

V Praze dne 29. ledna 2016
Čj.: 2016/007778/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2016)

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

1. situační zpráva o hospodářském
a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci
I/2016)

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

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

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

Předkládací

zpráva

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2016)

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.

Za text 1. situační zprávy je z evidenčních důvodů vložen box Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit, který využívá box se stejným názvem z 8. situační zprávy pro účely publikace ve Zprávě o inflaci I/2016.

Stručné srovnání nové prognózy se 7. situační zprávou (Zprávou o inflaci IV/2015) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání se 7. SZ 2015 (mzr. v %)

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

N á v r h
r o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky k materiálu

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2016)

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 5. 2. 2016 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 pí Janou Báčovou, ředitelkou sekce kancelář, zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 5. 2. 2016
- ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 9. 2. 2016 do 13.00 hodin.

OBSAH

I	SHRNUTÍ	1
II	PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY a RIZIKA	4
II.1	Vnější předpoklady prognózy	4
II.2	Prognóza	6
	<i>BOX 1 Údaje o veřejných zakázkách jako předstihový indikátor vládních investic</i>	14
II.3	Srovnání s minulou prognózou	19
II.4	Alternativy a citlivostní analýzy	22
II.4.1	Citlivostní scénář ceny ropy (dolní varianta)	22
II.4.2	Citlivostní scénář ceny ropy (horní varianta)	23
II.5	Prognózy ostatních subjektů	23
III	SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	26
III.1	Inflace	26
III.1.1	Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	26
III.1.2	Současný vývoj inflace	28
III.2	Dovozní ceny a ceny výrobců	31
III.2.1	Dovozní ceny	31
III.2.2	Ceny výrobců	32
III.3	Poptávka a nabídka	36
III.3.1	Domácí poptávka	36
III.3.2	Čistá zahraniční poptávka	38
III.3.3	Nabídka	39
III.3.4	Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	41
III.4	Trh práce	42
III.4.1	Zaměstnanost a nezaměstnanost	42
III.4.2	Mzdy a produktivita	44
III.5	Finanční a měnový vývoj	46
III.5.1	Peníze	46
	<i>BOX 2 Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje</i>	47
III.5.2	Úvěry	48
III.5.3	Úrokové sazby	51
III.5.4	Měnový kurz	54
III.5.5	Ekonomické výsledky nefinančních podniků	55
III.5.6	Finanční pozice podniků a domácností	57
III.5.7	Vývoj na trhu nemovitostí	58
	<i>BOX 3 Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit</i>	68
III.6	Platební Bilance	59
III.6.1	Běžný účet	59
III.6.2	Kapitálový účet	60
III.6.3	Finanční účet	60
III.7	Vnější prostředí	62
III.7.1	Eurozóna	62
III.7.2	Spojené státy	64
III.7.3	Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	65
III.7.4	Cena ropy a dalších komodit	66
	<i>BOX 3 Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit</i>	68
	SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	72
	SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	72
	SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	72
	POUŽITÉ ZKRATKY	73
	SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	74
	GLOSÁŘ POJMŮ	76

I SHRNU TÍ

Česká ekonomika pokračovala ve druhé polovině loňského roku v rychlém růstu, který byl podporován uvolněnými měnovými podmínkami, výrazným zvýšením vládních investic, růstem zahraniční poptávky a nízkými cenami ropy. V návaznosti na to se nadále zlepšovala situace na trhu práce. Celková i měnověpolitická inflace se snížily k nule, a nadále se tak nacházely výrazně pod cílem ČNB. Letos dynamika HDP i přes další snížení cen ropy ztlačí, neboť se projeví propad vládních investic financovaných z evropských fondů. V příštím roce hospodářský růst opět lehce zrychlí. Rostoucí ekonomická aktivita a v letošním roce zrychlující dynamika mezd budou na celém horizontu prognózy nadále působit na zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Aktuálně výrazně protiinflační působení dovozních cen se zmírní. Celková i měnověpolitická inflace se zvýší a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle, poté se budou nacházet lehce nad ním. 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 tržních úrokových sazeb a posílení kurzu koruny.

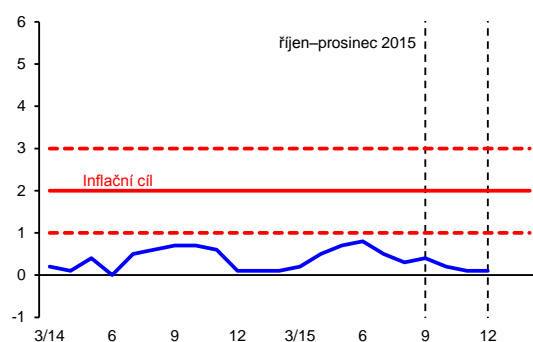
Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně vzrostla o 4,7 % s přispěním všech složek domácí poptávky. Také v mezičtvrtletním vyjádření růst HDP pokračoval, a to poměrně výrazným tempem. Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 prognóza předpokládá další urychlení meziročního růstu HDP nad 5 %.

Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 snížily k nule, a nadále se tak nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf I.1). Snížení inflace bylo výsledkem zastavení meziročního růstu cen potravin a prohloubení poklesu cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se naopak lehce zvýšila, když vliv zrychlujícího růstu domácí ekonomiky a mezd převážil nad pokračujícím výrazným poklesem zahraničních cen výrobců.

Růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně se bude na celém horizontu prognózy nadále nacházet poblíž 2 %. Vývoj výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně zůstává velmi utlumený. V důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy, očekávaného dalšího lehkého oslabení kurzu eura vůči dolaru a stabilního růstu ekonomiky eurozóny se však výrobní i spotřebitelské ceny budou postupně zvyšovat. K tomu přispěje i uvolněná měnová politika ECB, která se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. Ten se až do konce roku 2017 pohybuje v záporných hodnotách. U ceny ropy Brent se po snížení na přelomu let 2015 a 2016 předpokládá její jen pozvolný nárůst.

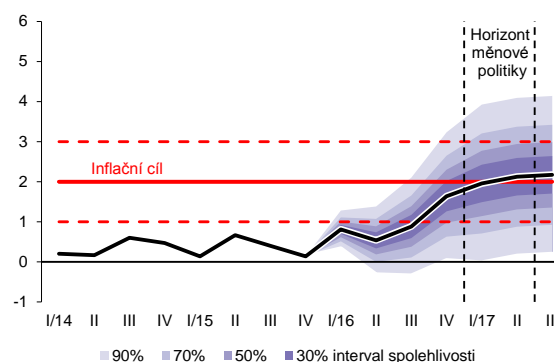
Graf I.1 Plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 snížila k nule, a nadále se tak nacházela výrazně pod cílem ČNB (meziročně v %)



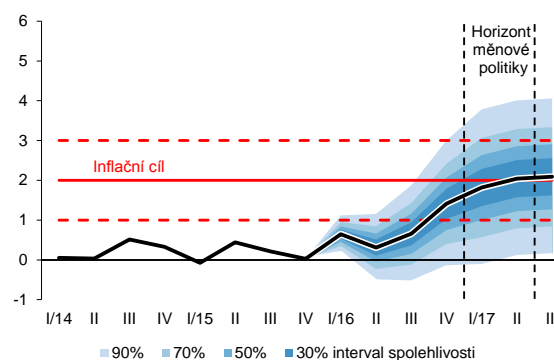
Graf I.2 Prognóza celkové inflace

Celková inflace se zvýší, na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle, a poté se bude pohybovat lehce nad ním (meziročně v %)



Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace

Měnověpolitická inflace na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle (meziročně v %)



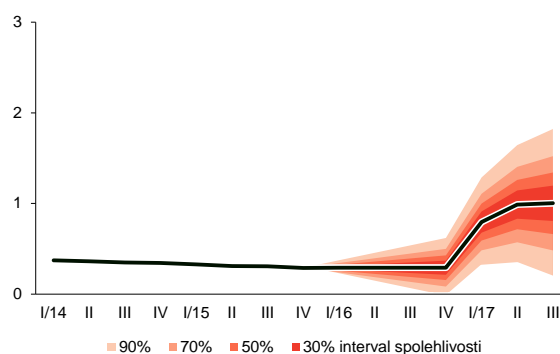
Podle **prognózy** se **celková i měnověpolitická inflace** zvýší, na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle, a poté se budou nacházet lehce nad ním (Graf I.2 a Graf I.3). Celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen se v letošním roce obnoví. V domácí ekonomice náklady na celém horizontu prognózy dále porostou vlivem letošního zrychlení dynamiky mezd a rostoucí ceny kapitálu v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity. Zároveň postupně odezní aktuálně silně protiinflační působení dovozních cen vyvolané poklesem cen průmyslových výrobců v eurozóně a propadem světových cen ropy. To povede k dalšímu postupnému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot. Ceny potravin obnoví svůj růst v souvislosti s vývojem cen světových zemědělských komodit a odezněním jednorázových vlivů z loňského roku. Regulované ceny setrvávají až do konce letošního roku v lehkém meziročním poklesu, poté mírně porostou. Aktuálně hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot se v roce 2016 zmírní, od počátku příštího roku již ceny pohonných hmot porostou v návaznosti na vývoj světových cen ropy a benzínu.

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 tržních úrokových sazeb (Graf I.4). Prognóza předpokládá používání **kurzu** jako nástroje měnové politiky se závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do konce roku 2016. Na počátku roku 2017 dojde k dosažení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál, minimálně do března 2017 pokračující kvantitativní uvolňování ECB a obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak v příštím roce dle prognózy posílí ([až na 25,7 CZK/EUR ke konci roku 2017](#); Graf SZ I.1).

Dosud vysoký **růst české ekonomiky** v letošním roce zpomalí na 2,7 %, a to vlivem dočasného snížení hrubé tvorby kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic financovaných z evropských fondů. Ekonomiku však nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb. Příznivě k ekonomickému vývoji přispívají i další pokles ceny ropy a zvyšující se zahraniční poptávka. V příštím roce růst ekonomiky zrychlí na 3 % s kladnými příspěvky všech složek domácí poptávky (Graf I.5). Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat pokračujícím

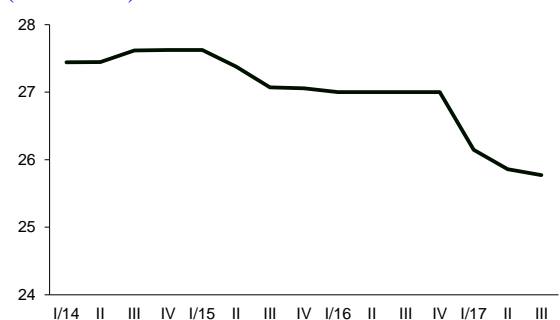
Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb

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 %)



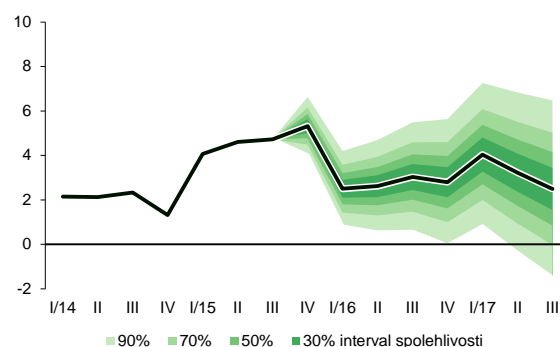
Graf SZ I.1 Prognóza měnového kurzu

Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, po opuštění kurzového závazku koruna posílí (CZK/EUR)



Graf I.5 Prognóza růstu HDP

Dynamika HDP letos ztlačí zvládní především vlivem propadu vládních investic financovaných z evropských fondů (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



OMEZENÝ PŘÍSTUP

zvyšováním zaměstnanosti, i když oproti loňskému roku pomalejším tempem. To povede k dalšímu, byť pozvolnějšimu, poklesu nezaměstnanosti. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se letos dále znatelně zvýší a bude předstihovat růst mezd v nepodnikatelské sféře.

Na svém **měnověpolitickém zasedání 4. února 2016** bankovní rada rozhodla... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Růst zahraniční ekonomické aktivity v letošním roce dále mírně zrychlí a na celém horizontu prognózy se bude pohybovat okolo 2 %. Výrazný pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu utlumeného vývoje cen průmyslových výrobců, které se k meziročnímu růstu vrátí až v závěru letošního roku. Spotřebitelská inflace se z velmi nízkých hodnot bude postupně zvyšovat, v celém horizontu však nedosáhne 2 %. Na utlumený cenový vývoj reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky, které se promítá do tržního výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR; ten se až do konce roku 2017 nachází v záporných hodnotách. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl v letošním roce dále lehce oslabit. Výhled ceny ropy Brent zohledňuje její další výrazné snížení na přelomu minulého a letošního roku, na horizontu prognózy se očekává její pozvolný nárůst.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce mírné zrychlení tempa ekonomického růstu na 2,1 %, což je o 0,2 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2015 (Graf II.1.1).¹ To je podpořeno především nízkou cenou ropy a více uvolněnými měnovými podmínkami. V příštím roce se očekává růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně o 2 %. Ve srovnání s minulou prognózou se výhledy nemění. Rizikem ve směru nižšího růstu zůstává zpomalující poptávka v rozvíjejících se zemích, zejména v Číně (viz BOX 3 v kapitole III.7). Opačným směrem mohou naopak působit další pokles ceny ropy a pokračování uvolňování měnové politiky ECB.

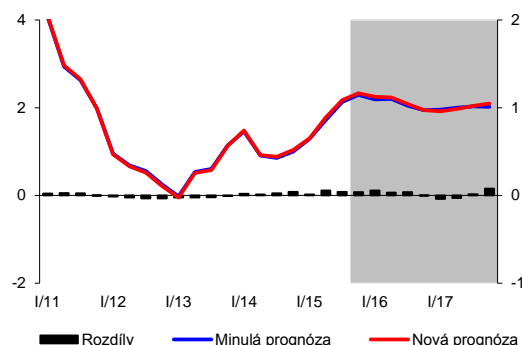
Výrazný pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu **efektivního ukazatele průmyslových výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2). Návrat jeho dynamiky do kladných hodnot je předpokládán až v závěru letošního roku, přičemž v průměru za celý rok se výrobní ceny sníží o 0,4 %.² V roce 2017 by se v návaznosti na odeznění poklesu ceny ropy při pokračujícím ekonomickém růstu měly výrobní ceny v průměru zvýšit o 1,9 %. V porovnání s minulou prognózou se výhled pro letošní rok posouvá výrazně níže.

¹ Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z lednového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 11. lednu 2016. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

² Pro rok 2016 se jedná o expertní snížení oproti výhledu CF v rozsahu 1,2 procentního bodu, neboť analytici v rámci lednového CF předpokládají výrazně vyšší ceny ropy oproti aktuálním tržním výhledům (viz níže) a naplnění jejich prognózy by vyžadovalo nepravděpodobně rychlý růst výrobních cen na začátku roku 2016.

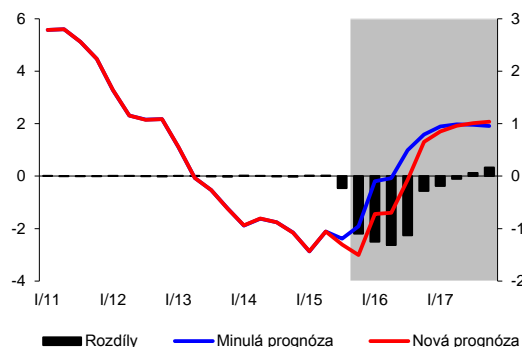
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny

Růst zahraniční ekonomické aktivity se na celém predikčním horizontu bude pohybovat poblíž 2 % (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



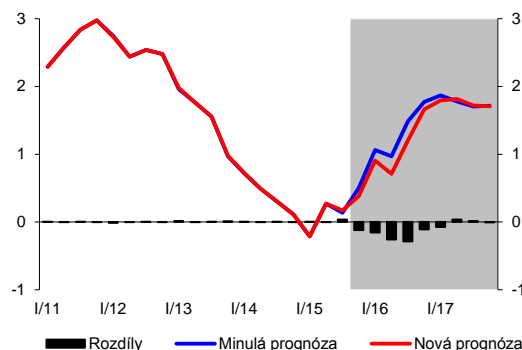
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny

Pokles cen průmyslových výrobců by měl odeznít až na konci letošního roku, v roce 2017 se jejich růst ustálí okolo 2 % (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny

Aktuálně velmi nízká spotřebitelská inflace se zvýší, na celém horizontu prognózy však nedosáhne 2 % (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



V očekávané trajektorii **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** se odrážejí především klesající ceny energií pro domácnosti a nízké ceny potravin. V průměru se předpokládá zrychlení inflace na 1,1 % v letošním a 1,8 % v příštím roce (Graf II.1.3). K tomu přispěje uvolněná měnová politika ECB, odeznění vlivu nízkých cen energií a stabilní růst ekonomiky. I tak se ale výhled inflace v letošním roce posouvá oproti minulé prognóze níže.

Nízká hladina tržních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží pokračující utlumený cenový vývoj v eurozóně a tomu odpovídající kroky ECB, která 3. prosince oznámila další uvolnění své měnové politiky (viz kapitola III.7). Na celém horizontu prognózy by se tak tržní úrokové sazby měly pohybovat v záporných hodnotách (Graf II.1.4).³ Oproti minulé prognóze to znamená posun na nižší hodnoty. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je přibližně v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci lednového CF, kteří v horizontu 3–12 měsíců předpokládají stagnaci sazby 3M EURIBOR na aktuální hladině -0,1 %. Většina z nich zároveň očekává stabilitu základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,05 % minimálně do konce letošního roku.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá v letošním roce jeho další lehké oslabení v průměru na 1,07 USD/EUR. Stejnou průměrnou hodnotu by měl kurz mít i v roce 2017 (Graf II.1.5). Oproti minulé predikci se jedná o posun směrem ke slabšímu euru v souvislosti s dalším uvolněním měnové politiky ECB, když americký Fed naopak na svém prosincovém měnovém zasedání poprvé po deseti letech zvýšil svou měnověpolitickou úrokovou sazbu.

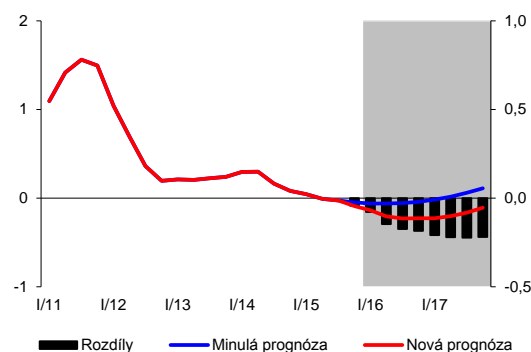
Výhled **cen ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů zohledňuje její další výrazný pokles na přelomu minulého a letošního roku. Nízká cena odráží zejména vysokou nabídku ropy na trhu. Navíc po zrušení embarga na dovoz ropy z Íránu se očekává další růst těžby zemí OPEC. Nejistotu představuje také poptávka po ropě v důsledku zpomalujícího tempa růstu čínské ekonomiky a dalších rozvíjejících se zemí. Z výchozí hodnoty kolem 32 USD/barel se na horizontu prognózy předpokládá pozvolný nárůst na přibližně 45 USD/barel na konci roku 2017, což je oproti minulé prognóze zhruba o třetinu níže (Graf II.1.6).⁴ Analytici oslovení v rámci lednového CF předpokládají v horizontu 12 měsíců cenu ropy Brent okolo 50 USD/barel, tj. oproti tržním výhledům o 10 USD/barel výše.

³ Prodloužení rozšířeného programu nákupu aktiv ze strany ECB minimálně do března 2017 bylo v prognóze expertně zohledněno prostřednictvím stínových úrokových sazeb (viz Globální ekonomický výhled, říjen 2015), které se oproti výhledu sazeb 3M EURIBOR nacházejí ve více záporných hodnotách, a to počátkem příštího roku v rozsahu až 1 procentního bodu.

⁴ Rizika vývoje cen ropy popisují citlivostní scénáře v kapitole II.4.

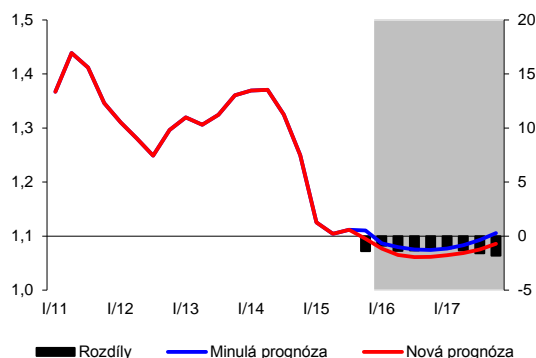
Graf II.1.4 3M EURIBOR

Utlumený cenový vývoj a další uvolnění měnové politiky ECB se promítají do nízkého výhledu tržních úrokových sazeb v eurozóně (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



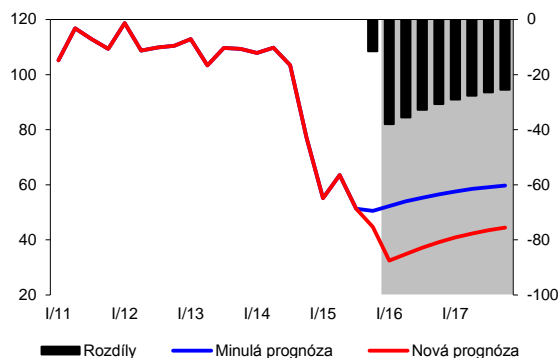
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl v letošním roce dále lehce oslabit (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.1.6 Cena ropy Brent

Po dalším výrazném poklesu ceny ropy Brent počátkem roku 2016 se na horizontu prognózy očekává její pozvolný nárůst (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 snížily k nule, a nadále se tak nacházely výrazně pod cílem, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. V dalším období se však zvýší a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle; od poloviny roku 2017 se pak budou pohybovat lehce nad ním. Domácí ekonomika bude prostřednictvím zrychlujících mezd a zvyšujících se ceny kapitálu nadále přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň bude postupně odezívat aktuálně výrazně protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně i světových cen komodit. Dosud rychlý růst HDP letos ztlačí zpomalí, a to vlivem poklesu hrubé tvorby kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic v důsledku jen pozvolného náběhu čerpání prostředků z evropských fondů v novém programovém období. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky i pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy. Příznivý vývoj ekonomiky se 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 a posílení kurzu koruny.

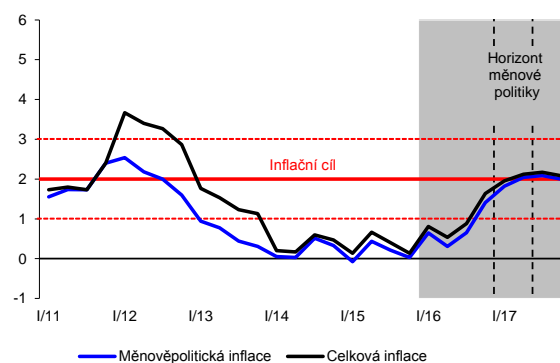
Meziroční **celková inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zpomalila v průměru na 0,1 %. Na počátku letošního roku ale ztlačí a dosáhne 0,8 %. Přispěje k tomu obnovený růst cen potravin a zmírnění meziročního poklesu cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se přitom dále zvýší vlivem nákladových tlaků z domácí ekonomiky. Stejným směrem bude působit rovněž odezívaní aktuálně silně protiinflačního působení dovozních cen, odrážejícího dosavadní pokles cen průmyslových výrobců v eurozóně i propad cen energetických komodit na světových trzích. Regulované ceny po nepatrném poklesu v letošním roce mírně porostou až v roce 2017. Na horizontu měnové politiky se celková inflace dostane k 2% cíli, až do konce roku 2017 se pak bude pohybovat lehce nad ním (Graf II.2.1).

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nulové hodnoty. Nadále se tak nacházela výrazně pod 2% cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Na prognóze se měnověpolitická inflace bude vyvíjet podobně jako celková inflace, avšak vzhledem k mírně kladným příspěvkům změn nepřímých daní bude oproti ní mírně nižší (Graf II.2.1). Od poloviny příštího roku se tak bude nacházet poblíž 2% cíle.

Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové meziroční inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2015 činil 0,1 procentního bodu. Odrazilo se v něm harmonizační zvýšení spotřební daně z cigaret z konce roku 2014, v opačném směru působilo zavedení druhé

Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Celková i měnověpolitická inflace vzrostou a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle (meziročně v %)



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.

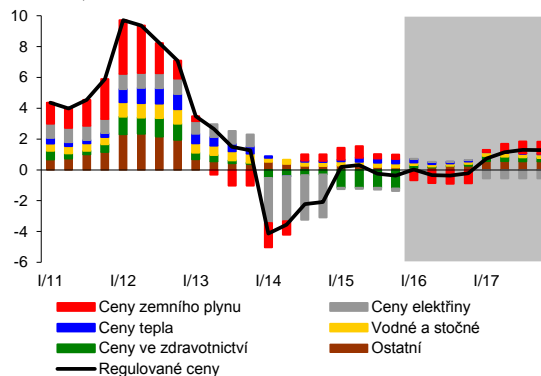
Regulované ceny pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v mírném meziročním poklesu (Graf II.2.2). Ten byl důsledkem zrušení velké části regulačních poplatků ve zdravotnictví a poklesu cen elektrické energie z počátku roku 2015. Naopak směrem k růstu regulovaných cen působilo loňské zvýšení cen plynu, vodného a stočného. Prognóza očekává pokračování mírného poklesu regulovaných cen i v letošním roce (-0,2 %) zejména kvůli snížení cen zemního plynu pro domácnosti (-4,7 %). Pokles cen plynu je dán ohlášeným snižováním cen jejich komoditní složky, které je jen částečně kompenzováno zvýšením regulovaných poplatků ze strany ERÚ. V případě elektrické energie pro domácnosti bude snížení ceny silové energie plně vyváжено zvýšením regulované části ceny. V roce 2017 prognóza očekává růst regulovaných cen ve výši 1,1 %. To bude důsledkem obnoveného zvyšování cen zemního plynu a pokračujících kladných příspěvků většiny ostatních položek. Výjimkou budou ceny elektřiny, u níž tržní výhledy silové energie naznačují pokles, i když ten bude zčásti tlumen dalším růstem regulovaných poplatků (Tab. II.2.1).

Meziroční **čistá inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále zpomalila v průměru na 0,1 % (Graf II.2.3). K tomu přispělo zastavení růstu cen potravin a prohloubení meziročního propadu cen pohonných hmot. V letošním roce se bude čistá inflace zvyšovat vlivem pokračujícího růstu domácí ekonomiky a silících nákladových tlaků z trhu práce. Zároveň se bude postupně zmírňovat doposud silně protiinflační působení dovozních cen odrážející přetrvávající pokles výrobních cen v eurozóně, v němž se promítá meziroční propad cen ropy a dalších průmyslových komodit. V roce 2017 se čistá inflace bude pohybovat mírně nad 2 % v návaznosti na inflační tlaky z domácí ekonomiky, a to i přes obnovení mírně protiinflačního působení dovozních cen po předpokládaném opuštění závazku ČNB.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně zrychlila a v průměru dosáhla 1,3 %. V jejím rámci zrychlil jak růst cen neobchodovatelných statků, tak i obchodovatelných statků, a to i přes výrazně protiinflační působení dovozních cen. Robustně rostoucí domácí ekonomická aktivita odrážející se i na trhu práce naznačuje pokračování růstu cen neobchodovatelných i obchodovatelných statků, do kterých se začne promítat rovněž odezdnívání poklesu zahraničních cen. Do konce letošního roku tak korigovaná inflace bez pohonných hmot zrychlí na 1,7 % (Graf II.2.3). V roce 2017 pak sice bude na ceny obchodovatelných statků působit posílení kurzu koruny po předpokládaném opuštění

Graf II.2.2 Regulované ceny

Regulované ceny budou klesat až do konce letošního roku, svůj růst pak obnoví s odezdním záporného příspěvku cen zemního plynu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Tab. II.2.1 Prognóza administrativních vlivů

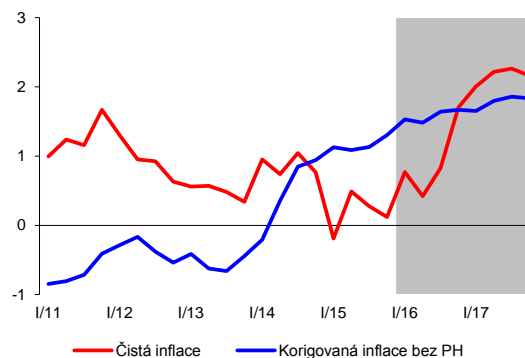
Regulované ceny se k mírnému růstu vrátí až v roce 2017, kdy poroste většina jejich položek (průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2015		2016		2017	
	skutečnost		prognóza		prognóza	
Regulované ceny ^{a)}	-0,0	-0,01	-0,2	-0,04	1,1	0,19
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	-0,4	-0,02	0,0	0,00	-2,0	-0,09
ceny zemního plynu	3,1	0,09	-4,7	-0,14	3,3	0,10
ceny tepla	1,9	0,04	1,1	0,02	0,2	0,00
vodné a stočné	3,4	0,03	2,0	0,02	3,0	0,03
regulované ceny ve zdravotnictví	-17,0	-0,20	1,3	0,02	3,9	0,05
Primární dopady změn nepř. daní v neregulovaných cenách		0,21		0,21		0,10

^{a)} včetně dopadu změn nepřímých daní

Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH

Ukazatele tržní i jádrové inflace se budou zvyšovat zejména v důsledku zrychlujícího růstu mezd a odezdní protiinflačních zahraničních vlivů (meziročně v %)



kurzového závazku ČNB, avšak korigovaná inflace se i přesto vlivem působení proinflačních tlaků z domácí ekonomiky dále mírně zvýší a přiblíží se 2% úrovni.

Růst **cen potravin** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v průměru zastavil. To bylo důsledkem dlouhodobého útlumu cen zemědělských výrobců, který se projevil se zpožděním v maloobchodních cenách. Ve směru nižšího cenového růstu v loňském roce působilo i embargo na dovoz vybraných potravin do Ruska, které vyvolalo přebytky na evropském trhu, a dále rušení mléčných kvót v rámci EU. V letošním roce se však růst cen potravin obnoví (Graf II.2.4), což je signalizováno již lednovými předstihovými indikátory. Přispěje k tomu sílící růst cen agrárních komodit ve světě, resp. odeznění efektu silně nadprůměrné úrody z předchozích dvou let, vyprcháání výše uvedených jednorázových vlivů a částečně i nárůst proinflačních tlaků z domácí ekonomiky. V roce 2017 dynamika cen potravin dále zrychlí a bude se pohybovat kolem 3 %.

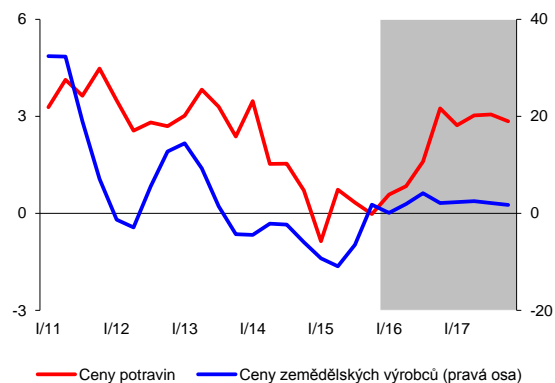
Ceny pohonných hmot ve čtvrtém čtvrtletí 2015 prohloubily svůj meziroční propad (v průměru na -16,6 %) vlivem dalšího poklesu světových cen ropy a benzínu (Graf II.2.5). Dle dostupných indikátorů⁵ bude jejich pokles na začátku letošního roku pokračovat, zmírní se však zhruba na -10 %, když odezní vliv propadu cen pohonných hmot z přelomu let 2014–2015. Na podobných úrovních pak jejich meziroční pokles setrvá po většinu roku 2016. Od začátku roku 2017 se v návaznosti na předpokládaný růst světových cen ropy a benzínu obnoví také růst domácích cen pohonných hmot a od druhého čtvrtletí příštího roku se bude držet kolem 5 %.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce letošního roku. 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 tržních úrokových sazeb (Graf II.2.6).

Kurz koruny vůči euru ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dosáhl v průměru 27,1 CZK/EUR. V dalších čtvrtletích pak predikce předpokládá jeho setrvání na hranici kurzového závazku ČNB (27 CZK/EUR), v jehož těsné blízkosti se kurz pohybuje v posledních měsících (Graf SZ II.2.1). Prognóza přitom předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Na počátku roku 2017 dojde k dosažení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl

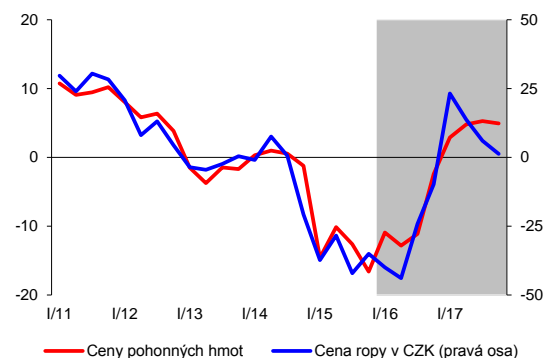
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců

Ceny potravin obnoví svůj růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových vlivů (meziroční změny v %)



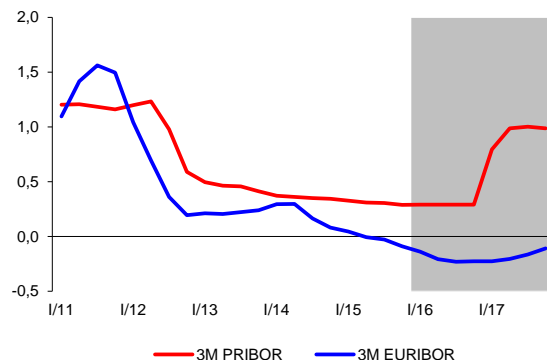
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy

Pokles cen pohonných hmot odezní na začátku 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 %)



⁵ Data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál,⁶ minimálně do března 2017 pokračující kvantitativní uvolňování ECB a obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak v příštím roce dle prognózy posílí (až na 25,7 CZK/EUR ke konci roku 2017).⁷ Při výhledu mírně 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 posilovat vlivem zhodnocování koruny vůči euru a jeho souběžného lehkého posilování vůči dolaru.

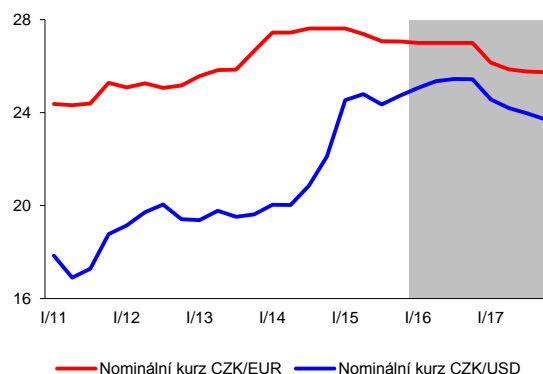
Nominální mezní náklady v sektoru spotřebních statků ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zhruba stagnovaly – podobně jako v průběhu celého minulého roku (Graf II.2.7). To odráželo nadále klesající dovozní ceny, vyplývající z deflačního vývoje cen průmyslových výrobců v eurozóně, do kterých se výrazně promítá propad světových cen ropy. Proti tomu působí rostoucí ceny mezispotřeby v důsledku nákladových tlaků z domácí ekonomiky, zejména pak zvyšující se mzdy v podnikatelské sféře. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), na vývoj inflace se postupně zvyšuje. Do konce roku 2016 celkové nákladové tlaky na zvyšování spotřebitelských cen rychle zesílí a dočasně přesáhnou 2 %. Projeví se tak zrychlující dynamika mezd a pokračující zvyšování domácí i zahraniční poptávky. Obnovení růstu zahraničních výrobních cen v letošním roce povede zároveň k postupnému zmírňování aktuálně silně protiinflačního vlivu dovozních cen. V příštím roce, tj. po předpokládaném opuštění kurzového závazku, budou dovozní ceny opět působit mírně protiinflačně, a to i v podmínkách pokračujícího růstu výrobních cen v eurozóně.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nadále rostly tempem nad 2 %. K tomu přispěl především vývoj nominálních mezd v podnikatelské sféře

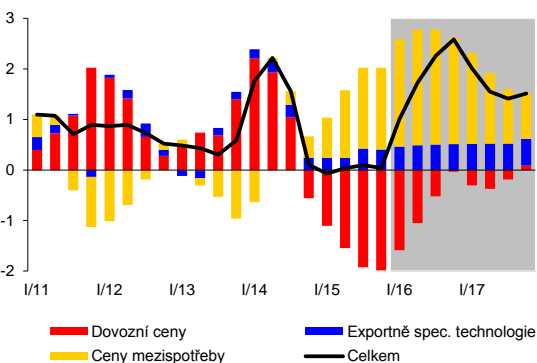
⁶ Prognóza však standardně přikládá zahraničním úrokovým sazbám za horizontem nejbližších šesti čtvrtletí jen částečnou váhu, když přihlíží i k modelovým mechanismům, které zajišťují postupný návrat těchto sazeb k jejich ustálenému stavu.

⁷ Prognóza ovšem nebere do úvahy, že posílení kurzu koruny může být tlumeno masivním zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců ještě před opuštěním kurzového závazku ČNB, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů po ukončení jejího závazku.

