

V Praze dne 24. března 2016
Č.j. 2016/032869/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

2. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

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

Část III

Tisková zpráva vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik, Petr Král, Luboš Komárek

Zpracovatel: Sekce měnová

Předkládací zpráva

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

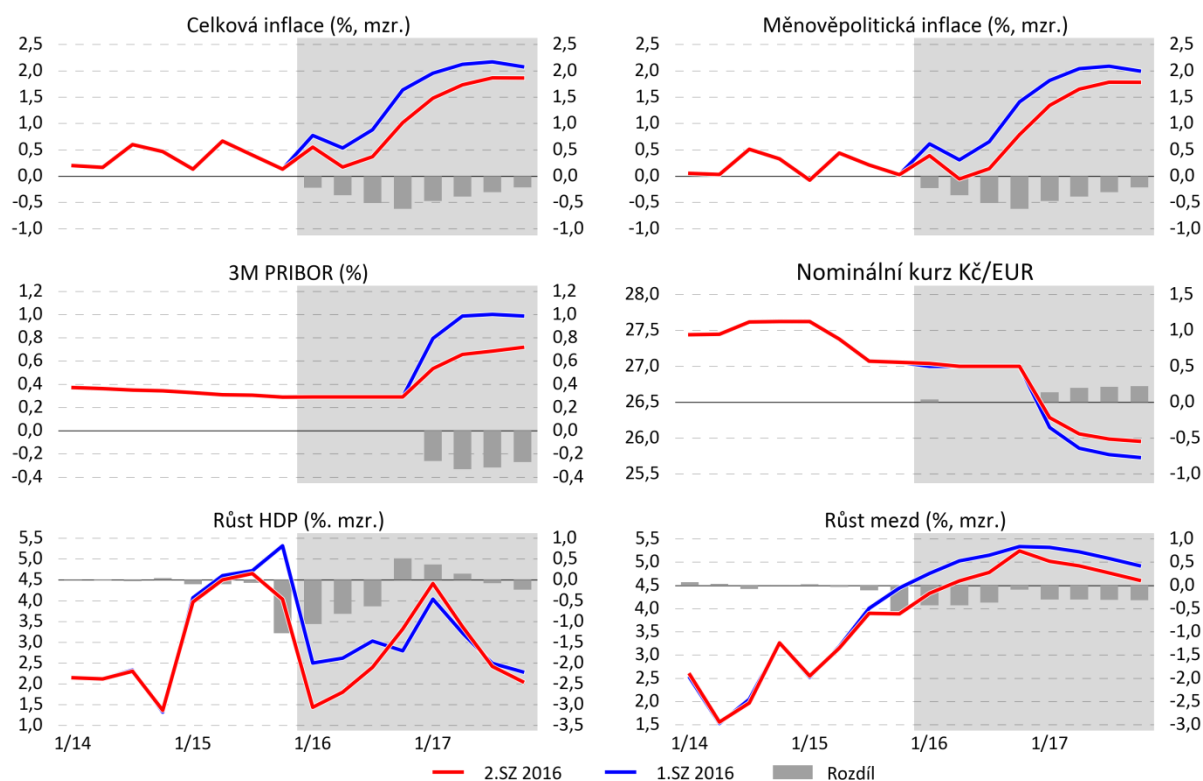
OBSAH

I. SHRnutí	1
1 Aktualizovaný scénář prognózy a jeho výsledná bilance rizik	1
2 Prognózy ostatních institucí	4
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	6
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	7
1 Vnější prostředí	7
2 Vývoj veřejných rozpočtů	15
III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	17
1 Trh práce	17
Box 1: Inflační tlaky na trhu práce a pozice ekonomiky v cyklu aproximovaná NAIRU	19
2 Ekonomický růst a jeho složky	23
3 Platební bilance	27
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	29
Box 2: Aktualizace spotřebního koše od ledna 2016	33
5 Peníze a úvěry	36
IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	39
1 Domácí úrokové sazby	39
2 Devizový kurz	40

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRnutí

1 Aktualizovaný scénář prognózy a výsledná bilance jejích rizik



Výše uvedená simulace zachovává předpoklad z 1.SZ o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni při současném používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. Výhled celkové i měnověpolitické inflace se vlivem zřetelně nižší pozorované domácí i zahraniční inflace a mezd posouvá k nižším hodnotám na celém horizontu prognózy, a to až o 0,6 p.b. v závěru letošního roku. Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu prognózy sice budou zvyšovat, avšak pozvolněji a inflačního cíle nedosáhnou ani ve druhé polovině příštího roku. Z pohledu nastavení domácích měnových podmínek je významnou informací rovněž další snížení tržních i stínových výhledů úrokových sazeb v eurozóně, které odráží nedávné uvolnění měnové politiky ECB včetně navýšení jejího programu kvantitativního uvolňování. To posouvá domácí úrokové sazby po opuštění kurzového závazku na začátku roku 2017 zřetelně níže. Kurz koruny se na počátku příštího roku posouvá ke slabším hodnotám.

Nad rámec výše uvedené simulace existuje protiinflační riziko krátkodobého výhledu cen potravin. Nadále přetrvávají protiinflační rizika související se zvolněním ekonomického růstu v Číně a v dalších rozvíjejících se ekonomikách s možným dopadem na pomaleji rostoucí ekonomickou aktivitu u našich hlavních obchodních partnerů. Naopak vyšší výhled cen ropy představuje lehce proinflační riziko.

Celkově tak jsou rizika prognózy z 1.SZ na horizontu měnové politiky protiinflační. Z pohledu nastavení domácí měnové politiky nově publikovaná data spolu s posledními kroky ECB vyznívají směrem k pozdějšímu exitu z kurzového závazku oproti předpokladům prognózy.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

U **zahraničních veličin** se březnový výhled meziročního růstu ekonomické aktivity efektivní eurozóny posouvá na celém horizontu o 0,1 p.b. níže. Pro letošní i příští rok se tak očekává růst poblíž 2 %. Růst ekonomické aktivity v eurozóně je i nadále podpořen nízkými cenami komodit a uvolněnou měnovou politikou, negativně naopak působí ekonomické zpomalení v rozvíjejících se ekonomikách, zejména v Číně. Výhled efektivního ukazatele cen průmyslových výrobců byl na celém sledovaném horizontu snížen, a to zejména v letošním roce. Za tímto přehodnocením je vliv promítnutí klesajících cen energetických komodit. V letošním roce se tak očekává pokles průmyslových cen o 1,7 %. Pro příští rok by mělo dojít k oživení průmyslových cen, které by měly vzrůst o 1,6 %. Výhled spotřebitelské inflace se v letošním roce snižuje o 0,5 p.b., což pravděpodobně odráží pokračující pokles cen energií pro domácnosti. V roce 2017 byl měl růst spotřebitelských cen zrychlit na 1,6 %, to je však o 0,2 p.b. níže oproti 1.SZ. Výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR se posunul až o 0,2 p.b. směrem dolů a na celém horizontu prognózy se tak nachází ve více záporných hodnotách. To odráží reakci ECB na pokračující utlumený cenový vývoj v eurozóně na březnovém zasedání, kde bylo kromě dalšího snížení úrokových sazeb ECB rozhodnuto o navýšení objemu nakupovaných dluhopisů. Tyto informace se promítají do trajektorie „stínových úrokových sazeb“, které se na celém horizontu prognózy posouvají v průměru téměř o 0,4 p.b. směrem dolů. Tržní výhledy cen ropy se v reakci na nedávné prohlášení hlavních světových producentů ohledně omezení jejich produkce zvýšily na celém horizontu přibližně o 5 USD/barel. Sklon futures křivky je nadále mírně rostoucí, když se očekává růst cen ropy Brent z letošního průměru 42 USD/barel na 48 USD/barel koncem příštího roku. Výhled kurzu eura vůči dolaru se posouvá k mírně silnějším hodnotám kurzu eura. To odráží aktuálně silnější úroveň kurzu eura vůči americkému dolaru v návaznosti na pozvolnější očekávané zvyšování sazeb Fedu při současné komunikaci ECB, že její úrokové sazby již pravděpodobně dosáhly svého dna. Na celém horizontu prognózy by se tak hodnota kurzu eura vůči americkému dolaru měla pohybovat v průměru okolo hodnoty 1,08 USD/EUR.

Nové údaje z **trhu práce** za čtvrté čtvrtletí loňského roku podle očekávání odrážejí vliv pokračujícího výrazného ekonomického růstu. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců nadále výrazně rostly, a to vyšším tempem ve srovnání s prognózou. Růst zaměstnanosti byl i nadále tažen výhradně zvyšováním počtu zaměstnanců při pokračujícím poklesu počtu podnikatelů. Přetrvávající růst poptávky po práci se odrazil i v dalším poklesu nezaměstnanosti, když sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dále klesala a nacházela se lehce pod prognózou. Rovněž podíl nezaměstnaných osob se v souladu s prognózou snižoval. Meziroční růst mezd v podnikatelské sféře zrychlil jen nepatrně na 3,8 %, zatímco prognóza očekávala jeho výraznější zrychlení. Jen mírně pomalejším tempem podle očekávání rostly mzdy v nepodnikatelské sféře. Tempo národohospodářské produktivity práce v závěru loňského roku pouze mírně zrychlilo nad 3% úroveň. Nominální jednotkové mzdové náklady vlivem nižší než předpokládané ekonomické aktivity při naplnění prognózy objemu mezd a platů mírně vzrostly, zatímco prognóza očekávala jejich pokles. Měsíční data za dosavadní průběh prvního čtvrtletí letošního roku ukazují na pokračující snižování podílu nezaměstnaných osob i obecné nezaměstnanosti, a to v souladu s prognózou.

Ekonomická aktivita měřená reálným HDP ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku zpomalila svůj meziroční růst na 4,0 %, zatímco prognóza očekávala o 1,3 p.b. vyšší tempo. Odchylna od prognózy byla v převážné míře dána nižším příspěvkem hrubé tvorby kapitálu, a to jak pomalejším růstem fixních investic, tak i neočekávaným poklesem změny stavu zásob. V případě fixních investic došlo pravděpodobně jak k rychlejšímu odeznění vlivu investic financovaných prostřednictvím EU fondů z minulého programového období, tak i k utlumenějšímu vývoji soukromých investic. Nižší investice byly částečně kompenzovány vyšším než prognózovaným příspěvkem čistého vývozu, který po šesti čtvrtletích opět

OMEZENÝ PŘÍSTUP

vykázal kladnou hodnotu. K růstu reálného HDP tak přispěly všechny výdajové složky s výjimkou zásob, a to v největší míře spotřeba domácností a fixní investice. Růst přidané hodnoty se zmírnil na 3,8 %, když se snížil růst přidané hodnoty v průmyslu, zatímco dynamika přidané hodnoty v terciálním sektoru se opět zvýšila. Dostupné indikátory za první čtvrtletí ukazují na pokračující růst ekonomické aktivity tažený zvyšováním průmyslové výroby i maloobchodních tržeb, a to zhruba v podobné míře jako v závěru roku 2015. Nejistotou zůstává míra zpomalení veřejných investic v letošním roce v souvislosti s pomalejším náběhem investic z nového programového období fondů EU.

V souhrnu je **působení domácí ekonomiky** ve srovnání s prognózou z 1.SZ protiinflační. Za tím stojí především pomalejší vykázaný růst mezd v podnikatelské sféře. Ten spolu s mírnějším růstem ekonomické aktivity vede v aktualizovaném scénáři prognózy k pomalejšímu meziročnímu růstu mezd na celém horizontu prognózy.

Celková meziroční **inflace** v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí zrychlila a dosáhla 0,5 % v únoru, což bylo ovšem o 0,3 p.b. pod prognózou z 1.SZ. Na odchylce od prognózy se v největší míře podílely ceny potravin, které i nadále meziročně klesaly, zatímco prognóza očekávala oživení jejich růstu. Oproti prognóze byla mírně nižší i korigovaná inflace bez pohonných hmot, která se v prvním čtvrtletí pohybovala na obdobných hodnotách jako v závěru minulého roku. Pohonné hmoty v souladu s prognózou výrazně klesaly. Naproti tomu v důsledku neočekávaného zvýšení cen elektřiny pro domácnosti a mírnějšího než prognózovaného poklesu cen zemního plynu oživil růst regulovaných cen, zatímco prognóza předpokládala jejich přibližnou stagnaci. Rizika krátkodobé prognózy z 1.SZ se koncentrují na protiinflační straně, a to z důvodu nižší pozorované čisté inflace, což je jen částečně kompenzováno vyšším výhledem regulovaných cen. Na celkovou inflaci působí protiinflačně i primární dopad nově zahrnutého snížení DPH v oblasti veřejného stravování. Nad rámec aktualizované simulace prognózy jsou rizika krátkodobého vývoje inflace rovněž protiinflační u cen potravin (a regulovaných cen, jejichž odchylka od predikce směrem nahoru se může zmenšit více, než předpokládá simulace), což převažuje nad jen mírně proinflačním rizikem výhledu cen pohonných hmot.

V dosavadním průběhu prvního čtvrtletí letošního roku zůstaly **úrokové sazby 3M PRIBOR** nadále stabilní a jejich průměrná výše (0,3 %) odpovídala prognóze. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba bylo rovněž v souladu s prognózou stabilní lehce pod úrovní 0,3 p.b. Tržní výhled úrokových sazeb 3M PRIBOR dle kotací FRA implikuje jejich pokles přibližně o 0,15 p.b. do začátku příštího roku. Domácí sazby s delší splatností se obdobně jako v zahraničí v reakci na očekávané snížení sazeb ECB i rozšíření programu nákupu aktiv snižovaly. Po oznámení opatření ECB se však opět zvýšily k předchozím hodnotám.

Měnový kurz byl v průběhu prvního čtvrtletí nadále stabilní a dosáhl průměrné hodnoty 27,0 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční posílení o 2,6 %. Kurz tak odpovídal prognóze z 1.SZ a i aktuálně se pohybuje velmi blízko těchto hodnot.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici předpovídají znatelné zpomalení růstu HDP v letošním roce, v příštím roce očekávají jeho lehké urychlení. Inflační očekávání v ročním horizontu zůstala stabilní lehce pod 2% cílem ČNB, očekávání v tříletém horizontu se nadále nacházejí na úrovni cíle. Podle většiny analytiků dojde k opuštění kurzového závazku v první polovině roku 2017; kurz by se dle jejich očekávání měl v ročním horizontu pohybovat v průměru mírně pod úrovní 27 CZK/EUR. V ročním horizontu žádný z analytiků nepředpokládá změnu nastavení měnověpolitických úrokových sazeb. Tržní výhled úrokových sazeb implikuje jejich pokles cca o 0,15 p.b. do začátku roku 2017; se stávající prognózou ČNB je po předpokládaném ukončení používání kurzu počátkem příštího roku konzistentní nárůst úrokových sazeb.

Ke dni odevzdání 2.SZ byla k dispozici tři šetření, na základě kterých lze provést standardní srovnání s prognózou z 1.SZ. Konkrétně jde o anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 15.3.), Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 7.3.) a Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 14.3.).

Srovnání prognózy ČNB z 1.SZ s prognózami ostatních institucí

HDP (%)	rok 2016			rok 2017		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/15		2,6	2,5			
1/16	2,7	2,7	2,6	3,0	2,7	2,7
2/16		2,5	2,6		2,7	2,7
3/16		2,5	2,5		2,7	2,7

mzdy (%)	rok 2016			rok 2017		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/15		3,9	3,8			
1/16	4,7	4,0	3,9	4,7	3,9	3,9
2/16		4,1	3,8		4,1	3,9
3/16		4,1	3,9		4,0	4,0

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
12/15		27,1		26,8	26,9
1/16	27,0 (1/16)	27,0	26,1	26,8	26,7
2/16		27,0		26,8	26,6
3/16		27,0		26,7	26,7

inlace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
12/15		1,7	1,5	2,0	2,3
1/16	2,0 (1/17)	1,8		2,0	
2/16		1,8		2,0	
3/16		1,8		2,0	

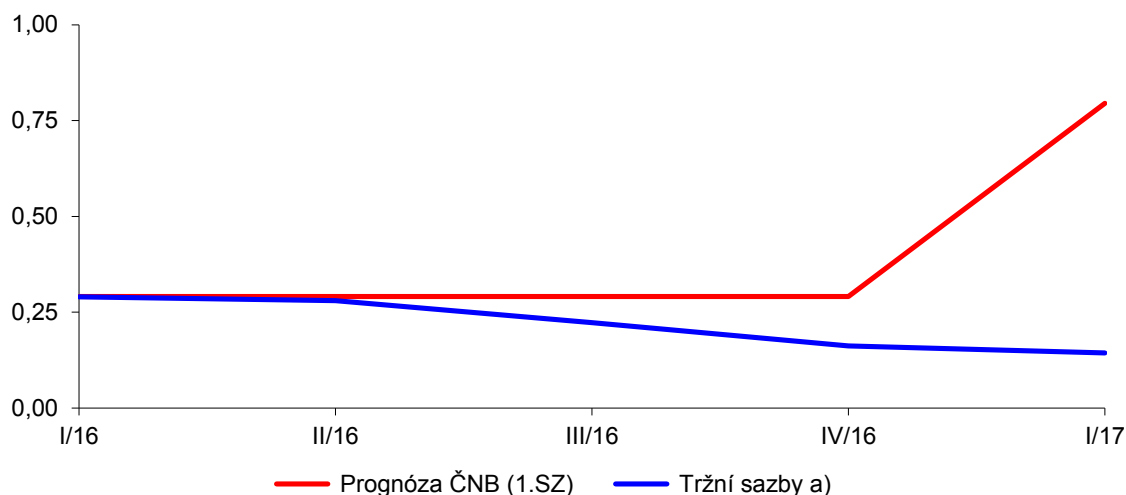
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
12/15		0,05		0,3	0,6
1/16	0,6 (1/17)	0,05	0,8 (1/17)	0,3	0,6
2/16		0,05		0,3	0,5
3/16		0,05		0,3	0,5

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Analytici v letošním roce předpovídají zpomalení růstu **HDP** na 2,5 % (po odeznění jednorázových prorůstových faktorů z minulého roku), v příštím roce by mělo tempo růstu HDP lehce zrychlit, avšak nemělo by dosáhnout 3% úroveň. V obou letech jsou odhady analytiků mírně nižší v porovnání se stávající prognózou ČNB. Očekávaná dynamika nominálních **mezd** se v letech 2016–2017 pohybuje okolo 4 %, tzn. níže než ve stávající predikci ČNB. Analytiky očekávané ukončení kurzového závazku se v souladu s komunikací bankovní rady odsunulo do vzdálenější budoucnosti a aktuálně je mezi analytiky IOFT rozloženo takto: 1Q17 (6 respondentů), 2Q17 (5), 3Q17 (1), 4Q17 (1), 1Q18 (1). Oslovení analytici očekávali v ročním horizontu **kurz** na průměrné úrovni 26,7 CZK/EUR, přičemž jednotlivé odhady se pohybovaly v rozpětí 25,5 až 27,0 CZK/EUR. **Inflační očekávání** v ročním horizontu zůstala stabilní, tj. stále jsou lehce pod 2% cílem ČNB; očekávání v tříletém horizontu se nadále nacházejí na úrovni cíle. Pro březnové měnové zasedání bankovní rady i v ročním horizontu všech čtrnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládalo stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s jejich trajektorií ze stávající prognózy ČNB. **Výhled sazeb FRA** implikuje pokles sazeb 3M PRIBOR cca o 0,15 p.b. do začátku příštího roku. Před březnovým zasedáním ECB se v tuzemských sazbách FRA viditelně promítaly spekulace o možném zavedení záporných měnověpolitických sazeb ČNB v reakci na očekávané další výrazné uvolnění měnové politiky ECB. Po rozhodnutí ECB snížit své úrokové sazby pouze o 0,1 p.b. a její následné komunikaci však spekulace na pokles domácích měnověpolitických sazeb zeslábly a výhled sazeb FRA korigoval mírně nahoru, více viz kapitola IV.1 Domácí úrokové sazby. Do konce letošního roku se tak tržní výhled pohybuje mírně pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB. Poté (tj. počátkem roku 2017) stávající prognóza ČNB předpokládá opuštění kurzového závazku, s čím je konzistentní nárůst úrokových sazeb.

