastavila v posledních měsících sestupný trend a lehce se zvýšila na hodnotu 1,6 %. V tříletém horizontu se očekávaná inflace dlouhodobě pohybuje na úrovni 2% cíle ČNB nebo

Graf II.3.5 Změna prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře

Prognóza nominálních mezd se posouvá k vyšším tempům růstu (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno^{a)})



^{a)} Rozdíly mezi minulou a novou prognózou u již známé skutečnosti jsou dány vedle revize i sezonním očištěním ČNB.

Tab. II.4.1 Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se pohybují pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou s ním v souladu (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/15	4/15	5/15	6/15	7/15
IOFT:					
Index spotř. cen	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6
Index spotř. cen v horizontu 3R	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2015	2,4	2,5	2,8	3,3	3,3
Reálný HDP v roce 2016	2,6	2,6	2,8	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	3,0	2,8	2,8	2,8
Nominální mzdy v roce 2016	3,1	3,1	3,5	3,4	3,7
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,4	27,4	27,5	27,3	27,1
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Podniky:					
Index spotř. cen	1,5			1,5	

v jeho těsné blízkosti. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvala pod cílem (Tab. II.4.1).

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se ve druhém čtvrtletí 2015 nadále nacházel v lehce záporných hodnotách (Graf II.4.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor **očekávané inflace** je naopak dlouhodobě mírně kladný. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti. Ve druhém čtvrtletí 2015 se přitom tento ukazatel v průměru mírně zvýšil.

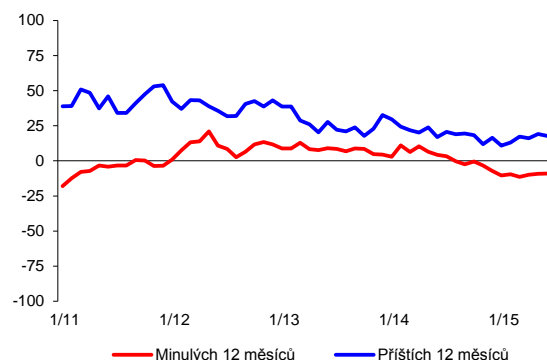
Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce více než 3% přírůstek HDP (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). V příštím roce by ekonomika měla svůj růst zpomalit pod tuto úroveň. Plynulé urychlení dynamiky se naopak předpokládá v případě mzdového vývoje. V ročním horizontu se očekává zhruba stabilita měnového kurzu koruny na úrovních lehce nad hladinou 27 CZK/EUR (analytici ze šetření IOFT) nebo jen mírné oslabení oproti současným hodnotám (analytici ze šetření CF). Všichni se zároveň domnívají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016, tedy v souladu s dosavadní komunikací bankovní rady. Nová prognóza ČNB přitom předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB všech čtrnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním roce mírně nižší růst reálného HDP, v roce 2016 se růstové vyhlídky téměř shodují. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu odpovídá prognóze ČNB. Také očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB. **Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků pohybuje přibližně na stejné úrovni jako v prognóze ČNB, příp. na mírně slabší hladině.**

Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb předpokládanou novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich nepatrný pokles. To odpovídá očekávané stabilitě měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při zanedbatelném poklesu prémie na peněžním trhu. V ročním horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují v těsné blízkosti trajektorie sazeb předpokládané v nové prognóze ČNB, která je založena na stabilitě prémie na peněžním trhu.

Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace

Indikátor vnímané inflace setrval v záporných hodnotách, očekávaná inflace se mírně zvýšila (zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



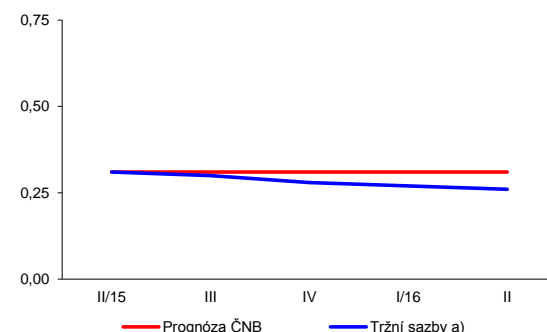
Tab. II.4.2 Očekávané ukazatele dle CF

Analytici dle CF předpokládají, že ekonomika letos vzroste o více než 3 %, v příštím roce tempo růstu zpomalí pod tuto úroveň (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/15	4/15	5/15	6/15	7/15
Reálný HDP v roce 2015	2,5	2,5	2,7	3,0	3,3
Reálný HDP v roce 2016	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	2,8	2,8	2,8	2,9
Nominální mzdy v roce 2016	3,4	3,4	3,4	3,4	3,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,4	27,5	27,4	27,3	27,3
3M PRIBOR (v %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Očekávané úrokové sazby odvozené z FRA se nacházejí v těsné blízkosti sazeb z nové prognózy ČNB (v %)



^{a)} pro II/15 a III/15 3M PRIBOR, pro IV/15 až II/16 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 24.7.2015

III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2015 zdatelně zrychlila a v průměru dosáhla hodnoty 0,7 %. Měnověpolitická inflace činila 0,4 %. Inflace se tak nadále nacházela výrazně pod cílem ČNB. Směrem k vyšší inflaci začal působit obnovený růst cen potravin, zároveň ceny pohonných hmot dále zmírnily svůj meziroční pokles. Rychle rostoucí domácí ekonomika a pokračující zlepšování situace na trhu práce působily ve směru zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. To se nejzřetelněji projevilo v korigované inflaci bez pohonných hmot, která zůstala stabilní, a to i přes odeznění přímého vlivu oslabeného kurzu koruny vůči euru a nadále utlumený cenový vývoj v zahraničí. Regulované ceny pokračovaly v nepatrném meziročním růstu.

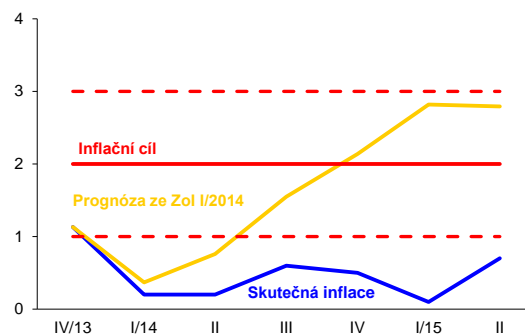
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2015 nadále nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí 2015 je přitom nutné zkoumat období zhruba od října 2013 do března 2015, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se nicméně z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání Zprávy o inflaci I/2014 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci I/2014 byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem na úrovni 27 CZK/EUR do počátku roku 2015. Celková inflace měla na začátku roku 2014 poklesnout, když mírný nárůst čisté inflace měl být převážen výrazným propadem regulovaných cen a odezněním primárních dopadů změn DPH z roku 2013. Slabší hladina kurzu se měla promítat do rostoucích dovozních cen a také pozitivně působit na domácí ekonomickou aktivitu. Postupně se tak měly obnovit i inflační tlaky z domácí ekonomiky a přebírat hlavní roli v cenovém vývoji. Inflace se měla vrátit k 2% cíli ČNB na konci roku 2014, poté se přiblížit k horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle, a v průběhu roku 2015 se pak k cíli seshora navracet (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace měla v roce 2014 nejprve klesnout k hodnotám blízko nuly a poté se

Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2015 nacházela výrazně pod prognózou ze Zoi I/2014 (meziročně v %)



postupně dostat na cíl. Následné dočasné překročení inflačního cíle mělo přispět k uvolnění reálných měnových podmínek prostřednictvím zvýšení inflačních očekávání a zároveň umožnit bezpečně opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb a návrat do standardního režimu měnové politiky.

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** v celém období pohybovala výrazně pod prognózou, přičemž odchylka se až do počátku roku 2015 zvětšovala. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce ve druhém čtvrtletí 2015 dosáhl 2,1 procentního bodu s přispěním všech složek cenového vývoje s výjimkou primárních dopadů změn nepřímých daní. Korigovaná inflace bez pohonných hmot sice díky oslabení měnového kurzu a obnovení růstu ekonomiky postupně zrychlovala až do zřetelně kladných hodnot, avšak vzhledem k deflačnímu vývoji v eurozóně a pomalejšímu oživení domácího mzdového vývoje se tak dělo podstatně pozvolněji oproti prognóze. K významné odchylce ve vývoji cen potravin vedl výraznější než očekávaný pokles světových cen zemědělských komodit v celém hodnoceném období a embargo na dovoz do Ruska. Do vývoje regulovaných cen se promítl hlubší pokles cen ve zdravotnictví na začátku roku 2014 a propad cen energetických komodit na přelomu let 2014 a 2015 (Tab. III.1.1).

Na výrazně nižší domácí inflaci oproti prognóze se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Nejvýraznější odchylku zaznamenal ukazatel výrobních cen v zahraničí, který se oproti předpokladům pohyboval v silně záporných hodnotách. Růst zahraniční poptávky též nedosahoval předpokládané dynamiky. Také zahraniční úrokové sazby se od poloviny roku 2014 dále snižovaly, s čímž prognóza nepočítala. Na přelomu let 2014 a 2015 neočekávaně propadly rovněž ceny ropy (Tab. III.1.2). V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci více protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek. **Domácí tržní úrokové sazby** však vykazovaly přibližnou stabilitu (Tab. III.1.3), neboť jejich snížení v realitě nemohlo nastat kvůli existenci nulové dolní meze. Výraznější odchylku od predikovaných hodnot lze pozorovat jen v první polovině roku 2015, kdy prognóza předpokládala ukončení využívání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky a návrat do standardního režimu, k čemuž však ve skutečnosti nedošlo. **Měnový kurz** setrval na hodnotách, které sice byly mírně slabší vůči vyhlášenému závazku ČNB, avšak nedostatečné ke kompenzování deflačních tlaků ze zahraničí a zajištění návratu inflace na cíl. Dopady více protiinflačního vývoje zahraničí na domácí cenový vývoj tak byly podstatně silnější než v prostředí, kdy měnová politika není omezena nulovou dolní mezí úrokových sazeb.

Vývoj české ekonomiky od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Skutečný růst domácího HDP byl vyšší než predikovaný s výjimkou druhé poloviny roku 2014, kdy se

Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Odchylka inflace od prognózy byla dána vývojem všech složek cenového vývoje s výjimkou primárních dopadů změn nepřímých daní (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol I/2014	Skutečnost 2.čtvrtletí 2015	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,8	0,7	-2,1
z toho:			
regulované ceny	2,8	0,3	-0,5
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,2	0,3	0,1
ceny potravin ^{b)}	2,6	0,7	-0,5
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	2,8	-10,1	-0,4
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	2,4	1,1	-0,8

^{a)} Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.

^{b)} Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí

Zahraníční veličiny působily v souhrnu protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	1,1	1,2	1,7	2,1	2,2	2,1
	s	1,4	0,9	0,8	1,0	1,2	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-0,5	0,8	0,9	1,2	1,3	1,5
	s	-1,9	-1,6	-1,8	-2,1	-2,9	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
	s	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,35	1,33	1,31	1,30	1,29	1,28
	s	1,37	1,37	1,32	1,25	1,13	1,10
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	106,1	104,9	103,7	102,5	101,4	100,2
	s	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1	63,5

p - předpoklad, s - skutečnost

^{a)} ve stálých cenách

^{b)} sezonně očištěno

^{c)} výhled efektivního ukazatele ze Zol I/2014

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin

Pozorovaný vývoj HDP byl s výjimkou druhého pololetí 2014 rychlejší než prognózovaný, růst mezd naopak postupně zaostával za predikcí

		I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15
3M PRIBOR (v %)	p	0,4	0,4	0,4	0,4	1,0	1,1
	s	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	kurz. závazek poblíž 27 CZK/EUR					
	s	27,4	27,4	27,6	27,6	27,6	27,4
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	1,1	2,1	3,1	2,7	3,5	2,8
	s	2,2	2,1	2,6	1,0	4,0	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	3,4	2,0	2,6	3,2	4,0	4,5
	s	3,4	2,2	1,5	1,8	2,1	-

p - prognóza, s - skutečnost

^{a)} sezonně očištěno

^{b)} v podnikatelském sektoru

projevil mimo jiné pomalejší růst zahraniční poptávky. Rychlejší oproti prognóze přitom byla dynamika reálné spotřeby domácností, investic i spotřeby vlády. Vykázané růsty objemu vývozu a dovozu na počátku roku 2014 stouply s přispěním oslabeného kurzu koruny, a to znatelně až nad predikované hodnoty. Poté se jejich meziroční tempa přiblížila zpět k prognóze (u vývozu dočasně i pod prognózu), přičemž toto zpomalení odráželo prognózou neočekávaný útlum dynamiky zahraniční poptávky. Růst nominálních mezd od druhé poloviny roku 2014 zaostával za predikovanými hodnotami. To spolu se silně protiinflačním cenovým vývojem v zahraničí vedlo k výrazně nižší inflaci oproti prognóze.

Pro rozhodování bankovní rady o **nastavení měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz buď jako mírně protiinflační nebo jako vyrovnaná. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu znatelně převažovala protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a propad světových cen energetických komodit). Oslabený kurz koruny ovlivněný zejména kurzovým závazkem ČNB působil ve směru uvolňování měnových podmínek v situaci, kdy bylo na konci roku 2012 dosaženo nulové dolní meze u měnověpolitických sazeb. Přímé promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen v současnosti odeznělo, kurz ale nadále přispívá k růstu domácí ekonomiky, která působí směrem ke zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Inflační cíl je v současné době sice podstřelován, ale bez oslabení kurzu koruny by celková inflace byla pravděpodobně záporná.

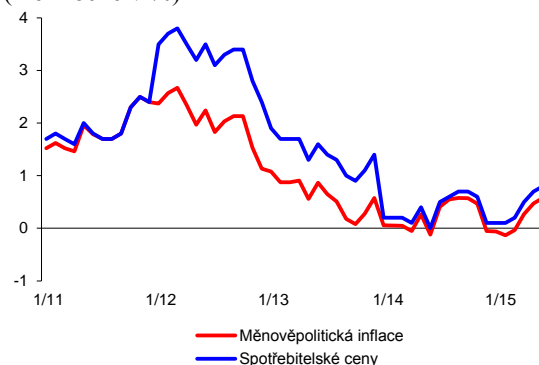
V souhrnu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od října 2013 do března 2015 měla být ještě výrazně uvolněnější, resp. uvolňování měnové politiky prostřednictvím kurzu mělo být prováděno s větší razancí. Nicméně díky provedení oslabení kurzu byla měnová politika uvolněna dostatečně na to, aby byla odvrácena bezprostřední hrozba deflace spojené s propadem poptávky, a s tím i celkové makroekonomické nestability.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve druhém čtvrtletí 2015 dosáhla **meziroční inflace**¹⁴ v průměru 0,7 %, v jeho průběhu přitom postupně zrychlovala a v červnu dosáhla 0,8 % (Graf III.1.2). Nadále se ovšem nacházela výrazně pod cílem ČNB. Na její zvýšení měly zejména vliv ceny potravin, které se vrátily k meziročnímu růstu. Zároveň ceny pohonných hmot pokračovaly ve zmiřňování svého meziročního poklesu. Korigovaná inflace se

Graf III.1.2 Inflace

Meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2015 znatelně zrychlila (meziročně v %)



¹⁴ Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

udržela na hodnotách z předchozího čtvrtletí, a to i přes utlumený cenový vývoj v zahraničí a odeznění přímého efektu oslabeného kurzu koruny vůči euru. Regulované ceny pokračovaly v nepatrném meziročním růstu ze začátku letošního roku.

Ve **struktuře meziroční inflace** byl tak ve druhém čtvrtletí 2015 pokračující, avšak již mírnější, pokles cen pohonných hmot více než kompenzován stabilní korigovanou inflací bez pohonných hmot, obnoveným růstem cen potravin a příspěvkem změn daní v neregulovaných cenách (Graf III.1.3). Regulované ceny přispěly k růstu cenové hladiny jen nepatrně.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen dosáhl ve druhém čtvrtletí 2015 0,2 procentního bodu. Směrem k vyšší inflaci působil dopad dvou harmonizačních úprav spotřební daně na cigarety a tabák v roce 2014 se souhrnným vlivem 0,3 procentního bodu do celkové inflace. V opačném směru působilo zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na léky, knihy a nenahraditelnou dětskou výživu od začátku letošního roku s dopadem necelé -0,1 procentního bodu.

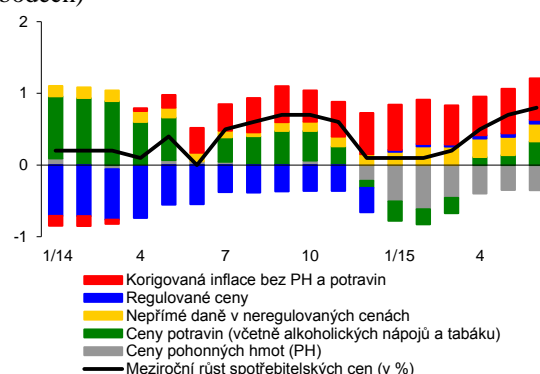
Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, se ve druhém čtvrtletí letošního roku odpoutala od nulových hodnot a dosáhla průměrné hodnoty 0,4 %. Vykazovala přitom zrychlující tendenci a v červnu dosáhla 0,6 %. Měnověpolitická inflace se nicméně stále nacházela výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.

Regulované ceny pokračovaly ve druhém čtvrtletí 2015 v lehkém meziročním růstu, který oproti předchozímu čtvrtletí jen nepatrně zrychlil a dosáhl průměrné hodnoty 0,3 % (Graf III.1.4). K tomu přispělo zejména zvýšení cen tepla pro domácnosti. Růst regulovaných cen nadále odrážel lednové zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti v důsledku zvýšení poplatků souvisejících s dodávkou plynu a růst vodného a stočného. Protiinflačně naopak působilo zrušení zbývajících regulačních poplatků ve zdravotnictví s výjimkou poplatku za pohotovost a v menší míře i lehký pokles cen elektrické energie pro domácnosti.

Meziroční růst **tržních cen** měřený čistou inflací¹⁵ se ve druhém čtvrtletí 2015 vrátil do kladných hodnot, když dosáhl v průměru 0,5 %. V průběhu tohoto čtvrtletí přitom jejich růst zrychloval a v červnu dosáhl 0,7 %. Ve vývoji tržních cen se odráželo obnovení růstu cen potravin a zmírnění poklesu cen pohonných

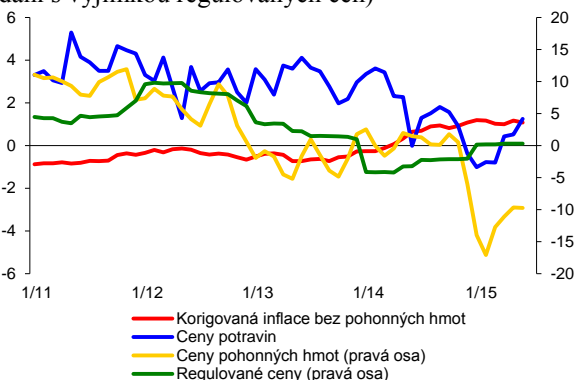
Graf III.1.3 Struktura inflace

Pokles cen pohonných hmot byl převážěn růstem ostatních tržních cen a změnami daní (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



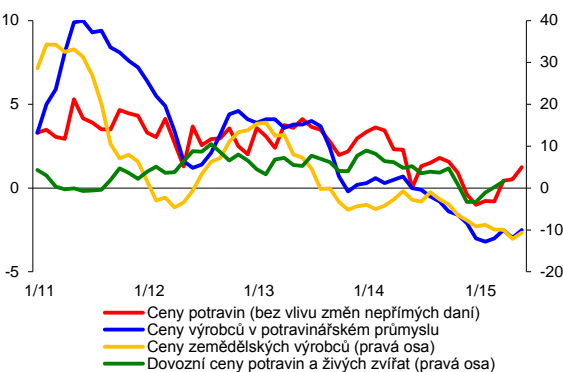
Graf III.1.4 Vývoj složek inflace

Korigovaná inflace bez PH zůstala zřetelně kladná, ceny potravin se vrátily k růstu (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



Graf III.1.5 Ceny potravin

Růst cen potravin se obnovil v souvislosti se zvyšováním dovozních cen, zatímco domácí ceny zemědělských výrobců pokračovaly v poklesu (meziroční změny v %)



¹⁵ Následující text popisuje meziroční vývoj hlavních složek tržní inflace bez vlivu daňových změn.

hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla v průměru stabilní.

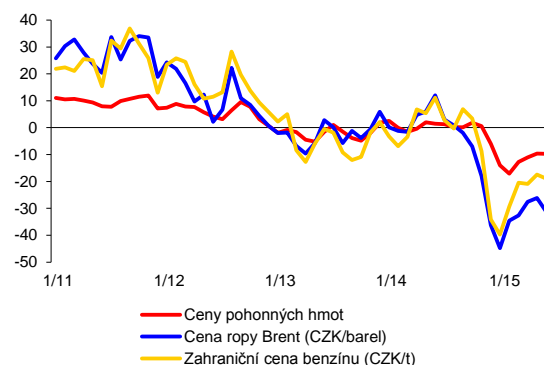
Ceny **potravin** ve druhém čtvrtletí letošního roku obnovily meziroční růst, který v průměru dosáhl 0,7 %, přičemž v červnu zrychlil na 1,3 % (Graf III.1.5). V tom se projevil vývoj dovozních cen, kde byl zaznamenán výrazný nárůst ve stejných položkách jako v domácích spotřebitelských cenách potravin (zejména ovoce a zelenina). Tento vliv tak převážil nad protiinflačním působením pokračujícího meziročního poklesu cen zemědělských výrobců.

Meziroční pokles **cen pohonných hmot**, odvíjející se především od propadu cen ropy ve druhé polovině předchozího roku, se ve druhém čtvrtletí 2015 dále zmírnil (Graf III.1.6). V průměru se pohyboval zhruba na 10% úrovni. Přitom došlo k částečnému odchýlení zahraničních cen benzínů od cen ropy Brent, když ceny benzínů a následně i domácí ceny pohonných hmot korigovaly svůj meziroční pokles oproti ropě o něco výrazněji.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla nadále kladná, když ve druhém čtvrtletí 2015 v průměru dosáhla 1,1 % meziročně (Graf III.1.7). Odezdnění přímých efektů předchozího oslabení kurzu CZK/EUR a pokračující pokles zahraničních cen výrobců se projevily ve vývoji **cen ostatních obchodovatelných statků**, které v červnu zpomalily svůj meziroční růst na 0,4 %. Směrem k vyššímu růstu cen ostatních obchodovatelných statků přitom naopak působil vliv oslabeného kurzu CZK/USD (více viz BOX 1). Růst domácích **cen neobchodovatelných statků**¹⁶ se naopak udržel na relativně vysokých hodnotách a v průběhu druhého čtvrtletí 2015 dále zrychloval (v červnu na 1,6 %). Ve vývoji těchto cen se odrážel zejména pokračující růst domácí ekonomické aktivity a zlepšující se situace na trhu práce. V rámci cen neobchodovatelných statků přitom k růstu přispěly zejména ceny čistého nájemného, dovolených s komplexními službami a ceny pojistných a finančních služeb.

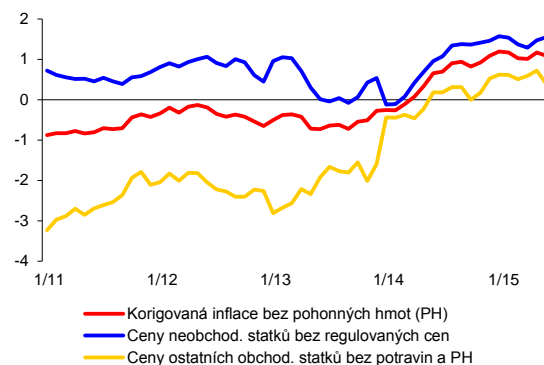
Graf III.1.6 Ceny pohonných hmot

Pokles cen pohonných hmot se dále zmírnil v návaznosti na vývoj zahraničních cen benzínů (meziroční změny v %)



Graf III.1.7 Korigovaná inflace bez pohonných hmot

Korigovaná inflace bez PH zůstala stabilní s kladnými příspěvky obou svých složek (meziroční změny v %)



BOX 1
Průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží

Výrazné oslabení eura vůči dolaru na konci předchozího a počátku letošního roku vedlo k oslabení koruny vůči americké měně až o 28 % (v dubnu 2015). Souběžné zrychlení meziročního růstu cen obchodovatelného zboží (Graf III.1.7) postavilo opět do popředí otázku **kvantifikace průsaku kurzu CZK/USD do domácí inflace** jdoucího nad rámec regulovaných cen energií a cen pohonných hmot. U nich je vliv

Tab. 1 (BOX) Odhad podílu dovozu v EUR a USD

Dolarové oblasti mají více než poloviční váhu na dovozu elektroniky, odívání a obuvi (v %, odhad ČNB, rok 2014)

	USD ¹⁾	CPI váha
Elektrotechnika ²⁾	67	2,7
Odívání	54	2,4
Obuv	59	0,9

1) Uvedené odhady jsou založeny na podílu dovozu z jednotlivých zemí, u kterých je expertně stanovena převažující měnová denominace kontraktů.

2) V tom hlavně: počítače do 10 kg, televize, telefony vč. mobilních, domácí spotřebiče.

¹⁶ Tento segment zahrnuje především služby.

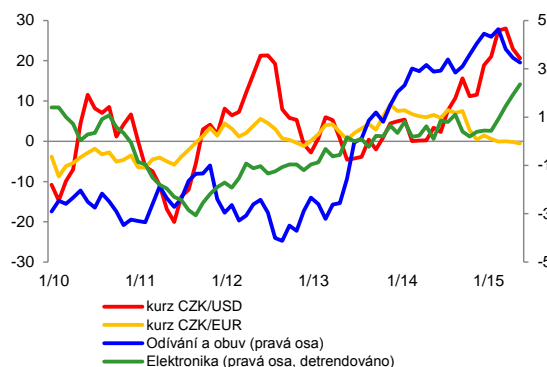
kurzu CZK/USD tradičně dobře „zmapován“ a standardně zahrnován do prognózy.

V tomto boxu je proto zkoumán **dopad kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží** jako složky korigované inflace bez pohonných hmot. Zde byl vliv změn kurzu dolaru v historických datech empiricky spíše slabý a nestálý. Pozorovaný souběh oslabení kurzu CZK/USD a růstu cen ostatních obchodovatelných cen statků bez pohonných hmot lze ilustrovat především u skupin odívání a obuv, resp. elektronika¹⁷ (Graf 1). V těchto skupinách odhadovaný podíl dovozů z dolarových oblastí (Tab. 1) výrazně převyšuje jejich odhadovaný průměrný podíl na celkovém dovozu do ČR (20–30 % dle metody odhadu¹⁸). Souběžné oslabování kurzu CZK/USD a nárůst cen elektroniky, odívání a obuvi ukazuje Graf 1. Tato kladná korelace však platí zejména v posledních letech, v dřívějším období není tolik patrná. Navíc se týká jen omezené části spotřebního koše (sestavený dílčí index cen elektroniky má váhu 2,7 %, odívání a obuv dalších 3,3 %, oproti celkové váze obchodovatelných statků v rámci korigované inflace bez pohonných hmot 21,2 %).

Komplexnější pohled nabízí **analýza chování cenového indexu obchodovatelného zboží v rámci empirického modelu vektorové autoregrese (VAR)**. Do modelu VAR byly zahrnuty zahraniční a regulované ceny, mezera výstupu, ceny ostatních neobchodovatelných a obchodovatelných statků v rámci korigované inflace bez pohonných hmot a kurzy koruny vůči dolaru a euru (vše na měsíční frekvenci). Toto řazení proměnných je použito k identifikaci strukturálních šoků pomocí tzv. Choleského dekompozice. Odhad byl proveden na logaritmech úrovní (s výjimkou mezery výstupu, která je v procentech). Zobrazené impulzní odezvy (Graf 2) je tedy možné interpretovat jako procentní odezvu cen ostatních obchodovatelných statků na procentní šok do příslušné proměnné. Z výsledků vyplývá, že průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelných statků probíhá oproti kurzu CZK/EUR s větším zpožděním, když se statisticky významný cenový dopad dostavuje až zhruba po 6 měsících (Graf 2). Oproti průsaku kurzu CZK/EUR je navíc intenzita průsaku změny kurzu CZK/USD zhruba čtvrtinová.¹⁹

Graf 1 (BOX) Ceny elektroniky a kurz CZK/EUR a CZK/USD

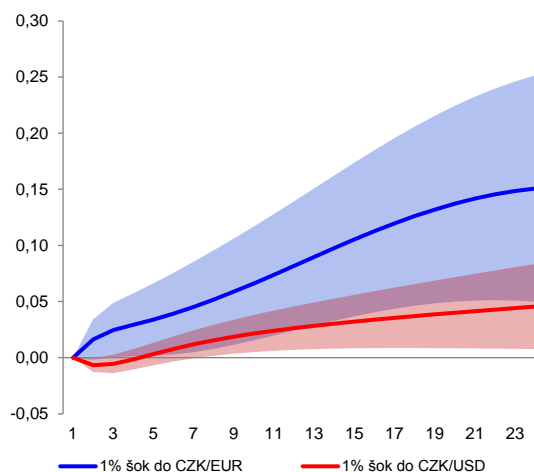
V posledních letech je zřetelný souběh vývoje kurzu CZK/USD a vývoje cen elektroniky, odívání a obuvi (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)



Graf 2 (BOX) Impulzní odezvy cen obchodovatelných statků bez PH na kurzové šoky

Průsak kurzu CZK/USD do cen je oproti kurzu CZK/EUR zhruba čtvrtinový, navíc k němu dochází s delším zpožděním

(procentní odezva cen obchodovatelných statků na procentní impulz do příslušné proměnné, plocha vyznačuje 90% interval spolehlivosti, vodorovná osa v měsících, výpočet ČNB)



¹⁷ Ta zahrnuje nejen výpočetní a audiovizuální techniku, ale i velké spotřebiče používané v domácnosti – tzv. „bílé zboží“.

¹⁸ Dle teritoriálního rozdělení mezinárodního obchodu vychází odhad podílu dovozu z dolarových oblastí na cca 30 %; studie Lai a Yu: „Invoicing Currency in International Trade: An Empirical Investigation and Some Implications for the Renminbi“ z roku 2014 uvádí podíl kolem 20 %.

¹⁹ K dalším vlastnostem odhadnutého modelu patří kladná odezva cen obchodovatelných statků na impulz do mezery výstupu, jejíž vrchol přichází se zpožděním kolem 1 roku, a dále např. záporná odezva cen obchodovatelných statků na impulz do regulovaných cen, kde

V důsledku oslabení kurzu CZK/USD na přelomu předchozího a letošního roku je tak **možné očekávat vliv na ceny** obchodovatelného zboží v rámci korigované inflace bez pohonných hmot zhruba ve výši 1,5 % (s dopadem ve výši 0,3 procentního bodu do celkové inflace). Z toho přibližně polovina se již do spotřebitelských cen promítla a zbývající část se bude projevat v následujících čtvrtletích.

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Dovozní ceny obnovily v dubnu a květnu meziroční růst zejména v souvislosti se zmírněním poklesu cen energetických surovin a zrychlením růstu dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování. Současně pokračovalo ve druhém čtvrtletí 2015 zmírňování meziročního poklesu cen průmyslových výrobců, které bylo ve značné míře ovlivněno zvolněním propadu dovozních cen minerálních paliv (ropy). Pokles cen zemědělských komodit se dále meziročně prohloubil, v potravinářském průmyslu se však pokles cen naopak zmírnil. Ceny stavebních prací pokračovaly v pozvolna zrychlujícím růstu, obnovil se i mírný meziroční růst cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru.

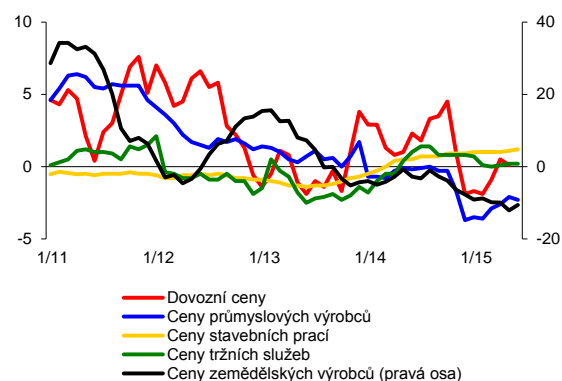
III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny, které se od konce roku 2014 snižovaly, zmírnily v březnu 2015 svůj pokles a v dubnu a květnu již meziročně rostly (o 0,5 % v dubnu a 0,1 % v květnu; Graf III.2.1). Změna jejich dynamiky byla dána především zrychlením růstu dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování při současném zmírnění poklesu cen minerálních paliv a maziv.

Meziroční pokles dovozních cen **minerálních paliv** se v dubnu a květnu postupně zmírňoval. Od ledna do května tak došlo ke snížení jejich záporného příspěvku k meziročnímu vývoji dovozních cen o téměř 1 procentní bod (Graf III.2.2). Jejich vývoj úzce souvisel se zřetelným zvolněním meziročního poklesu světových cen ropy o více než 10 procentních bodů ve srovnání s hodnotami z počátku roku 2015 (Graf III.2.3). Světové ceny zemního plynu, které vývoj cen ropy obvykle následují se zpožděním, naopak dále prohloubily svůj meziroční pokles (na -31,4 % v květnu). Dopad stále ještě výrazně klesajících světových cen energetických surovin do domácích cen byl nadále významně tlumen meziročním oslabením kurzu CZK/USD. Za uvedených okolností se meziroční pokles

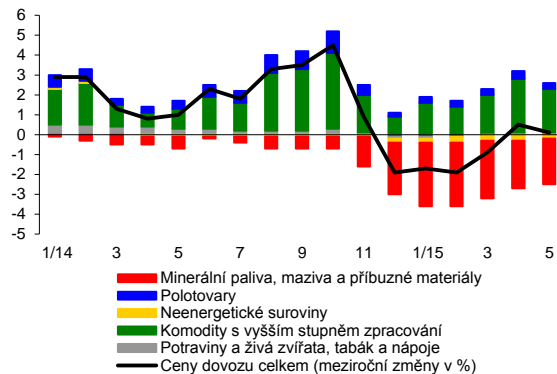
Graf III.2.1 Dovozní ceny a ceny výrobců

Dovozní ceny obnovily růst, ceny průmyslových i zemědělských výrobců ve druhém čtvrtletí 2015 nadále klesaly, ceny ve stavebnictví a v tržních službách rostly jen mírně (meziroční změny v %)



Graf III.2.2 Dovozní ceny

K obnově růstu dovozních cen přispělo zvýšení dynamiky cen komodit s vyšším stupněm zpracování a zmírnění poklesu cen minerálních paliv (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



zvýšení pravidelných nákladů domácností vede skrze nižší disponibilní důchod k tlaku na pokles cen ostatních obchodovatelných statků.

dovozních cen minerálních paliv zmírnil na méně než 20 % (na -19,5 % v květnu; Tab. III.2.1).

Stejným směrem se vyvíjely ve sledovaném období i dovozní ceny **neenergetických surovin a chemikálií a příbuzných výrobků**, jejichž meziroční pokles se též zmírnil (na -9,4 %, resp. -0,6 % v květnu). Dovozní ceny **potravin a živých zvířat** po předchozím poklesu již od března opět vykazovaly růst, který byl ovlivněn zejména cenami dováženého ovoce a zeleniny (Tab. III.2.1).

Ceny komodit s vyšším stupněm zpracování rostly již v dubnu a květnu poměrně rychle, když se jejich meziroční dynamika převážně pohybovala nad úrovní 5 % (Tab. III.2.1). V rámci této skupiny byl přitom vývoj dovozních cen značně diferencovaný, o čemž svědčil zejména výrazný dvouciferný nárůst dovozních cen ve skupině kancelářských strojů a zařízení k automatickému zpracování dat, který v květnu dosáhl 11,5 %, zatímco ve skupině strojů a zařízení dovozní ceny nadále mírně klesaly. Silný růst zaznamenaly také dovozní ceny elektrických zařízení, přístrojů a spotřebičů a průmyslového spotřebního zboží (5,7 %). Rychleji než v předchozím čtvrtletí rostly v dubnu a květnu i dovozní ceny **polotovarů**, avšak mírnějším tempem než komodity s vyšším stupněm zpracování.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Pokles **cen průmyslových výrobců** se ve druhém čtvrtletí 2015 znatelně zmírnil. V červnu dosáhl jejich meziroční pokles -2,3 %, což bylo o 0,6 procentního bodu méně než v březnu (Graf III.2.4). Hlavní příčinu tohoto vývoje lze vidět na straně cen dovážených vstupů, zejména zvolňování poklesu světových cen ropy, které výrobci v některých odvětvích promítali s poměrně krátkým zpožděním do svých cen.

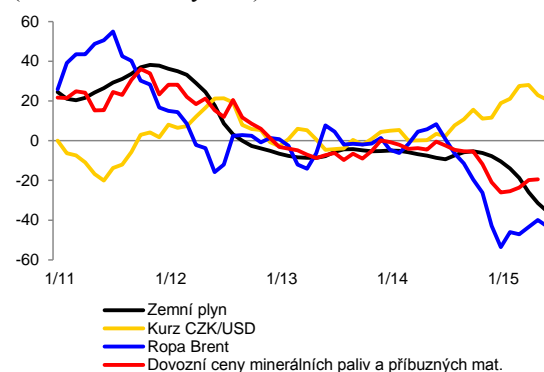
Zmírnění meziročního poklesu cen průmyslových výrobců bylo nejvýraznější u **sloučeného indikátoru cen výrobců energií a služeb spojených s vodou**²⁰ (Graf III.2.4). Pohled do struktury tohoto indikátoru přitom ukazuje značně diferencovaný vývoj jeho jednotlivých složek v průběhu letošního roku.

V odvětvích, kde jsou zpravidla ceny výrobců upravovány na počátku roku, byl jejich vývoj stabilní. Týkalo se to odvětví

²⁰ ČSÚ od května 2015 nepublikuje samostatně údaje o cenách výrobců v odvětví koks a rafinérské ropné produkty. Z tohoto důvodu je v Grafu III.2.4 toto odvětví nově sloučeno s odvětvími těžba a dobývání, elektřina, plyn, pára a klimatizovaný vzduch a zásobování vodou, služby související s odpadními vodami.

Graf III.2.3 Minerální paliva a maziva

Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel meziročně klesající světové ceny ropy a zemního plynu při protisměrném působení kurzu CZK/USD (meziroční změny v %)

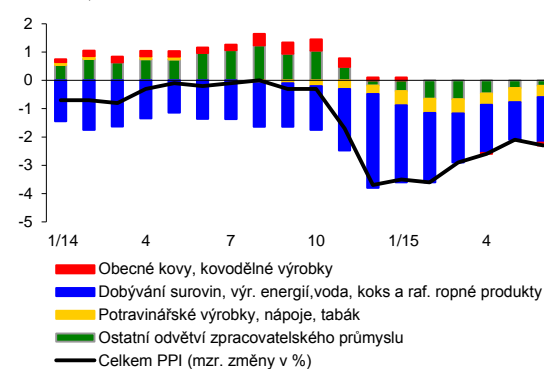


Tab. III.2.1 Struktura vývoje dovozních cen
Dovozní ceny energetických i neenergetických surovin stále ještě klesaly, avšak mírněji než v předchozím čtvrtletí (meziroční změny v %)

	2/15	3/15	4/15	5/15
DOVOZ CELKEM	-1,9	-0,9	0,5	0,1
z toho:				
potraviny a živá zvířata	-1,1	0,2	1,6	2,5
nápoje a tabák	0,2	0,9	0,2	1,1
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-12,1	-10,9	-10,7	-9,4
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-25,4	-23,6	-19,8	-19,5
živochišné a rostlinné oleje	1,0	2,1	1,1	1,4
chemikálie a příbuzné výrobky	-3,4	-2,8	-1,1	-0,6
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	1,4	1,6	2,1	1,8
stroje a dopravní prostředky	3,4	4,5	5,5	4,2
průmyslové spotřební zboží	4,8	5,2	6,5	5,7

Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců

Pokles cen průmyslových výrobců se ve druhém čtvrtletí 2015 zmírnil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



elektrina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch, kde se meziroční pokles cen pohyboval od počátku roku 2015 na úrovni necelého 1 %, a **odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami**, jejichž ceny si ve stejném období udržovaly stabilní tempo růstu ve výši 3,4 % (Graf III.2.5). V odvětví **těžby a dobývání** ceny výrobců po téměř dvou letech poklesu začaly od května znovu růst (o 0,6 % v červnu), při nízké váze tohoto odvětví však uvedená změna sloučený indikátor příliš neovlivnila. Pokračující meziroční pokles sloučeného indikátoru byl tedy zřejmě v rozhodující míře ovlivněn vývojem cen v odvětví **koks a rafinované ropné výrobky** v souvislosti s trvajícím meziročním poklesem cen ropy na světových trzích. Ten se však ve druhém čtvrtletí letošního roku v průměru zřetelně zmínil, což dokládá i vývoj cen energií (Graf III.2.6).

Probíhající změny ve vývoji světových cen ropy se promítly též do cen výrobců chemických látek a pryžových a plastových výrobků, jejichž pokles se postupně zmírňoval (na -6,3 %, resp. -0,3 % v červnu). Také v potravinářském průmyslu pokles cen v průměru mírně zvolnil. V odvětví kovů a kovodělných výrobků ceny klesaly jen mírně. Ve zbývajících odvětvích zpracovatelského průmyslu se ceny výrobců naopak celkově mírně meziročně zvýšily²¹, jejich růst ale nepřesáhl 2 %. V souhrnu se meziroční pokles **cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu** ve druhém čtvrtletí 2015 zmínil (na -2,8 % v červnu). Přispěl k tomu nejen méně výrazný pokles světových cen ropy a cen výrobců v efektivní eurozóně, ale i mírné meziroční posílení kurzu CZK/EUR.

Ceny průmyslových výrobců v průměru za druhé čtvrtletí 2015 neklesly tak výrazně, jak předpokládala prognóza z 3. SZ. K nejvýraznější odchylce přitom došlo u cen nerostných surovin, jejichž ceny v průměru meziročně stagnovaly, zatímco prognóza očekávala jejich více než 2% pokles. Ceny výrobců ve zpracovatelském průmyslu a ceny v odvětví elektřiny, plynu a vody se vyvíjely zhruba v souladu s prognózou. Aktuálně pozorovaný pokles cen průmyslových výrobců na úrovni -2,3 % se podle **nové prognózy** v červenci a srpnu nejprve slabě prohloubí, následně se bude postupně zmírňovat a v závěru letošního roku by měly ceny výrobců již slabě růst. To bude dáno odezněním meziročního poklesu cen ropy a obnovením růstu cen výrobců v eurozóně. V roce 2016 se bude dynamika cen průmyslových výrobců udržovat kolem úrovně 1,7 %, v roce 2017 pak mírně zrychlí ke 2 %. Oproti minulé predikci předpokládá nová prognóza mírnější pokles cen ve skupině nerostných surovin. Ve zpracovatelském průmyslu pak očekává pomalejší růst cen v roce 2016 (pouze o 1,9 %), což je dáno nižším výhledem cen výrobců v efektivní eurozóně i mírně

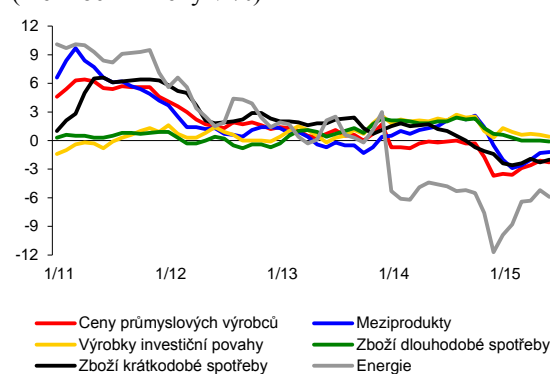
Graf III.2.5 Ceny energií a služeb souvisejících s vodou

Ceny elektrické energie mírně meziročně klesají, ceny služeb spojených s vodou naopak stabilním tempem rostou (meziroční změny v %)



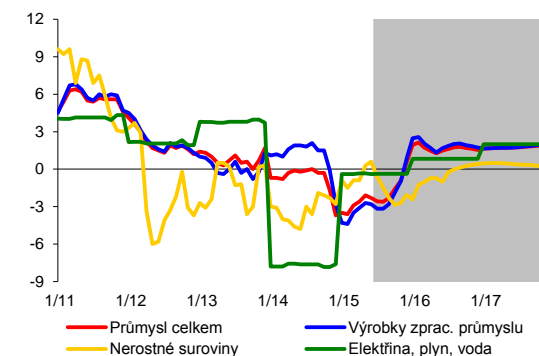
Graf III.2.6 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin

Pokles cen energií se v průměru výrazně zmínil (meziroční změny v %)



Graf SZ III.2.1 Prognóza cen průmyslových výrobců

Prognózaný návrat cen průmyslových výrobců k růstu je výrazně ovlivněn předpokládaným odezněním meziročního poklesu cen ropy i cen výrobců v efektivní eurozóně (meziroční změny v %, vybraná odvětví)



²¹ S výjimkou odvětví textil, oděvy, usně, dřevo, papír, tisk a dopravní prostředky, ve kterých se ceny výrobců mírně meziročně snížily.

silnější úrovní kurzu CZK/EUR. Růst cen výrobců ve skupině elektrina, plyn a voda se v letošním roce nadále udrží na úrovni 0,4 %, v roce 2016 pak prognóza předpokládá jejich zvyšování o 0,8 % (Graf SZ III.2.1).