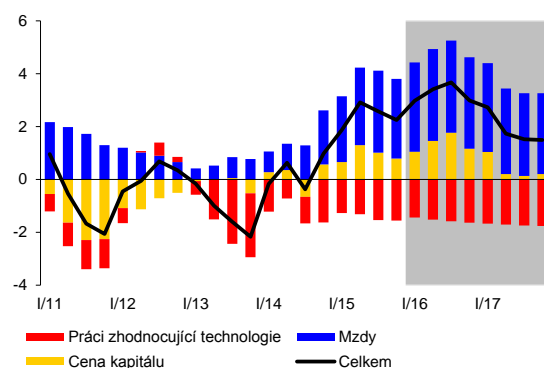
Graf SZ II.2.1 Prognóza měnového kurzu
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, po opuštění kurzového závazku koruna posílí (CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru
Výrazné zrychlení růstu nákladů v letošním roce bude odrážet rostoucí domácí ekonomiku a mzdy i odeznívání záporných příspěvků dovozních cen (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



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)



předstihující tempo zvyšování produktivity práce. Kladný příspěvek do vývoje mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která odráží robustní růst investiční i celkové ekonomické aktivity (Graf II.2.8). Dynamika domácích nominálních nákladů se udrží nad 2 % i v celém letošním roce, což bude odrážet postupně zesilující růst mezd a nadále rostoucí cenu kapitálu v prostředí silné domácí poptávky. Pokračující růst produktivity práce bude naopak zvyšování nákladů tlumit. V příštím roce růst nominálních mezních nákladů v sektoru mezispotřeby zvolní, když při stabilním mzdovém nárůstu bude protisměrně působit rostoucí práci zhodnocující technologie. Zároveň s posílením kurzu koruny po opuštění závazku ČNB téměř vyprchá kladný příspěvek ceny kapitálu.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se během minulého roku postupně uzavírala, na jeho konci však zůstala v lehce záporných hodnotách. Její uzavírání bylo výsledkem snižování nákladů v dovozním sektoru, které převažovalo nad pozorovaným nízkým růstem tržních cen. Současně byla dynamika nominálních mezd zčásti kompenzována zlepšením produktivity práce. V průběhu letošního roku se mezera marží opět otevře do více záporných hodnot, když růst nákladů (plynoucí především ze zvyšování mezd a odeznívání výrazně protiinflačního působení dovozních cen) bude dočasně převažovat nad cenovým růstem. Avšak na počátku roku 2017 nastane obrat a mezera marží se na jeho konci uzavře v souvislosti s obnoveným mírným posilováním kurzu při čisté inflaci mírně nad 2 % (Graf II.2.9).

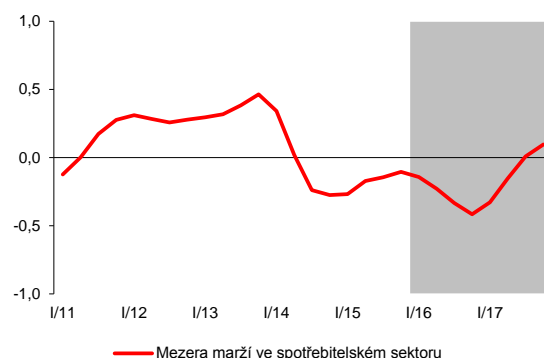
Národohospodářská **produktivita práce** pokračovala ve třetím čtvrtletí 2015 v meziročním růstu okolo 3 %. Výrazné zrychlení ekonomiky tažené vyšší investiční aktivitou spojenou s dočerpáváním fondů EU vedlo ve čtvrtém čtvrtletí 2015 ke zrychlení meziroční dynamiky produktivity práce až nad 4% úroveň. Odeznění jednorázových faktorů z minulého roku se projeví i ve zpomalení tempa růstu produktivity v letošním roce, a to na průměrnou hodnotu mírně pod 2 %. Mírně vyšší dynamika ekonomické aktivity spolu s dalším zpomalením přírůstků zaměstnanosti pak povede v roce 2017 ke zrychlení růstu produktivity práce v průměru na 2,6 %.

Odhadované tempo růstu implikované agregátní **technologie** ve druhé polovině roku 2015 mírně přesáhlo 3 %. V průběhu letošního roku se zvýší na zhruba 3,5 %, kde setrvá i v roce 2017. To odráží robustní růst ekonomiky a pozitivní dopad předchozí investiční aktivity do celkové produktivity. Práci zhodnocující technologie v minulém roce výrazně zrychlila, což je v souladu s růstem národohospodářské produktivity práce. V letošním a příštím roce mírně zpomalí a zůstane okolo rovnovážných hodnot na úrovni 3 % (Graf SZ II.2.2).

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** se ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně zvýšila (po sezonním očištění) o 4 %.

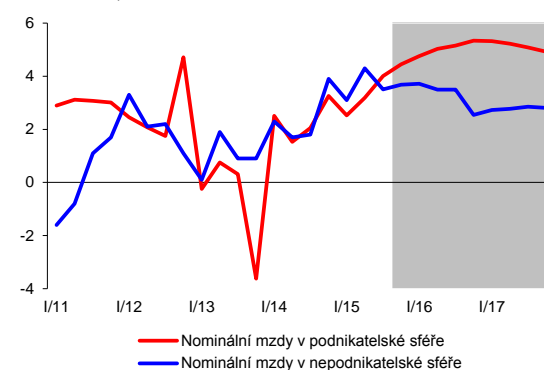
Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru

Mezera marží se dočasně prohloubí do více záporných hodnot, poté se během roku 2017 uzavře (v %)



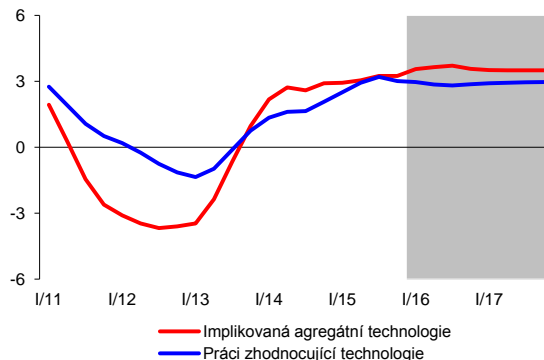
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda

Růst mezd v podnikatelské sféře letos zrychlí, v nepodnikatelské sféře naopak zvolní (meziroční změny v %, podnikatelská sféra –sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



Graf SZ II.2.2 Technologie

Růst technologií bude pokračovat zhruba stabilním tempem poblíž rovnovážných hodnot (meziroční změny v %)



Pro čtvrté čtvrtletí prognóza očekává její další zrychlení, a to na 4,4 %. Dynamika průměrné mzdy se bude v průběhu letošního roku dále zvyšovat (Graf II.2.10) v návaznosti na pokračující růst domácí ekonomické aktivity, klesající nezaměstnanost a postupný návrat inflace k cíli. Přispěje k tomu i další nárůst minimální mzdy.⁸ V průměru za celý rok 2015 se dle prognózy průměrná mzda v podnikatelské sféře zvýšila o 3,5 %, v letošním roce její růst zrychlí na 5,1 % a na této hodnotě setrvá i v roce 2017.

Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně zpomalil na 3,5 % (Graf II.2.10). Koncem roku byl mzdový vývoj ovlivněn zvýšením mezd státních zaměstnanců, v souhrnu za celý rok 2015 tak mzdy v nepodnikatelské sféře vzrostly o 3,6 %. Na počátku roku 2016 se do vývoje mezd promítne zvýšení platů ústavních činitelů. Meziroční dynamika mezd v nepodnikatelské sféře letos celkově dosáhne 3,3 %, v příštím roce dále zvolní na 2,8 %.

Reálný HDP ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně dále zrychlil svůj růst na 4,7 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 0,7 % (Graf II.2.11). K meziročnímu růstu kladně přispěly všechny složky domácí poptávky, z toho nejvíce hrubá tvorba kapitálu a spotřeba domácností (Graf II.2.12). Podle prognózy se **ve čtvrtém čtvrtletí** HDP zvýšil o 5,3 % meziročně a o 1 % mezičtvrtletně. Zrychlení meziročního růstu bylo taženo především hrubou tvorbou kapitálu. Příspěvky ostatních složek HDP byly obdobné jako ve třetím čtvrtletí. Celkově **v roce 2015 HDP** vzrostl o 4,7 %. K růstu hrubé tvorby kapitálu přispělo expanzivní působení fiskální politiky, za níž stojí zrychlená dynamika vládních investic financovaných především z evropských zdrojů. Růst spotřeby domácností byl podpořen vysokou reálnou dynamikou objemu mezd a platů, nadále uvolněnou měnovou politikou a nízkými cenami ropy. Čistý vývoz vykázal i přes zvyšující se zahraniční poptávku záporný příspěvek, a to z důvodu pokračujícího nárůstu dovozu spotřebního zboží a strojů.⁹

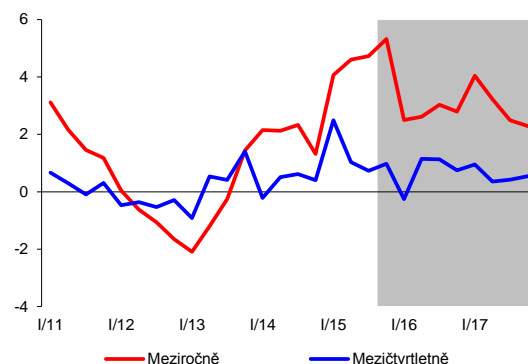
V roce 2016 růst HDP zpomalí na 2,7 %, a to především vlivem dočasného snížení hrubé tvorby kapitálu, do něhož se mimo jiné promítne propad vládních investic v důsledku jen pozvolného náběhu nového programového období fondů EU. Tento efekt společně se záporným příspěvkem stavu zásob převáží nad zrychlujícím růstem soukromých investic

⁸ Od 1. 1. 2016 minimální mzda vzrostla z 9200 Kč na 9900 Kč, což přispěje k růstu mezd zhruba v rozsahu 0,2 procentního bodu.

⁹ Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vedl k výrazně zápornému příspěvku čistého vývozu i účetní vliv prodloužení pronájmu nadzvukových stíhacích letounů JAS-39 Gripen, který však je z pohledu HDP plně kompenzován zvýšením fixních investic.

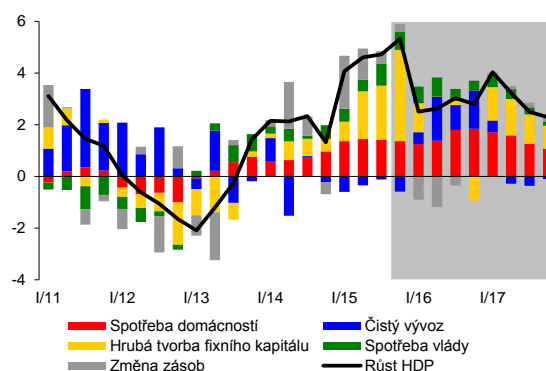
Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP

Růst HDP v letošním roce zpomalí, když odezní mimořádný faktor nárůstu vládních investic a zásob (změny v %, sezonně očištěno)



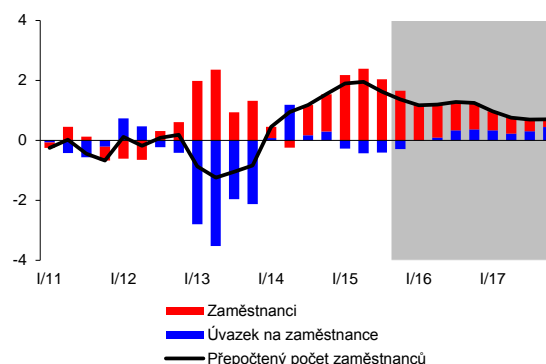
Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP

K růstu HDP bude nejvíce přispívat spotřeba domácností, dočasně záporný bude naopak příspěvek investic (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců

Růst přepočteného počtu zaměstnanců bude postupně zvolňovat (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



odrážejícím příznivou domácí i zahraniční poptávku a další snížení cen komodit. K růstu HDP bude i nadále přispívat také spotřeba domácností. Ta bude podpořena pokračujícím vysokým reálným mzdovým nárůstem včetně pozitivního vlivu nízkých cen komodit. Kladné budou i příspěvky spotřeby vlády a čistého vývozu. **V roce 2017 dynamika HDP** mírně zrychlí na 3 % s kladnými příspěvky všech složek domácí poptávky, naopak čistý vývoz bude růst slabě tlumit.

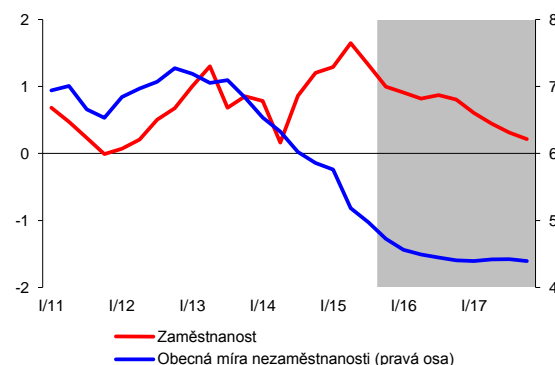
Pokračující růst ekonomické aktivity se projevuje i ve zvyšující se poptávce po práci a návazně v meziročním růstu **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky**. Ten se ve třetím čtvrtletí 2015 pohyboval mírně nad 1,5 %, což bylo výsledkem zvýšení počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrného úvazku na zaměstnance. Na prognóze však růst přepočteného počtu zaměstnanců bude postupně zvolňovat. Růst se přitom bude nejdříve realizovat zejména prostřednictvím dalšího zvyšování počtu zaměstnanců, v průběhu letošního roku se obnoví i příspěvek průměrného úvazku (Graf II.2.13). Postupné zpomalování meziroční dynamiky očekává predikce i u **celkové zaměstnanosti** (i přes předpokládané zvyšování zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře), a to v souvislosti s pomalejším tempem růstu ekonomiky v letošním roce. V roce 2017 se pak meziroční růst celkové zaměstnanosti dále zmírní na 0,4 % při silícím nedostatku volné pracovní síly (Graf II.2.14).

Pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti** pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí 2015, a to na hodnotu 4,7 %. Během letošního roku se tento ukazatel bude dále postupně snižovat, avšak mírnějším tempem. Od druhé poloviny roku 2016 se bude obecná míra nezaměstnanosti při obdobném mezičtvrtletním vývoji pracovní síly a zaměstnanosti stabilizovat na úrovni 4,4 % (Graf II.2.14). Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob dle MPSV** se bude na celém horizontu prognózy postupně snižovat z hodnoty 6,1 % ve čtvrtém čtvrtletí 2015. V roce 2017 se při předpokladu pokračujícího mírného poklesu populace ve věku 15–64 let sníží až na 5,5 %.

Reálná **spotřeba domácností** ve třetím čtvrtletí 2015 vrostla meziročně o 3 % (Graf II.2.15). K tomu přispěly z hlediska věcného členění všechny její složky. Podle prognózy na přelomu minulého a letošního roku meziroční dynamika spotřeby domácností mírně zpomalila. Výrazný příspěvek spotřeby domácností k meziročnímu růstu ekonomické aktivity však bude pokračovat, což koresponduje s nadále znatelným růstem maloobchodních tržeb i s převládající pozitivní spotřebitelskou důvěrou (viz kapitola III.3). V letošním roce tak spotřeba domácností poroste v průměru ještě o něco rychleji (3,3 %) zejména díky vyššímu růstu reálných mezd při nadále uvolněných měnových podmínkách. V roce 2017 naopak dynamika spotřeby domácností v návaznosti na vývoj reálných mezd zvolní.

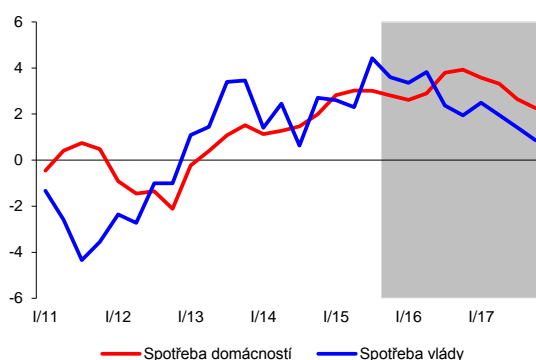
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost se bude dále zvolna zvyšovat, i když zpomalujícím tempem; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní (zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



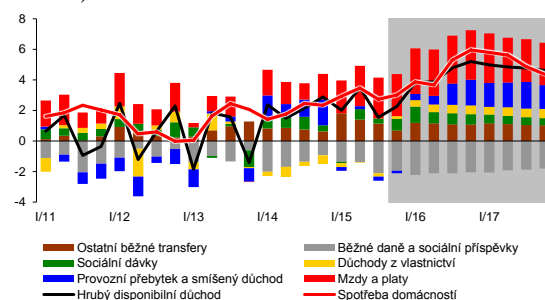
Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády

Spotřeba domácností nadále zřetelně poroste a předstihne dynamiku vládní spotřeby (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 a příjmů podnikatelů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** ve třetím čtvrtletí 2015 znatelně zvolnil (o 2 procentní body na 1,5 %), a to především vlivem prohloubení záporného příspěvku běžných daní a sociálních příspěvků (Graf II.2.16). Příspěvek nejvýznamnější položky mezd a platů však setrval na znatelně kladných hodnotách. Na horizontu prognózy bude meziroční dynamika disponibilního důchodu zesilovat až k úrovním poblíž 5 %. Nejvýrazněji se na tom bude i nadále podílet objem mezd a platů v návaznosti na pokračující růst mezd i zaměstnanosti, postupně se začnou zvyšovat rovněž příspěvky plynoucí z příjmů podnikatelů. Kladné příspěvky sociálních dávek budou zhruba stabilní.

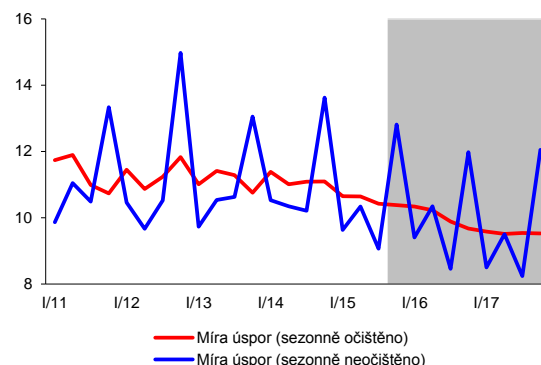
Sezonně očištěná **míra úspor domácností** se ve třetím čtvrtletí 2015 mírně snížila na 10,4 %, kde dle prognózy setrvala i na konci minulého roku. V roce 2016 dále klesne až pod úroveň 10 % (Graf II.2.17) při rychlejším meziročním růstu nominální spotřeby domácností oproti růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu. Pod touto úrovní pak setrvá i v příštím roce.

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** ve třetím čtvrtletí 2015 znatelně zrychlil na 4,4 %. V závěru loňského roku prognóza předpokládá nadále výraznou, i když již o něco nižší dynamiku (Graf II.2.15). V souhrnu za celý rok 2015 se tak spotřeba vlády zvýšila o 3,2 %. V letošním roce bude vládní spotřeba ovlivněna zřetelným růstem náhrad zaměstnancům v důsledku zvýšení objemu mezd státních zaměstnanců (prognóza zahrnuje vedle zvýšení průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře i navýšení počtu tarifních míst). V roce 2017 bude reálný růst spotřeby vlády pozvolna zpomalovat, což bude dáno jak nárůstem deflátoru spotřeby vlády, tak i zmírněním dynamiky nominálních výdajů.

Meziroční dynamika **hrubé tvorby kapitálu** ve třetím čtvrtletí 2015 mírně zpomalila, i nadále se však nacházela nad 10% úrovní (Graf II.2.18). Toto zpomalení bylo taženo výhradně nižším příspěvkem tvorby zásob, růst fixních investic naopak dále zrychlil. Prognóza očekává, že v závěru loňského roku růst hrubé tvorby kapitálu výrazně zesílil, a to zejména v důsledku prodloužení pronájmu letounů Gripen a dočerpávání prostředků z fondů EU z programového období 2007–2013. Hrubá tvorba kapitálu tak v souhrnu za celý rok 2015 vzrostla o 12,1 %. Výrazně nižší dynamiku fixních investic prognóza očekává v roce 2016, kdy investice vlády v návaznosti na jen pozvolný náběh čerpání prostředků z nového programového období znatelně poklesnou (Graf II.2.19; viz BOX 1). Naopak růst soukromých fixních investic bude dále zrychlovat, což bude odrazem jak vývoje zahraniční poptávky, tak i pozitivního vlivu nízké ceny ropy. V roce 2017 pak dynamika celkových fixních investic opět zrychlí v souvislosti s obnovením růstu vládních investic.

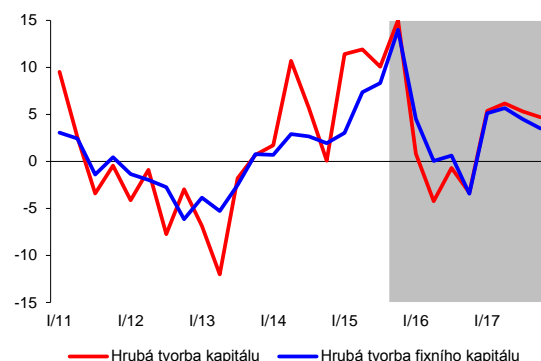
Graf II.2.17 Míra úspor domácností

Míra úspor domácností se zvolna snížila pod 10 % (v %)



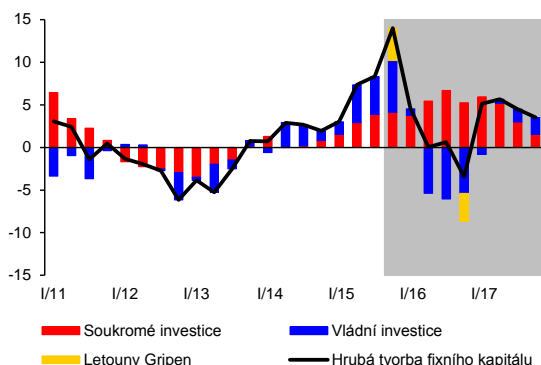
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu

Hrubá tvorba kapitálu letos poklesne zejména v souvislosti s propadem vládních investic (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.19 Rozklad fixních investic

V roce 2016 se růst celkových fixních investic dočasně zastaví v důsledku výrazného meziročního poklesu vládních investic (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



BOX 1

Údaje o veřejných zakázkách jako předstihový indikátor vládních investic

Tento box se zabývá využitím údajů o **veřejných zakázkách**¹⁰ pro analytické i prognostické účely v oblasti fixních investic. Prognóza vládních investic v období dočerpávání fondů EU z minulého programového období a přechodu na nové období je zatížena značnou nejistotou, což zvyšuje význam předstihových indikátorů pro tuto oblast. Vývoj věcné i sektorové struktury fixních investic naznačuje, že během roku 2015 byly zvýšené investice směřovány do budov a staveb, a to především ve vládním sektoru. To bylo odrazem pokračujícího úsilí o dočerpání prostředků ze strukturálních fondů EU, které byly k dispozici v rámci minulého programového období, a to převážně na realizaci infrastrukturních projektů.

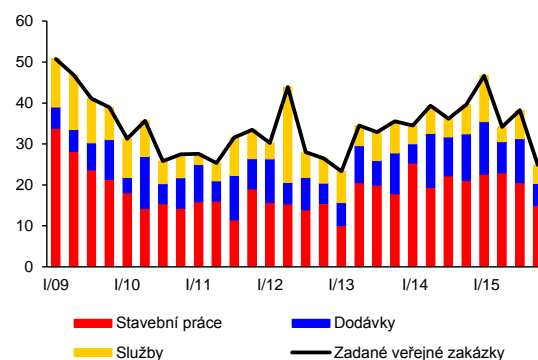
Mezi veřejné zakázky investičního charakteru¹¹ patří v převážné míře zakázky na stavební práce a dodávky (Graf 1). Naproti tomu zakázky na služby jsou v metodice národních účtů vykázány převážně jako spotřeba. Sezonně očištěné veřejné zakázky investičního charakteru předstihují přibližně o tři čtvrtletí vládní investice dle sektorových účtů¹² (Graf 2). Mohou tak sloužit jako **předstihový ukazatel vládních investic**. Zvýšené úsilí o dočerpání prostředků fondů EU ve druhé polovině roku 2015 přitom zřejmě zkrátilo horizont předstihu na dvě čtvrtletí. Aktuálně pozorovaná data o veřejných zakázkách zároveň naznačují propad vládních investic v letošním roce, což je v souladu s očekávaným jen pozvolným náběhem čerpání prostředků z fondů EU z nového programového období.

Vývoj soukromých investic je v případě České republiky, jakožto malé a otevřené ekonomiky, možné z větší části vysvětlit změnami v zahraniční poptávce. Kombinace odchylek od trendu u zahraniční poptávky a vládních investic proto koresponduje s **odchylkou od trendu celkových fixních investic**.¹³ Tento vztah ukazuje, že aktuálně znatelně kladná odchylka od trendu u fixních investic je tažena výhradně nárůstem vládních investic (Graf 3). Zároveň ale jejich propad spojený s jen pozvolným náběhem nového programového období vyústí v roce 2016 do dočasně záporné odchylky fixních investic od trendu. Vývoj zahraniční poptávky naopak bude na celkové fixní investice působit mírně v pozitivním směru.

Graf 1 (BOX) Zadané veřejné zakázky

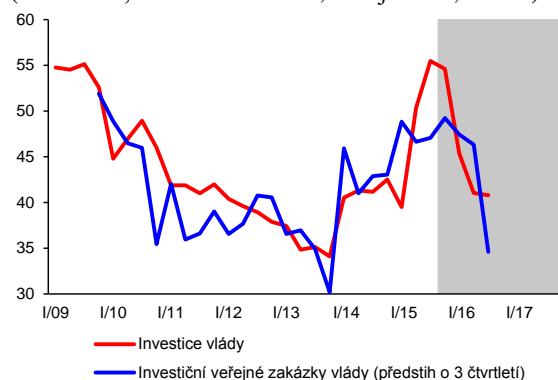
Dominantní část veřejných zakázek má investiční charakter

(v mld. Kč, sezonně očištěno, zdroj: MMR)



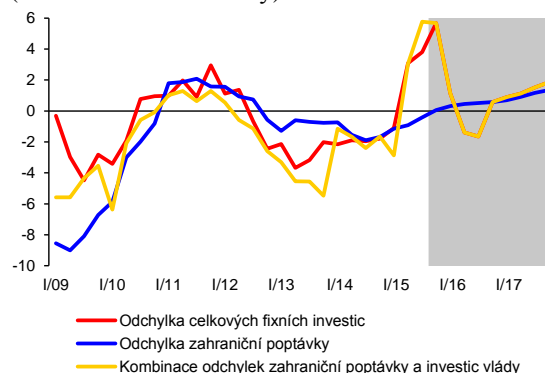
Graf 2 (BOX) Investice vlády a veřejné zakázky investičního charakteru

Údaje o veřejných zakázkách mohou sloužit jako předstihový ukazatel vládních investic; naznačují přitom propad vládních investic v letošním roce (v mld. Kč, sezonně očištěno, zdroj: ČSÚ, MMR)



Graf 3 (BOX) Odchylky od trendu

Odchylka od trendu vládních investic v kombinaci s odchylkou zahraniční poptávky přibližně odpovídá odchylce celkových fixních investic od jejich trendu (v % z trendové hodnoty)



¹⁰ Ministerstvo pro místní rozvoj eviduje od roku 2009 téměř 80 tisíc zadaných zakázek v celkovém objemu převyšujícím bilion Kč.

¹¹ Očištěné o zakázky sektorových zadavatelů, které z pohledu národního účetnictví patří pod investice nefinančních podniků.

¹² Mezi objemem zakázek investičního charakteru a investicemi vlády je v čase poměrně stabilní úrovnový rozdíl ve výši přibližně 15 mld. Kč za čtvrtletí. Důvodem tohoto rozdílu jsou zejména zákonem nastavené minimální limity pro zveřejňování zakázek.

¹³ Vypočteno jako odchylka od trendu pomocí HP filtru s koeficientem $\lambda = 1600$.

Reálný vývoz zboží a služeb ve třetím čtvrtletí 2015 mírně zrychlil svůj meziroční růst na 8,2 %. V závěru minulého roku se dle prognózy dynamika vývozu jen lehce snížila, v souhrnu za rok 2015 tak tempo růstu vývozu zboží a služeb dosáhlo 7,6 % (Graf II.2.20). V letošním roce v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky a při stabilním kurzu koruny vůči euru prognóza očekává jen nepatrné zrychlení tohoto růstu. V roce 2017 se meziroční dynamika vývozu naopak mírně sníží na 7,5 % v důsledku předpokládaného posílení kurzu koruny po opuštění kurzového závazku ČNB.

Také reálná meziroční dynamika dovozu zboží a služeb se ve třetím čtvrtletí 2015 zvýšila. O něco rychleji rostla dle prognózy i v závěru minulého roku, což však bylo způsobeno účetním započtením prodloužení pronájmu letounů Gripen. V roce 2015 tak růst dovozu dosáhl 8,8 %. V roce 2016 však prognóza očekává jeho nižší meziroční tempo (7,1 %) spojené s poklesem investiční aktivity. V roce 2017 naopak tempo růstu dovozu zrychlí na 8,3 %.

Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP ve stálých cenách byl i ve třetím čtvrtletí 2015 nepatrně záporný. V závěru roku se přitom dle prognózy dále prohloubil. V souhrnu za celý rok 2015 tak čistý vývoz přispěl k meziroční dynamice HDP záporně ve výši -0,4 procentního bodu v důsledku silného růstu domácí poptávky a na něj navazujícího předstihu tempa dovozu před vývozem. V roce 2016 s mírným urychlením dynamiky zahraniční poptávky a zmírněním růstu investic bude příspěvek změny čistého vývozu naopak znatelně kladný. V roce 2017 prognóza očekává opět jeho nepatrně záporný příspěvek.

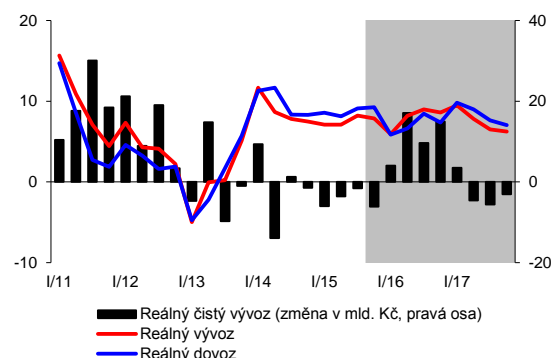
Prognóza platební bilance očekává růst přebytku běžného účtu v roce 2015 na 1 % HDP (z hodnoty 0,6 % v roce 2014)¹⁴, další nárůst na 2 % v roce 2016 a následné snížení na 1,4 % HDP v příštím roce (Tab. II.2.3).

Na nárůstu aktiva běžného účtu v roce 2015 se podílelo zvýšení přebytku bilance služeb (zejména pokles výdajů v rámci finančních služeb a v menší míře též růst příjmů z telekomunikačních a informačních služeb), vyrovnaní dříve schodkové bilance druhotných důchodů (výhradně vlivem vyššího čerpání fondů EU) a snížení deficitu prvotních důchodů (zvýšení kladného salda náhrad zaměstnancům a pokles záporného salda důchodů z investic). Ve směru zmírňování přebytku běžného účtu naopak působilo snížení přebytku

¹⁴ V březnu 2016, resp. v březnu 2017 lze očekávat významnější revizi prvotních důchodů za roky 2014, resp. 2015 směrem k vyšším deficitům (vlivem zvýšení hodnoty zisků nerezidentů z přímých investic), což povede ke zhoršení běžného účtu v těchto letech. Revize by se mohla následně promítnout i do zvýšení prognózované hodnoty prvotních důchodů v letech 2016 a 2017.

Graf II.2.20 Reálný vývoz a dovoz

Vývoz i dovoz porostou v návaznosti na zahraniční, resp. domácí poptávku tempy mezi 7 a 8 % (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.	oček. skut.	progn.	progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	1,7	2,1	3,1	2,6
Zaměstnanost celkem	0,8	1,3	0,9	0,4
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	6,2	5,2	4,5	4,4
Produktivita práce	1,4	3,3	1,9	2,6
Průměrná nominální mzda	2,3	3,5	4,7	4,7
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,2	3,4	5,1	5,1
Průměrná reálná mzda	1,9	3,1	3,8	2,6
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	0,6	1,0	2,0	1,4
M3	5,1	7,4	9,3	8,1

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

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

V letošním roce se přebytek běžného účtu dále zvýší především díky poklesu cen energetických komodit (v mld. Kč)

	2014	2015	2016	2017
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	26,1	45,0	95,0	70,0
Zboží	238,9	210,0	275,0	280,0
Služby	55,9	75,0	80,0	85,0
Prvotní důchody	-259,0	-240,0	-260,0	-285,0
Druhotné důchody	-9,7	0,0	0,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	32,2	100,0	60,0	20,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	48,0	350,0	155,0	12,0
Přímé investice	-133,6	0,0	-70,0	-70,0
Portfoliové investice	90,3	-65,0	-140,0	-40,0
Finanční deriváty	-6,0			
Ostatní investice	24,2	90,0	70,0	50,0
Rezervní aktiva	73,1	325,0	295,0	72,0

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

bilance zboží. To bylo především důsledkem rychlejšího růstu domácí poptávky než zahraniční a poklesu vývozu zboží do Ruska a na Ukrajinu, což převážilo nad zlevněním dovozu vlivem propadu cen energií.

Přebytek **běžného účtu v roce 2016** se oproti minulému roku dále zvýší, a to především vlivem bilance zboží. Přispěje k tomu další pokles cen energetických surovin, lehké zrychlení růstu zahraniční poptávky a zpomalení domácí poptávky, zejména hrubé tvorby kapitálu. Směrem k nižšímu přebytku běžného účtu bude naopak působit vyšší deficit prvotních důchodů spojený s prohloubením záporného salda důchodů z investic (očekávaný růst dividend i reinvestovaných zisků nerezidentů z přímých investic). Bilance druhotných důchodů zůstane vlivem plateb navazujících na dokončení projektů financovaných z fondů EU z minulého programového období vyrovnaná. Předpokládaný mírný pokles přebytku **běžného účtu v roce 2017** souvisí především s očekávaným nižším čistým čerpáním zdrojů z evropských fondů a prohlubováním záporného salda důchodů z investic. Opačným směrem bude nadále působit mírné zvýšení přebytků bilance zboží a služeb.

Prognóza předpokládá poměrně výrazný pokles přebytku **kapitálového účtu** v letošním roce oproti minulému roku, který souvisí s doznívajícím proplácením prostředků z fondů EU za programové období 2007 až 2013. V roce 2017 se v této položce projeví jen pozvolný náběh čerpání zdrojů z programů na období 2014 až 2020.

Čistý příliv **přímých investic** se v minulém roce zastavil vlivem mimořádných faktorů (jednorázový odliv kapitálu rezidentů do zahraničí a snížení základního kapitálu ve významných tuzemských dceřiných společnostech ve vlastnictví nerezidentů¹⁵). V letech 2016 a 2017 bude čistý příliv přímých investic obnoven; vedle odeznění uvedených faktorů k němu přispěje poměrně významná nová investice firmy Nexen do ČR v rozsahu více než 20 mld. Kč. Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku. Objem přímých investic v roce 2017¹⁶ je očekáván na úrovni roku 2016.

Zvýšený zájem nerezidentů o tuzemské vládní korunové dluhopisy od poloviny roku 2015 (spojený pravděpodobně se spekulacemi na budoucí posílení koruny ze strany nerezidentů) vedl k obratu v tocích **portfoliových investic** a obnovení čistého přílivu kapitálu (meziroční změna

¹⁵ Zejména poskytnutí úvěru na privatizaci O2 Czech Republic a.s., a snížení základního kapitálu Škody Auto a.s., RWE Grid Holding a.s. a OKD a.s.

¹⁶ Riziko prognózy představuje (po opuštění kurzového závazku) výrazné snížení objemu nerozdělených zisků nerezidentů zadržovaných v tuzemsku v očekávání budoucího posílení koruny.

představovala více než 150 mld. Kč). V roce 2016 bude tento trend zřejmě pokračovat, navíc MF již deklarovalo zvýšenou emisní aktivitu s cílem využít současných úrokových sazeb ke snížení nákladů na financování státního dluhu. V souvislosti s aktuálním vývojem na světových akciových trzích a předpokládaným mírným zvýšením úrokových sazeb v USA prognóza očekává snížení zájmu rezidentů o nákup zahraničních akcií. **Vývoj toků portfoliových investic v roce 2017 bude dominantně ovlivňován časováním a způsobem provedení exitu z kurzového závazku a změnami v měnové politice ECB. Zatím prognóza předpokládá výrazné snížení čistého přílivu kapitálu.**

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 soukromých investic v ČR. **Odliv kapitálu však může být dočasně odkládán vlivem očekávání budoucího posílení koruny ze strany vlastníků tuzemských firem.**

Prognóza **rezervních aktiv** odráží – vedle očekávaných výnosů z devizových rezerv – zejména kladné saldo ve vztahu s EU (dočerpávání prostředků z minulého programového období a pozvolný náběh nových programů), respektive v roce 2016 při platnosti kurzového závazku obecně příliv do rezerv plynoucí z přebytku ostatních částí platební bilance (bez operací bankovního sektoru, které nejsou prognózovány).

Platební bilance bez operací bankovního sektoru (včetně změny rezervních aktiv ČNB) v roce 2016 je sestavena jako vyrovnaná (v důsledku předpokládaného značného růstu rezervních aktiv). V roce 2017 by přebytek bilance měl dosáhnout cca 80 mld. Kč. Ve skutečnosti však bude přebytek před opuštěním kurzového závazku pravděpodobně ještě výrazně vyšší v návaznosti na příliv krátkodobého kapitálu do tuzemských bank a po exitu naopak výrazně nižší vlivem snahy uzavírat se ziskem dlouhé korunové pozice.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a nastavení fiskální politiky se odrážejí ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2016 a 2017 (Tab. II.2.4).