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



a) pro I/16 3M PRIBOR, pro II/16 až I/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 1*4, 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 22.3.2016

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %, resp. v %	
		1. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	IV/15	5.3	4.0
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/15	2.8	2.9
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/15	3.6	3.9
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	IV/15	15.0	4.9
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	IV/15	14.0	7.9
Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	IV/15	0.3	-0.7
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	IV/15	7.9	7.2
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	IV/15	9.2	7.0
Vývoz zboží (národní pojetí)	1/16	4.9 (Q)	2.4
Dovoz zboží (národní pojetí)	1/16	4.1 (Q)	2.3
Obchodní bilance (národní pojetí) (mld. Kč)	1/16	66.0 (Q)	19.3
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	IV/15	-4.0	14.6
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	IV/15	.	42.2
Index spotřebitelských cen	2/16	0.8	0.5
Ceny průmyslových výrobců	2/16	-2.4	-4.0
Ceny zemědělských výrobců	2/16	-0.4	-2.9
Vývozní ceny	IV/15	-3.1	-3.3
Dovozní ceny	IV/15	-3.6	-3.8
Podíl nezaměstnaných osob (s.o.)	2/16	5.9 (Q)	5.9
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	1/16	.	4.6
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let (s.o.)	IV/15	4.7	4.6
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	IV/15	1.0	1.2
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	IV/15	1.7	2.1
ostatní	IV/15	-2.0	-3.1
Průměrná reálná mzda	IV/15	4.1	3.8
Průměrná nominální mzda	IV/15	4.3	3.9
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	IV/15	4.4	3.9
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	IV/15	3.7	3.7
Průměrná nominální mzda v průmyslu	1/16	.	1.8
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	1/16	.	5.8
Roční míra růstu peněžní zásoby (M3)	1/16	10.0 (Q)	9.7
Průmyslová produkce (s.o.)	1/16	.	3.5
Stavební produkce (s.o.)	1/16	.	-3.2
Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu (s.o.)	1/16	.	5.3

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

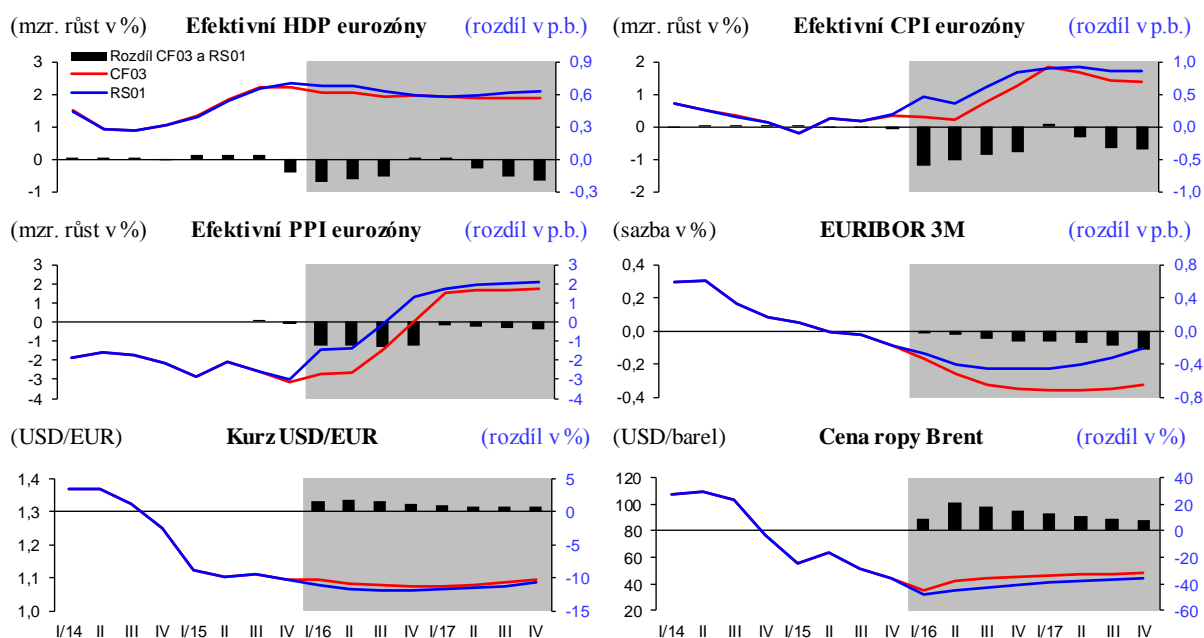
II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Výhled tempa růstu zahraniční poptávky je oproti prognóze lehce nižší. Zpožděné promítnutí poklesu cen energetických komodit posouvá výhled růstu výrobních cen pro letošní i příští rok směrem k nižším hodnotám. Nižší je na celém horizontu také výhled inflace spotřebitelských cen. Trajektorie implikovaných budoucích tržních i stínových úrokových sazeb 3M EURIBOR se v souvislosti s dalším uvolněním měnové politiky ECB posouvá více do záporných hodnot. Přesto se výhled kurzu eura vůči americkému dolaru na celém horizontu posouvá směrem k silnějším hodnotám eura v souvislosti s komunikací Fedu ohledně pozvolnějšího dalšího zpříšňování jeho měnové politiky při současné komunikaci ECB, že její úrokové sazby již pravděpodobně dosáhly svého dna. Výhled ceny ropy Brent se oproti předpokladům prognózy nachází na vyšších hodnotách.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (CF03) je založena na průzkumu **Consensus Forecasts ze 7. března 2016** (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurz USD/EUR) a tržních výhledech ke stejnému datu (scénář sazeb 3M EURIBOR a ceny ropy Brent).



Výhled **efektivního ukazatele HDP¹** eurozóny předpokládá pro letošní rok růst zahraniční poptávky 2% tempem, tj. o 0,1 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2015. V roce 2017 dojde opět k mírnému snížení tempa růstu ekonomické aktivity v eurozóně na 1,9 %. Výhled růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně se oproti předpokladům 1.SZ posouvá pro letošní i příští rok o 0,1 procentního bodu níže. Růst ekonomické aktivity v eurozóně je i nadále podpořený především nízkou cenou ropy a uvolněnými měnovými podmínkami.

¹ Výhled je v grafech označen šedou plochou. Nepatrné rozdíly mezi minulou a novou prognózou u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí v českém vývozu a sezonním očištění.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

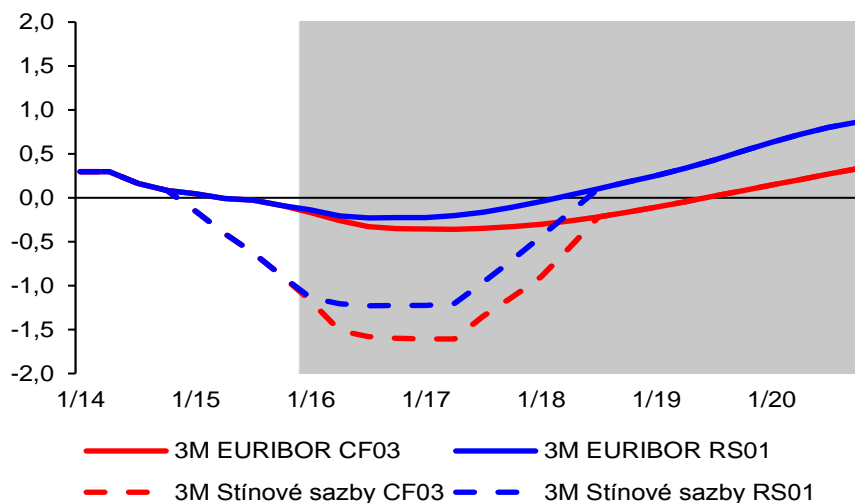
Naopak největším rizikem zůstává zpomalující růst v rozvíjejících se ekonomikách, především v Číně.

Výhled **ceny průmyslových výrobců (PPI)** v eurozóně předpokládá pro letošní rok zejména v návaznosti na klesající ceny energetických komodit pokles výrobních cen o 1,7 %², přičemž odeznění jejich meziročního poklesu se očekává až na konci letošního roku. V roce 2017 se očekává tempo růstu výrobních cen v efektivní eurozóně na úrovni 1,6 %. Oproti minulé prognóze je tak výhled na celém horizontu nižší, zejména v letošním roce.

Výhled **efektivní inflace spotřebitelských cen (CPI)** v eurozóně se v letošním roce posouvá o 0,5 procentního bodu směrem níže, zejména vlivem pokračujícího poklesu cen energií pro domácnosti. V rámci celoročního průměru by tak měly spotřebitelské ceny vzrůst o 0,6 %. V roce 2017 by měl růst spotřebitelských cen zrychlit na 1,6 %, což je však o 0,2 procentního bodu níže ve srovnání s minulou prognózou.

Implikovaná **trajektorie budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR** se posunula dále směrem dolů, a zahraniční úrokové sazby by se tak měly pohybovat ve zřetelně záporných hodnotách na celém horizontu prognózy. Pro rok 2016 se předpověď zahraničních sazeb dále mírně snižuje na -0,3 %. Také v roce 2017 by měla průměrná hodnota zahraničních úrokových sazeb činit -0,3 %, což je o 0,2 procentního bodu méně ve srovnání s minulou prognózou. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb se v horizontu 3 a 12 měsíců nachází oproti očekáváním analytiků v rámci březnového CF přibližně o 0,2 procentního bodu níže. Posun očekávaných úrokových sazeb 3M EURIBOR hlouběji do záporných hodnot odráží další uvolnění měnové politiky ECB na jejím březnovém zasedání, na kterém bylo rozhodnuto o snížení základní úrokové sazby o 5 bb na 0 %, sazby zápůjční facility o 5 bb na 0,25 % a depozitní sazby o 10 bb na -0,40 %.

Implikované sazby 3M EURIBOR a jejich stínové sazby (v %)



Zároveň s tím také ECB rozhodla o zvýšení objemu nakupovaných dluhopisů na 80 mld. EUR za měsíc (dosud 60 mld. EUR), což bylo promítnuto ve snížení trajektorie **stínové úrokové sazby 3M EURIBOR**, která aproximuje rozsah uvolnění měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji, tj. prostřednictvím růstu její bilance. Nově začne ECB nakupovat

² Předpokládaný růst průmyslových cen v efektivní eurozóně v roce 2016 je oproti výhledu dle březnového CF a EIU z důvodu velmi nízkých pozorovaných hodnot v prvním čtvrtletí letošního roku expertně snížen o 1,2 procentního bodu, stejně jako v 1.SZ.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

také podnikové dluhopisy s investičním stupněm. ECB navíc oznámila nový TLTRO program levných úvěrů. Efekt dosavadního kvantitativního uvolňování ECB byl přitom již dříve odhadnut na přibližně 1 procentní bod dodatečného poklesu trajektorie sazeb 3M EURIBOR. Prosincové prodloužení závazku ECB do března 2017 a rozhodnutí o reinvestování splatných dluhopisů se projevilo prodloužením horizontu tohoto dodatečného efektu a jeho předpokládaným pozvolnějším vyrcháváním od druhé poloviny roku 2017 ve stávající prognóze. Aktuální navýšení programu nákupu aktiv ECB o 20 mld. EUR měsíčně platné od dubna letošního roku pak bylo kvantifikováno jako další pokles trajektorie stínové úrokové sazby 3M EURIBOR o 0,25 procentního bodu.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** se na celém horizontu prognózy posouvá mírně k silnějším hodnotám kurzu eura. To odráží zejména komunikaci Fedu, která vede k očekávání pozvolnějšího zpříšňování jeho měnové politiky. Zároveň ECB po svém jednání 10. března komunikovala, že její sazby již zřejmě dosáhly svého dna, což podpořilo euro. Po březnovém zasedání Fedu pak došlo k mírnému poklesu dolarových výnosů všech splatností a euro dále posílilo. Na celém horizontu prognózy by se tak hodnota kurzu eura vůči americkému dolaru měla pohybovat v průměru kolem 1,08 USD/EUR, přičemž aktuální hodnota kurzu eura se pohybuje na silnějších úrovních.

Výhled **cen ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů se na celém horizontu prognózy zvyšuje o přibližně 5 USD/barel, zejména v reakci na jednání velkých světových producentů ropy (Saúdská Arábie, Rusko, Venezuela a Katar) ohledně omezení produkce. Dohoda však zatím nebyla potvrzena. Cena ropy nicméně i nadále odráží vysokou produkci v Rusku a Saúdské Arábii, které usilují o navýšení svého tržního podílu. Vysoký převis nabídky ropy na trhu po zrušení embarga zesiluje zvýšená nabídka ropy z Íránu, i když její náběh je oproti původním očekáváním poněkud pozvolnější. Výraznější růst cen ropy tak není ve střednědobém horizontu pravděpodobný. Nejistý je také výhled poptávky po ropě v důsledku zpomalujícího tempa růstu čínské ekonomiky a dalších rozvíjejících se zemí. Sklon futures křivky však zůstává i nadále mírně rostoucí. Cena ropy Brent by měla letos činit v průměru přibližně 42 USD/barel, tedy poblíž aktuální hodnoty. Na konci horizontu prognózy se očekává cena ropy Brent přibližně na 48 USD/barel. Analytici oslovení v rámci březnového CF očekávají za 12 měsíců cenu ropy Brent na úrovni kolem 44 USD/barel, tj. oproti tržnímu výhledu přibližně o 2 USD/barel níže.

1.2 Eurozóna

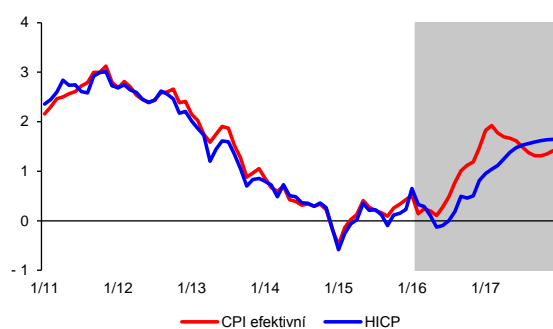
Mezičtvrtletní **růst HDP v eurozóně** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 stagnoval na hodnotě 0,3 %. V meziročním vyjádření dosáhlo tempo růstu HDP již třetí čtvrtletí v řadě úrovně 1,6 %. Za celý loňský rok potom vzrostl HDP eurozóny o 1,5 %, což představuje zrychlení o 0,6 procentního bodu oproti roku 2014. K celkovému růstu přispěla ve čtvrtém čtvrtletí podobně jako v předchozích čtvrtletích hlavně spotřeba domácností. Nicméně v samotném čtvrtém čtvrtletí byl významný také příspěvek investic. Naopak příspěvek čistého exportu byl záporný. Z jednotlivých členských zemí eurozóny rostlo v roce 2015 nejvýrazněji Irsko (6,8 %), Slovensko (3,6 %) a Španělsko (3,2 %). Naopak HDP meziročně poklesl v Řecku (-0,3 %).

Průmyslová produkce ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla meziročně pouze mírně o 1,6 % a také její mezičtvrtletní tempo růstu bylo nevýrazné. O to překvapivější bylo zrychlení průmyslu v lednu, a to jak v meziročním, tak zejména v meziměsíčním vyjádření. Meziměsíčně nejvíce vzrostla produkce kapitálových statků. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu zůstal i v únoru v pásmu expanze, avšak poklesl na své dvanáctiměsíční minimum.