Ceny zemědělských výrobců

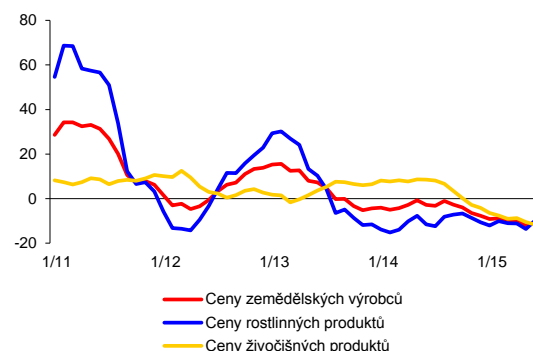
V průběhu druhého čtvrtletí 2015 pokračovalo postupné prohlubování meziročního poklesu cen zemědělských výrobců, započaté ve druhé polovině předchozího roku (Graf III.2.7). Od dubna letošního roku dosahoval pokles těchto cen již dvouciferných hodnot (v červnu -10,6 %). Tento vývoj byl výsledkem zesilujícího poklesu obou složek indexu cen zemědělských výrobců – živočišných i rostlinných produktů. Přitom podle posledních údajů za červen ceny živočišných produktů již poklesly výrazněji než ceny rostlinných produktů. K prohloubení meziročního poklesu cen produktů živočišné výroby nejvíce přispěl zesilující pokles cen mléka a jatečných prasat, zatímco růst cen skotu naopak zrychlil. U produktů rostlinné výroby klesaly ceny většiny položek. Prohloubil se pokles cen obilovin, olejnin a zeleniny a nadále výrazně klesaly ceny brambor (o více než 56 %); pokles cen ovoce se jen lehce zmírnil.

Trend postupného prohlubování poklesu cen zemědělských výrobců v uvedeném období byl ovlivněn více faktory. Prvním z nich byla celosvětově příznivá sklizeň v roce 2014, což vedlo k postupnému poklesu světových cen obilovin a olejnin. Tento trend nezměnily ani informace o možné slabší sklizni v letošním roce v důsledku horšího počasí v severní Americe a později i v Evropě a v černomořské oblasti, neboť byly vyvažovány dočasným zmírněním světové poptávky zejména ze strany některých severoafrických a východoasijských zemí (s výjimkou Číny). Dalším významným faktorem bylo zavedení odvetných obchodních sankcí ze strany Ruska vůči EU v srpnu předchozího roku. Ty měly vliv především na ceny v živočišné výrobě, kde došlo k propadu cen především u prasat a mléka, a nepřímou byly ovlivněny i ceny ovoce a zeleniny. Pokračující meziroční oslabení kurzu koruny vůči USD výše uvedené protiinflační vlivy pouze zmírňovalo.

Nová prognóza cen zemědělských výrobců očekává zmírnění meziročního poklesu cen zemědělských výrobců ve třetím čtvrtletí letošního roku a jejich přechod do slabého růstu v závěru roku. K dlouhodobějšímu a výraznějšímu oživení růstu cen zemědělských výrobců na hodnoty okolo 3 % však dojde až od druhé poloviny příštího roku. Oproti 3. SZ se přitom prognóza přehodnocuje pro zbytek letošního roku mírně protiinflačním směrem. Na to mají vliv nižší pozorovaná data, a to zejména u produktů živočišné výroby, a silnější měnový kurz na prognóze. Tyto vlivy jsou v letošním roce částečně kompenzovány lehce vyšším výhledem futures kontraktů na

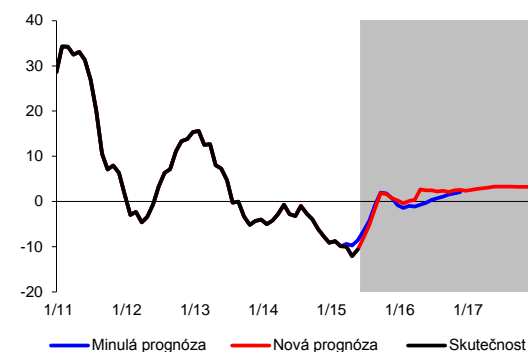
Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců

Prohloubení poklesu cen zemědělských výrobců ve druhém čtvrtletí 2015 bylo ovlivněno vývojem cen rostlinných i živočišných produktů (meziroční změny v %)



Graf SZ III.2.2 Prognóza cen zemědělských výrobců

Ceny zemědělských výrobců budou ve třetím čtvrtletí dále meziročně klesat, od října 2015 je očekáván jejich meziroční růst (meziroční změny v %)



světových trzích. Jejich posun proinflačním směrem souvisí s nižší očekávanou sklízni v roce 2015.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách pokračujícího oživení stavební produkce se růst cen stavebních prací pozvolna zvyšuje (Graf III.2.1). V samotném druhém čtvrtletí 2015 jejich meziroční růst zrychlil o 0,2 procentního bodu na 1,2 % v červnu. Meziroční pokles cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví se zastavil a v červnu dosáhl jejich obnovený růst 0,2 %.

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru po stagnaci v březnu 2015 obnovily mírný růst, když se v červnu meziročně zvýšily o 0,2 % (Graf III.2.8). Cenový růst převyšující úroveň 3 % přitom zaznamenala pouze tři odvětví – poštovní a kurýrní služby, finanční služby kromě pojištění a penzijního financování a vydavatelské služby.²² V ostatních odvětvích tržních služeb byl naopak pozorován jen mírný růst, resp. pokles cen.²³

III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu v prvním čtvrtletí 2015 výrazně zrychlil na 4 %. V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 2,5 %. Na dosaženém meziročním růstu produktu se podílely všechny složky domácí poptávky. Příspěvek čistého vývozu byl při trvajícím předstihu růstu dovozu před vývozem záporný. Na straně nabídky došlo k dalšímu zrychlení růstu hrubé přidané hodnoty, přičemž k tomuto růstu nejvíce přispěly průmysl a služby. Záporná mezera výstupu se postupně uzavírá.

III.3.1 Domácí poptávka

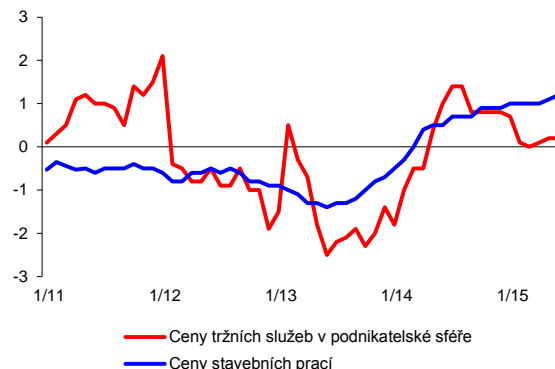
Meziroční růst domácí poptávky v prvním čtvrtletí 2015 výrazně zrychlil (na 4,7 %). Důvodem byl především vysoký meziroční nárůst zásob po jejich předchozím mírném poklesu. Významný byl též kladný příspěvek spotřeby domácností, který se zřetelně zvýšil. Také fixní investice rostly rychleji než v předchozím čtvrtletí. Pouze meziroční růst spotřeby vlády lehce zpomalil (Graf III.3.2).

²² V červnu vzrostly ceny v odvětví poštovních a kurýrních služeb o 6,9 %, ve finančních službách o 4,3 % a ve vydavatelských službách o 3,5 %.

²³ Meziroční pokles cen byl v červnu zaznamenán ve třetině sledovaných odvětví tržních služeb.

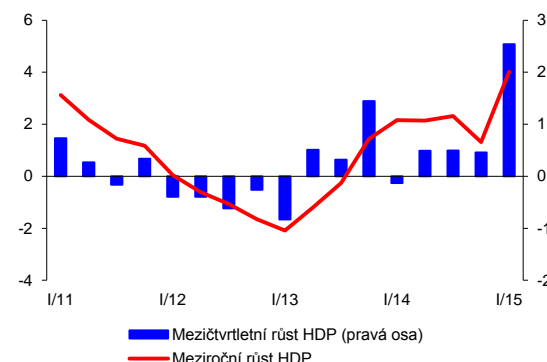
Graf III.2.8 Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru

Pokračovalo pozvolné zesilování dynamiky cen stavebních prací, obnovil se mírný růst cen tržních služeb (meziroční změny v %)



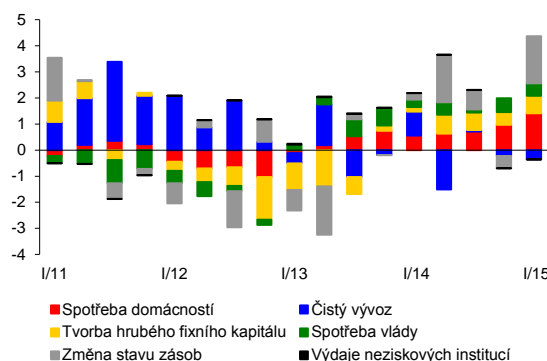
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt

V prvním čtvrtletí 2015 meziroční i mezičtvrtletní růst HDP výrazně zrychlil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP

Na zrychlení růstu HDP v prvním čtvrtletí 2015 se podílely zejména zásoby a spotřeba domácností (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %, sezonně očištěné údaje)



Konečná spotřeba

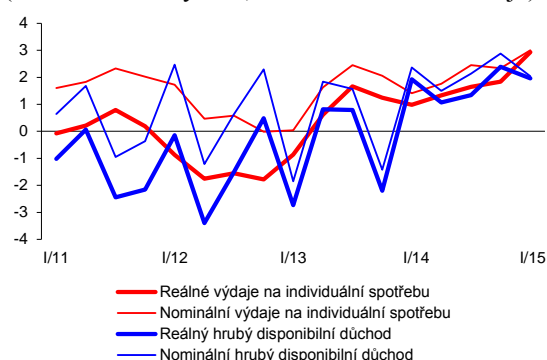
Vývoj **reálných výdajů domácností na konečnou spotřebu** v prvním čtvrtletí 2015 potvrzoval pokračující růstový trend, který dále zřetelně meziročně zrychlil (Graf III.3.2). Ve srovnání s předchozím čtvrtletím to bylo téměř o 1 procentní bod na 2,9 %. Toto poměrně dynamické zvýšení spotřeby domácností bylo dosaženo při naopak pomalejším růstu hrubého disponibilního důchodu, což vedlo k poklesu míry úspor.

Nominální hrubý disponibilní důchod zpomalil svůj meziroční růst v prvním čtvrtletí letošního roku na 2 %, což bylo o 0,9 procentního bodu méně než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.3). Jeho reálná kupní síla pak při meziroční stagnaci deflátoru spotřeby domácností vzrostla rovněž o 2 %. Celkově tak byl nominální i reálný růst hrubého disponibilního důchodu domácností nadále umírněný, za čímž stál poměrně diferencovaný vývoj jeho jednotlivých složek.

Meziroční růst objemu **mezd a platů**, který je hlavní složkou důchodů domácností, na počátku roku 2015 zesílil díky znatelnému zrychlení dynamiky zaměstnanosti v podmínkách pokračujícího hospodářského růstu.²⁴ Kladný příspěvek mezd a platů k meziročnímu růstu disponibilního důchodu tak nadále dosahoval nejvyšších hodnot a oproti předchozímu čtvrtletí se zvýšil (na 2,1 procentního bodu; Graf III.3.4). K růstu hrubého disponibilního důchodu také významně přispěly transfery (jiné než sociální dávky). Ostatní složky disponibilního důchodu přispěly k jeho meziročnímu vývoji záporně. Příjmy podnikatelů, zahrnující důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu, se v prvním čtvrtletí letošního roku mírně meziročně snížily (o 0,5 %) po předchozím slabém růstu. Pokračoval zároveň pokles důchodů z vlastnictví. Nejvýrazněji ale nadále působil ke snížení dynamiky disponibilního důchodu záporný příspěvek daní a sociálních příspěvků odváděných z rostoucích příjmů (Graf III.3.4).

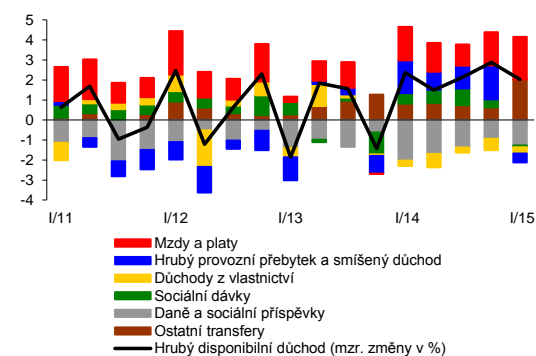
Při pomalejším růstu hrubého disponibilního důchodu než spotřebních výdajů domácností²⁵ se sezonně neočištěná **míra úspor** v prvním čtvrtletí 2015 meziročně snížila o téměř 1 procentní bod na 9,6 %. Přitom mírné zpomalení roční míry růstu spotřebitelských úvěrů (na 1,6 % v prvním čtvrtletí 2015) stále indikovalo slabý zájem domácností o financování spotřeby z úvěrových zdrojů (viz kapitola III.5). Za těchto okolností domácnosti ve sledovaném období méně spořily a větší část

Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu
Růst hrubého disponibilního důchodu na počátku roku 2015 mírně zpomalil (meziroční změny v %, sezonně neočištěné údaje)



Graf III.3.4 Disponibilní důchod

Na zpomalení růstu disponibilního důchodu se nejvíce podílel hrubý provozní přebytek a smíšený důchod, růst mezd a platů naopak zesílil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěné údaje)



²⁴ Růst průměrné mzdy v celé ekonomice v tomto období meziročně stagnoval na hodnotě 2,2 %. Blíže viz kapitola III.4 Trh práce.

²⁵ Podle sezonně neočištěných údajů.

svých příjmů použily na financování zvýšené spotřeby ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku.²⁶

Z vývoje **struktury spotřebních výdajů**²⁷ je přitom patrné, že domácnosti realizovaly své zvýšené výdaje v prvním čtvrtletí 2015 ve všech sledovaných skupinách. Ke zřetelnému meziročnímu nárůstu spotřeby domácností nejvíce přispěly zvýšené výdaje na služby, které v předchozím čtvrtletí klesaly (Graf III.3.5). Nejvyšší příspěvek k nárůstu spotřeby měly vzhledem ke své cca 40% váze předměty krátkodobé spotřeby, nejrychleji však rostly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby (meziročně o 9 %), jejichž podíl na celkových spotřebních výdajích je ale poměrně nízký²⁸.

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** pokračoval v dubnu a květnu letošního roku výrazný meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb jak v motoristickém segmentu, tak ve zbytku maloobchodu. Indikátor spotřebitelské důvěry se ve druhém čtvrtletí i v červenci 2015 mírně snížil z vysokých hodnot předchozích dvou čtvrtletí, zejména v souvislosti s méně příznivým vnímáním hospodářské situace v následujících dvanácti měsících, zřejmě v důsledku vývoje v Řecku (Graf III.3.6).

Meziroční růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** v prvním čtvrtletí 2015 lehce zpomalil na 2,5 % z 2,7 % v předchozím čtvrtletí. Jejich kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubého domácího produktu se tak nezměnil (0,5 procentního bodu).

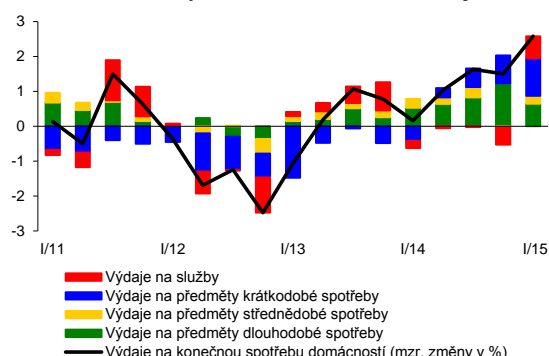
Investice

V prvním čtvrtletí 2015 pokračoval růst **fixních investic**, pozorovaný od konce roku 2013 (Graf III.3.7). Jejich meziroční tempo růstu po zmírnění v předchozím čtvrtletí opět zrychlilo a podle sezonně očištěných údajů dosáhlo hodnoty 2,7 %.

Zesílení dynamiky investiční aktivity v prvním čtvrtletí 2015 bylo především spojeno s obnovením meziročního růstu fixních investic v sektoru **nefinančních podniků** (Graf III.3.7). Vývoj věcné struktury fixních investic však zároveň naznačoval, že zvýšené investice nebyly v tomto období nejvíce směřovány do strojů a zařízení – tradičně hlavní složky investic nefinančních podniků – ale do dopravních prostředků (Graf III.3.8). Podle konjunkturálních ukazatelů ČSÚ i nadále přetrvává pozitivní náhled nefinančních podniků na budoucí vývoj poptávky. Stejný náhled poskytují též poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za druhé čtvrtletí 2015, podle

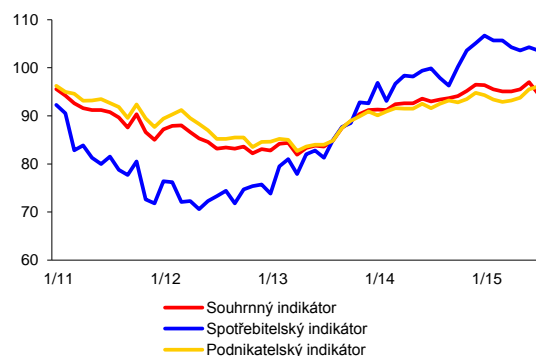
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností

Spotřební výdaje domácností rostly v prvním čtvrtletí 2015 ve všech kategoriích (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



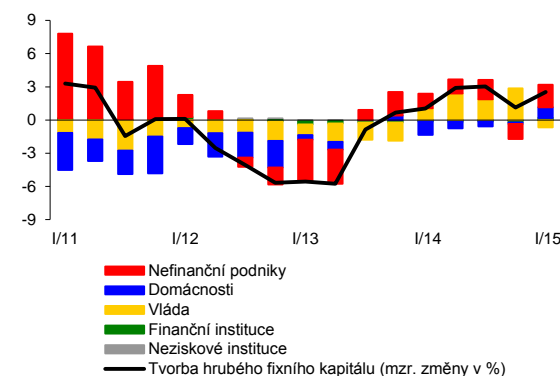
Graf III.3.6 Indikátory důvěry

Důvěra spotřebitelů se ve druhém čtvrtletí 2015 v průměru mírně snížila (průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



Graf III.3.7 Investice podle sektorů

Růst fixních investic v prvním čtvrtletí 2015 nejvíce ovlivnily nefinanční podniky a domácnosti (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



²⁶ Vývoj míry úspor byl přitom silně ovlivněn revizí dat.

²⁷ Podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách.

²⁸ V prvním čtvrtletí 2015 jejich podíl dosáhl necelých 9 %.

kterých očekávají nefinanční podniky růst investic v horizontu šesti i dvanácti měsíců.

Poměrně významný byl v prvním čtvrtletí 2015 i příspěvek investic **sektoru domácností** (Graf III.3.7), když jejich meziroční růst dosáhl 6,3 %. Investice do obydlí, které jsou významnou složkou celkových fixních investic domácností, dále rostly (o 4 %; Graf III.3.9). Některé indikátory naznačují možnost dalšího urychlení investic domácností do obydlí. Především je to důvěra domácností v budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti, která se nachází na úrovni vysokých předkrizových hodnot. Také podmínky financování investic do obydlí se dále mírně zlepšily a spolu s tím zrychlil růst hypotečních úvěrů. Poslední údaje o klesajícímu počtu zahájených staveb bytů (v prvním čtvrtletí 2015 o 7,1 %) však budoucí zrychlující trend investic do obydlí nepotvrzují.

Investice vlády se na rozdíl od předchozích tří čtvrtletí, kdy se nejvíce podílely na růstu fixních investic, v prvním čtvrtletí 2015 meziročně snížily (o 4,1 % po zvýšení o 22,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014; Graf III.3.7). S ohledem na výrazný nárůst zadaných veřejných zakázek v průběhu celého roku 2014 a snahu o dočerpávání prostředků z EU fondů však nelze vyloučit, že část těchto zakázek je ve stavu rozpracovanosti zahrnuta do zásob nedokončené výroby.

Výrazné zrychlení hospodářského růstu v prvním čtvrtletí 2015 bylo do značné míry spojeno se zřetelným nárůstem **stavu zásob**, který se odrazil v jejich vysokém kladném příspěvku k meziročnímu růstu HDP (1,8 procentního bodu; Graf III.3.2). K meziročnímu zvýšení stavu zásob došlo podle údajů ČSÚ v odvětví zpracovatelského průmyslu, v jehož rámci rostly zejména zásoby materiálu a nedokončené výroby.

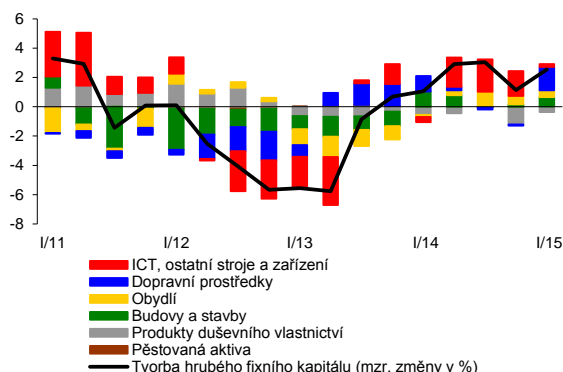
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Čistý vývoz zboží a služeb²⁹ se již druhé čtvrtletí v řadě meziročně snižoval (Graf III.3.10). V samotném prvním čtvrtletí poklesl přebytek čistého vývozu o 3,6 mld. Kč, i když v mezičtvrtletním srovnání se zvýšil (o 6,4 mld. Kč). Jeho meziroční pokles byl především důsledkem vývoje bilance služeb, jejíž přebytek se od počátku roku 2014 snižuje. Pokles čistého vývozu v prvním čtvrtletí ovlivnilo i snížení přebytku bilance zboží. Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu byl tak mírně záporný (-0,3 procentního bodu).

Pokračující meziroční pokles čistého vývozu byl spojen s předstihem růstu dovozu před růstem vývozu, který se se proti předchozímu čtvrtletí mírně zvýšil (na 1,2 procentního

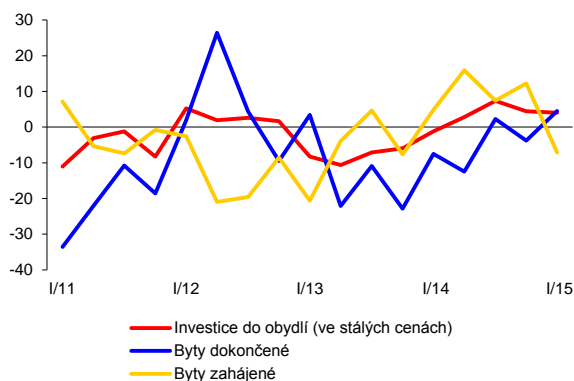
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu

Zvýšily se zejména investice do dopravních prostředků (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



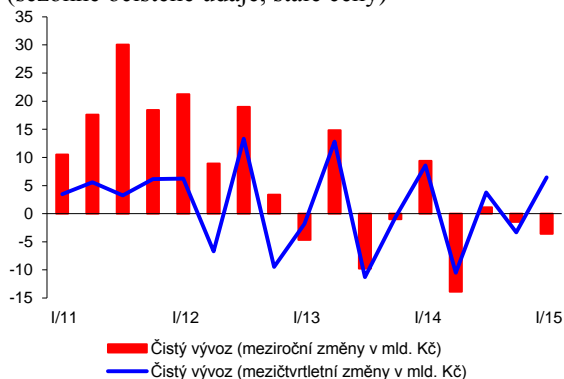
Graf III.3.9 Investice do obydlí

Investice do obydlí v prvním čtvrtletí 2015 nadále rostly, avšak počet zahájených staveb bytů se snížil (meziroční změny v %)



Graf III.3.10 Čistý vývoz

V prvním čtvrtletí 2015 se meziroční pokles čistého vývozu mírně prohloubil (sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



²⁹ V cenách roku 2010, sezonně očištěno.

bodů; Graf III.3.11). Meziroční růst celkového obchodního obrátu však, především v důsledku růstu dovozu, lehce zrychlil. **Vývoz** meziročně vzrostl o 7,7 %, což bylo o 0,2 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Toto nepatrné zrychlení souviselo s mírným zesílením dynamiky vnější poptávky. Ke zrychlení meziročního růstu celkového vývozu přispěl pouze růst vývozu zboží (o 8,3 %), zatímco růst vývozu služeb ve srovnání s předchozím čtvrtletím znatelně zpomalil.

Zrychlení tempa růstu **dovozu** bylo v prvním čtvrtletí 2015 výraznější než u vývozu. Meziročně se dovoz zvýšil o 8,9 %, což znamenalo zrychlení tempa o 0,6 procentního bodu ve srovnání s předchozím čtvrtletím. Poměrně rychlý růst dovozu souvisel zejména s růstem domácí poptávky, který výrazně zesílil. Ke zrychlení dynamiky růstu celkového dovozu však přispěl pouze dovoz zboží, zatímco dovoz služeb rostl ve srovnání s předchozím čtvrtletím výrazně pomaleji.

III.3.3 Nabídka

Vývoj **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách svědčil i v prvním čtvrtletí 2015 o pokračujícím pozvolném zrychlování dynamiky růstu (Graf III.3.12). Jeho meziroční tempo dosáhlo 3,5 %, což bylo o 0,1 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Růst hrubé přidané hodnoty zrychlil i v mezičtvrtletním srovnání (na 1,3 %). Za tímto vývojem stála rostoucí zahraniční i domácí poptávka, jejichž dynamika zesílila.

Podobně jako v předchozích čtvrtletích bylo promítání rostoucí poptávky do výkonů patrné v **průmyslu**. V jeho rámci to pak bylo odvětví zpracovatelského průmyslu, kde tempo meziročního růstu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2015 sice mírně zvolnilo, přesto však dosáhlo výrazných 6,3 % (Graf III.3.12). Podíl tohoto odvětví na celkovém meziročním růstu hrubé přidané hodnoty byl nadále vysoký, když dosáhl 1,7 procentního bodu. V odvětví těžby, výroby a rozvodu energií hrubá přidaná hodnota nadále meziročně klesala, ale její záporný příspěvek byl nevýrazný.

Pokračující růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu v prvním čtvrtletí 2015 korespondoval s údaji o vývoji **průmyslové produkce**, která reálně meziročně vzrostla o 4,4 % (podle sezonně očištěných údajů). Na jejím růstu se převážně podílela rychle rostoucí produkce ve **zpracovatelském průmyslu**, kde meziroční tempo dosáhlo 5,2 %. Z pohledu užití rostla opět nejrychleji výroba pro investice. Její meziroční tempo sice mírně zpomalilo, nadále však dosahovalo vysokých hodnot (6,3 %). Současně zrychlil růst produkce pro dlouhodobou spotřebu a pro mezispotřebu (na 3,2 %, resp. 5,7 %). Zpomalila naopak meziroční dynamika produkce pro krátkodobou spotřebu (na 2,4 % ze 4,1 % v předchozím čtvrtletí). Růst produkce ve zpracovatelském průmyslu měl nadále poměrně

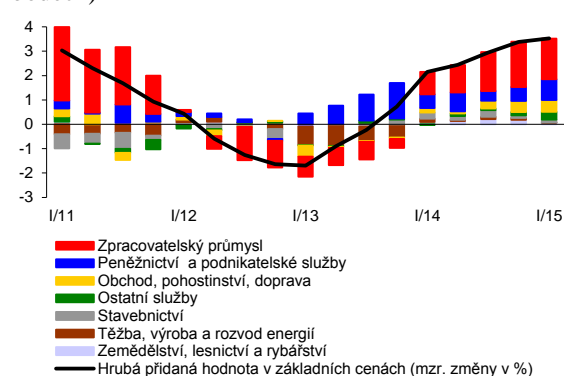
Graf III.3.11 Vývoz a dovoz

Růst obchodního obrátu v prvním čtvrtletí 2015 lehce zrychlil, dovoz rostl nadále rychleji než vývoz (meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



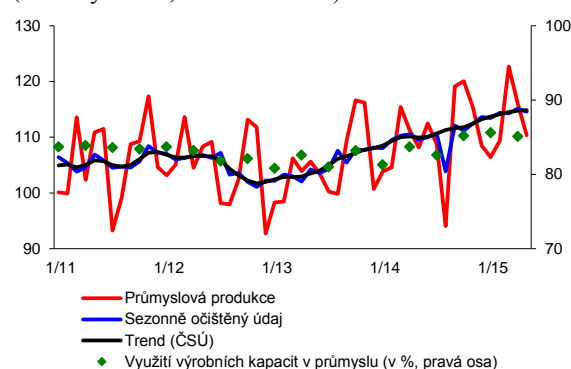
Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH

Průmysl a služby se podílely na růstu přidané hodnoty ve stejné míře (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.3.13 Průmyslová produkce

V prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2015 růst průmyslové produkce v průměru zvolnil (bazický index, rok 2010=100)



plošný charakter, když se na něm podílela většina sledovaných odvětví.

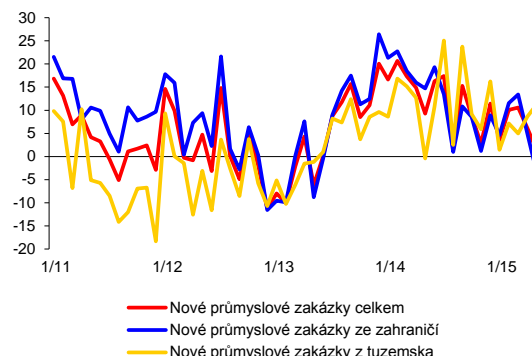
Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** se meziroční růst průmyslové produkce v dubnu a květnu letošního roku v průměru pohyboval mírně pod úrovní předchozího období (Graf III.3.13). Současně celkové **tržby z průmyslové činnosti** (v běžných cenách) zpomalily svůj růst na znatelně nižší hodnoty (1,3 % v květnu) ve srovnání s průmyslovou produkcí. Rovněž nové **průmyslové zakázky** naznačovaly zpomalení dynamiky oproti předchozímu čtvrtletí (na 1,4 % v květnu). Jejich růst byl přitom tažen především domácími zakázkami, když růst zahraničních zakázek v dubnu zpomalil a v květnu zahraniční zakázky dokonce meziročně poklesly (o 3,4 %; Graf III.3.14).

Podle červencových výsledků konjunkturního šetření ČSÚ se v průmyslu nepatrně zvýšil počet podniků, které označily **nedostatečnou poptávku za bariéru růstu** (Graf III.3.15). Již druhé čtvrtletí v řadě tento ukazatel vzrostl poté, co v předchozích téměř dvou letech převážně klesal. Současně došlo ke zvýšení i dalších bariér růstu, týkajících se zejména nedostatku zaměstnanců a nedostatku materiálu a zařízení. Využití výrobních kapacit se ve zpracovatelském průmyslu v červenci sice nepatrně snížilo, nadále se ale udrželo na vysokých úrovních. Zesílení vnímané bariéry růstu v podobě nedostatečné poptávky v posledním červencovém šetření tak zřejmě odráželo nejistoty spojené s prudkým snížením dynamiky a následným poklesem zahraničních průmyslových zakázek ve druhém čtvrtletí 2015.

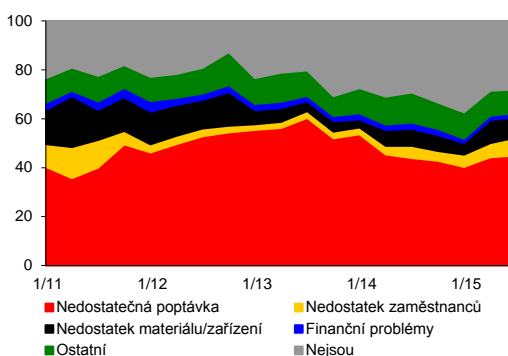
Souhrnný příspěvek odvětví **obchodu a dalších služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty se již v prvním čtvrtletí 2015 vyrovnal zpracovatelskému průmyslu (shodně 1,7 procentního bodu; Graf III.3.12). Na dosaženém růstu se podílela všechna odvětví služeb, nejvýrazněji pak obchod, doprava, ubytování a pohostinství, kde meziroční růst přidané hodnoty zrychlil na 2,7 %. Poslední květnové údaje o vývoji tržeb v maloobchodě přitom indikují další možné zrychlení růstu přidané hodnoty jak v motoristickém, tak nemotoristickém segmentu.

Podíl **stavebnictví** na růstu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2015 byl nevýrazný, i když meziroční růst hrubé přidané hodnoty v tomto odvětví mírně zrychlil (na 2,1 %). Podle posledních dostupných měsíčních údajů ČSÚ došlo v dubnu a květnu ke zrychlení růstu stavební produkce v pozemním i inženýrském stavitelství, přičemž ve druhé jmenované skupině bylo dosažené tempo meziročního růstu značně vyšší (23,4 % v květnu). Rizikem pro oživení stavební produkce však zůstává klesající orientační hodnota ohlášených staveb (v květnu o -7,2 %), nikoliv však jejich počet, který naopak vzrostl.

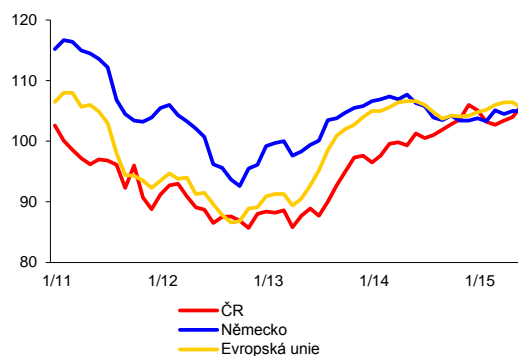
Graf III.3.14 Nové průmyslové zakázky
Dynamika nových průmyslových zakázek zpomalila, když zakázky ze zahraničí v květnu poklesly (meziroční změny v %)



Graf III.3.15 Bariéry růstu v průmyslu
Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se zvýšil, lehce vzrostl i význam nedostatku zaměstnanců (v %)



Graf III.3.16 Ekonomický sentiment
Ekonomický sentiment v ČR opět rostl, zatímco v Německu stagnoval a v EU dokonce poklesl (dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu ukazuje na opětovný růst konjunkturálního indikátoru pro ČR v průběhu druhého čtvrtletí 2015. Po poklesu v prvním čtvrtletí letošního roku se v červnu vrátil tento indikátor na úroveň z přelomu let 2014 a 2015. V Německu a Evropské unii se naopak růst indikátoru v posledních měsících zastavil a v červnu dokonce v Evropské unii zaznamenal pokles (Graf III.3.16).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

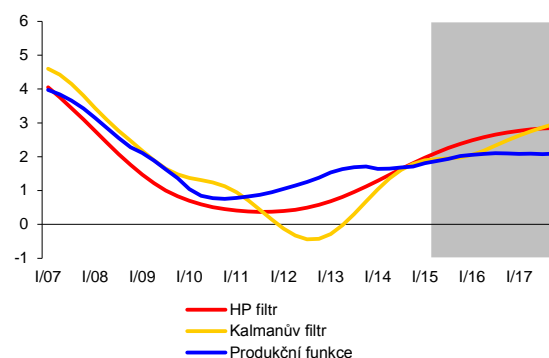
V prvním čtvrtletí 2015 rostl potenciální produkt dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** meziočasně o 1,8 % (Graf III.3.17). Výrazné zrychlení meziočasního růstu ekonomické aktivity pozorované v prvním čtvrtletí letošního roku pak vyústilo v částečné přivření mezery výstupu, která se však stále nacházela ve znatelně záporných hodnotách (-1,7 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). Ve zbytku letošního roku a v příštím roce tato metoda naznačuje další mírné zrychlování růstu potenciálního produktu na 2,1 %; tímto tempem poroste potenciál i v roce 2017.

Na prognóze se bude zvyšovat příspěvek produktivity k růstu potenciálního produktu při poměrně stabilním příspěvku kapitálu a klesajícím příspěvku zaměstnanosti (Graf III.3.19). Mezera výstupu dle produkční funkce by se tak měla postupně uzavírat, přičemž do kladných hodnot přejde začátkem roku 2017.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³⁰ indikuje mírně vyšší tempo růstu potenciálního produktu (2 % v prvním čtvrtletí 2015) ve srovnání s výpočtem pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je podle této metody výrazně méně záporná (v prvním čtvrtletí 2015 dosahuje -0,3 %) a k jejímu přechodu do kladných hodnot dojde již ve třetím čtvrtletí letošního roku. Výpočet potenciálního produktu pomocí **Kalmanova filtru** naznačuje pro první čtvrtletí 2015 meziočasní tempo růstu potenciálního produktu stejné jako v případě výpočtu pomocí produkční funkce, na horizontu prognózy však výrazněji zrychluje a přibližuje se výpočtu pomocí HP filtru. V porovnání s výpočtem pomocí produkční funkce ukazuje Kalmanův filtr v současnosti také méně zápornou mezeru výstupu a její rychlejší uzavření již ke konci letošního roku.

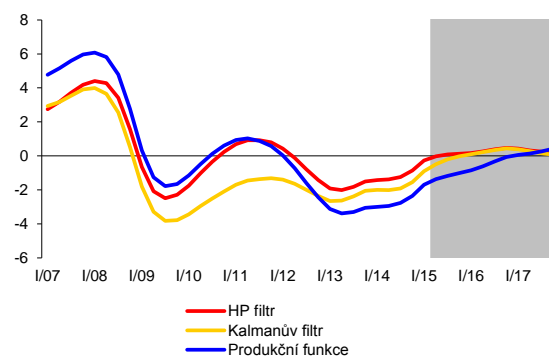
Graf III.3.17 Potenciální produkt

Tempo růstu potenciálního produktu se v prvním čtvrtletí 2015 dle všech metod nacházelo poblíž 2 % (meziroční změny v %)



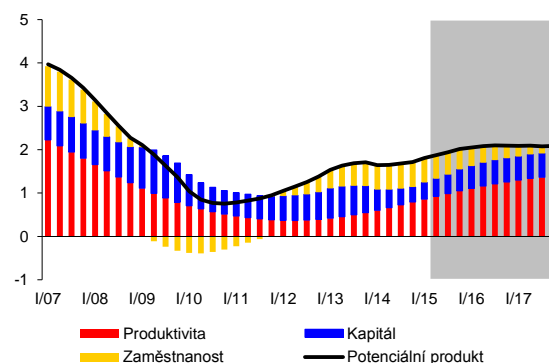
Graf III.3.18 Mezera výstupu

Dle odhadu pomocí produkční funkce se mezera výstupu uzavře ke konci roku 2016, podle ostatních metod dojde k jejímu uzavření již v letošním roce (v % z potenciálního produktu)



Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu

Příspěvek produktivity se bude na horizontu prognózy pozvolna zvyšovat (základní varianta produkční funkce, meziočasní změny v %)



³⁰ V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda = 1600$.

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce potvrzoval pokračující zvyšování poptávky po práci při zesilujícím hospodářském růstu. Dynamika celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky v prvním čtvrtletí 2015 dále zrychlila, což při jen mírném zvýšení pracovní síly vedlo k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Podíl nezaměstnaných osob klesal i v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku. Meziroční růst průměrné mzdy ale zůstal umírněný, zejména v podnikatelské sféře, kde však lehce zrychlil. Vlivem výrazného urychlení tempa růstu ekonomické aktivity národohospodářská produktivita práce zřetelně vzrostla a mzdová náročnost produktu se snížila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

V prvním čtvrtletí 2015 pokračoval meziroční růst **celkové zaměstnanosti**, který oproti předchozímu čtvrtletí dále mírně zrychlil (na 1,3 %; Graf III.4.1). V mezičtvrtletním srovnání se zaměstnanost rovněž zvýšila (o 0,4 % po očištění od sezonních vlivů). K nárůstu přitom došlo pouze ve skupině zaměstnanců, počet podnikatelů se naopak snížil. Vzhledem k pozorovanému růstu ekonomické aktivity byl jejich pokles zřejmě spojen s návratem části podnikatelů do zaměstnaneckého poměru.

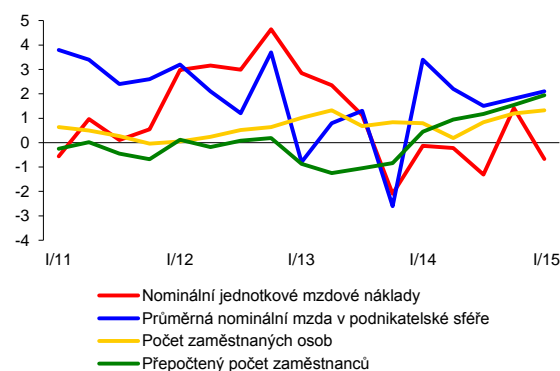
Nejrychleji rostla zaměstnanost nadále v sekundárním sektoru (Graf III.4.2), zejména v průmyslu. Obdobně jako v předchozím čtvrtletí se poměrně významně podílel na růstu zaměstnanosti i terciární sektor. Také v **primárním sektoru**, kde se zaměstnanost od druhé poloviny roku 2013 postupně snižovala, v prvním čtvrtletí 2015 opět vzrostla.

V **sekundárním sektoru** pokračoval růst zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2015 obdobným tempem jako v předchozím čtvrtletí (meziročně o 1,7 %). V návaznosti na poměrně silný růst průmyslové produkce se nejvíce meziročně zvyšoval počet zaměstnaných osob ve zpracovatelském průmyslu a rychle rostl i v odvětví zásobování vodou a činností souvisejících s odpady. Podle posledních údajů za duben a květen se evidenční počet zaměstnanců³¹ v průmyslu dále zvyšoval (meziročně o 3,3 % v obou měsících), zatímco ve stavebnictví se jejich pokles ve stejném období prohloubil (na -2,2 %, resp. -2,8 %).

Pokračující meziroční růst zaměstnanosti v **terciárním sektoru** souvisel především s obnoveným růstem zaměstnanosti v tržních službách, když v netržních službách tempo jejího růstu naopak výrazně zvolnilo (Graf III.4.2). V rámci tržních služeb se nejvíce zvýšil počet zaměstnaných osob v obchodu a významný byl i příspěvek odvětví ubytování a stravování,

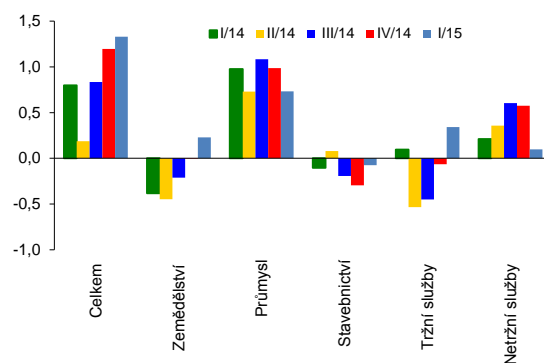
Graf III.4.1 Indikátory trhu práce

Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky zrychlil, NJMN naopak poklesly (meziroční změny v %)



Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se nejvíce nadále podílel průmysl a nově i tržní služby (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



³¹ Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

resp. profesních a vědeckých činností. Výrazné zpomalení meziročního růstu zaměstnanosti v netržních službách v prvním čtvrtletí 2015 bylo dáno především snížením počtu zaměstnaných ve vzdělávání, v menší míře pak zpomalením růstu zaměstnanosti ve zdravotnictví i veřejné správě a obraně.