V **roce 2015** se podle odhadu ČNB snížil vládní deficit na 1,3 % HDP. Celkové působení fiskální politiky bylo ale v minulém roce výrazně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,7 procentního bodu (Tab. II.2.5). Podílelo se na něm zejména zrychlení růstu vládních investic odrážející snahu o vyčerpání maximálního objemu prostředků z fondů EU z předchozího programového

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

Pokračující pokles deficitu veřejných financí vyústí v roce 2017 do vyrovnaného hospodaření vládního sektoru

(v % nominálního HDP)

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

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

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

Fiskální impulz bude v roce 2016 zřetelně záporný a bude se realizovat zejména prostřednictvím dočasného útlumu vládních investic (příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2014	2015	2016	2017
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
Fiskální impulz ^{a)}	0,3	0,7	-0,6	0,1
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	0,1	0,1	0,0	-0,2
soukromé investice	0,0	0,1	-0,1	0,0
vládní investice domácí	0,1	0,1	0,0	0,1
vládní investice z fondů EU	0,2	0,4	-0,4	0,2

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

období.¹⁷ Zvýšení dynamiky vládních výdajů bylo vedle toho umocněno dalším zrychlením mzdového růstu ve vládním sektoru¹⁸ a zvýšením penzí. Zvyšování příjmů veřejných rozpočtů odrážející rychlý ekonomický růst a zlepšování situace na trhu práce bylo bržděno zavedením druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %. V opačném směru působilo zvýšení sazeb spotřební daně na tabákové výrobky.

V podmínkách pokračujícího hospodářského růstu dojde v **roce 2016** k dalšímu poklesu deficitu vládního sektoru na 0,5 % 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 evropských fondů. Ve stejném směru bude působit další mírné snížení nákladů na dluhovou službu. Opačný vliv bude mít zrychlení růstu mzdových prostředků ve vládním sektoru, navýšení dotací na obnovitelné zdroje energie a výplata mimořádného příspěvku pro důchodce¹⁹. Příjmová strana vládního sektoru bude posílena dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH²⁰, z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky a ze zvýšení sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her. Fiskální politika bude v roce 2016 v souhrnu znatelně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,6 procentního bodu, a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic.

V **roce 2017** lze očekávat vyrovnané hospodaření vládního sektoru, které bude dáno zejména pokračujícím příznivým ekonomickým vývojem. Na výdajové straně se i v příštím roce předpokládá další úspora nákladů na dluhovou službu a v celkových výdajích se projeví též výpadek některých jednorázových opatření z letošního roku. V souvislosti s očekávaným obnovením růstu investiční aktivity vládního sektoru spojeným s nabíhající čerpáním fondů EU z nového programového období bude celkové působení fiskální politiky v roce 2017 lehce expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,1 procentního bodu.

¹⁷ Investiční výdaje vládního sektoru byly v závěru minulého roku navíc účetně navýšeny o prodloužení pronájmu letounů Gripen ve výši 0,2 % HDP. Tento jednorázový faktor však do odhadu fiskálního impulsu nevstupuje, protože z hlediska HDP je neutrální.

¹⁸ K tomu přispělo předsunuté zvýšení platových tarifů u státních zaměstnanců, zaměstnanců ve veřejných službách a pedagogických pracovníků od listopadu 2015.

¹⁹ Jednorázový příspěvek ke starobním důchodům ve výši 1200 Kč na osobu (v celkovém objemu cca 3,5 mld. Kč) bude vyplacen v únoru 2016.

²⁰ Dopad do výběru DPH ve výši 0,2 % HDP vychází z konzervativního odhadu MF, který je založený na analýze změny implicitní daňové sazby dle slovenské zkušenosti po zavedení obdobného opatření.

Strukturální schodek vládního sektoru se v minulém roce zvýšil k 1 % HDP, do roku 2017 pak opět poklesne. Při současném nastavení fiskální politiky tak bude na horizontu prognózy plněn střednědobý cíl ve výši 1 % HDP.

V souvislosti se zapojením volné likvidity státní pokladny jako zdroje financování při současně rychlém ekonomickém růstu došlo v minulém roce k významnému poklesu **poměru vládního dluhu k HDP**, a to na odhadovaných přibližně 41 %. V letošním a příštím roce prognóza očekává další pokles vládního dluhu v poměru k HDP, a to až na 38,4 % v roce 2017. K tomu přispěje při rychle se snižujících deficitech vládního sektoru, resp. rostoucích primárních přebytcích, 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.²¹

Hlavním **rizikem** fiskální prognózy je případný pozitivní dopad dosud parlamentem neschválené elektronické evidence tržeb, jejíž kvantifikace a účinnost je stále zatížena velkou mírou nejistoty.²² Nejistota panuje též v oblasti naplňování výhledu vládních investic.²³

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

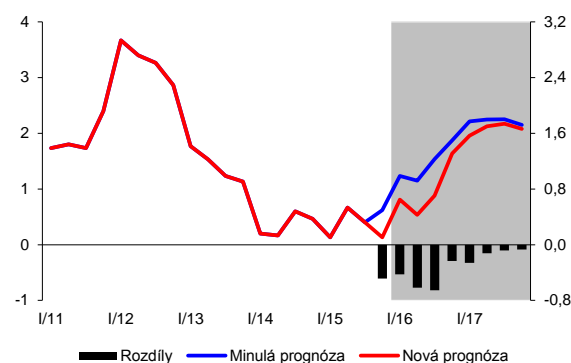
Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze snižuje na celém svém horizontu z důvodu nižší pozorované čisté inflace, utlumenějšího výhledu zahraničních výrobních cen a dalšího propadu cen ropy. Všechny tyto vlivy převáží nad vyšším růstem domácích nominálních mezd, a to zejména v nejbližších třech čtvrtletích. Přehodnocení vývoje celkového HDP oproti minulé prognóze je zanedbatelné. Dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá výše až do poloviny roku 2017 z důvodu vyšších pozorovaných hodnot ve druhé polovině minulého roku. Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni

²¹ Riziko vyššího hrubého zadlužení pro letošní rok představuje oportunistický přístup Ministerstva financí k emisi státních dluhopisů. Při pokračujících záporných výnosech státních dluhopisů v kratších splatnostech by MF mohlo v letošním roce začít s předfinancováním státního dluhu i na rok 2017.

²² MF ve Fiskálním výhledu z listopadu 2015 předpokládá pozitivní meziroční dopad elektronické evidence tržeb ve výši cca 0,1 % HDP v roce 2016 a 0,2 % HDP v roce 2017.

²³ Riziko ve směru nižších investic představuje platnost nového zákona o posuzování vlivu stavby na životní prostředí (EIA). Mnoho staveb totiž bylo schváleno podle starého zákona a tak musejí znovu projít tímto procesem. Jejich realizace se tak může zpozdít cca o dva roky. Na seznamu takto ohrožených staveb jsou silnice a dálnice za 226 mld. Kč. Rizikem vyššího růstu vládních neinvestičních výdajů jsou blížící se volby do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR v roce 2017.

Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace
Prognóza celkové inflace se až do konce roku 2017 snižuje, nejvíce na svém kratším konci (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



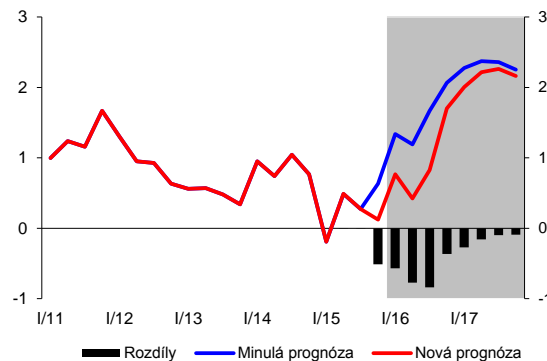
a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016 se nemění. Po opuštění kurzového závazku v roce 2017 se trajektorie tržních úrokových sazeb posouvá níže při mírně silnějších hodnotách kurzu koruny vůči euru zejména v důsledku prodloužení kvantitativního uvolňování ze strany ECB.

Predikce meziroční **celkové inflace** se snižuje na celém horizontu prognózy, nejvíce však pro následující tři čtvrtletí (Graf II.3.1). Přehodnocení prognózy čisté inflace (Graf II.3.2) je obdobné, když na kratším konci je ovlivněno nižší pozorovanou inflací v posledních měsících (neočekávané zastavení růstu cen potravin spolu s hlubším poklesem cen pohonných hmot). Do predikce se promítají rovněž slabší nákladové tlaky z důvodu výraznějšího poklesu dovozních cen v roce 2015; ten je odrazem především více protiinflačního působení zahraničních výrobních cen a pokračujícího propadu cen ropy. V roce 2016 budou naopak fundamentální tlaky na růst nákladů mírně vyšší (vyšší růst mezd i ceny kapitálu), což umožní postupné přibližování meziroční čisté inflace k minulé prognóze. Výhled regulovaných cen se pro oba prognózované roky mírně zvyšuje. Přehodnocení prognózy odráží zvýšení distribuční složky cen zemního plynu pro domácnosti a skutečnost, že nedošlo k předpokládanému poklesu cen elektřiny v letošním roce. Odhad dopadů změn nepřímých daní zůstává v souladu s minulou prognózou, proto je výhled **měnověpolitické inflace** přehodnocen stejně jako u celkové inflace.

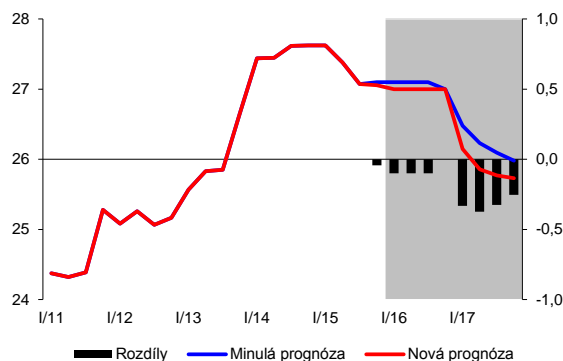
V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz grafy v kapitole II.1) byl oproti minulé prognóze výrazně snížen výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně pro letošní rok vlivem aktuálního poklesu cen ropy a nadále pozorovaného hlubokého poklesu výrobních cen. V roce 2017 je celkové přehodnocení zanedbatelné. Predikce růstu zahraniční poptávky se nemění. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se mírně snižuje na celém horizontu v reakci na další uvolnění měnové politiky ECB. Do prognózy je také zapracováno prodloužení nákupu aktiv ECB do března 2017, a to prostřednictvím stínových sazeb 3M EURIBOR, **kteře jsou oproti minulé prognóze přehodnoceny směrem dolů, zejména v roce 2017 (až o 0,8 procentního bodu).**

Stejně jako v minulé prognóze zůstal zachován předpoklad používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Předpokládaná **hladina kurzu koruny k euru** je do konce letošního roku nepatrně silnější než v minulé predikci, tzn. na hladině kurzového závazku ČNB (Graf SZ II.3.1). Pro rok 2017, tedy po opuštění kurzového závazku, je výhled kurzu přehodnocen k mírně silnějším hodnotám oproti minulé prognóze, na čemž se významně podílí další uvolnění měnové politiky ECB zachycené posunem zahraničních úrokových sazeb směrem dolů. Trajektorie domácích tržních **úrokových sazeb** do konce letošního roku zůstává beze změny, poté je nižší

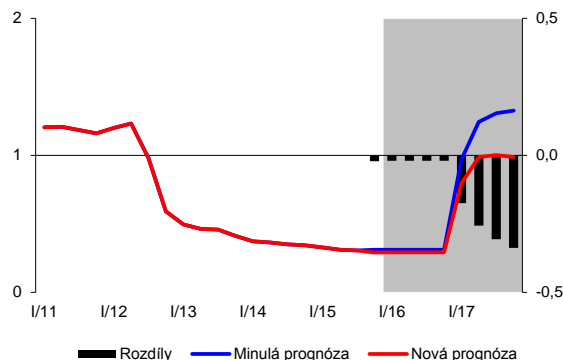
Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace
Znatelně nižší výhled čisté inflace na začátku predikce odráží její vývoj v posledních měsících a zahraniční vlivy (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf SZ II.3.1 Změna prognózy kurzu
Po opuštění kurzového závazku se měnový kurz posouvá k mírně silnějším hodnotám (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb
Po opuštění kurzového závazku v roce 2017 je trajektorie úrokových sazeb nižší (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



(Graf II.3.3). To je výsledkem zejména více uvolněné měnové politiky ECB.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** pro rok 2015 odpovídá minulé predikci (Graf II.3.4). Došlo však k přehodnocení jeho složek, když vyšší růst spotřeby vlády zhruba kompenzoval nižší růst spotřeby domácností. Také v letošním a příštím roce se výhled růstu HDP celkově téměř nemění. V obou letech však rovněž došlo ke změnám v rámci jednotlivých složek poptávky. Prognóza spotřeby domácností se v letošním roce posouvá výše v důsledku vyššího reálného růstu objemu mezd a platů včetně pozitivního nabídkového vlivu nižších cen ropy. V roce 2017 se naopak přehodnocuje nepatrně směrem dolů v návaznosti na o něco pomalejší růst mezd. Dynamika hrubé tvorby kapitálu je výrazně ovlivněna vývojem vládních investic, které se v roce 2016 více propadnou, když nová prognóza předpokládá – ve vazbě na vývoj zadaných veřejných zakázek (viz BOX 1 v části II.2) – pomalejší náběh čerpání z evropských fondů v novém programovém období. Dynamika fixních investic tak bude v letošním roce utlumenější, a to i přes pozitivní nabídkový vliv nízkých cen ropy na soukromé fixní investice. Spotřeba vlády poroste v letošním roce rychlejším tempem, což zohledňuje zvýšení predikovaného růstu náhrad zaměstnancům a výdajů ve zdravotnictví; pro rok 2017 jsou změny nevýznamné. Předpokládaný fiskální impulz je více záporný pro rok 2016, v roce 2017 zůstává bez výraznějších změn lehce kladný.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP v roce 2015 zůstal mírně záporný, jak předpokládala minulé prognóza, pouze se zvýšily dynamiky vývozu i dovozu. V letošním roce bude tento příspěvek kladný a znatelně vyšší než v minulé predikci v důsledku výraznějšího zpomalení celkové investiční aktivity. Pro rok 2017 se příspěvek čistého vývozu nemění, stejně jako predikce růstu zahraniční poptávky.

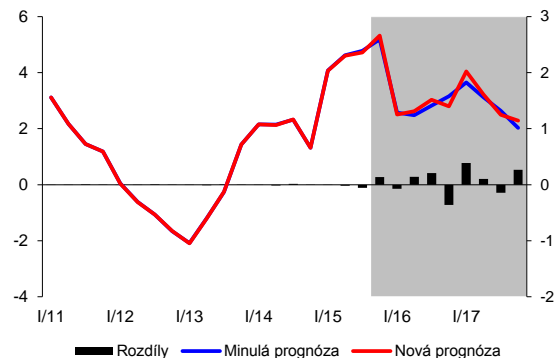
Oproti minulé prognóze se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře posouvá výše do poloviny příštího roku (Graf II.3.5). Přehodnocení odráží především vyšší pozorovanou dynamiku mezd v loňském roce. Od poloviny roku 2017 růst mezd naopak zpomalí pod minulou prognózu při lehce nižší inflaci a rychlejším posílení kurzu koruny vůči euru.

Meziroční růst implikované agregátní **technologie** se oproti minulé prognóze zásadně nepřehodnocuje. Práci zhodnocující technologie, aproximující národohospodářskou produktivitu práce, je přehodnocena významně nahoru pro rok 2015 a tlumí tak inflační tlaky plynoucí z vyššího pozorovaného růstu mezd. Pro letošní i příští rok pak růst práce zhodnocující technologie zhruba odpovídá minulé prognóze.

Graf II.3.4 Změna prognózy HDP

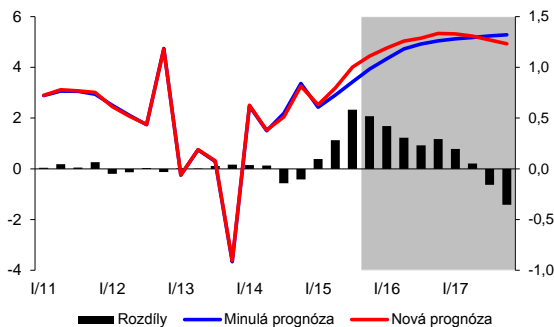
Prognóza vývoje HDP se na celém horizontu téměř nemění

(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.3.5 Změna prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře

Prognóza nominálních mezd se až do poloviny příštího roku 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.

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. Část z nich je spojena se zahraničním vývojem a jeho dopady do české ekonomiky. Mezi ně patří výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně a nejistota ohledně budoucího vývoje cen ropy, což je kvantifikováno citlivostními scénáři v této kapitole. V rámci domácí ekonomiky panuje nejistota ohledně vývoje a efektů vládních investic při přechodu na nové programové období fondů EU. Sekce měnová hodnotí rizika prognózy celkově jako mírně protiinflační kvůli aktuálně nižším cenám ropy oproti předpokladům prognózy.

II.4.1 Citlivostní scénář ceny ropy (dolní varianta)

Cílem dolní varianty citlivostního scénáře je kvantifikace důsledků hypotetického **propadu ceny ropy Brent na úroveň 15 USD/barel** na celém horizontu prognózy pro zahraniční i domácí ekonomický vývoj. Pomocí modelu NiGEM byl nasimulován výhled zahraničních veličin, který je konzistentní s uvedenou hladinou ceny ropy za předpokladu, že je výsledkem čistě nabídkových šoků na trhu s ropou (viz kapitola III.7).

V citlivostním scénáři tento **pozitivní nabídkový šok** snižuje dynamiku zahraničních cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně o zhruba 1,5 procentního bodu oproti základnímu scénáři. Tempo růstu ekonomické aktivity se zvyšuje v průměru o 0,6 procentního bodu. Výrazně uvolněná měnová politika ECB prostřednictvím jejích nekonvenčních nástrojů reaguje na utlumený cenový vývoj a odráží se ve výrazně snížených stínových úrokových sazbách. Výsledky simulace pro eurozónu jsou uvedeny v tabulce (Tab. SZ II.4.1) ve formě odchylek od předpokladů základního scénáře prognózy.

Dopady do **vývoje vybraných domácích veličin** jsou zachyceny v následující tabulce (Tab. SZ II.4.2) rovněž ve formě odchylek od základního scénáře. Nízká cena ropy se promítá do výrazněji klesajících dovozních a regulovaných cen, a tedy i nižší domácí inflace. Celková inflace tak zůstává na celém horizontu prognózy pod 2% cílem, a to i přes výrazně vyšší reálnou ekonomickou aktivitu a nominální mzdy, které jsou taženy domácí i zahraniční poptávkou. Hrubý domácí produkt je vyšší díky rychleji rostoucí spotřebě domácností, investicím i čistému vývozu. Silnější kurz koruny oproti základnímu scénáři v roce 2017 je podpořen nižšími úrokovými sazbami v zahraničí a vyšším přebytkem běžného účtu platební bilance vlivem zrychlující zahraniční poptávky a příznivějších směnných relací. Protiinflační tlaky z dovozních cen a uvolněnější měnová politika v zahraničí mají vliv i na nižší výhled domácích úrokových sazeb v příštím roce, které po předpokládaném exitu z kurzového závazku na začátku roku 2017 nerostou jako v základním scénáři, ale naopak klesají.

Tab. SZ II.4.1 Citlivostní scénář (dolní varianta) – zahraniční veličiny

Nižší výhled ceny ropy je konzistentní s podstatně nižší dynamikou zahraničních cen průmyslových výrobců a vyšší ekonomickou aktivitou; měnová politika ECB je výrazně uvolněnější (odchylky od základního scénáře prognózy)

	Cena ropy Brent (USD/barel)	Efektivní PPI euroz. (v p.b.)	Efektivní HDP euroz. (v p.b.)	Stínový 3M EURIBOR (v p.b.)
I/16	-17	-0,8	0,3	-0,8
II/16	-20	-1,3	0,5	-1,1
III/16	-22	-1,7	0,7	-1,2
IV/16	-24	-2,0	0,9	-1,3
I/17	-26	-1,5	0,8	-1,3
II/17	-27	-1,3	0,6	-1,3
III/17	-28	-1,2	0,5	-1,3
IV/17	-29	-1,1	0,4	-1,2

Tab. SZ II.4.2 Citlivostní scénář (dolní varianta) – domácí veličiny

Ekonomický růst je výrazně rychlejší a inflace naopak nižší; vývoj sazeb v roce 2017 ukazuje na potřebu pozdějšího exitu (odchylky od základního scénáře prognózy)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Růst HDP (v p.b.)	Měnový kurz (CZK/EUR)	Nominální mzdy (v p.b.)
I/16	-0,2	0,0	0,8	0,0	0,1
II/16	-0,3	0,0	1,5	0,0	0,5
III/16	-0,5	0,0	2,2	0,0	0,9
IV/16	-0,5	0,0	2,9	0,0	1,4
I/17	-0,6	-0,4	2,4	-0,9	1,7
II/17	-0,3	-0,7	1,7	-1,2	1,6
III/17	-0,3	-0,9	1,0	-1,2	1,3
IV/17	-0,3	-0,9	0,2	-1,1	1,1

To jasně ukazuje, že realizace tohoto scénáře by implikovala **pozdější návrat do standardního měnověpolitického režimu** ve srovnání se základním scénářem – navzdory tomu, že ekonomika by rostla zřetelně vyšším tempem.

II.4.2 Citlivostní scénář ceny ropy (horní varianta)

Horní varianta citlivostního scénáře zachovává **předpoklad o výši absolutní odchylky ceny ropy Brent od základního scénáře** na celém horizontu prognózy jako dolní varianta scénáře z kapitoly II.4.1, jen s opačným (tj. kladným) znaménkem. Cena ropy tak postupně roste z výchozích 49 USD/barel až k 74 USD/barel ke konci roku 2017. Dynamika zahraničních cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně je v tomto scénáři vyšší o necelé 2 procentní body oproti základnímu scénáři. Tempo růstu ekonomické aktivity se naopak ve srovnání s ním mírně snižuje. ECB dle předpokladů tohoto scénáře dodržuje svůj závazek ohledně kvantitativního uvolňování minimálně do konce března 2017, proto nedochází k výraznému přehodnocení tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. To vede k vyššímu průsaku ropného šoku do výrobních cen a naopak menšímu průsaku do ekonomické aktivity v zahraničí oproti dolní variantě citlivostního scénáře. Výsledky simulace pro eurozónu jsou uvedeny v tabulce (Tab. SZ II.4.3).

Dopady nárůstu ceny ropy do **vývoje domácích veličin** jsou pak uvedeny v další tabulce (Tab. SZ II.4.4). Reakce domácí ekonomiky je v zásadě opačná ve srovnání s dolní variantou citlivostního scénáře, rozsahem je však méně výrazná kvůli nesymetrické reakci zahraničních veličin. Narůstající cena ropy se promítá do vyšší domácí celkové inflace oproti základnímu scénáři v rozsahu maximálně 0,3 procentního bodu; inflace tak dosahuje 2,4 % na horizontu měnové politiky. Vyšší inflační tlaky z dovozních a regulovaných cen jsou tlumeny nižším růstem domácí ekonomické aktivity a mezd. Ve srovnání se základním scénářem měnový kurz po opuštění kurzového závazku počátkem roku 2017 posiluje pomaleji a domácí úrokové sazby se téměř nemění v důsledku minimální reakce zahraničních sazeb.

Ani naplnění tohoto scénáře tak **nevede k potřebě dřívějšího opuštění kurzového závazku než na počátku roku 2017**, jak předpokládá základní scénář prognózy.

II.5 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se nadále pohybují mírně 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 růst ekonomiky zpomalí pod 3 % a v příštím

Tab. SZ II.4.3 Citlivostní scénář (horní varianta) – zahraniční veličiny

Vyšší výhled ceny ropy implikuje výrazně vyšší dynamiku zahraničních výrobních cen a mírně nižší ekonomickou aktivitu; měnová politika ECB zůstává kvůli jejímu závazku uvolněná (odchylky od základního scénáře prognózy)

	Cena ropy Brent (USD/barel)	Efektivní PPI euroz. (v p.b.)	Efektivní HDP euroz. (v p.b.)	3M EURIBOR (v p.b.)
I/16	17	1,2	-0,2	0,1
II/16	20	1,7	-0,2	0,2
III/16	22	2,2	-0,2	0,2
IV/16	24	2,6	-0,3	0,2
I/17	26	1,7	-0,1	0,2
II/17	27	1,5	-0,2	0,2
III/17	28	1,3	-0,3	0,2
IV/17	29	1,2	-0,3	0,1

Tab. SZ II.4.4 Citlivostní scénář (horní varianta) – domácí veličiny

Domácí měnové podmínky se příliš neliší od základního scénáře, celková inflace leží mírně výše, růst ekonomiky je ale viditelně pomalejší (odchylky od základního scénáře prognózy)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Růst HDP (v p.b.)	Měnový kurz (CZK/EUR)	Nominální mzdy (v p.b.)
I/16	0,1	0,0	-0,8	0,0	-0,2
II/16	0,2	0,0	-1,0	0,0	-0,5
III/16	0,2	0,0	-1,1	0,0	-0,9
IV/16	0,3	0,0	-1,1	0,0	-1,2
I/17	0,3	0,0	-1,1	0,2	-1,3
II/17	0,3	0,0	-1,1	0,1	-1,3
III/17	0,1	0,0	-1,2	0,2	-1,2
IV/17	0,1	-0,1	-1,4	0,2	-0,9

roce si udrží podobné tempo. Kurz koruny podle analytiků v ročním horizontu v průměru posílí lehce pod hladinu 27 CZK/EUR. Žádný z analytiků přitom neočekává, že k ukončení platnosti kurzového závazku ČNB dojde dříve než ve druhé polovině roku 2016, a většina z nich jej očekává až v první polovině příštího roku. Prognóza ČNB naproti tomu předpokládá opuštění kurzového závazku již na počátku příštího roku s očekávaným následným posílením kurzu k průměrné hladině 26,1 CZK/EUR v jeho prvním čtvrtletí. Všichni analytici zároveň předpokládali, že na únorovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled naznačuje jen nevýrazný pokles úrokových sazeb do konce letošního roku, a pohybuje se tak nepatrně pod trajektorií sazeb z nové prognózy ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu byla v posledních měsících stabilní mírně pod 2% cílem ČNB, když v lednu se jen lehce zvýšila na hodnotu 1,8 %. V tříletém horizontu se očekávaná inflace v poslední době nachází přesně na úrovni 2% cíle ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvala pod cílem (Tab. II.5.1).

U indikátoru **domácnostmi vnímané inflace** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v průměru lehce prohloubila jeho záporná hodnota (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v souhrnu 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.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce – po odeznění jednorázových faktorů z roku 2015 – zpomalení růstu ekonomiky pod 3 % (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). Podobné tempo by si ekonomika měla udržet i v příštím roce. V případě mzdového vývoje se v obou letech očekává zhruba 4% nárůst. V ročním horizontu analytici v průměru očekávají posílení měnového kurzu koruny lehce pod hladinu 27 CZK/EUR. Všichni analytici se domnívají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016; jejich očekávání se koncentrují do první poloviny příštího roku. Před únorovým zasedáním bankovní rady všech patnáct 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 analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním roce stejný růst reálného HDP, v příštím roce pak mírně pomalejší. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu je lehce nižší než v prognóze ČNB. Očekávání

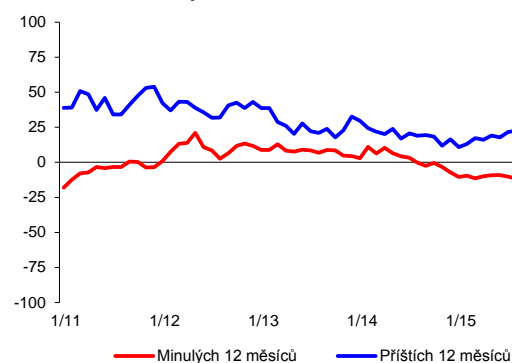
Tab. II.5.1 Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se pohybují mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou na úrovni cíle (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/15	10/15	11/15	12/15	1/16
IOFT:					
Index spotř. cen	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2015	4,1	4,2	4,3	4,3	
Reálný HDP v roce 2016	2,6	2,5	2,6	2,6	2,7
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	3,1	3,1	3,3	
Nominální mzdy v roce 2016	3,8	3,8	3,8	3,9	4,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,7	26,8	26,8	26,8	26,8
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Podniky:					
Index spotř. cen	1,4			1,5	

Graf II.5.1 Vnímaná a očekávaná inflace

Indikátor vnímané inflace setrval v záporných hodnotách, ukazatel očekávané inflace je naopak dlouhodobě mírně kladný (zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2 Očekávané ukazatele dle CF

Analytici dle CF předpokládají, že růst ekonomiky letos zpomalí pod 3 % (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

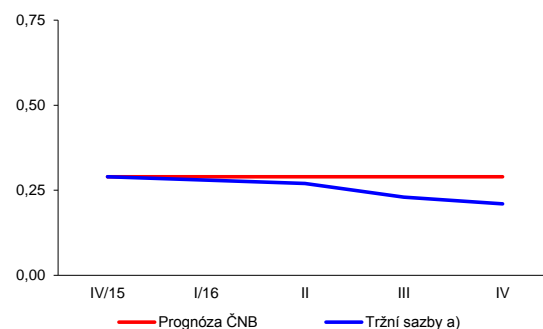
	9/15	10/15	11/15	12/15	1/16
Reálný HDP v roce 2015	3,8	4,1	4,2	4,3	
Reálný HDP v roce 2016	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	3,2	3,2	3,2	
Nominální mzdy v roce 2016	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,9	26,9	26,9	26,9	26,7
3M PRIBOR (v %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb se počátkem příštího roku pohybují níže než trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB. **Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků nachází v průměru na znatelně slabší úrovni než v prognóze ČNB; ta předpokládá opuštění kurzového závazku na počátku roku 2017 s očekávaným následným posílením kurzu k průměrné hladině 26,1 CZK/EUR v jeho prvním čtvrtletí.**

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb předpokládanou novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich nevýrazný pokles do konce letošního roku. To odpovídá očekávané stabilitě měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při zanedbatelném poklesu prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují nepatrně pod trajektorií sazeb předpokládané v nové prognóze ČNB, která je založena na stabilitě prémie na peněžním trhu.

Graf II.5.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Očekávané úrokové sazby odvozené z FRA se nacházejí nepatrně pod sazbami z nové prognózy ČNB (v %)



a) pro IV/15 a I/16 3M PRIBOR, pro II/16 až IV/16 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 22.1.2016

III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále snížila a v průměru dosáhla hodnoty 0,1 %, po očištění o primární dopady změn nepřímých daní se spotřebitelské ceny meziročně nezměnily. Inflace se tak stále nacházela výrazně pod cílem ČNB. Na snížení inflace působilo obnovení meziročního poklesu cen potravin ke konci roku a další prohloubení propadu cen pohonných hmot. Regulované ceny setrvaly v mírném meziročním poklesu. Rychle rostoucí domácí ekonomika a pokračující zlepšování situace na trhu práce působily ve směru růstu domácích nákladových tlaků a návazně i spotřebitelských cen. To se projevilo v dalším mírném zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot, a to i přes dlouhodobě výrazně protiinflační působení cenového vývoje v zahraničí.

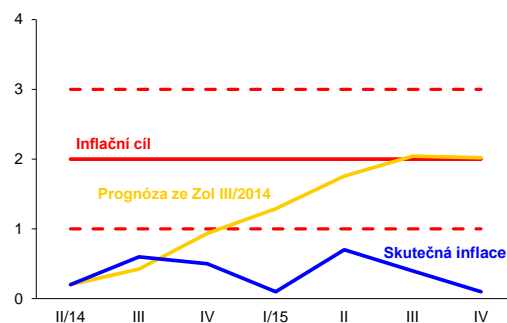
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 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 čtvrtém čtvrtletí 2015 je přitom nutné zkoumat období od dubna 2014 do září 2015, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje 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 III/2014 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci III/2014 byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do třetího čtvrtletí 2015. Promítání oslabeného kurzu do dovozních cen mělo postupně odeznívat při předpokládaném obnovení růstu zahraničních výrobních cen, naopak rostoucí domácí ekonomika a zrychlující dynamika mezd se měly podílet na růstu cen na celém horizontu prognózy. Inflační tlaky z domácí ekonomiky tak měly přebírat hlavní roli v cenovém vývoji. To mělo vést k plynulému nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot. U regulovaných cen byl v letech 2014 i 2015 očekáván pokles. Nízký růst cen potravin pozorovaný v polovině roku 2014 měl zesílit až v roce 2015. Predikce cen pohonných hmot předpovídala jejich

Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nacházela výrazně pod prognózou ze ZOI III/2014 (meziročně v %)



umírněný růst. Celková inflace se tak měla zvyšovat směrem k 2% cíli ČNB, na horizontu měnové politiky se měla pohybovat v jeho těsné blízkosti (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace se vzhledem k primárním dopadům změn nepřímých daní měla pohybovat na lehce nižší hladině oproti celkové inflaci.

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** téměř v celém období pohybovala výrazně pod prognózou, přičemž odchylka se postupně zvětšovala. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dosáhl -1,9 procentního bodu s přispěním všech složek čisté inflace. Korigovaná inflace bez pohonných hmot sice od poloviny roku 2014 postupně mírně zrychlovala, avšak vzhledem k poklesu cen výrobců v eurozóně a pomalému oživení domácího mzdového vývoje podstatně pozvolněji oproti prognóze. K odchylce ve vývoji cen potravin vedl výraznější než očekávaný pokles světových cen zemědělských komodit, embargo na dovoz do Ruska a zrušení kvót na produkci mléka v rámci EU. Také vývoj cen pohonných hmot negativně přispíval k odchylce skutečné inflace od prognózovaných hodnot, když reflektoval neočekávaný propad světových cen ropy. Regulované ceny a primární dopady změn nepřímých daní se vyvíjely přibližně v souladu s prognózou (Tab. III.1.1).

Na výrazně nižší domácí inflaci oproti prognóze se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí (až 4 procentní body), u nichž se nenaplnil očekávaný růst a jejichž dynamika naopak setrvala v silně záporných meziročních hodnotách (Tab. III.1.2). K tomu výrazně přispěl neočekávaný propad cen ropy. Růst zahraniční poptávky též nedosahoval předpokládané dynamiky. Zahraniční úrokové sazby se dále snižovaly, s čímž prognóza také nepočítala. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci protiinflačně, resp. ve směru potřeby výrazně uvolněnějších měnových podmínek. **Domácí tržní úrokové sazby** však byly stabilní (Tab. III.1.3), neboť jejich snížení nenastalo kvůli existenci nulové dolní meze. Výraznější odchylku měnových podmínek od predikovaných hodnot směrem k více uvolněnému působení lze pozorovat až na konci 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 nebyly dostatečné ke kompenzování deflačních tlaků ze zahraničí a zajištění návratu inflace na cíl. Dopady 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

Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Odchylka inflace od prognózy byla dána vývojem všech složek čisté inflace (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2014	Skutečnost 4.čtvrtletí 2015	Příspěvek k celkovému rozdílu ³⁾
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,0	0,1	-1,9
z toho:			
regulované ceny	-0,5	-0,4	0,0
primární dopady změn nepřímých daní ¹⁾	0,0	0,1	0,1
ceny potravin ²⁾	2,4	0,0	-0,7
ceny pohonných hmot (PH) ²⁾	1,8	-16,6	-0,6
korigovaná inflace bez PH ²⁾	2,4	1,3	-0,6

¹⁾ Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.

²⁾ Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

³⁾ Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí

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

		III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,0
	s	0,9	1,0	1,3	1,8	2,2	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	-0,6	-0,3	1,0	1,5	1,5	1,6
	s	-1,8	-2,2	-2,9	-2,1	-2,6	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
	s	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,36	1,34	1,32	1,31	1,30	1,29
	s	1,32	1,25	1,13	1,10	1,11	1,09
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	111,9	110,8	109,4	108,2	106,9	105,7
	s	103,5	77,1	55,1	63,5	51,3	44,7

p - předpoklad, s - skutečnost

^{a)} ve stálých cenách

^{b)} sezonně očištěno

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

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin

Pozorovaný vývoj HDP byl v roce 2014 pomalejší než prognózovaný, v roce 2015 naopak rychlejší; růst mezd zaostával za predikcí

		III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15
3M PRIBOR (v %)	p	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9
	s	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	kurz. závazek poblíž 27 CZK/EUR					
	s	27,6	27,6	27,6	27,4	27,1	27,1
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	3,9	2,1	2,6	3,3	2,5	3,5
	s	2,3	1,3	4,1	4,6	4,7	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	2,4	3,6	4,4	4,7	5,2	5,3
	s	1,5	1,8	2,2	3,3	3,8	-

p - prognóza, s - skutečnost

^{a)} sezonně očištěno

^{b)} v podnikatelském sektoru

způsobem. Kvalitativně se naplnil předpoklad o oživení české ekonomiky a obnovení domácích proinflačních tlaků, i když skutečný růst HDP byl ve druhé polovině roku 2014 nižší než predikovaný, když v návaznosti na slabší zahraniční poptávku zvolnila tempa reálného vývozu. V roce 2015 byl růst HDP naopak vyšší než predikovaný v důsledku zvýšení investic (dočerpávání fondů EU) a reálné spotřeby domácností i vlády (vyšší mzdový růst ve vládním sektoru). Příznivý dopad na růst HDP měly rovněž nečekaně nízké ceny energetických surovin. Vývoj nominálních veličin se naopak od prognózy odchyloval znatelně, a to směrem dolů. Růst nominálních mezd v celém období 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 bilanci rizik prognóz buď jako protiinflační nebo vyrovnanou. 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 světové ceny energetických komodit, později i posílení kurzu a snížení cen potravinářských komodit). Kurzový závazek 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 doznělo, 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 výrazně podstřelován, resp. celková inflace se nachází výrazně pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma, ale bez oslabení kurzu koruny by byla záporná.