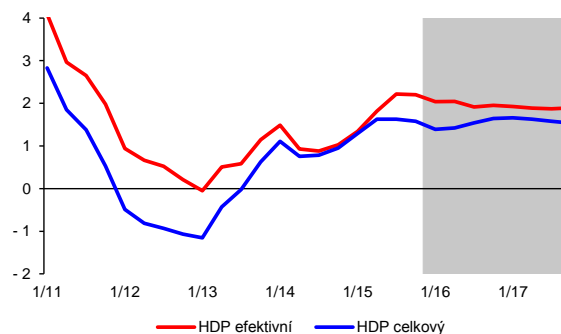
Meziroční růst maloobchodních tržeb se vyvíjel v souladu s předchozími měsíci, když v lednu dosáhl 2 %. To společně s pokračujícím poklesem míry nezaměstnanosti dává předpoklad pro pokračování dosavadních temp růstu spotřeby domácností.

Podle březnového CF by měl růst HDP v eurozóně v letošním roce stagnovat na loňské úrovni, tj. 1,5 %, a v roce 2017 pouze nepatrně zrychlit. Odhady inflace na letošní rok byly výrazně sníženy až na 0,3 %. Zřetelnější oživení růstu spotřebitelských cen se tak odkládá až do příštího roku, ale ani tak se neočekává dosažení 2% cíle ECB. Aktuální prognóza inflace podle ECB je pro oba roky ještě mírně nižší než předpovědi CF. Centrální banka proto na svém březnovém zasedání přistoupila k dalšímu uvolnění měnové politiky. Překvapivá přitom byla především razance navýšení kvantitativního uvolňování v kombinaci s dalšími doprovodnými opatřeními.

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



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



	2013	2014	2015	2016	2017
CPI efekt.	1.6	0.4	0.1	0.6	1.6
HICP	1.4	0.4	0.0	0.3	1.4

	2013	2014	2015	2016	2017
HDP efekt.	0.5	1.1	1.9	2.0	1.9
HDP celk.	-0.2	0.9	1.5	1.5	1.6

Lednové **šetření úvěrových podmínek (BLS)** bylo charakteristické dalším zlepšením úvěrových podmínek pro podniky a návratem uvolněných standardů také pro hypotéky. Konkurenční tlaky představovaly hlavní faktor uvolnění úvěrových podmínek. Růst poptávky po úvěrech byl patrný napříč všemi kategoriemi, ale nejvýznamnější byl v případě podnikových úvěrů. Pokračovalo také posilování kapitálových pozic bank v reakci na regulatorní změny. Meziroční tempo růstu peněžního agregátu M3 v lednu zrychlilo na 5 %.

Eurozóna se v únoru po pěti měsících ocitla opět v deflačním pásmu, když **spotřebitelské ceny (HICP) meziročně poklesly** o 0,2 %. Na celkovém snížení cen se výrazně podílely ceny energií. Naopak ceny služeb vzrostly o 1 %. Po vyloučení cen energií a potravin vzrostly ceny pouze o 0,8 %. Ceny průmyslových výrobců v lednu zmírnily svůj meziroční pokles na -2,9 %.

Ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku zůstal **mezičtvrtletní růst německé ekonomiky** beze změny na úrovni 0,3 %. Příspěvek domácí poptávky k růstu převážil nad poklesem čistého vývozu. Meziroční hospodářská dynamika se snížila o 0,4 procentního bodu na 1,3 %. Růst byl podporován zvýšením spotřeby domácností i vlády, ale zpomalován poklesem čistého vývozu. Zaměstnanost meziročně vzrostla o 1 % a nezaměstnanost se v lednu snížila na 4,3 %.

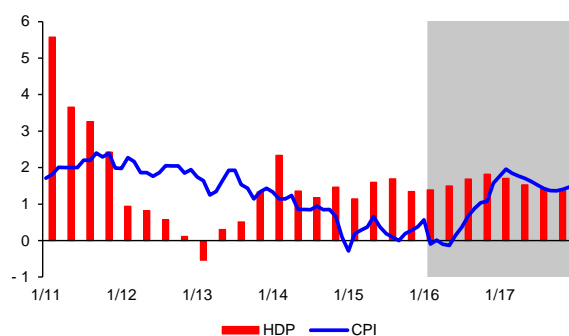
Německá ekonomika vykázala za **celý minulý rok** stabilní růst a celkově lze její vývoj hodnotit pozitivně. HDP vzrostl o 1,7 %, přebytek veřejných rozpočtů dosáhl 19,4 mld. EUR,

OMEZENÝ PŘÍSTUP

zaměstnanost vzrostla o 0,8 %, reálná mzda o 2,6 % a nezaměstnanost se snížila o 0,3 procentního bodu.

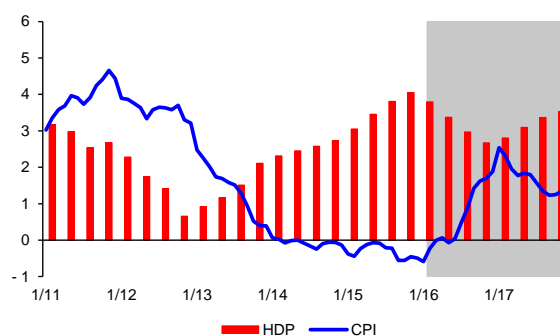
Pro letošní rok březnový CF snížil své očekávání hospodářského růstu na 1,6 %. Jeho hlavním zdrojem by měla zůstat domácí poptávka podporovaná nízkými úrokovými sazbami, dalším poklesem nezaměstnanosti a více než 2% růstem reálné mzdy. Veřejné rozpočty by měly zůstat v mírném přebytku. V první polovině letošního roku březnový CF očekává poněkud pomalejší růst HDP zhruba na úrovni čtvrtého čtvrtletí minulého roku (meziročně o 1,4 %). Vývoj předstihových ukazatelů, které v lednu a opět v únoru vesměs poklesly, však naznačuje ještě pomalejší začátek tohoto roku. Výjimečně rychlý meziměsíční i meziroční nárůst průmyslové výroby (o 3,3 %, resp. 2,3 %) naopak ukazuje, že by růst v tomto období mohl být silnější. Pro druhou polovinu roku CF předpokládá posílení meziroční dynamiky na 1,7 %. V roce 2017 by měl pokračovat růst německé ekonomiky na přibližně stejné úrovni. Proti roku 2016 by se však měla poněkud zvýšit nezaměstnanost, zpomalit růst reálné mzdy a snížit přebytek veřejných rozpočtů.

HDP a inflace v Německu (mzr. v %)



	2013	2014	2015	2016	2017
HDP	0.4	1.6	1.4	1.6	1.5
CPI	1.5	0.9	0.2	0.5	1.6

HDP a inflace na Slovensku (mzr. v %)



	2013	2014	2015	2016	2017
HDP	1.4	2.5	3.6	3.2	3.2
CPI	1.4	-0.1	-0.3	0.6	1.7

Meziroční **růst spotřebitelských cen** se v únoru v Německu zastavil (po růstu o 0,5 % v lednu). Obdobně se snížila také jádrová inflace na 0,9 %. Ceny průmyslových výrobců klesly v únoru o 3 % meziročně. Březnový CF snížil očekávanou inflaci spotřebitelských cen za celý letošní rok na 0,5 %.

Na Slovensku zůstalo mezičtvrtletní tempo růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku na úrovni 1 %. Meziroční dynamika se zvýšila o 0,2 procentního bodu na 4 % v důsledku rychlého růstu spotřeby domácností a fixních investic. Silný ekonomický vývoj se projevil v meziročním zvýšení zaměstnanosti o 2 % a meziměsíčním i meziročním poklesu nezaměstnanosti.

Růst slovenského HDP za celý minulý rok zrychlil proti roku 2014 o 1 procentní bod na 3,5 % díky akceleraci domácí poptávky, zejména spotřeby domácností a fixních investic, čistý vývoz se naopak mírně snížil. Značný vliv na tento vývoj (zhruba jedna třetina celkového růstu HDP) mělo využití fondů EU.

Pro celý letošní rok březnový CF počítá s mírným zpomalením hospodářské dynamiky Slovenska na 3,2 %. Jedním z důvodů je očekávaný pokles využívání evropských fondů. Pomaleji by se také měly zvyšovat fixní investice, ale ty budou zčásti nahrazeny rychlejším růstem spotřeby domácností. Vývoj předstihových ukazatelů, které se v lednu a únoru zvýšily, podporuje očekávání silného růstu i v letošním roce.

Pokles spotřebitelských cen se v únoru zmírnil o 0,2 procentního bodu na -0,4 % v důsledku pomalejšího snižování cen potravin a rychlejšího růstu cen služeb. Březnový CF dále snížil pro letošní rok očekávanou průměrnou inflaci na 0,3 %. V příštím roce by růst cen na Slovensku měl zrychlit na 1,7 %.

1.3 Cena ropy

Ve druhé polovině ledna zaznamenala **cena ropy Brent** více než 12leté minimum 27,9 USD/barel, když tržní sentiment byl především pod vlivem fundamentálních faktorů. Poptávku snižovalo nadprůměrně teplé zimní počasí, bylo očekáváno další zvýšení přebytku ropy na trhu v důsledku růstu těžby a vývozu ropy z Íránu po zrušení sankcí a nejistotu na globálních trzích dále zvyšovaly turbulence na čínském akciovém trhu a oslabování čínské měny. Poté však tržní sentiment začaly ovlivňovat jiné faktory, když se začala objevovat prohlášení čelních představitelů Ruska a Saudské Arábie, že jsou ochotni jednat o případné regulaci své těžby s cílem podpořit a stabilizovat ceny ropy, a k obratu trendového vývoje cen ropy přispěly rovněž vyhlídky na další uvolnění měnové politiky ECB na březnovém zasedání. Růst cen byl sice v první únorové dekádě ještě přerušen špatnými daty z čínského průmyslu a obavami, že dohoda mezi Ruskem a Saudskou Arábií je jen málo pravděpodobná, zejména když se k ní odmítají připojit další velcí producenti kartelu OPEC (Irák a zejména Írán). Poté ale cena ropy Brent během jednoho měsíce vzrostla o 35 %. Ve druhém březnovém týdnu se tak dostala až k hranici 40 USD/barel, kde setrvala i v polovině měsíce. V poslední době přitom na udržení vyšších cen působí informace o poklesu počtu vrtů v USA, pomalejším náběhu vývozu z Íránu a výpadech těžby v některých zemích. Růst cen ropy byl doprovázen zvýšenou aktivitou finančních investorů, kteří na konci ledna začali masivně redukovat své krátké pozice a zvyšovat dlouhé pozice, zejména u ropy Brent³.

Značná nejistota panuje ohledně očekávaného **vývoje fundamentálních faktorů** na trhu s ropou. Relativně největší shoda je na očekávaném růstu globální poptávky⁴, který by i přes výrazné zpomalení ve 4.čtvrtletí 2015 měl letos a příští rok pokračovat solidním tempem. Zde je největší neznámou rychlost plnění strategických i komerčních zásob v Číně, která velice pružně reaguje na aktuální cenu ropy. Naopak nejasný je vývoj nabídkové strany. Objem břidlicové těžby v USA sice již několik měsíců klesá, ale ne tak rychle, jak by odpovídalo poklesu počtu nových vrtů a snížení investic. Navíc pokles celkové těžby v USA je zpomalován dokončováním rozpracovaných projektů v hlubokých vodách Mexického zálivu. Ze stejného důvodu nadále poroste i těžba z ropných písků v Kanadě. Otázkou je i rychlost růstu těžby v Íránu, která je zatím oproti očekávání spíše nižší.⁵ Přesto lze očekávat, že fundamentální přebytek na trhu⁶ bude ještě nějaký čas bránit výraznějšímú růstu cen ropy.

³ Důvodem vyššího růstu spekulativních dlouhých pozic u ropy Brent je menší sklon její (rostoucí) futures křivky. Rolování dlouhých kontraktů je tak levnější než u ropy WTI, kde je strmější sklon futures křivky dán obavami investorů z naplnění skladovacích kapacit na terminálu v Cushingu. Vyšší prémie u vzdálenějších kontraktů tak musí pokrýt i případné vyšší náklady, plynoucí ze skladování ropy na moři.

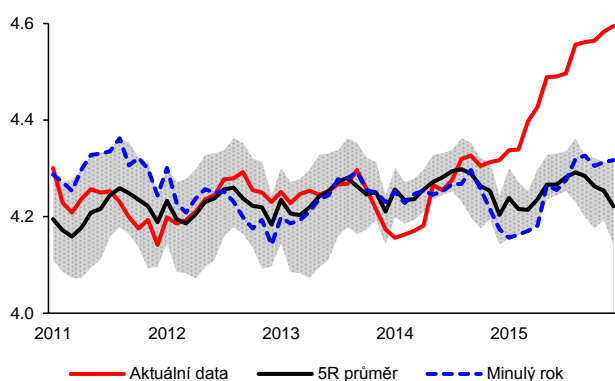
⁴ IEA i EIA se svými odhady růstu globální poptávky pro letošní rok (1,2 resp. 1,1 mil. barelů za den) prakticky neliší. Zhruba stejným tempem by dle EIA měl růst pokračovat i v příštím roce.

⁵ IEA odhaduje, že v únoru se těžba v Íránu zvýšila meziměsíčně o 220 tis. barelů denně, což ani nestačilo pokrýt výpadky těžby v severním Iráku, Nigérii a Spojených arabských emirátech v objemu 350 tis. barelů denně.

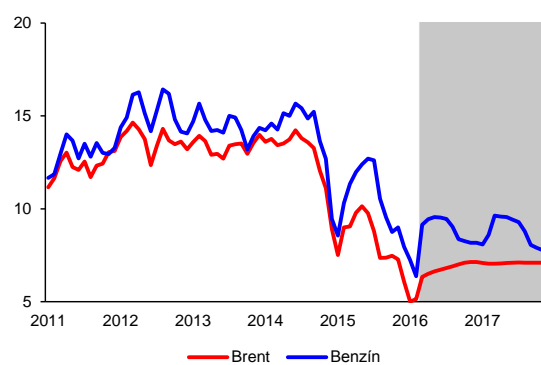
⁶ Aktuální odhad IEA předpokládá, že převis nabídky nad poptávkou ropy byl v 1.čtvrtletí 2016 1,9 mil. barelů denně, a měl by se snížit na 1,5 mil. b/d ve 2.čtvrtletí a na pouhých 0,2 mil. b/d ve druhé polovině roku. EIA pracuje s vyššími odhady. Růst globálních zásob by letos měl činit v průměru 1,6 mil. b/d a 0,6 mil. b/d v příštím roce. Obě agentury se však shodují, že v průběhu roku 2017 by se již trh s ropou mohl navrátit k rovnováze.

Tržní předpověď cen ropy na základě futures křivky ze 7. března se v důsledku nedávného silného růstu posunula výrazně vzhůru a signalizuje pro letošní a příští rok průměrnou cenu ropy 41,7 resp. 47,1 USD/barel. CF je se svou předpovědí 44,7 USD/b v ročním horizontu mírně pod tržní křivkou. EIA nesdílí současný optimismus na trhu a ve své březnové předpovědi snížila očekávanou průměrnou cenu ropy Brent jak pro letošní, tak zejména pro příští rok (o 3 resp. 10 USD/barel) na 34 resp. 40 USD/barel. Důvodem je nižší odhad růstu globální poptávky a menší očekávaný pokles těžby v USA a v Rusku. Nízká předpověď zohledňuje rovněž fakt, že při ceně mezi 40–50 USD/barel začne v USA docházet k opětovnému oživení břidlicové těžby. V současnosti je tam velká zásoba nezkompletovaných vrtů, které mohou během cca tří měsíců začít produkovat. Dlouhodobá předpověď IEA očekává postupný růst cen ropy do roku 2020 na 80 USD/barel, někteří analytici se však domnívají, že cenový růst nebude rovnoměrný, ale náhlý.

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



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



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

1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

Mezibankovní úroková sazba **3M EURIBOR** pokračovala v poklesu do stále zápornějších hodnot (z -0,13 % na počátku ledna na -0,23 % v polovině března), a to mírně rychlejším tempem než v závěru roku 2015. Tříměsíční mezibankovní sazby jsou v Evropě záporné také v Dánsku, Švédsku a Švýcarsku (s aktuálními hodnotami zhruba -0,1 %, -0,5 %, respektive -0,8 %). ECB na svém březnovém zasedání přistoupila k dalšímu uvolnění měnové politiky, když snížila klíčové úrokové sazby (na 0,25 %, 0 % a -0,4 %), zvýšila měsíční objem nákupu dluhopisů (o 20 mld. EUR měsíčně) a oznámila spuštění nových TLTRO operací od června. Na následné tiskové konferenci pak prezident ECB uvedl, že v současné době nevidí potřebu dalšího snižování sazeb.⁷

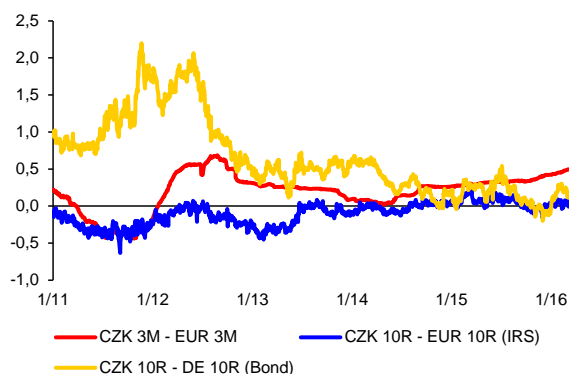
Úrokový diferenciál mezi tříměsíčními korunovými a eurovými výnosy se ve sledovaném období při téměř neměnné výši sazby 3M PRIBOR zvýšil na 0,5 p.b. Březnový tržní výhled očekává v průběhu letošního roku mírný pokles diferenciálu lehce pod úroveň 0,4 p.b., v roce 2017 pak jeho stagnaci. Oproti únoru se tak výhled implikovaného rozpětí posunul mírně vzhůru. Rozdíl výnosů českých a eurových desetiletých swapů, který se v říjnu a listopadu pohyboval výhradně v záporných hodnotách, je od ledna již převážně kladný. Podobně tomu bylo u výnosů českých a německých desetiletých státních dluhopisů, jejichž rozdíl se

⁷ Hlavní ekonom ECB P. Praet později nicméně uvedl, že další pokles sazeb není vyloučen.