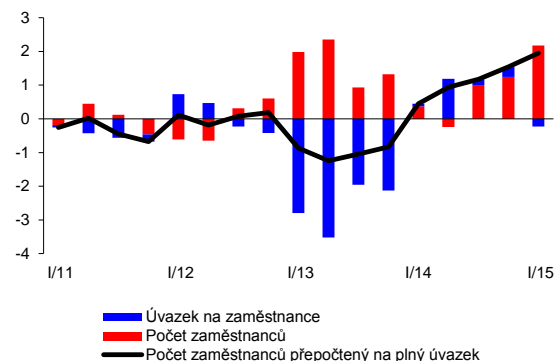
Při pokračujícím zvyšování ekonomické aktivity došlo v prvním čtvrtletí 2015 k dalšímu znatelnému zrychlení meziročního růstu **přepočteného počtu zaměstnanců na plně úvazky**³² (na 1,9 % z 1,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014; Graf III.4.3). Podobně jako v předchozích čtvrtletích se na tomto vývoji podílel především podnikatelský sektor a v jeho rámci zejména zpracovatelský průmysl, jehož příspěvek k celkovému meziročnímu růstu tohoto indikátoru byl zhruba poloviční. Významný byl i příspěvek přepočteného počtu zaměstnanců v administrativních a podpůrných činnostech a v obchodě. V nepodnikatelské sféře dále zrychlil růst přepočteného počtu zaměstnanců ve veřejné správě a obraně i v odvětví vzdělávání.

V souhrnu byl nárůst přepočteného počtu zaměstnanců v prvním čtvrtletí 2015 dán výhradně růstem počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrné délky úvazku na zaměstnance. Tento vývoj byl zaznamenán **ve většině odvětví** národního hospodářství. V **netržních službách**, kde se počet zaměstnanců meziročně snížil, průměrný úvazek na zaměstnance naopak vzrostl.

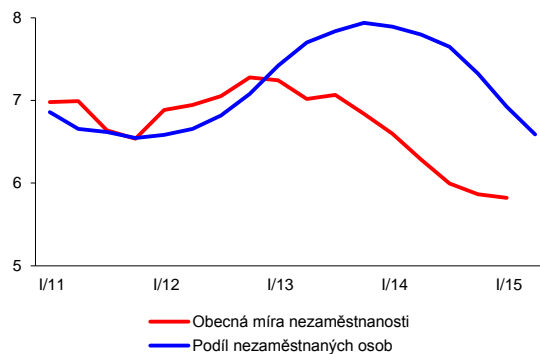
Při znatelně rychlejším růstu zaměstnanosti než pracovní síly pokračoval i v prvním čtvrtletí 2015 meziroční pokles **obecné míry nezaměstnanosti**³³ (na 5,8 %; Graf III.4.4). Ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl ale její pokles jen nevýrazný a podle posledních údajů z května se obecná míra nezaměstnanosti dokonce mírně zvýšila. Meziroční růst pracovní síly, doprovázený pokračujícím poklesem populace v produktivním věku, pak vedl k dalšímu zvýšení **míry ekonomické aktivity**³⁴ na nejvyšší hodnoty v historii ČR (74,1 % po sezonním očištění). V jejím nárůstu, který podle posledních údajů dále pokračoval i v průběhu druhého čtvrtletí 2015, se odráželo mimo jiné prodlužování hranice odchodu do důchodu.

Podíl nezaměstnaných osob³⁵ (MPSV) se na rozdíl od obecné míry nezaměstnanosti snižoval i ve druhém čtvrtletí 2015 (Graf III.4.4). Při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech

Graf III.4.3 Přepočtený počet zaměstnanců
Zrychlení růstu přepočteného počtu zaměstnanců bylo doprovázeno mírným zkrácením průměrné délky úvazku na zaměstnance (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti
Podíl nezaměstnaných osob dále zřetelně klesal, obecná míra prakticky stagnovala (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



³² Tato časová řada prošla revizí dat, která posunula její meziroční dynamiku od roku 2013 nahoru.

³³ Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS. Data jsou sezonně očištěna.

³⁴ Míra ekonomické aktivity je definována jako podíl zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině.

³⁵ Podíl nezaměstnaných osob je výsledkem poměru dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15-64 let k populaci stejného věku.

práce a mírného poklesu populace v dané věkové skupině se tento indikátor nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2015 v průměru snížil na 6,6 % (podle sezonně očištěných údajů).

O zřetelném zlepšování situace na trhu práce svědčil i pokračující pohyb po **Beveridgeově křivce**³⁶ severozápadním směrem. Tento pohyb je dán cyklickým poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání při současném zvyšování počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

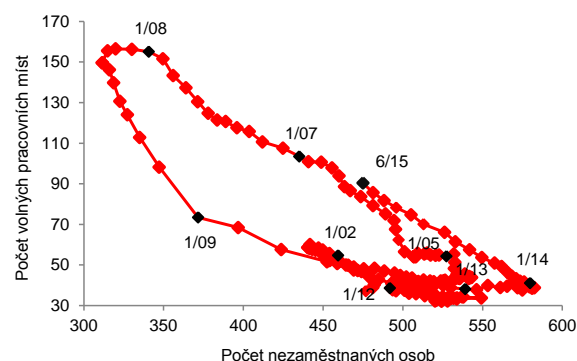
V prvním čtvrtletí 2015 rostla **průměrná nominální mzda** stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí (meziročně o 2,2 %; Graf III.4.6). V nepodnikatelské sféře přitom rostla průměrná nominální mzda již třetí čtvrtletí v řadě rychleji než v podnikatelské sféře, když její meziroční tempo dosáhlo 2,9 %. V podnikatelské sféře růst průměrné mzdy na počátku letošního roku sice mírně zrychlil, přesáhl však jen mírně úroveň 2 % (Tab. III.4.1). Při nízké meziroční inflaci se **reálná průměrná mzda** celkově zvýšila o 2,1 % (Tab. III.4.1).

Meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** byl v prvním čtvrtletí 2015 nadále umírněný a nebyl již ovlivňován efekty daňové optimalizace, které byly pozorovány ve čtvrtém čtvrtletí 2012 a v letech 2013-2014. Za celkově nízkým meziročním růstem průměrné mzdy v podnikatelské sféře se však skrýval značně diferencovaný vývoj mezd v **jednotlivých odvětvích**. Nejrychleji rostla průměrná mzda v odvětví ubytování, stravování a pohostinství (4,5 %) a kulturní, zábavní a rekreační činnosti (4,3 %), zatímco ve zpracovatelském průmyslu byla její meziroční dynamika znatelně mírnější (2,6 %). Naopak v peněžnictví a pojišťovnictví, ICT, těžbě a v energetice se mzdy meziročně snížily. Poslední dubnová a květnová data o vývoji mezd v průmyslu naznačují pokračování umírněného vývoje průměrné mzdy i v průběhu druhého čtvrtletí 2015. Růst reálné mzdy v podnikatelské sféře v prvním čtvrtletí 2015 dosáhl 2,0 % (Tab. III.4.1).

V **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné mzdy v prvním čtvrtletí 2015 zpomalil (na 2,9 % z 3,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014), a to zejména vlivem zmírnění dynamiky mezd ve veřejné správě a obraně i ve vzdělávání. Ve zdravotnictví rostly naopak mzdy v porovnání s předchozím čtvrtletím roku rychleji (meziročně o 3,6 %). Vlivem nízké inflace dosáhl meziroční růst reálné průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře v prvním čtvrtletí letošního roku 2,8 % (Tab. III.4.1).

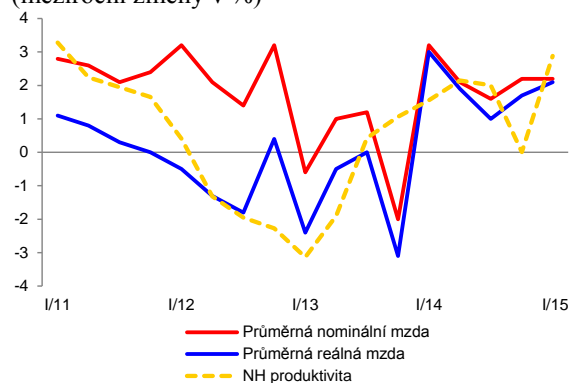
Graf III.4.5 Beveridgeova křivka

Od počátku roku 2014 plynule roste počet volných pracovních míst a klesá počet nezaměstnaných (sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)



Graf III.4.6 Průměrná mzda a NH produktivita

V prvním čtvrtletí 2015 růst produktivity výrazně zrychlil, zatímco růst průměrné nominální mzdy zůstal na úrovni předchozího čtvrtletí (meziroční změny v %)



Tab. III.4.1 Mzdy, produktivita, NJMN

Růst průměrné nominální mzdy zůstal i nadále umírněný, v podnikatelské sféře však lehce zrychlil (meziroční změny v %)

	II/14	III/14	IV/14	I/15
Průměrná mzda v ČR				
nominální	2,1	1,6	2,2	2,2
reálná	1,9	1,0	1,7	2,1
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	2,2	1,5	1,8	2,1
reálná	2,0	0,9	1,3	2,0
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	1,7	1,8	3,9	2,9
reálná	1,5	1,2	3,4	2,8
NHPP	2,1	2,0	0,0	2,9
NJMN	-0,2	-1,3	1,4	-0,7

³⁶ Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1.1.2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst.

Při souběhu výrazného zrychlení meziroční dynamiky reálného hrubého domácího produktu a pouze mírného urychlení růstu zaměstnanosti³⁷ došlo v prvním čtvrtletí 2015 ke zřetelnému meziročnímu zvýšení **národohospodářské produktivity práce**³⁸ (o 2,9 %; Graf III.4.6). Nejrychleji rostla produktivita práce ve stavebnictví (o 4,9 %), kde bylo zvyšování přidané hodnoty doprovázeno poklesem zaměstnanosti. Také v průmyslu se produktivita zřetelně zvýšila (o 3,1 %; Graf III.4.7). **Hodinová produktivita práce** rostla v prvním čtvrtletí 2015 rychleji než národohospodářská produktivita, a to o 4,1 %. Kladně k tomu přispěl vývoj ve všech sledovaných odvětvích.

Výrazné zrychlení růstu ekonomické aktivity při mírnějším zrychlení dynamiky objemu mezd a platů³⁹ vyústilo v prvním čtvrtletí 2015 v opětovný meziroční pokles **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (o 0,7 %; Graf III.4.8). Ve všech sledovaných sektorech s výjimkou netržních služeb se NJMN meziročně snížily, což bylo nejvíce patrné ve stavebnictví; v porovnání s předchozím čtvrtletím byl však tento pokles mírnější. V průmyslu a tržních službách se NJMN v prvním čtvrtletí 2015 shodně snížily o 0,5 %. To bylo výsledkem výrazného růstu přidané hodnoty, který předstihl růst objemu mezd a platů v těchto sektorech.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

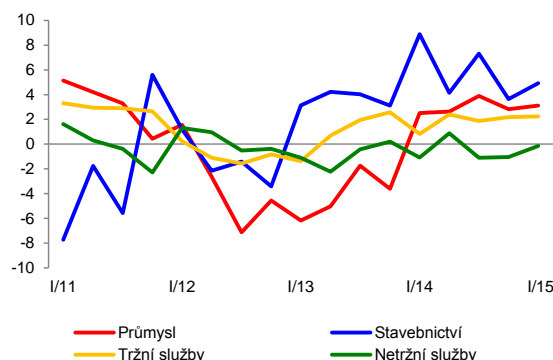
Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 se v průběhu druhého čtvrtletí 2015 dále zvýšila. K růstu peněžních agregátů nejvýrazněji přispívaly vklady domácností, což se projevilo v pokračujícím zvyšování jejich čistých finančních aktiv. Výrazný však byl i příspěvek vkladů nefinančních podniků doprovázený pokračujícím růstem pohotové likvidity podniků. Růst úvěrů podnikům a domácnostem zesílil. Banky dále uvolnily úvěrové standardy a podmínky zejména vlivem příznivějšího vnímání rizik a zesílené konkurence. To se nejvýrazněji projevilo v poklesu úrokových marží. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se většinou mírně snížily. Koruna v průběhu druhého čtvrtletí 2015 mírně posílila vůči euru

³⁷ Podle národních účtů ČSÚ.

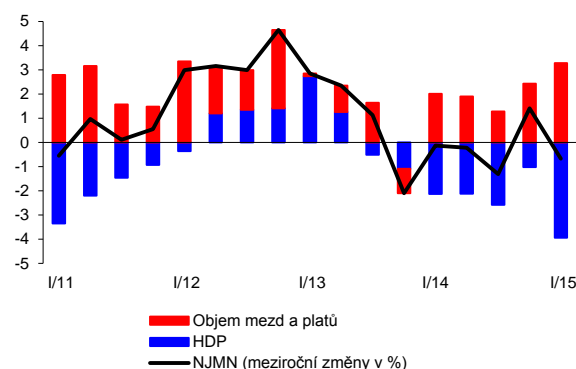
³⁸ Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech. Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

³⁹ Výpočet mzdové náročnosti produktu měřené nominálními jednotkovými náklady (NJMN) byl proveden na sezonně neočištěných datech.

Graf III.4.7 Vývoj produktivity v odvětvích
V prvním čtvrtletí 2015 rostla produktivita práce ve všech odvětvích s výjimkou netržních služeb (meziroční změny v %)

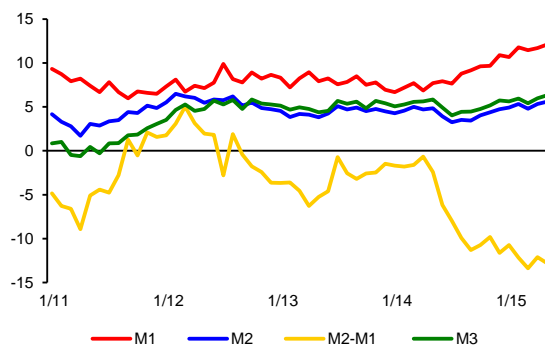


Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu
K poklesu NJMN v prvním čtvrtletí 2015 přispělo výrazné zrychlení dynamiky ekonomické aktivity (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.5.1 Peněžní agregáty

Růst peněžních agregátů v průběhu druhého čtvrtletí 2015 dále zrychlil (roční míry růstu v %)



i americkému dolaru. Nabídkové i realizované ceny rezidenčních nemovitostí dále meziročně rostly.

III.5.1 Peníze

Růst **peněžního agregátu M2** dále zrychlil. Roční míra růstu M2 se v květnu 2015 zvýšila na 5,6 % a byla nejvyšší za poslední tři roky (Graf III.5.1). **Skutečnost je tak téměř shodná s prognózou ze 3.SZ, která implikovala zrychlení dynamiky M2 ve druhém čtvrtletí na 5,7 %.** Na straně aktiv bank odráželo zrychlení M2 především vyšší přírůstek domácích úvěrů při přetrvávajícím mírném poklesu čistých zahraničních aktiv. Ten odrážel zejména přetrvávající odliv kapitálu u portfoliových investic, a to v důsledku nákupů zahraničních dluhových cenných papírů, účastí a podílů v investičních fondech rezidenty. Ve srovnání s růstem nominálního HDP rostla peněžní zásoba v prvním čtvrtletí 2015 nepatrně nižším tempem, což se projevovalo ve slabém zvýšení rychlosti obrátu peněz (Graf SZ III.5.1). V posledním období se zvyšovala i roční míra růstu **peněžního agregátu M3** (na 6,3 % v květnu) a byla ve srovnání s průměrem za eurozónu vyšší o zhruba jeden procentní bod.

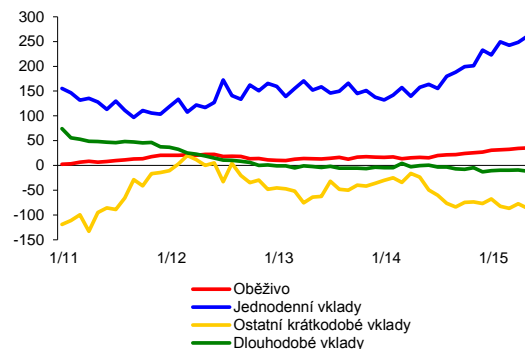
Růst širších peněz je v ČR obdobně jako v eurozóně podporován přírůstkem **vysoce likvidního peněžního agregátu M1**. Roční míra růstu M1 se dále zvýšila a v květnu dosáhla výrazných 12,1 % (Graf III.5.1). V tom se odrážela především zvýšená poptávka domácností a nefinančních podniků po jednodenních vkladech (Graf III.5.2). V rámci M1 se ale postupně zvyšuje také dynamika oběživa, což koresponduje zejména s růstem spotřeby domácností. Ostatní krátkodobé a dlouhodobé vklady nadále meziročně klesaly.

Z hlediska **sektorové struktury vkladů** přispívaly k růstu M2 vklady domácností a nefinančních podniků (Graf III.5.3). Dynamika vkladů domácností odráží pozitivní vývoj na trhu práce a v květnu dosáhla 5,4 %. Růst podnikových vkladů korespondoval s příznivým vývojem jejich hospodářského výsledku (provozního i finančního) a projevoval se v přetrvávající zvýšené pohotové likviditě podniků. Současně se zmírnil pokles vkladů finančních neměnových institucí. Podíl cizoměnových vkladů na celkových rezidentských vkladech se i přes další lehké zvýšení pohybuje pouze poblíž 10 %.

Podle nové **prognózy** by se roční míra růstu peněžního agregátu M2 měla ve třetím čtvrtletí 2015 dále mírně zvýšit na 6,1 %. Podobným tempem pak bude M2 růst i ve zbytku letošního a v první polovině příštího roku. Následně dynamika M2 dále slabě zrychlí, a to vlivem přibližování inflace k cíli při pokračujícím růstu ekonomické aktivity a stále nízkých úrokových sazbách. V průběhu roku 2017 bude vývoj M2 ovlivňovat v podmínkách rostoucích úrokových sazeb zvolnění dynamiky ekonomické aktivity doprovázené stabilizací inflace

Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2

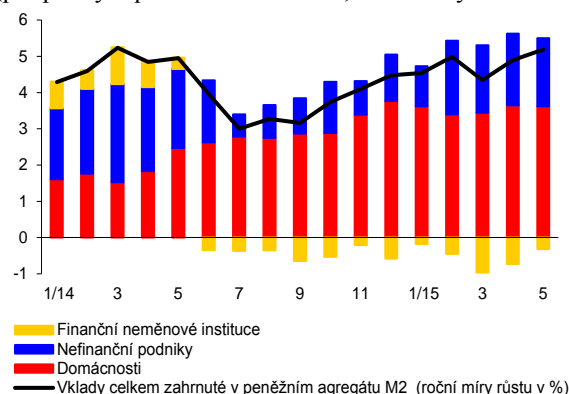
V podmínkách nízkých úrokových sazeb a rostoucí ekonomiky se zvyšují zejména jednodenní vklady (roční toky v mld. Kč)



Graf III.5.3 Struktura vkladů v rámci peněžního agregátu M2

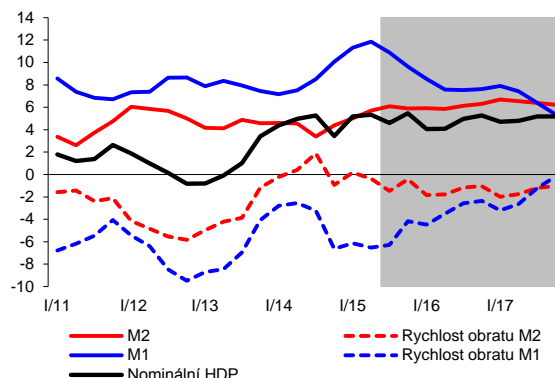
K růstu M2 přispívaly vklady domácností a nefinančních podniků

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



Graf SZ III.5.1 Prognóza peněžního vývoje

Růst M2 bude v návaznosti na vývoj inflace a ekonomické aktivity dále pozvolna zrychlovat (roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



v blízkosti cíle (Graf SZ III.5.1). Z hlediska celoročních hodnot by měl růst M2 v roce 2015 v průměru dosáhnout 5,7 %, v roce 2016 by měl zrychlit na 6,1 % a v roce 2017 na 6,5 %. Rychlost obrátu M2 bude na celém horizontu prognózy slabě klesat. Růst peněžního agregátu M1 dosáhne dle prognózy v roce 2015 hodnoty zhruba 11 %, v dalších dvou letech pak zpomalí na cca 8 %, resp. 7 %.

III.5.2 Úvěry

Růst ekonomické aktivity a uvolněnější úvěrové podmínky bank se projevují v pokračujícím zvyšování dynamiky úvěrů. Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** se v průběhu druhého čtvrtletí 2015 dále zvýšila a v květnu dosáhla 6 %, což bylo o 2 procentní body více než ve stejném období loňského roku a o cca 1 procentní bod více než na počátku letošního roku. Dle šetření úvěrových podmínek bank se ve druhém čtvrtletí 2015 zvýšila poptávka po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu. Banky současně zejména vlivem příznivějšího vnímání rizik a silícího konkurenčního tlaku dále uvolnily úvěrové standardy a snížily průměrné úrokové marže (Tab. III.5.1).

I v **eurozóně** růst úvěrů soukromému sektoru vlivem velmi nízké hladiny úrokových sazeb, uvolňování standardů a rostoucí poptávky po úvěrech postupně oživuje. Roční míra růstu úvěrů však zůstává i nadále relativně nízká (v květnu 2015 po úpravě o sekuritizaci 1 %). Úvěry nefinančním podnikům začaly slabě růst a dynamika úvěrů domácnostem na bydlení se mírně zvýšila. Banky v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2015 dále uvolnily úvěrové standardy u podnikových úvěrů i u úvěrů domácnostem na bydlení. To bylo ovlivněno zejména zvýšenou konkurencí projevující se v poklesu průměrných úrokových marží. Poptávka po úvěrech vzrostla především vlivem nízké hladiny úrokových sazeb. U podniků byla dále ovlivněna financováním fixních investic a u domácností v případě úvěrů na bydlení též výhledem trhu rezidenčních nemovitostí. Zavedení nestandardních měnověpolitických opatření ECB se dále pozitivně projevovalo v poklesu klientských úrokových sazeb. Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem (vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*) se tak od poloviny roku 2014 snížily o více než polovinu procentního bodu (viz část III.5.3, Graf III.5.14). Současně se zmírnil rozptyl klientských úrokových sazeb mezi jednotlivými zeměmi eurozóny.

Meziroční růst **úvěrů nefinančním podnikům** v ČR značně zrychlil (na 5,8 % v květnu 2015, Graf III.5.4). V tom se projevoval především vyšší růst úvěrů s delší splatností. Zrychlila dynamika stavu korunových úvěrů. Současně přetrvává zájem českých podniků o úvěry v cizí měně, které obecně využívají některé podniky jako formu přirozeného zajištění proti kurzovému riziku. Podíl cizoměnových úvěrů

Tab. III.5.1 Změny úvěrových podmínek bank

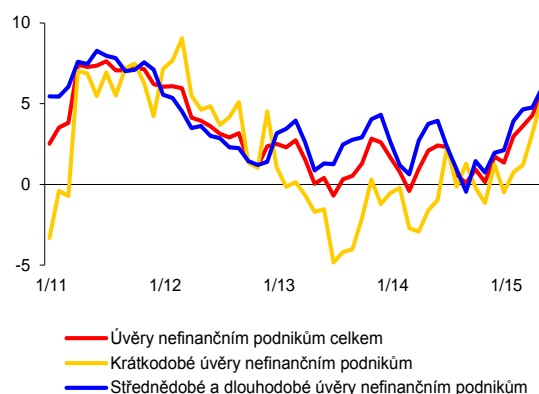
Banky ve druhém čtvrtletí 2015 dále uvolnily úvěrové standardy a vnímaly růst poptávky po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu (čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

	Nabídka úvěrů: z toho			Poptávka po úvěrech
	Úvěrové standardy	Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	
Úvěry nefinančním podnikům				
I/14	0 (2)	0	20	-26 (29)
II/14	-28 (-16)	-29	3	30 (54)
III/14	-21 (-32)	-46	-18	36 (56)
IV/14	-35 (-38)	-46	-6	55 (51)
I/15	-44 (-61)	-46	-24	33 (1)
II/15	-36 (-41)	-57	-15	14 (72)
III/15	(-35)			(34)
Úvěry na bydlení				
I/14	-4 (-4)	-2	36	-11 (-2)
II/14	4 (4)	-37	-33	57 (35)
III/14	1 (-42)	-25	-4	-29 (31)
IV/14	-9 (-11)	-46	24	24 (8)
I/15	-17 (-18)	-41	22	62 (0)
II/15	-23 (-31)	-26	0	69 (22)
III/15	(0)			(47)
Spotřebitelské úvěry				
I/14	-18 (16)	-25	-25	76 (-28)
II/14	35 (22)	0	4	-5 (69)
III/14	25 (9)	-9	0	-21 (-12)
IV/14	-47 (-27)	-40	-25	4 (-28)
I/15	-56 (-31)	-34	25	30 (20)
II/15	-31 (-40)	-70	-25	12 (26)
III/15	(-31)			(7)

Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky) a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu. V závorkách je uvedeno očekávání bank pro dané období zaznamenané v předchozím čtvrtletí.

Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům

Růst objemu podnikových úvěrů zřetelně zrychlil (roční míry růstu v %)



na celkových podnikových úvěrech se v poslední době pohybuje nad svým dlouhodobým průměrem a dosahuje 22 %. V důsledku růstu ekonomiky, a s tím spojeného zlepšení finanční situace podniků, se dále snížil podíl úvěrů v selhání, a to na zhruba 6 %. Ukazatel solventnosti podniků dále vzrostl.

Investiční úvěry představující více než polovinu celkových podnikových úvěrů v květnu zrychlily svůj růst na 3,7 % (Graf III.5.5). K jejich zvýšení přispíval zejména růst úvěrů průmyslu (zpracovatelskému průmyslu a energetice). Rostly i úvěry ostatním odvětvím (například profesní, vědecké, informační a administrativní činnosti) a obchodu. Naopak investiční úvěry poskytované developerům klesaly (v posledním období se však v tomto odvětví zvyšovaly zejména neúčelové finanční úvěry s delší splatností zřejmě v důsledku fúzí a akvizic).

Ve druhém čtvrtletí 2015 banky vnímaly zvýšení **poptávky podniků po úvěrech**, přičemž obdobný vývoj poptávky banky očekávají i v následujícím období (Tab. III.5.1). To bylo ovlivňováno financováním fixních investic, fúzí a akvizic a restrukturalizací podniků a jejich dluhů, stejně jako provozního kapitálu a zásob. Naopak nepříznivě na poptávku po úvěrech působilo financování podniků prostřednictvím emise dluhopisů a využití vnitřních zdrojů podniků.

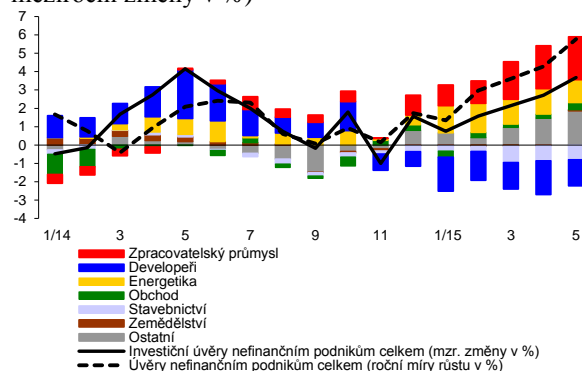
Podniky využívaly k financování zejména úvěry čerpané od domácích bank, zatímco **úvěry ze zahraničí** klesaly. V tom se projevovalo meziroční snížení úvěrů čerpaných nefinančními podniky u nerezidentských bank. **Úvěry od tuzemských nebankovních institucí** se mírně zvýšily a týkaly se především finančního leasingu. Objem **emise podnikových dluhopisů**, které obvykle využívají k financování velké podniky, se po dvouciferných růstech zaznamenaných v minulém období v prvním čtvrtletí 2015 meziročně zvýšil pouze o cca 3 %.

Úvěrové standardy bank při schvalování podnikových úvěrů se ve druhém čtvrtletí 2015 dále uvolnily zejména vlivem konkurenčního tlaku a příznivějšího vnímání rizik (Tab. III.5.2). Uvolňování standardů se projevovalo v příznivějších úrokových i neúrokových podmínkách, které některé banky nabízely při poskytování nových úvěrů. To bylo zaznamenáno jak u velkých podniků, tak i u malých a středních podniků. Nejvíce klesaly průměrné úrokové marže u velkých podniků. Ve třetím čtvrtletí 2015 banky očekávají další uvolnění svých úvěrových standardů, a to obdobně u velkých i menších podniků.

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se v průběhu druhého čtvrtletí 2015 dále zvýšila a v květnu 2015 dosáhla 5,3 % (Graf III.5.6). V tom se odrážela v podmínkách historicky nízkých úrokových sazeb z hypoték zejména rychle rostoucí poptávka po **úvěrech na bydlení**. Hypotéky rostly nejvyšším

Graf III.5.5 Úvěry podnikům určené k financování fixních investic

Investiční úvěry v průběhu druhého čtvrtletí 2015 dále zrychlily svůj růst (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



Tab. III.5.2 Úvěrové standardy a vybrané podmínky při schvalování úvěrů podnikům podle jejich velikosti

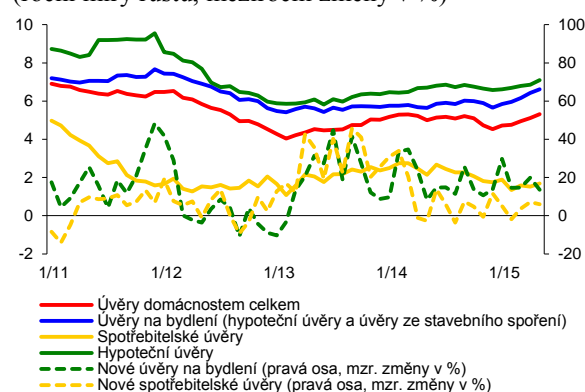
Vlivem konkurenčního tlaku a příznivějšího vnímání rizik se snížily průměrné úrokové marže, a to zejména u velkých podniků (čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, záporná hodnota = uvolnění)

	Čtvrtletní průměry					
	2012	2013	2014	I/15	II/15	III/15 ^{a)}
Úvěrové standardy						
Malé a střední podniky	13	4	-17	-44	-18	(-35)
Velké podniky	22	0	-28	-44	-46	(-35)
Průměrná úroková marže úvěrů						
Malé a střední podniky	-1	-16	-21	-44	-15	
Velké podniky	18	-8	-39	-46	-76	
Velikost úvěrů						
Malé a střední podniky	13	3	-7	-18	-18	
Velké podniky	29	10	-18	-18	-18	
Požadavek na zajištění úvěrů						
Malé a střední podniky	26	9	-12	-18	-18	
Velké podniky	25	1	-28	-18	-18	

Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek. Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu. a) V závorkách je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve druhém čtvrtletí 2015.

Graf III.5.6 Úvěry domácnostem

Dynamika úvěrů domácnostem na bydlení se v podmínkách nízkých úrokových sazeb a růstu ekonomiky zvýšila (roční míry růstu, meziroční změny v %)



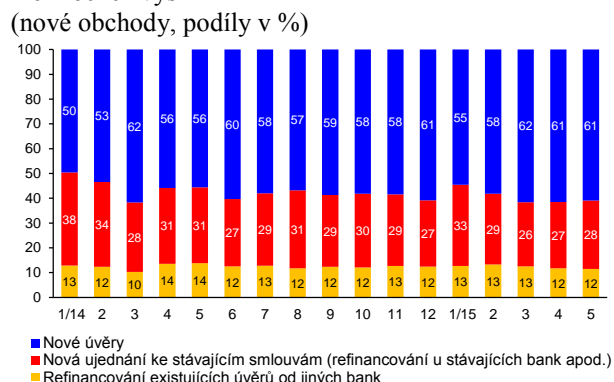
tempem za poslední tři roky při zmírňování poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Dvouciferné tempo růstu bylo patrné u tzv. „čistých“ nových úvěrů, zatímco refinancované úvěry v květnu poprvé od počátku letošního roku meziročně poklesly a ostatní nová ujednání ke stávajícím smlouvám (refixace) se zvyšovaly jen umírněně. Podíl nových úvěrů se tak meziročně zvýšil a dosáhl zhruba 61 % (Graf III.5.7). Dle Šetření úvěrových podmínek poptávka domácností po úvěrech na bydlení ve druhém čtvrtletí 2015 plošně rostla. Úvěrové standardy bank se dále uvolnily zejména vlivem konkurence. To se projevilo v poklesu průměrných úrokových marží a uvolnění požadavků bank na výši LTV (*loan-to-value ratio*). Zvýšenou poptávku po hypotékách potvrzují i červnové údaje Hypoindexu.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** v průběhu druhého čtvrtletí 2015 nepatrně zrychlila (na 1,7 % v květnu 2015; Graf III.5.6). K růstu nových spotřebitelských úvěrů poprvé v letošním roce přispělo zvýšení dynamiky „čistých“ nových úvěrů při přetrvávajícím růstu ostatních nových ujednání zahrnujících zejména konsolidace starých úvěrů. Úvěrové standardy u spotřebitelských úvěrů banky dále uvolnily, což se projevilo v plošném poklesu průměrných úrokových marží a v menší míře i marží u rizikovějších úvěrů. Úvěry čerpané od nebankovních institucí v prvním čtvrtletí meziročně poklesly.

Celková zadluženost domácností v poměru k ročnímu úhrnnému nominálnímu disponibilnímu důchodu se v posledním období stabilizovala na úrovni 65 % (Graf III.5.8). To odráželo obdobné tempo růstu příjmů i finančních závazků domácností. Úrokové zatížení českých domácností u bank v čistém vyjádření (zahrnující úrokové náklady a výnosy z bankovních úvěrů a vkladů) se v prvním čtvrtletí zvýšilo na 2,1 % disponibilního příjmu a pohybovalo se v blízkosti průměru za poslední čtyři roky. V jeho vývoji se odráželo zvýšení úrokových nákladů z titulu vyššího zadlužení úvěry na bydlení.

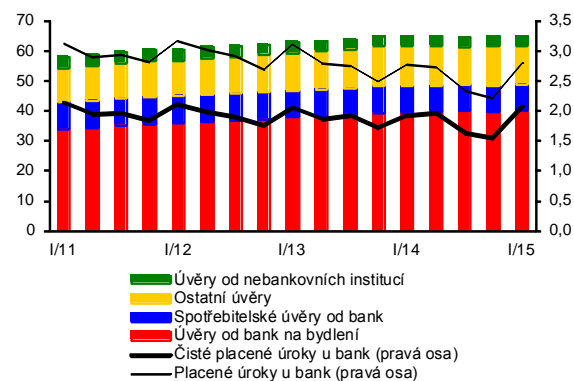
Zatížení jednotlivých **příjmových skupin domácností** splátkami úvěrů (poměr úroků a jistiny k příjmům) se v roce 2014 oproti předchozímu roku ve většině příjmových skupin mírně snížilo, ke zvýšení došlo pouze v některých vysokopříjmových skupinách domácností. V tom se zřejmě projevilo čerpání nových úvěrů, které ve většině příjmových decilů pokleslo, nicméně v 6., 8. a 10. příjmovém decilu výrazněji vzrostlo (Graf III.5.9). Poměr spotřeby k příjmům byl vlivem vyššího růstu příjmů oproti spotřebě v loňském roce ve většině příjmových skupin nižší. V roce 2014 převážné části domácností zbyla po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů o něco větší část příjmů než v roce 2013, což indikuje prostor pro další růst spotřeby domácností. Z tvaru Lorenzovy křivky vyplývá, že na domácnosti s vyššími než mediánovými příjmy připadalo v roce 2014 cca 80 % úvěrů a peněžních úspor.

Graf III.5.7 Struktura nových úvěrů na bydlení
Podíl nových úvěrů na nákup bytů a domů, tj. bez vlivu refinancování a podobných ujednání, se meziročně zvýšil



Graf III.5.8 Zadluženost domácností

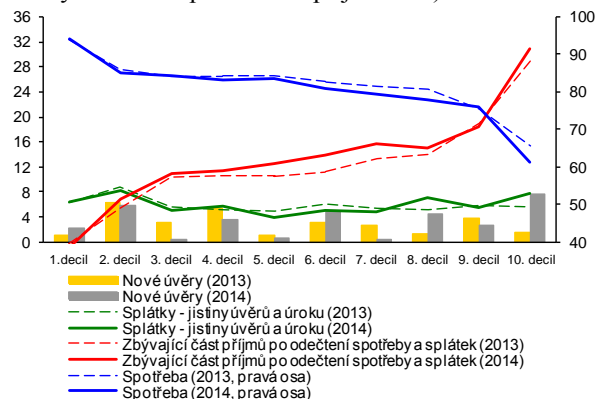
Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům se v prvním čtvrtletí 2015 výrazněji neměnila a úrokové zatížení se zvýšilo (čtvrtletní údaje, poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)



Poznámka: Čisté placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. Placené úroky zahrnují úrokové náklady domácností spojené s čerpáním úvěrů.

Graf III.5.9 Zatížení příjmů jednotlivých příjmových skupin domácností spotřebními výdaji a splátkami úvěrů

V roce 2014 zbyla po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů většině domácností o něco větší část příjmů než v předchozím roce (poměry k čistému peněžnímu příjmu v %)



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2015 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulém Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu.

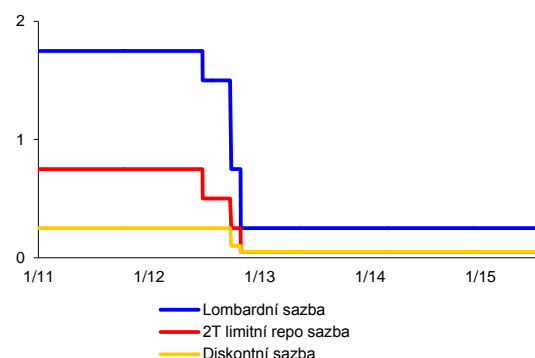
Bankovní rada na svém **květnovém jednání** jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule⁴⁰ (Graf III.5.10). Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále používat **devizový kurz jako další nástroj** uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Rizika minulé prognózy byla na květnovém měnovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako protiinflační, když se v tomto směru vyvíjely domácí mzdy a kurz koruny vůči euru. Bankovní rada v této situaci konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016, a že je nadále připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných mimo jiné způsobit propad domácí poptávky nebo k systematickému poklesu inflačních očekávání.

Na **červnovém zasedání** pak bankovní rada rovněž jednomyslně ponechala základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik minulé prognózy inflace na horizontu měnové politiky byla v červnu bankovní radou posouzena jako vyrovnaná. Proinflačním rizikem byla pozitivní data z domácí ekonomiky, naopak protiinflační riziko představovalo posílení kurzu koruny k euru. Bankovní rada opět konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016, a že je nadále připravena v případě potřeby posunout hladinu kurzového závazku. Pravděpodobnost takového vývoje se však oproti předchozímu měnovému zasedání bankovní rady snížila.

Na svém **měnověpolitickém zasedání 6. srpna 2015** bankovní rada rozhodla... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

Graf III.5.10 Základní sazby ČNB

ČNB ve druhém čtvrtletí 2015 ponechala své základní úrokové sazby na "technicky nulové" úrovni (v %)



⁴⁰ S účinností od 2. listopadu 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby **PRIBOR** se ve druhém čtvrtletí 2015 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.5.11). Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala lehce pod hladinou 0,3 procentního bodu.

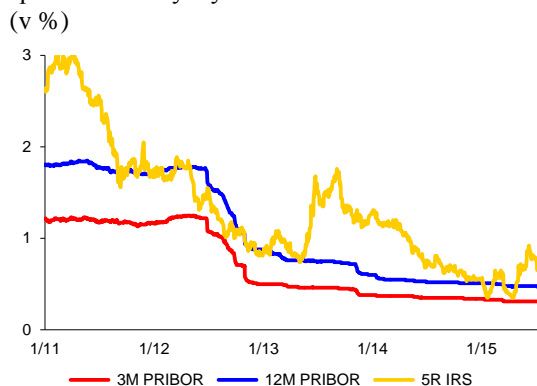
Derivátové sazby **FRA** se ve všech splatnostech nejdříve lehce zvýšily, zřejmě v reakci na zveřejněné domácí makroekonomické údaje (viz níže), na přelomu června a července se ale opětovně lehce snížily. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce července tak v ročním horizontu implikuje nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. To zhruba odpovídá očekávané stabilitě měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při zanedbatelném poklesu prémie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují v těsné blízkosti trajektorie sazeb předpokládané v nové prognóze ČNB (viz kapitola II).

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely protichůdný vývoj na peněžních trzích v eurozóně a USA při stabilitě sazeb v tuzemsku. Nejednalo se však o výrazné změny, diferenciály vůči eurovým sazbám se slabě zvýšily, vůči dolaru se naopak lehce snížily (Graf III.5.12). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve druhém čtvrtletí 2015 činil průměrně 0,3 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci července.

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** zastavily na konci dubna svůj dlouhodobý sestupný trend, který vedl k dosažení nejnižší historické úrovně, a následně začaly spolu se zahraničními sazbami růst. V eurozóně dlouhodobé sazby poměrně rychle korigovaly předchozí sestup na extrémně nízké úrovni. Trh totiž v návaznosti na zveřejněná data a předstihové ukazatele zřejmě přestal pro eurozónu považovat scénář déletrvající deflace a ekonomického útlumu za pravděpodobný. Později se do vývoje sazeb promítaly i výkyvy rizikové prémie související s vleklým jednáním ohledně řecké dluhové krize, zároveň se na trhu zvýšila volatilita, k šíření nákazy na finančních trzích však nedošlo. Z tuzemských faktorů k růstu sazeb přispěly publikované makroekonomické údaje, zejména vyšší než očekávané údaje o HDP a inflaci a nečekaně rychle klesající podíl nezaměstnaných osob. Celkově domácí sazby IRS a výnosy státních dluhopisů od začátku dubna vzrostly až o 0,6 procentního bodu. To se však týkalo jen delších splatností (cca od 5R), na kratším konci výnosové křivky byly změny zanedbatelné (Graf III.5.11). Výnosová křivka tak zdatelně

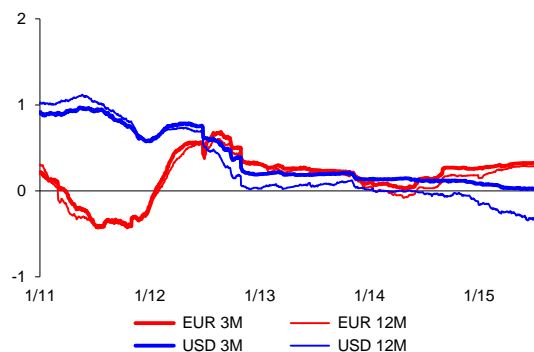
Graf III.5.11 Tržní úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby s delší splatností se zvýšily



Graf III.5.12 Úrokové diferenciály

Úrokové diferenciály vůči euru se pohybovaly na mírně kladných hodnotách (v procentních bodech)



zvýšila svůj kladný sklon. Průměrné rozpětí u sazeb IRS 5R-1R činilo v červnu 0,5 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 0,9 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve druhém čtvrtletí uskutečnilo šest aukcí dluhopisů s pevným kuponem a dvě aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 45,3 mld. Kč.⁴¹ Téměř ve všech aukcích poptávka převyšovala nabídku – vzhledem k velmi nízkým výnosům však ne tak výrazně jako v předchozím období; průměrná hodnota ukazatele bid-to-cover ratio činila 1,6. Poptávka ze strany zahraničních investorů zůstala vysoká, po zahájení programu nákupů vládních dluhopisů a dalších cenných papírů v eurozóně se jejich podíl na prodaných tuzemských dluhopisech udržuje na zhruba poloviční úrovni. V aukcích byl patrný nárůst průměrných výnosů⁴², který odrážel vývoj na sekundárním trhu. Výnosová křivka státních dluhopisů se – podobně jako křivka IRS – posunula výše a zvýšil se její kladný sklon (Graf III.5.13).