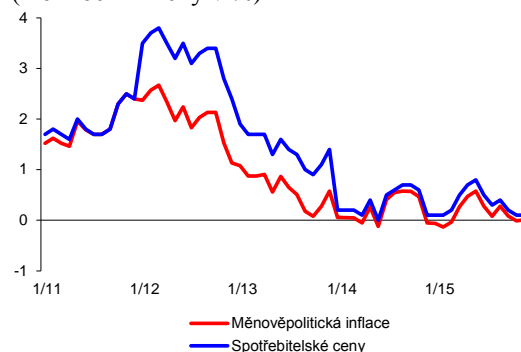
V **souhrnu** se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od dubna 2014 do září 2015 měla být ještě výrazně uvolněnější. Nicméně díky provedenému oslabení kurzu z listopadu 2013 byla odvrácena hrozba deflace spojené s propadem poptávky.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dosáhla **meziroční inflace**²⁴ v průměru 0,1 %, což bylo o 0,3 procentního bodu méně než v předchozím čtvrtletí. Na velmi nízkých, avšak stále kladných, hodnotách se inflace držela ve všech třech měsících (Graf III.1.2). Na zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen měly vliv zejména ceny potravin, jejichž růst v říjnu a listopadu zpomaloval a v prosinci se obnovil jejich meziroční

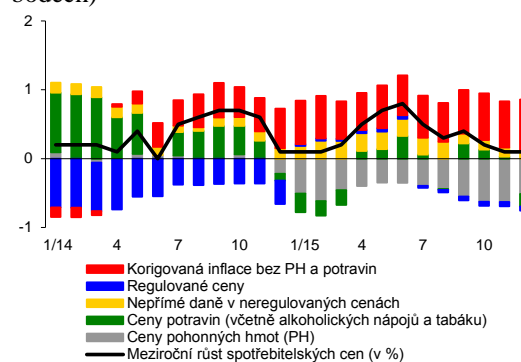
Graf III.1.2 Inflace

Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 snížily k nule (meziroční změny v %)



Graf III.1.3 Struktura inflace

Pokles cen pohonných hmot a regulovaných cen byl vyvažován korigovanou inflací bez PH a vlivem změn daní, ceny potravin působily v průměru neutrálně (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



²⁴ Měřeno meziročním růstem indexu spotřebitelských cen.

pokles. Ve výrazném snižování pokračovaly i ceny pohonných hmot v důsledku dále se prohlubujícího propadu cen ropy. Korigovaná inflace bez pohonných hmot naopak lehce zrychlovala v důsledku pokračujícího rychlého růstu domácí ekonomiky a oživení dynamiky mezd. Nadále tak nejvýrazněji přispívala k růstu spotřebitelských cen, a to i přes dlouhodobě výrazně protiinflační vývoj cen v zahraničí. Regulované ceny dále mírně meziročně klesaly (Graf III.1.3).

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 0,1 procentního bodu. Směrem k vyššímu růstu cen působila harmonizační úprava spotřební daně na cigarety a tabák z konce roku 2014, jejíž dopad do cenové hladiny ve výši 0,2 procentního bodu byl rozložen do prvních měsíců roku 2015. V opačném směru působilo zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na léky, knihy a nenahraditelnou dětskou výživu od začátku loňského roku s dopadem necelé -0,1 procentního bodu.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v průměru nulové hodnoty, cenová hladina se tedy po očistění o výše uvedené daňové změny nezměnila. Měnověpolitická inflace se tak i nadále nacházela výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.

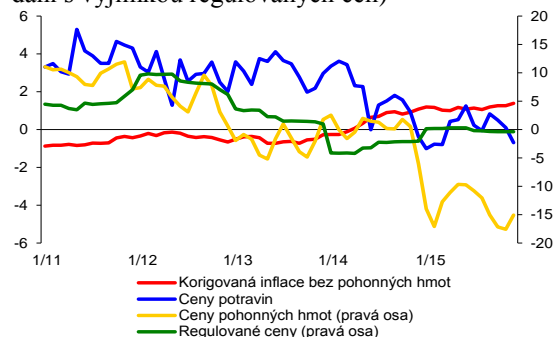
Regulované ceny pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v mírném meziročním poklesu (-0,4 %). Na jejich snížení se nadále nejsilněji podílely změny z počátku loňského roku, které zahrnovaly zejména zrušení regulačních poplatků ve zdravotnictví s výjimkou poplatku za pohotovost a pokles cen elektrické energie pro domácnosti. Snížení cen v těchto položkách bylo částečně kompenzováno lednovým růstem cen plynu pro domácnosti a dále vodného a stočného.

Meziroční růst **tržních cen** měřený čistou inflací²⁵ ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně zpomalil v průměru na 0,1 %. Ve vývoji tržních cen se odrážela dynamika cen potravin, které v prosinci přešly do meziročního poklesu a dále prohloubený pokles cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot naopak lehce zrychlovala (Graf III.1.4).

Ceny potravin, nápojů a tabáku rostly v říjnu a listopadu velmi slabě, v prosinci pak přešly do meziročního poklesu, a to i přes obnovený růst cen zemědělských výrobců. V průměru za čtvrté čtvrtletí 2015 se tak ceny potravin meziročně nezměnily (Graf III.1.5). K jejich slabé dynamice nadále výrazně přispívaly klesající ceny mléka, mléčných výrobků a masa. Zvýraznil se

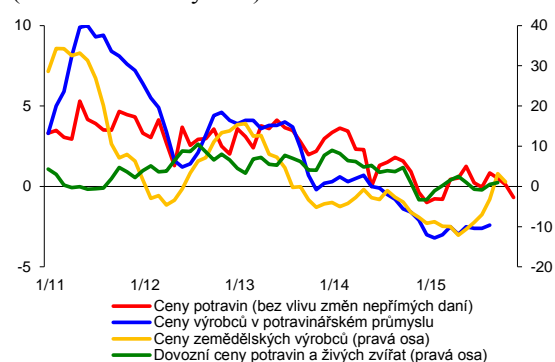
Graf III.1.4 Vývoj složek inflace

Korigovaná inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále lehce zrychlovala, ceny potravin přešly do poklesu, ceny pohonných hmot se nadále výrazně snižovaly (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



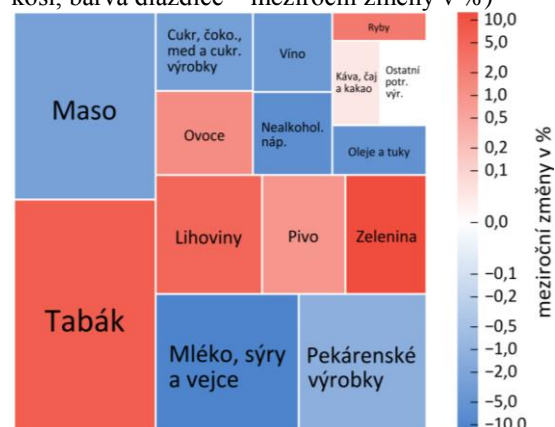
Graf III.1.5 Ceny potravin

Ceny potravin přešly do meziročního poklesu i přes obnovený růst cen zemědělských výrobců a dovozních cen potravin (meziroční změny v %)



Graf III.1.6 Struktura růstu cen potravin, nápojů a tabáku v prosinci 2015

Vedle tabáku a alkoholu rostly ceny ovoce a zeleniny vlivem letního sucha, klesaly naopak ceny mléčných výrobků a masa kvůli zrušení kvót na produkci mléka v EU a zákazu dovozu do Ruska (velikost dlaždice – relativní váha ve spotřebním koši, barva dlaždice – meziroční změny v %)



²⁵ Následující text popisuje meziroční vývoj jednotlivých skupin tržních cen bez vlivu daňových změn.

zároveň pokles cen pekárenských výrobků, čokolády a čokoládových výrobků, jedlých olejů a nealkoholických nápojů. Rostly naopak ceny alkoholických nápojů a tabáku. V souvislosti se suchým létem v loňském roce k růstu cen potravin kladně přispívaly i ceny ovoce, zeleniny a ryb (Graf III.1.6).

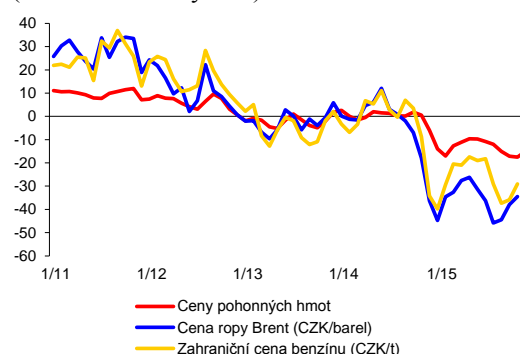
Meziroční pokles **cen pohonných hmot** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále prohloubil a dosáhl průměrné hodnoty -16,6 %, i když v prosinci se již zmírňoval (Graf III.1.7). Ceny pohonných hmot tak následovaly pokračující propad cen ropy Brent i zahraničních cen benzínů.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 lehce zrychlovala (v průměru na 1,3 %; Graf III.1.8). V jejím rámci zrychlil cenový růst jak u obchodovatelných, tak neobchodovatelných statků. Růst **cen obchodovatelných statků**²⁶ dosáhl v prosinci 1 %, a to i přes výrazně protiinflační působení zahraničních cen, které bylo jen částečně kompenzováno slabším kurzem koruny vůči dolaru. K růstu cen v této skupině nejvíce přispěly ceny obuvi a oděvů. Růst **cen neobchodovatelných statků**²⁷ dosáhl v prosinci 1,6 %. Ve vývoji těchto cen se odrážel pokračující růst domácí ekonomické aktivity zejména v sektoru služeb a zlepšující se situace na trhu práce. Na růstu cen neobchodovatelných statků se podílelo především nájemné, ceny dovolených a dále ceny stravovacích a ubytovacích služeb.

Graf III.1.7 Ceny pohonných hmot

Ceny pohonných hmot pokračovaly ve výrazném poklesu v důsledku propadu zahraničních cen ropy a benzínů

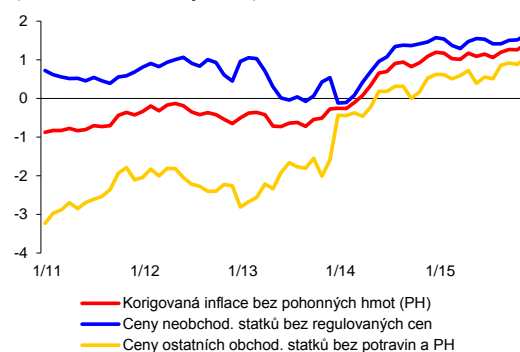
(meziroční změny v %)



Graf III.1.8 Korigovaná inflace bez pohonných hmot

Korigovaná inflace bez PH lehce zrychlovala v důsledku zvýšení obou svých složek

(meziroční změny v %)



²⁶ Ceny ostatních obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjimkou potravin a pohonných hmot.

²⁷ Ceny ostatních neobchodovatelných statků zahrnují především ceny služby s výjimkou regulovaných cen.

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Dovozní ceny v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 dále prohloubily svůj pokles. Za tím stál trvajícím propad cen energetických i neenergetických surovin při současném zastavení růstu cen komodit s vyšším stupněm zpracování. Nízké ceny dovážených vstupů dále přispívaly k rychlému meziročnímu poklesu cen průmyslových výrobců, zejména ve zpracovatelském průmyslu. Ceny zemědělských komodit začaly od října 2015 meziročně růst vlivem zvyšování cen rostlinných produktů (zatímco živočišné produkty setrvaly v cenovém poklesu). Růst cen stavebních prací byl i nadále nevýrazný a jen mírně přesáhl úroveň 1 %. Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku meziročně slabě klesaly.

III.2.1 Dovozní ceny

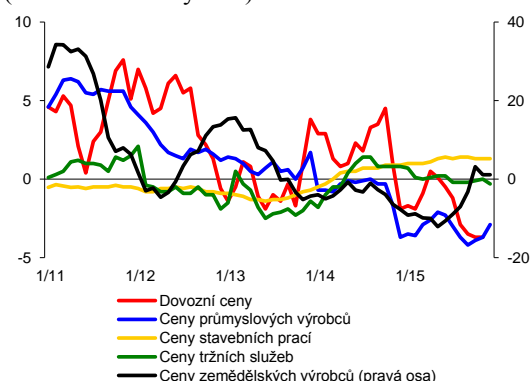
Dovozní ceny v průběhu října a listopadu dále mírně prohloubily svůj meziroční pokles (na -3,7 % v listopadu; Graf III.2.1). Další zesílení poklesu dovozních cen bylo dáno zejména pokračujícím výrazným propadem cen minerálních paliv a maziv při současném zrychlení poklesu dovozních cen polotovarů a neenergetických surovin. Kladný příspěvek cen komodit s vyšším stupněm zpracování, které v prvních třech čtvrtletích loňského roku částečně kompenzovaly vliv propadu cen komodit, se v říjnu a listopadu snížil k nule (Graf III.2.2).

Pokles dovozních cen byl nadále nejvýrazněji ovlivněn vývojem cen ve skupině **minerálních paliv**, jejichž meziroční propad se v porovnání se zářím v říjnu a listopadu nepatrně zmínil (Graf III.2.2). Cena ropy Brent na světových trzích v závěru roku 2015 dále rychle klesala, v meziročním srovnání však byly její poklesy o více než 10 procentních bodů nižší oproti třetímu čtvrtletí (-42,3 % v listopadu; Graf III.2.3). Světové ceny zemního plynu, které vývoj cen ropy obvykle následují se zpožděním, však dále zesílily svůj meziroční pokles až na -42,6 % v listopadu. Dopad rychle klesajících světových cen energetických surovin do domácích cen byl přitom nadále významně tlumen meziročním oslabením kurzu CZK/USD, i když v menší míře než v průběhu třetího čtvrtletí 2015. Za těchto okolností se meziroční pokles dovozních cen minerálních paliv zmínil oproti září o 2 procentní body (na -25,9 % v listopadu; Tab. III.2.1).

Ve skupině **neenergetických surovin** došlo ke zrychlení meziročního poklesu dovozních cen oproti třetímu čtvrtletí (na -9,8 % v listopadu). Obdobně se vyvíjely i dovozní ceny **polotovarů**, které v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2015 zrychlily svůj meziroční pokles (až na -3,6 % v listopadu). Z hlavních sledovaných skupin tak slabě rostly pouze dovozní ceny **potravin a živých zvířat**, ovšem i v této skupině se meziroční růst v listopadu zastavil. K jejich růstu přitom

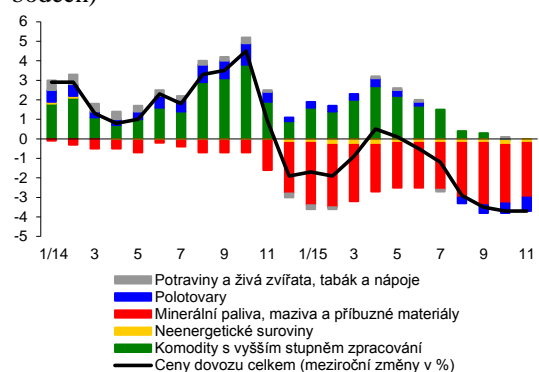
Graf III.2.1 Dovozní ceny a ceny výrobců

Pokles dovozních cen ve čtvrtém čtvrtletí zesílil, naopak u cen průmyslových výrobců se zmínil; ceny zemědělských výrobců slabě rostly, stejně jako ceny ve stavebnictví; v tržních službách ceny stagnovaly (meziroční změny v %)



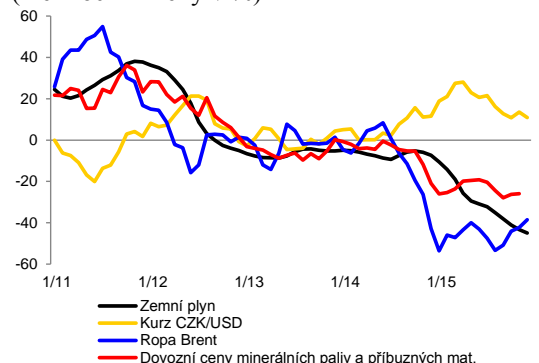
Graf III.2.2 Dovozní ceny

Na poklesu dovozních cen mají nejvyšší podíl snižující se ceny energetických surovin (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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 %)



přispívaly především ceny dováženého ovoce a zeleniny při trvajícím poklesu cen masa a mléka (Tab. III.2.1).

Meziroční růst **dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování** postupně zvolňoval, v říjnu a listopadu 2015 pak tyto ceny meziročně zhruba stagnovaly. K tomu přispělo prohloubení poklesu dovozních cen chemikálií a příbuzných výrobků, jejichž vývoj je s určitým zpožděním rovněž ovlivněn rychle klesajícími cenami ropy. Současně dovozni ceny strojů a dopravních prostředků i průmyslového spotřebního zboží ve srovnání se třetím čtvrtletím dále zvolnily svůj meziroční růst (na 1,4 %, resp. 1,3 % v listopadu; Tab. III.2.1). V rámci první jmenované skupiny rychle klesaly především ceny dovážených strojů a zařízení pro průmyslové užití, zároveň růst dovozních cen elektrických zařízení i silničních vozidel byl pouze slabě kladný (meziročně o 0,2 %, resp. 0,7 %).

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Vývoj **cen průmyslových výrobců** byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nadále nejvíce ovlivňován rychle klesajícími cenami dovážených vstupů, zejména cenami ropy, ale i dalších neenergetických surovin. Proto i nadále přetrvával výrazný meziroční pokles cen průmyslových výrobců, který se však v závěru loňského roku postupně zmínil (až na -2,9 % v prosinci; Graf III.2.4).

Hluboký meziroční pokles cen průmyslových výrobců byl nejzřetelnější u **sloučeného indikátoru cen výrobců energií a služeb spojených s vodou**²⁸ (Graf III.2.4). Bližší pohled do struktury tohoto indikátoru přitom ukazuje na značně rozdílný vývoj jeho jednotlivých složek v závěru loňského roku.

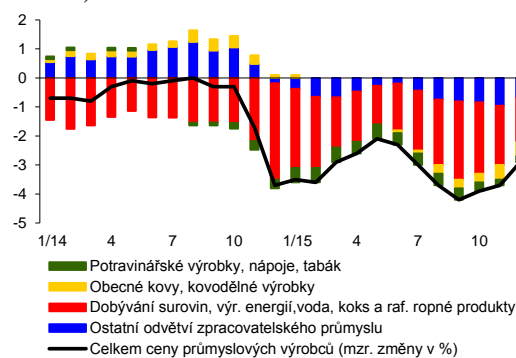
V odvětvích, kde jsou zpravidla ceny výrobců upravovány na počátku roku, byl jejich vývoj stabilní. Týkalo se to odvětví **elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch**, kde se meziroční pokles cen pohyboval od počátku roku 2015 na úrovni necelé 1 %, a **odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami**, jejichž ceny si ve stejném období udržovaly stabilní tempo růstu na úrovni 3,4 % (Graf III.2.5). V odvětví **těžby a dobývání** ceny výrobců nadále klesaly, i když v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 jejich pokles zpomalil (na -0,5 % v prosinci). Vlivem nízké váhy tohoto odvětví se však tato změna ve sloučeném indikátoru příliš

Tab. III.2.1 Struktura vývoje dovozních cen
Celkový pokles dovozních cen surovin zesílil, růst cen komodit s vyšší přidanou hodnotou se zmínil (meziroční změny v %)

	8/15	9/15	10/15	11/15
DOVOZ CELKEM	-2,9	-3,5	-3,7	-3,7
z toho:				
potraviny a živá zvířata	-0,8	0,7	1,4	0,0
nápoje a tabák	-1,0	-1,0	-3,0	-3,8
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-6,6	-7,3	-8,1	-9,8
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-24,4	-27,9	-26,3	-25,9
živočišné a rostlinné oleje	5,6	8,3	6,5	7,3
chemikálie a příbuzné výrobky	-3,5	-4,5	-6,2	-6,1
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	-2,0	-2,1	-2,8	-3,6
stroje a dopravní prostředky	1,5	1,3	1,3	1,4
průmyslové spotřební zboží	2,6	2,0	1,0	1,3

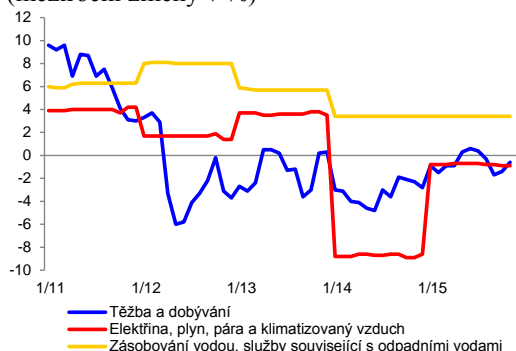
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců

Pokles cen průmyslových výrobců se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 postupně zmírňoval v souvislosti se zpomalením meziročního propadu cen ropy (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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 %)



²⁸ 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 sloučeno s odvětvími těžba a dobývání, elektřina, plyn, pára a klimatizovaný vzduch a zásobování vodou, služby související s odpadními vodami.

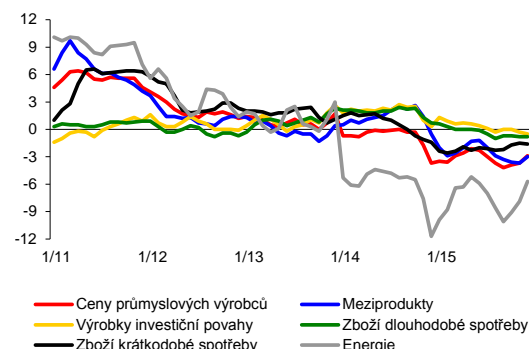
neprojevila. Rozhodující vliv na výši záporného příspěvku tak i ve čtvrtém čtvrtletí 2015 měl vývoj cen v odvětví **koksu a rafinovaných ropných produktů**. V souvislosti se zmírněním meziročního poklesu světových cen ropy během čtvrtého čtvrtletí loňského roku došlo k postupnému snížení záporného příspěvku tohoto odvětví. Tato skutečnost se projevila i v třídění podle hlavních průmyslových skupin (Graf III.2.6), kde se rovněž postupně zmírňoval pokles cen energií.

Vývoj světových cen ropy se promítal také do cen výrobců chemických látek, jejichž meziroční pokles se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 postupně snižoval (až na -7,1 % v prosinci). Stejně tak i v potravinářském průmyslu došlo ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku ke zmírnění meziročního poklesu cen výrobců. V cenách potravin se tak se zpožděním začal projevovat vliv rostoucích cen zemědělských výrobců. Naproti tomu v odvětví kovů a kovodělných výrobků došlo k dalšímu prohloubení poklesu cen výrobců (na -4,6 %). V ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu klesaly ceny výrobců rychleji. Týkalo se to dopravních prostředků, elektrických zařízení, PC, elektronických a optických přístrojů.²⁹ V souhrnu se meziroční pokles **cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zmírnil (na -3,5 % v prosinci), i tak však zůstal nadále výrazný. K tomuto vývoji přispěly nejen trvale nízké světové ceny ropy a přetrvávající pokles cen výrobců v efektivní eurozóně, ale i mírné meziroční posílení kurzu CZK/EUR.

Ceny průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2015 klesaly rychleji v porovnání s prognózou ze 7. SZ. K nejvýraznější odchylce přitom došlo u cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu, které ve čtvrtém čtvrtletí poklesly meziročně v průměru o 0,7 procentního bodu více, než očekávala minulá prognóza. Prognóza cen výrobců v odvětví elektřiny, plynu a vody se naplnila, v odvětví těžby a dobývání klesaly ceny naopak méně. Aktuálně pozorovaný propad cen průmyslových výrobců na hodnotě -2,9 % se podle **nové prognózy** na počátku roku 2016 lehce zmírní, ve druhém čtvrtletí však dojde opět k jeho prohloubení, což je dáno předpokladem o vývoji cen ropy, benzínů i cen výrobců v efektivní eurozóně. Poté se pokles cen výrobců bude postupně zmírňovat a v závěru roku by ceny měly již slabě meziročně růst. V příštím roce prognóza očekává postupné zrychlování růstu cen výrobců až na úroveň 1,4 %. Proti rychlejšímu růstu cen výrobců bude působit apreciacie měnového kurzu po očekávaném ukončení kurzového závazku. Oproti minulé predikci předpokládá nová prognóza výraznější pokles cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu zvláště na krátkém konci prognózy (nižší pozorované hodnoty i výhled cen výrobců v eurozóně). Rovněž výhled cen výrobců v odvětví těžby a dobývání se posouvá směrem dolů. Ve skupině

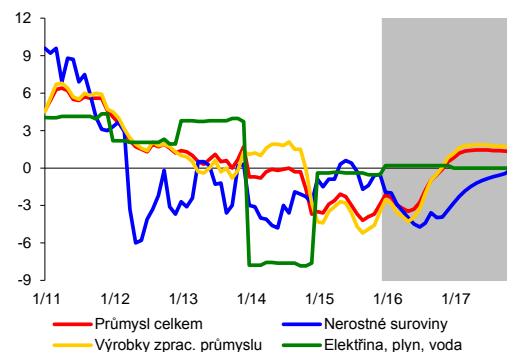
Graf III.2.6 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin

Ceny výrobců klesají ve všech hlavních průmyslových skupinách, nejvíce ceny energií (meziroční změny v %)



Graf SZ III.2.1 Prognóza cen průmyslových výrobců

Aktuální pokles cen výrobců a jejich prognózovaný jen pozvolný návrat k růstu je výrazně ovlivněn výhledem nízkých cen ropy a utlumeného vývoje cen výrobců v efektivní eurozóně (meziroční změny v %, vybraná odvětví)



²⁹ Slabě rostly pouze ceny výrobců nábytku a ostatních výrobků zpracovatelského průmyslu.

elektrina, plyn a voda prognóza očekává zhruba stagnaci cen v letošním i příštím roce, což je dáno předpokladem o poklesu cen elektrické energie a růstu cen ve skupině zásobování vodou (Graf SZ III.2.1).

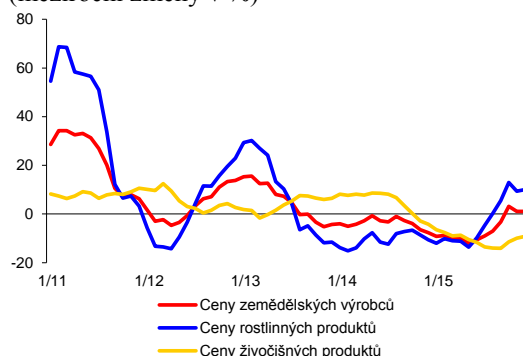
Ceny zemědělských výrobců

Na začátku čtvrtého čtvrtletí 2015 ceny zemědělských výrobců přešly po 26 měsících poklesu do meziročního růstu, ten se však v jeho průběhu zmírnil (na 1,1 % prosinci, Graf II.2.7). Za obnovením jejich meziročního růstu stálo jak zrychlení dynamiky cen v rostlinné výrobě (na 10 % v listopadu), tak i zmírnění poklesu cen v živočišné výrobě (na -9,2 %). V rostlinné výrobě dále zrychlil cenový růst u většiny položek zeleniny (včetně brambor) a ovoce a současně došlo k obnovení růstu cen váhově významných položek olejnin a obilnin. U cen živočišných produktů se meziroční pokles zmírnil vlivem růstu cen skotu a zmírnění poklesu cen prasat. I nadále byl vykázán výrazný pokles cen mléka, který se však oproti závěru předchozího čtvrtletí rovněž lehce zmírnil (na -17,5 % v prosinci).

Na obnovení meziročního růstu cen zemědělských výrobců v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 mělo vliv postupné odeznívání vlivu několika významných faktorů. Jednak se již dále neprohluboval pokles cen v rostlinné výrobě, který byl významně ovlivněn nadprůměrnými sklizněmi v letech 2014 i 2015, a u některých komodit již došlo v závěru roku k oživení růstu cen (brambory, olejniny). Rovněž se již dále neprohluboval vliv zavedení odvetných obchodních sankcí ze strany Ruska vůči EU z druhé poloviny roku 2014 a zrušení mléčných kvót v EU počínaje dubnem loňského roku. Pokračující meziroční oslabení kurzu CZK/USD v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 působilo rovněž ve směru růstu cen zemědělských výrobců.

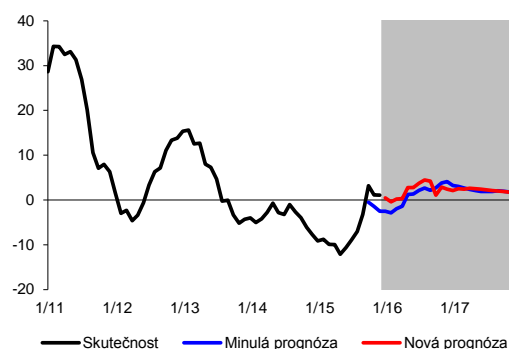
Nová prognóza cen zemědělských výrobců očekává v prvním čtvrtletí letošního roku jejich jen velmi slabý meziroční růst, který se začne zvyšovat od druhého čtvrtletí, a to k hodnotám okolo 4 % (Graf SZ III.2.2). Za tím bude stát jak očekávané mírné oživení cen komodit na světových trzích, tak i postupné odeznění vlivu jednorázových faktorů, které v posledních dvou letech působily na pokles cen zemědělských výrobců v EU. Vliv rostoucího výhledu cen komodit na světových trzích bude v průběhu roku 2017 tlumen nominálním posilováním kurzu koruny, což růst cen zemědělských výrobců zmírní až k hodnotám pod 2 %. Oproti 7. SZ se prognóza přehodnocuje pro letošní rok proinflačním směrem. Na to mají vliv zejména vyšší pozorovaná data v závěru loňského roku. Pro rok 2017 se prognóza téměř nemění.

Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců
Na konci loňského roku ceny zemědělských výrobců v průměru jen slabě rostly (meziroční změny v %)



Graf SZ III.2.2 Prognóza cen zemědělských výrobců

Růst cen zemědělských výrobců je prognózou očekáván až ve druhé polovině roku 2016 (meziroční změny v %)



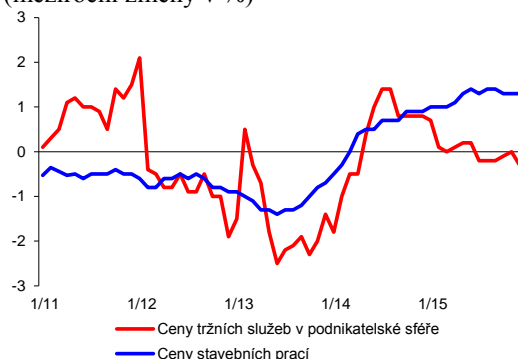
Ostatní cenové okruhy produkční sféry

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 se meziroční růst **cen stavebních prací** nadále udržoval na hodnotách mírně přesahujících jedno procento (v prosinci 1,3 %; Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví prohloubily svůj pokles (na -1,4 % v prosinci).

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru setrvaly i ve čtvrtém čtvrtletí ve slabém meziročním poklesu (-0,3 % v prosinci; Graf III.2.8). K nejrychlejšímu meziročnímu poklesu došlo u cen informačních služeb, váhově významné ceny služeb v dopravě a skladování se však také snížily o více než 2 %. Nižší byly též ceny pojistných služeb, služeb v oblasti nemovitostí i právních služeb. Ceny v dalších odvětvích stagnovaly nebo jen velmi slabě rostly. Jediným odvětvím, které zaznamenalo zřetelný cenový růst, byly poštovní a kurýrní služby.

Graf III.2.8 Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru

Růst cen stavebních prací se udržoval mírně nad 1 %, ceny tržních služeb dále slabě klesaly (meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu ve třetím čtvrtletí 2015 mírně zrychlil na 4,7 %. V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 0,7 %. Na meziročním růstu produktu se i nadále podílely všechny složky poptávky s výjimkou čistého vývozu. Na straně nabídky růst hrubé přidané hodnoty dále zrychlil, přičemž k němu přispěly zhruba stejnou měrou průmysl a služby. Výkon ekonomiky se díky tomu přiblížil svému potenciálu.

III.3.1 Domácí poptávka

Dynamický meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf III.3.1) byl tažen **domácí poptávkou**. Její meziroční růst zůstal i ve třetím čtvrtletí 2015 rychlý (5,2 %), i když nepatrně zvolnil. K růstu domácí poptávky přispěly všechny její složky (Graf III.3.2). Oproti první polovině roku došlo ke znatelnému zmírnění růstu zásob, které však bylo téměř zcela kompenzováno nárůstem spotřeby vlády a mírným zvýšením dynamiky tvorby hrubého fixního kapitálu. Spotřeba domácností si udržela růstové tempo z předchozího čtvrtletí.

Konečná spotřeba

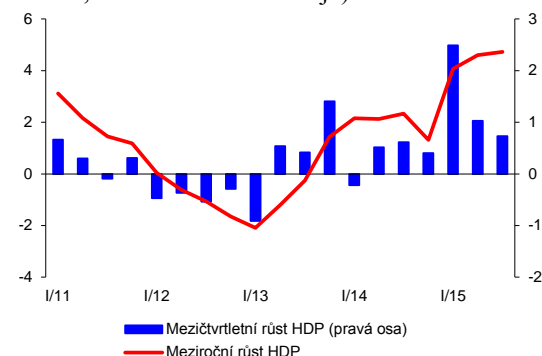
Ve třetím čtvrtletí 2015 pokračoval znatelný meziroční růst reálných **výdajů domácností na konečnou spotřebu** (3 %; Graf III.3.3). Obdobný růst spotřeby domácností jako v předchozím čtvrtletí byl však tentokrát dosažen při nižším růstu hrubého disponibilního důchodu, což se projevilo ve snížení míry úspor.

Meziroční růst nominálního **hrubého disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, ve třetím čtvrtletí 2015 znatelně zvolnil (o 2 procentní body na 1,5 %; Graf III.3.3). Jeho reálná kupní síla se tak při téměř nulovém růstu deflátoru spotřeby domácností zvýšila o 1,4 %. Mzdy a platy ve třetím čtvrtletí 2015 zrychlily svůj meziroční růst (na 4,7 %), čímž při svém téměř 60% podílu na disponibilním důchodu přispěly významně k jeho zvýšení (Graf III.3.4). Kladně, avšak v nižší míře než v předchozím čtvrtletí, přispěly také sociální dávky a ostatní transfery. Naopak ve směru nižšího růstu hrubého disponibilního důchodu působil výrazně záporný příspěvek daní a sociálních příspěvků, který odrážel rostoucí zdanitelné příjmy domácností. Meziroční pokles zaznamenaly také příjmy podnikatelů i důchody z vlastnictví.

Míra úspor³⁰ domácností se ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně snížila o více než 1 procentní bod na 9,1 %. Současně pouze

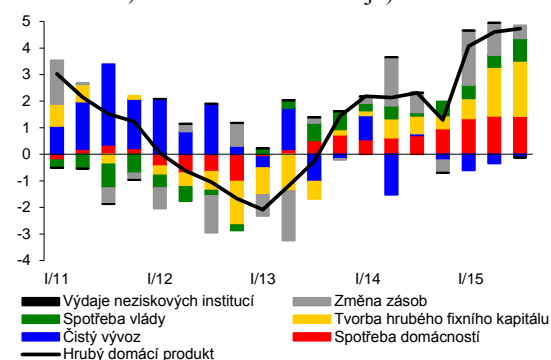
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt

Ve třetím čtvrtletí 2015 meziroční růst HDP dále mírně zrychlil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



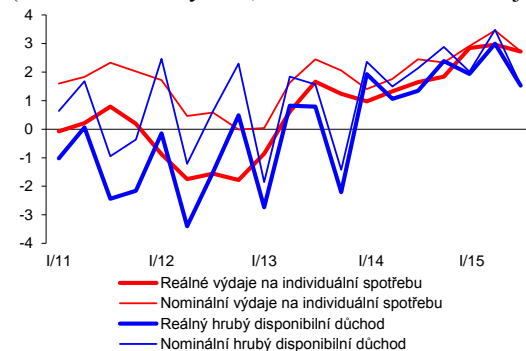
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP

K růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2015 přispěla opět nejvíce hrubá tvorba fixního kapitálu (přspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu

Spotřeba domácností rostla ve třetím čtvrtletí 2015 rychleji než hrubý disponibilní důchod (meziroční změny v %, sezonně neočištěné údaje)



³⁰ Podle sezonně neočištěných údajů.

mírné zrychlení roční míry růstu spotřebitelských úvěrů (na 2,7 % v listopadu) zatím nenaznačovalo znatelné zvýšení zájmu domácností o financování spotřeby z úvěrových zdrojů (viz kapitola III.5).

Růst **spotřebních výdajů** se již třetí čtvrtletí v řadě realizoval ve všech sledovaných skupinách (Graf III.3.5). Na rozdíl od předchozích čtvrtletí však k růstu spotřeby domácností přispělo nejvíce zvýšení výdajů na služby, zatímco lehce poklesl příspěvek výdajů domácností na předměty krátkodobé a střednědobé spotřeby. Výdaje na dlouhodobou spotřebu rostly obdobně jako v předchozím čtvrtletí.

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** pokračoval v listopadu i prosinci loňského roku výrazný meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb, a to jak v motoristickém segmentu, tak ve zbytku maloobchodu. Indikátor spotřebitelské důvěry dále vzrostl a v lednu 2016 dosáhl historicky nejvyšších hodnot (Graf III.3.6).

Meziroční růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve třetím čtvrtletí 2015 prudce zrychlil (na 4,4 % z 2,3 % v předchozím čtvrtletí), což bylo způsobeno zejména rozsáhlými opravami a údržbou silnic při snaze dočerpávat prostředky z EU fondů. Kladný příspěvek spotřeby vlády k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu se tak zvýšil na 0,9 procentního bodu (Graf III.3.2).

Investice

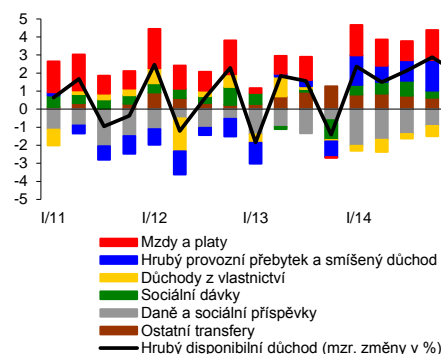
Meziroční růst **fixních investic** ve třetím čtvrtletí 2015 dále zrychlil, a to o 0,9 procentního bodu na 8,3 %³¹ (Graf III.3.7).