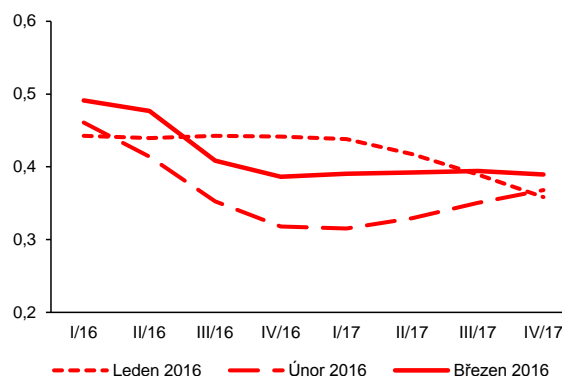
OMEZENÝ PŘÍSTUP

v záporném teritoriu držel v listopadu a prosinci. V průběhu ledna vzrostl v důsledku protisměrného pohybu obou instrumentů (odlišná reakce na růst rizikové averze na trzích) až k 0,3 p.b. V únoru pak výnos německého dluhopisu dále výrazně klesal v očekávání měnového uvolnění ze strany ECB, přičemž výnos českého dluhopisu ho obdobným tempem následoval. V první polovině března se nicméně výnosy obou instrumentů opět vyrovnaly (na úrovni cca 0,3 %), když výnosy českého desetiletého dluhopisu nadále mírně klesaly v důsledku přetrvávajícího nákupního zájmu, zatímco německý poněkud ztrácel na atraktivitě po odeznění předchozí vysoké volatility na akciových trzích. Výhled březnového CF pak v jednoletém horizontu očekává pokračující růst výnosu německého desetiletého Bundu až na 0,7 %.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Kurz eura vůči americkému dolaru se v lednu pohyboval bez výraznějšího trendu kolem hodnoty 1,09 USD/EUR. Na počátku února utrpěl dolar ztráty v souvislosti se slabšími daty z americké ekonomiky (euro vůči němu posílilo až na 1,13 USD/EUR), do konce měsíce je nicméně umazal. V první polovině března posilovalo opět euro (na 1,11 USD/EUR) v nervozitě před zasedáním ECB a poté i po její tiskové konferenci. Stejným směrem působilo i očekávání pozvolnějšího zpřísnování měnové politiky Fedu. **Březnový výhled CF** v ročním horizontu očekává kurz na úrovni 1,08 USD/EUR.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Dosavadní vývoj veřejných rozpočtů potvrzuje základní vyznění prognózy z 1.SZ. Aktuálně byl v Senátu PČR schválen vládní návrh zákona o elektronické evidenci tržeb a související daňové zákony, včetně snížení základní sazby DPH v pohostinství z 21 % na 15 %. Nadále však přetrvává nejistota ohledně kvantifikace očekávaných dopadů uvedených zákonů na daňové příjmy.

		2013	2014	2015	2016	2017
		1. SZ				
Saldo vládního sektoru (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-1,3	-1,9	-1,3	-0,5	0,0
Upravené saldo * (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-1,3	-1,4	-1,1	-0,6	-0,1
Strukturální saldo (metoda ESCB) ** (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,4	-0,6	-0,9	-0,6	-0,1
Fiskální pozice (ECBS) ****	v p.b.	1,5	-0,2	-0,2	0,3	0,5
Strukturální saldo (metoda EK) *** (ESA 2010, ČNB)	v % HDP	-0,1	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2
Fiskální pozice (EK) ****	v p.b.	1,9	-0,2	-0,6	0,4	0,3

* upraveno o mimořádné jednorázové operace

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

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

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

V roce 2015 se podle stávající prognózy snížil deficit vládního sektoru na 1,3 % HDP (z 1,9 % v roce 2014). Nově dostupné údaje o hotovostním plnění státního rozpočtu přitom naznačují ještě o něco nižší deficit vládního sektoru, a to zhruba na úrovni 1 % HDP⁸. Celkové působení fiskální politiky bylo i v loňském roce expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,7 procentního bodu. Podílelo se na tom zejména zrychlení růstu vládních investic odrážející snahu o vyčerpání maximálního objemu prostředků z fondů EU z předchozího programového období. Zvýšení dynamiky vládních výdajů bylo vedle toho umocněno dalším zrychlením mzdového růstu ve vládním sektoru⁹ a zvýšením penzí. Zvyšování příjmů veřejných rozpočtů odrážející rychlý ekonomický růst a zlepšování situace na trhu práce bylo brzděno zavedením druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %. V opačném směru působilo zvýšení sazeb spotřební daně na tabákové výrobky.

Pro rok 2016 stávající prognóza očekává další snížení deficitu vládního sektoru na 0,5 % HDP s přispěním pokračujícího hospodářského růstu. Na výdajové straně přitom dojde ke znatelnému meziročnímu poklesu vládních investic v souvislosti s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z evropských fondů. Proti tomu bude působit další růst mzdových prostředků ve vládním sektoru, navýšení dotací na obnovitelné zdroje energie a výplata mimořádného příspěvku pro důchodce. Příjmová strana vládního sektoru bude posílena dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH¹⁰, 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 výrazně restriktivní s negativním příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,6 procentního bodu, a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic.

⁸ Hlavním zdrojem přehodnocení odhadu deficitu z 1.SZ je nová informace o vlivu transferů z EU na státní rozpočet. Aktualizovaný odhad je přitom stále zatížen nejistotou.

⁹ K tomu přispělo zvýšení platových tarifů u státních zaměstnanců, zaměstnanců ve veřejných službách a pedagogických pracovníků od 1. 11. 2015.

¹⁰ Dopad do výběru DPH ve výši 0,2 % HDP vychází z konzervativního odhadu MF, který je založen na analýze změny implicitní daňové sazby dle slovenské zkušenosti po zavedení obdobného opatření.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Dne 16. března byl v Senátu schválen **zákon o elektronické evidenci tržeb** (po podpisu prezidentem a zveřejnění ve Sbírce zákonů poběží sedmiměsíční legisvakanční lhůta). Zároveň Senát schválil vládní návrh zákona, kterým se mění některé zákony v souvislosti s přijetím zákona o evidenci tržeb, jež upravují snížení sazeb DPH v oblasti stravovacích služeb z 21 % na 15 %, a to se stejnou účinností, jakou má zákon o evidenci tržeb.

V **roce 2017** bude dle stávající prognózy – předpokládající nezměněné nastavení fiskální politiky – hospodaření vládního sektoru vyrovnané, což bude odrazem zejména pokračujícího příznivého ekonomického vývoje. 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 nabíhajícím 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.

Mezi **rizika** fiskální prognózy pro roky 2016 a 2017 patří očekávaný – ve stávajícím výhledu nezahrnutý – pozitivní souhrnný vliv schváleného zákona o elektronické evidenci tržeb a souvisejících daňových zákonů na daňové příjmy, jehož kvantifikace je však stále zatížena velkou mírou nejistoty.¹¹ Riziko panuje též v oblasti naplňování výhledu vládních investic.¹² Naopak rizikem ve směru vyššího deficitu veřejných financí jsou blížící se volby do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR v roce 2017.

¹¹ MF ve Fiskálním výhledu z listopadu 2015 předpokládá pozitivní meziroční dopad elektronické evidence tržeb na daňové příjmy ve výši cca 0,1 % HDP v roce 2016 a 0,2 % HDP v roce 2017.

¹² 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 dopravní stavby za 226 mld. Kč.

III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

I ve čtvrtém čtvrtletí 2015 se situace na trhu práce zlepšovala. Celková zaměstnanost pokračovala v růstu, a to výhradně zvyšováním počtu zaměstnanců. Přepočtený počet zaměstnanců rostl stejným meziročním tempem jako v předchozím čtvrtletí, a nenaplnilo se tak jeho očekávané mírné zpomalení. Sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dále poklesla a nacházela se nepatrně pod prognózou. Ve čtvrtém čtvrtletí pokračovalo i snižování počtu registrovaných nezaměstnaných, což vedlo v souladu s prognózou k dalšímu poklesu sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob. Meziroční růst mezd byl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 pod prognózou, avšak objem mezd a platů podle podnikových statistik vzrostl v souladu s očekáváním. Růst národohospodářské produktivity práce zrychlil pouze mírně, a zaostal tak za predikcí. Lehce vyšší nárůst objemu mezd a platů ve srovnání s tempem růstu ekonomické aktivity vedl k nevýraznému zvýšení nominálních jednotkových mzdových nákladů, zatímco prognóza očekávala jejich pokles. Měsíční data za dosavadní průběh prvního čtvrtletí ukazují, že podíl nezaměstnaných osob i obecná míra nezaměstnanosti se vyvíjejí v souladu s prognózou.

Porovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Podíl nezaměstnaných osob (v %)	2/16	5.9	5.9
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s.o.)	1/16	4.6	4.6
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let, s.o.)	IV/15	4.7	4.6
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	IV/15	1.0	1.2
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	IV/15	1.7	2.1
ostatní zaměstnaní	IV/15	-2.0	-3.1
Přepočtený počet zaměstnanců (mzr. změna v %)	IV/15	1.4	1.8
Nominální mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/15	4.3	3.9
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/15	4.4	3.9
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/15	3.7	3.7
Reálná mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/15	4.1	3.8
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/15	4.3	3.8
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/15	3.5	3.6
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/16	.	1.8
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/16	.	5.8
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/15	-0.7	0.2
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/15	.	-0.1
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/15	.	-0.7
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 2010)	IV/15	4.3	3.1

Meziroční růst **celkové zaměstnanosti** (podle metodiky VŠPS) ve čtvrtém čtvrtletí 2015 pokračoval ve stabilním růstu, který dosáhl 1,2 %. Tato hodnota byla o 0,2 p.b. nad predikcí z 1.SZ. V mezičtvrtletním srovnání po sezonním očištění zrychlil růst celkové zaměstnanosti ve srovnání s prognózou o něco výrazněji, a to na 0,4 %. Lednová data o vývoji sezonně očištěné zaměstnanosti naznačují pokračování jejího meziročního růstu zhruba jednoprocenním tempem i na začátku letošního roku.

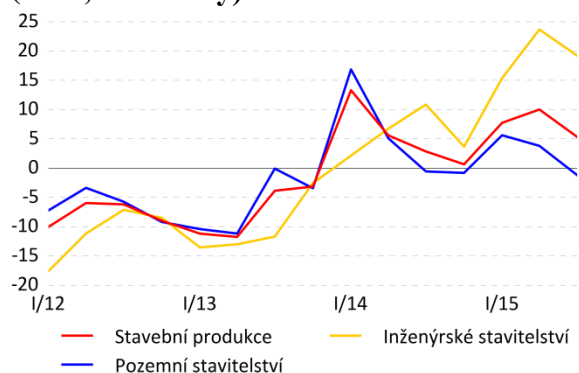
Z hlediska **struktury zaměstnanosti** byl její růst v souladu s prognózou z 1.SZ tažen výhradně růstem počtu zaměstnanců¹³. Ten však byl oproti prognóze z 1.SZ výraznější (meziročně o 0,4 p.b.). Počet podnikatelů se oproti prognóze snižoval rychleji, což odráželo zejména výrazný úbytek podnikatelů bez zaměstnanců. K úbytku zaměstnaných v pozici podnikatelů došlo především ve stavebnictví, kde se pokles v porovnání s předchozím čtvrtletím dále prohloubil. Na rozdíl od třetího čtvrtletí 2015 se však zvýšil počet zaměstnanců v tomto odvětví, který pokles počtu podnikatelů částečně kompenzoval.

¹³ Včetně členů produkčních družstev.

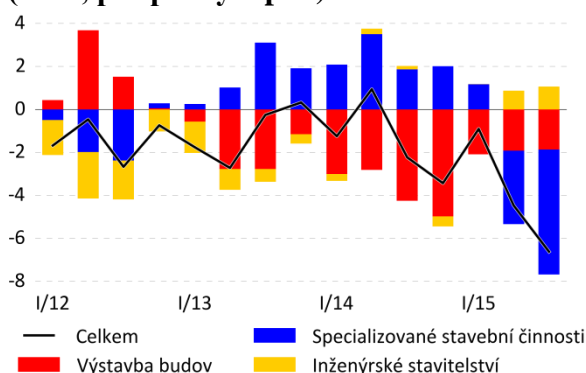
OMEZENÝ PŘÍSTUP

Výrazné prohloubení meziročního poklesu celkové zaměstnanosti v odvětví stavebnictví ve druhém a třetím čtvrtletí 2015¹⁴ bylo výsledkem pokračujícího snižování zaměstnanosti v oblasti výstavby budov a obnovení poklesu zaměstnanosti ve specializovaných stavebních činnostech¹⁵. Tento vývoj byl pouze částečně korigován obnoveným růstem zaměstnanosti v oblasti inženýrského stavitelství, které v roce 2015 v návaznosti na zvýšené čerpání EU fondů zaznamenalo výrazný nárůst stavební produkce.

Vývoj stavební produkce (mzr., stálé ceny)

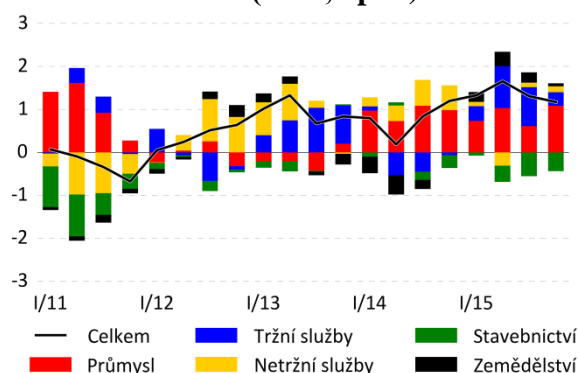


Vývoj zaměstnanosti ve stavebnictví (mzr., příspěvky v p.b.)

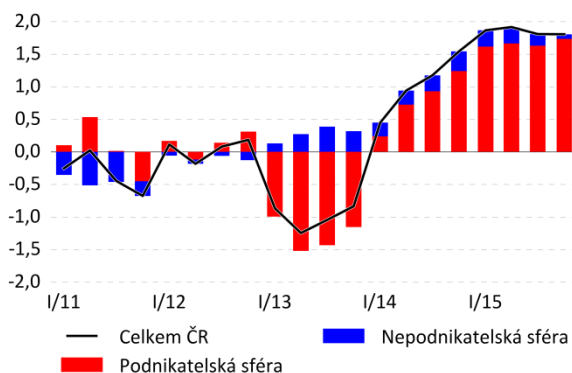


Z pohledu jednotlivých odvětví národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) přispěl ke zvýšení zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nejvýznamněji průmysl, a to především zpracovatelský. V rámci tržních služeb rostl počet zaměstnaných zejména v odvětví v profesních, vědeckých a technických činnostech a v jen o něco menší míře i v obchodě a dopravě. V ostatních odvětvích tržních služeb naopak počet zaměstnaných poklesl a celkově se příspěvek tržních služeb k meziročnímu růstu celkové zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2015 ztátně snížil. Nárůst zaměstnanosti v netržních službách byl tažen zejména vývojem v odvětví vzdělávání a v kultuře. Příspěvek zemědělství se zmínil a mírnější byl i pokles zaměstnanosti ve stavebnictví.

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



Přepočtený počet zaměstnanců (mzr.)



¹⁴ Detailnější data z VŠPS za čtvrté čtvrtletí 2015 budou k dispozici koncem března.

¹⁵ Do této skupiny patří například činnosti v oblasti přípravy staveniště či stavebně instalační a dokončovací práce.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

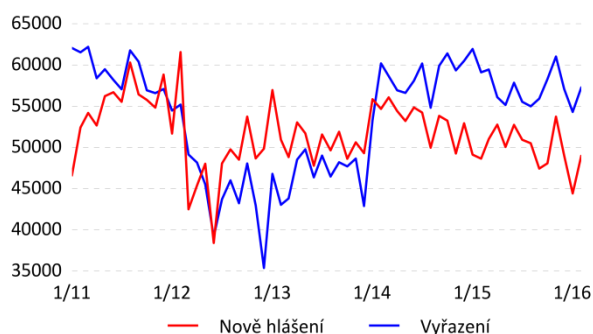
I přes zpomalení růstu ekonomické aktivity v závěru loňského roku rostl **počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky** i ve čtvrtém čtvrtletí 2015 stabilním tempem (o 1,8 %). Ve srovnání s 1.SZ se jednalo o výraznější nárůst. Odchylka od prognózy (0,4 p.b.) je přitom zhruba z poloviny dána přehodnocením dat za třetí čtvrtletí směrem nahoru. Přepočtený počet zaměstnanců vzrostl ve většině odvětví, nejvíce pak ve zpracovatelském průmyslu. Tento sektor se v návaznosti na výrazný růst své přidané hodnoty podílel na zvýšení přepočteného počtu zaměstnanců z jedné poloviny. Vedle zpracovatelského průmyslu zaznamenalo výraznější nárůst i odvětví administrativní a podpůrné činnosti (což souviselo zejména s agenturami práce) a obchod. Průměrný úvazek na zaměstnance ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále mírně meziročně poklesl (o 0,3 %, tedy v souladu s prognózou z 1.SZ).

Obecná míra nezaměstnanosti (VŠPS, dle metodiky ILO) po sezonním očištění ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně i mezičtvrtletně poklesla na 4,6 %. To je jen nepatrně pod prognózou z 1.SZ. Dostupná měsíční data za leden 2016 prozatím naznačují stagnaci sezonně očištěné obecné míry nezaměstnanosti okolo hodnot ze čtvrtého čtvrtletí předchozího roku.