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se v nominálním vyjádření v dosud pozorovaném průběhu druhého čtvrtletí 2015 většinou mírně snížily. V podmínkách stabilní sazby 3M PRIBOR a nízké úrovně výnosu desetiletého vládního dluhopisu (dosahující i přes aktuální zvýšení 1 % v červnu 2015) to odráželo zvýšenou konkurencí mezi bankami a pokračující pokles jimi vnímané rizikovosti klientů z reálné ekonomiky vlivem příznivého hospodářského vývoje.

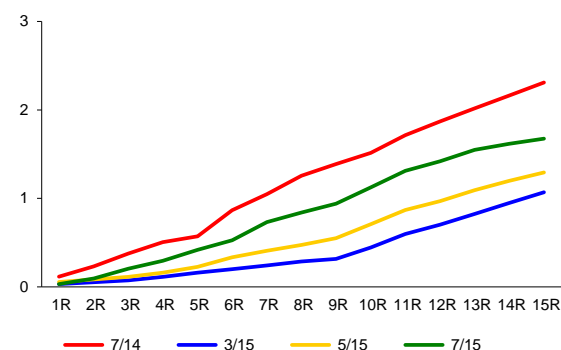
Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v nominálním vyjádření se v průměru nadále pohybuje v blízkosti 2 % (Graf III.5.14). V její struktuře se v posledních dvou letech snižovaly sazby s delší fixací sazeb, zatímco krátkodobé sazby se v zásadě neměnily. Úroková sazba z malých úvěrů dosáhla 2,7 % a sazba z velkých úvěrů 1,8 %. Rozpětí mezi těmito sazbami se pohybuje mírně pod úrovní průměru zaznamenaného od roku 2007. Spread mezi krátkodobou sazbou z podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se nepatrně snížil. Úroková sazba z nových domácích eurových podnikových úvěrů se vyvíjela obdobně a byla jen lehce nižší oproti sazbě z korunových úvěrů (1,8 %, Graf III.5.15). V eurozóně sazby z podnikových úvěrů zejména vlivem měnověpolitických opatření ECB dále klesaly (v průměru na 2,2 %) a značně se přiblížily sazbám v ČR.

⁴¹ Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2015 předpokládá emise středně a dlouhodobých státních dluhopisů v rozsahu 130 až 180 mld. Kč.

⁴² Na konci dubna byl dluhopis s desetiletou splatností emitován s průměrným výnosem 0,35 %, na konci června byl jedenáctiletý dluhopis upsán při výnosu 1,38 %.

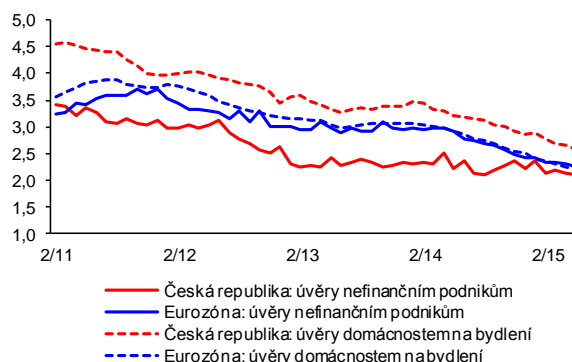
Graf III.5.13 Výnosová křivka státních dluhopisů

Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na vyšší hladinu (v %)



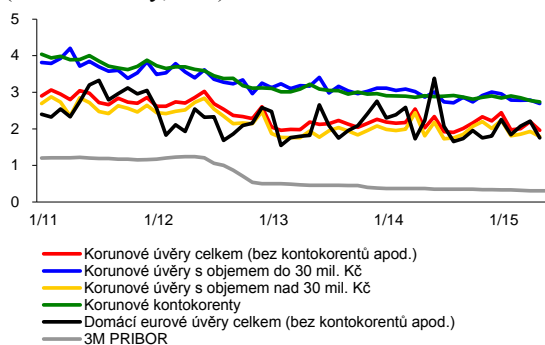
Graf III.5.14 Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v eurozóně poslední dobou klesá a výrazně se přiblížila hladině těchto sazeb v ČR (celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



Graf III.5.15 Úrokové sazby z úvěrů podnikům

Úroková sazba z domácích korunových a eurových úvěrů nefinančním podnikům se nadále v průměru pohybuje v blízkosti 2 % (nové obchody, v %)



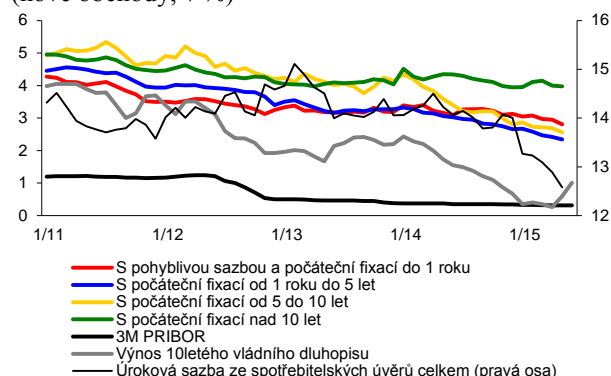
U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** v květnu 2015 dále mírně snížila na 2,6 % (u hypoték dosáhla nového historického minima ve výši 2,3 %). Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují 67 % všech úvěrů na bydlení, slabě poklesla na 2,3 %. Obdobně se vyvíjela sazba s fixací od pěti do deseti let, což bylo doprovázeno dalším zvýšením podílu těchto úvěrů na 17 % (Graf III.5.16). Podle Hypoindexu však v červnu některé banky začaly sazby z hypoték zvyšovat. Náklady financování bank se u delších sazeb ve druhém čtvrtletí zvýšily, nicméně růst sazeb by měl být nadále tlumen konkurenčním tlakem a pokračujícím poklesem rizikovosti klientů. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou mírně pokleslo (Graf III.5.17). V eurozóně se sazba z úvěrů na bydlení rovněž dále snížila (2,2 %), přičemž je oproti sazbě v ČR setrvale o něco nižší.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů v průběhu druhého čtvrtletí dále poklesla a v květnu dosáhla 12,6 % (Graf III.5.16). To bylo ovlivňováno zvýšenou konkurencí mezi bankami a nebankovními subjekty a příznivějším vnímáním rizik ohledně celkové ekonomické situace a bonity některých klientů. Sazba ze spotřebitelských úvěrů však zůstává zřejmě vlivem vyššího úvěrového rizika značně nad úrovní eurozóny, kde se v průměru pohybuje v blízkosti 6 %.

Úrokové sazby z klientských vkladů se výrazněji neměnily, pouze sazba z krátkodobých a dlouhodobých vkladů domácností s dohodnutou splatností po předchozí snaze některých bank o její zatraktivnění v průběhu druhého čtvrtletí 2015 poklesla na 1,2 %, resp. 2 %. Sazba z jednodenních vkladů podniků a domácností zůstala ve výši 0,1 %, resp. 0,3 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců zahrnující vklady ze stavebního spoření dosáhla 1,6 %. V eurozóně uvedené sazby většinou nadále stagnovaly a pohybují se zpravidla na nižší úrovni než v ČR.

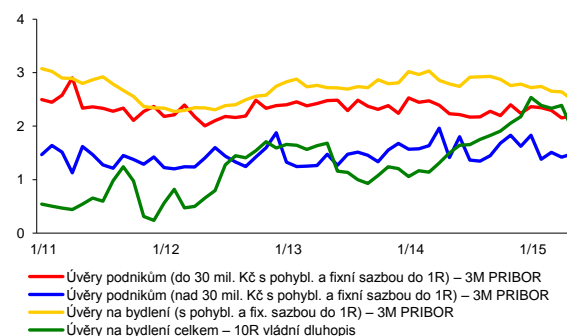
Reálné klientské úrokové sazby⁴³ se v posledních měsících mírně snížily vlivem poklesu nominálních sazeb, zároveň se lehce zvýšila očekávaná inflace. Reálné sazby z nových úvěrů dosáhly v květnu v průměru 1 % (Graf III.5.18). U podnikových úvěrů přitom reálná úroková sazba činila 0,5 %, u domácností u úvěrů na bydlení 1,0 % a u spotřebitelských úvěrů 10,9 %. Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů se nadále pohybovaly v záporných hodnotách.

Graf III.5.16 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem
Úroková sazba z úvěrů domácnostem na bydlení a na spotřebu se dále snížila (nové obchody, v %)



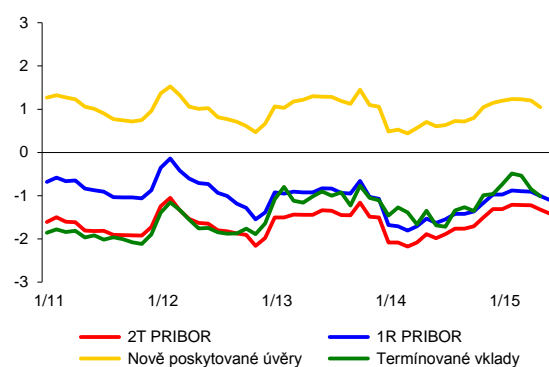
Graf III.5.17 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb

Rozpětí mezi klientskými a tržními sazbami z úvěrů domácnostem na bydlení a nefinančním podnikům mírně poklesla (v procentních bodech)



Graf III.5.18 Ex ante reálné sazby

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se pohybovaly lehce nad 1 %, sazby z termínovaných vkladů byly záporné (v %)



⁴³ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve druhém čtvrtletí 2015 hodnoty 27,4 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení koruny o 0,2 % a mezičtvrtletní posílení o 0,9 % (Graf III.5.19). Kurz koruny se po většinu čtvrtletí pohyboval kolem uvedené hodnoty s výkyvy oběma směry. Ve druhé červnové dekádě pak koruna mírně posílila na 27,2 CZK/EUR. V průběhu července byla patrná tendence k dalšímu posilování i k hladině kurzového závazku 27 CZK/EUR.

Ve druhém čtvrtletí 2015 **na světových finančních trzích** posilovaly evropské měny (s výjimkou maďarského forintu) na úkor dolaru i ostatních významných neevropských měn. Nejvíce posilovala britská libra. Naopak prudký pokles (o 10–15 %) postihl novozélandský dolar. Od poloviny června však začal opětovně posilovat americký dolar.

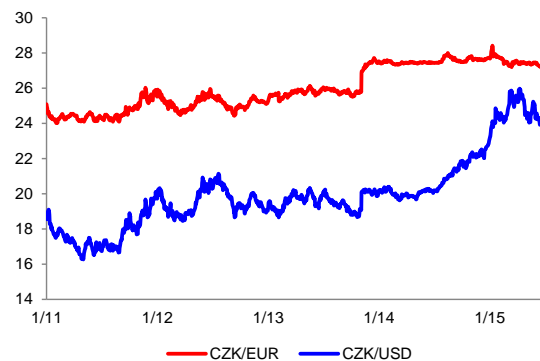
Přestože výsledky tuzemské ekonomiky (HDP, maloobchodní tržby, stavebnictví) byly oproti očekávání příznivější, zůstával **kurz koruny vůči euru po většinu druhého čtvrtletí relativně stabilní**. Tendence k pozvolnému posilování koruny, započatá ve druhé červnové dekádě, byla pravděpodobně reakcí na vyšší než očekávané hodnoty květnové inflace v ČR v kombinaci s již dříve zveřejněným vysokým růstem HDP za první čtvrtletí letošního roku. Ty vedly k významné změně tržního sentimentu a z pohledu finančních trhů prakticky eliminovaly riziko dalšího oslabení koruny ze strany ČNB. Viditelný vliv na vývoj kurzu české koruny naopak neměla opětovná eskalace finanční krize v Řecku (i když její dílčí příspěvek ke zpevnění kurzu nelze vyloučit, neboť tendence k mírnému posílení byla patrná například i u švédské koruny). S tím, jak se kurz přibližoval k hladině 27 CZK/EUR, začal trh a komentáře analytiků obracet pozornost k možnosti testování kurzového závazku ČNB, což zřejmě rovněž přispělo k dalšímu posílení koruny.

Vývoj kurzu koruny v prvním pololetí 2015, podobně jako v průběhu celého roku 2014, nadále nebyl ovlivňován skutečnými **intervencemi ČNB na devizových trzích**. Ve druhé polovině července však ČNB poprvé od listopadu 2013 vstoupila na trh, a to v souladu se svým závazkem v případě potřeby automaticky a potenciálně v neomezeném objemu intervenovat na devizovém trhu tak, aby udržovala kurz poblíž 27 CZK/EUR.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve druhém čtvrtletí 2015 činil 24,8 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení koruny o 23,8 % a oproti předchozímu čtvrtletí o 1,0 %. V průběhu druhého čtvrtletí 2015 však koruna vůči dolaru postupně posilovala z hodnot kolem 25,5 CZK/USD až na cca 24 CZK/USD v polovině června. Poté začala opět mírně ztrácet až na 24,9 CZK/USD na konci druhé červencové dekády. Opětovné oslabování koruny vůči dolaru bylo spojeno

Graf III.5.19 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Koruna ve druhém čtvrtletí 2015 mírně posilovala vůči euru i americkému dolaru



s oslabováním eura a na něj navázaných měn nejprve vlivem opětovné eskalace finanční krize v Řecku a později vlivem očekávání finančních trhů, že dojde k zahájení zvyšování sazeb americkou centrální bankou.

BOX 2

Vývoj rovnovážného měnového kurzu CZK/EUR

Odhady rovnovážného měnového kurzu jsou pro centrální banku důležité zejména proto, že odchylky měnového kurzu od rovnovážné hodnoty ovlivňují kurzovou složku měnových podmínek.⁴⁴ Je-li kurz vůči své rovnováze nadhodnocený, snižuje cenovou konkurenceschopnost domácí ekonomiky, brzdí její růst a v konečném důsledku působí na pokles inflace. Podhodnocený kurz pak působí v opačném směru.

Ekonomická teorie nabízí celou škálu přístupů k nalezení rovnovážných úrovní měnových kurzů. Dle přístupu **BEER (behaviorální rovnovážný měnový kurz)** dochází k zohlednění množiny klíčových proměnných ovlivňujících dlouhodobý vývoj reálného kurzu, jako například diferenciál produktivity práce, příliv zahraničních investic rozšiřujících výrobní kapacity apod. Přístup **FEER (fundamentální rovnovážný měnový kurz)** je založen na podmínce souběžného nalezení vnitřní i vnější rovnováhy ekonomiky.⁴⁵

Vývoj pásma odhadů reálného rovnovážného kurzu získaného sloučením výsledků modelu BEER a FEER ukazuje Graf 1.⁴⁶ V období let 2000 až 2008 byl pozorován výrazný trend reálného rovnovážného posilování kurzu koruny. Česká ekonomika dosahovala v uvedeném období vyšší tempa hospodářského růstu než eurozóna, podpořená masivním přílivem přímých zahraničních investic, což se projevilo ve viditelné konvergenci k jejím úrovním. Výsledkem úspěšného provádění měnové politiky přitom současně bylo dosahování nízké míry inflace, takže rovnovážné reálné posilování koruny se promítalo v jejím nominálním zhodnocování vůči euru.

Nejvýraznější nadhodnocení kurzu CZK/EUR bylo pozorováno v letech 2002 a 2008, naopak **podhodnocení kurzu** bylo patrné v letech 2000 až 2001 a poté v letech 2006 až 2007. Od vypuknutí globální finanční, hospodářské

⁴⁴ Viz Box 3 ve Zprávě o inflaci II/2015.

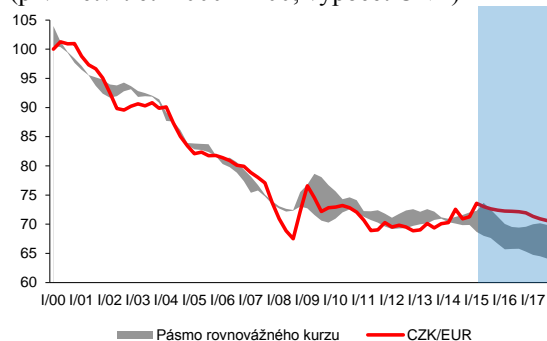
⁴⁵ Vnitřní rovnováha odpovídá trajektorii potenciálního výstupu vypočteného pomocí Cobbovy-Douglasovy produkční funkce. Vnější rovnováha odpovídá trajektorii udržitelného vývoje podílu deficitu běžného účtu platební bilance na HDP.

⁴⁶ Ve skutečnosti je však míra nejistoty odhadů podstatně větší, než naznačuje uvedené pásmo, protože obě metody mají poměrně široké intervaly spolehlivosti.

Graf 1 (BOX) Reálný rovnovážný kurz CZK/EUR

Dlouhodobý trend reálného zhodnocování kurzu koruny se po roce 2011 zastavil na úrovni, která vykazovala až do listopadu 2013 známky mírného nadhodnocení

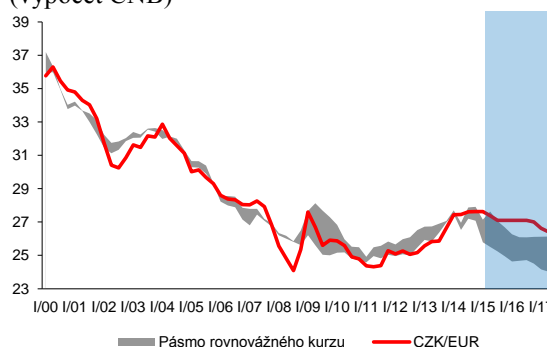
(první čtvrtletí 2000 = 100, výpočet ČNB)



Poznámka: Rovnovážné odhady dle modelů BEER a FEER, deflováno indexem cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Modře označená oblast není navrhována ke zveřejnění.

Graf 2 (BOX) Nominální rovnovážný kurz CZK/EUR

Po přijetí kurzového závazku ČNB na hladině 27 CZK/EUR v listopadu 2013 kurz oslabil na úroveň své rovnováhy, aktuálně je dle jedné metody nadále rovnovážný a dle druhé mírně podhodnocený (výpočet ČNB)



Poznámka: Rovnovážné odhady dle modelů BEER a FEER. Modře označená oblast není navrhována ke zveřejnění.

a následně i evropské dluhové krize se tempo reálné konvergence téměř zastavilo, kurz však měl po dočasném oslabení na přelomu let 2008 a 2009 opět tendenci posilovat. To v období od roku 2011 až do listopadu 2013 vedlo k mírnému nadhodnocení měnového kurzu koruny jak v reálném, tak nominálním vyjádření (Graf 2).

Rozhodnutí bankovní rady ČNB začít používat měnový kurz jako další nástroj měnové politiky (od 7. listopadu 2013) a **přijetí asymetrického kurzového závazku na hladině 27 CZK/EUR znamenalo návrat měnového kurzu k jeho rovnovážné úrovni** (Graf 1, Graf 2). V současné době se úroveň rovnovážného kurzu dle metody BEER pohybuje na hodnotách odpovídajících hladině kurzového závazku. Odhad dle metody FEER ukazuje na mírné podhodnocení měnového kurzu, což odráží lehce přebytkový běžný účet ČR oproti v modelu předpokládanému udržitelnému schodku ve výši 2,5 % HDP.^{47,48}

V souhrnu tak uvedené odhady ukazují, že by po návratu do standardního režimu měnové politiky neměly vznikat silné fundamentální tlaky k posílení kurzu na úroveň před přijetím kurzového závazku ČNB. **Nicméně s obnovením procesu reálné konvergence by se měl obnovit i postupný trend rovnovážného reálného posilování kurzu koruny.** Metoda BEER tak do konce roku 2017 ukazuje na potenciál posílení kurzu koruny mírně pod 26 CZK/EUR, tedy o něco více než nová prognóza ČNB. Metoda FEER, kterou ovšem považujeme za méně spolehlivou, pak dokonce směřuje až pod 24 CZK/EUR (Graf 2).

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

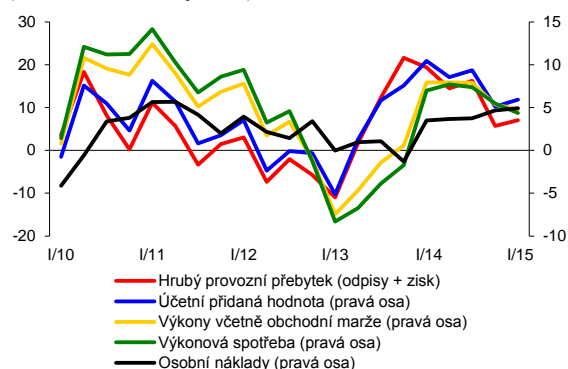
Podle výsledků **finančního hospodaření** nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci⁴⁹ došlo v prvním čtvrtletí 2015 k dalšímu zpomalení meziroční dynamiky růstu výkonů (na 4,8 %), které bylo zejména spojeno s odezněním přímého

⁴⁷ Ke kvalitativně stejným závěrům dospěl v rámci své konzultace dle článku IV Dohody mezi ČR a MMF na jaře letošního roku i MMF. Ten konstatoval, že „běžný účet ČR je silnější než standardně uvažovaný schodek ve výši 1 % HDP, což naznačuje 3% podhodnocení kurzu v roce 2014.“ Zároveň však dle jiné metody kurz koruny vycházel jako nadhodnocený o více než 10 %, takže celkově MMF vyhodnotil kurz koruny jako „zhruba v souladu s fundamenty.“

⁴⁸ Uvedený odhad zároveň nezohledňuje skutečnost, že přebytek běžného účtu odráží mimo jiné silný příliv prostředků z EU fondů, které jsou však standardně konvertovány do devizových rezerv ČNB a neovlivňují tak reálné toky na devizovém trhu.

⁴⁹ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2015 více než 9 tisíc nefinančních podniků.

Graf III.5.20 Základní ukazatele hospodaření
Růst hrubého provozního přebytku i účetní přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2015 zrychlil (meziroční změny v %)



vlivu meziročního oslabení kurzu koruny z listopadu 2013 (Graf III.5.20). Růst hrubého provozního přebytku (resp. provozního zisku) ale po předchozím zpomalení opětovně lehce zrychlil (na 7,1 %), k čemuž přispěl především pokles materiálové náročnosti výkonů⁵⁰. Díky tomu došlo i k zesílení meziročního tempa růstu účetní přidané hodnoty a zvýšení jejího podílu na výkonech (Tab. III.5.3).

Při rychleji rostoucích výkonech než výkonové spotřeby se **materiálová náročnost výkonů** v prvním čtvrtletí 2015 meziročně snížila o 0,3 procentního bodu, zatímco v předchozím čtvrtletí se mírně zvýšila (Tab. III.5.3). Za touto změnou stál především výrazný propad cen dovážených výrobních vstupů (energetických a neenergetických surovin) pozorovaný od konce loňského roku. **Mzdová náročnost výkonů**⁵¹ naopak po zhruba ročním poklesu meziročně stagnovala, když růst osobních nákladů, tažený nárůstem počtu zaměstnanců i mezd, mírně zrychlil a dosáhl téměř stejných hodnot jako – naopak zpomalující – dynamika výkonů.

V rámci odvětví se na dosaženém meziročním růstu tržeb, výkonů a provozního zisku podílely i v prvním čtvrtletí 2015 převážně podniky ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.5.21), avšak v menší míře než v předchozím čtvrtletí. Na zrychlení meziročního růstu provozního přebytku se tak ve sledovaném období podílela ostatní odvětví, zejména odvětví informačních a komunikačních činností.⁵² Z pohledu **vlastnické struktury podniků** pak nejvíce ovlivňovaly dynamiku tohoto ukazatele podniky pod zahraniční kontrolou, jejichž produkce je převážně směřována na vývoz.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵³ naznačují v prvním čtvrtletí 2015 částečně odlišný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření v porovnání se širším segmentem podniků. Především meziroční růst hrubého provozního přebytku podniků s 250 a více zaměstnanci – na rozdíl od širšího segmentu podniků – dále zvolnil (na 5,8 %). Byl však obdobně jako v širším segmentu velkých podniků nadále nejvíce vytvářen podniky zpracovatelského průmyslu.

Ve výběru 2000 nefinančních podniků s největšími aktivy byl v prvním čtvrtletí 2015 zaznamenán výrazný meziroční nárůst **výsledku hospodaření před zdaněním** (o 31,9 %;

Tab. III.5.3 Ukazatele hospodaření nefinančních podniků

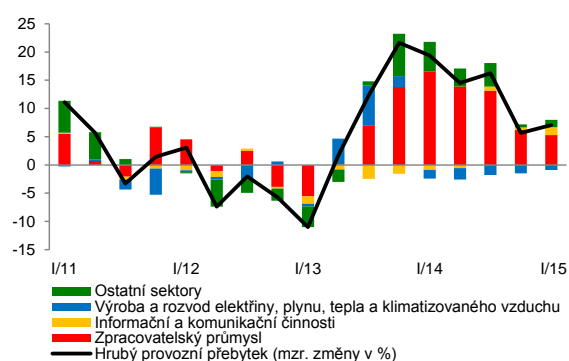
Materiálová náročnost výkonů se snížila, zatímco mzdová náročnost výkonů meziročně stagnovala

	1. čtvrtletí 2014	1. čtvrtletí 2015	Meziroční změny v %
	v mld. Kč	v mld. Kč	
Výkony vč. obchodní marže ^{a)}	1405,6	1473,1	4,8
Osobní náklady	204,7	214,8	4,9
Výkonová spotřeba	1017,1	1061,5	4,4
Účetní přidaná hodnota	388,5	411,6	5,9
Tržby celkem	1844,7	1952,0	5,8
Hrubý provozní přebytek	183,8	196,8	7,1
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	72,4	72,1	-0,3
Podíl osobních nákladů na výkonech	14,6	14,6	0,0
Podíl přidané hodnoty na výkonech	27,6	27,9	0,3
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	52,7	52,2	-0,5
Podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě	47,3	47,8	0,5

^{a)} propočet ČNB

Graf III.5.21 Vývoj provozního zisku v odvětvích

Podíl podniků ve zpracovatelském průmyslu na růstu provozního zisku byl nadále nejvyšší (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Tab. SZ III.5.1 Výsledek hospodaření před zdaněním

Výsledek hospodaření se meziročně výrazně zvýšil zejména vlivem zlepšení finančního výsledku (meziroční změny v %)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	1. čtvrtletí 2014	1. čtvrtletí 2015	Meziroční změny v %
Výsledek hospodaření před zdaněním (mld. Kč) ^{a)}	91,0	120,1	31,9
- z toho: provozní výsledek hospodaření (mld. Kč)	102,5	107,9	5,3
- z toho: finanční výsledek hospodaření (mld. Kč)	-11,7	12,1	.

^{a)} propočet ČNB

⁵⁰ Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

⁵¹ Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.

⁵² Provozní přebytek vzrostl v tomto odvětví o výrazných 23 %.

⁵³ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2015 více než 1,7 tisíce nefinančních podniků.

Tab. SZ III.5.1) po předchozím dvouciferném poklesu. Na tomto obratu se nejvíce podílel obnovený meziroční růst finančního výsledku hospodaření. V menší míře pak k vysoké dynamice celkového výsledku hospodaření přispělo také zrychlení tempa růstu provozního výsledku hospodaření oproti předchozímu čtvrtletí (na 5,3 %).

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

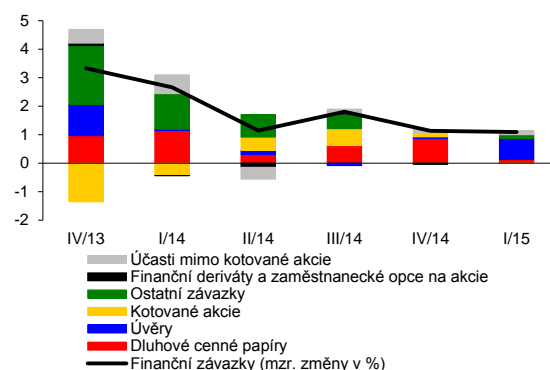
Meziroční tempo růstu **finančních závazků nefinančních podniků** zůstalo v prvním čtvrtletí 2015 nezměněno na nízké úrovni 1,1 % (Graf III.5.22), došlo však ke změně struktury tohoto růstu. Nejvýznamněji k němu přispěly úvěry, v čemž se odrazilo pozorované zrychlení jejich růstu. Všechny ostatní kategorie, zejména dluhové cenné papíry a kotované akcie, dosáhly nízkých kladných příspěvků. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** v prvním čtvrtletí zrychlil na 2,9 %. Nejvíce k tomu přispěly oběživo a vklady. Naopak pokles příspěvku zaznamenaly účasti, půjčky a ostatní pohledávky. I v tomto čtvrtletí tak došlo k rychlejšímu růstu finančních aktiv oproti závazkům, a celková záporná čistá finanční pozice podniků se tak dále zmírnila.

Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Ukazatel pohotové likvidity⁵⁴ podniků mírně korigoval své přechodí vysoké hodnoty, když se oproti poslednímu loňskému čtvrtletí snížil z 232 % na 223 % v prvním letošním čtvrtletí. Poměrový ukazatel tržního financování⁵⁵ se rovněž v mezičtvrtletním srovnání snížil (z 9,9 % na 9,6 %). Solventnost podniků vyjádřená poměrem celkových finančních aktiv k závazkům bez účasti vzrostla z 113,1 % v závěru předchozího roku na 116,2 % na počátku letošního roku.

Meziroční růst **čistých finančních aktiv domácností** si v prvním čtvrtletí 2015 zachoval svou výraznou dynamiku na úrovni 8,3 %. Přírůstek čistých finančních aktiv oproti stejnému období roku 2014 představoval téměř 11 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.23). Hrubá finanční aktiva rostla meziročně tempem 6,3 % a zachovala si tak dynamiku předchozího čtvrtletí. K růstu finančních aktiv nejvíce přispěly oběživo a vklady, když růst vkladů domácností i v prvním čtvrtletí 2015 dosáhl meziročně téměř 6 %. Na růstu finančních aktiv se dále podílely účasti, zejména růst hodnoty akcií a podílových listů držených domácnostmi v investičních fondech. Meziroční růst **finančních závazků domácností** se

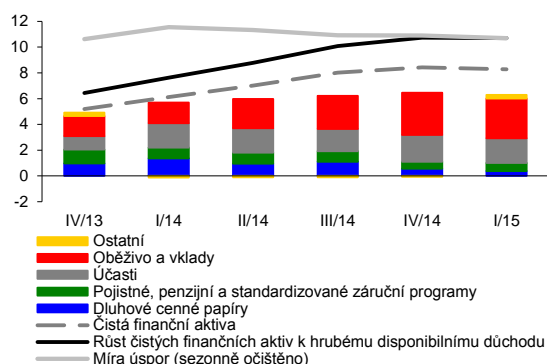
Graf III.5.22 Finanční závazky nefinančních podniků

K růstu finančních závazků podniků přispívaly v prvním čtvrtletí letošního roku zejména úvěry (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.5.23 Struktura finančních aktiv domácností

Růst hrubých i čistých finančních aktiv domácností si zachoval svou výraznou dynamiku (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



⁵⁴ Ukazatel je získán na základě podílu, kde v čitateli je obsaženo oběživo, převoditelné vklady, krátkodobé dluhové cenné papíry, poskytnuté krátkodobé půjčky a ve jmenovateli krátkodobé emitované dluhové cenné papíry a přijaté krátkodobé půjčky.

⁵⁵ Ukazatel tvoří podíl emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.

oproti minulému čtvrtletí téměř nezměnil, když dosáhl 2,2 %. Dominantní příspěvek mají tradičně dlouhodobé půjčky.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

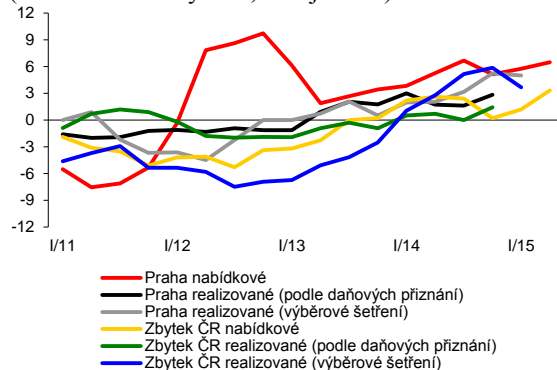
Ve druhém čtvrtletí 2015 pokračoval podle ČSÚ meziroční růst **nabídkových cen bytů**. Nejvýraznější byl v Praze, kde zrychlil z 5,8 % v prvním čtvrtletí letošního roku na 6,5 % (Graf III.5.24). Zvýšilo se také dosud jen velmi mírné tempo růstu těchto cen ve zbytku ČR, a to z 1,2 % na 3,3 %. Růst cen bytů potvrzují i údaje o **realizovaných cenách starších bytů z výběrového šetření** ČSÚ, dostupné pro první čtvrtletí 2015. Po revizi odhadů z konce roku 2014 nicméně došlo ke zmírnění tempa meziročního růstu těchto cen z 5,2 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014 na 5 % v prvním čtvrtletí 2015 v Praze a ve zbytku ČR z 5,9 % na 3,7 %.

Podle nových odhadů ČSÚ o **realizovaných cenách podle daňových přiznání**⁵⁶ se meziročně zvýšily ceny bytů v Praze ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2014 o 1,6 %, resp. 2,9 %, ve zbytku ČR pak stagnovaly, resp. vzrostly o 1,4 %. Jedná se tak o nižší hodnoty, než jaké pro stejné období vykazují odhady z výběrového šetření. ČSÚ také výrazně revidoval předchozí odhady těchto cen za první polovinu roku 2014. Odhad růstu ve druhém čtvrtletí 2014 v Praze byl zmírněn ze 7,2 % na 1,7 %, ve zbytku ČR byl naopak odhad poklesu o 1,9 % korigován na nepatrný růst o 0,7 %.

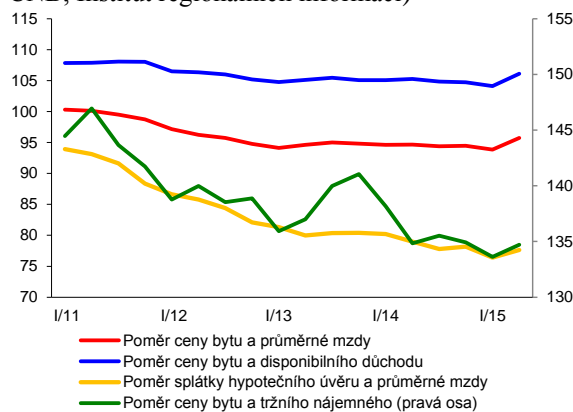
Indikátory dostupnosti cen nemovitostí, tedy **poměr ceny bytu a průměrné mzdy**, resp. **disponibilního důchodu**, vykázaly ve druhém čtvrtletí 2015 velmi mírné meziroční zvýšení, tj. zhoršení dostupnosti, o 1,1 %, resp. 0,8 % (Graf III.5.25). V této souvislosti je nutné přihlídnout k tomu, že revize a nově dostupné údaje o cenách bytů⁵⁷ ovlivnily předchozí odhady vývoje těchto ukazatelů. V předchozích třech čtvrtletích tyto indikátory klesaly a svých minim dosáhly teprve počátkem roku 2015.⁵⁸

Poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy⁵⁹ se ve druhém čtvrtletí 2015 meziročně snížil o 1,7 %, mezičtvrtletně

Graf III.5.24 Realizované a nabídkové ceny bytů
Ceny bytů se v první polovině roku 2015 zvyšovaly (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ)



Graf III.5.25 Ukazatele udržitelnosti cen bytů
Dostupnost koupě bytu se stejně jako její výhodnost mírně zhoršila po předchozím dlouhodobém zlepšujícím trendu (průměr 2000–2007, resp. pro poměr splátky úvěru a průměrné mzdy 2004–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, ČNB, Institut regionálních informací)



⁵⁶ Realizované ceny ČSÚ dle daňových přiznání jsou považovány za nejreprezentativnější datový zdroj realizovaných cen nemovitostí. Jejich zpracování ČSÚ je však možné až se zpožděním několika měsíců od data prodeje nemovitosti, resp. podání přiznání k dani. Z toho důvodu mají tato data největší časové zpoždění a jejich pololetní odhady navíc mohou být předmětem podstatných revizí.

⁵⁷ Pro výpočty těchto indikátorů jsou ceny bytů podle dostupnosti aproximovány realizovanými cenami z daňových přiznání a z výběrového šetření a dále také cenami nabídkovými.

⁵⁸ Hodnoty těchto indikátorů jsou dostupné od roku 2000.

⁵⁹ Pro výpočet tohoto indikátoru je uvažována vzorová hypotéka s fixními parametry LTV 65 % a splatností 20 let. Za výši úrokových

se však zvýšil o 1,6 %. K tomuto mezičtvrtletnímu zvýšení vedl růst cen bytů, v opačném směru působil mírný růst mezd a další pokles úrokových sazeb na nové úvěry na bydlení. Poměr **cen bytu a tržního nájemného** podle údajů z IRI po předchozích poklesech ve druhém čtvrtletí 2015 meziročně stagnoval, mezičtvrtletně se však také zvýšil (o 0,8 %).

Vyhodnocení dostupných údajů o cenách bytů naznačuje robustní **oživení cen bytů** v Praze i ve zbytku ČR. Míra růstu těchto cen je však vzhledem k rozdílům mezi jednotlivými odhady stále předmětem datové nejistoty. Vývoj cen nemovitostí nicméně nadále zůstává víceméně v souladu s vývojem fundamentálních faktorů, především růstem domácí ekonomické aktivity a zlepšováním situace na trhu práce.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním čtvrtletí 2015 byl charakteristický vysoký přebytek bilance zboží a služeb, který se však po dvou letech meziročního růstu nepatrně snížil. Jeho dopad do běžného účtu byl částečně vyvažován schodkem prvotních důchodů, spojeným zejména s důchody z přímých investic ve formě dividend vyplacených nerezidentům a zisků reinvestovaných v ČR. Nejvýznamnější složkou finančního účtu byly čisté půjčky do zahraničí (tj. čistý odliv) z ostatních investic, související především se změnou pozice podnikového sektoru vůči nerezidentům. Čistý odliv ostatních investic spolu s čistými půjčkami do zahraničí z portfoliových investic a s přírůstkem rezervních aktiv byly přitom jen z malé zčásti vyváženy čistými výpůjčkami ze zahraničí (tj. čistým přílivem) z přímých investic.

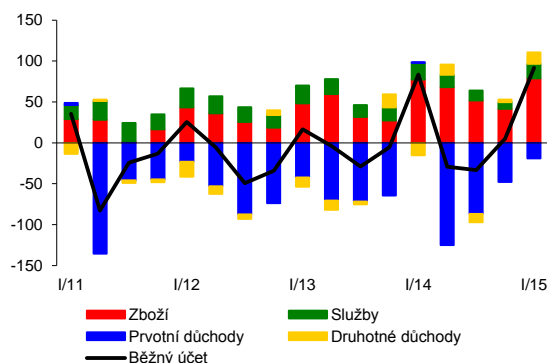
III.6.1 Běžný účet

V prvním čtvrtletí 2015 dosáhl **běžný účet** vysokého přebytku 91,5 mld. Kč, který se především vlivem přechodu druhotných důchodů ze schodku do přebytku meziročně zvýšil o 8 mld. Kč (Graf III.6.1). Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP se tak nepatrně zvýšil na 0,8 %.

Bilance **zboží** skončila v prvním čtvrtletí 2015 přebytkem 78,9 mld. Kč, který se meziročně dále lehce zvýšil (o necelé 2 mld. Kč). K tomu přispěl pouze cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, který však byl zhruba ze dvou třetin vyvažován vývojem v reálném vyjádření. Meziroční tempo růstu nominálního obchodního obrátu dosáhlo necelých 8 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se

Graf III.6.1 Běžný účet

Přebytek běžného účtu se v prvním čtvrtletí 2015 meziročně zvýšil zejména v důsledku vývoje druhotných důchodů (v mld. Kč)



sazeb na nové úvěry na bydlení ve druhém čtvrtletí 2015 byly uvažovány údaje dostupné za první dva měsíce čtvrtletí.

nezměnilo. Další zmírnění meziročního oslabení koruny vůči euru a pokračující propad vývozu do Ruské federace a na Ukrajinu vedly i přes mírné zrychlení růstu poptávky v eurozóně ke zvolnění nominálního růstu vývozu zboží na necelých 8 %. V případě dovozu zboží naopak došlo v důsledku rychlého růstu celkové domácí poptávky ke zrychlení nominální dynamiky na více než 8 %. Ve větší míře než u vývozu působil také efekt výrazného meziročního oslabení koruny vůči dolaru. Propad cen ropy působil naopak proti rychlejšímu nominálnímu růstu dovozu. Z pohledu zbožové struktury tak byl díky tomuto faktoru meziroční růst celkového obchodního přebytku nejvýrazněji ovlivněn zmírněním schodku skupiny nerostných paliv (Graf III.6.2). V průběhu druhého čtvrtletí 2015 meziroční růst celkového přebytku dále pokračoval a za duben až květen přesáhl 6 mld. Kč.

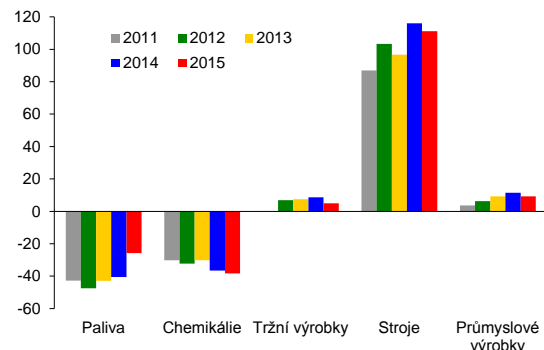
K přebytku výkonové bilance přispěla bilance **služeb** ve výši 17,8 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se v tomto čtvrtletí podílely všechny čtyři dílčí bilance. Nejvyššího přebytku přitom dosáhly výrobní služby a opravy (7,8 mld. Kč). Meziročně se však přebytek služeb opět snížil, a to o téměř 3 mld. Kč. K tomu přispěly cestovní ruch a doprava v důsledku rychlého růstu výdajů a jen pozvolného zvyšování příjmů. V opačném směru působil růst přebytku ostatních služeb, související zejména s rostoucími příjmy z informačních služeb a stavebních prací.

Na rozdíl od přebytkové bilance zboží a služeb dosáhly **prvotní důchody** schodku 19,1 mld. Kč a jejich bilance se při přechodu z přebytku do schodku meziročně snížila o více než 20 mld. Kč. Rozhodující složkou celkové bilance přitom nadále představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající hlavně ze schodku důchodů z přímých investic (-51,1 mld. Kč). Ten se meziročně prohloubil a souvisel s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a s předpokládanou hodnotou reinvestovaného zisku v ČR. Schodek důchodů z investic byl však v tomto čtvrtletí významně vyvažován přebytkem ostatních prvotních důchodů (19,4 mld. Kč), zahrnujících čisté příjmy z rozpočtu EU. Ve směru zmírnění celkového schodku působil také přebytek náhrad zaměstnancům.

Druhotné důchody zaznamenaly naopak přebytek ve výši 13,9 mld. Kč a jejich bilance se při přechodu ze schodku do přebytku zvýšila o více než 29 mld. Kč. Jejich nejvýznamnější součástí byly čisté příjmy z běžné mezinárodní spolupráce, které přesáhly 31 mld. Kč. Zhruba z poloviny však byly vyváženy schodky v dalších položkách, především v položce odvodů odvozených z DPH a HNP do rozpočtu EU. Čisté čerpání zdrojů z rozpočtu EU vykazované v rámci druhotných důchodů tak celkově dosáhlo 20,1 mld. Kč; meziročně se zvýšilo při přechodu ze schodku do přebytku o více než 30 mld. Kč.

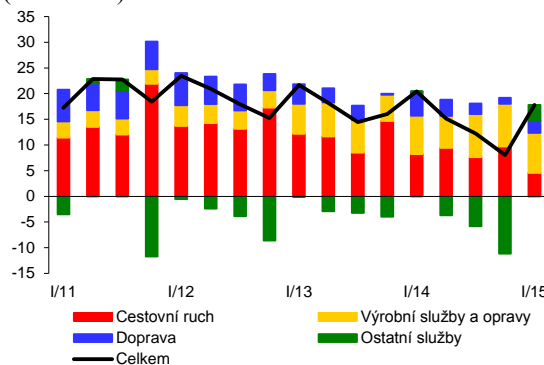
Graf III.6.2 Zahraniční obchod se zbožím

Meziroční růst přebytku zahraničního obchodu se zbožím byl v prvním čtvrtletí 2015 nejvýrazněji ovlivněn snížením schodku nerostných paliv (první čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



Graf III.6.3 Služby

K přebytku bilance služeb přispěly v prvním čtvrtletí 2015 všechny čtyři dílčí bilance (v mld. Kč)



Graf III.6.4 Prvotní důchody

V rámci prvotních důchodů došlo v prvním čtvrtletí 2015 především k meziročnímu prohloubení schodku důchodů z investic

(v mld. Kč)



Meziroční vývoj druhotných důchodů tak nejvíce souvisel s výrazně vyššími příjmy z rozpočtu EU.