Vysoké investiční aktivitě dominoval³² zejména zrychlující růst fixních investic **sektoru vlády** (ve třetím čtvrtletí 2015 o více než 30 %; Graf III.3.7). Vládní investice byly ve zvýšené míře směřovány do budov a staveb, což odráželo pokračující úsilí o dočerpání prostředků ze strukturálních EU fondů zejména na realizaci infrastrukturních projektů (Graf III.3.8).

Významný, i když nižší než v předchozím čtvrtletí, byl také příspěvek investic **sektoru nefinančních podniků**. Ty ve třetím čtvrtletí 2015 rostly meziročně o 3 %. Opětovně přitom byly směřovány do dopravních prostředků, strojů a zařízení. Podle konjunkturních ukazatelů ČSÚ nadále přetrvává pozitivní náhled nefinančních podniků na budoucí vývoj poptávky. Stejný obrázek poskytují též poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za čtvrté čtvrtletí 2015, dle kterých

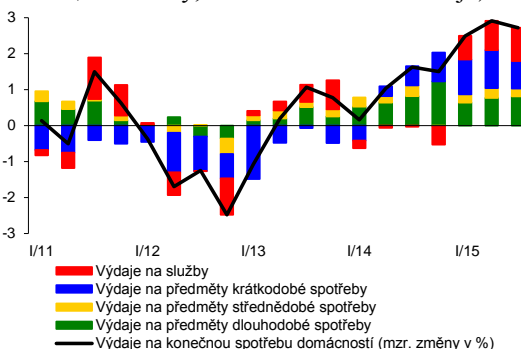
Graf III.3.4 Disponibilní důchod

K růstu disponibilního důchodu přispěla zrychlená dynamika mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěné údaje)



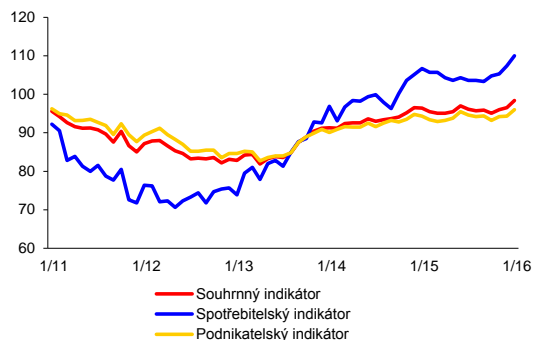
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností

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



Graf III.3.6 Indikátory důvěry

Důvěra spotřebitelů vzrostla na historicky nejvyšší hodnoty (průměr roku 2005 = 100)



³¹ Podle sezonně očištěných údajů ve stálých cenách.

³² Podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách.

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

Investice **sektoru domácností** navázaly ve třetím čtvrtletí 2015 na mírný pokles z předchozího čtvrtletí (Graf III.3.7). Zastavil se přitom růst investic do obydlí³³, které jsou významnou složkou celkových fixních investic domácností (Graf III.3.9). Některé indikátory však naznačují možnost opětovného nárůstu investic domácností do obydlí. Jde především o důvěru domácností v příznivý budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti, která se nachází na historicky nejvyšších hodnotách. Přitom podmínky financování investic do obydlí zůstávají nadále příznivé a jsou doprovázeny pokračujícím růstem nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2) a cen nemovitostí (viz kapitola III.5.7). Dále pokračoval také meziroční nárůst počtu zahájených staveb bytů (o 5,1 % ve třetím čtvrtletí 2015).

Zatímco v první polovině roku 2015 přispěla meziroční dynamika **stavu zásob** výrazně ke zrychlení ekonomické aktivity, ve třetím čtvrtletí se její příspěvek ztelně snížil (Graf III.3.2). Podle údajů ČSÚ rostly i nadále zásoby materiálu a zboží v odvětvích zpracovatelského průmyslu a obchodu.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2015 se **čistý vývoz zboží a služeb**³⁴ čtvrté čtvrtletí v řadě meziročně mírně snižoval (o 1,6 mld. Kč; Graf III.3.10), a přispěl tak znovu záporně k růstu hrubého domácího produktu. Oproti první polovině roku 2015 se však jeho záporný příspěvek k dynamice HDP zmírnil (na -0,1 procentního bodu). Meziroční pokles čistého vývozu byl obdobně jako v předchozím čtvrtletí důsledkem vývoje bilance zboží, jejíž přebytek se v reálném vyjádření nadále meziročně snižoval. Pokles přebytku zboží byl však zhruba ze tří čtvrtin vyvážen růstem přebytku bilance služeb. Meziroční pokles čistého vývozu byl spojen s pokračujícím předstihem růstu dovozu před růstem vývozu o téměř 1 procentní bod (Graf III.3.10), přičemž celkový obchodní obrat meziročně zrychlil.

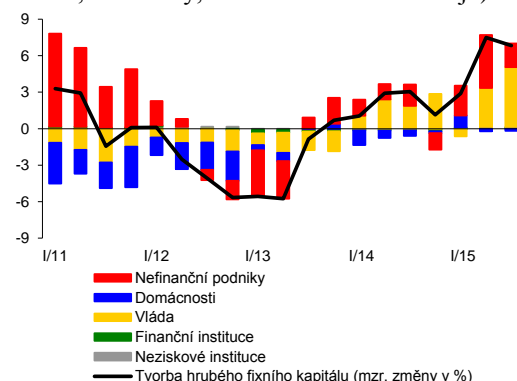
Zvýšení tempa růstu **celkového vývozu** (na 8,2 %) bylo dáno mírně zrychlující dynamikou vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Ke zrychlení celkového vývozu přispěla vyšší dynamika vývozu zboží (8,8 %), zatímco růst vývozu služeb ve srovnání s předchozím čtvrtletím ztelně zpomalil.

³³ Ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhl jejich meziroční růst jen 0,3 %, zatímco v předchozím čtvrtletí činil 2,3 %.

³⁴ V cenách roku 2010, sezonně očištěno.

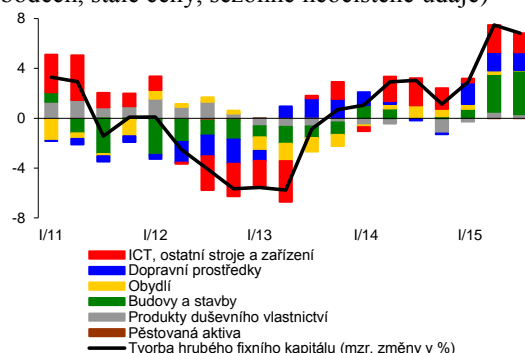
Graf III.3.7 Investice podle sektorů

K rychlému růstu fixních investic ve třetím čtvrtletí 2015 nejvíce přispěl sektor vlády (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



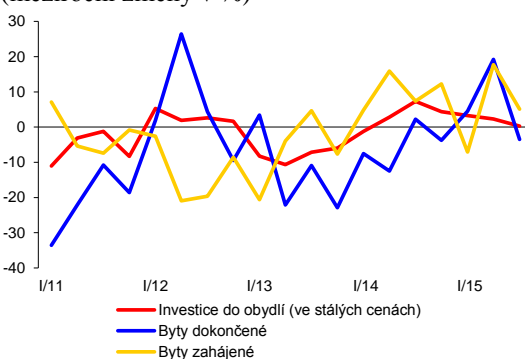
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu

K růstu fixního kapitálu přispěly zejména investice do budov a staveb, rostly však také investice do dopravních prostředků i strojů a zařízení (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



Graf III.3.9 Investice do obydlí

Růst investic do obydlí se ve třetím čtvrtletí 2015 zastavil, počet zahájených staveb bytů však dále rostl (meziroční změny v %)



Celkový dovoz meziročně zrychlil svůj růst v obdobném rozsahu jako celkový vývoz (na 9,1 %). To souviselo zejména s vysokou dovozní náročností vývozu při pokračujícím rychlém růstu celkové domácí poptávky. Ke zrychlení celkového dovozu přispěl silný růst dovozu zboží (10,8 %), zatímco dovoz služeb zaznamenal po šesti čtvrtletích mírný pokles. V rámci dovozu zboží přitom rostly výrazně rychleji dovozy pro investice a konečnou spotřebu než dovoz pro mezispotřebu.

III.3.3 Nabídka

Pozvolné zrychlování meziročního růstu **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách pokračovalo i ve třetím čtvrtletí 2015 (Graf III.3.11). Jeho meziroční tempo dosáhlo 4,3 %, což bylo o 0,4 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. V mezičtvrtletním srovnání tempo růstu hrubé přidané hodnoty rovněž zrychlilo (na 1,2 %). Příznivý vývoj přidané hodnoty byl podpořen rostoucí domácí i zahraniční poptávkou.

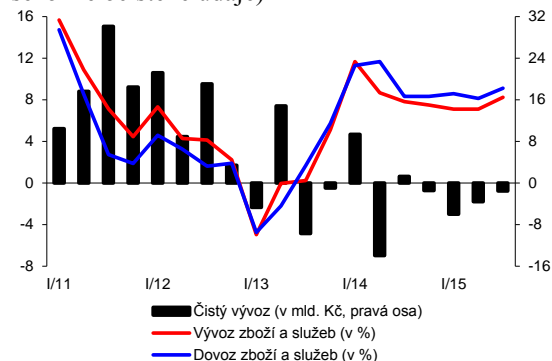
V rámci **průmyslu** byl vliv zvyšující se poptávky na vývoj výkonů patrný ve zpracovatelském průmyslu, kde tempo meziročního růstu hrubé přidané hodnoty zrychlilo ve třetím čtvrtletí 2015 na výrazných 7,9 %. Podíl zpracovatelského průmyslu na celkovém meziročním růstu hrubé přidané hodnoty v české ekonomice byl téměř poloviční, když dosáhl 2,1 procentního bodu (Graf III.3.11). V odvětví těžby, výroby a rozvodu energií hrubá přidaná hodnota naopak nadále klesala, i když její záporný příspěvek byl s ohledem na malou váhu tohoto odvětví nevýrazný.

Z **hlediska užití** rostla nejrychleji průmyslová výroba pro krátkodobou spotřebu (o 7,5 %), vysoké tempo si však i přes určité zpomalení nadále udržela rovněž výroba pro investice (5,7 %). Produkce pro mezispotřebu naopak zpomalila meziroční růst o více než 2 procentní body (na 3,7 %), dynamika produkce pro dlouhodobou spotřebu víceméně stagnovala na hodnotách druhého čtvrtletí (4,3 %). Růst výroby ve zpracovatelském průmyslu měl nadále poměrně plošný charakter, když se na něm podílela většina sledovaných odvětví.³⁵

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** meziroční reálný růst sezonně očištěné průmyslové produkce v říjnu zrychlil (na 6,3 %), v listopadu naopak zpomalil (na 3,2 %; Graf III.3.12). Tržby z průmyslové činnosti po překvapivém poklesu v září rostly v říjnu a listopadu tempy na úrovni 2 %.

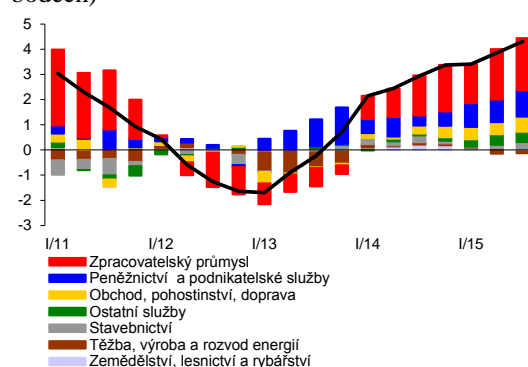
Graf III.3.10 Vývoz a dovoz

Růst vývozu i dovozu ve třetím čtvrtletí 2015 mírně zrychlil, přičemž čistý vývoz pokračoval ve svém mírném meziročním poklesu (meziroční změny v % a v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



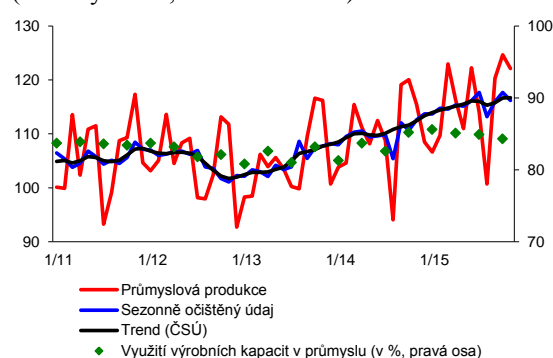
Graf III.3.11 Podíly odvětví na růstu HPH

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



Graf III.3.12 Průmyslová produkce

Průmyslová produkce nadále meziročně rychle rostla, využití výrobních kapacit zůstalo vysoké (bazický index, rok 2010 = 100)



³⁵ Produkce meziročně poklesla pouze v těchto odvětvích: výroba usní a souvisejících výrobků, tisk a rozmnožování nahaných nosičů, výroba chemických látek a chemických přípravků, výroba ostatních dopravních prostředků a opravy a instalace strojů a zařízení.

To bylo dáno trvalým poklesem domácích tržeb, zatímco tržby z přímého vývozu si udržely růst mírně překračující 5 %. Nové průmyslové zakázky, indikující zejména budoucí vývoj produkce a tržeb, po přechodném výrazném zpomalení v září opět v říjnu a listopadu výrazně vzrostly (o 6,5 % resp. 7,2 %). Jejich růst byl přitom dominantně dán zahraničními zakázkami meziročně rostoucími zhruba o 10 %, zatímco růst domácích zakázek jen slabě přesáhl jedno procento (Graf III.3.13).

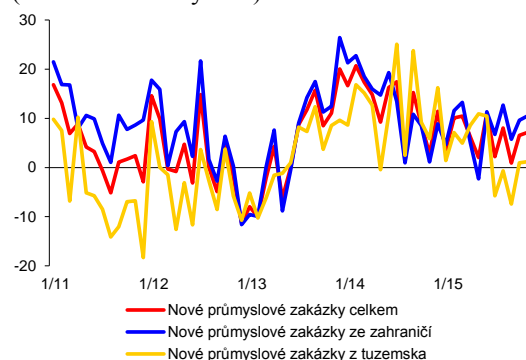
Podle lednových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se v průmyslu dále mírně snížil počet podniků, které označily **nedostatečnou poptávku za bariéru růstu** (Graf III.3.14). Poté, co tento ukazatel v říjnu rychle poklesl o 5 procentních bodů, se v lednu dále snížil o 0,4 procentního bodu, a dosáhl tak nejnižší hodnoty za poslední více než čtyři roky. Současně došlo ke zvýšení významu bariéry růstu v podobě nedostatku zaměstnanců, takže podíl podniků, které nejsou omezeny žádnou bariérou, zhruba stagnoval. Přitom využití výrobních kapacit v průmyslu i v jeho hlavní části – zpracovatelském průmyslu – se v lednu slabě snížilo, nadále se ale udrželo na vysokých úrovních.

Souhrnný příspěvek odvětví **obchodu, pohostinství, dopravy a dalších služeb** k meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty v základních cenách byl již třetí čtvrtletí v řadě stejný jako příspěvek zpracovatelského průmyslu (2,1 procentního bodu ve třetím čtvrtletí 2015; Graf III.3.11). Přitom stejně jako v předchozím čtvrtletí se podílela na růstu přidané hodnoty všechna sledovaná pododvětví terciárního sektoru, nejvíce pak obchod, doprava, ubytování a pohostinství (0,6 procentního bodu) a dále pak profesní, vědecké, technické a administrativní činnosti (0,4 procentního bodu³⁶). To svědčilo o znatelném promítání zrychlujícího hospodářského růstu do odvětví služeb v posledním období.

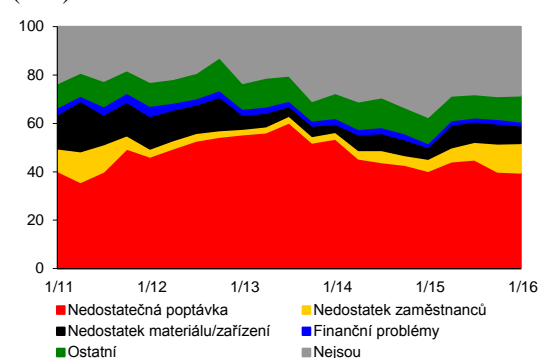
Příspěvek **stavebnictví** k růstu hrubé přidané hodnoty se ve třetím čtvrtletí 2015 zvýšil (na 0,3 procentního bodu při 5,5% meziročním růstu), a to především díky rychlému růstu produkce inženýrského stavitelství. Podle posledních dostupných měsíčních údajů ČSÚ však začal objem stavební produkce v říjnu a listopadu meziročně klesat. Tento výkyv byl způsoben propadem produkce pozemního stavitelství a rovněž zpomalením růstu produkce inženýrského stavitelství z hodnot převyšujících 20 % na zhruba poloviční tempa. Počet vydaných stavebních povolení i orientační hodnota ohlášených staveb nicméně v závěru roku 2015 rostly.

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu (Graf III.3.15) ukazuje na růst konjunkturálního indikátoru

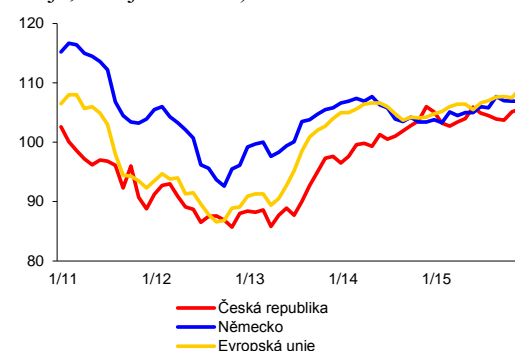
Graf III.3.13 Nové průmyslové zakázky
Růst nových průmyslových zakázek byl tažen zakázkami ze zahraničí (meziroční změny v %)



Graf III.3.14 Bariéry růstu v průmyslu
Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu se dále mírně snížil, zároveň vzrostl význam nedostatku zaměstnanců (v %)



Graf III.3.15 Ekonomický sentiment
Indikátor ekonomického sentimentu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v ČR a v EU rostl, zatímco v Německu zhruba stagnoval (dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



³⁶ V tomto odvětví se přidaná hodnota ve druhém čtvrtletí 2015 meziročně zvýšila o výrazných 5,2 %.

pro ČR v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015. Nicméně z dlouhodobějšího pohledu tento indikátor v průběhu posledního roku víceméně stagnuje, resp. kolísá kolem dosažené úrovně. Naproti tomu v Německu i Evropské unii tento indikátor v posledním roce trendově mírně rostl, i když v případě Německa se jeho růst v závěru loňského roku zastavil.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve třetím čtvrtletí 2015 rostl potenciální produkt dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** meziročně o 2,3 % (Graf III.3.16). Silný meziroční růst ekonomické aktivity pozorovaný v první třech čtvrtletích loňského roku vyústil ve znatelné přivření mezery výstupu, která se tak podle této metody nacházela již jen mírně v záporných hodnotách (-0,4 % z potenciálního produktu; Graf III.3.17).

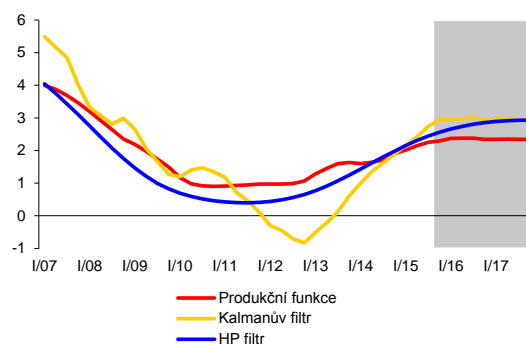
Na **prognóze** poroste potenciální produkt zhruba stabilním tempem, přičemž se bude zvyšovat příspěvek produktivity a kapitálu při pozvolna klesajícím příspěvku zaměstnanosti (Graf III.3.18). Mezera výstupu dle produkční funkce by se měla v příštích čtvrtletích dále uzavírat, do mírně kladných hodnot přejde v závěru letošního roku a tam setrvá po celý rok 2017.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³⁷ indikuje lehce vyšší tempo růstu potenciálního produktu (2,4 % ve třetím čtvrtletí 2015) v porovnání s výpočtem pomocí produkční funkce. Mezera výstupu se podle této metody díky výraznému růstu HDP v první polovině loňského roku již uzavřela.

Výpočet pomocí **Kalmanova filtru** naznačuje pro třetí čtvrtletí 2015 ještě vyšší meziroční tempo růstu potenciálního produktu (2,7 %). Dle této metody se mezera výstupu rovněž uzavřela již ve druhém čtvrtletí 2015.

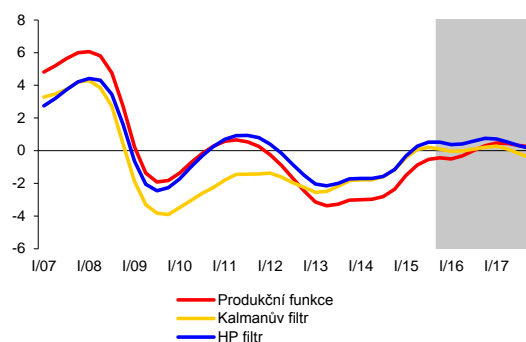
Graf III.3.16 Potenciální produkt

Tempo růstu potenciálního produktu se ve třetím čtvrtletí 2015 dle všech metod nacházelo nad 2 % (meziroční změny v %)



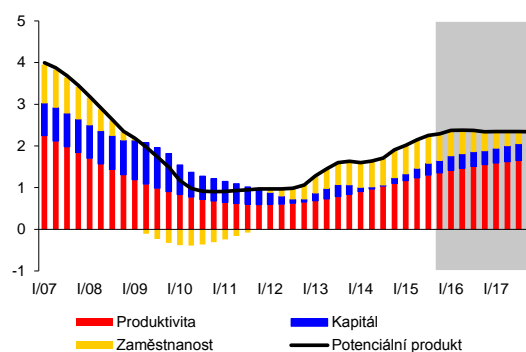
Graf III.3.17 Mezera výstupu

Česká ekonomika se přiblížila ke svému potenciálu (v % z potenciálního produktu)



Graf III.3.18 Příspěvky k růstu potenciálu

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



³⁷ V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda = 1600$.

III.4 TRH PRÁCE

Pokračování silného hospodářského růstu se projevilo i na trhu práce. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky se ve třetím čtvrtletí 2015 dále meziročně znatelně zvýšily, což při jen mírném nárůstu pracovní síly vedlo k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Podíl nezaměstnaných osob klesal i v průběhu čtvrtého čtvrtletí minulého roku. Meziroční růst průměrné mzdy vlivem vývoje v podnikatelské sféře ve třetím čtvrtletí 2015 dále zrychlil, v nepodnikatelské sféře se naopak dynamika mezd zmírnila. Při zpomalení meziroční dynamiky sezonně neočištěné ekonomické aktivity rostla národohospodářská produktivita práce rovněž pomaleji než v předchozím čtvrtletí a mzdová náročnost produktu se po delší době nepatrně zvýšila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Silný růst celkové zaměstnanosti z předchozího čtvrtletí ve třetím čtvrtletí 2015 mírně zpomalil (na 1,3 %; Graf III.4.1). V mezičtvrtletním srovnání se zaměstnanost zvýšila jen slabě (o 0,1 % po očištění od sezonních vlivů). Růst celkové zaměstnanosti byl dán vyšším počtem zaměstnanců, zatímco počet podnikatelů setrval v meziročním poklesu.

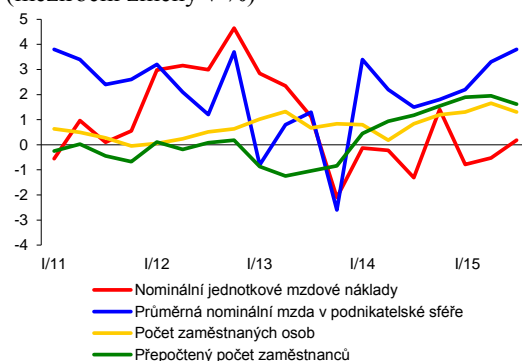
Z hlediska jednotlivých sektorů ekonomiky se na meziročním nárůstu zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2015 nejvíce podílel – stejně jako v předchozím čtvrtletí – **terciární sektor** (Graf III.4.2). Rychlý meziroční růst zaměstnanosti v tomto sektoru (o 1,7 %) byl spojen zejména se zvýšením počtu zaměstnaných osob v tržních službách, na rozdíl od minulého čtvrtletí ale přispěla kladně i vyšší zaměstnanost v netržních službách (Graf III.4.2). V rámci tržních služeb pokračoval silný růst zaměstnanosti v obchodu a významný byl také příspěvek odvětví profesních a vědeckých činností, který se oproti druhému čtvrtletí 2015 zdvojnásobil. V obou těchto odvětvích se na nárůstu zaměstnanosti podílely především ženy. V netržních službách souviselo obnovení meziročního růstu zaměstnanosti s mírnějším poklesem počtu zaměstnaných v odvětví vzdělávání, veřejné správy a obrany i zdravotní a sociální péče při pokračujícím růstu zaměstnanosti v ostatních odvětvích netržních služeb.

Zaměstnanost se meziročně výrazně zvyšovala také v **primárním sektoru**. Vzhledem k jeho nízké váze je však příspěvek tohoto sektoru k růstu celkové zaměstnanosti poměrně slabý.

V **sekundárním sektoru** růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2015 výrazně zpomalil. To bylo dáno jak snížením růstu zaměstnanosti v průmyslu, tak prohloubením poklesu zaměstnanosti ve stavebnictví. Zvolnění růstu zaměstnanosti v průmyslu přitom odráželo zejména zpomalení dynamiky

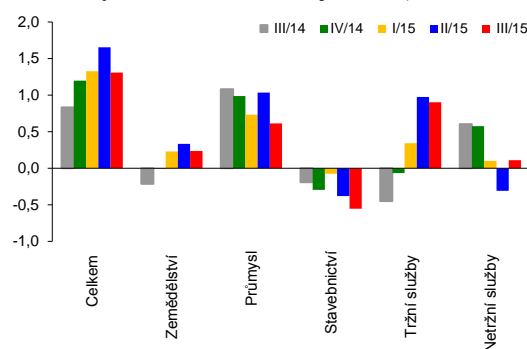
Graf III.4.1 Indikátory trhu práce

Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky pokračoval, i když mírně zpomalil, NJMN nepatrně vzrostly (meziroční změny v %)



Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví

K růstu zaměstnanosti nejvýznamněji přispěly tržní služby, opačným směrem působilo další snížení zaměstnanosti ve stavebnictví (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



zaměstnanosti ve zpracovatelském průmyslu, která je však nadále vysoká. Podle posledních údajů za říjen a listopad se evidenční počet zaměstnanců³⁸ v průmyslu dále meziročně zvyšoval (o 3,6 %, resp. 3,7 %), zatímco ve stavebnictví setrvale klesal (o 3,2 %, resp. 2,1 %).

I přes nadále silný růst ekonomické aktivity ve třetím čtvrtletí 2015 meziroční růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** zpomalil (na 1,6 %; Graf III.4.3). Podobně jako v předchozích čtvrtletích se na tomto růstu podílel především podnikatelský sektor a v jeho rámci zhruba polovičním příspěvkem zpracovatelský průmysl. Významný byl i příspěvek obchodu, zdravotní a sociální péče a administrativních a podpůrných činností, kde došlo ke zvýšení počtu agenturních zaměstnanců. V nepodnikatelské sféře pokračoval růst přepočteného počtu zaměstnanců ve veřejné správě a obraně i v odvětví vzdělávání, zatímco ve zdravotní a sociální péči se tento indikátor od začátku roku 2015 meziročně snižuje. V souhrnu byl nárůst přepočteného počtu zaměstnanců i ve třetím čtvrtletí 2015 tažen výhradně růstem počtu zaměstnanců při dalším mírném zkracování průměrné délky úvazku na zaměstnance. Tento vývoj odrážel meziročně vyšší počet zaměstnaných žen na kratší pracovní dobu, zatímco u mužů se kratší úvazky dlouhodobě uplatňují pouze v malé míře.

Pokračující růst zaměstnanosti vedl ve třetím čtvrtletí 2015 k dalšímu poklesu **obecné míry nezaměstnanosti**³⁹ (na 5 %; Graf III.4.4) a tento trend pokračoval podle měsíčních dat také v říjnu a listopadu. **Míra ekonomické aktivity**⁴⁰ se pohybuje poblíž historicky nejvyšších hodnot (kolem 74 % po sezonním očištění). Tento vývoj významně ovlivňuje rostoucí ekonomická aktivita žen v souvislosti s prodlužující se hranicí jejich odchodu do důchodu. Lze očekávat, že tento faktor bude mít významný vliv také v nadcházejícím období.

Podíl nezaměstnaných osob⁴¹ (MPSV) se obdobně jako obecná míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2015 snižoval (Graf III.4.4). Při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce a mírného poklesu populace v dané věkové skupině se pak tento indikátor nezaměstnanosti dále snížil i ve čtvrtém čtvrtletí 2015, a to v průměru na 6,1 % (podle sezonně očištěných údajů).

³⁸ Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

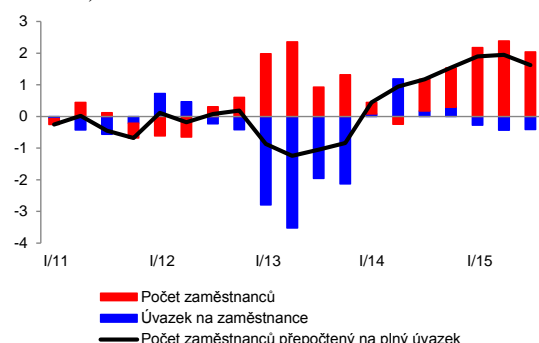
³⁹ Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS. Data jsou sezonně očištěna.

⁴⁰ Míra ekonomické aktivity je definována jako podíl zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině.

⁴¹ Podíl nezaměstnaných osob je poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

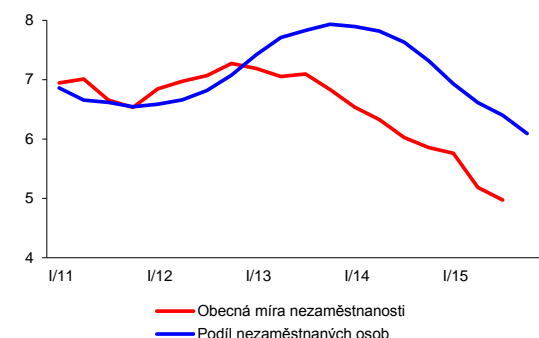
Graf III.4.3 Přepočtený počet zaměstnanců

Růst počtu zaměstnanců byl doprovázen mírným zkrácením průměrné délky úvazku na zaměstnance (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



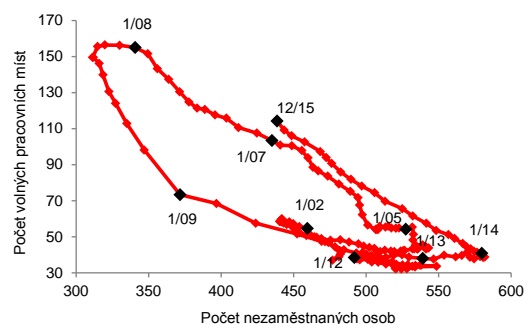
Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti

Obecná míra nezaměstnanosti dále poklesla, snížil se i podíl nezaměstnaných osob (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



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)



Delší dobu trvající zlepšování situace na trhu práce je indikováno i posunem po **Beveridgeově křivce** severozápadním směrem. Ten je dán cyklickým poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání při současném zvyšování počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).⁴²

III.4.2 Mzdy a produktivita

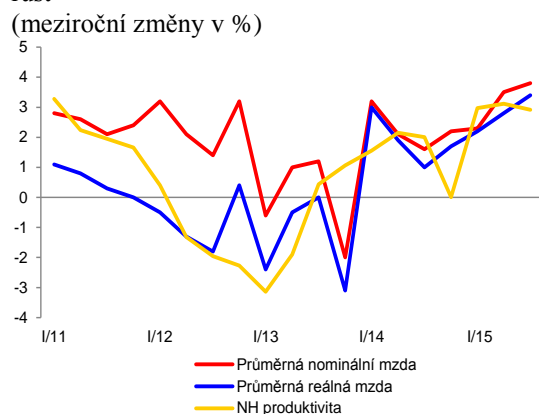
Meziroční dynamika **průměrné nominální mzdy** ve třetím čtvrtletí 2015 dále mírně zrychlila (na 3,8 %; Graf III.4.6). Přispěl k tomu výraznější nárůst průměrné mzdy v podnikatelské sféře, zatímco v nepodnikatelské sféře rostly mzdy ve srovnání s předchozím čtvrtletím pomaleji. Při nízké meziroční inflaci se **průměrná reálná mzda** celkově zvýšila o 3,4 % (Tab. III.4.1).

Meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** zrychlil ve třetím čtvrtletí 2015 na 3,8 % (Tab. III.4.1). Reálně se pak průměrná mzda zvýšila o 3,4 %. Více než z poloviny se na růstu průměrné mzdy podílel sektor služeb a nadále významný byl také příspěvek průmyslu. V rámci jednotlivých odvětví vykázalo nejvyšší mzdovou dynamiku ubytování, stravování a pohostinství, a to v návaznosti na růst minimální mzdy. Mírné zrychlení mezd zaznamenal zpracovatelský průmysl, pokračování růstu v podobném tempu lze přitom na základě říjnových a listopadových dat očekávat i ve čtvrtém čtvrtletí 2015. Mzdy zhruba stagnovaly ve vzdělávání. V odvětví energetiky pak došlo k jejich dalšímu snižování.

V **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné mzdy ve třetím čtvrtletí 2015 ztlačil (na 3,5 %), a to zejména vlivem nižší dynamiky mezd ve veřejné správě a obraně a v menší míře i ve vzdělávání. Naopak ve zdravotnictví mzdy ve srovnání s předchozím čtvrtletím ztlačily. Vlivem nízké inflace dosáhl meziroční růst průměrné reálné mzdy v nepodnikatelské sféře ve třetím čtvrtletí 3,1 % (Tab. III.4.1).

Zpomalení meziroční dynamiky reálného hrubého domácího produktu⁴³ vedlo i přes pomalejší růst zaměstnanosti ke zvolnění růstu **národohospodářské produktivity práce**⁴⁴ ve třetím čtvrtletí 2015. Přesto rostla produktivita práce nadále rychlým

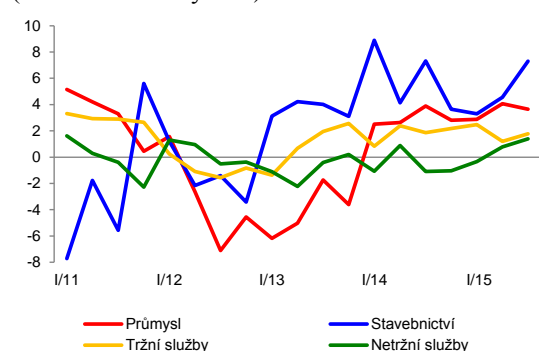
Graf III.4.6 Průměrná mzda a NH produktivita
Při zhruba stagnující dynamice produktivity práce průměrná mzda ve třetím čtvrtletí 2015 zrychlila růst



Tab. III.4.1 Mzdy, produktivita, NJMN
Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře zrychlil, NJMN meziročně nepatrně vzrostly (meziroční změny v %)

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

Graf III.4.7 Vývoj produktivity v odvětvích
Produktivita práce se zvyšovala ve všech sledovaných odvětvích (meziroční změny v %)



⁴² Po sezonním očištění byl v prosinci 2015 počet registrovaných nezaměstnaných meziročně nižší o zhruba 90 tisíc osob, zatímco volných pracovních míst nabízených prostřednictvím úřadů práce přibýlo přibližně 50 tisíc.

⁴³ Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech národních účtů ČSÚ.

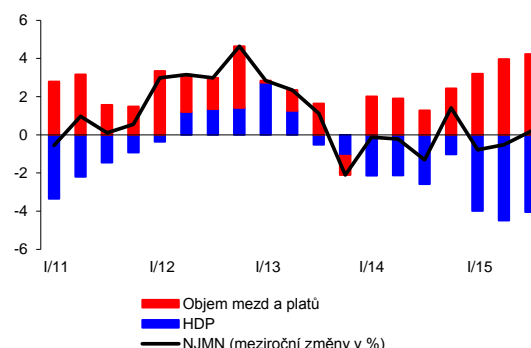
⁴⁴ Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).

tempem, které činilo 2,9 % (Graf III.4.6). Nejrychleji přitom rostla ve stavebnictví (meziročně o více než 7 %), kde bylo silné zvyšování přidané hodnoty, pravděpodobně spojené s dočerpáváním EU fondů, doprovázeno pokračujícím poklesem zaměstnanosti. Také v průmyslu se produktivita zřetelně zvýšila (o 3,7 %; Graf III.4.7). Růst **hodinové produktivity práce** ve srovnání s předchozím čtvrtletím slabě zrychlil (na 2,3 %). To bylo výsledkem zvýšení tempa růstu hodinové produktivity ve stavebnictví a v tržních službách a jeho obnovení v netržních službách. Naopak v průmyslu dynamika hodinové produktivity práce zpomalila.

Zvolnění růstu ekonomické aktivity⁴⁵ se při lehce zrychleném růstu objemu mezd a platů ve srovnání s druhým čtvrtletím 2015 projevilo i v obnovení meziročního růstu **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (o 0,2 %; Graf III.4.8). To bylo výsledkem pokračujícího růstu NJMN ve službách a na druhé straně již jen slabě klesajících NJMN v průmyslu. Ve stavebnictví naopak pokračovalo jejich výrazné snižování.

Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu

Za obnovením růstu NJMN stálo lehké zrychlení objemu mezd a platů při naopak zpomalené dynamice ekonomické aktivity (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



⁴⁵ Podle sezonně neочиštěných dat, která jsou používána k výpočtu mzdové náročnosti produktu měřené nominálními jednotkovými náklady (NJMN).

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžního agregátu M3 v podmínkách silného hospodářského růstu dále zrychlil. K růstu M3 dominantně přispívaly jednodenní vklady. Růst peněz odrážel zvýšenou dynamiku úvěrů soukromému sektoru a příliv kapitálu ze zahraničí. Dynamika úvěrů nefinančním podnikům po zrychlení v průběhu loňského roku v jeho závěru poněkud zvolnila. Pokračoval stabilní růst úvěrů na bydlení doprovázený zvyšováním cen rezidenčních nemovitostí. Dynamika spotřebitelských úvěrů se zvýšila. Růst čistých finančních aktiv domácností zpomalil. Banky v závěru loňského roku dále uvolnily úvěrové standardy u podnikových a spotřebitelských úvěrů, zatímco u úvěrů domácnostem na bydlení je zásadněji nezměnily. Poptávka po úvěrech rostla ve všech segmentech trhu. Klientské úrokové sazby většinou opět lehce poklesly. Meziroční přírůstky ukazatelů hospodaření podniků se ve třetím čtvrtletí 2015 snížily. Úrokové sazby s delšími splatnostmi se vyvíjely obdobně jako zahraniční sazby, výnosy státních dluhopisů zůstaly na nízkých hodnotách, u kratších splatností byly záporné. Koruna ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně mírně posílila vůči euru a oslabila vůči americkému dolaru.

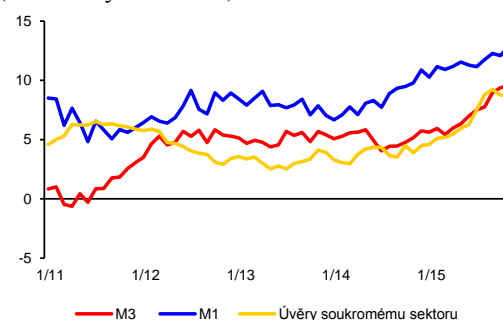
III.5.1 Peníze

Růst harmonizovaného peněžního agregátu M3 pokračuje ve zrychlování (o přechodu na využívání harmonizovaného agregátu M3 jako hlavního indikátoru měnového vývoje pojednává BOX 2 na konci této subkapitoly). Roční míra růstu M3 se v listopadu zvýšila na 9,6 % (Graf III.5.1) a pohybovala se nad úrovní eurozóny. Ve srovnání s nominálním HDP se peněžní zásoba ve třetím čtvrtletí 2015 zvyšovala vyšším tempem, což se projevilo v meziročním poklesu rychlosti obratu peněz (Graf SZ III.5.1). K růstu širších peněz dominantně přispívá, obdobně jako v eurozóně, vysoká dynamika peněžního agregátu M1. Peněžní vývoj je přitom konzistentní s rychlým ekonomickým růstem.

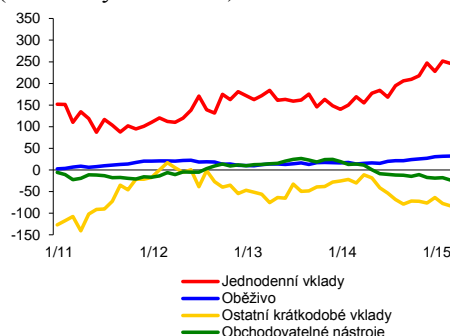
V prostředí nízkých úrokových sazeb a rychlého hospodářského růstu ekonomické subjekty preferují **jednodenní vklady** (Graf III.5.2). Naopak ostatní krátkodobé vklady nadále klesaly. Obchodovatelné nástroje se rovněž snižovaly.⁴⁶ Z hlediska sektorů k růstu M3 nejvýrazněji přispívaly vklady nefinančních podniků, což koresponduje s pokračujícím zvyšováním pohotové likvidity podniků (Graf III.5.3). Vklady domácností rovněž významně přispívaly k růstu peněz, jejich dynamika je však zhruba stabilní.

⁴⁶ To bylo důsledkem dlouhodobého propadu podílových listů/akcií fondů peněžního trhu při obnoveném růstu vkladů v rámci repo operací u finančních neměnových institucí.

Graf III.5.1 Peněžní agregáty a úvěry
Růst peněžních agregátů se v podmínkách silného růstu ekonomiky dále zvýšil (roční míry růstu v %)

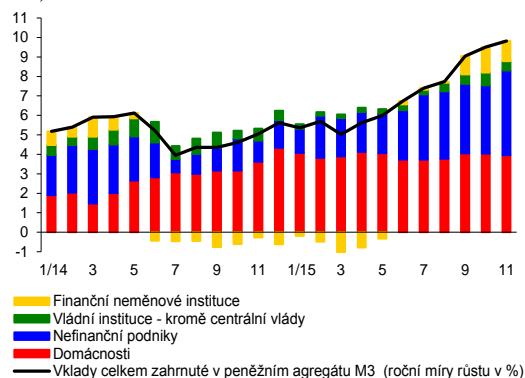


Graf III.5.2 Složky peněžního agregátu M3
Ekonomické subjekty preferují v prostředí nízkých úrokových sazeb jednodenní vklady (roční toky v mlrd. Kč)



Graf III.5.3 Struktura vkladů v rámci peněžního agregátu M3

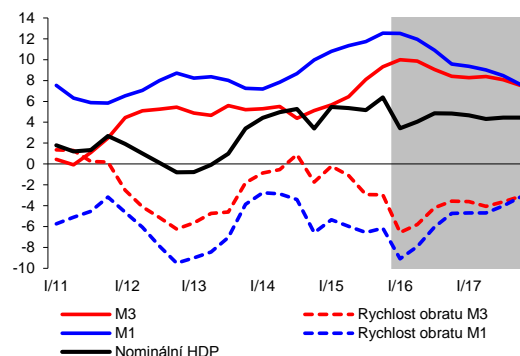
Ke zrychlení růstu M3 přispívaly v závěru loňského roku nejvýrazněji vklady nefinančních podniků (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Z hlediska tvorby peněz se v růstu M3 projevuje vysoký růst úvěrů soukromému sektoru (Graf III.5.1). Ten byl v posledním období doprovázen zvýšením čistých zahraničních aktiv vlivem klientských operací a zvolněním dynamiky vkladů obchodních bank přijatých ze zahraničí. Zvýšil se také příliv kapitálu v důsledku nákupů tuzemských vládních korunových dluhopisů nerezidenty.⁴⁷

Podle nové prognózy by se roční míra růstu peněžního agregátu M3 měla v prvním pololetí 2016 pohybovat kolem 10 %. Ve druhé polovině letošního roku se začne dynamika M3 postupně snižovat v důsledku zpomalení růstu ekonomické aktivity. V průběhu roku 2017 bude vývoj M3 ovlivňován při rostoucích úrokových sazbách i stabilizací inflace lehce nad cílem ČNB (Graf SZ III.5.1). Z hlediska celoročních hodnot by měl růst M3 dosáhnout v roce 2016 zhruba 9 % a v roce 2017 cca 8 %. Rychlost obrátu M3 bude na celém horizontu prognózy klesat. Růst peněžního agregátu M1 dosáhne dle prognózy v roce 2016 zhruba 11 % a v roce 2017 zpomalí na cca 9 %.

Graf SZ III.5.1 Prognóza peněžního vývoje
Růst peněžního agregátu M3 bude kulminovat v první polovině roku 2016, pak začne postupně zpomalovat
(roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



BOX 2

Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje

Měnové analýzy, využívané jako doplňkový nástroj k ekonomickým analýzám, zahrnují detailní popis peněžního a úvěrového vývoje a vyhodnocují jeho implikace pro inflaci a ekonomický růst. Hlavními sledovanými veličinami jsou peněžní agregáty a jejich protipoložky ve formě úvěrů, dlouhodobých pasiv a čistých zahraničních aktiv měnových finančních institucí (MFI). Zatímco do konce roku 2015 byla ve Zprávě o inflaci využívána převážně data dle definice tzv. národní měnové statistiky, počínaje rokem 2016 se základním zdrojem pro měnové údaje stává harmonizovaná **statistika měnového vývoje**, která je sestavována v souladu s metodickými pokyny E(S)CB. V této souvislosti se také mění hlavní indikátor měnového vývoje z doposud využívaného peněžního agregátu M2 v národní definici na harmonizovaný **peněžní agregát M3**.

Toto rozhodnutí má tři hlavní **důvody**. Peněžní agregát M3 je plně harmonizovaný se standardy EU, a jeho používání proto ulehčuje mezinárodní srovnání. Ve své definici je zároveň „likvidnější“ než peněžní agregát M2 v národním pojetí (Tabulka 1), jelikož neobsahuje dlouhodobé termínované a spořicí vklady (vklady se splatností nad 2 roky, resp. vklady s výpovědní lhůtou nad 3 měsíce) a naopak zahrnuje vklady místních samospráv a některé obchodovatelné nástroje

Tabulka 1 (BOX) Definice peněžních agregátů
Peněžní agregát M3 je plně harmonizovaný se standardy EU a svou definicí lépe odráží transakční motiv držby peněz než národní agregát M2

	Harmonizovaná statistika měnového vývoje ^{a)}	Národní měnová statistika ^{b)}
M1	Oběživo + jednoduché vklady	Oběživo + jednoduché vklady
M2	M1 + vklady s dohodnutou splatností do 2 let + vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	M1 + vklady s dohodnutou splatností + vklady s výpovědní lhůtou + repo operace (bez rozlišení splatností)
M3	M2 + repo operace + akcie / podílové listy FPT ^{c)} + dluhopisy se splatností do 2 let emitované MFI	Není definován

^{a)} neobsahuje vklady ústřední vlády

^{b)} neobsahuje vklady celého vládního sektoru (tj. ústřední a místní vlády, fondů soc. zabezpečení a zdrav. pojištění)

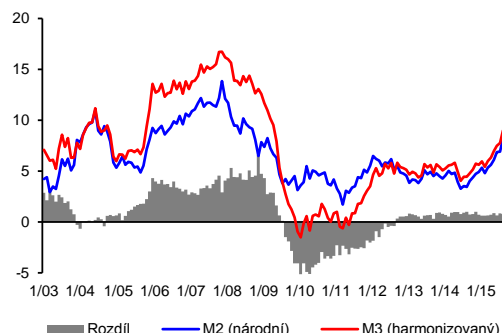
^{c)} fondy peněžního trhu

⁴⁷ Naopak investice rezidentů do zahraničních cenných papírů oproti předchozímu období poklesly. Úvěr centrální vládě a dlouhodobá finanční pasiva měnových finančních institucí se mezitím snižovaly.

dluhopisového i peněžního trhu emitované MFI. Umožňuje tak věrnější zachycení transakčního motivu držby peněz v rámci hospodářského cyklu. Přitom z ekonometrického hlediska v současnosti existují již dostatečně dlouhé časové řady harmonizovaných agregátů použitelné k analytickým a prognostickým účelům, takže přechodu na jejich plnohodnotné využívání nic nebrání.

Rozdíly v definici národního agregátu M2 a harmonizovaného M3 se v minulosti projevíly v jejich odlišném vývoji zejména v letech 2006–2011 (Graf 1). Téměř pětiprocentní rozdíl v míře růstu uvedených agregátů byl důsledkem diferencovaných temp růstu vkladů podle jednotlivých splatností, když vklady s dohodnutou splatností do 2 let na rozdíl od vkladů s delší dohodnutou splatností v předkrizových letech rostly a v letech 2010–2011 naopak klesaly. V posledních letech se však dynamika obou agregátů opět sblížila, když v listopadu 2015 roční míra růstu dosáhla 9,6 % u harmonizovaného peněžního agregátu M3, resp. 8,2 % u agregátu M2 v národním pojetí.

Graf 1 (BOX) Peněžní agregáty M2 a M3
Tempa růstu peněžního agregátu M2 v národním versus M3 v harmonizované definici se v posledních letech zásadněji neliší (roční míry růstu v %)



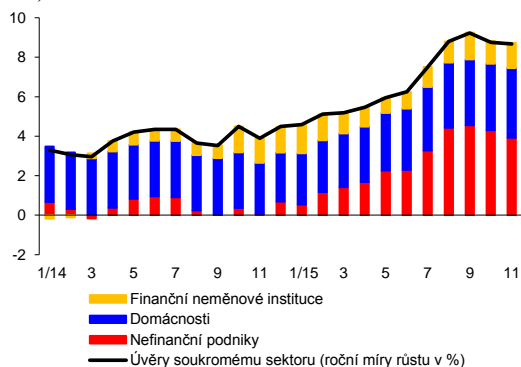
III.5.2 Úvěry

Dynamika **úvěrů soukromému sektoru** se v průběhu loňského čtvrtého čtvrtletí při silném ekonomickém růstu a uvolněných úvěrových a měnových podmínkách dále pohybovala v blízkosti nejvyšších hodnot zaznamenaných od roku 2009. V říjnu a listopadu 2015 však po předchozím výrazném zrychlení mírně zpomalila na 8,7 %, což odráželo zvolnění tempa růstu podnikových úvěrů (Graf III.5.4).

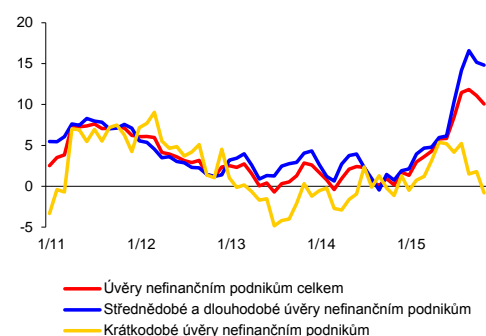
Banky dle šetření úvěrových podmínek ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále uvolnily **úvěrové standardy** u úvěrů nefinančním podnikům a u spotřebitelských úvěrů. Ve směru uvolňování standardů působil konkurenční tlak a příznivé vnímání rizik, což se projevovalo v poklesu úrokových marží bank. Úvěrové standardy u úvěrů na bydlení banky druhé čtvrtletí v řadě zásadněji nezměnily, u podmínek při schvalování úvěrů na bydlení malá část bankovního trhu oproti předchozímu období průměrné úrokové marže zvýšila.

Meziroční růst **úvěrů nefinančním podnikům** zvolnil na zhruba 10 % (Graf III.5.5), přičemž byl nadále tažen zejména úvěry s delší splatností. Tyto úvěry investičního charakteru rostly stále vysokým tempem a odrážely růst podnikových investic. Zvyšovaly se přitom úvěry ve většině odvětví. Zatímco dynamika investičních úvěrů do zpracovatelského průmyslu a do oblastí nemovitostí se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 zvýšila, růst úvěrů ve většině ostatních odvětví zvolnil (Graf III.5.6). Ve zpracovatelském průmyslu nadále rostly úvěry v odvětvích výroby strojů a zařízení, kovových a kovodělných výrobků, potravinářských výrobků a nápojů. Zpomalil růst korunových úvěrů při zvyšování dynamiky úvěrů v cizí měně souvisejícím především s růstem úvěrů developerům. Dynamika

Graf III.5.4 Úvěry soukromému sektoru
Vysoký růst úvěrů soukromému sektoru lehce zpomalil v důsledku zvolnění dynamiky úvěrů podnikům (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Graf III.5.5 Úvěry nefinančním podnikům
Růst objemu podnikových úvěrů zvolnil, zůstává však v důsledku silné dynamiky dlouhodobých úvěrů investičního charakteru i nadále vysoký (roční míry růstu v %)



nově sjednaných podnikových úvěrů po předchozím snížení následně v listopadu 2015 opět vzrostla (Graf III.5.7). Dle Šetření úvěrových podmínek bank rostla ve čtvrtém čtvrtletí 2015 poptávka po financování fixních investic, fúzí, akvizic a restrukturalizací podniků a dluhů a dále zásob a provozního kapitálu. Růst poptávky podniků po úvěrech banky očekávají i na začátku letošního roku. Podíl úvěrů v selhání se v listopadu loňského roku pohyboval na snížených hodnotách (5,6 %).

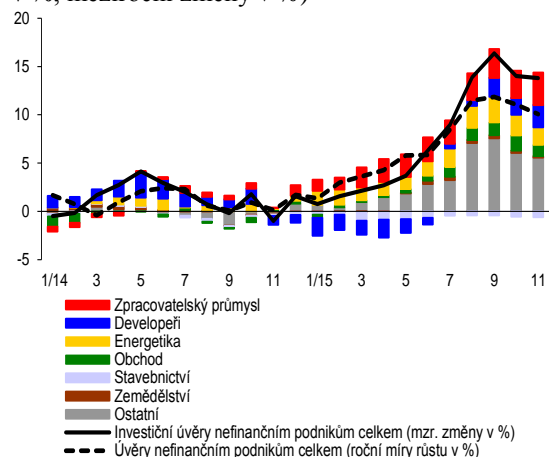
U podniků představovaly úvěry ve třetím čtvrtletí 2015 nadále významný zdroj jejich **vnějšího financování**. Podniky využívaly zejména úvěry čerpané v tuzemsku. Úvěry ze zahraničí klesaly (o cca 10 %) a financování podniků prostřednictvím emisí dluhopisů se na rozdíl od minulosti rovněž snížilo (o cca 7 %) při obdobném vývoji emise kotovaných akcií. Podniky dále čerpaly i cizí zdroje od tuzemských nebankovních institucí, které se zvýšily o zhruba 11 %, přičemž se jednalo především o finanční leasing. Podíl celkového dluhu nefinančních podniků k HDP se dle údajů finančních účtů po předchozích poklesech ve třetím čtvrtletí lehce zvýšil na 57 % (podíl úvěrů činil 48 % a podíl dluhopisů 9 %).

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** dále zrychlila a v listopadu 2015 dosáhla necelých 7 % (Graf III.5.8). Dynamika nově sjednaných úvěrů domácnostem se zvýšila na zhruba 32 % a byla nejvyšší v loňském roce. V uvedeném vývoji stavu úvěrů se odrazil především zrychlující růst **úvěrů na bydlení** (zhruba 8 %). Realizované ceny bytů přitom rostly a v Praze se jejich meziroční růst pohyboval v blízkosti 6 % (viz část III.5.7). Banky ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vnímaly poměrně plošný růst poptávky podporovaný nízkou hladinou úrokových sazeb, vyhlídkami trhu rezidenčních nemovitostí, zlepšenou spotřebitelskou důvěrou a oživením trhu práce. Meziroční přírůstek celkových nově sjednaných úvěrů na bydlení se v listopadu zvýšil (Graf III.5.9).⁴⁸ K jejich zrychlenému růstu nejvýrazněji přispívaly nové úvěry. Dynamika ostatních nových ujednání a refinancovaných úvěrů přitom rovněž mírně vzrostla mimo jiné vlivem zvýšené aktivity některých menších bank v této oblasti. Měsíční objemy nově poskytnutých hypotečních úvěrů byly v loňském roce při nízkých úrokových sazbách nejvyšší za posledních jedenáct let (Graf III.5.10). Fincentrum Hypoindex za prosinec 2015 uvádí, že objemy a počty nových hypotečních úvěrů v závěru roku nadále rostly dvouciferným tempem, i když se jejich meziroční přírůstek mírně snížil. V prvním čtvrtletí 2016 banky dle Šetření úvěrových podmínek bank očekávají stabilitu poptávky, a to při nezměněných úvěrových standardech.

⁴⁸ Celkové nové úvěry na bydlení zahrnují nové úvěry, refinancování existujících úvěrů od jiných bank a ostatní nová ujednání ke stávajícím smlouvám.

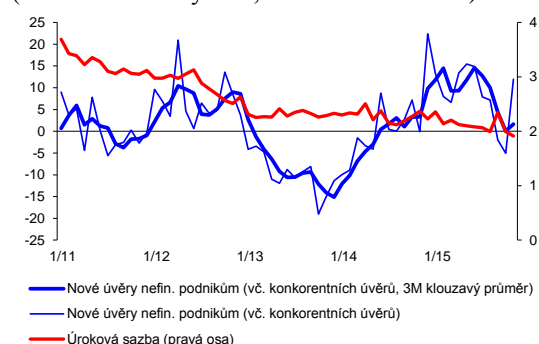
Graf III.5.6 Úvěry investičního charakteru poskytované nefinančním podnikům

Dynamika investičních úvěrů dále zrychlila ve zpracovatelském průmyslu a u developerů, ve většině ostatních odvětví ale zvolnila (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



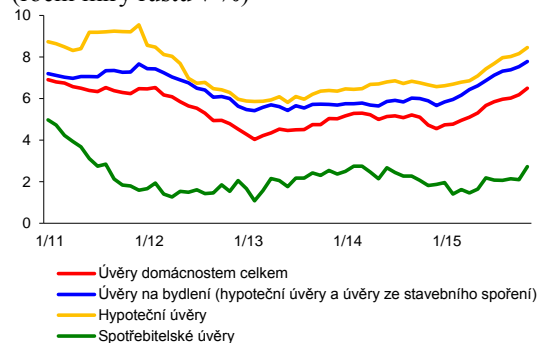
Graf III.5.7 Nově sjednané úvěry nefinančním podnikům

Růst nově sjednaných podnikových úvěrů po předchozím zvolnění v listopadu 2015 opět zrychlil (meziroční změny v %, úroková sazba v %)



Graf III.5.8 Úvěry domácnostem

Dynamika úvěrů domácnostem se dále zvýšila v důsledku zrychlujícího růstu úvěrů na bydlení a oživení spotřebitelských úvěrů (roční míry růstu v %)

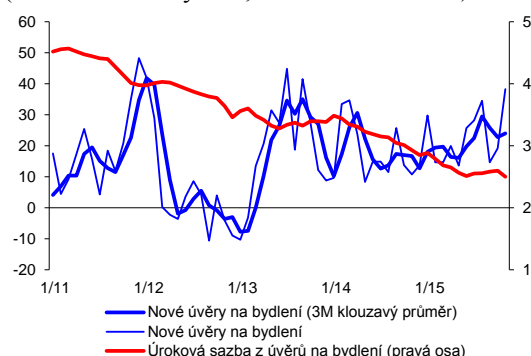


Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** se v závěru loňského roku zvýšila na necelá 3 % (Graf III.5.8). Zrychlila i dynamika nově sjednaných úvěrů. Dle šetření mezi bankami rostla poptávka domácností po spotřebitelských úvěrech vlivem zlepšené spotřebitelské důvěry a zvýšeného financování výdajů na zboží dlouhodobé spotřeby. To indikuje lehké oživení zájmu domácností o financování spotřeby z úvěrových zdrojů. Úvěrové standardy banky přitom v závěru loňského roku dále plošně uvolnily. Růst poptávky a další uvolňování svých úvěrových standardů v tomto segmentu banky očekávají i na začátku letošního roku. Naopak úvěry od nebankovních institucí ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně klesaly.

Celková zadluženost domácností v poměru k úhrnnému ročnímu nominálnímu disponibilnímu důchodu se ve třetím čtvrtletí 2015 dále zvýšila na zhruba 66 %. V tom se projevoval vyšší růst finančních závazků domácností oproti úhrnnému ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu. Úrokové zatížení českých domácností u bank v čistém vyjádření (zahrnující úrokové náklady a výnosy z bankovních úvěrů a vkladů) se snížilo.

Graf III.5.9 Nově sjednané úvěry na bydlení
Růst celkových nově sjednaných úvěrů na bydlení se zvýšil

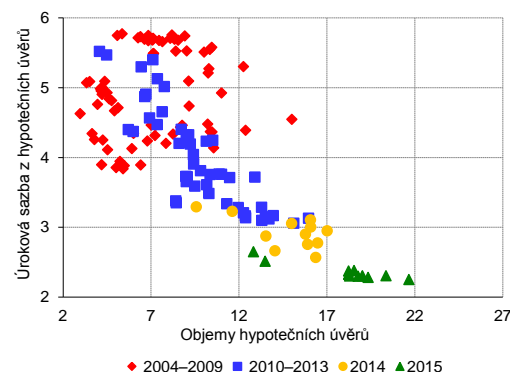
(meziroční změny v %, úroková sazba v %)



Graf III.5.10 Nové hypoteční úvěry

Objemy nových hypotečních úvěrů byly v průběhu roku 2015 při rekordně nízkých úrokových sazbách a růstu ekonomiky nejvyšší za posledních jedenáct let

(vodorovná osa – objemy nových hypotečních úvěrů v mld. Kč, svislá osa – úrokové sazby z nových hypotečních úvěrů v %)



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. V roce 2017 byl s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb při pozvolném posilování kurzu koruny.

Bankovní rada na svém **listopadovém jednání** jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule⁴⁹ (Graf III.5.11). Bankovní rada 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 tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Rizika minulé prognózy byla na horizontu měnové politiky vyhodnocena jako vyrovnaná, přičemž pravděpodobnost toho, že bude potřeba ukončit kurzový závazek dříve, než předpokládá prognóza, se postupem času zmenšuje. Bankovní rada v této situaci diskutovala prodloužení platnosti kurzového závazku. Shodla se, že jeho ukončení se pravděpodobně posouvá až do období okolo konce roku 2016.

Na **prosincovém zasedání** pak bankovní rada rovněž jednomyslně ponechala základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik minulé prognózy inflace byla na horizontu měnové politiky označena jako zhruba vyrovnaná. Předchozí opakovaná konstatování bankovní rady, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhé polovině roku 2016, zůstávají v platnosti. Bankovní rada zároveň opět konstatovala, že pravděpodobný termín ukončení kurzového závazku se nachází okolo konce roku 2016.

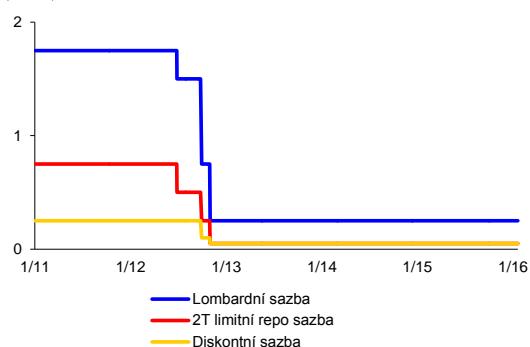
Na svém **měnověpolitickém zasedání 4. února 2016** bankovní rada rozhodla... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby PRIBOR** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.5.12). Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala v souladu s předpokladem minulé prognózy

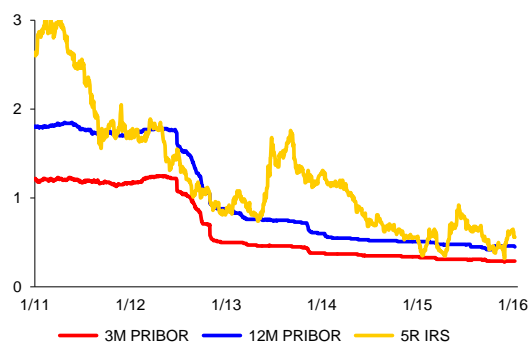
Graf III.5.11 Základní sazby ČNB

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



Graf III.5.12 Tržní úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby s delší splatností kolísaly, avšak ve výsledku se oproti začátku října téměř nezměnily (v %)



⁴⁹ S účinností od 2. 11. 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

stabilní na 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala lehce pod hladinou 0,3 procentního bodu.

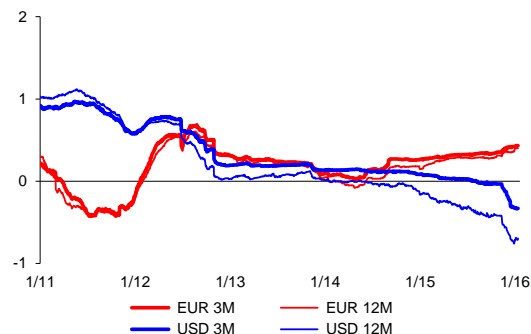
Derivátové **sazby FRA** se na počátku prosince krátkodobě snížily až o 0,15 procentního bodu, což ve vzdálenějších splatnostech (FRA 6*9, FRA 9*12) znamenalo posun do blízkosti nuly. Důvodem byly spekulace o možném zavedení záporných měnověpolitických úrokových sazeb ČNB v případě, že ECB přistoupí k dalšímu výraznému snížení své depozitní sazby hlouběji pod nulu. Toto očekávání však nebylo naplněno a tuzemské sazby FRA (spolu s eurovými FRA) po zasedání ECB (3. 12. 2015) korigovaly zpět na předchozí úroveň. Celkově se sazby FRA od začátku října nezměnily. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce ledna v ročním horizontu implikuje nevýrazný 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 nepatrně pod trajektorií 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 (vlivem protisměrného vývoje měnové politiky v těchto ekonomikách) při stabilitě sazeb v tuzemsku. Diferenciály vůči eurovým sazbám se lehce zvýšily, vůči dolaru naopak prohloubily své záporné hodnoty (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2015 činil průměrně 0,4 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci ledna.

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se vyvíjely v souladu se zahraničními sazbami. Ty se zpočátku snižovaly, když reagovaly zejména na očekávané rozšíření programu nákupu aktiv ECB a snížení depozitní sazby do více záporných hodnot. Oznámená opatření ECB na začátku prosince však trh vyhodnotil jako zklamání a úrokové sazby se opět zvýšily. Další obrat směrem k nižším sazbám nastal počátkem ledna, když na finančních trzích došlo ke globálnímu výprodeji rizikových aktiv. Byla to reakce na zveřejněné údaje potvrzující zpomalení čínské ekonomiky. Tato reakce světových trhů byla současně patrná též v oslabení čínské měny, propadu akciových trhů a dalším poklesu ceny ropy až pod 30 USD/barel. Z tuzemských faktorů k vývoji sazeb IRS a dluhopisových výnosů (především u kratších splatností) nadále přispívala vysoká korunová likvidita v bankovním sektoru v důsledku devizových intervencí a konverzí prostředků z fondů EU prováděných vládním sektorem prostřednictvím ČNB. Ve výsledku se tak domácí sazby IRS oproti začátku října změnily jen zanedbatelně (Graf III.5.12), a podobná byla situace také u výnosů státních dluhopisů na sekundárním trhu. Výnosová křivka státních

Graf III.5.13 Úrokové diferenciály

Úrokové diferenciály vůči euru se lehce zvýšily, naopak vůči dolaru prohloubily své záporné hodnoty (v procentních bodech)



dluhopisů se tak na kratším konci pohybovala nadále v záporných hodnotách (Graf III.5.14).

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 uskutečnilo devět aukcí dluhopisů s pevným kuponem a jedna aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 58 mld. Kč.⁵⁰ Téměř ve všech aukcích poptávka převyšovala nabídku; průměrná hodnota ukazatele bid-to-cover ratio činila 1,5. Během ledna 2016 se pak uskutečnilo dalších devět aukcí s emitovaným objemem 51 mld. Kč.⁵¹ Ministerstvo financí tak zřejmě chtělo využít příznivých podmínek na trhu a dluhopisy v kratších splatnostech prodávalo se záporným výnosem. U dluhopisů se zbytkovou splatností mezi 2R a 5R byly totiž dosaženy záporné průměrné výnosy až -0,35 %. Poptávka ze strany zahraničních investorů v jednotlivých aukcích zůstala vysoká, jejich podíl na úpisu emisí tuzemských státních dluhopisů dosahoval v průměru téměř polovinu. Podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se tak zvýšil na cca 20 % ke konci roku 2015.

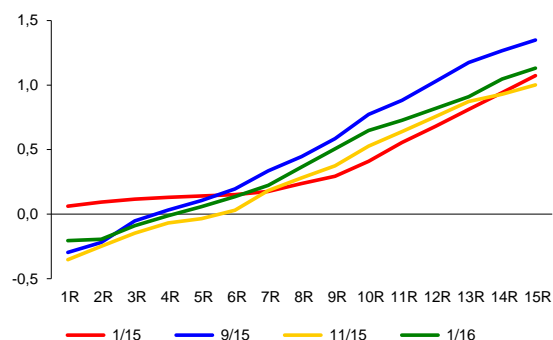
Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v nominálním vyjádření se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 pohybovaly dle dosud známých dat poblíž rekordně nízkých hodnot. V samotném listopadu se sazby opět slabě snížily (Graf III.5.15). V jejich vývoji se odráží zejména silný konkurenční tlak a příznivé vnímání rizik. Současně se výnos desetiletého státního dluhopisu lehce snížil a v prosinci setrval na úrovni 0,5 %. Výnosy dvouletého a pětiletého dluhopisu klesly do více záporných hodnot. Od počátku roku 2015 se sazby snížily u úvěrů podnikům i domácnostem na bydlení o 0,3 procentního bodu. Sazby z vkladů přetrvávaly v průměru v nominálním vyjádření na úrovni 0,6 %. V eurozóně se sazby z nových úvěrů po předchozím snižování stabilizovaly a oproti ČR zůstávají zejména u úvěrů domácnostem nižší.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se dále lehce snížila a v nominálním vyjádření se pohybuje mírně pod 2 % (Graf III.5.16). Zkorigovala tak zářijový jednorázový výkyv zaznamenaný u velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč. Zatímco dlouhodobě se v její struktuře snižují nejvýrazněji sazby s delší fixací, v posledním období klesají i krátkodobé sazby. Podíl nových úvěrů s delšími fixacemi sazeb se stabilizoval na úrovni 23 %, hlavní podíl však nadále

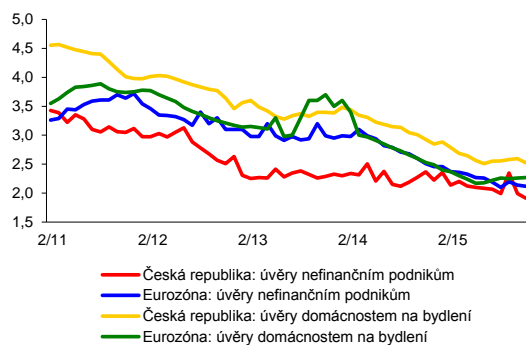
Graf III.5.14 Výnosová křivka státních dluhopisů

Výnosová křivka státních dluhopisů se v kratších splatnostech pohybovala v záporných hodnotách (v %)



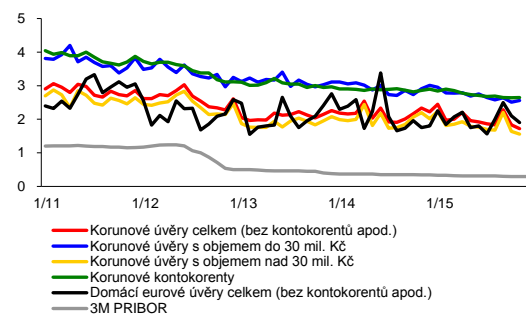
Graf III.5.15 Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům a z úvěrů domácnostem na bydlení se v ČR opět lehce snížily, v eurozóně se stabilizovaly na nízkých úrovních (celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



Graf III.5.16 Úrokové sazby z úvěrů podnikům

Úrokové sazby z domácích korunových a eurových úvěrů podnikům se lehce snížily (nové obchody, v %)



⁵⁰ Celkový objem dluhopisů emitovaných v roce 2015 dosáhl 180,4 mld. Kč, tj. na horní hranici předpokládané Strategii financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2015.

⁵¹ Strategie na letošní rok předpokládá emise středně a dlouhodobých státních dluhopisů v hodnotě minimálně 150 mld. Kč.

mají nové úvěry s fixací sazby do jednoho roku. Sazba z malých úvěrů dosáhla 2,6 % a z velkých úvěrů lehce poklesla na 1,6 %. Spread mezi těmito sazbami se pohybuje v blízkosti dlouhodobého průměru. Sazba z nových domácích eurových úvěrů (1,9 %) je obdobná jako sazba z korunových úvěrů.

U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** po předchozí stagnaci v listopadu opět slabě snížila a dosáhla 2,5 % (u hypotečních úvěrů 2,3 %). Nepatrně poklesla sazba s krátkodobou fixací. Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují 65 % všech nově poskytovaných úvěrů na bydlení, přetrvávala na úrovni 2,4 % a byla nejnižší ze všech fixací (Graf III.5.17). Podíl nových úvěrů na bydlení s fixací sazby nad pět let se v poslední době stabilizoval na necelé třetině. Ve vývoji sazby z úvěrů na bydlení se odrážel silný konkurenční tlak mezi bankami a vývoj ceny zdrojů financování bank. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou se pohybovalo na nejnižších hodnotách zaznamenaných v posledních několika letech. Fincentrum Hypoindex uvádí, že se v prosinci 2015 sazba z hypotečních úvěrů dále lehce snížila.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů pokračovala ve výrazném snižování přetrvávajícím od počátku loňského roku (Graf III.5.17). To je příznivě ovlivňováno zvýšenou konkurencí mezi bankami a nebankovními subjekty a zlepšeným vnímáním rizik ohledně ekonomického vývoje a bonity klientů.⁵²

Reálné klientské úrokové sazby⁵³ se při nepatrném zvýšení očekávané inflace a drobném poklesu nominálních sazeb lehce snížily. Reálné sazby z nových úvěrů dosáhly v listopadu 2015 v průměru 0,7 % (Graf III.5.18). U podnikových úvěrů se reálná úroková sazba pohybovala v blízkosti nuly a u úvěrů domácnostem na bydlení dosáhla 0,8 %. Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů zůstaly záporné v blízkosti -1 %.

III.5.4 Měnový kurz

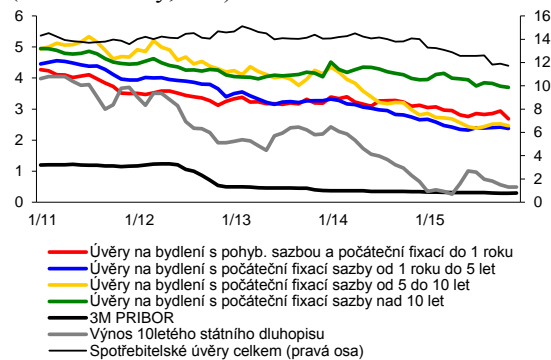
Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 hodnoty 27,05 CZK/EUR (Graf III.5.19), což představovalo meziroční posílení koruny o 2,1 %. Mezičtvrtletně kurz posílil jen nepatrně, a to o 0,1 %. Koruna se v průběhu října pohybovala v úzkém intervalu kolem hodnoty 27,1 CZK/EUR a po zbytek čtvrtletí setrvala těsně nad hodnotou kurzového závazku 27 CZK/EUR. Zde se koruna nacházela i během ledna 2016.