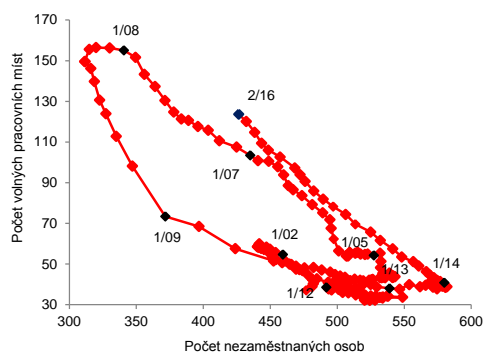
Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob** pokračoval v poklesu a v průměru za čtvrté čtvrtletí 2015 dosáhl 6,1 %. Tento pokles odrážel rychlé snižování sezonně očištěného počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání při současně pokračujícím poklesu populace v produktivním věku. Na základě lednových a únorových dat se sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob v prvním čtvrtletí 2016 dále v souladu s prognózou snížil na 5,9 %.

Vývoj **Beveridgeovy křivky** odráží cyklický charakter vývoje na trhu práce, když dále dochází ke snižování počtu nezaměstnaných při rostoucím počtu volných pracovních míst. Ve srovnání s loňským únorem se počet volných pracovních míst zvýšil o 45,9 tis. a dosáhl 114,8 tis. Zhruba ze dvou třetin se jedná o poptávku po řemeslnících, obsluze strojů a nekvalifikovaných pracovnících.

Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Beveridgeova křivka - počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst (s.o., v tisících)



Box 1: Inflační tlaky na trhu práce a pozice ekonomiky v cyklu aproximovaná NAIRU

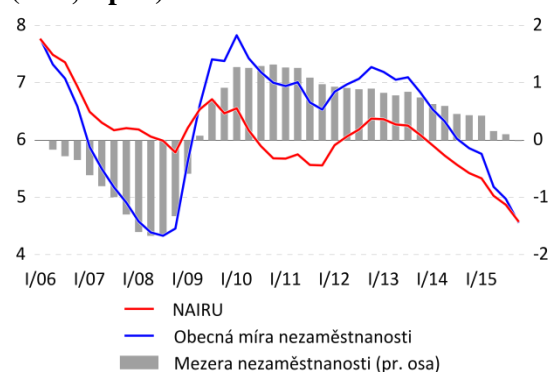
Rok 2015 znamenal pro vývoj na trhu práce pokračující znatelné zlepšování. V návaznosti na silný ekonomický růst se zvyšoval přepočtený počet zaměstnanců stabilním tempem dosahujícím téměř 2 %, což jsou z hlediska celé časové řady nevyšší hodnoty. Při mírném snižování průměrného úvazku na zaměstnance byl tento vývoj spojen s výrazným nárůstem celkové zaměstnanosti. Vyšší počet zaměstnaných, i přes nárůst pracovní síly, znamenal pokračování poklesu obecné míry

nezaměstnanosti, která v posledním čtvrtletí roku 2015 dosáhla 4,6 %¹⁶, a pohybovala se tak poblíž hodnot dosahovaných v roce 2008.

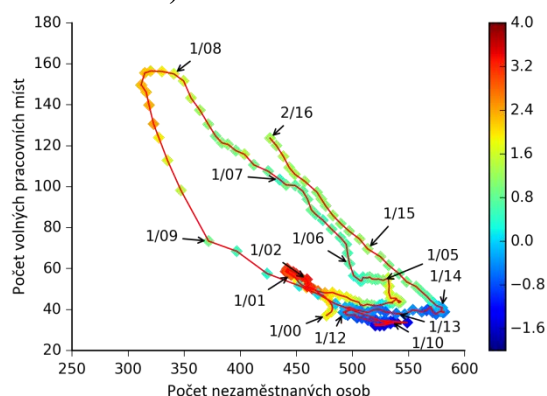
Nový pohled na pozici trhu práce v rámci ekonomického cyklu nabízí graf Beveridgeovy křivky, kde jsou jednotlivé body této křivky zbarveny v závislosti na vývoji korigované inflace bez pohonných hmot. Z tohoto grafu je patrné, že ve srovnání s obdobnou fází předchozího cyklu na trhu práce v roce 2007 byly v nedávné minulosti pozorovány o něco vyšší hodnoty korigované inflace.

Pro posouzení toho, do jaké míry je trh práce v současnosti zdrojem inflačních tlaků, je použito srovnání úrovně obecné míry nezaměstnanosti a NAIRU odhadnuté pomocí Kalmanova filtru. Odhad NAIRU dosahuje pro závěr loňského roku v porovnání s rokem 2008 nižší hodnoty. Na to má vliv mimo jiné vyšší nabídka zaměstnávání na kratší pracovní dobu i zvýšení flexibility trhu práce vedoucí k nižší obecné míře nezaměstnanosti. Při absenci výrazných domácích inflačních tlaků tak dochází ke snížení odhadu NAIRU. Výsledná mezera nezaměstnanosti se postupně přibližovala k nule a ve čtvrtém čtvrtletí 2015 se uzavřela. Další snižování obecné míry nezaměstnanosti by tak mělo být spojeno s akcelerací inflačních tlaků z trhu práce.

Graf 1: Vývoj NAIRU a mezery nezaměstnanosti (v %, v p.b.)



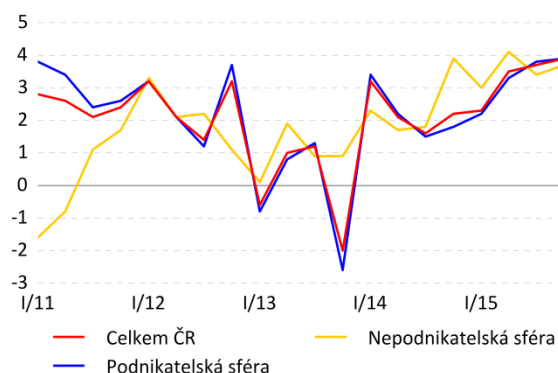
Graf 2: Beveridgeova křivka (v tis., barva dle mizr. růstu korigované inflace bez PH)



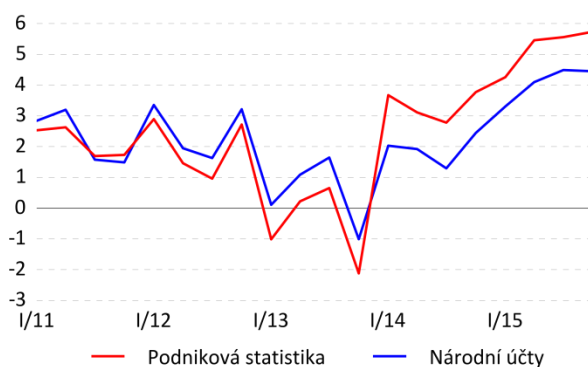
Průměrná mzda v ČR celkem ve čtvrtém čtvrtletí 2015 jen slabě zrychlila meziroční růst, a to na 3,9 %, a byla tak o 0,4 p.b. pod prognózou z 1.SZ. Nižší meziroční růst ve srovnání s prognózou zaznamenaly mzdy v podnikatelské sféře, zatímco v nepodnikatelské sféře se růst průměrné mzdy naplnil, a to i přes jeho mírnou revizi ve třetím čtvrtletí 2015 směrem k nižším hodnotám. V reálném vyjádření se celková průměrná mzda ve čtvrtém čtvrtletí 2015 při jen nepatrné meziroční inflaci v tomto období meziročně zvýšila o 3,8 % (predikce činila 4,1 %). Znatelně rychlejším meziročním tempem než průměrná mzda se zvýšila nominální **mediánová mzda** (o 5,4 %). Matematický model distribuce výdělků podle ČSÚ ukazuje na meziročně nejvyšší meziroční nárůsty mezd ve střední oblasti, naopak nejpomaleji rostla desetina nejvyšších mezd. Nižší než očekávaný růst průměrné mzdy doprovázený výraznějším nárůstem přepočteného počtu zaměstnanců znamenal mírné zrychlení meziročního tempa celkového objemu nominálních mezd a platů podle podnikové statistiky ČSÚ (na 5,7 %; v souladu s 1.SZ). Podle statistiky národních účtů však objem mezd vzrostl znatelně pomaleji (o 4,4 %).

¹⁶ Po sezonním očištění.

Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)

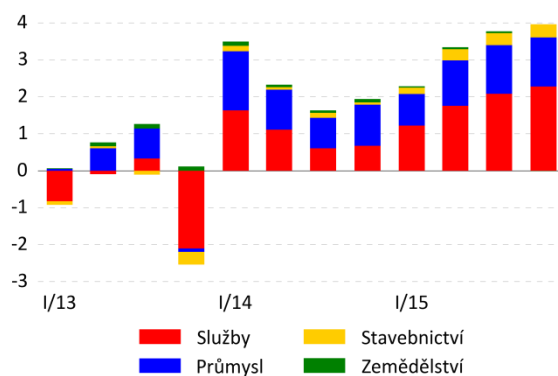


Vývoj objemu mezd a platů (mzr. v %)

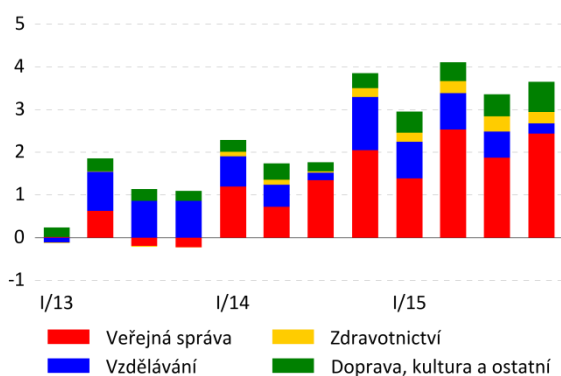


Meziroční růst **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 jen nepatrně zrychlil na 3,9 %, a o 0,5 p.b. tak zaostal za očekáváním prognózy z I.SZ. Při nízké inflaci vzrostla významně i reálná mzda, a to o 3,8 %. K růstu mezd ve čtvrtém čtvrtletí 2015 přispěly nejvíce služby, následované průmyslem. V rámci jednotlivých odvětví pokračoval stabilní růst mezd ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu, který byl tažen především vývojem v automobilovém průmyslu. Nárůst minimální mzdy¹⁷ se pravděpodobně odrazil ve výrazném navýšení mezd v odvětví ubytování, stravování a pohostinství (meziročně o 7,6 %). Vzhledem k jeho váze byl významný i takřka 5% růst mezd v obchodu. Mezičtvrtletní růst mezd v podnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí 2015 po očištění o sezonnost a jednorázové vlivy zpomalil více oproti očekávání prognózy (o 0,3 p.b.), když dosáhl 0,8 %¹⁸.

Příspěvky sektorů k růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře (mzr. v p.b.)



Příspěvky sektorů k růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře (mzr. v p.b.)



Jen slabě pomalejším meziročním tempem než v podnikatelské sféře se zvýšila **průměrná mzda v nepodnikatelské sféře**, když vzrostla v souladu s prognózou o 3,7 %. Růst objemu mezd a platů v nepodnikatelské sféře byl však oproti predikci výrazně nižší¹⁹. Rychlejší růst mezd ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím odrážel v souladu s očekáváním zejména zvýšení mezd ve veřejné správě a obraně. Naopak v odvětví zdravotní a sociální péče

¹⁷ Vliv zvýšení minimální mzdy na celkový mzdový růst odhadujeme na 0,1 p.b.

¹⁸ U sezonně očištěné časové řady mezd došlo současně k přehodnocení směrem dolů u dat za druhé a třetí čtvrtletí loňského roku.

¹⁹ Predikce vycházela z předpokladu meziročního nárůstu objemu mezd a platů o 5 %, ve skutečnosti se však vyplacený objem mezd a platů v nepodnikatelské sféře zvýšil pouze o 4,1 %.

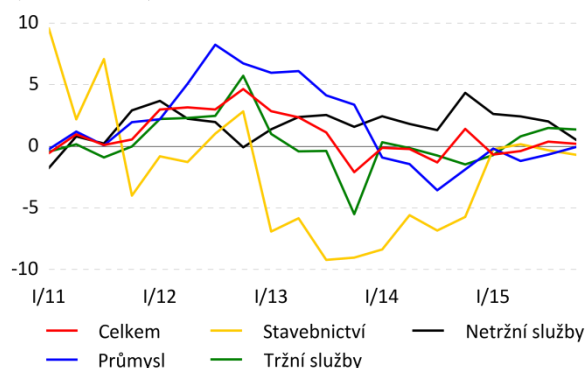
OMEZENÝ PŘÍSTUP

a vzdělávání průměrná mzdová dynamika zpomalila. Reálná průměrná mzda v nepodnikatelské sféře byla meziročně vyšší o 3,6 %.

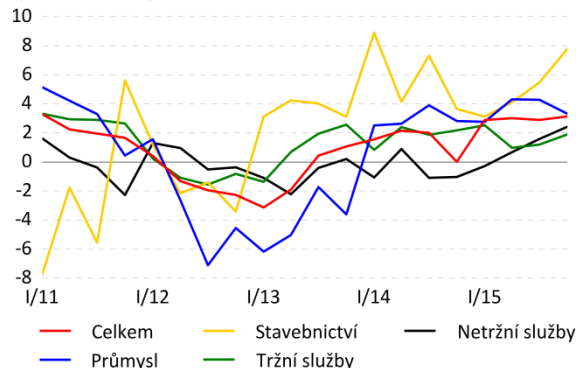
Nominální jednotkové mzdové náklady navzdory očekávání prognózy z 1.SZ setrvaly ve slabém meziročním růstu. To bylo dáno výrazně pomalejším než očekávaným růstem ekonomické aktivity. V jednotlivých odvětvích ekonomiky se NJMN vyvíjely rozdílně. Zatímco v průmyslu se meziroční pokles NJMN ve čtvrtém čtvrtletí 2015 téměř zastavil, ve váhově významném sektoru tržních služeb pokračoval jejich růst obdobným tempem jako v předchozím čtvrtletí.

Pozvolnější meziroční růst ekonomické aktivity vedl ve srovnání s 1.SZ i k pomalejšímu meziročnímu zvýšení **produktivity práce na zaměstnaného**, které dosáhlo 3,1 %. Vedle stavebnictví zrychlil meziroční růst produktivity i ve službách. Ve zpracovatelském průmyslu pokračoval znatelný (více než 5%) meziroční růst. Na druhou stranu v ostatních odvětvích průmyslu produktivita práce poklesla. Pokračující zvyšování počtu odpracovaných hodin, které bylo patrné zejména v průmyslu, vedlo ke snížení meziroční dynamiky **hodinové produktivity práce** (na 0,9 %).

NJMN v metodice ESA 2010
(mzr. v %)



Produktivita práce v metodice ESA 2010
(mzr. v %)



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

2 Ekonomický růst a jeho složky

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziroční tempo reálného HDP zpomalilo na 4 %. Oproti prognóze, očekávající naopak další zrychlení růstu HDP, byl vykázaný meziroční růst o 1,3 p.b. nižší. Tento rozdíl byl přitom způsoben o 2,6 p.b. nižším příspěvkem hrubé tvorby kapitálu, a to jak ve složce fixních investic, tak i u změny stavu zásob. Vyšší příspěvek čistého vývozu tuto odchylku kompenzoval jen částečně. K nadále výraznému meziročnímu růstu ekonomické aktivity v závěru loňského roku přispěly všechny výdajové složky s výjimkou zásob, nejvíce spotřeba domácností, významný byl také příspěvek hrubé tvorby fixního kapitálu. Rovněž došlo k obnovení kladného příspěvku čistého exportu. Růst hrubé přidané hodnoty stejně jako HDP zpomalil, a to na 3,8 %. Na tomto růstu se opětovně výraznou mírou podílel zpracovatelský průmysl, jeho příspěvek se však v závěru loňského roku snížil. Naopak narůstající kladný příspěvek k růstu HPH byl pozorován u většiny odvětví terciálního sektoru. Měsíční indikátory z počátku prvního čtvrtletí letošního roku ukazují pokračující meziroční růst maloobchodních tržeb i průmyslové produkce. Stavební produkce však znatelně meziročně poklesla.

Ukazatel (s.c., sezonně oč., mizr. změny v %)	Období	Předikce z 1. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	IV/2015	5,3	4,0
Spotřeba domácností	IV/2015	2,8	2,9
Spotřeba vládních institucí	IV/2015	3,6	3,9
Hrubá tvorba kapitálu	IV/2015	15,0	4,9
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	IV/2015	14,0	7,9
Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	IV/2015	0,3	-0,7
Vývoz zboží a služeb	IV/2015	7,9	7,2
Dovoz zboží a služeb	IV/2015	9,2	7,0
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	IV/2015	-0,6	0,6
Průmyslová výroba	01/16	.	3,5
Stavební výroba	01/16	.	-3,2
Tržby v maloobchodě bez motor. segmentu	01/16	.	5,3

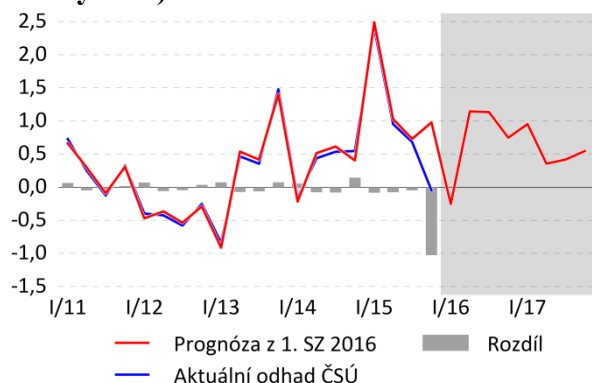
Sezonně očištěný **HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2015** zpomalil meziroční růst na 4 % (oproti 4,7 % ve třetím čtvrtletí). V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita stagnovala.²⁰ V porovnání s prognózou očekávající dílčí zrychlení meziroční dynamiky HDP tak byl pozorovaný růst slabší o 1,3 p.b. meziročně a o 1,0 p.b. mezičtvrtletně. Odchylka v meziročním růstu byla dána především znatelně nižším než očekávaným nárůstem hrubé tvorby kapitálu. Vyšší příspěvek čistého vývozu tuto odchylku kompenzoval pouze částečně.