III.6.2 Kapitálový účet

Rovněž **kapitálový účet** skončil přebytkem (30,6 mld. Kč), vyplývajícím téměř zcela z čerpání prostředků z rozpočtu EU ve výši 30 mld. Kč. Jeho meziroční zvýšení o více než 9 mld. Kč souviselo podobně jako v případě druhotných důchodů s vyšším čerpáním zdrojů z rozpočtu EU.

III.6.3 Finanční účet

V prvním čtvrtletí 2015 zaznamenal **finanční účet** čisté půjčky do zahraničí (čistý odliv) ve výši 96,8 mld. Kč, související především s čistým odlivem ostatních investic. K celkovým čistým půjčkám z finančního účtu přispěl rovněž přírůstek rezervních aktiv a čistý odliv portfoliových investic. Ve směru zmírnění celkového čistého odlivu znatelně působily pouze čisté výpůjčky ze zahraničí (čistý příliv) z přímých investic (Graf III.6.5).

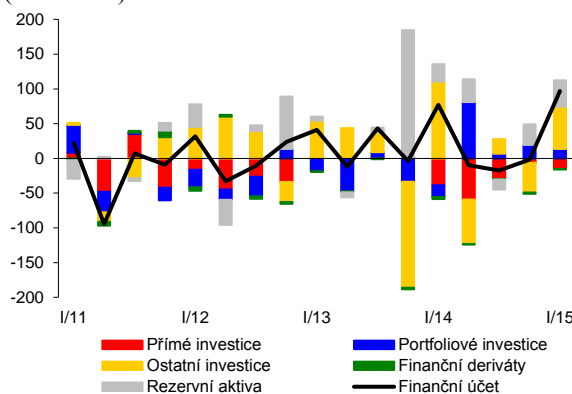
Čistý příliv **přímých investic**, patrný v průběhu předchozího roku, pokračoval i v prvním čtvrtletí 2015. Dosáhl přitom 15,2 mld. Kč, a meziročně se tak snížil o více než 23 mld. Kč (Graf III.6.6). K meziročnímu poklesu čistých výpůjček přispělo především zmírnění růstu zahraničních investic v tuzemsku. Příliv zahraničních investic do ČR představoval necelých 26 mld. Kč, přičemž jeho nejvýznamnější složkou byly reinvestice zisku (27 mld. Kč). Přispěl k němu i čistý přírůstek závazků v dluhových nástrojích (převaha čerpání úvěrů), zatímco v akciích a ostatních účastech (u základního kapitálu) došlo k odlivu zdrojů. České investice v zahraničí souvisely zejména s růstem čistého pořízení aktiv v akciích a ostatních účastech a s reinvesticemi zisku.

Na rozdíl od přímých investic vykázaly **portfoliové investice** již čtvrté čtvrtletí v řadě čisté půjčky do zahraničí (čistý odliv), které v samotném prvním čtvrtletí 2015 činily 13,8 mld. Kč, zatímco ve stejném období minulého roku dosáhly čistého přílivu (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty, které dosáhly při zhruba vyrovnaných nákupech majetkových a dluhových cenných papírů 43 mld. Kč. Také v obchodování s tuzemskými cennými papíry zahraničními investory převážily nákupy. Souvisely však téměř výhradně s nákupy českých vládních dluhopisů. K meziroční změně v tocích portfoliových investic v rozsahu téměř 31 mld. Kč přispěl především růst zájmu tuzemských investorů o zahraniční akcie a dluhopisy.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** a **zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo k čistým

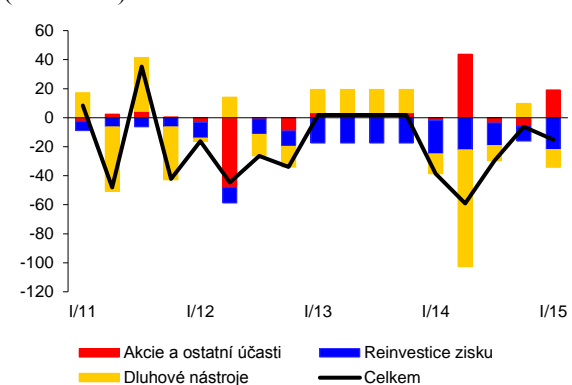
Graf III.6.5 Finanční účet

Nejvýznamnější složku finančního účtu představovaly v prvním čtvrtletí 2015 čisté půjčky do zahraničí v položce ostatních investic (v mld. Kč)



Graf III.6.6 Přímé investice

K čistým výpůjčkám z přímých investic v prvním čtvrtletí 2015 nejvýznamněji přispěly reinvestice zisku připadajícího zahraničním investorům v ČR (v mld. Kč)



Graf III.6.7 Portfoliové investice

V prvním čtvrtletí 2015 zaznamenal portfoliové investice čisté půjčky v důsledku nákupu zahraničních akcií i dluhopisů rezidenty (v mld. Kč)



vypůjčkám (čistému přílivu) 0,6 mld. Kč, jejichž výše se meziročně snížila o více než 2 mld. Kč.

U **ostatních investic** byly zaznamenány čisté půjčky do zahraničí (čistý odliv) ve výši 60,8 mld. Kč. K celkovým čistým půjčkám přispěl zejména čistý odliv zdrojů prostřednictvím podnikového sektoru, který dosáhl 49,4 mld. Kč. Byl spojen s poskytováním obchodních úvěrů a současným splácením finančních půjček nerezidentům. Čisté půjčky, ovlivněné především splácením dlouhodobých vkladů nerezidentům, zaznamenal také bankovní sektor včetně ČNB. Mírný čistý odliv vykázal i sektor vlády.

Rezervní aktiva se v prvním čtvrtletí 2015, podobně jako v předchozím čtvrtletí, v důsledku kladného salda transakcí pro klienty ČNB zvýšila o 38 mld. Kč (Graf III.6.8).

III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Hospodářský růst v eurozóně v prvním čtvrtletí 2015 zrychlil a byl tažen zejména spotřebou domácností. Na ekonomiku působil pozitivně slabší kurz eura s přispěním uvolněné měnové politiky ECB a nízká cena ropy. Hospodářský růst ve Spojených státech meziročně zrychlil, byl ale tlumen silným dolarem, který se odrazil v poklesu čistého vývozu. Mezičtvrtletně přítom ekonomická aktivita v USA poklesla. V obou ekonomikách se v roce 2015 očekává pokračující růst při velmi nízké inflaci. Na ročním horizontu by mělo euro dále oslabit vůči hlavním měnám včetně amerického dolaru. Vlivem převisu nabídky na trhu s ropou a dosažení dohody s Iránem její cena v červenci poklesla zřetelně pod 60 USD/barel.

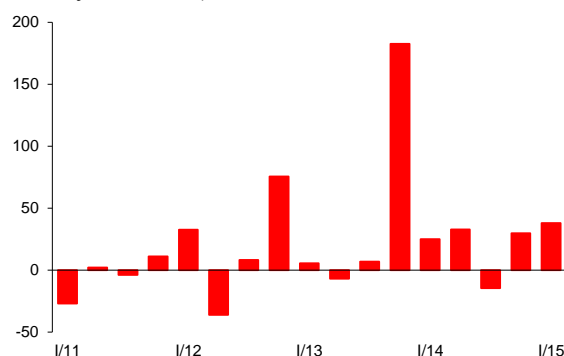
III.7.1 Eurozóna

Meziroční tempo růstu **HDP v eurozóně** v prvním čtvrtletí 2015 zrychlilo na 1,4 % (Graf III.7.1). V mezičtvrtletním vyjádření hospodářský růst také zrychlil (na 0,7 %). Hlavním zdrojem růstu byla spotřeba domácností, která se meziročně zvýšila o 2,1 %. Pouze příspěvek čistého vývozu a změny stavu zásob byl mírně záporný. Rozhodující vliv spotřeby domácností na celkový hospodářský růst by se měl udržet i ve druhém čtvrtletí 2015, což naznačuje další zrychlení meziroční dynamiky reálných maloobchodních tržeb v dubnu a květnu. Z jednotlivých zemí rostlo nejrychleji Slovinsko, Slovensko, Irsko, ale také například Španělsko. Meziroční hospodářský pokles zaznamenalo v prvním čtvrtletí 2015 pouze Finsko.

Téměř všechny sledované instituce **očekávají v roce 2015** růst HDP eurozóny o 1,5 % (Graf III.7.2). V roce 2016 by měl hospodářský růst dále zrychlit o 0,4 procentního bodu. Meziroční tempo růstu průmyslové produkce v květnu zrychlilo,

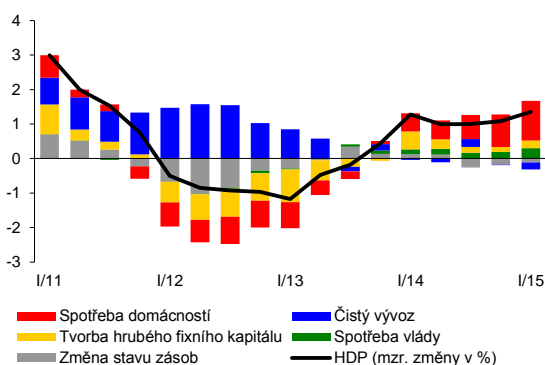
Graf III.6.8 Rezervní aktiva

Rezervní aktiva se v prvním čtvrtletí 2015 vlivem kladného salda transakcí pro klienty ČNB zvýšila (změny v mld. Kč)



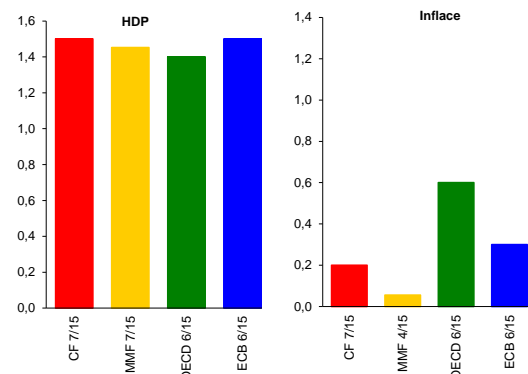
Graf III.7.1 HDP v eurozóně

Růst HDP v prvním čtvrtletí 2015 zrychlil a byl tažen zejména spotřebou domácností (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu na rok 2015

Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2015 dále zrychlit k 1,5 %, inflace by měla zůstat nízká (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj, měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

dosahuje však stále poměrně nízkých hodnot. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu v červnu nicméně dále mírně posílil. Míra nezaměstnanosti v květnu stagnovala na 11,1 %, což naznačuje, že ekonomický růst zatím není dostatečně rychlý na to, aby se odrazil v jejím výraznějším poklesu.

V roce 2015 je očekávána velmi utlumená **inflace** (Graf III.7.3), která by až v roce 2016 měla převýšit hodnotu 1 %. V červnu dosáhla meziroční inflace 0,2 %, což je o 0,1 procentní bod méně než v předchozím měsíci. Inflace bez cen energií a potravin v červnu (0,8 %) lehce korigovala své květnové zvýšení. Ceny průmyslových výrobců v květnu zmírnily svůj pokles na 2 %. Inflaci v eurozóně ovlivňuje v roce 2015 nízká cena ropy a směrem nahoru uvolněná měnová politika ECB, která působí na oslabování měnového kurzu eura.

ECB na svém červencovém zasedání potvrdila pokračování politiky kvantitativního uvolňování, tedy rozšířeného programu nákupu dluhopisů do své bilance.⁶⁰ Úroková sazba 3M Euribor se proto nachází v lehce záporných hodnotách a i v jednoletém horizontu se bude podle tržních výhledů pohybovat poblíž nuly. Měnový agregát M3 pokračoval v květnu ve zrychleném 5% růstu. Červencové šetření úvěrových podmínek zaznamenalo uvolnění úvěrových standardů ve druhém čtvrtletí 2015 jak pro podniky, tak pro domácnosti. Přitom hlavním faktorem jejich uvolnění byly konkurenční tlaky mezi bankami.

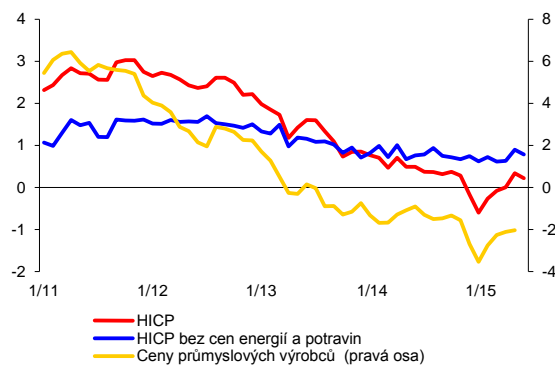
V eurozóně byla pozornost také soustředěna na **řešení řecké dluhové krize**. Bylo sice dosaženo dohody o uvolnění prostředků z Evropského stabilizačního mechanismu (ESM) výměnou za reformy řecké ekonomiky⁶¹, avšak přetrvává vysoká míra nejistoty ohledně dalšího vývoje.

Mezičtvrtletní tempo růstu německé ekonomiky se v prvním čtvrtletí 2015 snížilo z 0,7 % v předchozím čtvrtletí na 0,3 % zejména v důsledku poklesu stavu zásob. Dynamika ostatních složek domácí poptávky zůstala silná – hlavně spotřeby domácností. Příspěvek čistého vývozu byl již druhé čtvrtletí v řadě záporný. Také meziroční hospodářský růst v prvním čtvrtletí letošního roku zvolnil o 0,5 procentního bodu na 1 % (Graf III.7.4). Příčinou byly pomalejší růst domácí poptávky, ovlivněný mimo jiné prohloubením záporného příspěvku změny stavu zásob, a odeznění kladného příspěvku čistého vývozu.

⁶⁰ Celkový objem nákupů dluhopisů bude od března 2015 do září 2016 činit 60 mld. EUR měsíčně, z čehož přibližně 50 mld. EUR budou nově tvořit nákupy vládních dluhopisů členských zemí eurozóny.

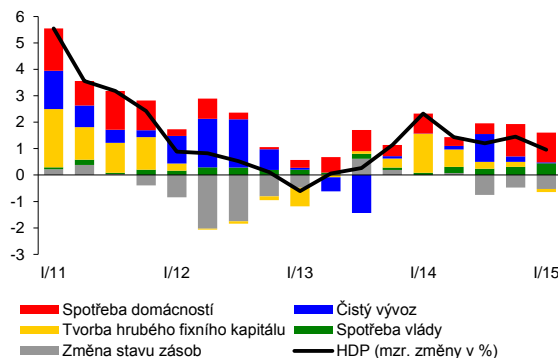
⁶¹ Ratingová agentura S&P v reakci na dohodu zvýšila rating pro Řecko o dva stupně z CCC- na CCC+, tedy na úroveň ze začátku června.

Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně
Spotřebitelské ceny dosáhly ve druhém čtvrtletí 2015 meziročního růstu o 0,2 % a ceny výrobců zmírňovaly svůj pokles (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf III.7.4 HDP v Německu

V prvním čtvrtletí 2015 se meziroční tempo růstu HDP snížilo (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Pro **druhé čtvrtletí** červencový CF očekává návrat k vyšší mezičtvrtletní i meziroční ekonomické dynamice. Tomu nasvědčuje také posílení meziměsíčního i meziročního růstu průmyslové výroby a maloobchodního obratu za první dva měsíce druhého čtvrtletí ve srovnání s prvním čtvrtletím 2015. Rovněž míra nezaměstnanosti v květnu mezičtvrtletně (o 0,1 procentního bodu) i meziročně (o 0,3 procentního bodu) poklesla, a dosahuje tak rekordně nízké úrovně 4,7 %. Uvedený výhled červencového CF a růst průmyslové výroby i maloobchodního obratu je však v rozporu s předběžným odhadem německého ministerstva financí pro mezičtvrtletní růst HDP ve druhém čtvrtletí 2015 na relativně nízké úrovni 0,3 %.

Pro **celý letošní rok CF** očekává meziroční růst německé ekonomiky o 1,9 %. Růst by měl být podporován zejména spotřebou domácností (díky zvýšení zaměstnanosti a reálných mezd), ale i investicemi a čistým vývozem. Hospodářský růst na stejné úrovni by měl pokračovat i v roce 2016. Také podle červnové prognózy Bundesbanky by měla hospodářská dynamika okolo 1,7 % přetrvávat minimálně do roku 2017 a překračovat růst potenciálního výstupu odhadovaného přibližně na 1,2 %⁶². Tento příznivý výhled je poněkud zpochybňován červnovým a červencovým poklesem téměř všech předstihových ukazatelů s výjimkou PMI ve zpracovatelském průmyslu. Pravděpodobně se zde projevila rostoucí nejistota související s řeckou krizí.

V červnu se **meziroční inflace** po půl roce postupného zvyšování opět snížila (o 0,4 procentního bodu na 0,3 %; Graf III.7.5). Snižovaly se nájem, ceny energií, dopravy a komunikací. Také jádrová inflace se snížila o 0,4 procentního bodu na 1 %. Červencový CF očekává pro letošní rok průměrnou inflaci na úrovni 0,6 % a její akceleraci na 1,6 % v příštím roce.

BOX 3

Německá ekonomika a kurz USD/EUR

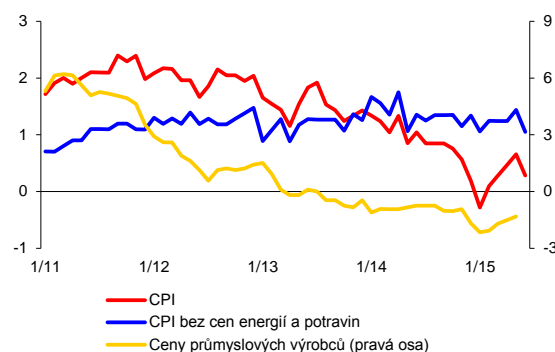
Německá ekonomika dlouhodobě zaujímá postavení jednoho z největších exportérů ve světě, v současnosti jí patří třetí příčka, a to za Čínou a Spojenými státy. Její obchodní bilance dosahuje přebytku se všemi hlavními obchodními partnery s výjimkou Číny;⁶³ přebytek běžného účtu Německa dosahuje cca 7 % HDP. Tyto skutečnosti potvrzují výlučné postavení

⁶² Podle Bundesbanky byla meze výstupu uzavřena zhruba na přelomu let 2014 a 2015.

⁶³ Německo vykazuje dále schodek obchodu se zbožím s Japonskem a Ruskem, z evropských států pak zejména s Norskem, Nizozemskem a rovněž s Českou republikou.

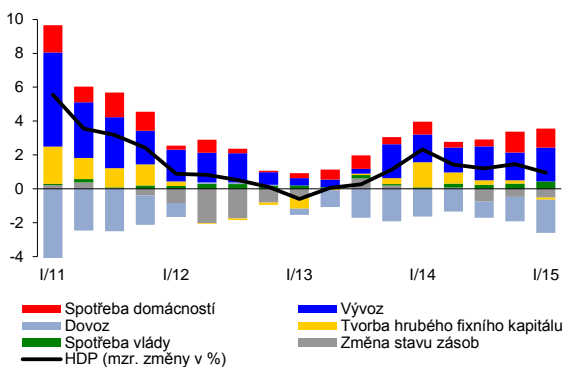
Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu

V červnu se inflace snížila o 0,4 procentního bodu na 0,3 %, pokles cen průmyslových výrobců se naopak zmírnil (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf 1 (BOX) Struktura německého HDP

Dynamiku německé ekonomiky oslabuje snižující se příspěvek čistého exportu a záporný příspěvek zásob (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



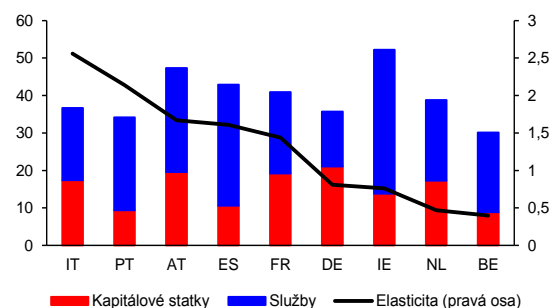
Německo jako ekonomické „lokomotivy“ eurozóny⁶⁴, resp. jeho zásadní roli ve světovém obchodu. Nicméně dynamika růstu německé ekonomiky v posledních dvou letech vykazuje mírně sestupnou tendenci, která byla mimo jiné způsobena snižujícím se kladným příspěvkem čistého vývozu oproti předchozím obdobím a zápornými příspěvky změny stavu zásob (Graf 1). Cílem boxu je nalézt důvody objasňující, **proč Německo nezaznamenalo v poslední době zrychlení růstu HDP navzdory loňskému výraznému oslabení eura vůči většině ostatních světových měn**, které by – dle ekonomické intuice – mělo právě vývozně orientované německé hospodářství stimulovat.

První skupinu důvodů lze nalézt v **tempu potenciálního růstu německého HDP**. To je dle několika rozdílných zdrojů odhadováno ve výši kolem 1,2 procentního bodu⁶⁵. Výlučně z tohoto pohledu by v současnosti dosahovaná tempa hospodářského růstu pohybující se nad uvedenou hodnotou měla být brána jako uspokojující. Mezi důvody, které snižují potenciální výkon německé ekonomiky lze řadit pozvolně vyprchávající efekt reform na trhu práce (Hartz I-IV), zavedení minimální mzdy na celostátní úrovni, vyšší ceny energií (přechod z jádra na obnovitelné zdroje) a schválené dřívější odchody do starobního důchodu.⁶⁶

Druhá skupina důvodů souvisí s **nižší citlivostí německé ekonomiky na kurzový vývoj**. Z propočtů Evropské komise⁶⁷ vyplývá, že Německo má znatelně nižší citlivost vývozu na vývoj měnového kurzu než třeba Francie či Itálie (Graf 2), takže není překvapující, že oslabení eura pomáhá německému HDP méně, než jiným velkým ekonomikám eurozóny. Důvodem nižší citlivosti vývozu na kurzový vývoj je mimo jiné struktura německého exportu, která je orientovaná více na oblast kapitálových statků (včetně vyššího zastoupení investičních celků), kde je faktor cenové konkurenceschopnosti méně významný, a zároveň vysokým podílem exportních kontraktů denominovaných v eurech.⁶⁸

V poslední době je navíc **souběžně s oslabením efektivního kurzu eura pozorováno výrazné zpomalení a následný pokles zahraniční poptávky po německých vývozech**

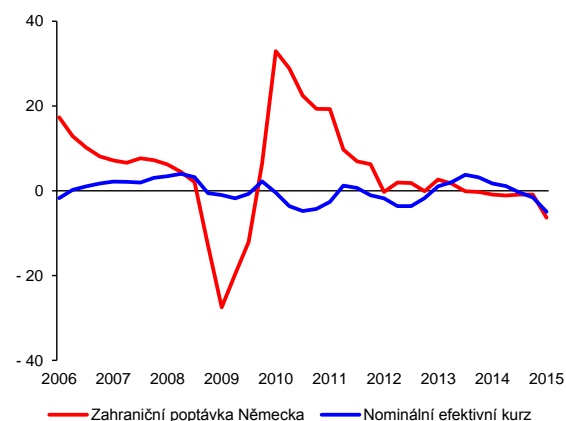
Graf 2 (BOX) Citlivost vývozu na kurzový vývoj a struktura vývozu vybraných zemí eurozóny
Německá ekonomika patří v eurozóně k nejméně citlivým ekonomikám na vývoj měnového kurzu (v %, zdroj: Evropská komise)



Poznámka: Elasticita vyjadřuje míru citlivosti vývozu na 1% změnu kurzu EUR/USD.

Graf 3 (BOX) Efektivní kurz a zahraniční poptávka Německa

Souběžně s oslabením kurzu slábne zahraniční poptávka po německých vývozech (meziroční změny v %, zdroj: BIS, Datastream, OECD, výpočet ČNB)



Poznámka: Zahraniční poptávka je definována jako vážený průměr celkového dovozu 22 největších obchodních partnerů Německa v eurech. NEER 27 – index nominálního efektivního kurzu eura pro 27 hlavních obchodních partnerů Německa; růst znamená zhodnocení eura.

⁶⁴ Německo vytváří oproti průměru eurozóny o 18 procentních bodů vyšší HDP na hlavu a jeho ekonomika tvoří téměř 29 % ekonomiky eurozóny (měřeno v eurech, data za rok 2014).

⁶⁵ Deutsche Bundesbank, OECD, The Economist (aktuálně 1,1 procentního bodu se zrychlením na 1,6 procentního bodu v roce 2017)

⁶⁶ Aktuální výkonnost německé ekonomiky je ovlivněna rovněž nedávno provedenou silnou fiskální konsolidací.

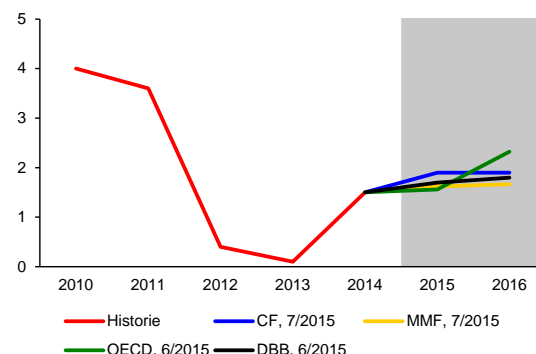
⁶⁷ Quarterly Report on the Euro Area (2014), Vol. 13, No. 3.

⁶⁸ Podle ECB (2010) v prvním čtvrtletí 2009 podíl vývozu Německa mimo eurozónu denominovaného v eurech dosáhl téměř 74 %, viz ECB (2010): International role of the euro, July.

(Graf 3).⁶⁹ Vzhledem k nízké elasticitě německého vývozu na vývoj kurzu lze usuzovat, že jeho oslabení je nedostatečné z hlediska růstové výkonnosti německé ekonomiky, aby kompenzovalo nepříznivý vývoj vnějšího prostředí. Především jde o pozvolně klesající dynamiku čínské ekonomiky a propad ruského dovozu.

Výhledy pro německou ekonomiku (Graf 4) nicméně ukazují, že by se její dynamika měla opět přiblížit 2% hranici, což je pozitivní zpráva i pro země, pro které je Německo významným obchodním partnerem. Faktory tohoto vývoje lze vidět jak na straně vnitřní (růst mezd a zaměstnanosti, expanzivní fiskální politika, přetrvávající celkově uvolněné měnové podmínky, vyšší tvorbu kapitálových statků a snížené ceny energií pro domácnosti a firmy), tak na straně vnější (solidní očekávání růstu světové ekonomiky, oživení v jádrových zemích eurozóny, nižší dolarová cena ropy a ostatních komodit a odeznění vlivu poklesu vývozu do Ruska na hospodářskou dynamiku).

Graf 4 (BOX) Výhledy HDP německé ekonomiky
Růstové výhledy německé ekonomiky jsou poměrně optimistické (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, DBB)



Hospodářský růst na Slovensku v prvním čtvrtletí 2015 meziročně zrychlil o 0,3 procentního bodu na 2,9 %. Slabší růst spotřeby domácností a vlády byl více než kompenzován zvýšením stavu zásob. Mezičtvrtletní tempo růstu slovenské ekonomiky se v prvním čtvrtletí 2015 mírně zvýšilo na 0,8 %. Díky silnému ekonomickému růstu se v květnu dále meziročně (o 1,5 procentního bodu) i meziměsíčně (o 0,1 procentního bodu) snížila míra nezaměstnanosti na 11,8 %.

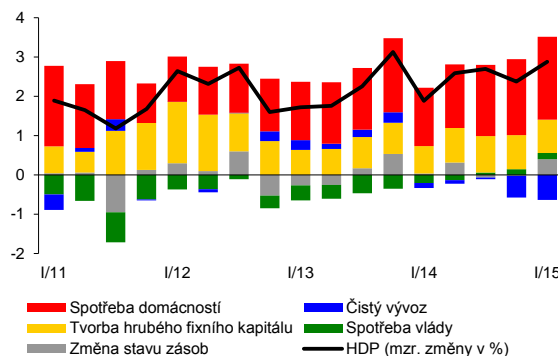
Pro celý letošní rok červencový CF zvýšil své **očekávání růstu slovenského HDP** na 3 %, a to v souladu s řadou dalších institucí. Výhled NBS je ještě vyšší (o 0,2 procentního bodu), stejně jako na příští rok, pro který CF predikuje růst HDP o 3,3 % a NBS o 3,8 %.

Slovenská inflace byla v červnu opět záporná. Spotřebitelské ceny se třetí měsíc po sobě meziročně snížily shodně o 0,1 %, a vykazují tak meziroční pokles již od počátku letošního roku. Červencový CF očekává pro celý rok 2015 průměrné zvýšení cen o 0,2 %, ale podle prognózy NBS bude inflace mírně záporná. Pro následující rok očekávají oba zdroje predikci růst cen zhruba o 1,6 %.

III.7.2 Spojené státy

Meziroční **růst HDP ve Spojených státech** v prvním čtvrtletí 2015 zrychlil na 2,9 % (Graf III.7.6). Oproti předchozímu čtvrtletí nicméně ekonomika poklesla o 0,2 %, když na ni

Graf III.7.6 HDP ve Spojených státech
Růst ekonomiky Spojených států zrychlil, přestože je tlumen silnějším kurzem dolaru, který působí na pokles čistého vývozu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



⁶⁹ Důvodem byl významný pokles celkového dovozu Číny, Ruska a v menší míře meziroční pokles dovozu Japonska, Nizozemí a Švédska.

působil silnější kurz dolaru, nižší ceny ropy omezující investice do její těžby, a také jednorázové faktory – výkyvy počasí a stávky v přístavech na západním pobřeží. Meziroční hospodářský růst byl tažen především spotřebou domácností, naproti tomu příspěvek čistého vývozu byl záporný při poklesu vývozu a růstu dovozu. Tvorba hrubého fixního kapitálu byla ovlivněna nižšími investicemi v energetickém sektoru. Záporný příspěvek spotřeby vlády plynoucí z konsolidace veřejných financí v posledních čtvrtletích odezněl.

Ve druhém čtvrtletí 2015 růst americké ekonomiky pokračoval, i když méně výrazným tempem než se očekávalo na začátku roku. Produkce ve zpracovatelském průmyslu v květnu a červnu meziročně stagnovala a ve druhém čtvrtletí 2015 tak rostla pouze mírně. Maloobchodní tržby v červnu nečekaně poklesly, avšak jejich celkový objem za celé druhé čtvrtletí vzrostl. Ve výhledu by poptávka domácností měla být podpořena příznivým vývojem na trhu práce, kde pokračuje meziroční pokles nezaměstnanosti (v červnu na 5,3 %) při rostoucí míře participace. Předstihové ukazatele vyznívají pozitivně, a vyrovnávají tak ztráty z prvního čtvrtletí 2015. V červnu zaznamenal ISM PMI druhý měsíc v řadě hodnotu 53,5, přičemž příznivá byla především jeho složka nových zakázek. Také ukazatele spotřebitelského sentimentu zaznamenaly příznivé hodnoty, i když index Michiganské univerzity v souvislosti s obavami z vývoje v Řecku v červenci mírně poklesl. Za celý rok 2015 je očekáván hospodářský růst americké ekonomiky v rozmezí 1,9 % až 2,5 % (Graf III.7.7). V příštím roce by pak měl růst HDP zhruba o 0,5 procentního bodu zrychlit.

Cenový vývoj i nadále ovlivňují nízké ceny ropy a silnější kurz dolaru. Inflace dosáhla v květnu po čtyřech měsících kladné hodnoty a v červnu vzrostla na 0,2 % (Graf III.7.8). Inflace bez cen energií a potravin zůstává stabilní (kolem 1,7 %) a pokles cen výrobců se v posledních měsících zmírnil. Sledované výhledy očekávají v letošním roce nevýrazný růst cenové hladiny. V roce 2016 by se pak inflace měla zvýšit na hodnoty poblíž 2% cíle.

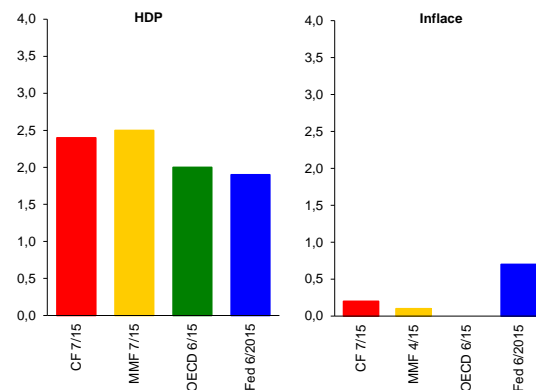
Fed na svém červnovém zasedání rozhodl o ponechání cílového pásma základní sazby na úrovni 0–0,25 %. Případné zvýšení základních sazeb je podmíněno vývojem ekonomiky, především dalším zlepšením na trhu práce a viditelnými náznaky návratu inflace k cíli.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Ve druhém čtvrtletí 2015 byl **kurz eura vůči hlavním světovým měnám** ovlivňován zejména novými zprávami z americké ekonomiky a eskalací krize v Řecku (Graf III.7.9). Růst americké ekonomiky v prvním čtvrtletí 2015 nenaplnil očekávání a ani údaje za druhé čtvrtletí nenaznačují zřetelné

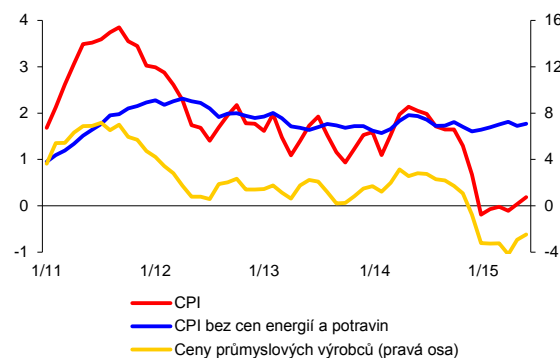
Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2015

V roce 2015 je očekáván solidní růst HDP při výrazně utlumené inflaci (meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



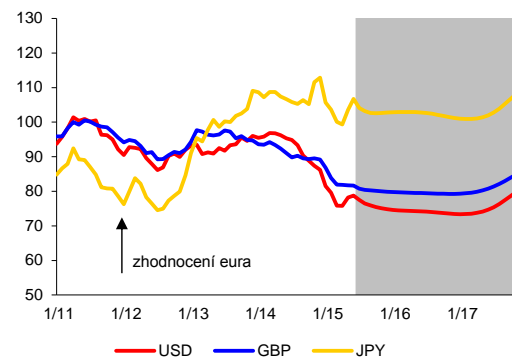
Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech

Pokles spotřebitelských cen vlivem propadu cen ropy se ve druhém čtvrtletí 2015 stabilizoval, jádrová inflace se stabilně nachází mírně pod 2 % (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám

Ve druhém čtvrtletí 2015 se zastavil trend oslabování eura (leden 2010 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



oživení. Vývoj na trhu práce však zůstává příznivý. Podle předsedkyně rady guvernérů FEDu Yellenové lze očekávat zvýšení úrokové sazby ještě v letošním roce. Na začátku června euro posílilo po prohlášení prezidenta ECB Draghiho, že ECB nebude reagovat na krátkodobé výkyvy na finančních trzích. Jednotnou evropskou měnu krátkodobě podpořilo i očekávání, že se podaří dosáhnout dohody o finanční pomoci Řecku. Ta ale nebyla nalezena a do konce června Řecko nezaplatilo splátky Mezinárodnímu měnovému fondu.

Kurz eura vůči **britské libře** byl ve stejném období bez výrazného trendu. Výsledky parlamentních voleb sice britskou měnu v květnu podpořily, ale zdrojem nejistoty zůstává možný dopad krize v Řecku. Růst britského HDP v prvním čtvrtletí zpomalil (mezičtvrtletně na 0,4 % po revizi). Inflace se v dubnu poprvé od šedesátých let propadla do záporných hodnot, takže zpřísnění měnové politiky může být odloženo až do roku 2016.

Vůči **japonskému jenu** euro v průběhu druhého čtvrtletí 2015 posílilo. Růst japonské ekonomiky v prvním čtvrtletí 2015 sice předčil očekávání (mezičtvrtletně 1 % po revizi), ale celková inflace se v květnu propadla na 0,5 % v meziročním vyjádření, když odezněl efekt loňského zvýšení spotřební daně.

V první polovině července 2015 euro vůči americkému dolaru spíše oslabovalo, zejména po vyhlášení referenda v Řecku ohledně podmínek mezinárodní pomoci a po oznámení jeho výsledku. Dohoda byla nakonec nalezena ve formě pomoci z fondu ESM ve výši cca 86 mld. EUR na 3 roky za podmínky rychlého uskutečnění ekonomických reforem.

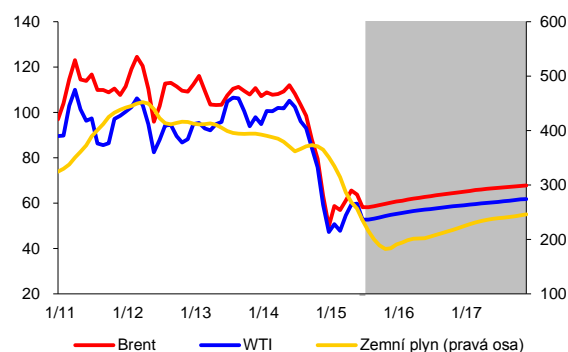
Červencový CF očekává, že v horizontu jednoho roku euro vůči americkému dolaru dále oslabí na 1,06 USD/EUR. Vůči britské libře by mělo euro na stejném horizontu oslabit o 1,1 % a vůči japonskému jenu o 1,8 %.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent v polovině dubna prudce vzrostla v reakci na zpomalování růstu těžby ropy ve Spojených státech, a dostala se tak výrazně nad 60 USD/barel (Graf III.7.10). Následně cena dále mírně rostla až do začátku května v souvislosti s oslabujícím dolarem a rovněž kvůli stupňujícímu se neklidu na Blízkém východě. Poté se cenový vývoj na dva měsíce stabilizoval, když cena ropy Brent jen mírně kolísala kolem lehce klesajícího trendu (a cena WTI kolem prakticky stabilní úrovně). K větší změně sentimentu na trhu došlo na začátku července, kdy nejprve začala klesat cena WTI v reakci na překvapivý růst zásob ropy ve Spojených státech (první od dubna) a tamní růst počtu nově hloubených vrtů (pozorovaný poprvé od prosince 2014). Následně po řeckém referendu silně klesla cena obou druhů ropy. Cena ropy Brent se poté v prvních dvou dekádách července pohybovala v rozmezí 56 až

Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu

Cena ropy Brent se od poloviny dubna udržovala nad hranicí 60 USD/barel, na začátku července ale silně klesla. Ceny zemního plynu postupně zohledňují propad cen ropy z minulého roku (ropa v USD/barel, zemní plyn [ruský na hranicích s Německem] v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



59 USD/barel s tendencí spíše k dalšímu poklesu. Cena WTI ve druhé polovině měsíce poklesla dokonce až k hranici 50 USD/barel, když přetrvávaly obavy z nižšího růstu HDP v Číně. Dále potom působil očekávání vyššího vývozu ropy z Íránu po dosažení dohody ohledně jeho jaderného programu a pokračující růst globálních zásob ropy a ropných produktů.

Růst fyzické poptávky na trhu s ropou dle IEA vrcholil v prvním čtvrtletí 2015 (1,8 mil. barelů za den), zejména díky nízkým cenám ropy. Růst poptávky by však měl postupně slábnout s tím, jak budou odeznívat dočasné stimulační faktory. Pro celý rok 2015 tak IEA očekává růst denní poptávky v průměru o 1,4 mil. barelů (na cca 94 mil. barelů) a pro příští rok zpomalení na 1,2 mil. barelů. Globální nabídka ropy však nadále převyšuje spotřebu. Růst těžby ropy sice zpomaluje (a břidlicová těžba v USA dle EIA klesá již od května), její úroveň je však po předchozích silných růstech vysoká (IEA uvádí za červen hodnotu 96,6 mil. barelů denně, což je meziroční růst denní těžby o 3,1 mil. barelů). Růst těžby v zemích mimo OPEC by se měl v příštím roce zastavit v důsledku nízké ceny ropy a masivního omezování investic, země OPEC však těžbu nadále navyšují a vývoz bude zvyšovat i Írán díky dosažení dohody se západními mocnostmi. Panuje však zatím velká nejistota v jakém rozsahu a časovém horizontu bude Írán schopen své dodávky navýšit. Zatím již začal odprodávat do Asie ropu, kterou skladuje v tankerech na moři.

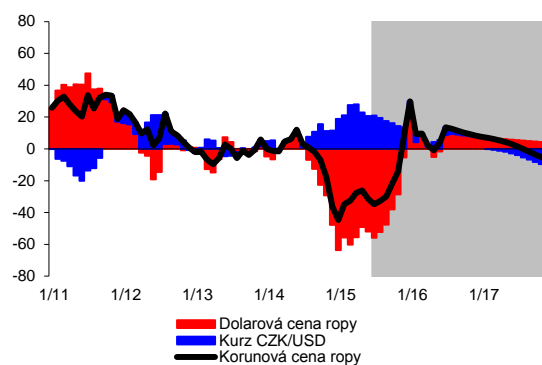
Převis nabídky ropy nad poptávkou se projevuje neustálým **růstem globálních zásob ropy** a ropných produktů. Ty dle EIA rostly v první polovině letošního roku tempem cca 2,2 mil. barelů denně. Ve druhém pololetí by jejich růst měl zpomalit na 1,5 mil. barelů denně v důsledku sezonního růstu poptávky a zpomalení těžby ve Spojených státech. V příštím roce by pak denní růst zásob měl činit v průměru 0,6 mil. barelů.

Předpovědi cen ropy se v současné době poměrně rozcházejí. Tržní výhled na základě budoucích kontraktů implikuje průměrnou cenu ropy Brent pro letošní rok 59,2 USD/barel a pro příští rok jen pozvolný růst na 62,8 USD/barel. EIA snížila předpověď pro letošní rok na 60 USD/barel, pro rok 2016 ale nadále předpokládá vyšší růst ceny (na průměrných 67 USD/barel). Cena WTI by měla být pro oba roky o 5 USD/barel nižší. Pokud však dojde k rychlému návratu íránské ropy na globální trh, mohla by se předpověď EIA pro rok 2016 snížit o 5 až 15 USD/barel. Červencový CF očekává růst ceny ropy Brent již v tříměsíčním horizontu (na 62,8 USD/barel), v ročním horizontu je odhad CF nad předpovědí EIA (68,6 USD/barel).

Průměrný měsíční **index cen neenergetických surovin** v první polovině letošního roku vykazoval relativně stabilní vývoj, když výkyvy jeho složek se víceméně kompenzovaly (Graf III.7.12). Subindex cen potravinářských komodit přerušil v polovině

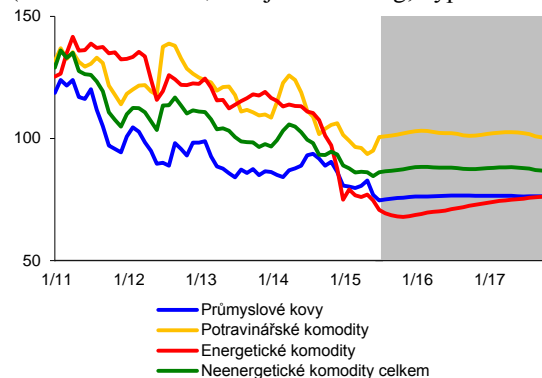
Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy

Meziroční pokles korunových cen ropy je v letošním roce výrazně menší než pokles dolarových cen v důsledku oslabení kurzu CZK/USD (ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



Graf III.7.12 Ceny komodit

Celkový index cen neenergetických surovin v první polovině letošního roku stagnoval, když protisměrný vývoj jeho složek se navzájem téměř kompenzoval (leden 2010 = 100, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



Poznámka: Struktura indexů neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist, index energetických surovin se skládá z ropy Brent (0,4), uhlí (0,4) a zemního plynu (0,2).