⁵² Sazba ze spotřebitelských úvěrů v ČR však zůstává nad úrovní eurozóny, kde se tato sazba pohybuje ve výši zhruba 6 %.

⁵³ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu v ročním horizontu.

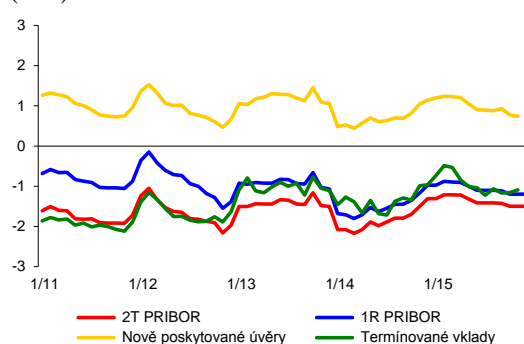
Graf III.5.17 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem

Úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení a na spotřebu se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 znovu slabě snížily (nové obchody, v %)



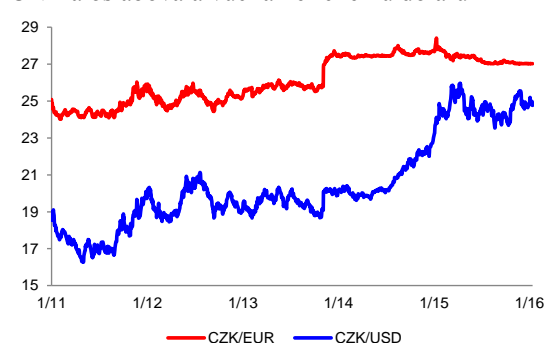
Graf III.5.18 Ex ante reálné sazby

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů lehce poklesly (v %)



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

Koruna se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 stabilizovala vůči euru lehce nad hranicí kurzového závazku ČNB a oslabovala vůči americkému dolaru



Potrzení kredibility kurzového závazku ČNB devizovými intervencemi i měnověpolitickou komunikací ve třetím čtvrtletí 2015 vedlo v říjnu k omezení tlaku finančních trhů na prolomení hladiny 27 CZK/EUR, koruna se tak pohybovala kolem hodnoty 27,1 CZK/EUR bez nutnosti zásahů ČNB. Oznámení potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek v eurozóně ze strany ECB však vedlo na počátku listopadu k obnovení tlaků na posílení koruny, a tím i obnovení intervencí ČNB na obranu kurzového závazku.

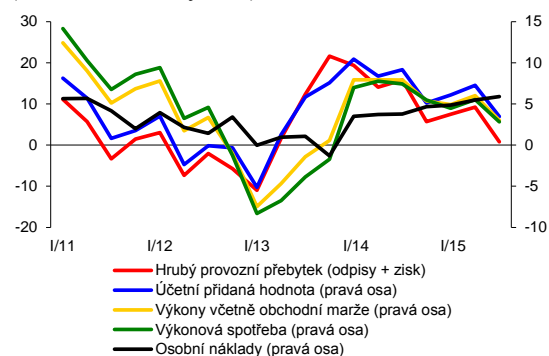
Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 činil 24,7 CZK/USD, což představovalo oslabení koruny o 11,8 % meziročně a 1,5 % mezičtvrtletně. Vývoj kurzu koruny vůči dolaru v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 byl dominantně ovlivněn očekáváním změn měnové politiky ECB a Fedu ze strany finančních trhů a posléze mírou jejich naplnění. Výsledkem byly poměrně velké krátkodobé výkyvy kurzu v intervalu 23,5 až 25,5 CZK/USD, dlouhodobější tendence postupného posilování dolaru však byla i nadále patrná. Koncem druhé lednové dekády se koruna vůči dolaru pohybovala kolem hodnoty 24,8 CZK/USD.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 došlo celkově **na světových finančních trzích** k výraznému zklidnění situace po prudkých změnách kurzů v předchozím čtvrtletí. Nadále však pokračoval trend postupného posilování dolaru a naopak opět začal výrazně oslabovat ruský rubl. Některým měnám (zejména australskému a novozélandskému dolaru) se podařilo korigovat oslabení z předchozích období. Z celoročního pohledu je patrné výrazné posílení amerického dolaru, japonského jenu a švýcarského franku, které vůči měnám zemí EU s výjimkou libry přesáhlo 10 %. Některé měny významných rozvíjejících se ekonomik přitom vůči těmto měnám oslabily ještě mnohem výrazněji než euro (např. 20 až 30 % ztratily měny Ruska, Turecka a JAR; přibližně třetinu hodnoty ztratil brazilský real).

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Nefinanční podniky s 50 a více zaměstnanci⁵⁴ zaznamenaly ve třetím čtvrtletí 2015 zpomalení meziročního růstu **výsledků hospodaření** (Graf III.5.20). Oproti předchozímu čtvrtletí došlo k výraznému meziročnímu zvolnění růstu hrubého provozního přebytku (z 9,2 % na 0,8 %), což bylo dáno snížením tempa růstu tržeb podniků i jejich výkonů při pokračujícím zrychlování osobních nákladů (Tab. III.5.1).

Graf III.5.20 Základní ukazatele hospodaření
Růst hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků ve třetím čtvrtletí 2015 zpomalil (meziroční změny v %)



⁵⁴ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2015 více než 9 tisíc nefinančních podniků.

Materiálová náročnost výkonů⁵⁵ se meziročně mírně snížila, avšak méně než v předchozích dvou čtvrtletích. Za poklesem materiálové náročnosti výkonů je rok trvající propad cen dovážených vstupů, zejména pak energetických i neenergetických surovin. **Mzdová náročnost výkonů**⁵⁶ se naopak začala po dlouhé době poklesů zvyšovat. K tomu přispělo snížení růstu výkonů a zrychlující dynamika průměrných mezd při konstantním růstu počtu zaměstnaných osob ve sledovaných podnicích (Tab. III.5.1).

Z odvětvového pohledu stál za slabšími výsledky hospodaření třetího čtvrtletí 2015 především zpracovatelský průmysl, kde došlo ke zmírnění růstu objemu výkonů a provozní zisk po dlouhé době meziročně klesl (Graf III.5.21). Nadále přetrvával pokles provozního zisku v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵⁷ naznačují ve třetím čtvrtletí 2015 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků. I u velkých podniků došlo ke zmírnění meziročního růstu výkonů (ze 7,5 % na 4,5 %). V případě hrubého provozního přebytku lze pozorovat dokonce meziroční pokles o 1,3 %, zatímco ve druhém čtvrtletí rostl hrubý provozní přebytek velkých podniků ještě o 8,9 %. Na poklesu hrubého provozního přebytku má podíl vyšší tempo růstu osobních nákladů (ve srovnání s širší skupinou podniků), které je v tomto případě zapříčiněno nejenom růstem průměrné mzdy, ale také růstem počtu zaměstnaných osob. Dalším faktorem je nárůst materiálové náročnosti výkonů, na rozdíl od širší skupiny podniků.⁵⁸

Ve výběru 2 tisíc nefinančních podniků s největšími aktivy došlo ve třetím čtvrtletí 2015 k výraznému zpomalení meziročního růstu **výsledku hospodaření před zdaněním** (ze 14,5 % na 1,5 %). Za tímto zpomalením stálo zhoršení finančního výsledku hospodaření (Tab. SZ III.5.1). Provozní výsledek hospodaření přitom rostl srovnatelně jako v předchozím čtvrtletí.

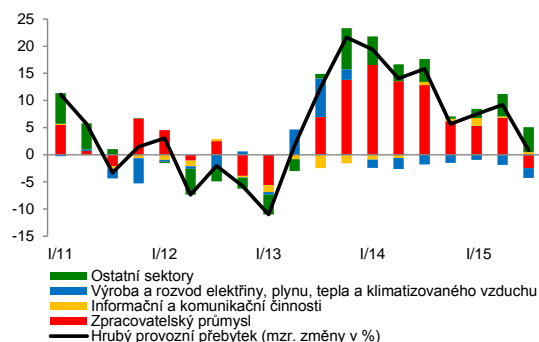
Tab. III.5.1 Ukazatele hospodaření nefinančních podniků

Materiálová náročnost výkonů se dále snižovala, zatímco mzdová náročnost po dlouhé době vzrostla

	3. čtvrtletí 2014	3. čtvrtletí 2015	Meziroční změny v %
	v mld. Kč	v mld. Kč	
Tržby celkem	1950,1	2017,0	3,4
Výkony vč. obchodní marže	1471,2	1515,5	3,0
Výkonová spotřeba	1066,0	1096,2	2,8
Účetní přidaná hodnota	405,2	419,3	3,5
Osobní náklady	212,7	225,3	5,9
Hrubý provozní přebytek	192,4	194,0	0,8
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	72,5	72,3	-0,2
Podíl přidané hodnoty na výkonech	27,5	27,7	0,2
Podíl osobních nákladů na výkonech	14,5	14,9	0,4
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	52,5	53,7	1,2
Podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě	47,4	46,3	-1,2

Graf III.5.21 Vývoj provozního zisku v odvětvích

Za výrazným snížením růstu provozního zisku stál zpracovatelský průmysl, jehož příspěvek působil negativně poprvé po osmi čtvrtletích (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Tab. SZ III.5.1 Výsledek hospodaření před zdaněním

Za výrazným zpomalením růstu výsledku hospodaření stálo zhoršení jeho finanční složky (mld. Kč)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	3. čtvrtletí 2014	3. čtvrtletí 2015
	Výsledek hospodaření před zdaněním	93,4
- z toho: provozní výsledek hospodaření	89,6	99,2
- z toho: finanční výsledek hospodaření	3,6	-3,8

⁵⁵ Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

⁵⁶ Mzdová náročnost výkonů je definována jako podíl osobních nákladů na výkonech.

⁵⁷ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2015 více než 1,7 tisíce nefinančních podniků.

⁵⁸ Nárůst materiálové náročnosti výkonů v segmentu velkých podniků byl způsoben výrazným růstem výkonové spotřeby u dvou velkých podniků v odvětví výroby a rozvodu elektřiny a tepla, a to pravděpodobně z důvodu nárůstu oprav.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

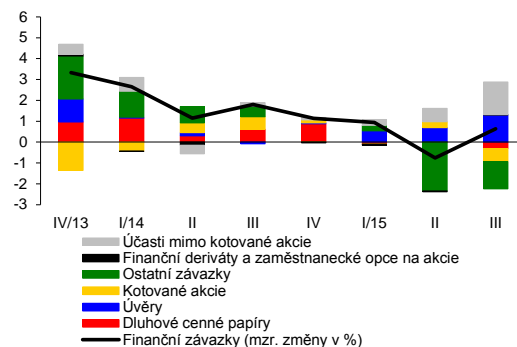
Ve třetím čtvrtletí 2015 se po krátkém přerušení obnovil meziroční růst **finančních závazků nefinančních podniků**, jeho tempo však činilo pouze 0,6 % (Graf III.5.22). Kladně k růstu přispěly úvěry a účasti mimo kotované akcie. Naopak dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky zaznamenaly záporný příspěvek. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** ve třetím čtvrtletí zrychlil na 3,8 %. Nejvíce k tomu přispěly oběživo a vklady, účasti a půjčky. Naproti tomu ostatní pohledávky a cenné papíry meziročně poklesly. Celková záporná čistá finanční pozice podniků se tak již od čtvrtého čtvrtletí 2013 nepřetržitě zmírňuje.

Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Ukazatel pohotové likvidity⁵⁹ podniků roste nepřetržitě od roku 2013 a ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhl 237 %. Solventnost podniků⁶⁰ se mírně zvýšila na 119 %, zatímco poměrový ukazatel tržního financování⁶¹ v meziročním i mezičtvrtletním srovnání poklesl na 9,4 %, což bylo způsobeno zejména stagnující emisí aktivitou.

Meziroční růst **čistých finančních aktiv domácností** ve třetím čtvrtletí 2015 lehce zpomalil na 7,5 %, a to vlivem zrychlení růstu jejich finančních závazků. Meziroční přírůstek čistých finančních aktiv přitom představoval 10 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností, přičemž takto výrazná dynamika přetrvává od třetího čtvrtletí 2014 (Graf III.5.23). Růst hrubých finančních aktiv lehce zrychlil na 6,4 %. K tomu nejvíce přispěly oběživo, vklady a účasti. Na růstu účastí se podílely zejména investice do podílových listů investičních fondů, k jejichž zvyšující se popularitě nepřímo přispělo také ukončení emisí spořicíh státních dluhopisů. Vlivem výrazného růstu dlouhodobých půjček zrychlil meziroční růst **finančních závazků domácností** oproti předchozímu čtvrtletí o 1,7 procentního bodu na 4 %.

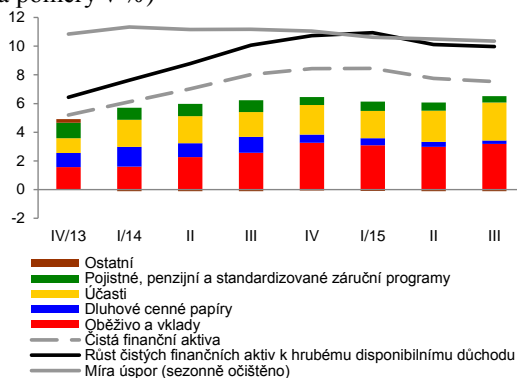
Graf III.5.22 Finanční závazky nefinančních podniků

K obnovenému růstu finančních závazků podniků přispěly ve třetím čtvrtletí úvěry a účasti mimo kotované akcie (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.5.23 Struktura finančních aktiv domácností

Růst čistých finančních aktiv domácností mírně zpomalil, a to vlivem zrychlení růstu jejich finančních závazků (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



⁵⁹ Pohotová likvidita je podílem, v jehož čitateli je oběživo, převoditelné vklady, krátkodobé dluhové cenné papíry a poskytnuté krátkodobé půjčky a ve jmenovateli krátkodobé emitované dluhové cenné papíry a přijaté krátkodobé půjčky.

⁶⁰ Solventnost podniků je vyjádřena jako podíl celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí.

⁶¹ Ukazatel tvoří podíl emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

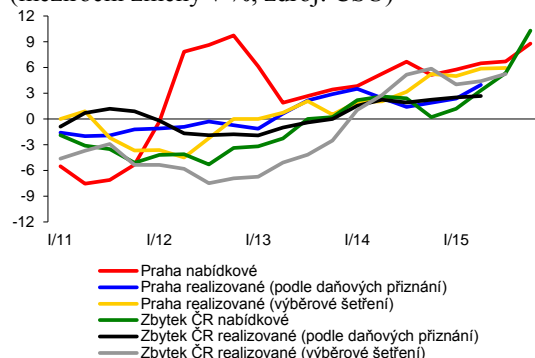
Podle údajů ČSÚ se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále zvýšilo tempo růstu **nabídkových cen bytů** (Graf III.5.24). V Praze zrychlilo na 8,8 % meziročně. Ve zbytku ČR, kde ceny bytů dosud rostly mírněji, dosáhlo 10,3 % meziročně.

Růst **cen bytů skutečně realizovaných** zrychloval (Graf III.5.24). Podle odhadů z výběrového šetření ČSÚ, dostupných pro třetí čtvrtletí 2015, došlo u starších bytů k mírnému zvýšení tempa jejich růstu na 5,9 % v Praze a 5,3 % ve zbytku ČR. Robustní růst potvrzují i odhady ČSÚ podle daňových přiznání, považované za nejrepresentativnější zdroj údajů o realizovaných cenách. Ve druhém čtvrtletí 2015 tempo jejich růstu dosahovalo 4 % v Praze a 2,7 % ve zbytku ČR.⁶² Nově dostupné odhady realizovaných cen z uvedených zdrojů potvrzují, že dosavadní kumulativní nárůst těchto cen od cyklického dna byl zatím umírněný. I nadále tak přetrvávají rozdíly mezi nárůsty realizovaných cen a cen nabídkových, podrobněji komentované ve Zprávě o inflaci IV/2015.

Růst cen bytů se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 podle odhadů projevil i zhoršením **indikátorů dostupnosti bydlení a výhodnosti jeho koupě** (Graf III.5.25). Poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu⁶³, se podle odhadů meziročně zvýšil o 3,7 %, resp. 4,8 %. Podle údajů z IRI také meziročně vzrostl poměr ceny bytu a tržního nájemného, a to o 4,2 %. Poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy⁶⁴ meziročně stagnoval.

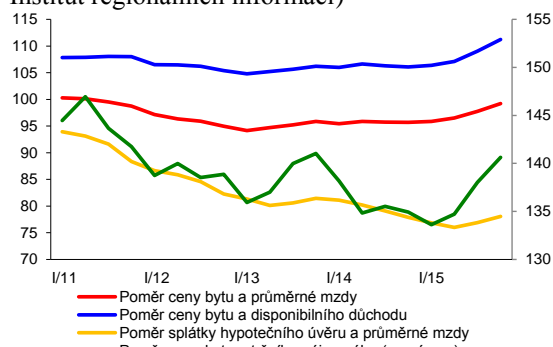
Graf III.5.24 Realizované a nabídkové ceny bytů

Růst cen v Praze a ve zbytku ČR se v průběhu roku 2015 vyrovnával a zrychloval (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ)



Graf III.5.25 Ukazatele udržitelnosti cen bytů

V průběhu roku 2015 docházelo k mírnému zhoršování indikátorů dostupnosti a výhodnosti koupě bytu (průměr 2000–2007=100^{a)}, zdroj: ČSÚ, ČNB, Institut regionálních informací)



^{a)} Pro poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy 2004–2007 = 100 z důvodu omezené dostupnosti údajů o úrokových sazbách na nové úvěry na bydlení.

⁶² Součástí aktualizace údajů byly i revize dřívějších odhadů těchto cen směrem vzhůru, a to především v průběhu roku 2014 mimo Prahu.

⁶³ Pro výpočty těchto indikátorů jsou ceny bytů podle dostupnosti aproximovány realizovanými cenami z daňových přiznání a z výběrového šetření a dále také cenami nabídkovými.

⁶⁴ Pro výpočet tohoto indikátoru je uvažována vzorová hypotéka s fixními parametry LTV 65 % a splatností 20 let. Za výši úrokových sazeb na nové úvěry na bydlení ve čtvrtém čtvrtletí 2015 byly uvažovány údaje dostupné za první dva měsíce čtvrtletí.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance ve třetím čtvrtletí 2015 byl charakteristický vysoký schodek prvotních důchodů, související především s důchody z přímých investic ve formě dividend vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však zhruba ze dvou třetin vyvážen přebytkem bilance zboží a služeb, který se nicméně vlivem vývoje zboží meziročně mírně snížil. Nejvýznamnější složku finančního účtu představoval vysoký přírůstek rezervních aktiv. Ten byl protipoložkou čistého přílivu ostatních investic, které souvisely se změnou pozice bankovního sektoru vůči nerezidentům, a portfoliových investic.

III.6.1 Běžný účet

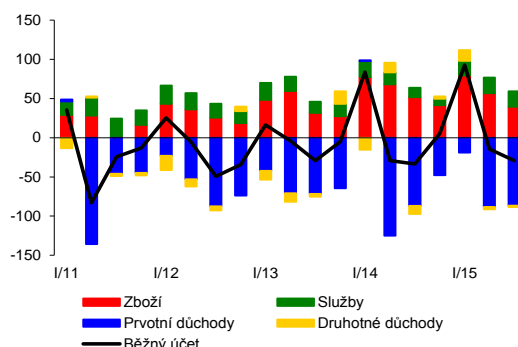
Ve třetím čtvrtletí 2015 dosáhl **běžný účet** podobně jako v předchozím čtvrtletí schodku, tentokrát 29,3 mld. Kč. To ovšem znamenalo jeho meziroční zmírnění o 4 mld. Kč, které bylo ovlivněno pozitivním vývojem bilancí druhotných důchodů a služeb (Graf III.6.1). Roční klouzavý poměr salda běžného účtu k HDP dosáhl 1,2 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se nepatrně zvýšil.

Přebytek bilance **zboží** se ve třetím čtvrtletí 2015 snižoval již druhé čtvrtletí v řadě (o 12 mld. Kč na 39,4 mld. Kč). Pokles přebytku zboží souvisel především s vývojem v reálném vyjádření, zatímco dopad cenového vývoje byl jen nepatrný. Meziroční růst nominálního obchodního obrátu proti předchozímu čtvrtletí zpomalil (o více než 2 procentní body na 5,5 %). Rostoucí výpadek vývozu do Ruska (o více než 10 mld. Kč) a posilování koruny vůči euru vedly i přes další mírné posílení poptávky v eurozóně ke zpomalení meziroční nominální dynamiky vývozu zboží na 4,5 %. K patrnému zmírnění nominální růstové dynamiky došlo i v případě dovozu zboží (na 6,6 %), a to především v důsledku prohloubení propadu cen ropy a plynu a celkově jen mírného růstu dovozu pro mezispotřebu v souvislosti se zpomalením dynamiky vývozu. Tyto faktory však byly částečně vyvažovány pokračujícím rychlým růstem celkové domácí poptávky a oslabováním koruny vůči dolaru. Z pohledu zbožové struktury byl meziroční pokles celkového obchodního přebytku nejvýrazněji ovlivněn zmírněním přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 meziroční přebytek zboží pokračoval ve svém klesajícím trendu, přičemž za říjen až listopad se snížil o dalších 5 mld. Kč.

K přebytku výkonové bilance přispěl také přebytek bilance **služeb** 19,9 mld. Kč (Graf III.6.3), který se dále meziročně zvýšil, konkrétně ve třetím čtvrtletí o necelých 8 mld. Kč. Na dosaženém přebytku se podobně jako v prvním pololetí podílely všechny čtyři dílčí bilance. Nejvyššího přebytku přitom dosáhla bilance výrobních služeb a oprav v rámci zušlechťovacího styku (7,9 mld. Kč). K meziročnímu růstu celkového přebytku ale

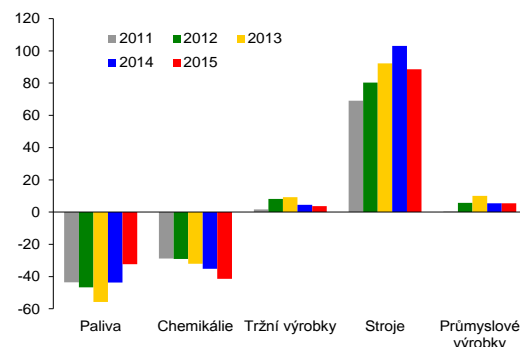
Graf III.6.1 Běžný účet

Schodek běžného účtu ve třetím čtvrtletí 2015 odrážel schodek prvotních důchodů, meziročně se však zmínil (v mld. Kč)



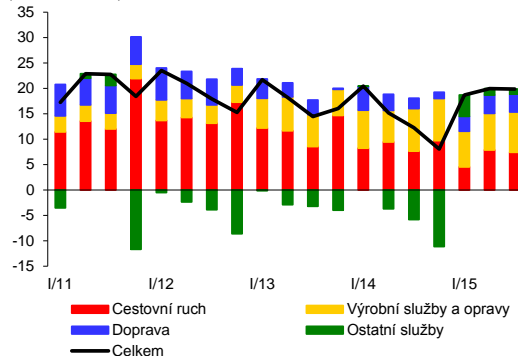
Graf III.6.2 Zahraniční obchod se zbožím podle SITC

Meziroční zmírnění schodku nerostných paliv bylo ve třetím čtvrtletí 2015 převáženo poklesem přebytku strojů a prohloubením schodku u chemikálií (třetí čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



Graf III.6.3 Služby

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



nejvíce přispěla dílčí bilance ostatních služeb, která přešla v důsledku současného růstu příjmů a poklesu výdajů ze schodku do mírného přebytku.

Oproti přebytkové bilanci zboží a služeb skončily **prvotní důchody** hlubokým schodkem 86,6 mld. Kč, který se meziročně téměř nezměnil. Rozhodující složku celkové bilance nadále představoval schodek důchodů z investic (98,3 mld. Kč; Graf III.6.4). Ten vyplýval téměř zcela ze schodku důchodů z přímých investic, který souvisel zejména s výnosy ve formě dividend hrazených nerezidentům. Mírný schodek zaznamenaly také důchody z portfoliových investic, které byly ovlivněny výplatami dividend z akcií a úroků z dluhopisů nerezidentům. Ke zmírnění celkového schodku prvotních důchodů naopak nejvíce přispěl přebytek náhrad zaměstnancům a přebytek ostatních prvotních důchodů zahrnující část čistých příjmů z rozpočtu EU.

Nevýrazný schodek (-2 mld. Kč), který se meziročně o více jak 8 mld. Kč zmírnil, zaznamenaly **druhotné důchody**. Jejich nejvýznamnější součástí byly čisté příjmy z běžné mezinárodní spolupráce, které přesáhly 7 mld. Kč. Podobně jako v předchozím čtvrtletí však byly převáženy schodky v dalších položkách, především v položce odvodů do rozpočtu EU odvozených z DPH a HNP. Čisté čerpání zdrojů z rozpočtu EU vykazované v rámci druhotných důchodů dosáhlo 4 mld. Kč a meziročně se při přechodu ze schodku do přebytku zvýšilo o více než 8 mld. Kč. Meziroční zmírnění schodku druhotných důchodů tak nejvíce souviselo s vyšším čerpáním příjmů z rozpočtu EU.

III.6.2 Kapitálový účet

Po vysokých přebytcích v prvním pololetí 2015 se přebytek **kapitálového účtu** ve třetím čtvrtletí zmírnil na 7,9 mld. Kč. Rozhodující složku kapitálového účtu nadále představovalo čerpání prostředků z rozpočtu EU (7 mld. Kč), které také nejvýznamněji přispělo k meziročnímu růstu celkového přebytku.

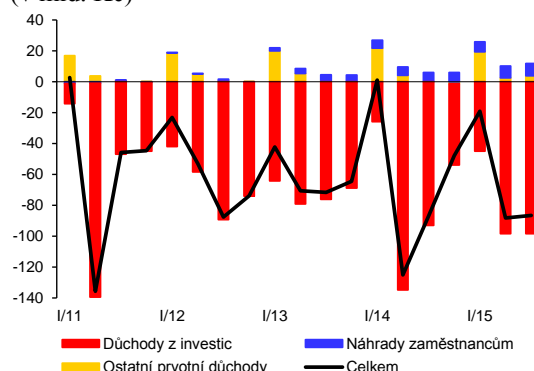
III.6.3 Finanční účet

Finanční účet skončil ve třetím čtvrtletí mírnými čistými výpůjčkami ze zahraničí, tj. čistým přílivem, ve výši 2 mld. Kč. Rychlý růst rezervních aktiv a čistý odliv přímých investic byly jen mírně převáženy souhrnným čistým přílivem portfoliových a ostatních investic a saldem vypořádání s finančními deriváty (Graf III.6.5).

Po roce a půl čistého přílivu zaznamenaly **přímé investice** ve třetím čtvrtletí 2015 čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 14 mld. Kč (Graf III.6.6). Pro jejich vývoj byl v tomto čtvrtletí charakteristický poměrně vysoký růst českých investic

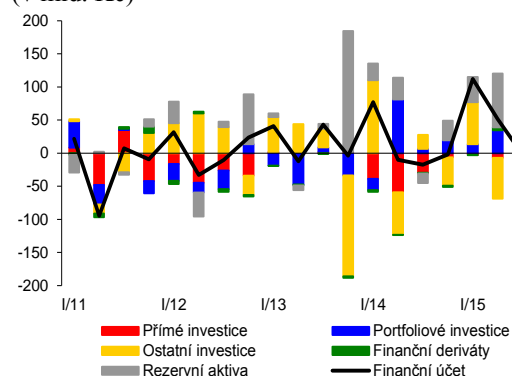
Graf III.6.4 Prvotní důchody

Schodek prvotních důchodů se ve třetím čtvrtletí 2015 meziročně ani mezičtvrtletně téměř nezměnil (v mld. Kč)



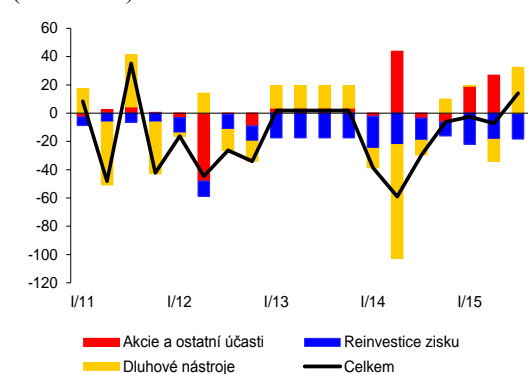
Graf III.6.5 Finanční účet

Nejvýznamnější složku finančního účtu představoval ve třetím čtvrtletí 2015 přírůstek rezervních aktiv (v mld. Kč)



Graf III.6.6 Přímé investice

K čistému odlivu přímých investic do zahraničí ve třetím čtvrtletí 2015 přispěl pouze čistý odliv v dluhových nástrojích (v mld. Kč)



v zahraničí (přes 37 mld. Kč), který souvisel především s poskytnutými úvěry v dluhových nástrojích. Ve výrazně nižším rozsahu k němu také přispěl odliv u akcií a ostatních účastí a reinvestice zisku. Příliv zahraničních investic do ČR byl nejvíce ovlivněn reinvesticemi zisku. Z části se na něm podílel i příliv v akciích a ostatních účastech, zatímco v dluhových nástrojích převážily splátky dříve přijatých úvěrů. Meziroční změna salda přímých investic o téměř 44 mld. Kč z čistého přílivu na odliv souvisela především s vývojem v úvěrových vztazích.

Portfoliové investice skončily ve třetím čtvrtletí po pěti čtvrtletích čistého odlivu čistými výpůjčkami ze zahraničí, tj. čistým přílivem, v rozsahu 80,7 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy tuzemských vládních korunových dluhopisů nerezidenty v souvislosti se spekulacemi na budoucí posílení koruny. Také meziroční změna toků portfoliových investic, převyšující 87 mld. Kč, byla nejvýrazněji ovlivněna nákupem tuzemských dluhových cenných papírů. Přes mírný pokles držby tuzemských účastí a podílů v investičních fondech přesáhly nákupy českých cenných papírů zahraničními investory 66 mld. Kč. V obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory naopak převážily prodeje. Byly přitom spojeny pouze s poklesem držby zahraničních dluhopisů, zatímco u účastí a podílů v investičních fondech nepatrně převážily nákupy.

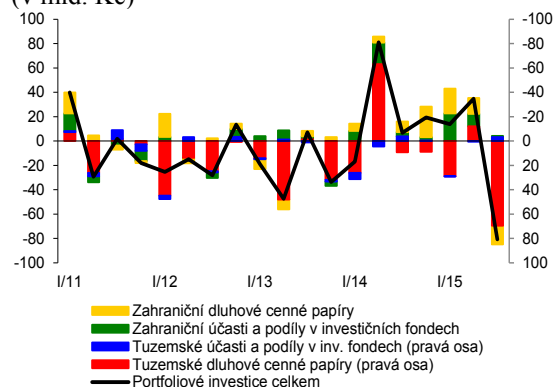
Také vypořádání kontraktů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo k mírným čistým výpůjčkám ze zahraničí, tj. čistému přílivu, ve výši 4,6 mld. Kč, které se meziročně o necelé 4 mld. Kč zvýšily.

U **ostatních investic** byly vykázány vysoké čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, ve výši 104,1 mld. Kč. K tomu přispěl pouze čistý příliv v rámci bankovního sektoru včetně ČNB, který přesáhl 108 mld. Kč. Souvisel především se zvýšením krátkodobých vkladů přijatých ze zahraničí, představujících ve velké míře protipoložku zvýšení devizových rezerv ČNB. Podnikový sektor zaznamenal mírný čistý odliv zdrojů, spojený s růstem krátkodobých vkladů v zahraničí. Nepatrnými čistými půjčkami do zahraničí skončila i pozice sektoru vlády. K výrazné meziroční změně toků ostatních investic, představující 125 mld. Kč, přispěla zejména změna krátkodobé pozice bankovního sektoru.

Rezervní aktiva se podobně jako v předchozích třech čtvrtletích ve třetím čtvrtletí 2015 zvýšila. Přírůstek rezervních aktiv dosáhl především v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB 173,4 mld. Kč (Graf III.6.8).

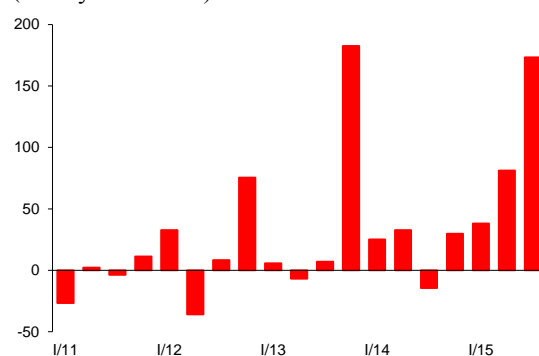
Graf III.6.7 Portfoliové investice

Ve třetím čtvrtletí 2015 zaznamenaly portfoliové investice čistý příliv ze zahraničí především v důsledku nákupu tuzemských dluhopisů nerezidenty (v mld. Kč)



Graf III.6.8 Rezervní aktiva

Rezervní aktiva se ve třetím čtvrtletí 2015 opět zvýšila, a to především v důsledku devizových intervencí ČNB (změny v mld. Kč)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Meziroční hospodářský růst v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2015 pokračoval nezměněným tempem. Největší příspěvek k němu měla stejně jako v předchozích čtvrtletích spotřeba domácností. Ekonomiku stimulovala uvolněná měnová politika ECB a pokles cen energií. Ve Spojených státech meziroční hospodářský růst mírně zpomalil a je podporován zejména domácí poptávkou, neboť vývoz je tlumen silným dolarem. Inflace se v eurozóně pohybuje poblíž nulové hodnoty, zatímco ve Spojených státech se jí už začala vzdalovat. V roce 2016 se očekává růst inflace, který bude výraznější ve Spojených státech. Euro by mělo vůči dolaru v ročním horizontu mírně oslabit. Pokles ceny ropy počátkem roku 2016 výrazně zrychlil.

III.7.1 Eurozóna

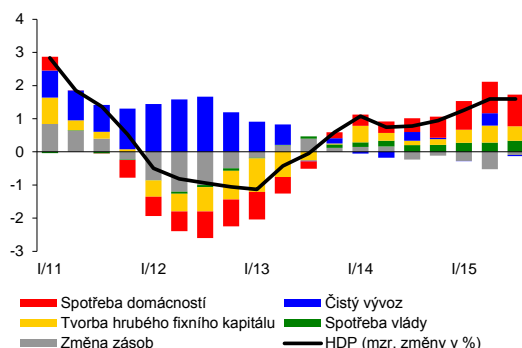
Meziroční tempo růstu HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2015 stagnovalo na hodnotě 1,6 %, což nicméně představuje nejvyšší meziroční růst od roku 2011 (Graf III.7.1). V mezičtvrtletním vyjádření hospodářský růst opět mírně zpomalil (na 0,3 %). Hlavním tahounem růstu byla, podobně jako v předchozích čtvrtletích, spotřeba domácností, která se meziročně zvýšila o 1,7 %. Také příspěvek ostatních složek HDP byl s výjimkou změny stavu zásob kladný. Podobný vývoj byl charakteristický také pro předchozí čtyři čtvrtletí. Z jednotlivých zemí rostlo nejrychleji Irsko a Slovensko. Naopak ekonomická aktivita ve třetím čtvrtletí meziročně poklesla v Řecku a ve Finsku. Během čtvrtého čtvrtletí 2015 došlo ke zvolnění meziročního růstu reálných maloobchodních tržeb v listopadu, které meziměsíčně klesají již třetí měsíc v řadě. Podobně se vyvíjela také průmyslová produkce, což ukazuje na spíše slabé hospodářské oživení. Míra nezaměstnanosti v listopadu dále mírně poklesla na 10,5 %.

Prognózy sledovaných institucí na rok 2016 předpokládají mírné zrychlení hospodářského růstu v eurozóně, který by se pak měl udržet v podobné výši i v roce 2017 (Graf III.7.2). Vysoká hodnota prosincového předstíhového ukazatele PMI ve zpracovatelském průmyslu naznačuje zlepšení vývoje průmyslové produkce v nadcházejících měsících. Ekonomiku by měla nadále urychlovat nízká cena ropy a ostatních energií a uvolněná měnová politika ECB působící ve směru slabšího kurzu eura vůči dolaru.

V roce 2015 **HICP inflace** v eurozóně dosáhla nulové úrovně. V následujících dvou letech je nicméně očekáváno její postupné oživení (Graf III.7.2). Vlivem poklesu cen energií dosáhl v prosinci meziroční růst spotřebitelských cen pouhých 0,2 %. Inflace bez cen energií a potravin přitom setrvala na hodnotě 0,9 %. Ceny průmyslových výrobců v listopadu již třetí měsíc v řadě meziročně klesaly o 3,2 % (Graf III.7.3).