Také meziroční růst **hrubé přidané hodnoty** v závěru loňského roku zvolnil (na 3,8 % ze 4,2 % v předchozím čtvrtletí). Na růstu hrubé přidané hodnoty se opět v největší míře podílel zpracovatelský průmysl následován zejména veřejnou správou, obchodem a informačními a komunikačními službami. Kladně však přispěla i většina ostatních odvětví ekonomiky.

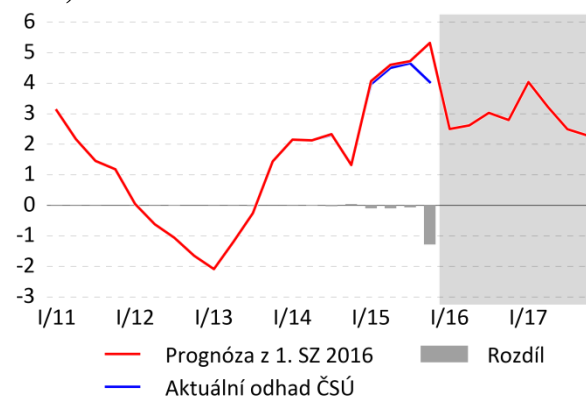
Daně z produktů meziročně vzrostly o necelých 7 %. Jejich dynamika se tak mírně snížila, i nadále však zůstala poměrně výrazná převážně v důsledku meziročně vyššího výběru daně z tabákových výrobků.

²⁰ ČSÚ připravuje v nejbližší budoucnosti změnu výpočtu sezonního očištění, která u sezonně očištěných dat za roky 2014 a 2015 odstraní vychýlenou sezonní složku modelu v důsledku vlivu předchozího předzásobení cigaretami v návaznosti na změnu spotřební daně. To v uvedeném období povede k plynulejšímu vývoji mezičtvrtletního sezonně očištěného reálného HDP, zatímco meziroční vývoj této veličiny bude dotčen jen v zanedbatelné míře.

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



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



Meziroční růst reálné **spotřeby domácností** se výrazněji nezměnil, když setrval poblíž 3% úrovně (2,9 %). V porovnání s prognózou tak byl pozorovaný růst o 0,1 p.b. vyšší. Naopak jen nepatrně nižší byl ve srovnání s prognózou jak růst nominální spotřeby, tak i nominálního objemu mezd a platů.

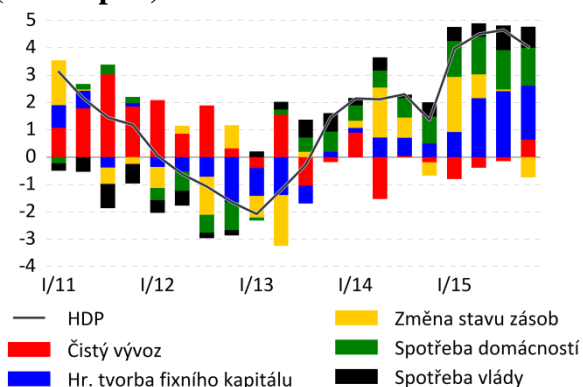
Při pohledu do **struktury spotřeby domácností** je patrné, že k jejímu meziročnímu růstu ve čtvrtém čtvrtletí přispěly opětovně všechny její složky. Nejvýrazněji to byla krátkodobá spotřeba, znatelný příspěvek vykazala také dlouhodobá spotřeba. Naproti tomu se v závěru roku znatelně snížil příspěvek výdajů za služby. To koresponduje se strukturou maloobchodních tržeb v nemotoristickém segmentu, když ve čtvrtém čtvrtletí skokově vzrostl prodej pohonných hmot. Pokračoval však také znatelný meziroční růst maloobchodních tržeb za potravinářské i nepotravinářské zboží.

Spotřeba vlády zaznamenala ve čtvrtém čtvrtletí opět znatelný meziroční nárůst (o 3,9 %). Ve srovnání s prognózou z 1.SZ byla pozorovaná dynamika ještě o 0,3 p.b. vyšší. Na růstu spotřeby vlády se výraznou mírou podílela její mezispotřeba, a to zejména v případě ŘSD a SŽDC. To mohlo souviset se snahou těchto institucí o co nejúspěšnější dočerpání EU fondů z předchozího programového období.

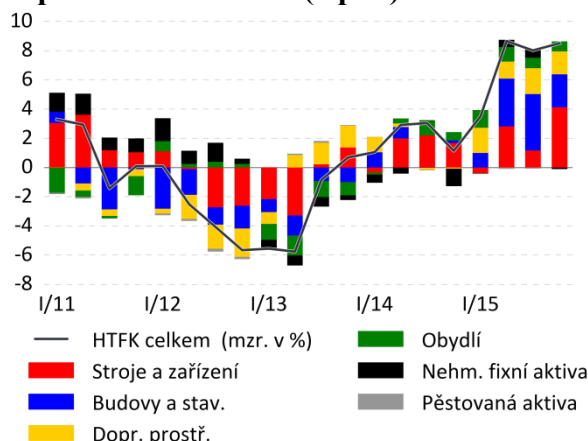
Meziroční dynamika **hrubé tvorby kapitálu** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 znatelně zpomalila (na 4,9 %), a to navzdory účetnímu vlivu pronájmu bitevníků Gripen na tuto položku, jehož příspěvek do mizr. růstu HTK činí přibližně 4 p.b.. Ve srovnání s prognózou tak byl pozorovaný růst hrubé tvorby kapitálu o téměř 10 p.b. nižší. To bylo způsobeno jak nižším nárůstem fixních investic, tak neočekávaným poklesem stavu zásob.

Meziroční dynamika **fixních investic** se snížila na 7,9 % (z 9,6 % v předchozím čtvrtletí), zatímco prognóza očekávala naopak její akceleraci. Zmírnění meziročního růstu fixních investic ukazuje na možné dřívější než očekávané ukončení investičních projektů spolufinancovaných z předchozího programového období EU fondů. Příspěvek vládních investic se tak ve srovnání s předchozím čtvrtletím pravděpodobně výrazně snížil, což koresponduje i se znatelně nižším růstem investic do budov a staveb. Naopak příspěvek strojů a zařízení k meziročnímu růstu fixních investic o poznání vrostl, byl však ovlivněn účetním započtením pronájmu letounů Gripen v hodnotě 9,9 mld. Kč. Po jeho odečtení investice do strojů a zařízení zaznamenaly jen nepatrný meziroční nárůst. To naznačuje nižší soukromé investice oproti prognóze.

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

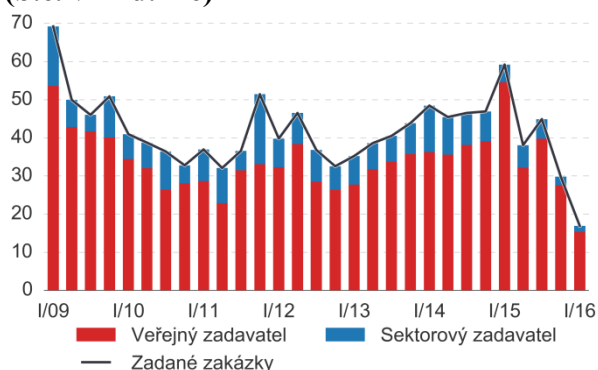


Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k mzd. růstu (v p.b.)

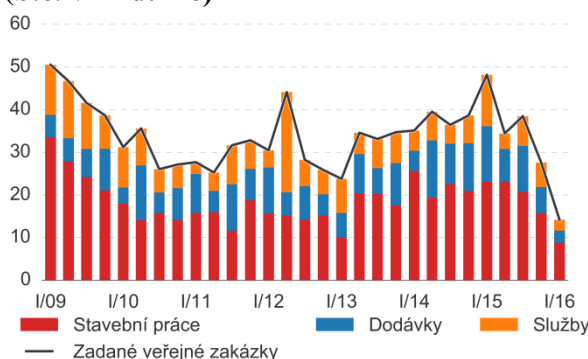


Dle očekávání aktuální prognózy z 1.SZ bude **vývoj fixních investic v letošním roce** výrazně ovlivněn velmi pozvolným náběhem projektů financovaných z nového programového období EU fondů. Ve srovnání s rokem 2015 charakterizovaným zvýšenou snahou o dočerpání zbývajících objemu volných prostředků EU fondů z předchozího programového období tak bude růst vládních fixních investic vystřídán jejich poklesem. To potvrzují i data zadaných zakázek v prvním čtvrtletí, když se jejich objem výrazně propadl pod dlouhodobý průměr. Odhadované zpoždění zhruba tří čtvrtletí od zadání zakázky do její evidence jakožto fixní investice tak implikuje ztlačenou investiční aktivitu vládního sektoru po celý letošní rok.

Zadané zakázky ve věstníku zakázek (b.c. v mld. Kč)



Zadané zakázky vládního sektoru (b.c. v mld. Kč)



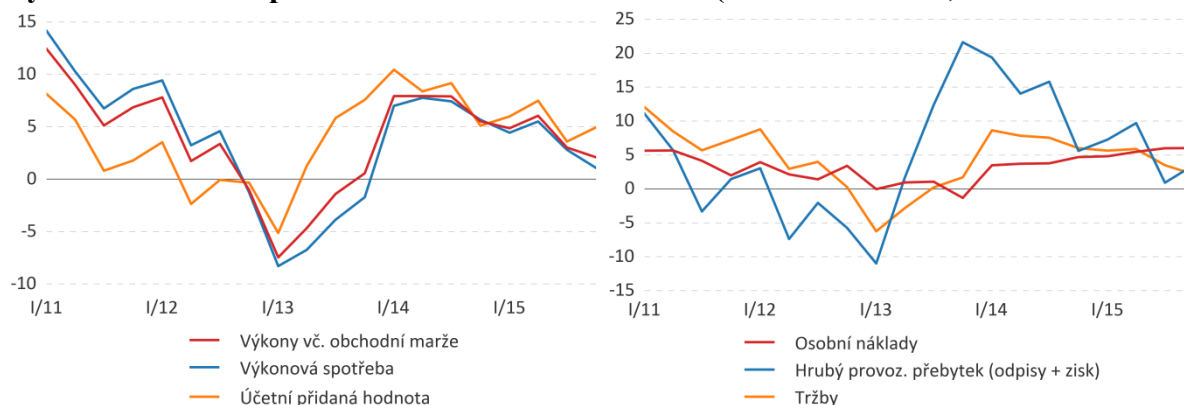
V porovnání s prognózou došlo v závěru loňského roku k neočekávanému poklesu **stavu zásob**, když jejich příspěvek k meziročnímu růstu HDP přešel do značně záporných hodnot (-0,7 p.b.). Pokles stavu dovozně náročných zásob i zmírnění meziročního růstu fixních investic se projevilo také na dynamice dovozu. Ta se na rozdíl od vývozu zboží a služeb, který rostl obdobným tempem jako v předchozím čtvrtletí, zmírnila téměř o 1 p.b. Výsledkem bylo po téměř dvou letech obnovení kladného příspěvku **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP (0,6 p.b.), zatímco prognóza očekávala pro závěr loňského roku jeho záporný příspěvek.

Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) ve čtvrtém čtvrtletí 2015 odrážely vliv klesajících cen vstupů při stabilním růstu osobních nákladů. Meziroční růst výkonů včetně obchodní marže sice nadále zpomaloval, nicméně

OMEZENÝ PŘÍSTUP

rychlejší zpomalení růstu výkonové spotřeby zapříčilo zrychlení meziročního růstu účetní přidané hodnoty na 4,9 % (z 3,6 % ve třetím čtvrtletí). Při stejném tempu růstu osobních nákladů jako ve třetím čtvrtletí vyústilo zvýšení dynamiky účetní přidané hodnoty také do zrychlení tempa hrubého provozního přebytku (z 0,9 % na 3,6 %).

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



Průmyslová produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) vzrostla meziročně ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v průměru o 2,7 %. Ve srovnání s 3. čtvrtletím byl tento růst o 3,2 p.b. nižší. Mezičtvrtletně se přitom průmyslová produkce téměř nezměnila²¹. Ze sektorového hlediska rostla produkce ve zpracovatelském průmyslu (meziročně o 4,1 %), naopak odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla dále pokračovalo v sestupné tendenci (pokles o 6,3 %). Tržby z průmyslové činnosti v běžných cenách ve čtvrtém čtvrtletí rostly rychlostí 0,9 %, a to především díky tržbám z přímého vývozu. Domácí tržby²² zaznamenaly podruhé v řadě meziroční pokles (o 3,2 %), mimo jiné v důsledku dlouhodobého snižování výrobních cen. Domácí tržby klesaly ve všech oblastech průmyslové výroby. V rámci zpracovatelského průmyslu došlo k poklesu domácích tržeb především v odvětví výroby strojů a zařízení a výroby ostatních dopravních prostředků. Hodnota nových zakázek rostla srovnatelným tempem jako v předchozích čtvrtletích, zejména zásluhou zvyšujícího se tempa růstu zakázek ze zahraničí. Hodnota nových domácích zakázek mírně klesla. Podle posledních dostupných dat za leden 2016 vzrostla průmyslová produkce meziročně o 3,5 %, při poklesu tržeb průmyslových podniků o 2,2 %. Tržby z přímého vývozu v běžných cenách meziročně stagnovaly, zatímco domácí tržby dále klesaly. Hlavním faktorem poklesu domácích tržeb byl i nadále pokles výrobních cen. Z váhově nejvýznamnějšího zpracovatelského průmyslu klesaly domácí tržby nadále v sektoru výroby strojů a zařízení a výroby ostatních dopravních prostředků, a nově také v potravinářském průmyslu. Růst nových zakázek se zmínil, a to vlivem zpomalujícího růstu zakázek ze zahraničí a nadále klesajících zakázek z tuzemska.

Stavební produkce (ve stálých cenách, sezonně očištěná) ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vzrostla meziročně o 1,4 %. Oproti třetímu čtvrtletí bylo toto tempo o 6,3 p.b. nižší. V mezičtvrtletním srovnání stavební produkce poklesla o 3,9 %. Tento trend byl dán jak vývojem v pozemním stavitelství (prohloubení meziročního poklesu), tak vývojem inženýrského stavitelství (zpomalení meziročního růstu). Počet vydaných stavebních povolení v posledním čtvrtletí roku 2015 vzrostl o 5,6 % a hodnota těchto povolení o 14,9 %. Data za leden ukazují

²¹ Průmyslová produkce byla v průběhu třetího a čtvrtého čtvrtletí 2015 ovlivněna dočasnými výpadky produkce v energetice a v chemickém průmyslu. Závěr čtvrtého čtvrtletí byl ovlivněn i zvýšeným čerpáním celozávodních dovolených v prosinci.

²² Zahrnující také nepřímý vývoz prostřednictvím neprůmyslových podniků.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

meziroční pokles stavební produkce o 3,2 %, ke kterému došlo v důsledku poklesu produkce pozemního stavitelství a zpomalení růstu inženýrského stavitelství. Počet vydaných stavebních povolení se v lednu meziročně zvýšil o 1 %, jejich hodnota přitom narostla o výrazných 45,5 %.

Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (NACE 45+47), sezonně očištěné a ve stálých cenách, vzrostly meziročně v posledním čtvrtletí předchozího roku v průměru o 7,8 %. V porovnání s třetím čtvrtletím byla tato hodnota o 0,5 p.b. vyšší. Vysoké tempo růstu tržeb si nadále udržoval motoristický i nemotoristický segment. Nejnovější data o vývoji v maloobchodu za leden 2016 naznačují mírné zpomalení meziročního růstu tržeb. K tomu dochází jak v případě motoristického, tak nemotoristického segmentu.

Souhrnný indikátor důvěry dosahoval ve čtvrtém čtvrtletí 2015 v průměru obdobných hodnot jako v prvních třech čtvrtletích roku 2015. V prvních dvou měsících roku 2016 byl souhrnný indikátor důvěry mírně vyšší, a to jak díky vyšší důvěře v podnikatelském sektoru, tak i sektoru spotřebitelském. V podnikatelském sektoru se na tomto pozitivním vývoji podílela všechna sledovaná odvětví, tj. průmysl, stavebnictví, obchod i služby. Meziročně byl souhrnný indikátor důvěry v prvních dvou měsících tohoto roku vyšší v průměru o 1,8 %.

3 Platební bilance²³

Saldo běžného účtu platební bilance bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2015 oproti predikci o téměř 19 mld. Kč vyšší. Odchylna od predikce souvisela především s mírnějším než předpokládaným schodkem prvotních důchodů v důsledku nižších vyplacených dividend nerezidentům. Ve srovnání s predikcí byl o necelých 6 mld. Kč vyšší také přebytek kapitálového účtu. V rámci finančního účtu byl především patrný výrazně vyšší než očekávaný čistý příliv portfoliových investic, související s optimalizací struktury bilancí tuzemských bank v závěru roku bez dopadů na celkové finanční toky.

v mld. Kč	4. čtvrtletí 2015		1.-4. čtvrtletí 2015
	predikce z 1.SZ	skutečnost	skutečnost
běžný účet	-4,0	14,6	41,4
kapitálový účet	9,0	14,8	106,1
finanční účet	-	42,2	193,8

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 14,6 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o necelých 13 mld. Kč. K růstu celkového přebytku přispělo zejména zmírnění schodku prvotních důchodů. Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP dosáhl 0,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se mírně zvýšil (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil 3,3 % v důsledku vysokého čerpání EU fondů).