června svou klesající tendenci a poprvé od prosince 2014 vzrostl v důsledku rostoucí poptávky (a tedy rychleji klesajících zásob zrnin) a snížení odhadu letošní sklizně kvůli horšímu počasí. Naopak subindex cen průmyslových kovů sice v první polovině května mírným růstem zohlednil vyšší ceny energií a slabší kurz dolaru, ale od té doby je možné pozorovat prakticky plošný pokles cen jeho složek zejména v důsledku méně příznivého ekonomického vývoje v Číně. Výhledy všech tří indexů jsou jen mírně rostoucí, když ceny kovů by mohla podpořit pokračující stabilizace na trhu nemovitostí v Číně a zastavení výprodejů na tamním akciovém trhu. Klimatický jev El Niño, který letos patrně zhorší pěstební podmínky, by mohl přispět k růstu cen potravinářských komodit.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1 Plnění inflačního cíle	5	Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu	40
Graf I.2 Prognóza celkové inflace	5	Graf III.3.9 Investice do obydlí	40
Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace	6	Graf III.3.10 Čistý vývoz	40
Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb	6	Graf III.3.11 Vývoz a dovoz	41
Graf I.5 Prognóza růstu HDP	7	Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH	41
		Graf III.3.13 Průmyslová produkce	41
		Graf III.3.14 Nové průmyslové zakázky	42
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny	8	Graf III.3.15 Bariéry růstu v průmyslu	42
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny	8	Graf III.3.16 Ekonomický sentiment	42
Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny	8	Graf III.3.17 Potenciální produkt	43
Graf II.1.4 3M EURIBOR	9	Graf III.3.18 Mezera výstupu	43
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru	9	Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu	43
Graf II.1.6 Cena ropy Brent	9	Graf III.4.1 Indikátory trhu práce	44
Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace	10	Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví	44
Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH	11	Graf III.4.3 Přepočtený počet zaměstnanců	45
Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	11	Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti	45
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobků	12	Graf III.4.5 Beveridgeova křivka	46
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy	12	Graf III.4.6 Průměrná mzda a NH produktivita	46
Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb	12	Graf III.4.7 Vývoj produktivity v odvětvích	47
Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru	13	Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu	47
Graf II.2.8 Náklady sektoru mezispotřeby	14	Graf III.5.1 Peněžní agregáty	47
Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	14	Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2	48
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda	15	Graf III.5.3 Struktura vkladů v rámci peněžního agregátu M2	48
Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP	15	Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům	49
Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP	15	Graf III.5.5 Úvěry podnikům určené k financování fixních investic	50
Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců	16	Graf III.5.6 Úvěry domácnostem	50
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce	16	Graf III.5.7 Struktura nových úvěrů na bydlení	51
Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády	17	Graf III.5.8 Zadluženost domácností	51
Graf II.2.16 Nominální disponibilní důchod	17	Graf III.5.9 Zatížení příjmů jednotlivých příjmových skupin domácností spotřebními výdaji a splátkami úvěrů	51
Graf II.2.17 Míra úspor domácností	17	Graf III.5.10 Základní sazby ČNB	52
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu	18	Graf III.5.11 Tržní úrokové sazby	53
Graf II.2.19 Reálný vývoz a dovoz	18	Graf III.5.12 Úrokové diferenciály	53
Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace	23	Graf III.5.13 Výnosová křivka státních dluhopisů	54
Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace	23	Graf III.5.14 Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	54
Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb	24	Graf III.5.15 Úrokové sazby z úvěrů podnikům	54
Graf II.3.4 Změna prognózy HDP	24	Graf III.5.16 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	55
Graf II.3.5 Změny prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	25	Graf III.5.17 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	55
Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace	26	Graf III.5.18 Ex ante reálné sazby	55
Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	26	Graf III.5.19 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	56
		Graf III.5.20 Základní ukazatele hospodaření	58
Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností	27	Graf III.5.21 Vývoj provozního zisku v odvětvích	59
Graf III.1.2 Inflace	29	Graf III.5.22 Finanční závazky nefinančních podniků	60
Graf III.1.3 Struktura inflace	30	Graf III.5.23 Struktura finančních aktiv domácností	60
Graf III.1.4 Vývoj složek inflace	30	Graf III.5.24 Realizované a nabídkové ceny bytů	61
Graf III.1.5 Ceny potravin	30	Graf III.5.25 Ukazatele udržitelnosti cen bytů	61
Graf III.1.6 Ceny pohonných hmot	31	Graf III.6.1 Běžný účet	62
Graf III.1.7 Korigovaná inflace bez pohonných hmot	31	Graf III.6.2 Zahraniční obchod se zbožím	63
Graf III.2.1 Dovožní ceny a ceny výrobců	33	Graf III.6.3 Služby	63
Graf III.2.2 Dovožní ceny	33	Graf III.6.4 Prvotní důchody	63
Graf III.2.3 Minerální paliva a maziva	34	Graf III.6.5 Finanční účet	64
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců	34	Graf III.6.6 Přímé investice	64
Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	35	Graf III.6.7 Portfoliové investice	64
Graf III.2.6 Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	35	Graf III.6.8 Rezervní aktiva	65
Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců	36	Graf III.7.1 HDP v eurozóně	65
Graf III.2.8 Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru	37	Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu na rok 2015	65
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt	37	Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně	66
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP	37	Graf III.7.4 HDP v Německu	66
Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu	38	Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu	67
Graf III.3.4 Disponibilní důchod	38		
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností	39		
Graf III.3.6 Indikátory důvěry	39		
Graf III.3.7 Investice podle sektorů	39		

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf III.7.6 HDP ve Spojených Státech	69	Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu	71
Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2015	70	Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	72
Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	70	Graf III.7.12 Ceny komodit	72
Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám	70		

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	11	Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	28
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	18	Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	34
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	19	Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	46
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	21	Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	49
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	21	Tab. III.5.2	Úvěrové standardy a vybrané podmínky při schvalování úvěrů podnikům podle jejich velikosti	50
Tab. II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	25	Tab. III.5.3	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	59
Tab. II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	26			
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	28			
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	28			

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	6	Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	35
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	13	Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	36
Graf SZ II.2.2	Technologie	14	Graf SZ III.5.1	Prognóza peněžního vývoje	48
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	24			

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	59
-----------------	------------------------------------	----

POUŽITÉ ZKRATKY

BEER	behaviorální rovnovážný měnový kurz	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
CDS	credit default swaps (swapy úvěrového selhání)	LTV	Loan to value
CF	Consensus Forecasts	M1, M2, M3	peněžní agregát
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	MMF	Mezinárodní měnový fond
CZK, Kč	česká koruna	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ČNB	Česká národní banka	NAIRU	Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment
ČR	Česká republika	NBS	Národní banka Slovenska, Slovenská národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad	NH	národní hospodářství
DBB	Deutsche Bundesbank	NHPP	národohospodářská produktivita
DPH	daň z přidané hodnoty	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ECB	Evropská centrální banka	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EK	Evropská komise	PH	pohonné hmoty
ESA	Evropský systém národních účtů	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PPI	ceny průmyslových výrobců
ESM	Evropský stabilizační mechanismus	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EU	Evropská unie	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
EUR	euro	PZI	přímé zahraniční investice
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
Fed	centrální banka USA	USA	Spojené státy americké
FEER	fundamentální rovnovážný měnový kurz	USD	americký dolar
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	VAR	model vektorové autoregrese
GBP	britská libra	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HICP	harmonizovaný cenový index		
HNP	hrubý národní produkt		
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr		
HPH	hrubá přidaná hodnota		
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu		
IRS	interest rate swap (úrokový swap)		
ISPV	informační systém o průměrném výdělků		
JPY	japonský jen		

SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH
O INFLACI

Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy	(box)	I/2011
Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3	(box)	II/2011
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru	(box)	II/2011
Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013	(box)	III/2011
Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení	(box)	III/2011
Dluhová situace Itálie	(box)	III/2011
Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu)	(příloha)	III/2011
Reforma penzijního systému	(box)	IV/2011
Ratingové hodnocení České republiky	(box)	IV/2011
Německo – hlavní obchodní partner ČR	(box)	IV/2011
Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011	(box)	I/2012
Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů	(box)	I/2012
Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011	(box)	I/2012
Revize spotřebního koše	(box)	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	(box)	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	(box)	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	(box)	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	(box)	III/2012
Vývoj míry úspor domácností	(box)	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	(box)	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	(box)	IV/2012
Revize čtvrtletních národních účtů	(box)	I/2013

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012	(box)	III/2013
Avizované omezování kvantitativního uvolňování v USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek	(box)	III/2013
Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	(box)	IV/2013
Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	(box)	IV/2013
Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví vývoje reinvestic	(box)	IV/2013
Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	(box)	IV/2013
Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)	(box)	I/2014
Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci	(box)	III/2014
Rok platnosti kurzového závazku ČNB	(box)	IV/2014
Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010	(box)	IV/2014
Dopady vojenskopolitické krize na Ukrajině na ČR	(box)	IV/2014
Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře	(box)	I/2015
Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy	(box)	I/2015
Mediánová inflace	(box)	II/2015
Vývoj na trhu práce z pohledu NAIRU a cyklického vývoje míry nezaměstnanosti a mezd	(box)	II/2015
Index měnových podmínek pro Českou republiku	(box)	II/2015
Index měnových podmínek pro eurozónu	(box)	II/2015
Průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží	(box)	III/2015
Vývoj rovnovážného měnového kurzu CZK/EUR	(box)	III/2015
Německá ekonomika a kurz USD/EUR	(box)	III/2015

GLOSÁŘ POJMŮ

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

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

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

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

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

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

Čistá inflace: přírůstek indexu spotřebitelských cen po vyloučení položek regulovaných cen a po očištění o primární dopady změn nepřímých daní. Čistá inflace se skládá z inflace cen potravin, cen pohonných hmot a tzv. korigované inflace bez pohonných hmot. Do konce roku 2001 byly v čisté inflaci stanoveny inflační cíle ČNB. Od roku 2002 jsou inflační cíle ČNB stanoveny v celkové inflaci, a čistá inflace tak má pouze analytické využití.

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

Efektivní ukazatele eurozóny: aproximují vliv ekonomické aktivity (efektivní HDP) a cenového vývoje (efektivní ceny výrobců a spotřebitelské ceny) v eurozóně na českou ekonomiku. Vahami při výpočtu jsou podíly jednotlivých ekonomik eurozóny na obratu zahraničního obchodu ČR.

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

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

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

Fiskální pozice: meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v p.b.). Kladná hodnota indikuje fiskální restrikcii, záporná hodnota fiskální expanzi.

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

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

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

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

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

Inflační tlaky: jsou v modelovém aparátu ČNB aproximovány vývojem tzv. mezery reálných mezních nákladů v sektoru spotřebních statků. Celkové inflační tlaky se dělí na domácí inflační tlaky (v sektoru mezispotřebních statků) a dovezené inflační tlaky (v sektoru dovozních cen).

Korigovaná inflace bez pohonných hmot: označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

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

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

Marže výrobců: v příslušném sektoru jsou převrácenou hodnotou jejich reálných mezních nákladů. Růst nominálních nákladů výrobce bez odpovídajícího růstu ceny produkce způsobuje pokles obchodní marže, a tedy růst reálných mezních nákladů. Pokud by byly ceny v odvětví dokonale flexibilní, cena by byla v každém okamžiku tvořena konstantními maržemi k mezním nominálním nákladům. O „mezeře“ marží ve spotřebitelském sektoru hovoříme proto, že se jedná o odchylku od dlouhodobé úrovně marží.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Poměr ceny bytu a tržního nájemného (také ukazatel price-to-rent): ukazatel udržitelnosti cen bytů označující podíl ceny bytu a ročního nájemného. Ukazatel price-to-rent je převrácenou hodnotou výnosu z nájemného. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Ukazatel počítán z nabídkového nájemného a nabídkových cen bytů dle údajů Insitutu regionálních informací.

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

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

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

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

Růst technologie: situace, kdy dochází k růstu objemu produkce bez navyšování výrobních faktorů práce a kapitálu. Růst technologie tak vyvolává růst reálného objemu produkce při její konstantní ceně nebo pokles ceny výstupu vůči cenám vstupů při konstantním reálném objemu produkce.

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

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

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

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

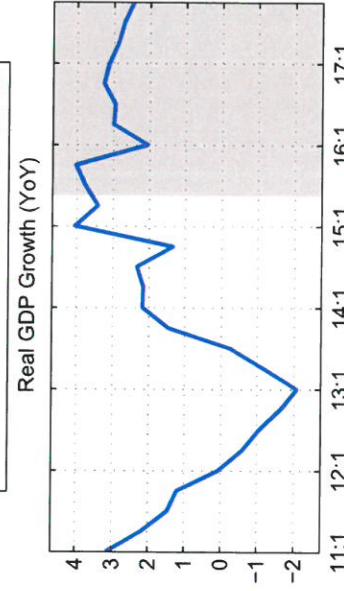
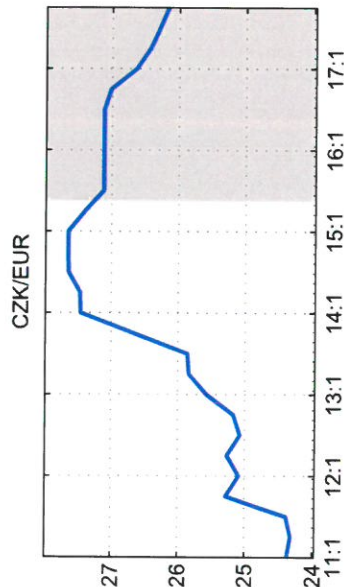
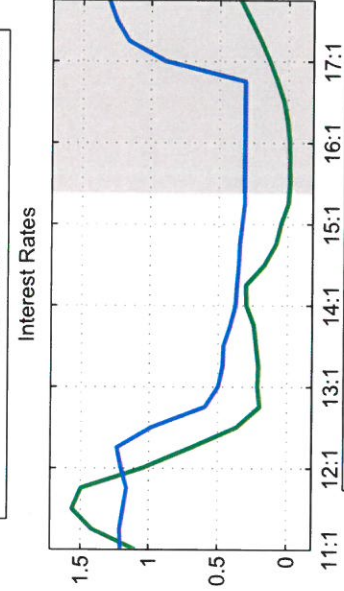
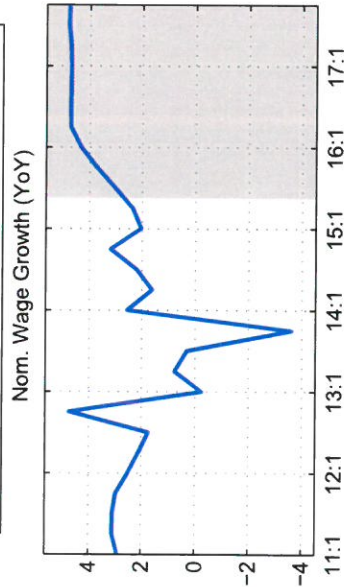
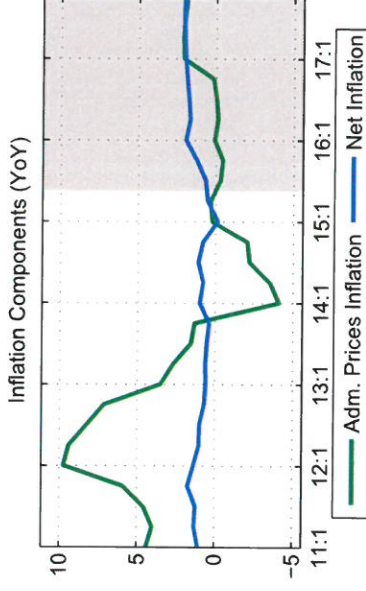
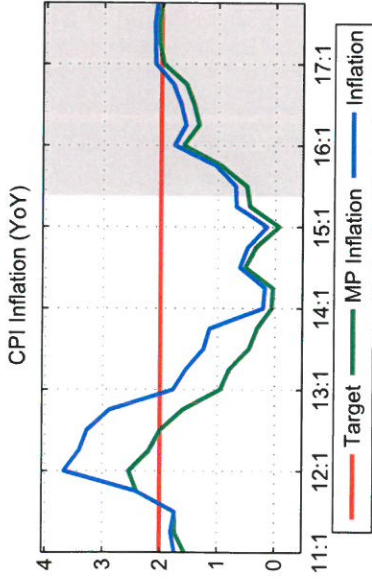
Forecast Summary

	15:I	15:II	15:III	15:IV	16:I	16:II	16:III	16:IV	17:I	17:II	17:III	17:IV
Inflation												
CPI Inflation (YoY)	0.1	0.7	0.7	1.0	1.8	1.6	1.6	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
CPI Inflation (QoQ)	-1.0	2.7	1.3	1.3	1.8	1.9	1.6	1.8	3.1	1.9	1.6	1.6
CNB Target (YoY)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
MP Inflation (YoY)	-0.1	0.4	0.5	0.9	1.6	1.3	1.4	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
MP Inflation (QoQ)	-1.3	2.6	1.3	1.3	1.3	1.5	1.6	1.8	2.9	1.7	1.6	1.6
Net Inflation (YoY)	-0.2	0.5	0.6	1.2	1.9	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
Net Inflation (QoQ)	-1.2	2.9	1.5	1.6	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9
Adm. Price Inflation (YoY)	0.2	0.3	-0.3	-0.5	0.1	-0.2	-0.1	0.2	2.0	2.1	2.0	1.9
Adm. Price Inflation (QoQ)	-2.6	1.0	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.2	0.7	7.3	0.3	-0.1	0.1
Nominal Interest Rate												
PRIBOR 3M	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9	1.2	1.3	1.3
2W REPO	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.9	1.0	1.0
Premium	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Nominal Exchange Rate												
CZK/EUR	27.6	27.4	27.1	27.1	27.1	27.1	27.1	27.0	26.6	26.4	26.3	26.1
Nominal Depreciation (YoY)	0.7	-0.2	-1.9	-1.9	-1.9	-1.0	0.0	-0.4	-1.8	-2.5	-3.0	-3.2
Nominal Depreciation (QoQ)	-0.0	-3.5	-4.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-1.5	-5.5	-3.1	-2.1	-2.0
Nominal Wage												
Nom. Wage Growth (YoY)	2.0	2.3	3.0	3.7	4.3	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8
Nom. Wage Growth (QoQ)	2.4	3.1	4.5	4.8	4.9	4.7	4.5	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7
Real Sector												
Real GDP Growth (YoY)	4.0	3.4	3.7	4.0	2.0	3.0	2.9	3.2	3.1	2.9	2.7	2.4
Real GDP Growth (QoQ)	10.5	-0.5	3.4	2.9	2.4	3.3	3.2	4.1	1.9	2.3	2.6	3.1

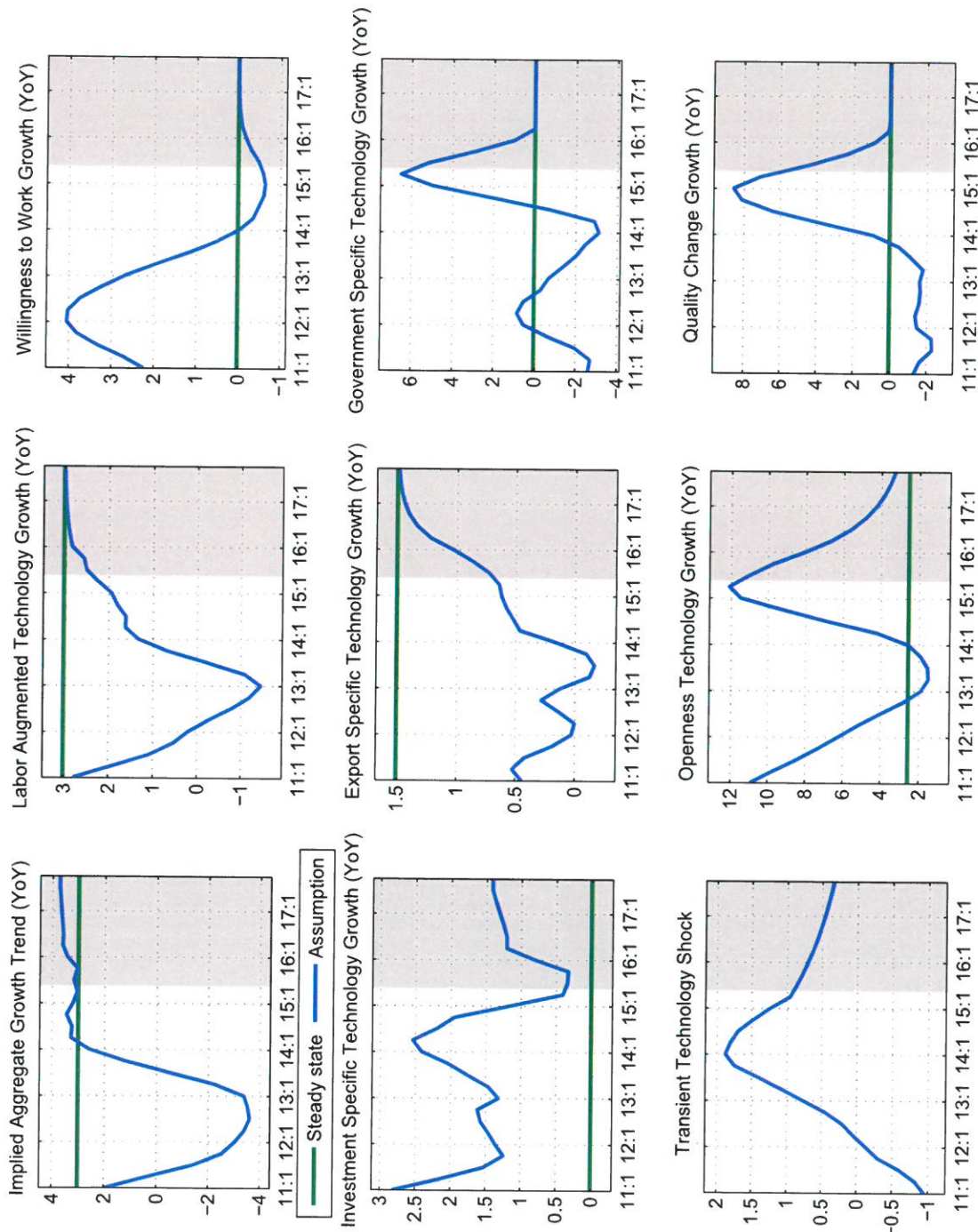
Forecast Summary

	15:I	15:II	15:III	15:IV	16:I	16:II	16:III	16:IV	17:I	17:II	17:III	17:IV
Real Sector Variables												
Real GDP Growth (YoY)	%pa	4.0	3.4	3.7	4.0	2.0	3.0	3.2	3.1	2.9	2.7	2.4
Real Consumption Growth (YoY)	%pa	2.9	3.4	3.8	3.6	3.0	2.8	2.7	2.7	2.8	3.0	3.3
Real Investment Growth (YoY)	%pa	10.1	3.4	5.3	10.8	3.3	5.8	0.8	3.8	3.6	3.5	3.6
Real Export Growth (YoY)	%pa	7.7	8.2	10.3	10.2	8.4	9.8	9.4	8.2	7.1	6.3	5.2
Real Import Growth (YoY)	%pa	8.9	8.2	11.2	12.0	10.0	11.0	8.4	8.3	7.5	6.9	6.2
Real Government Cons. growth (YoY)	%pa	2.5	2.2	2.8	1.3	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
Foreign Variables												
Foreign Policy Rate	%pa	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Foreign Inflation (Foreign Curr.) (YoY)	%pa	-2.9	-2.2	-1.6	-0.6	1.4	1.4	1.4	1.5	1.7	2.0	2.3
Foreign Demand Growth (YoY)	%pa	4.7	7.2	9.2	9.5	9.4	8.8	8.1	8.1	8.2	8.3	8.2
Productivities												
Implied Aggregate Growth Trend (YoY)	%pa	3.2	3.0	3.2	3.0	3.4	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
Labor Augmented Technology Growth (YoY)	%pa	1.9	2.2	2.5	2.5	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
Export Specific Technology Growth (YoY)	%pa	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
Willingness to Work Growth (YoY)	%pa	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Government Specific Technology Growth (YoY)	%pa	4.9	6.5	5.1	2.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Openness Technology Growth (YoY)	%pa	11.5	12.1	11.0	9.7	8.0	6.6	4.8	4.2	3.8	3.5	3.3
Quality Change Growth (YoY)	%pa	8.5	7.1	4.5	2.3	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Transient Technology Shock	%pa	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3

Baseline Summary

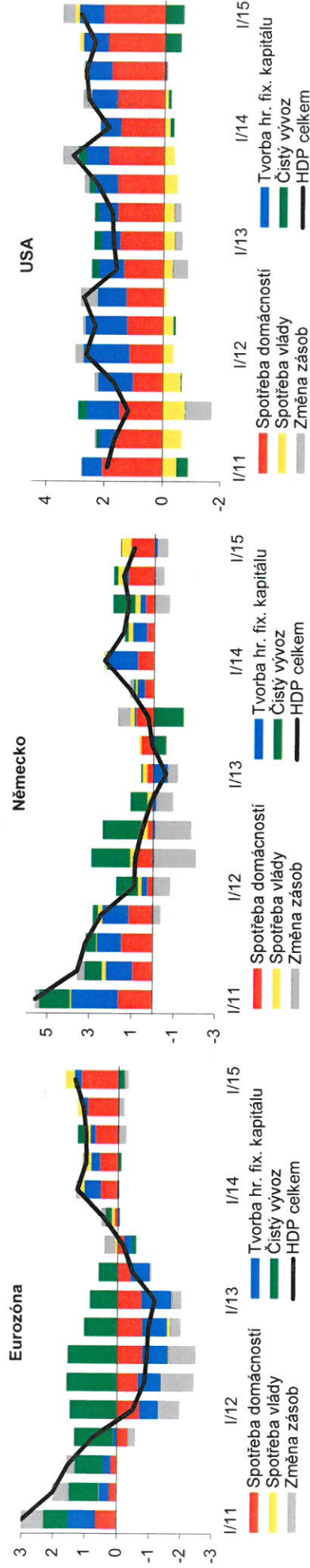


Baseline - Technology

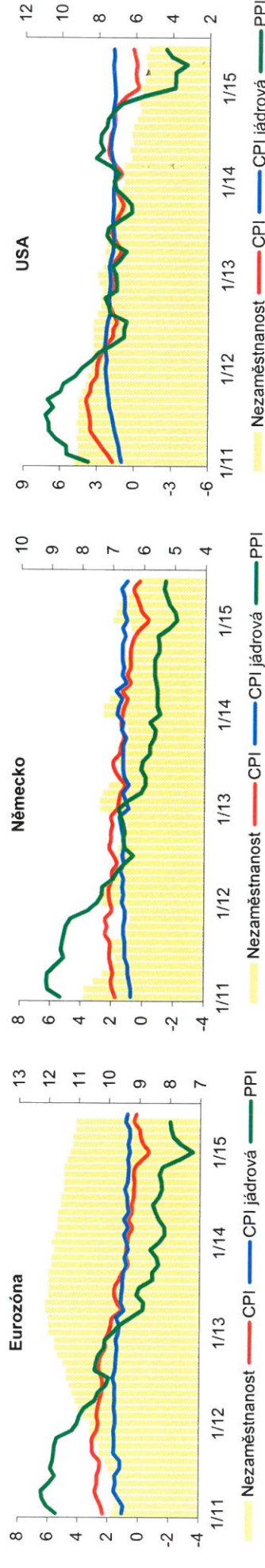


Vyspělé země

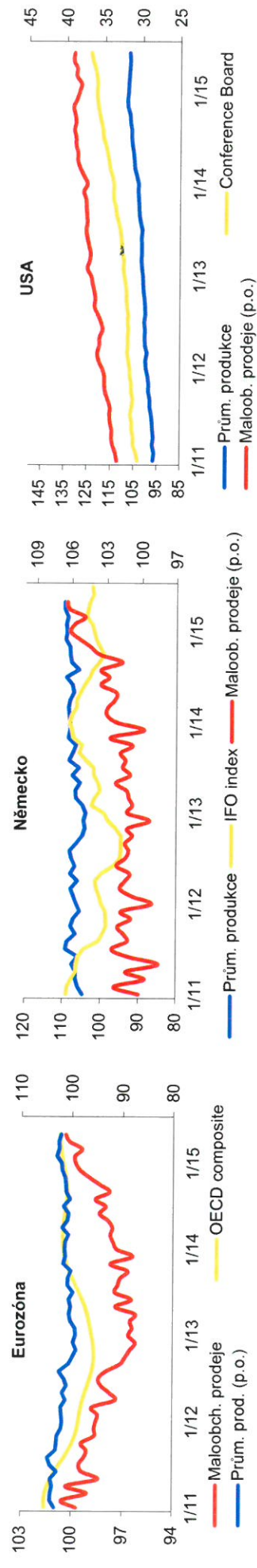
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



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

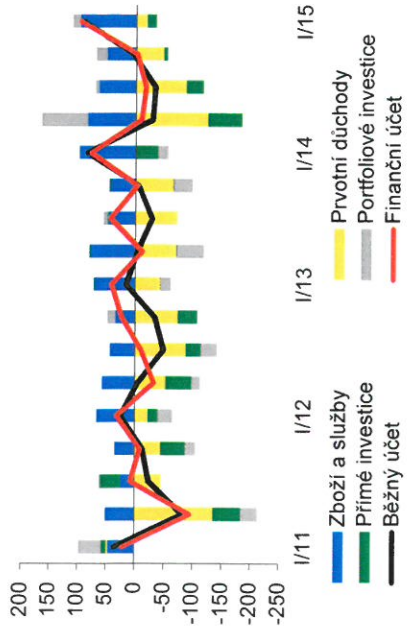


Předstíhové ukazatele (p.o. = pravá osa)

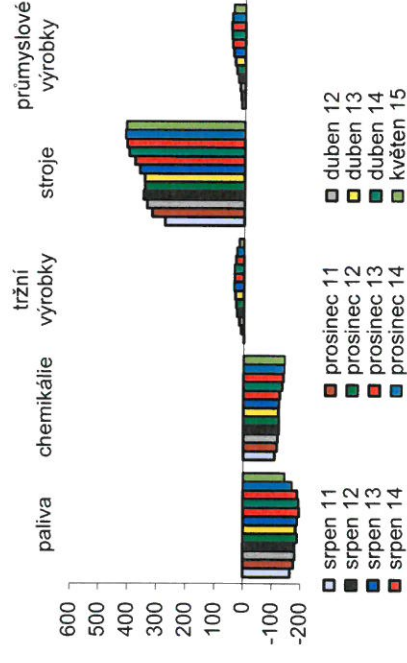


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

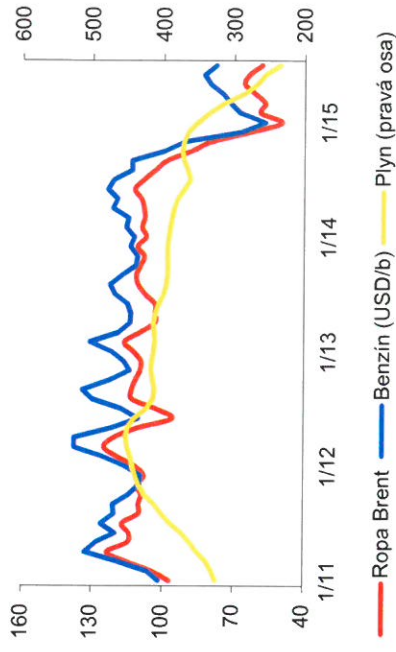
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. CZK)



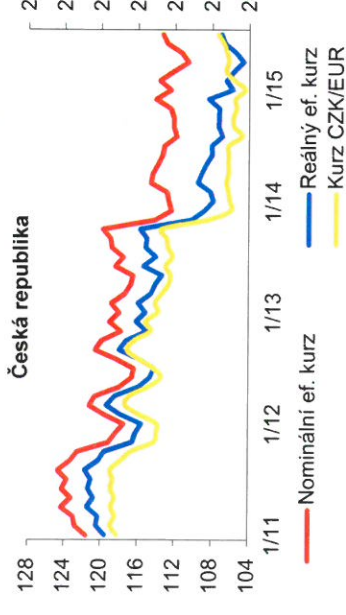
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR dle SITC (mld. CZK)



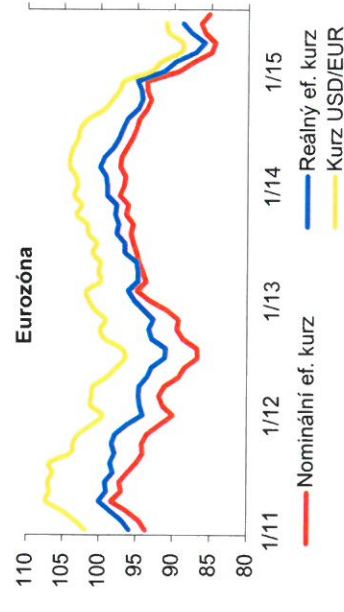
Ceny ropy a benzínu (USD/b) a plynu (USD/1000 m³)



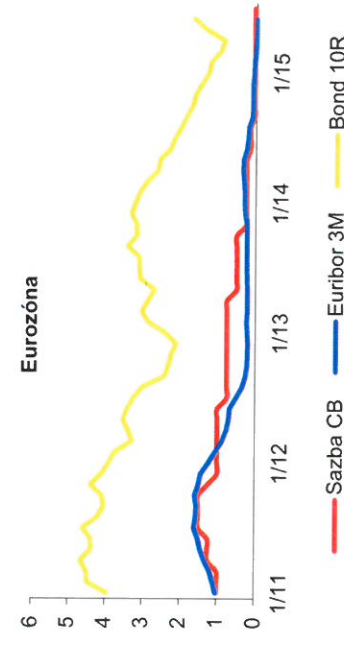
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (pravá osa)



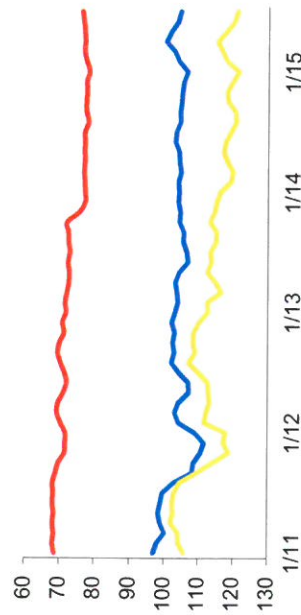
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (pravá osa)



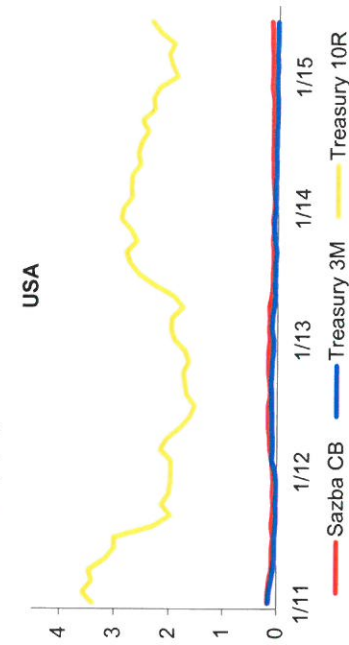
Úrokové sazby (%)



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

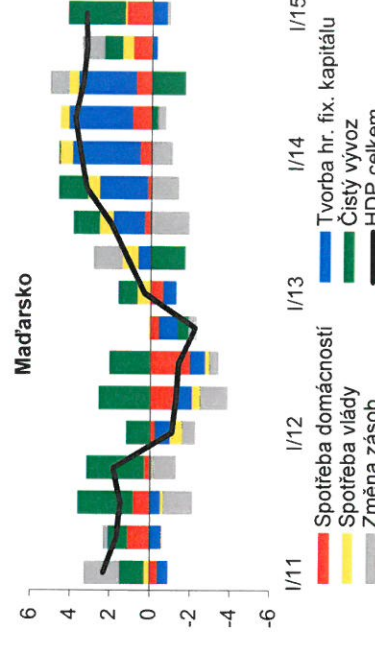
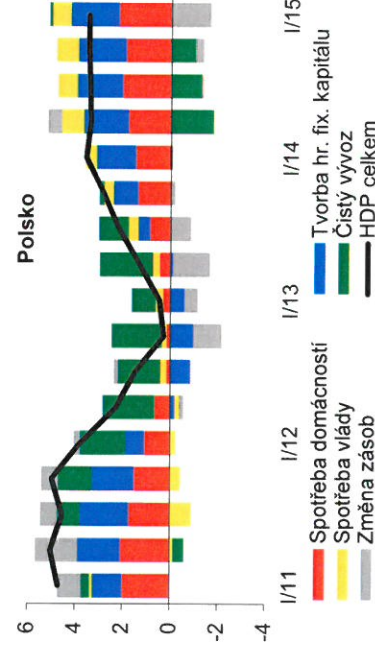
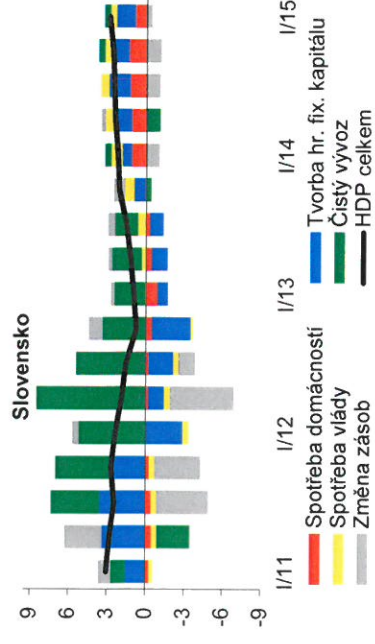


Úrokové sazby (%)

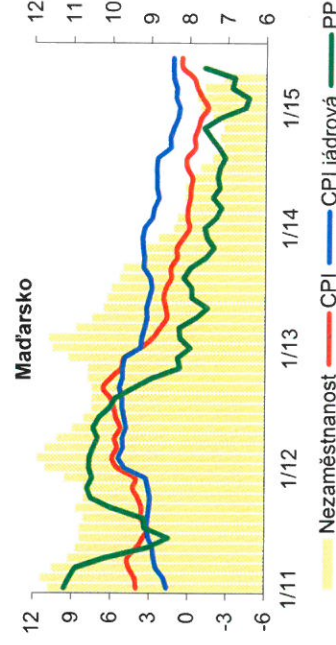
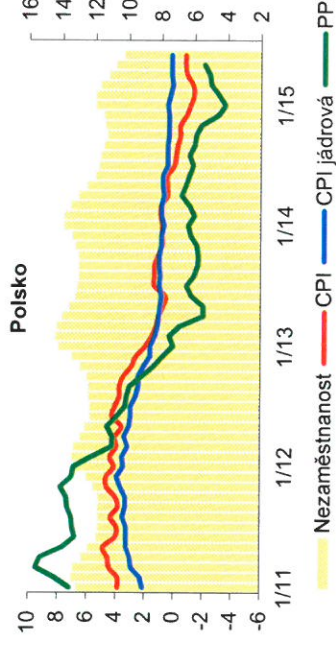
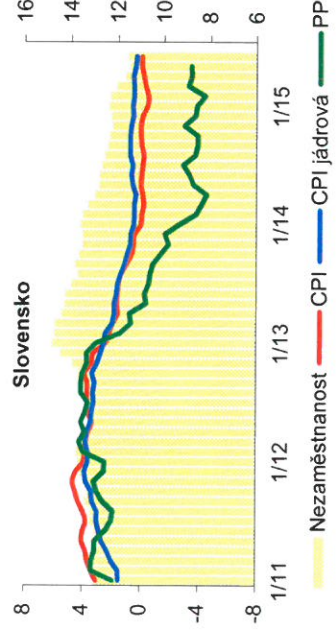


Středoevropské země

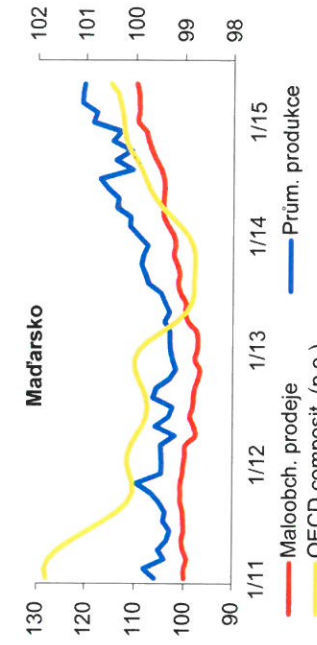
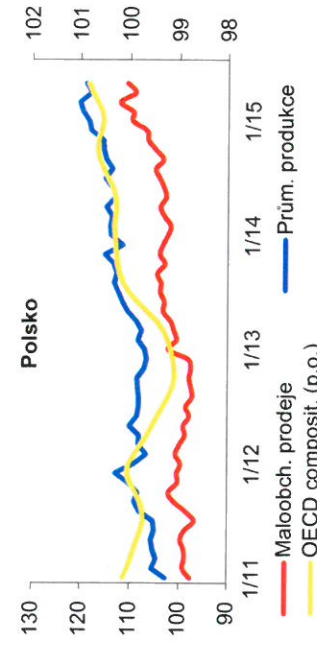
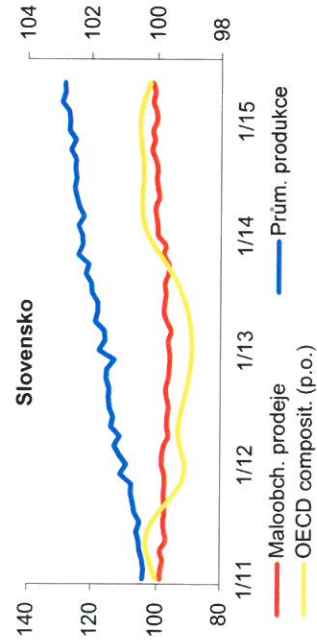
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



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

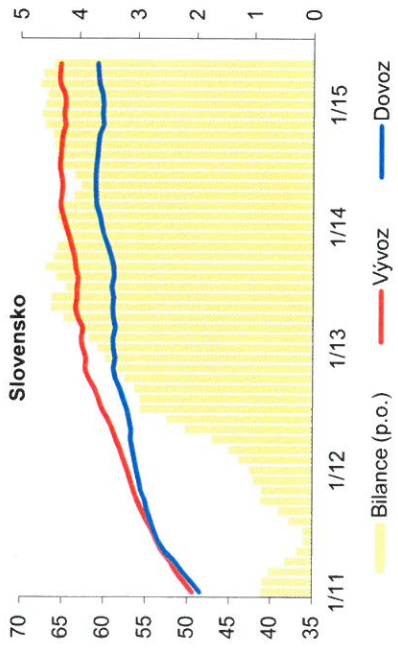


Předstíhové ukazatele (p.o. = pravá osa)

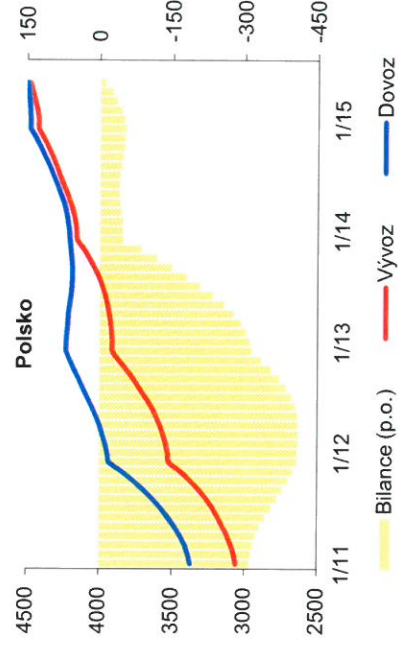


Obchodní bilance střeoevropských zemí a zahraniční vývoj v efektivním vyjádření

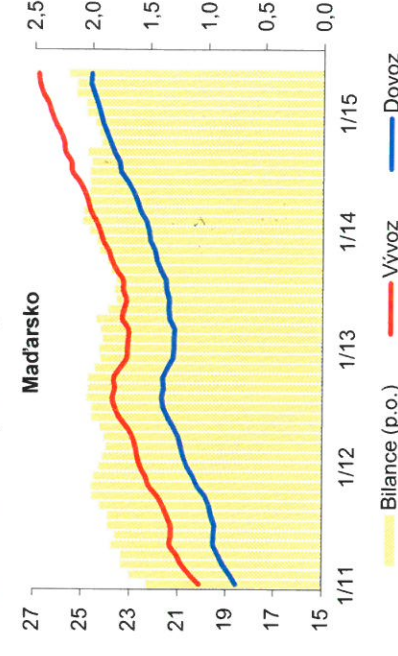
Obchodní bilance (mld. EUR)



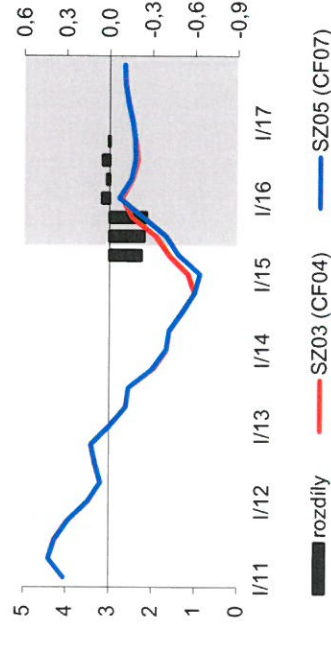
Obchodní bilance (mld. PLN)



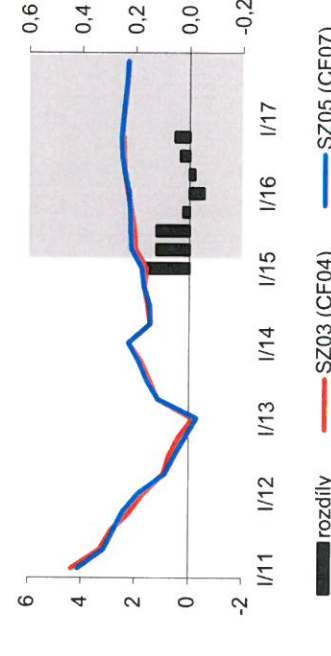
Obchodní bilance (tril. HUF)



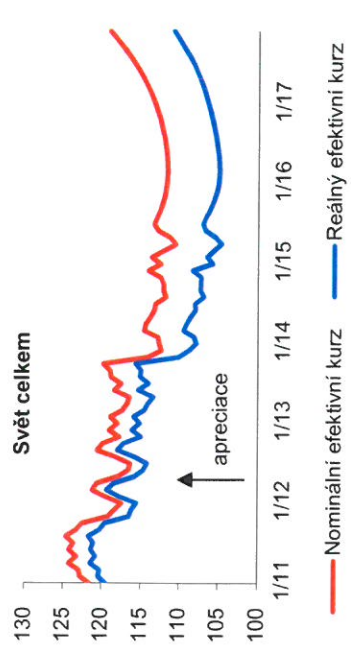
Efektivní CPI – svět (meziročně v %, rozdíly v p.b.)