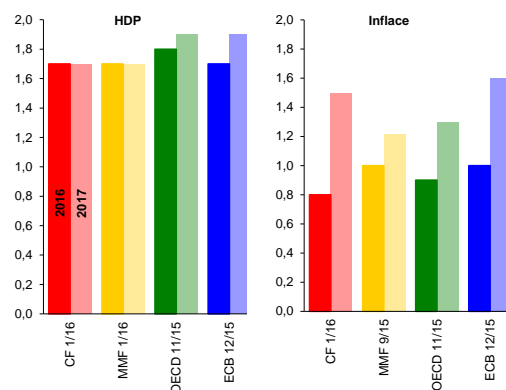
Graf III.7.1 HDP v eurozóně

Spotřeba domácností byla i ve třetím čtvrtletí 2015 hlavní složkou růstu HDP (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

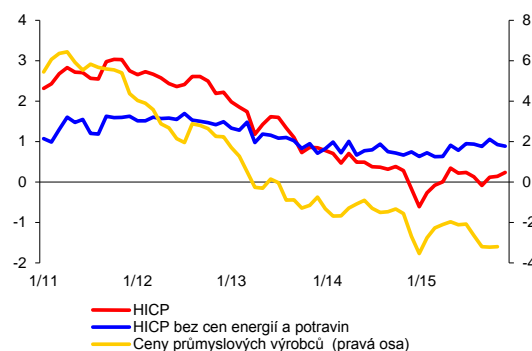
Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2016 dosáhnout 1,7 % a inflace postupně zrychlovat (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



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

Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně

Inflace dosahovala vlivem poklesu cen energií velmi nízkých hodnot, ceny průmyslových výrobců meziročně výrazně klesají (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



ECB na svém lednovém zasedání neprovedla žádné změny v dosavadním nastavení měnové politiky z prosince, kdy přistoupila k jejímu uvolnění. Konkrétně byl v prosinci prodloužen stávající program nákupu dluhopisů nejméně do března 2017 a byla mírně snížena depozitní sazba na -0,3 %. Novinkou bylo také oznámení, že ECB bude reinvestovat prostředky z maturujících dluhopisů a že začne nakupovat rovněž municipální dluhopisy. Úroková sazba 3M Euribor dále mírně poklesla a nachází se stále v záporných hodnotách, na kterých by měla podle tržních výhledů setrvat až do konce roku 2017. Meziroční růst měnového agregátu M3 v listopadu dosáhl 5,1 %.

Meziroční **růst německé ekonomiky** ve třetím čtvrtletí 2015 zrychlil o 0,1 procentního bodu (na 1,7 %), mezičtvrtletní růst naopak zpomalil ve stejném rozsahu (na 0,3 %). Meziroční hospodářský růst byl snižován poklesem čistého vývozu a stavu zásob. Silný nárůst spotřeby domácností i vlády⁶⁵ a fixních investic ekonomický vývoj naopak podpořil (Graf III.7.4). Hospodářská dynamika očekávaná pro čtvrté čtvrtletí by neměla překročit úroveň třetího čtvrtletí. Meziroční růst průmyslové výroby za říjen a listopad oslabil téměř k nule (po silném zvýšení v předchozích dvou čtvrtletích) a růst maloobchodního obrátu značně zpomalil. Spolkový statistický úřad předběžně odhaduje dynamiku německé ekonomiky za celý minulý rok na 1,7 %, stejně jako lednový CF. Růstu napomáhal zejména příznivý vývoj spotřeby domácností i vlády, který převážil nad poklesem vnější poptávky způsobeným hospodářským zpomalováním v Číně a v dalších rozvíjejících se ekonomikách. Zaměstnanost vzrostla na konci minulého roku na nejvyšší úroveň od znovusjednocení, nezaměstnanost rekordně klesla a státní rozpočet za celý rok skončil (i přes dodatečné výdaje na imigranty) v přebytku 12 mld. EUR. Celkově lze říci, že pro německé hospodářství byl rok 2015 úspěšný.

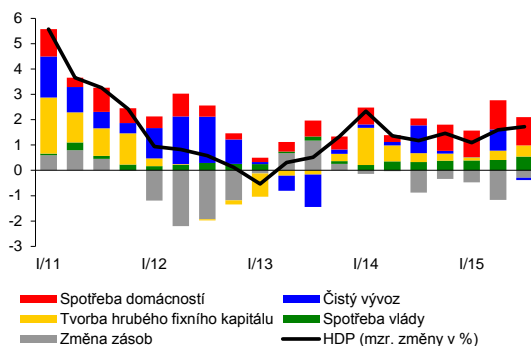
Pro **rok 2016** CF, stejně jako Bundesbanka i německá vláda, očekává mírnou akceleraci ekonomického růstu na 1,8 %. Příznivému výhledu analytiků ovšem příliš neodpovídá lednový vývoj většiny předstihových ukazatelů.

V prosinci se **inflace v Německu** snížila o 0,1 procentního bodu na 0,3 % zejména v důsledku poklesu cen energií, dopravy a potravin (Graf III.7.5). Za celý rok 2015 dosáhl růst spotřebitelských cen rekordně nízké úrovně 0,2 %, pro rok 2016 však lednový CF očekává jeho akceleraci na 1,1 % a další zvýšení na 1,6 % v roce 2017.

Růst slovenské ekonomiky zůstal i ve třetím čtvrtletí 2015 na vysoké úrovni. Meziroční růst HDP se zvýšil o 0,2 procentního

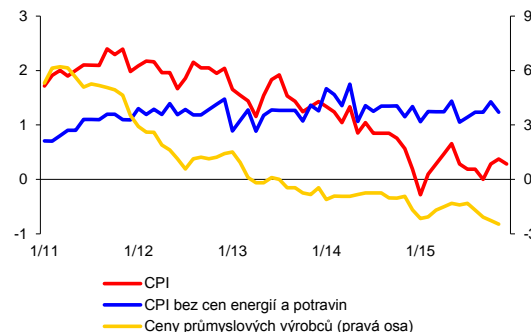
Graf III.7.4 HDP v Německu

Ve třetím čtvrtletí 2015 se meziroční tempo růstu HDP dále zvýšilo zejména díky silnému růstu spotřeby domácností i vlády a zvýšení dynamiky fixních investic (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu

V prosinci se inflace snížila o 0,1 procentního bodu na 0,3 % a zároveň se prohloubil pokles cen průmyslových výrobců (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



⁶⁵ Silný nárůst vládních výdajů byl ovlivněn zejména náklady souvisejícími s přílivem uprchlíků do Německa.

bodu na 3,5 %. Mezičtvrtletní tempo růstu se udrželo na 0,9 % zejména díky zrychlení domácí poptávky. Příznivý hospodářský vývoj se projevil také v meziročním růstu zaměstnanosti o 2,2 % a ve snížení míry nezaměstnanosti na 10,8 %. Lednový EECF mírně zvýšil odhad hospodářského růstu slovenské ekonomiky za celý minulý rok na 3,3 %. Tuto dynamiku by si Slovensko mělo zhruba udržet i v roce 2016.

Deflace na Slovensku se v prosinci prohloubila o 0,1 procentního bodu na -0,5 % meziročně zejména v důsledku výraznějšího poklesu cen energií a potravin. Za celý rok 2015 spotřebitelské ceny poklesly o 0,3 %. Podle NBS by se růst cen měl vrátit do kladných hodnot na počátku letošního roku v důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy a očekávaného zvýšení cen potravin a služeb. EECF očekává, že v roce 2016 dosáhne inflace na Slovensku průměrné úrovně 0,8 %.

III.7.2 Spojené státy

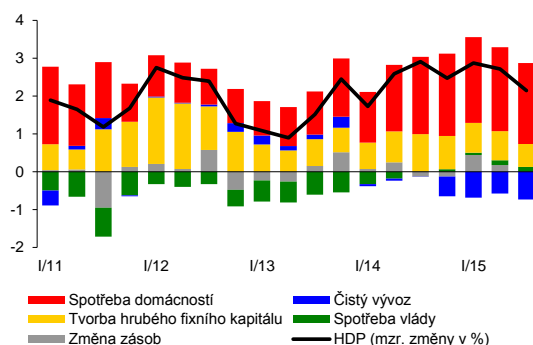
Meziroční **růst HDP ve Spojených státech** ve třetím čtvrtletí 2015 dále zpomaloval (na 2,1 %; Graf III.7.6), a to již třetí čtvrtletí v řadě. Do hospodaření firem se stále negativně promítal silný kurz dolaru, nižší zahraniční poptávka a v některých odvětvích také nízké ceny ropy. Hlavním zdrojem růstu tak zůstala spotřeba domácností. Vliv spotřeby vlády zůstal nízký a v případě čistého vývozu byl příspěvek k dynamice ekonomické aktivity již čtvrté čtvrtletí v řadě záporný.

Údaje za **čtvrté čtvrtletí 2015** naznačují pokračující expanzi americké ekonomiky, která by ale měla dále zvolnit. Meziroční růst průmyslové produkce se v závěru roku 2015 propadl do záporných hodnot, zejména v energetickém sektoru. Předstihový indikátor PMI již od listopadu dokonce naznačuje kontrakci ve zpracovatelském průmyslu. Pokles pod 2% meziroční růst v závěru roku zaznamenaly také maloobchodní tržby, i když indikátory důvěry spotřebitelů naznačují stále pozitivní výhled spotřeby domácností. Také situace na trhu práce vyznívá příznivě, když se nezaměstnanost v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 udržela na rekordně nízké úrovni (5 %). Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru se v prosinci zvýšil více, než bylo očekáváno (o 292 tisíc), přičemž hodnota za předchozí dva měsíce byla revidována o 50 tisíc směrem nahoru.

Za celý **rok 2015** je růst HDP odhadován na 2,4 % a stejné hodnoty by měl podle lednového CF a nové prognózy Fedu dosáhnout i v roce 2016 (Graf III.7.7). MMF ve své lednové předpovědi předpokládá pro rok 2016 i 2017 růst o 2,6 %. Pod vlivem poklesu cen ropy zpomalila inflace v roce 2015 na 0,1 %. V roce 2016 by se inflační tlaky měly opět zvýšit. Lednový CF očekává inflaci ve výši 1,5 %, tj. o 0,1 procentního bodu nižší než prognóza Fedu.

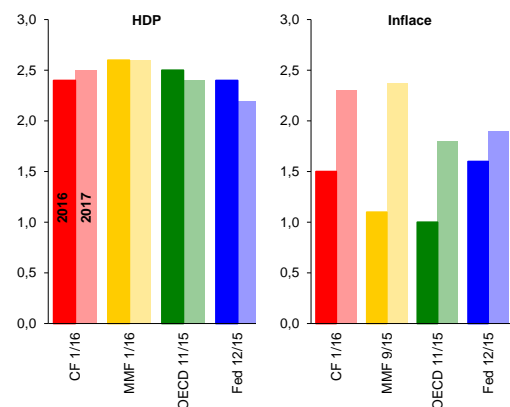
Graf III.7.6 HDP ve Spojených státech

Tempo růstu americké ekonomiky v meziročním srovnání ve třetím čtvrtletí 2015 dále zvolnilo (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy

V roce 2016 se očekává rychlý růst HDP a zvýšení inflačních tlaků (meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



Meziroční spotřebitelská **inflace** se v závěru roku vzdálila nulovým hodnotám, když v listopadu dosáhla 0,4 %. Inflace bez cen energií a potravin nebyla v průběhu roku zasažena propadem cen paliv, v listopadu meziroční růst tohoto indexu zrychlil na 2 %. V případě cen výrobců se v listopadu zmínil jejich meziroční pokles (Graf III.7.8).

Fed se na svém prosincovém zasedání rozhodl zvýšit cílové pásmo základní sazby o 25 bazických bodů na úroveň 0,25–0,5 %. Oficiální vyjádření Fedu zmínilo zejména podstatné zlepšení na trhu práce, které by mělo pokračovat s ohledem na stále uvolněné měnové podmínky. Centrální banka také věří, že se inflace dostane ve střednědobém horizontu na 2% cíl. První zvýšení sazeb je začátkem cyklu postupného zpříšňování měnové politiky, které bude pokračovat v závislosti na aktuálním vývoji. Lednové tržní výhledy ani šetření mezi panelisty CF však další kroky Fedu v brzké době neočekávají.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura **vůči hlavním světovým měnám** zhruba od poloviny října zřetelně oslaboval (Graf III.7.9), přičemž výrazně reagoval zejména na říjnové zasedání ECB, na němž M. Draghi naznačil možnost dalšího uvolnění měnové politiky. K tomu došlo počátkem prosince, kdy ECB snížila depozitní úrokovou sazbu na -0,30 % a prodloužila a rozšířila program nákupu dluhopisů. Uvolnění však bylo mírnější, než se obecně předpokládalo, na což zareagoval kurz eura skokovým posílením. Ve zbytku roku se kurz eura vyvíjel vůči jednotlivým dalším měnám diferencovaně.

Vůči **americkému dolaru** zůstal kurz eura až do konce roku relativně stabilní. Na prosincové zvýšení základních úrokových sazeb v USA reagoval jen drobným oslabením, které bylo záhy korigováno.

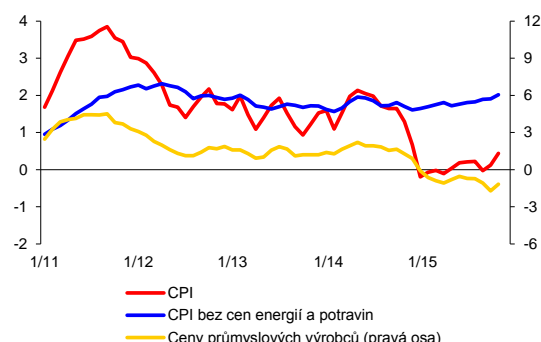
Vůči **britské libře** kurz eura od počátku prosince znatelně posiloval. Důvodem bylo zpomalení britské ekonomiky. Zpříšnění britské měnové politiky se tak neočekává dříve než ve druhé polovině roku 2016.

Naopak vůči **japonskému jenu** euro od prosince oslabuje. Japonská ekonomika se ve třetím čtvrtletí vyhnula technické recesi, její výsledky však nejsou nijak silné. Vláda proto schválila přijetí dalšího fiskálního stimulu, který by měl letos dosahovat zhruba 25 mld. EUR. Přesto je Japonsko v regionu vnímáno jako „bezpečný přístav“, což vede ke zhodnocování jenu.

V první polovině ledna **2016** euro vůči americkému dolaru nejprve mírně oslabilo, následně se však vrátilo zpět k hodnotám z počátku měsíce. Vůči britské libře euro i nadále posilovalo, zatímco vůči japonskému jenu na počátku ledna prudce

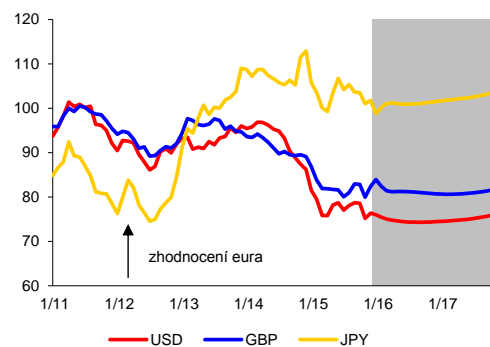
Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech

V závěru roku spotřebitelské ceny začaly růst a zmínil se pokles cen výrobců (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám
Euro ve čtvrtém čtvrtletí 2015 reagovalo na rozdílný vývoj měnové politiky oslabením vůči dolaru

(leden 2010 = 100, zdroj: Datastream, předpověď na základě Consensus Forecasts, výpočet ČNB)



oslabilo.⁶⁶ Podle lednového CF by euro mělo v horizontu jednoho roku oslabit vůči americkému dolaru o 2,8 % (na 1,06 USD/EUR) a o 7 % vůči britské libře, naopak vůči japonskému jenu by mělo euro posílit o 3,5 %.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

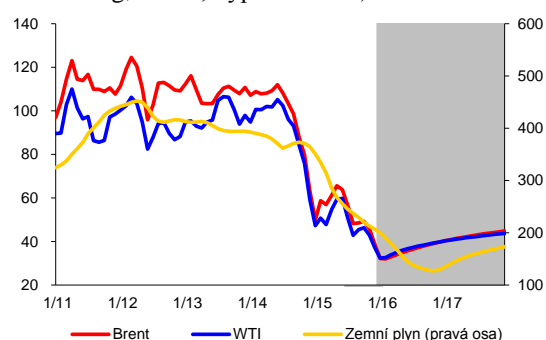
Cena ropy Brent v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 po většinu času klesala (Graf III.7.10), když určujícím faktorem na trhu byl přetrvávající přebytek nabídky nad poptávkou (a tedy rostoucí globální zásoby ropy) a v říjnu a listopadu i výrazně posilující dolar. Jen občas docházelo ke krátkodobým korekcím, např. po zprávách o poklesu počtu nových vrtů v USA. Pokles cen zrychlil v první polovině prosince poté, co OPEC na svém zasedání neprojevil ochotu podpořit ceny ropy a naopak poprvé za několik desetiletí nestanovil žádné produkční limity (kvůli nejistotě ohledně očekávaného růstu těžby v Íránu). Cena ropy Brent se v polovině prosince přiblížila k 37 USD/barel a na této hodnotě setrvala až do konce roku 2015. Na počátku nového roku se pak obnovil klesající trend a cena ropy Brent se dostala v polovině ledna až pod hranici 30 USD/barel, kde byla naposledy v únoru 2004. Důvodem byly zejména turbulence na čínském akciovém trhu a oslabování renminbi a rovněž očekávané zvýšení vývozu ropy z Íránu po zrušení sankcí⁶⁷.

V letošním roce bude oproti dosavadnímu vývoji pokles **korunové ceny ropy** výrazně méně tlumen meziročním oslabením kurzu CZK/USD (Graf III.7.11). V roce 2017 pak bude vliv kurzu zčásti kompenzovat předpokládaný meziroční nárůst dolarové ceny ropy.

K neočekávané změně došlo u **rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI**. Zatímco po většinu roku 2015 se ropa WTI obchodovala s diskontem v průměru 5 USD/barel, v průběhu prosince 2015 se toto rozpětí začalo snižovat (díky relativně volné skladovací kapacitě v USA oproti zbytku světa) a po zrušení zákazu vývozu surové ropy z USA⁶⁸ se snížilo prakticky na nulu. Tržní odhady očekávají téměř shodný vývoj cen ropy Brent a WTI na celém svém horizontu, naopak EIA předpovídá pro letošní a příští rok diskont pro ropu WTI na úrovni 2, resp. 3 USD/barel.

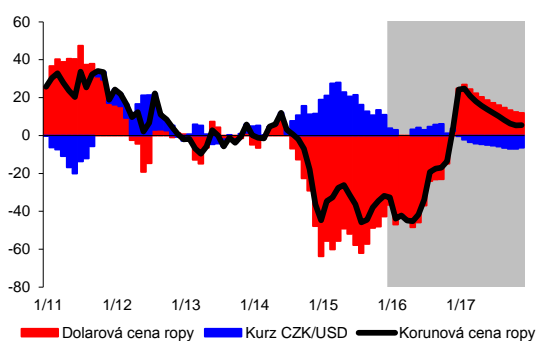
Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu

Cena ropy Brent se v polovině ledna 2016 propadla pod 30 USD/barel a její růst by měl být do konce roku 2017 jen pozvolný (ropa v USD/barel, zemní plyn [ruský na hranicích s Německem] v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy

Korunová cena ropy bude meziročně klesat až do závěru letošního roku, přičemž vliv kurzu koruny vůči dolaru tlumící doposud tento pokles se výrazně sníží (ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



⁶⁶ Japonský jen posílil v reakci na turbulentní vývoj na čínských finančních trzích.

⁶⁷ Zvýšení vývozu ropy z Íránu by mohlo od ledna činit dle tamních zdrojů až 500 tisíc barelů denně a 1 mil. barelů denně do půl roku. Zvýšení vývozu očekává také IEA, avšak v menším rozsahu (konkrétně 300 tisíc barelů denně do konce prvního čtvrtletí 2016).

⁶⁸ Z fundamentálního pohledu nemá zrušení zákazu vývozu ropy z USA žádný dopad, povede pouze k přesměrování toků ropy a zvýšenému dovozu lehké ropy do USA.

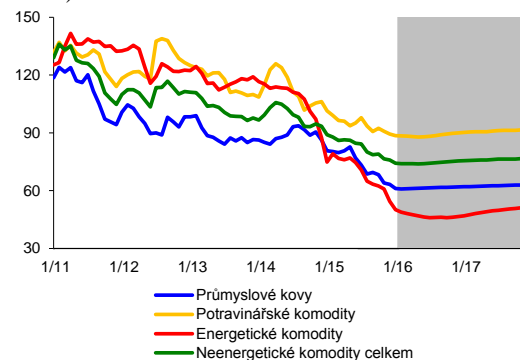
EIA odhaduje, že **globální zásoby ropy** rostly v roce 2015 průměrným tempem 1,9 mil. barelů denně. Toto tempo by se mělo snížit na průměrných 0,7 mil. barelů denně v letošním roce. První pokles globálních zásob je očekáván až ve třetím čtvrtletí 2017, kdy již dojde k dostatečně silnému poklesu těžby ropy v Severní Americe i jinde ve světě v důsledku aktuálně značného omezení investic do těžebního průmyslu. Výraznější růst cen ropy však nelze očekávat, neboť při růstu ceny na 50–60 USD/barel by rychle došlo k obnovení růstu břidlicové těžby v USA.

Tržní **předpověď ceny ropy Brent** na základě futures křivky z 11. ledna se na celém horizontu opět značně posunula směrem dolů a nadále předpokládá jen pozvolný růst (na cca 40, resp. 45 USD/barel na konci roku 2016, resp. 2017). Lednová předpověď EIA se rovněž výrazně snížila, přesto oproti tržní křivce očekává pro rok 2016 nadále vyšší cenu ropy Brent o přibližně 4 USD/barel a v roce 2017 o 7 USD/barel. Ještě výše je se svou předpovědí lednový CF, který očekává růst ceny ropy Brent na téměř 50 USD/barel již v ročním horizontu. Vzhledem k očekávanému brzkému růstu dodávek ropy z Íránu, nelimitované těžbě v ostatních zemích OPEC, prozatímní odolnosti břidlicové těžby v USA a rekordním globálním zásobám ropy převažují krátkodobá rizika vývoje cen ropy spíše směrem dolů, zejména pokud by došlo k výraznějšímu zpomalení čínské ekonomiky. K rychlejšímu růstu cen by naopak došlo jen v případě silnějšího poklesu těžby v USA nebo většího konfliktu na Blízkém východě.

Trendový **pokles indexu cen neenergetických surovin**, který začal již v květnu 2014, pokračoval i v posledních dvou měsících roku 2015 a v první polovině letošního ledna (Graf III.7.12). Ceny většiny průmyslových kovů nadále klesaly pod tlakem zhoršujícího se výhledu zpracovatelského průmyslu v Číně a USA. Navzdory snižování investic přetrvávají nadbytečné produkční kapacity a firmy nejsou zatím ochotné snižovat svou produkci (s výjimkou hliníku). Ceny základních kovů udržuje pod tlakem rovněž silný dolar a oslabování renminbi, které zvyšuje konkurenceschopnost čínských producentů. Výrazný pokles zaznamenala rovněž cena železné rudy s klesající globální poptávkou po oceli. Index cen zemědělských produktů po přechodném říjnovém růstu obnovil svou klesající tendenci, když u většiny plodin jsou nadále vykazovány vysoké globální stavy zásob. Na základě tržních výhledů lze očekávat stabilizaci cen komodit, i když rizika existují oběma směry. U cen kovů jsou rizika vyrovnaná, u zemědělských plodin spíše směrem vzhůru (v případě negativních zpráv ohledně budoucí sklizně).

Graf III.7.12 Ceny komodit

Celkový index cen neenergetických surovin od listopadu 2015 obnovil svůj pokles a obdobně se vyvíjely jeho složky; výhled očekává stabilizaci cen (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).

BOX 3

Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit

Údaje o zpomalení dynamiky čínské ekonomiky vyvolávají obavy z jeho možné hloubky a návazně globálních dopadů. Cílem boxu je naznačit možný vliv zpomalení růstu čínské ekonomiky na vývoj světové ekonomiky. Pomocí **modelu GVAR**⁶⁹ byl simulován trvalý negativní šok do čínské HDP v rozsahu 1 %. Výsledky ukazují, že většina rozvinutých zemí reaguje na daný šok velmi podobně, a to v rozmezí 0,1 až 0,2 % (Graf 1). Například odhadovaná dlouhodobá elasticita ekonomické aktivity eurozóny na šok do čínské HDP činí 0,2.⁷⁰

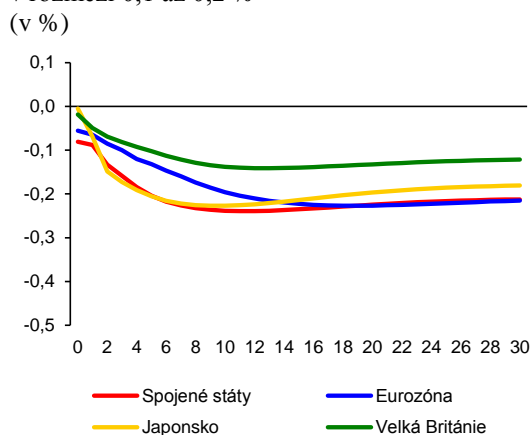
Dopady shodného šoku ve výši 1 % do produktu ostatních regionů ve světě pak ukazuje Graf 2. Nejvýraznější reakce je přirozeně patrná u obchodních partnerů Číny z Jihovýchodní Asie (v delším horizontu -0,4 %), zejména pak v případě Jižní Koreje či Indonésie. Nejnižší reakci lze naopak vedle již zmíněných velkých rozvinutých ekonomik pozorovat u evropských zemí mimo eurozónu (Švédsko, Švýcarsko atd.).

Výsledky pro středoevropský region (CEE) ukazují o něco silnější odezvu na šok do produktu Číny (-0,27 % při šoku ve výši 1 %) oproti výsledkům pro eurozónu, zejména kvůli větší otevřenosti CEE zemí. V průměru je reakce srovnatelná s odezvou skupiny Ostatní země (v jejichž rámci je šokem nejvíce zasažena Indie). Ekonomiky zemí Latinské Ameriky jsou daným šokem v krátkém období postiženy více než středoevropské země, avšak permanentní dopad je následně obdobný.

Oslabení dynamiky čínské ekonomiky by se mělo projevit také v poklesu cen komodit (viz Graf 3). Podle modelových odhadů simulovaný šok vyvolává snížení ceny ropy o téměř 3 %, zatímco permanentní pokles cen kovů dosahuje necelé 1 %.

Graf 1 (BOX) Dopad 1% záporného šoku do čínského HDP na rozvinuté ekonomiky

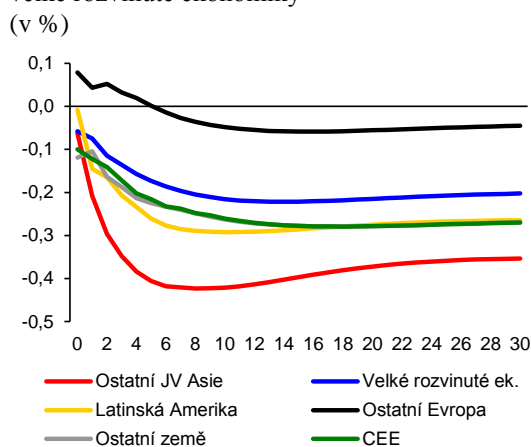
V rámci rozvinutých ekonomik se zpomalení Číny v dlouhém období projevuje obdobně s elasticitou v rozmezí 0,1 až 0,2 %



Poznámka: Na vodorovné ose jsou uvedena čtvrtletí.

Graf 2 (BOX) Dopad 1% záporného šoku do čínského HDP na jednotlivé regiony světa

Nejvíce jsou šokem do vývoje v Číně přirozeně zasaženy ostatní země v Jihovýchodní Asii. Dopad na středoevropský region je o něco silnější než na velké rozvinuté ekonomiky



Poznámka: Na vodorovné ose jsou uvedena čtvrtletí. Regiony jsou vážené agregáty, kde váhami je podíl dle HDP v PPP. Velké rozvinuté ekonomiky = eurozóna, USA, Japonsko a Velká Británie; Ostatní JV Asie = Indonésie, Jižní Korea, atd.; CEE = Polsko, Maďarsko, ČR, SR; Latinská Amerika = Brazílie, Argentina, atd.; Ostatní Evropa = Švédsko, Švýcarsko atd.; Ostatní země = Rusko, JAR, Indie, atd.

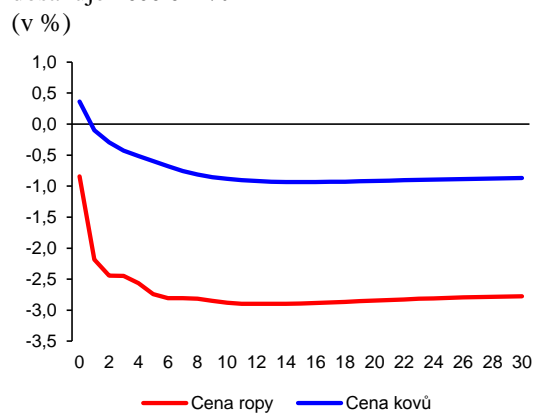
⁶⁹ Model GVAR je používán jako alternativa ke globálnímu makroekonomickému modelu NiGEM. Model pracuje se čtvrtletními údaji pro 30 významných ekonomik světa za období 1995 až 2014. Pro každou zemi zahrnuje data o vývoji inflace, nominálních krátkodobých i dlouhodobých úrokových sazeb, reálném HDP, akciovém indexu, úvěrech a měnovém kurzu k americkému dolaru. Model zahrnuje i ceny ropy a kovů. Více o modelu GVAR lze nalézt např. v publikaci Globální ekonomický výhled 1/2015, Chudik a Pesaran (2014) či Feldkircher a Korhonen (2012).

⁷⁰ To znamená, že například výrazné snížení tempa růstu čínské ekonomiky o 4 procentní body (ze 7 na 3 %) by tedy způsobilo zpomalení eurozóny o 0,8 procentního bodu (ze 2 na 1,2 %).

V souhrnu provedené simulace naznačují, že očekávané zpomalení dynamiky čínské ekonomiky bude mít nepříznivý dopad na růst globální ekonomiky, jehož rozsah bude záviset na intenzitě zpomalení čínské ekonomiky a na konkrétních obchodních vztazích jednotlivých ekonomik. Dopad na rozvinuté země bude pravděpodobně menší než na rozvíjející se země. Tento dopad je přitom tlumen poklesem světových cen komodit, který pro jejich dovozce představuje příznivý nabídkový šok.

Graf 3 (BOX) Dopad 1% záporného šoku do čínského HDP na ceny komodit

Simulovaný šok vyvolává snížení ceny ropy o téměř 3 %, zatímco permanentní pokles cen kovů dosahuje necelé 1 %



Poznámka: Na vodorovné ose jsou uvedena čtvrtletí. Cena kovů je aproximována indexem kovů MMF.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1	Plnění inflačního cíle	1	Graf III.3.5	Struktura spotřeby domácností	37
Graf I.2	Prognóza celkové inflace	1	Graf III.3.6	Indikátory důvěry	37
Graf I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	1	Graf III.3.7	Investice podle sektorů	38
Graf I.4	Prognóza úrokových sazeb	2	Graf III.3.8	Tvorba fixního kapitálu	38
Graf I.5	Prognóza růstu HDP	2	Graf III.3.9	Investice do obydlí	38
			Graf III.3.10	Vývoz a dovoz	39
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	4	Graf III.3.11	Podíly odvětví na růstu HPH	39
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	4	Graf III.3.12	Průmyslová produkce	39
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	4	Graf III.3.13	Nové průmyslové zakázky	40
Graf II.1.4	3M EURIBOR	5	Graf III.3.14	Bariéry růstu v průmyslu	40
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	5	Graf III.3.15	Ekonomický sentiment	40
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	5	Graf III.3.16	Potenciální produkt	41
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	6	Graf III.3.17	Mezera výstupu	41
Graf II.2.2	Regulované ceny	7	Graf III.3.18	Příspěvky k růstu potenciálu	41
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	7	Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	42
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	8	Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	42
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	8	Graf III.4.3	Přepočtený počet zaměstnanců	43
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	8	Graf III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	43
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	9	Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	43
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	9	Graf III.4.6	Průměrná mzda a NH produktivita	44
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	10	Graf III.4.7	Vývoj produktivity v odvětvích	44
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	10	Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	45
Graf II.2.11	Prognóza růstu HDP	11	Graf III.5.1	Peněžní agregáty a úvěry	46
Graf II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	11	Graf III.5.2	Složky peněžního agregátu M3	46
Graf II.2.13	Přepočtený počet zaměstnanců	11	Graf III.5.3	Struktura vkladů v rámci peněžního agregátu M3	46
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	12	Graf III.5.4	Úvěry soukromému sektoru	48
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	12	Graf III.5.5	Úvěry nefinančním podnikům	48
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	12	Graf III.5.6	Úvěry investičního charakteru poskytované nefinančním podnikům	49
Graf II.2.17	Míra úspor domácností	13	Graf III.5.7	Nově sjednané úvěry nefinančním podnikům	49
Graf II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	13	Graf III.5.8	Úvěry domácnostem	49
Graf II.2.19	Rozklad fixních investic	13	Graf III.5.9	Nově sjednané úvěry na bydlení	50
Graf II.2.20	Reálný vývoz a dovoz	15	Graf III.5.10	Nové hypoteční úvěry	50
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	19	Graf III.5.11	Základní sazby ČNB	51
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20	Graf III.5.12	Tržní úrokové sazby	51
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	20	Graf III.5.13	Úrokové diferenciály	52
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	21	Graf III.5.14	Výnosová křivka státních dluhopisů	53
Graf II.3.5	Změna prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	21	Graf III.5.15	Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	53
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	24	Graf III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	53
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	25	Graf III.5.17	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	54
			Graf III.5.18	Ex ante reálné sazby	54
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	26	Graf III.5.19	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	54
Graf III.1.2	Inflace	28	Graf III.5.20	Základní ukazatele hospodaření	55
Graf III.1.3	Struktura inflace	28	Graf III.5.21	Vývoj provozního zisku v odvětvích	56
Graf III.1.4	Vývoj složek inflace	29	Graf III.5.22	Finanční závazky nefinančních podniků	57
Graf III.1.5	Ceny potravin	29	Graf III.5.23	Struktura finančních aktiv domácností	57
Graf III.1.6	Struktura růstu cen potravin, nápojů a tabáku v prosinci 2015	29	Graf III.5.24	Realizované a nabídkové ceny bytů	58
Graf III.1.7	Ceny pohonných hmot	30	Graf III.5.25	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	58
Graf III.1.8	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	30	Graf III.6.1	Běžný účet	59
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	31	Graf III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím podle SITC	59
Graf III.2.2	Dovozní ceny	31	Graf III.6.3	Služby	59
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	31	Graf III.6.4	Prvotní důchody	60
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	32	Graf III.6.5	Finanční účet	60
Graf III.2.5	Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	32	Graf III.6.6	Přímé investice	60
Graf III.2.6	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	33	Graf III.6.7	Portfoliové investice	61
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	34	Graf III.6.8	Rezervní aktiva	61
Graf III.2.8	Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru	35	Graf III.7.1	HDP v eurozóně	62
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	36	Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu	62
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	36	Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	62
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	36	Graf III.7.4	HDP v Německu	63
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	37	Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	63

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf III.7.6 HDP ve Spojených Státech	64	Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	66
Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy	64	Graf III.7.12 Ceny komodit	67
Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	65		
Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám	65		
Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu	66		

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	7	Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	27
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	15	Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	27
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	15	Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	27
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	17	Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	32
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	17	Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	44
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	24	Tab. III.5.1	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	56
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	24			

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	2	Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	33
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	9	Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	34
Graf SZ II.2.2	Technologie	10	Graf SZ III.5.1	Prognóza peněžního vývoje	47
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	20			

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ II.4.1	Citlivostní scénář (dolní varianta) – zahraniční veličiny	22
Tab. SZ II 4.2	Citlivostní scénář (dolní varianta) – domácí veličiny	22
Tab. SZ II.4.3	Citlivostní scénář (horní varianta) – zahraniční veličiny	23
Tab. SZ II 4.4	Citlivostní scénář (horní varianta) – domácí veličiny	23
Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	56

POUŽITÉ ZKRATKY

CEE	Central and Eastern Europe	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
CF	Consensus Forecasts	LTV	Loan to value
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	M1, M2, M3	peněžní agregát
CZK, Kč	česká koruna	MF	Ministerstvo financí
CZ-ISCO	klasifikace zaměstnání (používaná od roku 2011)	MFI	Monetary Financial Institutions
ČNB	Česká národní banka	MHD	Městská hromadná doprava
ČR	Česká republika	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČSÚ	Český statistický úřad	MMR	Ministerstvo pro místní rozvoj
DPH	daň z přidané hodnoty	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NAIRU	Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment
EHP	Evropský hospodářský prostorEIA Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NBS	Národní banka Slovenska, Slovenská národní banka
EIA	Environmental Impact Assessment	NH	národní hospodářství
EK	Evropská komise	NHPP	národohospodářská produktivita
ERÚ	Energetický regulační úřad	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESA	Evropský systém národních účtů	NÚ	národní účty
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EU	Evropská unie	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EUR	euro	PH	pohonné hmoty
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
Fed	centrální banka USA	PPI	ceny průmyslových výrobců
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
GBP	britská libra	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednorocní)
HDP	hrubý domácí produkt	PZI	přímé zahraniční investice
HICP	harmonizovaný cenový index	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
HNP	hrubý národní produkt	USA	Spojené státy americké
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	USD	americký dolar
HPH	hrubá přidaná hodnota	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu		
IRS	interest rate swap (úrokový swap)		
ISPV	informační systém o průměrném výdělku		
JPY	japonský jen		
KZAM	klasifikace zaměstnání (používaná do roku 2011)		

SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH
O INFLACI

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
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

OMEZENÝ PŘÍSTUP

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
Zaměstnávání zahraničních a agenturních pracovníků a jejich vliv na statistiku zaměstnanosti	(box)	IV/2015
Údaje o veřejných zakázkách jako předstihový indikátor vládních investic	(box)	I/2016
Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje	(box)	I/2016
Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit	(box)	I/2016

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 zpracování 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.

Loan-to-value ratio (LTV): poměr úvěrů a hodnoty zastavené nemovitosti.

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 diferencíál 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 jednodenní 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, jednodenní 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 příznání 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 usměřovanými 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.