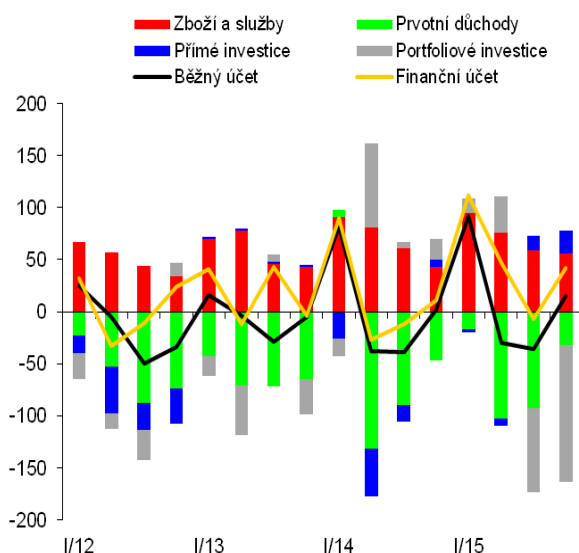
²³ Spolu s údaji za 4.čtvrtletí 2015 byly zveřejněny revidované údaje od roku 2014. Revize platební bilance v roce 2014 byla spojena se zmírněním přebytku běžného účtu o necelých 19 mld. Kč (na 7,5 mld. Kč), a to především v důsledku zmírnění přebytku bilance zboží. Nejvýznamnější změnu na finančním účtu představovalo zmírnění čistého přílivu přímých investic o více než 53 mld. Kč (na 80,4 mld. Kč), které však bylo z velké části vyváжено revizí v rámci ostatních investic. Revize za 1. až 3. čtvrtletí 2015 nejvíce souvisely s prohloubením schodku prvotních důchodů o více než 18 mld. Kč.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

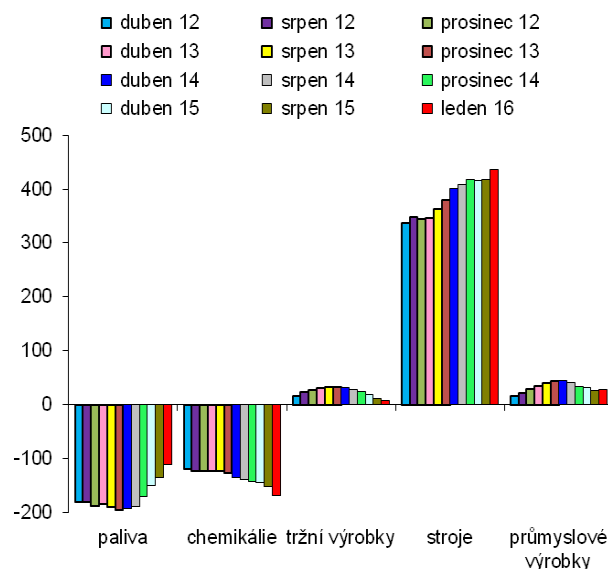
Bilance zboží a služeb skončila ve čtvrtém čtvrtletí přebytkem 56,4 mld. Kč, který se po dvou čtvrtletích mírného meziročního poklesu zvýšil o více než 13 mld. Kč. Růst přebytku výkonové bilance byl v tomto čtvrtletí spojen s růstem přebytků obou jejích složek. Zvýšení aktiva zboží (o necelé 4 mld. Kč) souviselo s cenovým vlivem, tj. kladnou meziroční změnou směnných relací, zatímco dopad vývoje v reálném vyjádření byl neutrální. Meziroční tempo růstu nominálního obchodního obrátu ve srovnání s předchozím čtvrtletím zrychlilo o 2,2 procentního bodu (na 6,3 %). Bylo podpořeno zejména zrychlením růstu vývozu zboží (na 6,4 %), a to i přes nezměněnou růstovou dynamiku poptávky v eurozóně a pokračující meziroční apreciaci koruny vůči euru. Přestože se růst celkové domácí poptávky zmínil a propad cen ropy a plynu nadále pokračoval, došlo k mírnému zrychlení nominální růstové dynamiky i v případě dovozu zboží (na 6,1 %; včetně vlivu Gripenů). Z pohledu dovozu zboží podle převažujícího směru užití přitom nejrychleji rostly dovozy pro konečnou spotřebu. Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn zmírněním schodku nerostných paliv. K růstu aktiva výkonové bilance však nejvíce přispělo meziroční zvýšení přebytku **služeb** (o více než 9 mld. Kč), související především s výrazným zmírněním schodku dílčí bilance ostatních služeb v důsledku poklesu jejích výdajů.

Naproti tomu **prvotní důchody** dosáhly ve čtvrtém čtvrtletí 2015 schodku 31,4 mld. Kč, který se však meziročně o více než 15 mld. Kč zmínil. Ke zmírnění celkového schodku nejvýrazněji přispěly meziročně nižší důchody z přímých investic ve formě dividend hrazených nerezidentům. Nejvýznamnější složku celkové bilance nicméně nadále představoval schodek důchodů z přímých investic (-40,3 mld. Kč). Rovněž **druhotné důchody** zaznamenaly schodek (-10,4 mld. Kč) a jejich bilance se v důsledku přechodu čistých příjmů z rozpočtu EU z přebytku do schodku meziročně snížila o více než 16 mld. Kč. Na celkovém schodku se záporné čisté příjmy z rozpočtu EU, vykazované v rámci druhotných důchodů, podílely zhruba z poloviny. **Kapitálový účet** skončil naopak přebytkem 14,8 mld. Kč, souvisejícím především s čerpáním prostředků z rozpočtu EU. Také jeho meziroční zvýšení o téměř 7 mld. Kč bylo zejména důsledkem vyššího čerpání zdrojů z rozpočtu EU.

Vývoj vybraných složek platební bilance (čtvrtletní hodnoty v mld. Kč)



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



Finanční účet skončil ve čtvrtém čtvrtletí čistými půjčkami do zahraničí, tj. čistým odlivem, ve výši 42,2 mld. Kč. Vysoký čistý příliv portfoliových investic byl převážen souhrnným čistým odlivem přímých a ostatních investic a růstem rezervních aktiv. **Přímé investice** zaznamenaly podobně jako v předchozím čtvrtletí čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 21,8 mld. Kč. Čistý odliv byl spojen s přírůstkem českých investic v zahraničí, který přesáhl 32 mld. Kč a souvisel především s poskytnutými úvěry v dluhových nástrojích a s reinvesticemi zisku. Příliv zahraničních investic do ČR byl nejvíce ovlivněn reinvesticemi zisku. Z malé části k němu přispěl i příliv v akciích a ostatních účastech, zatímco v dluhových nástrojích převážily splátky dříve přijatých úvěrů. Meziroční zvýšení čistého odlivu o téměř 15 mld. Kč bylo především důsledkem vývoje v úvěrových vztazích.

Portfoliové investice zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí podobně jako v předchozím čtvrtletí čisté výpůjčky ze zahraničí, tj. čistý příliv, které dosáhly 132 mld. Kč. Toto vysoké číslo bylo především ovlivněno na straně pasiv u dluhových cenných papírů optimalizací struktury bilancí tuzemských bank v závěru roku v souvislosti s nově platnými regulačními požadavky, což však bylo plně vykompenzováno snížením pasiv v rámci ostatních investic. Zvyšovala se i držba vládních korunových dlouhodobých dluhopisů nerezidenty v souvislosti s očekávaným budoucím posílením koruny. Také meziroční změna toků portfoliových investic (převyšující 151 mld. Kč) byla nejvýrazněji ovlivněna nárůstem pasiv v položce dluhových cenných papírů. Mírně rostla i držba tuzemských účastí a podílů v investičních fondech zahraničními investory. Celkově přesáhl růst pasiv 152 mld. Kč. V obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory rovněž převážily nákupy, které byly zhruba rovnoměrně rozloženy mezi účasti a podíly v investičních fondech a dluhopisy.

U **ostatních investic** byly vykázány vysoké čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 97,8 mld. Kč. K tomu přispěl pouze čistý odliv v rámci bankovního sektoru včetně ČNB, který dosáhl téměř 160 mld. Kč. Souvisel hlavně s poklesem krátkodobých vkladů na straně pasiv z důvodu optimalizace struktury bilancí tuzemských bank ke konci roku (viz výše). Vysoký čistý odliv bankovního sektoru byl nicméně částečně korigován čistým přílivem zdrojů v sektoru podniků a v sektoru vlády. **Rezervní aktiva** se ve čtvrtém čtvrtletí především v souvislosti s devizovými intervencemi zvýšila o 58,6 mld. Kč.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

Celková inflace na počátku letošního roku podle očekávání zrychlila a v únoru dosáhla 0,5 %, což však bylo o 0,3 p.b. pod prognózou. Nižší byly zejména ceny potravin, které se i na počátku letošního roku udržely v meziročním poklesu, zatímco prognóza již očekávala mírné oživení jejich růstu. Mírně nižší v porovnání s prognózou byla i korigovaná inflace bez pohonných hmot, která v únoru dosáhla 1,3 %. U cen pohonných hmot se prognóza zhruba naplnila. Naopak rychlejší růst byl zaznamenán u regulovaných cen. Dovozní ceny v lednu prohloubily meziroční pokles a nacházely se mírně pod prognózou, pokles cen průmyslových výrobců byl v únoru rovněž výraznější. Ceny zemědělských výrobců začaly v lednu opět meziročně klesat a v únoru se jejich pokles dále prohloubil, zatímco prognóza předpokládala jejich slabý růst. Rizika krátkodobé prognózy inflace pro nejbližší měsíce se koncentrují na protiinflační straně vlivem nižších pozorovaných cen potravin i jejich předstihových indikátorů i utlumenější korigované inflace bez pohonných hmot, což je jen částečně kompenzováno výhledem vyššího růstu regulovaných cen a cen pohonných hmot.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

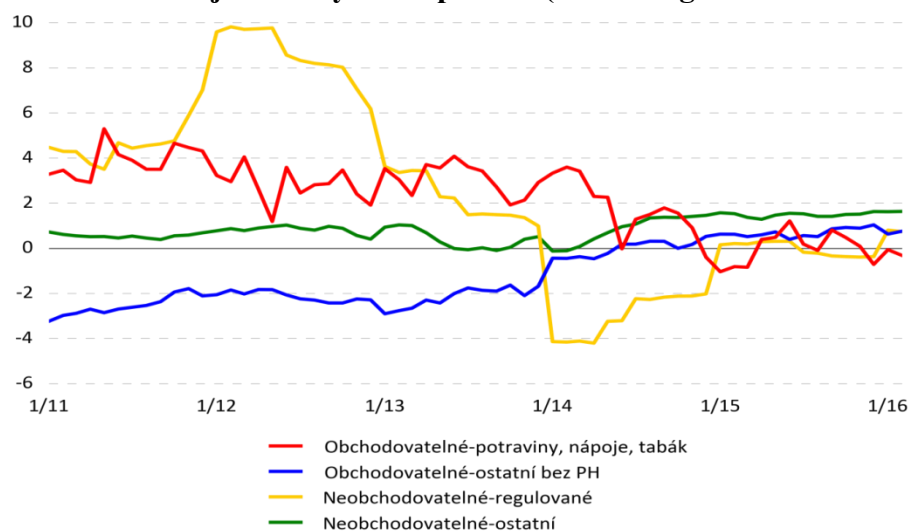
4.1 Spotřebitelské ceny

únor 2016	meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace*)
	predikce 1.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	0.8	0.5	-0.22
Regulované ceny	0.0	0.7	0.12
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.13	0.13	0.00
Čistá inflace	0.7	0.3	-0.34
Z toho:			
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	0.4	-0.3	-0.18
Korigovaná inflace bez PH	1.5	1.3	-0.12
Ceny pohonných hmot - čisté	-9.8	-11.1	-0.04
Měnověpolitická inflace	0.6	0.4	

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

Celková meziroční inflace v lednu zrychlila na 0,6 %, a v únoru pak jen lehce zvolnila na 0,5 %. Nacházela se tak o 0,3 procentního bodu pod prognózou z 1.SZ, která očekávala naopak její další zrychlování. Na odchylce od prognózy se podílely nejvýrazněji ceny potravin, které meziročně pokračovaly v poklesu, zatímco prognóza očekávala oživení jejich růstu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla rovněž mírně nižší ve srovnání s prognózou, když v únoru dosáhla 1,3 %. Prognóza cen pohonných hmot se v lednu i únoru zhruba naplnila. V návaznosti na trvalý výrazný pokles cen ropy pokračují ceny pohonných hmot ve výrazném meziročním poklesu, který byl oproti predikci jen o něco výraznější s malým dopadem do odchylky u celkové inflace. Růst regulovaných cen byl naopak vyšší, než očekávala prognóza z 1.SZ, zejména v důsledku neočekávaného lehkého růstu cen elektrické energie a mírnějšího poklesu cen plynu.

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

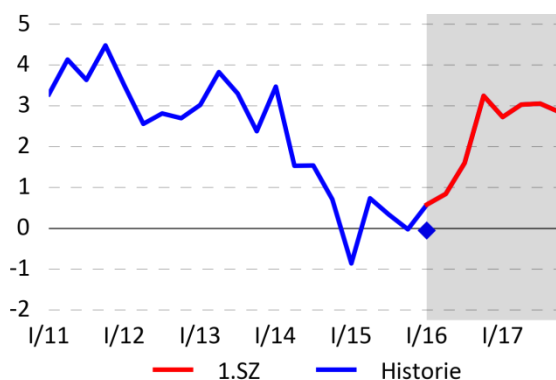


U **regulovaných cen** došlo na počátku letošního roku k oživení meziročního růstu, když se v lednu zvýšily o 0,8 %, a v únoru se pak jejich meziroční růst jen nepatrně zmínil na 0,7 %. Prognóza přitom očekávala v lednu pouze slabý meziroční růst a v únoru zhruba stagnaci cen. Odchylka oproti prognóze byla dána především neočekávaným růstem cen elektrické energie a mírnějším poklesem cen plynu. Rychlejší růst zaznamenaly rovněž stočné a ceny za odvoz odpadů, vzhledem k jejich nízké váze byl však jejich příspěvek k celkové odchylce malý.

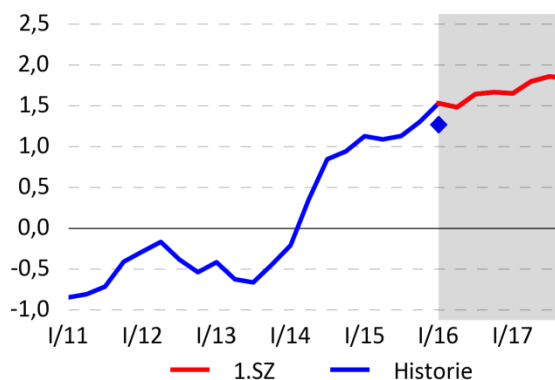
OMEZENÝ PŘÍSTUP

V řadě dalších skupin regulovaných cen byl však publikovaný růst v porovnání s prognózou naopak nižší, a to zejména u cen vzdělávání, stravování, vodného, dopravy a cen tepla. Aktualizovaná prognóza regulovaných cen očekává v první polovině letošního roku postupné zpomalování meziročního růstu, což je dáno zejména předpokladem o zrychlování meziročního poklesu cen plynu pro domácnosti²⁴, které ale přesto budou v letošním roce klesat oproti prognóze z 1.SZ v menší míře. Ceny elektrické energie by měly v letošním roce naopak růst rychleji. Ve srovnání s prognózou z 1.SZ se tak výhled růstu regulovaných cen posouvá v letošním roce k vyšším hodnotám (na 0,4 %, zatímco prognóza z 1.SZ očekávala jejich slabý pokles o 0,2 %). Poslední informace však naznačují další snížení cen zemního plynu pro domácnosti v průběhu druhého čtvrtletí.²⁵

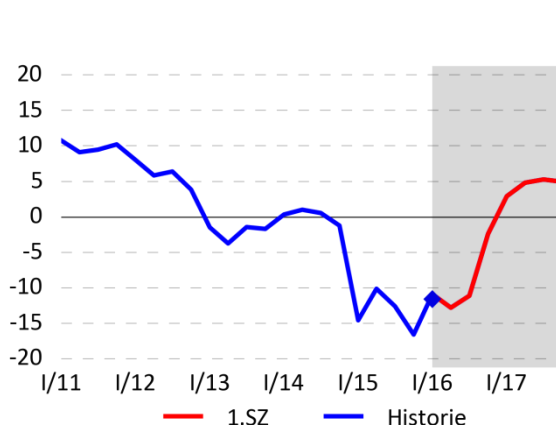
Ceny potravin (mzr. v %)



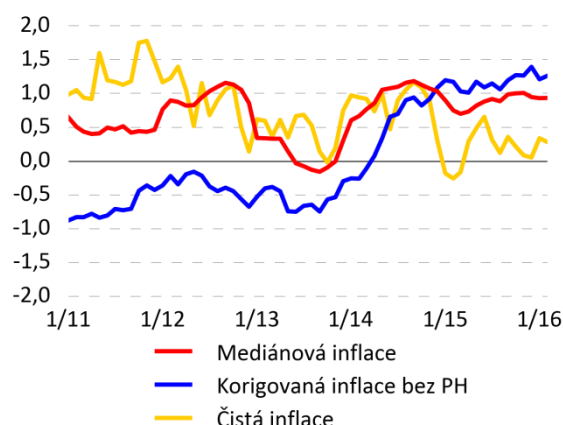
Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)



Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



Ukazatele jádrové inflace (mzr. v %)



Příspěvek **primárních dopadů změn nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v lednu i únoru 0,1 procentního bodu. Nadále odrážel zejména dopad harmonizačního zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky z loňského roku a rovněž z ledna letošního roku.

²⁴ Po společnosti RWE, která na počátku roku snížila ceny plynu zhruba o 6 %, posléze oznámili snižování cen někteří minoritní dodavatelé.

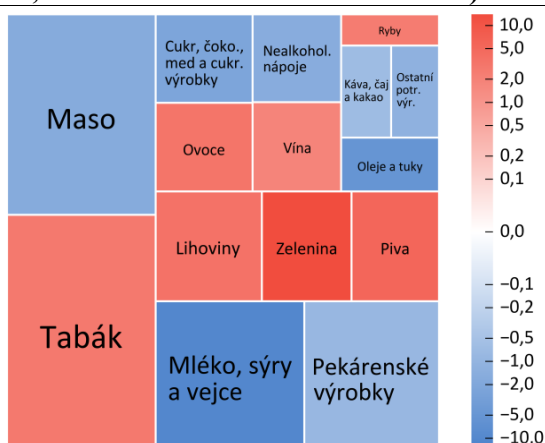
²⁵ Společnosti Pražská Plynárenská a RWE oznámily záměr od počátku května dále snížit ceny zemního plynu pro domácnosti o 11 %, resp. o 10 %.