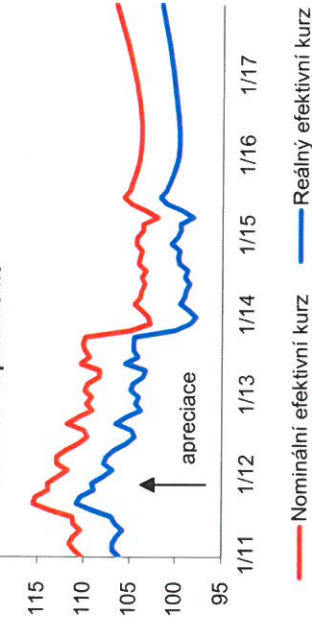
Efektivní HDP – svět (meziročně v %, rozdíly v p.b.)



Efektivní kurzy (průměr roku 2005 = 100, předpověď CF07)



Střeoevropské země



Referenční scénář exogenních faktorů na základě 7. Consensus Forecasts a tržních výhledů z 13. července 2015

Zahraněční cenový vývoj	I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17	2014	2015	2016	2017
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	-2,9	-2,2	-1,6	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,7	2,0	2,3	-1,9	-1,8	1,4	1,9
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾	-0,2	0,3	0,6	1,1	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	0,4	0,4	1,5	1,8
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	55,1	63,5	58,4	59,7	61,1	62,4	63,4	64,4	65,4	66,3	66,9	67,6	99,5	59,2	62,8	66,6
mzr. změna ceny ropy Brent (v %) ³⁾	-48,9	-42,1	-43,6	-22,5	10,9	-1,8	8,7	7,9	7,0	6,3	5,5	4,9	-8,3	-39,3	6,4	5,9
cena benzínu (USD/t) ⁴⁾	552,3	626,3	606,1	524,0	554,6	602,1	571,4	530,3	568,2	616,9	585,1	544,8	915,4	577,1	564,6	578,8
mzr. změna ceny benzínu (v %) ⁴⁾	-41,9	-38,9	-36,7	-27,9	0,4	-3,9	-5,7	1,2	2,5	2,5	2,4	2,7	-7,3	-36,4	-2,0	2,5

Zahraněční poptávka

efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾	1,2	1,7	2,2	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,0	1,9	2,1	2,0
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Devizové kurzy a úrokové sazby

nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,125	1,104	1,093	1,072	1,063	1,060	1,056	1,050	1,048	1,059	1,090	1,138	1,329	1,099	1,057	1,084
3M Euribor ⁷⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2

Poznámky:

- vážený průměr harmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezonně očistěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny v případě Německa a Itálie z predikce Consensus Forecasts pro celorok, pro zbyvajících zemí z predikce The Economist Intelligence Unit
- vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezonně očistěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celorok, pro zbyvajících zemí z predikce The Economist Intelligence Unit
- výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezonně očistěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celorok
- zdrojem předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- předpověď je odvozena od implikovaných tržních sazeb

Porovnání aktualizovaných údajů s referenčním scénářem pro 3. situační zprávu 2015

Zahraněční cenový vývoj	I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17	IV/17	2014	2015	2016	2017
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,7	-0,1	-0,1
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
cena ropy Brent (USD/barel)	0,0	4,5	-2,9	-3,3	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7	-2,5	-2,4	-2,2	-1,9	0,0	-0,4	-3,0	-2,2
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b.)	0,0	4,1	-2,8	-4,2	-5,8	-12,7	0,4	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	0,0	-0,7	-4,2	1,4
cena benzínu (USD/t)	0,0	35,4	43,9	5,9	-3,0	-2,3	-4,7	-10,7	-10,3	-3,8	-12,4	-20,0	0,0	21,3	-5,2	-11,6
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)	0,0	3,5	4,6	0,8	-0,5	-6,1	-8,2	-3,2	-1,3	-0,2	-1,3	-1,7	0,0	2,2	-4,5	-1,1

Zahraněční poptávka

efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Devizové kurzy a úrokové sazby

nominální kurz USD za 1 EUR	0,000	0,034	0,043	0,034	0,021	0,012	0,007	0,001	-0,009	-0,019	-0,023	-0,015	0,000	0,028	0,010	-0,016
3M Euribor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2

Fiskální politika

Hospodaření vládního sektoru – prognóza ČNB (metodika ESA 2010)

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		
	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	3.SZ	5.SZ	3.SZ	5.SZ	3.SZ	5.SZ	
Saldo vládního sektoru (v % HDP) (v mlrd. Kč)	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9d	-1,2	-2,0	-2,0	-1,6	-1,4	-1,0	-1,0	-1,4	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	-0,2	-10,7
Upravené saldo ^{a)} (v % HDP)	-216,2	-174,5	-108,9	-157,9d	-47,2	-84,6	-84,6	-71,8	-60,9	-46,3	-27,3	-27,3	-1,1	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,9
Strukturální saldo ESCB ^{b)} (v % HDP)	-5,8	-4,3	-2,5	-2,4	-1,2	-1,4	-1,4	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,4	-0,9	-0,9	0,0	0,2	0,0	0,0
Fiskální pozice ESCB ^{c)} (v p.b.)	-5,8	-4,2	-2,4	-1,7	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Strukturální saldo EK ^{b)} (v % HDP)	-2,5	1,6	1,8	0,7	1,5	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1
Fiskální pozice EK ^{c)} (v p.b.)	-5,3	-4,2	-2,9	-2,0	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Dluh vládního sektoru (v % HDP) (v mlrd. Kč)	-1,4	1,1	1,4	0,9	2,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1
	34,1	38,2	39,9	44,6	45,1	42,6	40,6	40,7	40,7	40,0	39,3	38,0	40,0	39,3	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
	1335,7	1508,5	1604,0	1803,6	1839,7	1816,1	1814,0	1825,6	1873,0	1843,7	1871,9	1871,9	1873,0	1843,7	1871,9	1871,9	1871,9	1871,9	1871,9

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

Hospodaření vládního sektoru – výhledy MF ČR (metodika ESA 95/ESA 2010)

	2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP) KOPR duben 2015 (Fisk. výhled 5/2015) Notif. CSU 10/2014 - Fisk. výhled 11/2014 Notif. CSU 4/2015 - Makropredikce 4/2015	-2,1	-5,5	-4,4	-2,9	-3,9	-1,2	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,2	-0,8	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	-0,6
Dluh vládního sektoru - EDP (v % HDP) Notif. CSU 4/2015 - Makropredikce 4/2015	28,7	34,1	38,2	39,9	44,6	45,0	42,6	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS

	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	- DPH (v mlrd. Kč)	217,8	236,4	252,2	253,6	269,6	275,4	278,2	308,5	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9	322,9
- spotřební daně - daně z příjmů PO	119,6	139,0	131,1	138,3	146,6	143,4	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	
- daně z příjmů FO	135,4	162,8	182,5	191,6	123,9	118,1	128,0	120,7	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	
- ostatní daně, cla a poplatky	136,9	152,0	143,3	126,7	130,0	133,4	136,3	141,6	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8	
Celkem	638,0	721,9	746,9	660,6	693,9	708,8	721,2	750,7	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	779,6	
- DPH (mzr. změna v %)	4,5	8,5	8,0	-0,6	6,3	2,2	1,0	10,9	4,7	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	
- spotřební daně - daně z příjmů PO	8,2	16,2	-4,3	-1,5	5,5	6,0	0,1	-2,3	-1,5	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	
- daně z příjmů FO	-4,7	11,0	-5,7	-11,6	2,6	2,6	2,2	3,9	3,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	
- ostatní daně, cla a poplatky	7,2	12,4	3,1	-10,0	8,9	9,6	6,8	-3,2	-0,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	
Celkem	1,1	13,2	3,5	-11,6	5,0	2,1	2,6	3,2	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	
Štřižná daňová kvóta (v % HDP)	36,3	37,3	35,6	33,1	34,0	34,5	35,0	35,3	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	

Pokladni plnění státního rozpočtu - metodika GFS

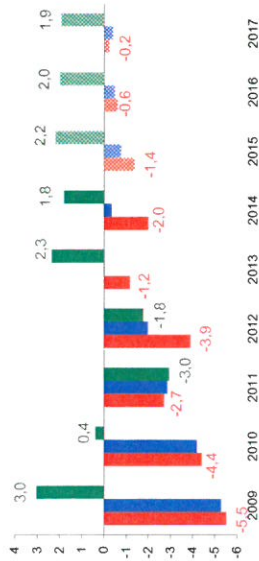
	SR 2015		Skutečnost		Rozdíl	
	2015	2015	1-6/2014	1-6/2015	2015-2014	2015-2014
Saldo SR celkem (v mlrd. Kč) v tom: náklady dluhové služby *) primární saldo SR	-100,0	1,5	32,6	29,6	21,1	21,1
	64,5	34,1	52,2	18,1	18,1	18,1

Výnosy státních dluhopisů - mezinárodní srovnání (%)

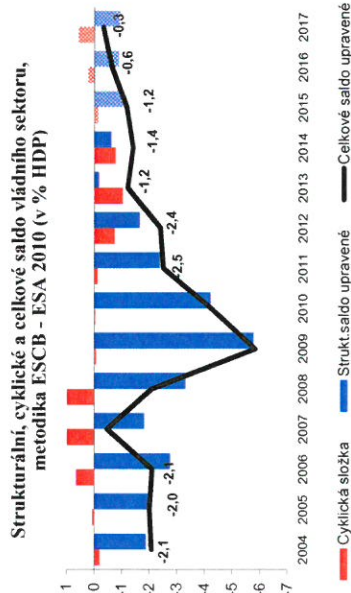
ČR	12/2006		12/2007		12/2008		12/2009		12/2010		12/2011		12/2012		12/2013		12/2014		3/2015		6/2015	
	-2R	3,14	4,20	3,81	2,23	1,90	1,99	0,28	0,25	0,14	0,05	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
-10R	3,73	4,66	4,42	4,21	3,95	3,83	1,97	2,26	0,72	0,45	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	
Německo	3,89	4,08	1,83	1,33	0,87	0,14	-0,02	0,21	-0,06	-0,25	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18	
-10R	3,77	4,21	3,05	3,14	2,91	1,93	1,30	1,94	0,65	0,26	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	
V. Británie	5,10	4,34	1,51	1,44	1,03	0,33	0,31	0,72	0,52	0,43	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	
-10R	4,63	4,52	3,39	4,20	3,62	2,10	1,88	3,16	1,82	1,66	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	2,16	
USA	4,67	3,12	0,82	0,87	0,62	0,26	0,26	0,34	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	
-10R	4,56	4,10	2,42	3,59	3,29	1,98	1,72	2,90	2,21	2,04	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	

*) Položka zahrnuje výdaje kapitoly Státní dluh, tj. úrokové výdaje na vnitřní dluh (na státní pokladniční poukázky, 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.

Saldo vládního sektoru a reálná spotřeba vlády, metodika EK - ESA 2010 (v % HDP)

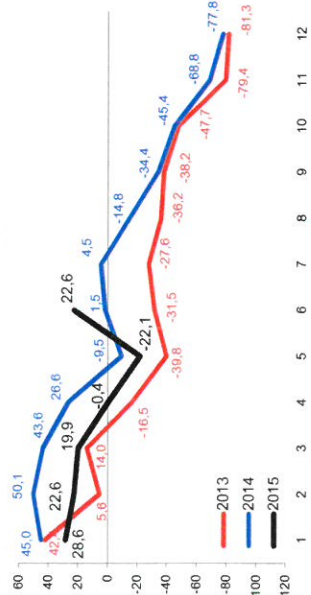


Strukturální, cyklické a celkové saldo vládního sektoru, metodika ESCB - ESA 2010 (v % HDP)



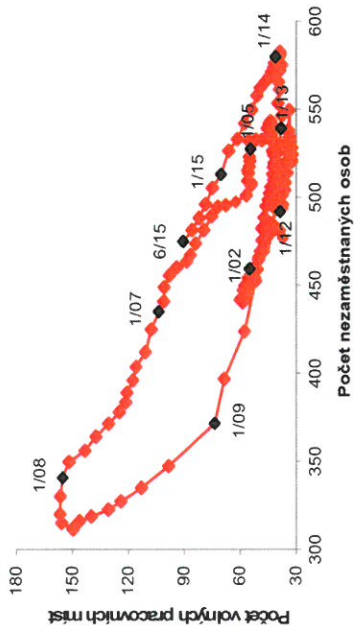
Pozn.: Salda upravená o mimořádné jednorázové operace; metoda výpočtu dle ESCB.

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



Trh práce (1)

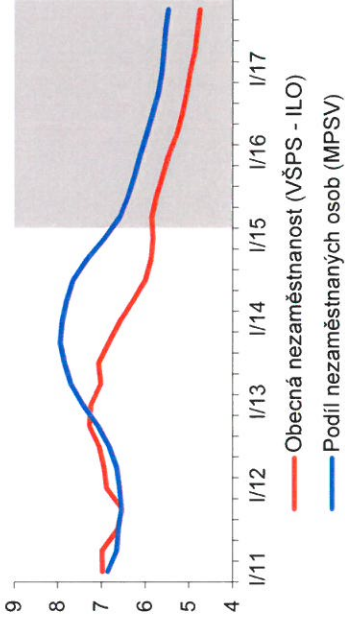
Beveridgeova křivka



Pramen: MPSV, propočít ČNB

Poznámka: sezonně očištěné počty v tis.

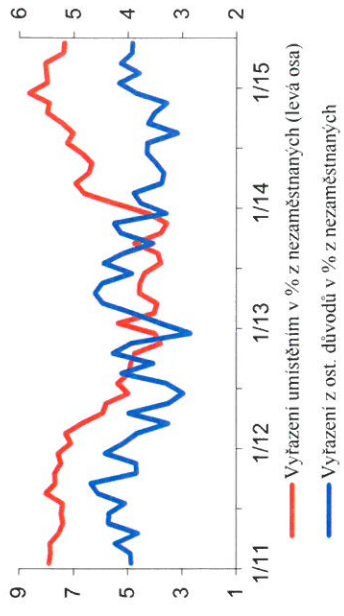
Ukazatele nezaměstnanosti (v %)



Pramen: MPSV, ČSÚ, propočít ČNB

Poznámka: sezonně očištěno, věk 15-64 let

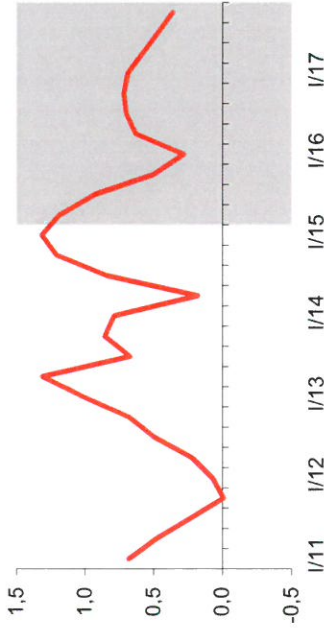
Toky nezaměstnaných



Pramen: MPSV, propočít ČNB

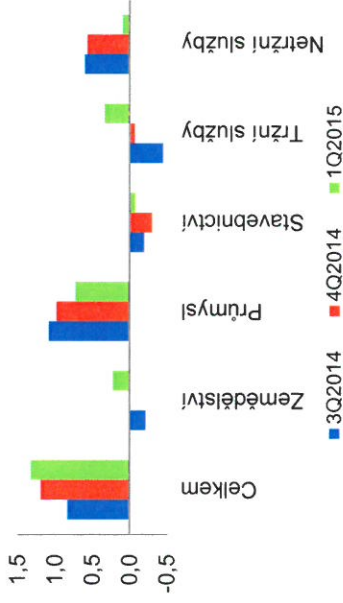
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD (meziroční změna v %)



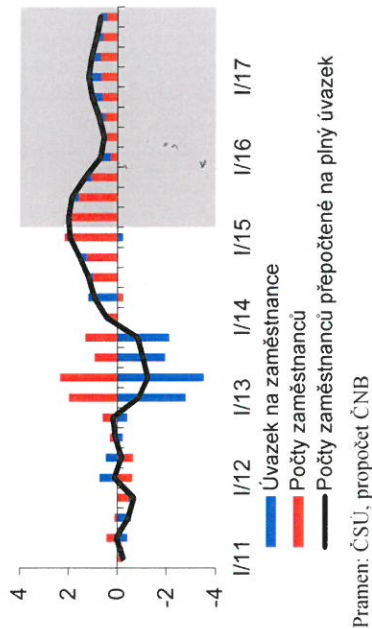
Poznámka: sezonně neočištěné údaje

Příspěvky k růstu počtu zaměstnaných (v procentních bodech)



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

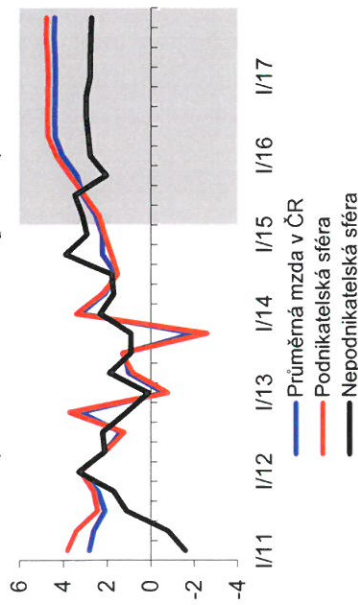
Příspěvky k růstu přepočteného počtu zaměstnanců



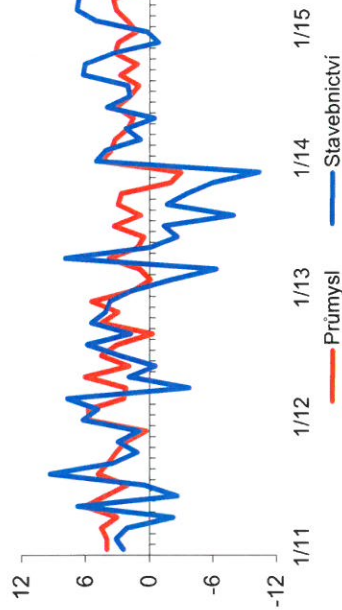
Pramen: ČSÚ, propočít ČNB

Trh práce (2)

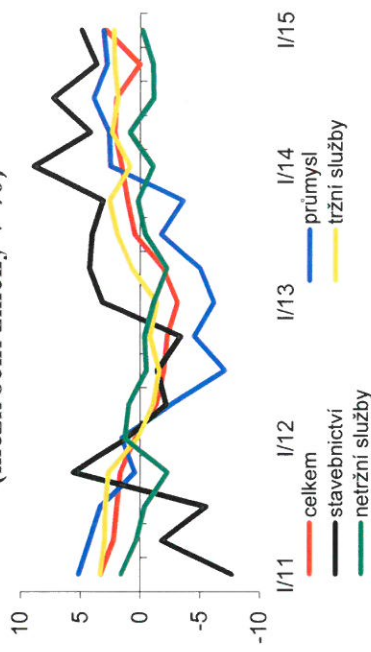
Vývoj nominálních mezd (meziroční změny v %)



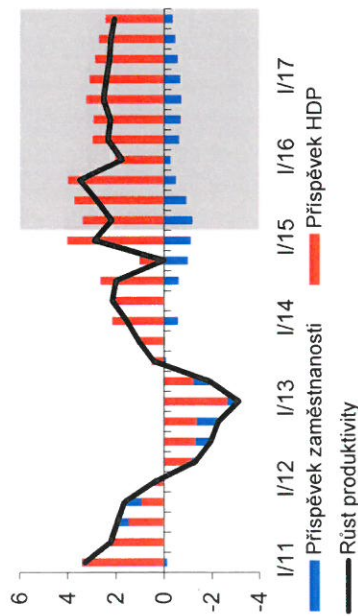
Nominální mzda v průmyslu a stavebnictví (meziroční změny v %)



Produktivita práce (meziroční změny v %)

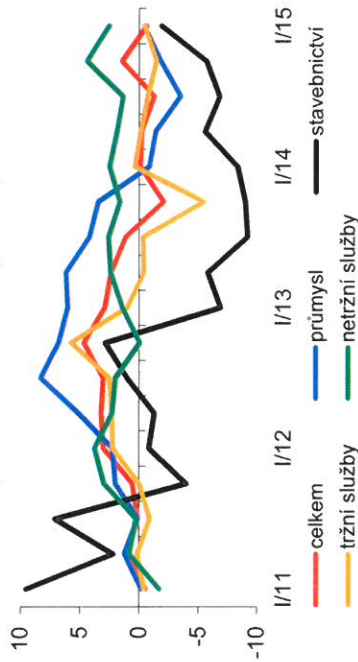


Příspěvky k růstu produktivity

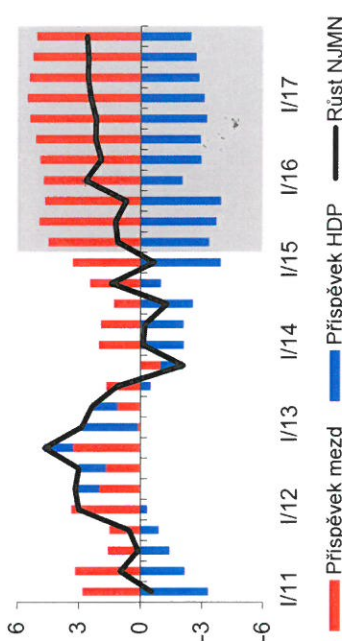


NJMN

(meziroční změny v %)



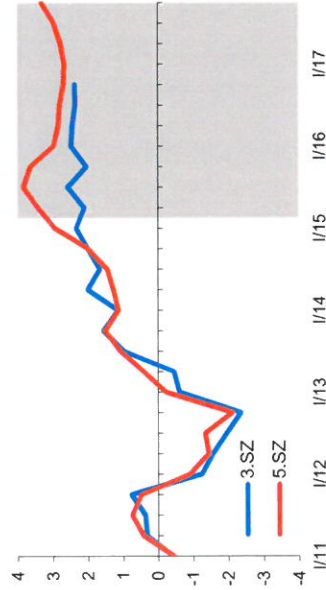
Příspěvky k růstu NJMN



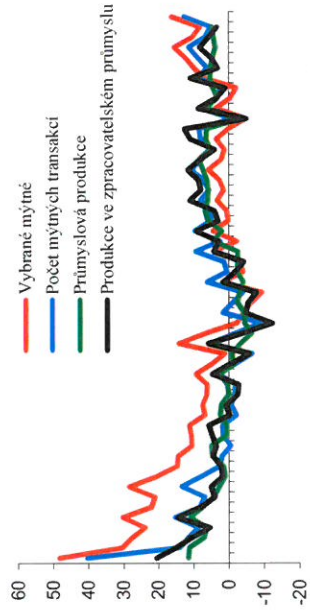
Ukazatel	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015	I/16	II/16	III/16	IV/16	2016	I/17	II/17	III/17	IV/17	2017
	Zaměstnanost celkem z toho : zaměstnanci a ostatní zaměstnání	0.8	0.2	0.8	1.2	0.8	1.3	1.2	0.9	0.5	1.0	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
Podíl nezaměstnaných osob v % - průměr za období	0.4	-0.2	1.0	1.2	0.6	2.2	2.0	1.6	1.1	1.7	0.3	0.5	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr (15-64 let)	2.8	2.2	0.1	1.0	1.5	-2.5	-2.6	-2.1	-2.1	-2.3	0.2	1.1	1.5	1.1	1.0	0.7	-0.1	-0.2	-0.1	0.1
Průměrná mzda v ČR celkem (nominální) b)	8.5	7.6	7.4	7.2	7.7	7.5	6.4	6.1	6.1	6.5	6.6	5.8	5.5	5.6	5.9	6.1	5.4	5.2	5.4	5.5
Průměrná mzda v ČR celkem (reálná) z toho: podnikatelská sféra (nominální) ne podnikatelská sféra (nominální)	6.9	6.1	6.0	5.8	6.2	6.1	5.7	5.7	5.6	5.8	5.7	5.1	5.1	5.0	5.2	5.2	4.7	4.8	4.7	4.8
Mzdy a platy podle NÚ	3.2	2.1	1.6	2.2	2.3	2.2	2.5	3.1	3.4	2.8	4.0	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	3.0	1.9	1.0	1.7	1.9	2.1	1.7	2.4	2.3	2.1	2.3	2.8	2.7	2.6	2.6	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	3.4	2.2	1.5	1.8	2.2	2.1	2.3	3.0	3.7	2.8	4.3	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	4.7
	2.3	1.7	1.8	3.9	2.5	2.9	3.1	3.5	2.0	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
	2.0	1.9	1.3	2.4	1.9	3.3	4.5	5.0	4.7	4.4	4.7	4.9	5.2	5.5	5.1	5.6	5.5	5.3	5.1	5.4
	-0.1	-0.2	-1.3	1.4	0.0	-0.7	1.1	1.2	0.7	0.6	2.6	1.9	2.2	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5
	1.6	2.1	2.0	0.0	1.4	2.9	2.2	2.8	3.5	2.8	1.8	2.3	2.2	2.5	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1

Ekonomický růst (1)

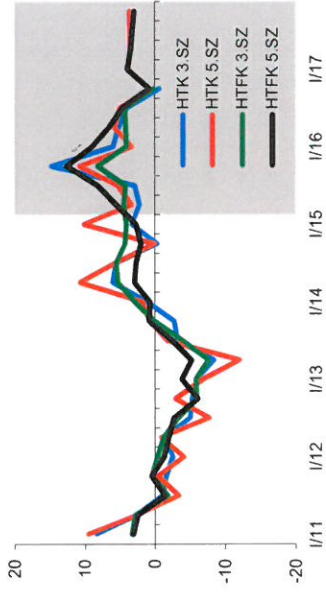
Spotřeba domácností (s.o., mizr. v %)



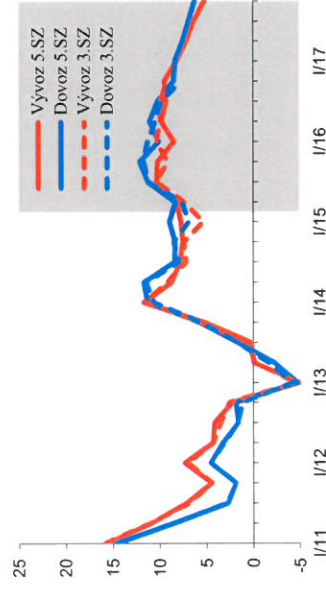
Vybrané mýtné (mizr. v %)



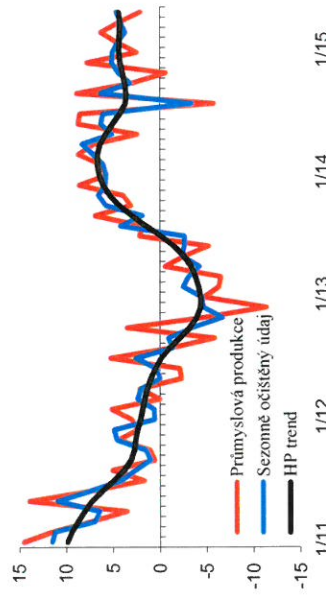
Hrubá tvorba kapitálu (s.o., mizr. v %)



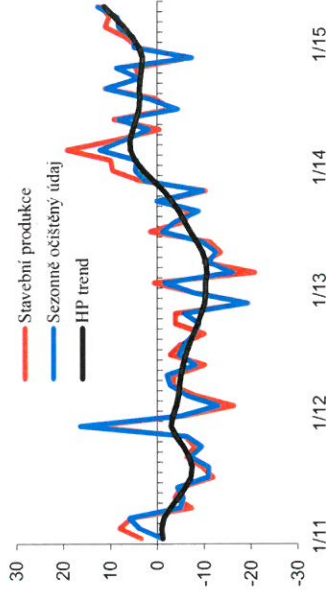
Vývoz a dovoz (s.o., mizr. v %)



Index průmyslové produkce (mizr. v %)



Index stavební produkce (mizr. v %)

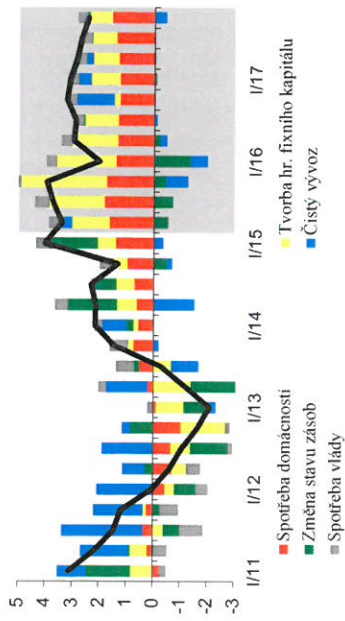


HDP a jeho složky (s.c., sez. oč., mizr. změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza

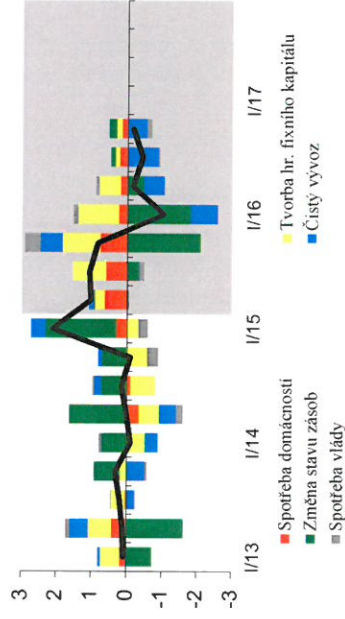
	2011	2012	I/13	II/13	III/13	IV/13	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015	I/16	II/16	III/16	IV/16	2016	I/17	II/17	III/17	IV/17	2017
Hrubý domácí produkt	2.0	-0.8	-2.1	-1.2	-0.3	1.4	-0.5	2.2	2.1	2.3	1.3	2.0	4.0	3.4	3.7	4.0	3.8	2.0	3.0	2.9	3.2	2.8	3.1	2.9	2.7	2.4	2.8
Spotřeba domácností	0.3	-1.5	-0.2	0.4	1.1	1.5	0.7	1.1	1.3	1.5	2.0	1.5	2.9	3.4	3.8	3.6	3.5	3.0	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.8	3.0	3.3	2.9
Spotřeba vlády	-3.0	-1.8	1.1	1.4	3.4	3.5	2.3	1.4	2.5	0.6	2.7	1.8	2.5	2.2	2.8	1.3	2.2	2.0	2.1	1.9	1.9	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	1.9
Tvorba hrubého kapitálu	1.9	-3.9	-6.9	-12.0	-1.8	0.7	-5.1	1.7	10.7	5.7	0.1	4.4	10.1	3.4	5.3	10.8	7.3	3.3	5.8	5.0	0.8	3.7	3.8	3.6	3.5	3.6	3.6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	1.1	-3.0	-3.9	-5.3	-2.5	0.8	-2.8	0.7	2.9	2.7	1.9	2.0	2.7	5.5	8.1	12.6	7.3	8.9	6.6	4.6	0.7	5.1	3.9	3.5	3.2	3.0	3.4
Vývoz zboží a služeb	9.3	4.5	-5.0	-0.1	0.2	5.1	0.0	11.7	8.7	7.8	7.5	8.9	7.7	8.2	10.3	10.2	9.1	8.4	9.8	9.3	9.4	9.2	8.2	7.1	6.3	5.2	6.7
Dovoz zboží a služeb	6.7	2.8	-4.8	-2.2	1.7	5.7	0.1	11.3	11.7	8.3	8.3	9.9	8.9	8.2	11.2	12.0	10.1	10.0	11.0	10.2	8.4	9.9	8.3	7.5	6.9	6.2	7.2
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	198.4	251.0	58.8	71.6	60.3	59.6	250.4	68.2	57.7	61.5	58.2	245.6	64.6	61.8	60.9	49.6	237.0	57.2	57.7	58.9	62.8	236.5	60.8	58.8	57.5	56.5	233.6
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	4.9	6.3	6.0	7.2	6.1	5.9	6.3	6.8	5.7	6.1	5.7	6.1	6.2	5.9	5.8	4.7	5.6	5.4	5.4	5.4	5.7	5.5	5.5	5.3	5.2	5.0	5.3

Ekonomický růst (2)

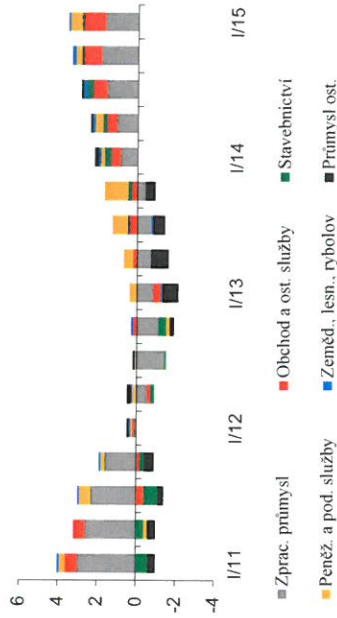
Příspěp. k mizr. růstu HDP - skutečnost a progn.



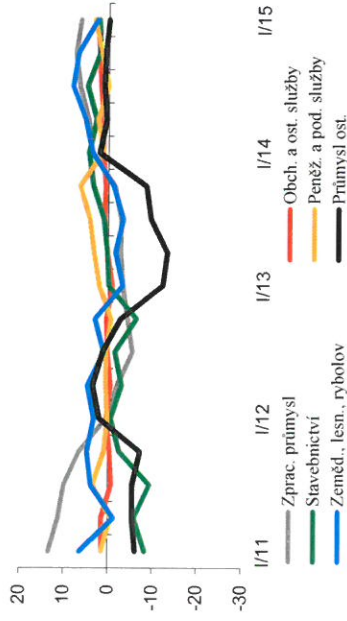
Růst HDP 5.SZ - 3.SZ, rozdíl příspěvků v p.b.



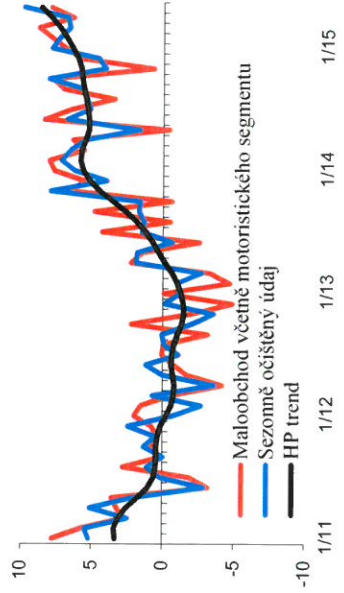
Příspěvky odvětví k mizr. růstu HPH, sez. oč.



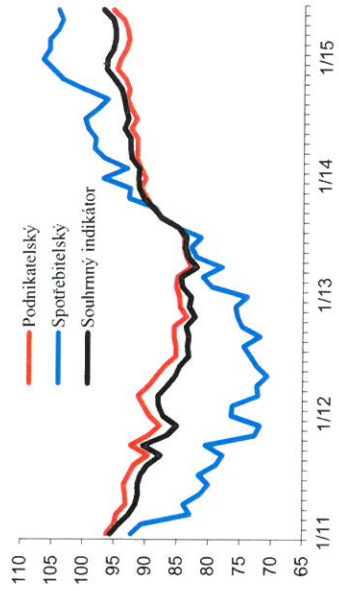
Růst HDP v odvětvích (sez. oč., mizr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c., mizr. v %)

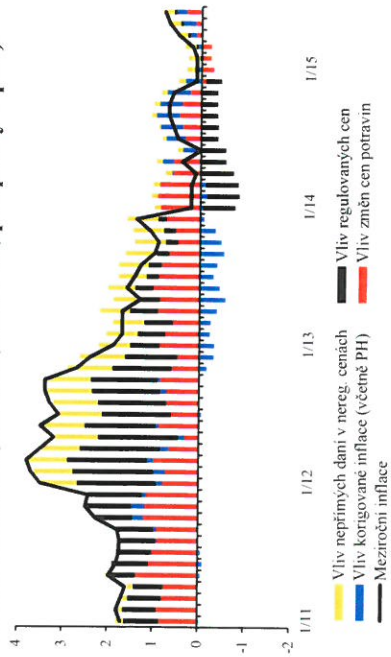


Indikátory důvěry (2005 = 100)

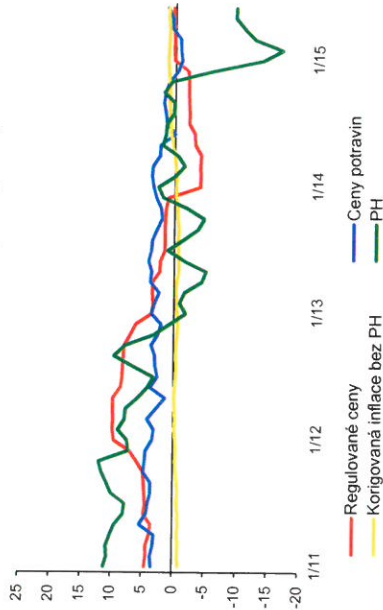


Inflace (1)

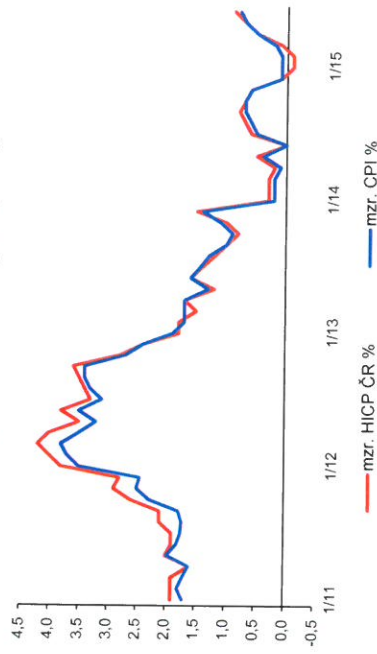
Růst spotřebitelských cen (mzr. v %, příspěvky v p.b.)



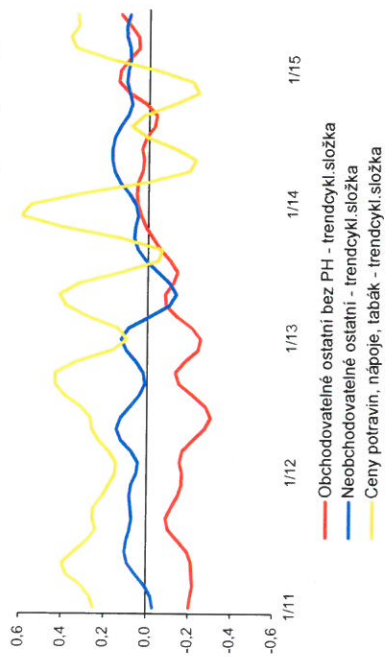
Vývoj složek inflace (mzr., v %)



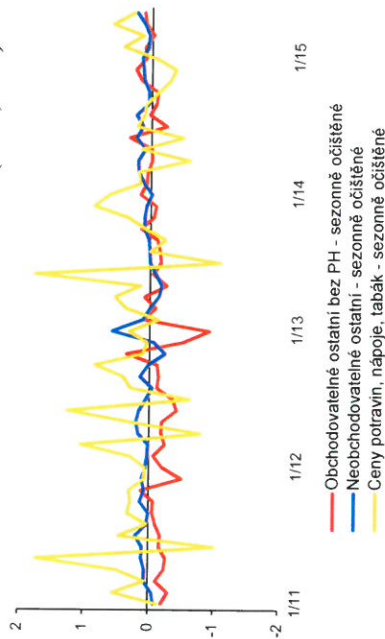
HICP a CPI v ČR (mzr., v %)



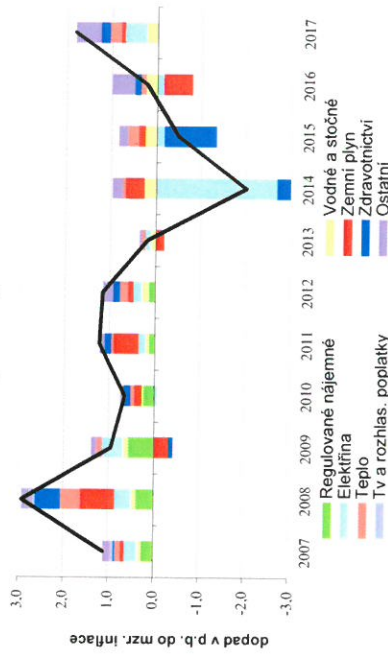
Trendové složky tržních částí inflace (mzr., v %)



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



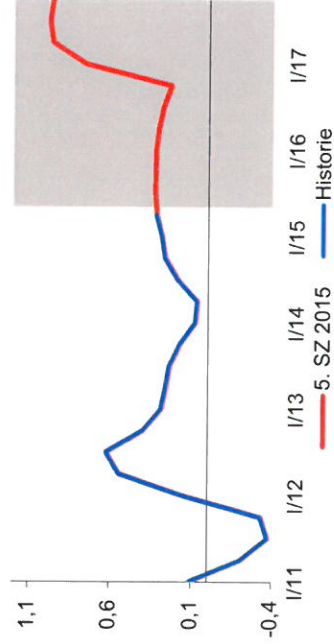
Struktura mzr. růstu regulovaných cen



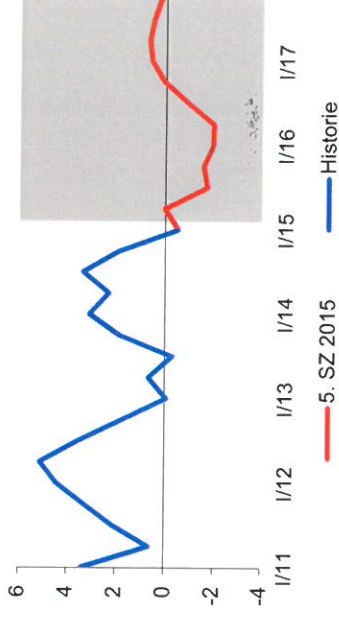
	Skutečnost		Průměrné mzr. růsty (příspěvky)												Predikce 5. SZ 2015					
	2013	2014	1.Q.15	2.Q.15	dub 15	kvěť 15	červen 15	srpen 15	září 15	3.Q.15	4.Q.15	1.Q.16	2.Q.16	3.Q.16	4.Q.16	1.Q.17	2.Q.17	3.Q.17	4.Q.17	
Index spotřebitelských cen	1,4	0,4	0,1	0,7	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	1,8	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Regulované ceny	2,2	-3,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5	0,1	-0,2	0,2	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9
<i>Prímární dopady změn daní v <u>REGUL.</u> cenách v p.b.</i>	0,13	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Prímární dopady změn daní v <u>NEREGUL.</u> cenách v p.b.</i>	0,67	0,13	0,23	0,25	0,26	0,25	0,25	0,25	0,14	0,14	0,14	0,13	0,16	0,23	0,23	0,14	0,08	0,08	0,08	0,08
CISTA INFLACE	0,5	0,9	-0,2	0,5	0,3	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	1,9	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	3,1	1,8	-0,9	0,7	0,4	0,5	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	2,3	1,6	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3
Korigovaná inflace bez PH	-0,5	0,5	1,1	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,5	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0
Ceny pohonných hmot - čisté	-2,1	0,2	-14,6	-10,1	-11,1	-9,6	-9,7	-11,2	-10,8	-11,1	-11,0	-9,1	5,3	1,9	2,8	4,3	3,7	3,0	1,9	0,1
Měnověpolitická inflace	0,6	0,2	-0,1	0,4	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	1,6	1,3	1,4	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0

Inflace (2)

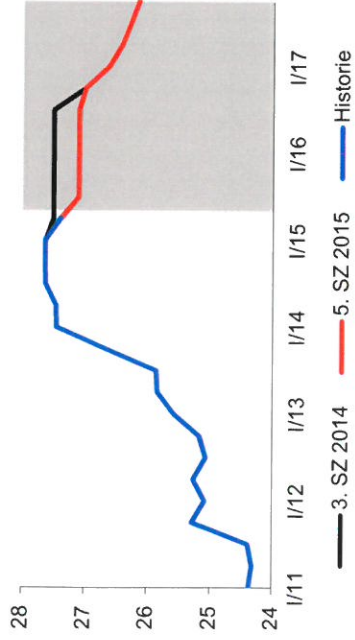
Úrokový diferenciál 3M domácích a zahraničních nominálních sazeb



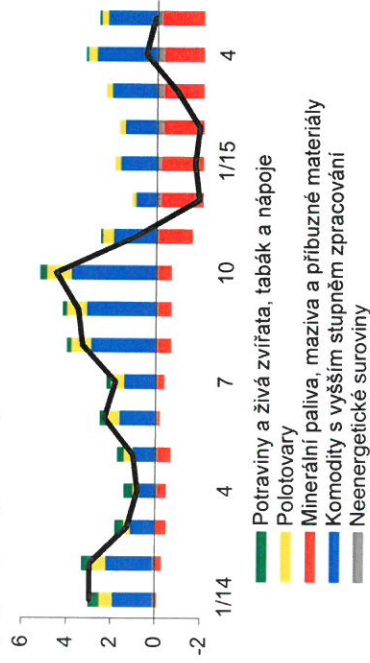
Deflátor dovozu (mzr. v %)



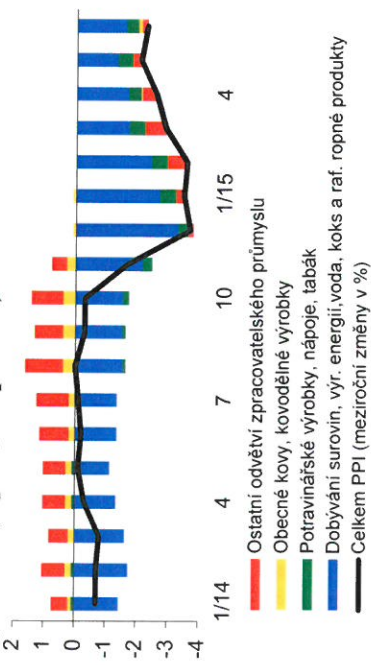
Nominální kurz CZK/EUR



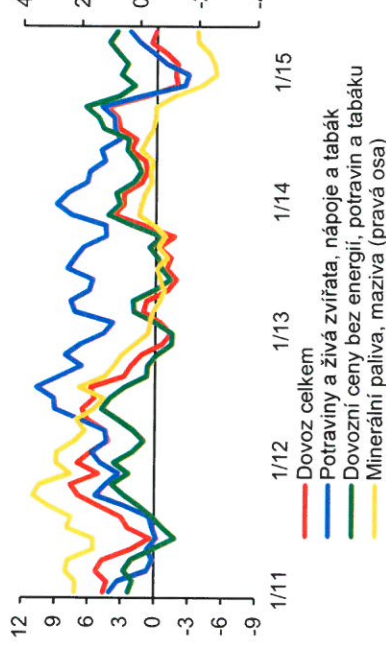
Struktura meziročního růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



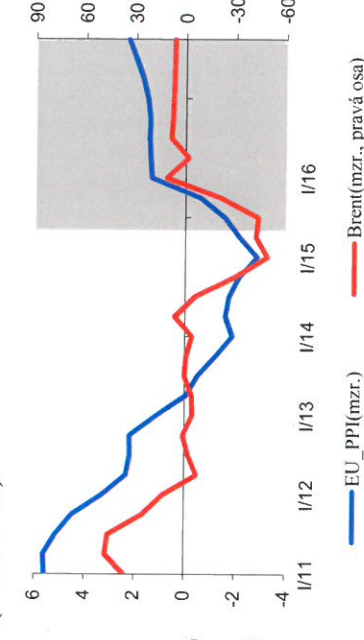
Struktura mzr. růstu cen průmyslových výrobků (v p.b., resp. v %)



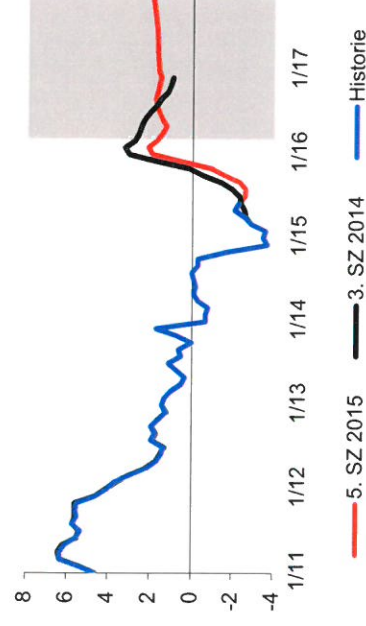
Mzr. růst dovozních cen (v %)



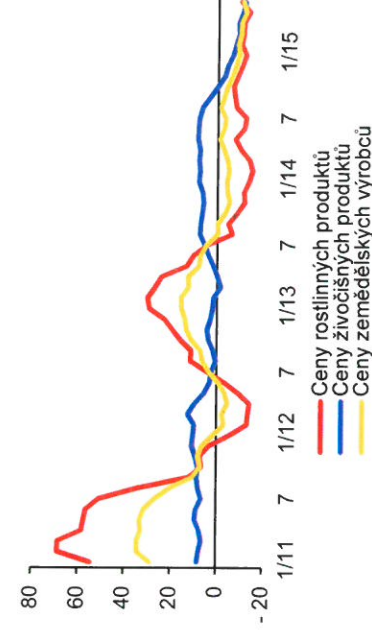
Determinanty dovozních cen (mzr. v %)



Predikce cen průmyslových výrobků (mzr. v %)

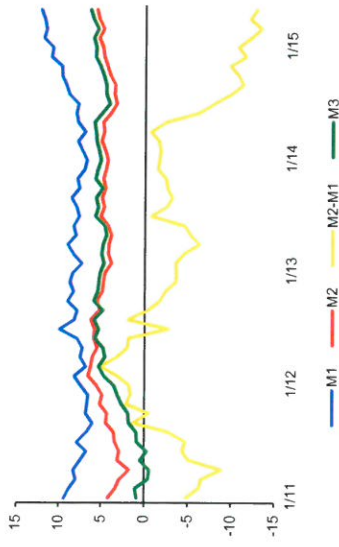


Mzr. růst cen zemědělských výrobků (v %)

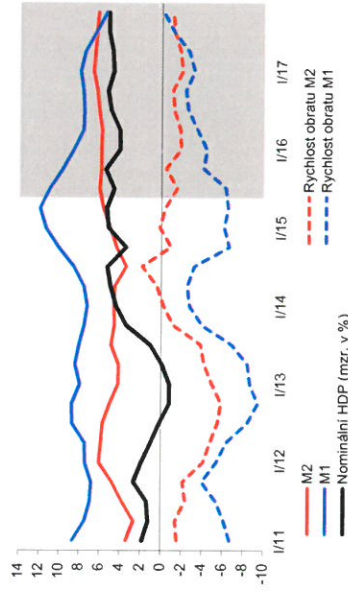


Peníze a úvěry (1)

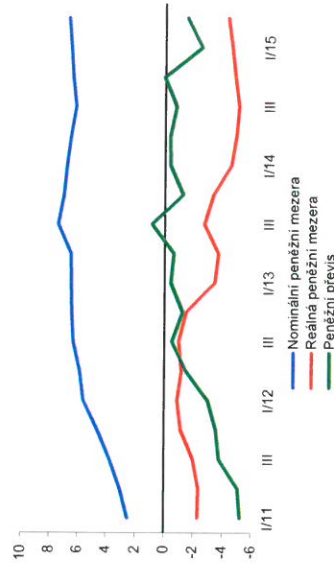
Peněžní agregáty
(roční míry růstu v %)



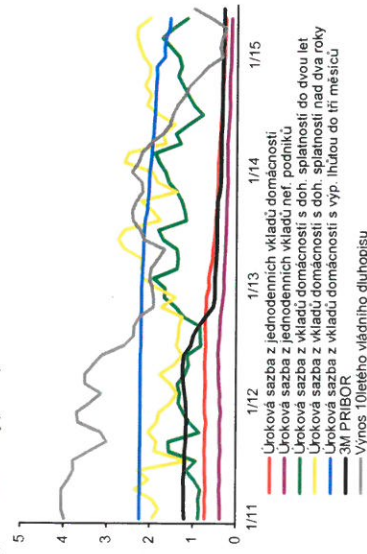
Peněžní vývoj a nominální HDP
(roční míry růstu v %, mizr. v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



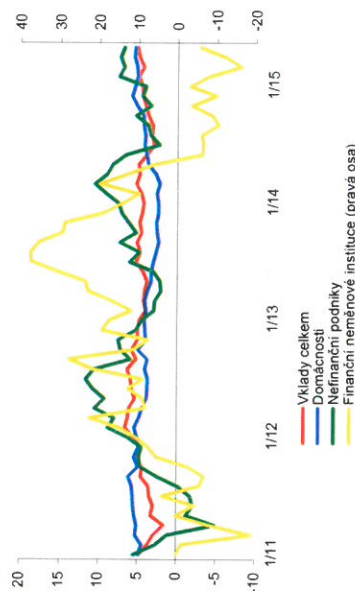
Peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera
(v %)



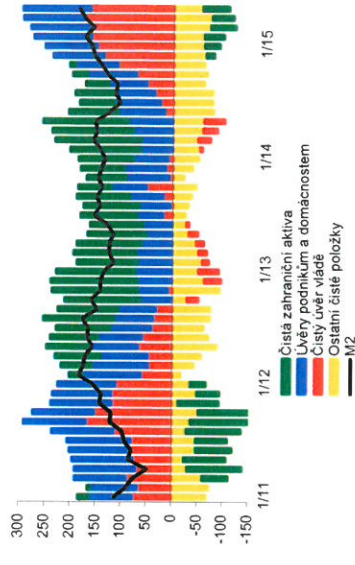
Výbrané úrokové sazby z vkladů domácností a podniků
(nové obchody, v %)



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



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



Struktura peněžních agregátů

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

	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	4/15	5/15	Podíly na M2 v % 5/15
M1	7,2	7,5	8,5	10,1	11,3	11,7	12,1	78,5
Oběživo	4,0	3,9	5,3	6,3	7,8	8,4	8,6	12,9
Jednodenní vklady	7,9	8,3	9,2	10,8	12,0	12,4	12,8	65,7
M2-M1 (kvazi peníze)	-1,7	-3,1	-9,7	-10,7	-12,1	-12,1	-12,8	21,5
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-6,4	-4,5	-12,3	-11,9	-12,1	-10,6	-11,9	12,3
nad 2 roky	-12,6	-9,1	-22,9	-21,1	-20,5	-17,9	-20,8	5,5
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	0,5	0,2	-1,1	-2,6	-3,9	-3,4	-3,4	6,8
nad 3 měsíce	0,8	-2,1	-4,5	-7,0	-8,2	-9,3	-11,3	8,8
Repo operace	-7,6	-3,6	-4,7	-5,1	-1,2	-1,1	-8,3	0,9
M2	91,2	15,9	-23,9	-28,2	-51,6	-60,0	-41,8	100,0
	4,6	4,5	3,4	4,4	5,0	5,3	5,6	

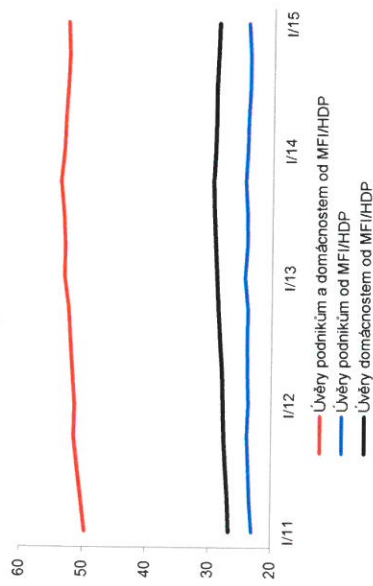
Struktura klientských úvěrů

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

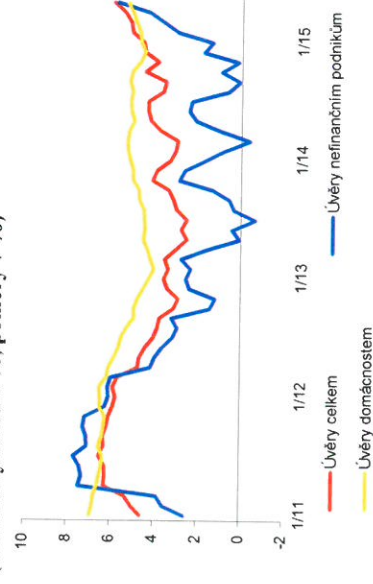
	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	4/15	5/15	Podíly na celkových úvěrech v % 5/15
Nefinanční podniky	0,7	1,8	1,0	0,9	2,6	4,3	5,8	39,4
Úvěry do 1 roku	-1,2	-1,8	1,2	0,0	0,5	3,1	5,4	11,7
Úvěry od 1 roku do 5 let	-2,3	1,8	-3,1	-5,9	1,0	4,2	4,6	7,0
Úvěry nad 5 let	2,9	4,1	2,4	4,1	4,5	5,0	6,4	20,7
Domácnosti	5,3	5,1	5,2	4,8	4,8	5,1	5,3	54,2
Spotřebitelské úvěry	2,7	2,4	2,3	1,9	1,6	1,5	1,7	8,3
Úvěry na bydlení	5,8	5,7	5,9	5,9	6,0	6,4	6,6	40,0
Ostatní	5,9	5,2	4,4	2,2	1,9	1,8	2,1	5,9
Finanční neměh. instituce	-0,1	10,5	10,9	23,3	22,8	16,7	12,7	6,4
Úvěry celkem	3,1	4,1	3,8	4,3	5,0	5,5	6,0	100,0

Peníze a úvěry (2)

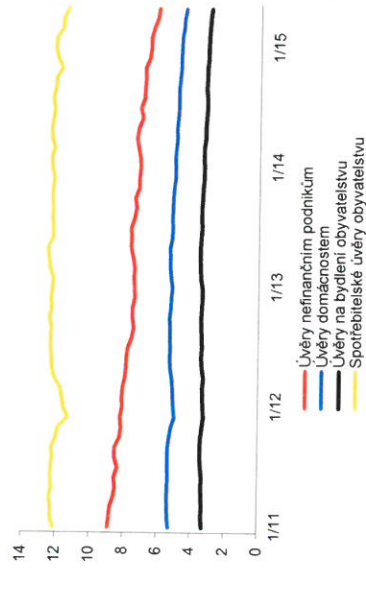
Poměry úvěrů podniků a domácností k HDP (stavy úvěrů od MFI, v %)



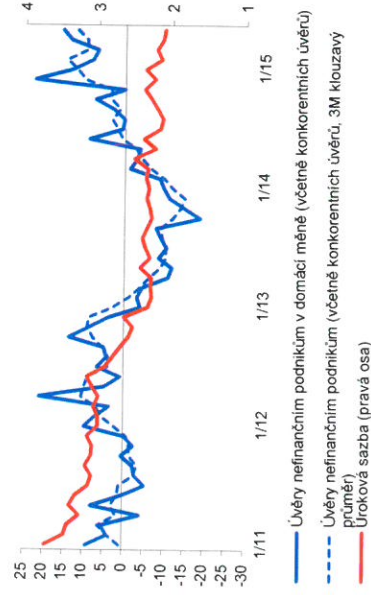
Úvěry podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %, poměry v %)



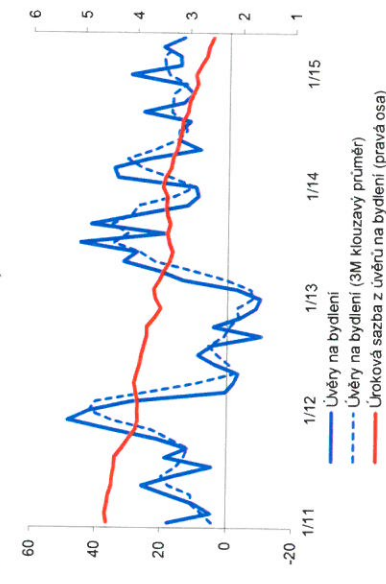
Úvěry v selhání podniků a domácností (podíly na celku v daném segmentu, v %)



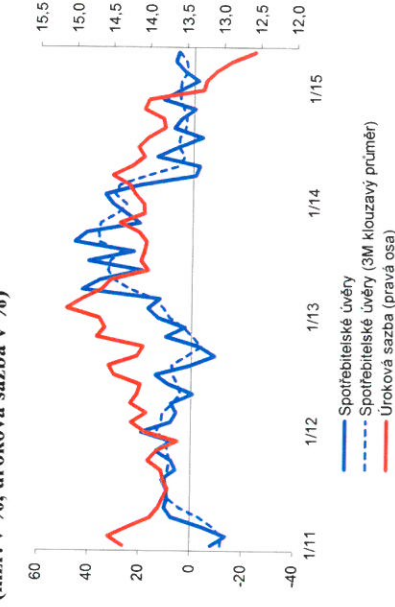
Nové korunové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)



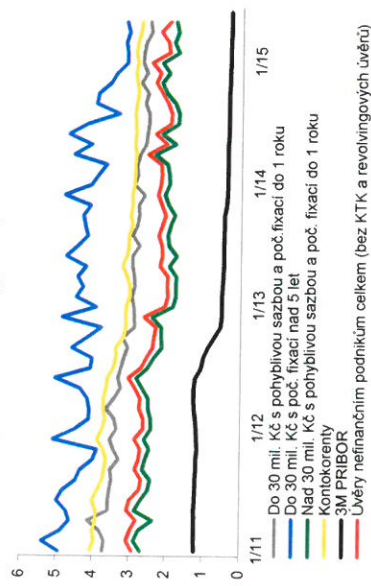
Nové úvěry na bydlení (mzr. v %, úroková sazba v %)



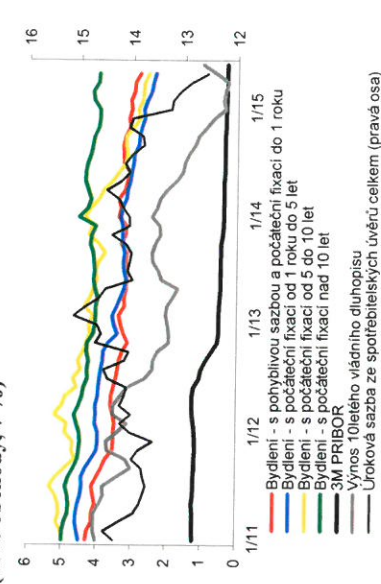
Nové spotřebitelské úvěry (mzr. v %, úroková sazba v %)



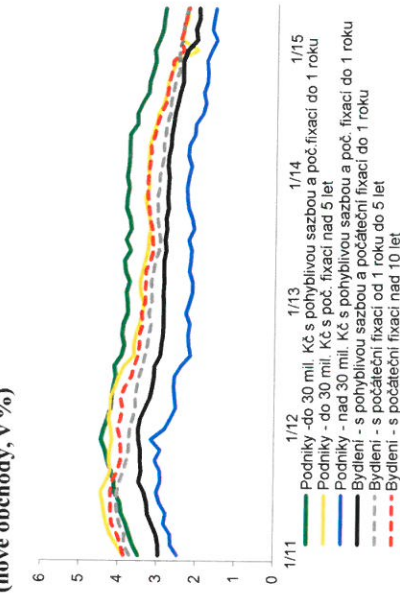
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (korunové úvěry, nové obchody, v %)



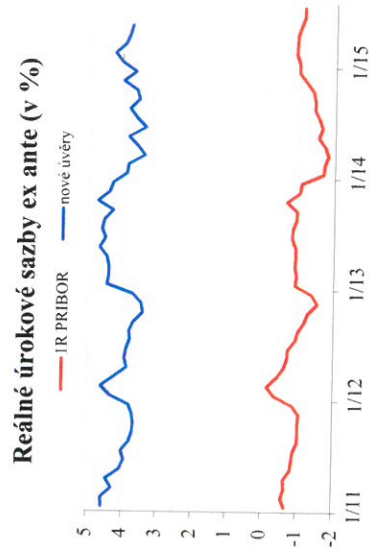
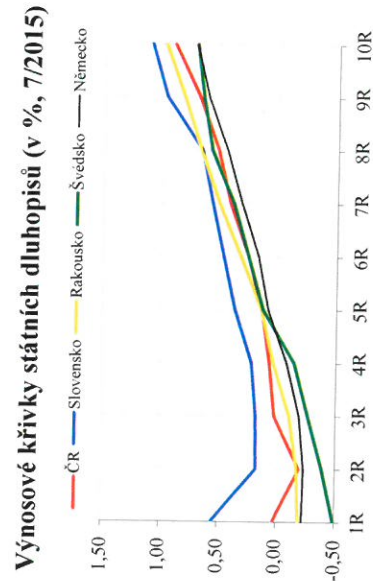
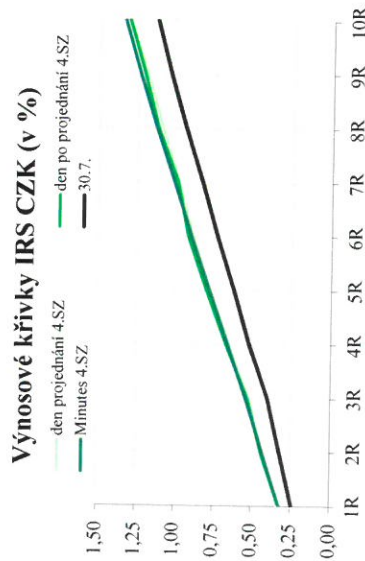
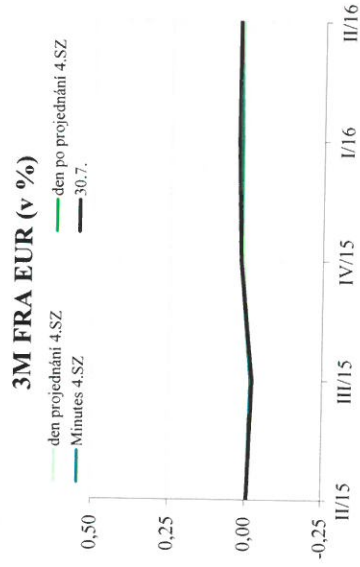
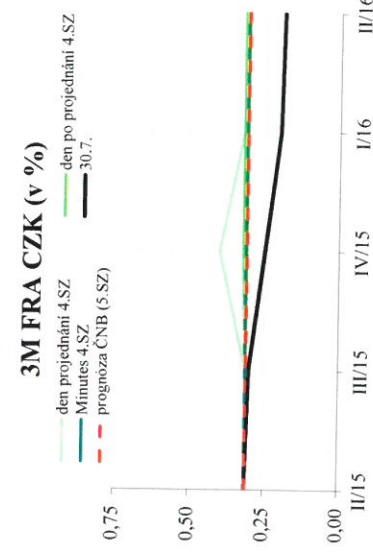
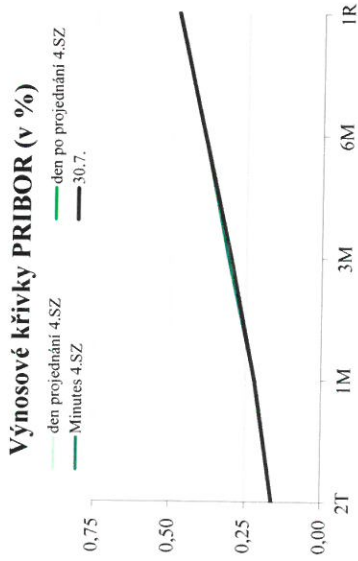
Úrokové sazby z úvěrů domácnostem (nové obchody, v %)



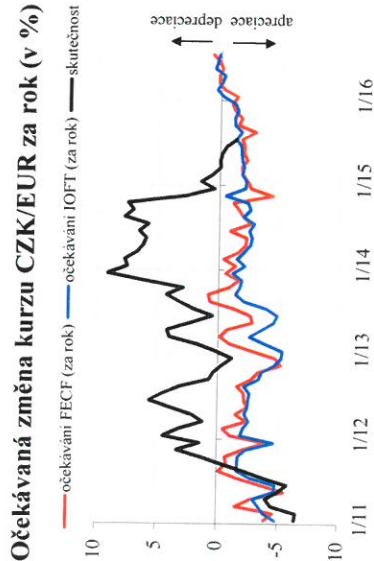
Vybrané klientenské úrokové sazby z úvěrů v eurozóně (nové obchody, v %)



Úrokové sazby a kurz



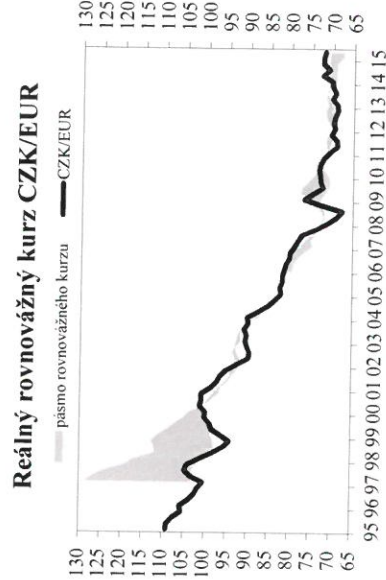
Poznámka: deflováno indexem spotřebitelských cen, který je očekávan účastníky fin. trhu



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



Poznámka: Rovnovážné pásmo dle modelu BEER a FEER.



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

Finanční pozice nefinančních podniků a domácností - Indexy měnových podmínek pro ČR a EA

Finanční indikátory podniků

Podniky celkem ^{a)}	Meziroční změny v %				Stav v mld. Kč
	II/14	III/14	IV/14	I/15	
Vlastní jmění (emitované účasti celkem)	0,1	1,7	0,6	0,3	3998,5
Úvěry	0,7	-0,4	0,2	3,3	2066,4
Dluhové cenné papíry	7,1	14,5	20,9	3,0	421,4
Kolované akcie	9,6	11,7	2,9	-0,1	459,8
Obchodní úvěry a zálohy	0,8	0,4	-1,6	1,0	1740,1
Finanční závazky celkem	1,1	1,1	1,8	1,1	9138,1
Finanční aktiva celkem	5,0	4,3	2,4	2,9	5969,9
Podniky celkem ^{a)}	Meziroční změny vp.b.				Indikátory v %
Pohotovostní likvidita ¹⁾	18,1	19,1	19,6	13,9	223,0
Solventnost ²⁾	3,3	2,6	0,9	1,3	116,2
Poměry tržního financování ³⁾	0,7	1,0	0,9	0,0	9,6

^{a)} propočet ČNB

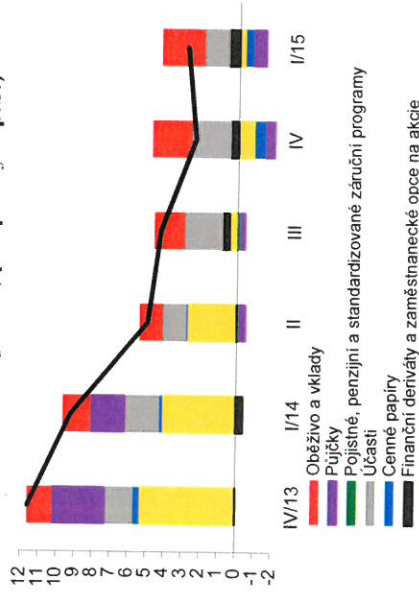
¹⁾ Oběživo + převoditelné vklady + krátk. dluhové cenné papíry + poskytnuté krátk. půjčky / krátk. emitované dluhové cenné papíry + přijaté krátk. půjčky

²⁾ Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti

³⁾ Emitované dluhopisy + emitované kolované akcie / celkové závazky

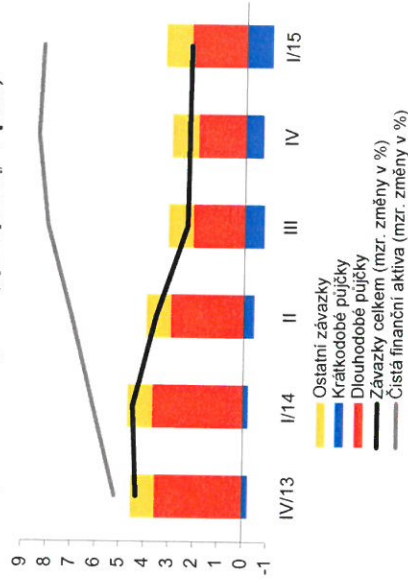
Struktura aktiv firem

(mzr. změny v %, příspěvky v p.b.)

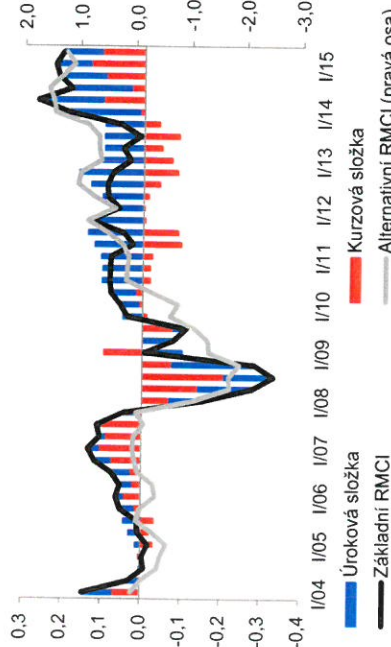


Struktura pasiv domácností

(mzr. změny v %, příspěvky v p.b.)

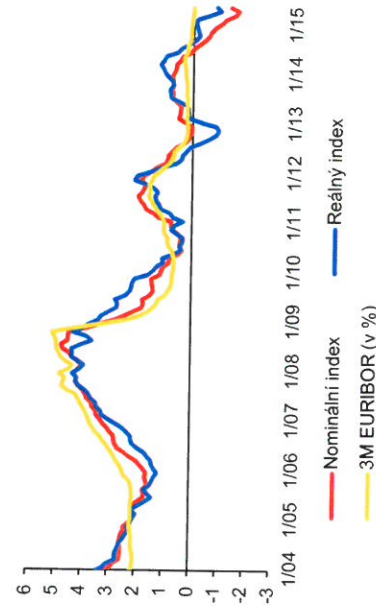


Index reálných měnových podmínek ČR



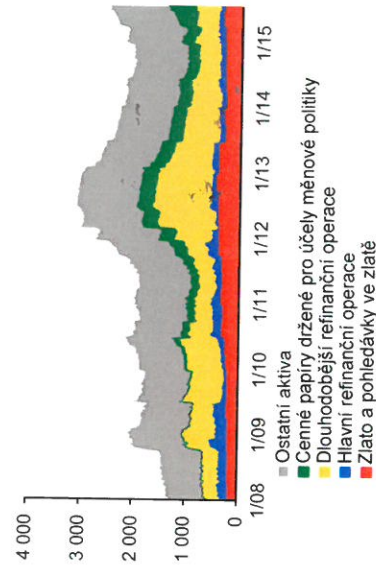
Poznámka: u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněním měnovým podmínkám, u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek, a naopak

Index reálných a nominálních podmínek EA



Poznámka: Růst hodnoty indexu odpovídá zpřísňování měnových podmínek, jeho pokles pak uvolňování. Bezrozměrné hodnoty indexů byly přizpůsobeny hodnotám sazby 3M EURIBOR, proto nulová hodnota indexů nemá žádnou interpretaci.

Hlavní položky strany aktiv konsolidované rozvahy Eurosystemu (mld. EUR)



Klíčové makroekonomické indikátory

												čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014				čtvrtletí roku 2015				čtvrtletí roku 2016				čtvrtletí roku 2017				
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA																																
Hrubý domácí produkt																																
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3958,1	4058,6	3867,8	3950,6	4028,6	3995,4	3974,1	4052,8	4206,6	4324,4	4444,5	984,6	989,6	992,8	1007,1	1005,8	1010,8	1015,8	1020,4	1046,3	1045,1	1053,8	1061,3	1067,6	1076,2	1084,8	1095,8	1100,9	1107,0	1114,1	1122,5
HDP	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	5,5	2,5	-4,7	2,1	2,0	-0,8	-0,5	2,0	3,8	2,8	2,8	-2,1	-1,2	-0,3	1,4	2,2	2,1	2,3	1,3	4,0	3,4	3,7	4,0	2,0	3,0	2,9	3,2	3,1	2,9	2,7	2,4
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,1	2,8	-0,6	0,9	0,3	-1,5	0,7	1,5	3,5	2,8	2,9	-0,2	0,4	1,1	1,5	1,1	1,3	1,5	2,0	2,9	3,4	3,8	3,6	3,0	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	3,3
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	0,4	1,1	3,0	0,4	-3,0	-1,8	2,3	1,8	2,2	2,0	1,9	1,1	1,4	3,4	3,5	1,4	2,5	0,6	2,7	2,5	2,2	2,8	1,3	2,0	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Tvorba hrubého kapitálu	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	14,3	0,9	-17,8	4,2	1,9	-3,9	-5,1	4,4	7,3	3,7	3,6	-6,9	-12,0	-1,8	0,7	1,7	10,7	5,7	0,1	10,1	3,4	5,3	10,8	3,3	5,8	5,0	0,8	3,8	3,6	3,5	3,6
Vývoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	11,0	3,8	-9,5	14,4	9,3	4,5	0,0	8,9	9,1	9,2	6,7	-5,0	-0,1	0,2	5,1	11,7	8,7	7,8	7,5	7,7	8,2	10,3	10,2	8,4	9,8	9,3	9,4	8,2	7,1	6,3	5,2
Dovoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	12,8	2,8	-10,7	14,5	6,7	2,8	0,1	9,9	10,1	9,9	7,2	-4,8	-2,2	1,7	5,7	11,3	11,7	8,3	8,3	8,9	8,2	11,2	12,0	10,0	11,0	10,2	8,4	8,3	7,5	6,9	6,2
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	60,3	86,9	108,1	121,8	198,4	251,0	250,4	245,6	237,0	236,5	233,6	58,8	71,6	60,3	59,6	68,2	57,7	61,5	58,2	64,6	61,8	60,9	49,6	57,2	57,7	58,9	62,8	60,8	58,8	57,5	56,5
Koincidenční ukazatele																																
Průmyslová produkce	% , meziročně, reálné	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-0,1	5,0	-	-	-	-5,9	-2,8	3,7	5,0	6,9	6,0	4,0	3,2	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stavební produkce	% , meziročně, reálné	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	-	-	-	-11,2	-11,7	-3,9	-3,1	13,3	5,6	2,9	0,7	6,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	% , meziročně, reálné	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,5	-	-	-	-2,7	0,4	2,9	3,8	7,0	4,7	5,7	4,7	7,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CENY																																
Hlavní cenové ukazatele																																
Míra inflace	% , konec období	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	-	-	-	2,8	2,3	1,8	1,4	1,0	0,7	0,5	0,4	0,3	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spotřebitelské ceny	% , meziročně, průměr	2,5	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,6	1,7	2,1	1,8	1,5	1,2	1,1	0,2	0,2	0,6	0,5	0,1	0,7	0,7	1,0	1,8	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1
Regulované ceny (18,70 %)*	% , meziročně, průměr	4,9	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	-0,1	0,0	2,0	3,5	2,6	1,5	1,3	-4,1	-3,5	-2,2	-2,1	0,2	0,3	-0,3	-0,5	0,1	-0,2	-0,1	0,2	2,0	2,1	2,0	1,9
Čistá inflace (81,30 %)*	% , meziročně, průměr	1,5	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,5	0,9	0,5	1,8	2,0	0,6	0,6	0,5	0,3	1,0	0,7	1,0	0,8	-0,2	0,5	0,6	1,2	1,9	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)	% , meziročně, průměr	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,9	2,9	3,1	1,8	0,8	2,0	2,2	3,0	3,8	3,3	2,4	3,5	1,5	1,5	0,7	-0,9	0,7	1,3	2,1	2,3	1,6	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,32 %)*	% , meziročně, průměr	0,5	2,0	0,0	-1,2	-0,7	-0,3	-0,5	0,5	1,2	1,6	1,9	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	0,4	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	% , meziročně, průměr	-0,1	4,3	-11,1	12,8	9,9	6,0	-2,1	0,2	-11,2	3,6	2,2	-1,5	-3,8	-1,4	-1,7	0,3	1,0	0,5	-1,2	-14,6	-10,1	-11,0	-9,1	5,3	1,9	2,8	4,3	3,7	3,0	1,9	0,1
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	% , meziročně, průměr	1,9	4,3	0,9	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	0,1	1,5	2,0	0,9	0,8	0,4	0,3	0,1	0,0	0,5	0,3	-0,1	0,4	0,5	0,9	1,6	1,3	1,4	1,6	2,0	2,0	2,0	2,0
Deflátor HDP	% , meziročně, sez. očištěno	3,5	2,0	2,6	-1,4	-0,2	1,4	1,4	2,5	1,3	1,7	2,1	1,3	1,1	1,3	1,9	2,2	2,8	2,9	2,1	1,1	1,9	0,8	1,4	2,0	1,1	2,0	1,9	1,5	1,9	2,4	2,7
Dílčí cenové ukazatele																																
Ceny průmyslových výrobců	% , meziročně, průměr	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-2,2	1,7	1,8	1,2	0,5	0,7	0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-1,9	-3,3	-2,3	-2,5	-0,6	1,9	1,4	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9
Ceny zemědělských výrobců	% , meziročně, průměr	16,5	9,3	-24,9	7,1	22,1	3,3	5,0	4,7	-6,5	1,5	3,0	14,5	9,3	1,5	-4,3	-4,4	-2,1	-2,3	-6,0	-9,3	-10,9	-5,1	1,4	-0,1	1,8	2,3	2,4	2,6	3,1	3,3	3,2
Ceny stavebních prací	% , meziročně, průměr	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	-	-	-	-1,0	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cena ropy Brent	% , meziročně, průměr	9,9	35,4	-36,5	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-40,5	6,2	5,9	-4,6	-4,3	0,3	-0,7	-4,2	6,2	-5,7	-29,5	-48,9	-42,1	-43,5	-20,8	11,4	-1,7	8,7	7,9	7,5	7,2	7,0	6,8
TRH PRÁCE																																
Průměrná měsíční mzda	% , meziročně, nominálně	7,2	7,8	3,3	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,3	2,8	4,3	4,4	-0,6	1,0	1,2	-2,0	3,2	2,1	1,6	2,2	2,2	2,5	3,1	3,4	4,0	4,4	4,4	4,4	4,3	4,4	4,4	4,4
Průměrná měsíční mzda	% , meziročně, reálné	4,3	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,5	1,9	2,1	2,6	2,3	-2,4	-0,5	0,0	-3,1	3,0	1,9	1,0	1,7	2,1	1,7	2,4	2,3	2,3	2,8	2,7	2,6	2,2	2,2	2,3	2,3
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	% , meziročně	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	1,7	0,5	0,6	2,0	2,4	0,9	1,3	0,4	-0,2	1,0	1,2	2,2	2,0	1,6	1,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5
Nominální jednotkové mzdové náklady	% , meziročně	2,6	4,7	3,0	-1,7	0,3	3,5	1,0	0,0	0,6	2,2	2,5	2,8	2,3	1,1	-2,1	-0,1	-0,2	-1,3	1,4	-0,7	1,1	1,2	0,7	2,6	1,9	2,2	2,1	2,4	2,5	2,5	2,6
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	% , meziročně	3,4	-1,7	3,3	-6,2	0,7	5,5	4,9	-1,9	-	-	-	6,0	6,1	4,1	3,4	-0,9	-1,4	-3,6	-1,9	-0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	% , meziročně	3,4	0,5	-3,1	3,4	2,2	-1,3	-0,8	1,4	2,8	2,2	2,2	-3,1	-1,9	0,4	1,1	1,6	2,1	2,0	0,0	2,9	2,2	2,8	3,5	1,8	2,3	2,2	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	% , průměr, věk 15-64	5,4	4,4	6,7	7,4	6,8	7,0	7,1	6,2	5,8	5,2	4,8	7,5	6,8	7,0	6,8	6,9	6,1	6,0	5,8	6,1	5,7	5,7	5,6	5,7	5,1	5,1	5,0	5,2	4,7	4,8	4,7
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	% , průměr	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	6,5	5,9	5,5	8,0	7,5	7,5	7,8	8,5	7,6	7,4	7,2	7,5	6,4	6,1	6,1	6,6	5,8	5,5	5,6	6,1	5,4	5,2	5,4
VEŘEJNÉ FINANCE																																
Deficit veřejných financí (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-26,6	-84,6	-216,2	-174,5	-108,9	-157,9	-47,2	-84,6	-71,8	-46,3	-47,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deficit veřejných financí / HDP**	% , nominálně	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-2,0	-1,6	-1,0	-1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Veřejný dluh (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	1065,5	1150,7	1335,7	1508,5	1604,0	1803,6	1839,7	1816,1	1814,0	1873,0	1936,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Veřejný dluh / HDP**	% , nominálně	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,6	45,0	42,6	40,6	40,0	39,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VNĚJŠÍ VZTAHY																																
Běžný účet platební bilance																																
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	10,4	-4,4	65,0	40,4	75,5	123,8	167,0	238,9	265,0	290,0	315,0	48,4	59,7	31,7	27,3	77,4	68,2	51,7	41,6	78,9	79,0	58,0	49,1	85,0	85,0	66,0	54,0	92,0	91,0	72,0	60,0
Obchodní bilance / HDP	% , nominálně	0,3	-0,1	1,7	1,0	1,9	3,1	4,1	5,6	5,9	6,2	6,4	5,1	5,9	3,1	2,5	7,9	6,4	4,7	3,7	7,6	7,0	5,1	4,2	7,9	7,3	5,5	4,3	8,2	7,4	5,7	4,6
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	88,1	89,3	81,9	78,5	81,3	77,6	70,4	55,9	55,0	50,0	50,0	21,7	18,2	14,5	16,0	20,4	15,2	12,2	8,1	17,8	16,0	11,0	10,2	17,0	13,0	10,0	10,0	17,0	13,0	10,0	10,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-164,5	-75,3	-89,2	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	26,1	50,0	50,0	35,0	16,5	-4,0	-29,1	-5,2	83,6	-29,2	-33,3	5,0	91,5	-13,0	-35,0	6,5	97,0	-17,0	-39,0	9,0	89,0	-16,0	-43,0	5,0
Běžný účet platební bilance / HDP	% , nominálně	-4,3	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	1,1	1,1	0,7	1,8	-0,4	-2,8	-0,																