Harmonizační zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky²⁶ od ledna 2016 bude mít dopad 0,2 p.b. do celkové inflace, další úprava od začátku roku 2017 pak zhruba 0,1 p.b. Nově je do výhledu změn nepřímých daní zapracováno snížení DPH ze současné sazby 21% na sníženou 15% sazbu pro restaurace a jiná stravovací zařízení s předpokladem účinnosti od prosince 2016.²⁷ Primární dopad této změny do celkové inflace odhadujeme na -0,15 p.b.

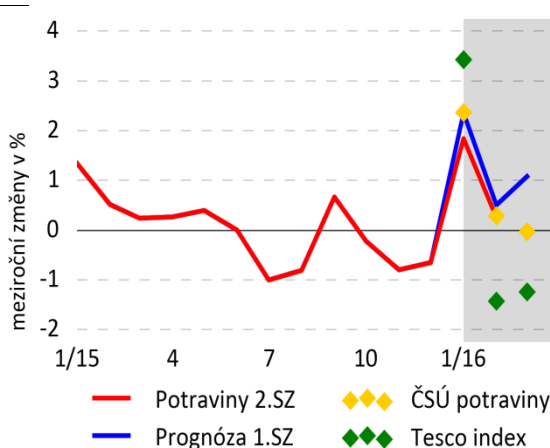
Korigovaná inflace bez pohonných hmot se v lednu i únoru držela mírně pod prognózou, když dosáhla hodnot 1,2 % resp. 1,3 %. V jejím rámci přitom rostly rychleji ceny neobchodovatelných statků (1,6 % v lednu i v únoru), kde k růstu nejvýrazněji přispěly ceny služeb týkajících se motorových vozidel, dovolených s komplexními službami a dále ceny služeb v oblasti osobní péče. Zhruba polovičním tempem rostly ceny obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot (0,8 % v únoru), když nadále rychle rostly zejména ceny obuvi a oděvů.

Ceny potravin setrvaly v lednu i únoru v mírném meziročním poklesu, zatímco prognóza předpokládala obnovení jejich meziročního růstu. V cenách potravin i nadále přetrvával pokles cen mléka, mléčných výrobků a masa v důsledku působení ruského dovozního embarga a loňského zrušení mléčných kvót v EU. Klesaly však rovněž ceny pekárenských výrobků, olejů a tuků, nealkoholických nápojů a cukrovinek. Kladně k růstu cen potravin přispívaly pouze ceny ovoce, zeleniny a alkoholických nápojů. Ceny zemědělských výrobců po slabém meziročním růstu v posledním čtvrtletí loňského roku začaly v lednu opět klesat a v únoru se jejich pokles dále prohloubil. Rovněž výsledky týdenních šetření publikovaných ČSÚ a Tesco index cen potravin ukazují, že rizika prognózy cen potravin jsou i pro nejbližší období protiinflační.

Struktura růstu cen potravin - únor
(obsah dlaždice – relativní váha ve spotř.
koši, barva dlaždice – mzm. růst v %)



Předstihové indikátory (mzm. v %)



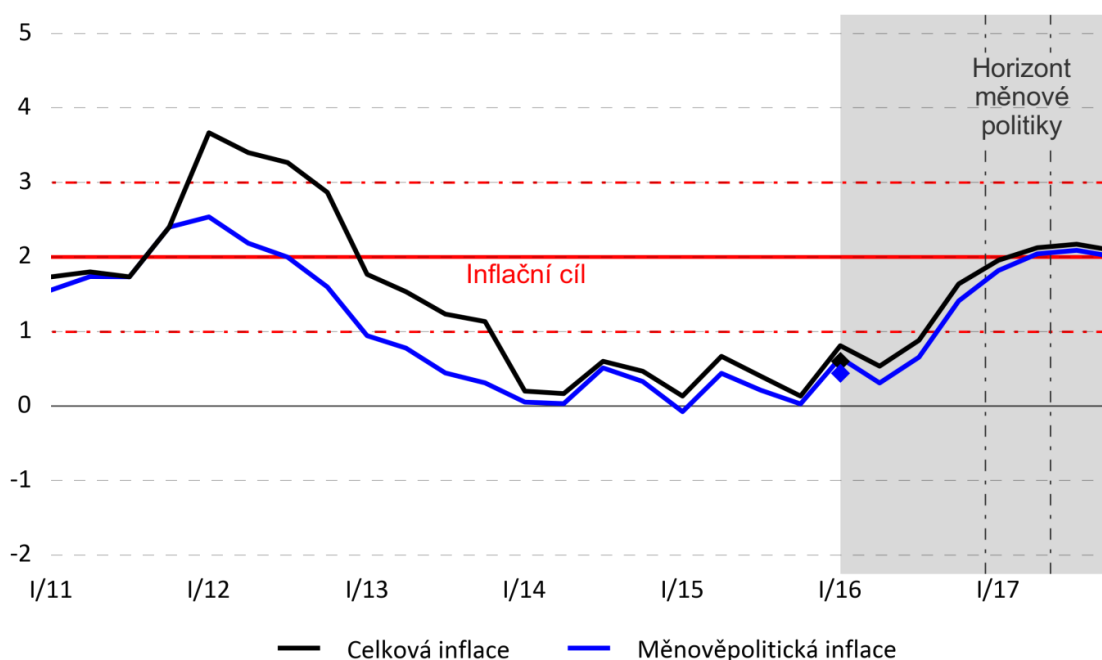
²⁶ Česká republika je povinná plnit požadavek minimální výše spotřební daně v ekvivalentu 90 eur na 1000 kusů cigaret. Zvyšování spotřební daně na cigarety a další tabákové výrobky pro rok 2016 zohledňuje současný slabší kurz koruny s tím, že navrhovaná úprava spotřební daně z cigaret pro rok 2016 vyhovuje výše uvedenému závazku až do kurzu oslabeného na hodnotu 28 CZK/EUR. Návrh na další zvyšování této daně na roky 2017 a 2018 míří nad rámec povinné minimální výše daně ze strany EU.

²⁷ Snížení DPH je součástí zákona o elektronické evidenci tržeb, který byl již schválen PS PČR i Senátem. Změna zákona by v případě změny DPH měla nabýt účinnost 7 měsíců poté, co zákon vstoupí v platnost.

Ceny pohonných hmot nadále zůstaly v lednu i únoru v hlubokém meziročním poklesu (okolo -11 %), což bylo dáno trvajícím hlubokým poklesem cen ropy Brent. Odchytky od prognózy z 1.SZ byly v případě pohonných hmot nevýrazné. Dle údajů z platebních terminálů benzínových pump²⁸ klesaly ceny pohonných hmot konstantně v průběhu ledna i února, na začátku března se však tento pokles zastavil a ve druhém březnovém týdnu již ceny pohonných hmot na čerpacích stanicích začaly mírně stoupat. Rizika prognózy cen pohonných hmot se tak obrací mírně směrem nahoru. Tento posun je současně dán vyššími cenami ropy Brent v novém výhledu CF, které jsou pouze částečně kompenzovány slabší úrovní kurzu dolaru. Rizika růstu cen pohonných hmot jdou tedy mírně ve směru vyšší inflace.

Medián meziroční čisté inflace jako alternativní ukazatel jádrové inflace v lednu i únoru zhruba stagnoval na hodnotách okolo 0,9 %, kde se pohyboval i v závěru loňského roku. Meziměsíční sezonně očištěná mediánová inflace však v únoru dále poklesla v anualizovaném vyjádření z -0,2 na -0,5 %.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



Box: Aktualizace spotřebního koše od ledna 2016

Od ledna 2016 jsou indexy spotřebitelských cen počítány na aktualizovaných váhách a současně došlo k pravidelné obměně některých reprezentantů. Váhové schéma vychází ze struktury výdajů domácností roku 2014. V rámci spotřebního koše se nepatrně snižuje váha regulovaných cen, přičemž seznam do nich zahrnovaných reprezentantů zůstal nezměněn. Ve struktuře čisté inflace se zvyšuje váha potravin, naopak u korigované inflace bez PH se váha mírně snížila, přičemž převážil pokles váhy služeb nad růstem váhy zboží. Váha pohonných hmot se rovněž snížila. Vzhledem k poklesu váhy složek s obvykle vyšší inflací (regulované ceny, ceny služeb) znamená změna spotřebního koše

²⁸ Pro účely krátkodobé prognózy cen pohonných hmot jsou sledována data na denní frekvenci z portálu platebních karet CCS (www.ccs.cz) a jsou doplňována o týdenní šetření pohonných hmot ČSÚ. Průměrná měsíční hodnota těchto údajů je velmi dobrým předstihovým indikátorem pro oficiální data ČSÚ o cenách pohonných hmot, která přicházejí s více než týdenním odstupem po konci kalendářního měsíce.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

z dlouhodobějšího pohledu posun lehce protiinflačním směrem. Propočít ČNB nicméně ukazuje, že za jinak neměnných okolností by byla prognóza ČNB z 1.SZ 2016 na aktualizovaném spotřebním koši v průměru za celý letošní rok nižší pouze o 0,05 p.b., tedy řádově na úrovni zaokrouhlovací chyby.

Váhy hlavních skupin ve spotřebním koši ČSÚ (v %)

	Starý koš	Nový koš	Rozdíl
Celkem	100	100	0
Regulované ceny	16.90	16.64	-0.26
Čistá inflace	83.10	83.36	0.26
<i>z toho:</i>			
Potravin	26.58	27.40	0.82
Pohonné hmoty	3.61	3.31	-0.30
Korigovaná inflace bez PH	52.90	52.65	-0.25
<i>z toho:</i>			
Neobchodovatelné ostatní	31.73	30.79	-0.94
Obchodovatelné ostatní bez PH	21.18	21.86	0.68

4.2 Ostatní cenové okruhy

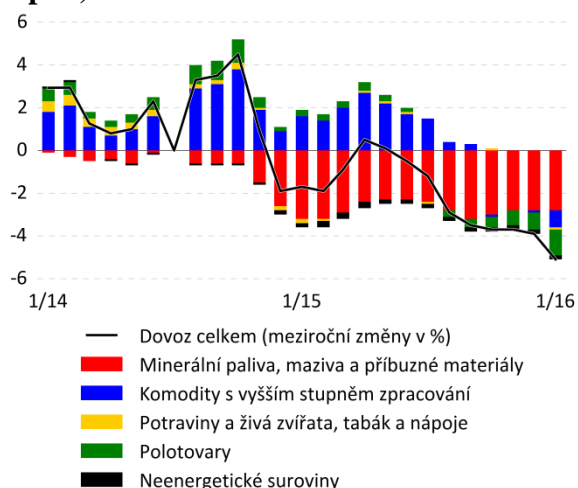
Dovozní ceny v lednu 2016 prohloubily svůj meziroční pokles na -5,1 %, což je o 1,1 p.b. výraznější propad, než očekávala prognóza z 1.SZ. Prohloubení poklesu dovozních cen v úvodu letošního roku bylo přitom ovlivněno jak vyšším záporným příspěvkem dovozních cen strojů a dopravních prostředků, tak dovozních cen polotovarů. Do záporných hodnot však překročil také meziroční růst dovozních cen průmyslového zboží a dále se prohloubil meziroční pokles dovozních cen potravin i minerálních paliv a maziv. Kladný růst, i když také o něco nižší než v předchozích měsících, vykázaly pouze dovozní ceny živočišných a rostlinných olejů.

Ceny průmyslových výrobců v únoru dále prohloubily svůj meziroční pokles na -4 %, což bylo výrazně pod predikcí z 1.SZ. Ve struktuře cen průmyslových výrobců se nejvíce projevil hlubší než očekávaný pokles cen ve zpracovatelském průmyslu (meziročně o 4,1 %, tedy o 1,2 p.b. pod predikcí) a v o něco menší míře i výraznější pokles cen v odvětví elektřina, plyn, pára a voda. Z hlediska jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu pokračoval v důsledku poklesu cen ropy výrazný propad cen výrobců koksu a rafinérských ropných produktů započatý již v závěru roku 2014.²⁹ K dalšímu prohloubení poklesu cen oproti předchozím měsícům došlo v odvětví výrobců obecných kovů a kovárenských výrobků (v únoru na -5,8 %) i dopravních prostředků (na -2,8 %). Obdobný meziroční pokles jako ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vykázaly ceny výrobců potravin, nápojů a tabáku (o 1,5%). Pokles cen výrobců v odvětví elektřina, plyn a pára v únoru zrychlil, a to na -4,1 %. Výrazně pomalejším tempem než v minulém roce pokračoval růst cen výrobců v odvětví vody a jejího zpracování (0,5 %).

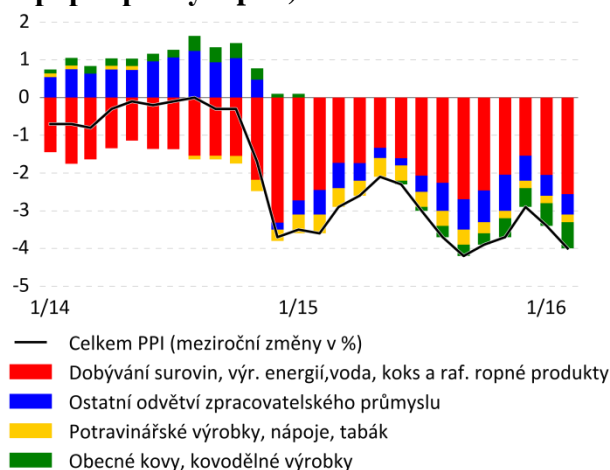
²⁹ ČSÚ přestal od května 2015 zveřejňovat číselné údaje týkající se cen výrobců v odvětví koksu a rafinovaných ropných produktů, protože někteří výrobci nesouhlasí s jejich publikováním.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

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

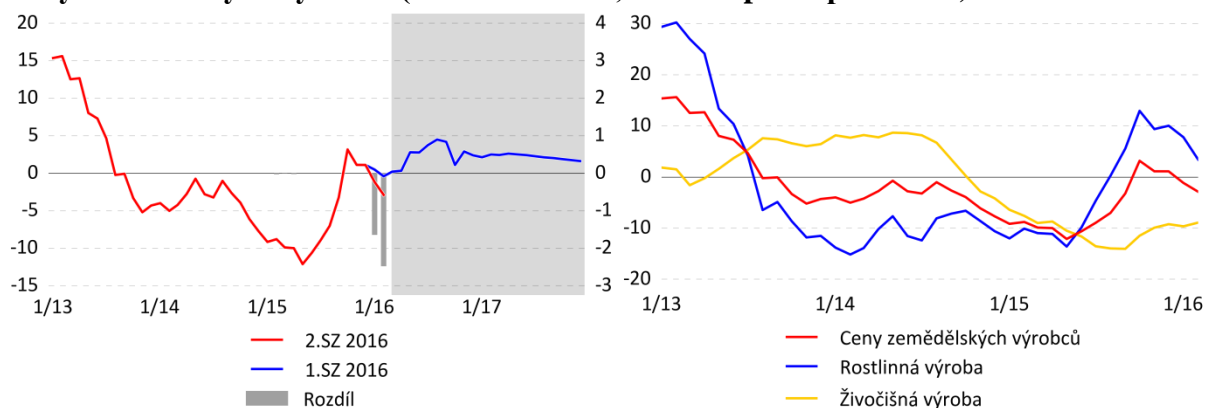


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Ceny zemědělských výrobců v průběhu prvního čtvrtletí přešly do meziročního poklesu, který v únoru dosáhl $-2,9\%$, zatímco prognóza z 1.SZ očekávala pouze oslabování meziročního růstu. Za tímto vývojem bylo zmírnění růstu cen v rostlinné výrobě (na $3,4\%$), kde na počátku letošního roku došlo k dalšímu prohloubení poklesu cen obilovin. Z jednotlivých skupin rostlinné výroby i nadále rostly výrazně ceny zeleniny (79%) a brambor (58%), a z ostatních skupin zřetelněji rostly ceny ovoce a olejnin. V živočišné výrobě se v únoru pokles cen jen nepatrně zmírnil na $-8,9\%$. Stejně jako v předchozích měsících výrazně klesaly ceny mléka a vajec a jatečných prasat. Spotové ceny zemědělských komodit na světových trzích na počátku letošního roku zhruba stagnovaly, přičemž jejich výhled je v průměru i nadále lehce rostoucí, posunul se však mírně k nižším hodnotám. Rizika prognózy cen zemědělských výrobců tak jsou protiinflační.

Ceny zemědělských výrobců (meziročně v %, rozdíl v p.b. – pravá osa)



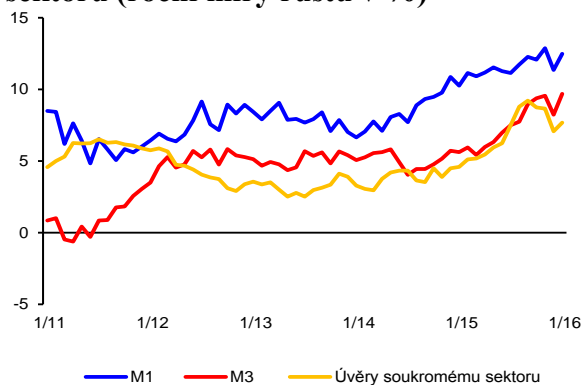
5 Peníze a úvěry

Meziroční růst peněžního agregátu M3 se pohybuje na zvýšené úrovni. K růstu M3 dominantně přispívá zvyšování dynamiky jednoduchých vkladů. V peněžním vývoji se projevuje pokračující růst domácích úvěrů soukromému sektoru doprovázený přírůstkem čistých zahraničních aktiv. V loňském roce zvýšená dynamika podnikových úvěrů v posledním období mírně zpomalila, u úvěrů domácnostem přetrvává na úrovni okolo 6 %, zejména vlivem růstu hypotečních úvěrů. Dílčí ukazatele za únor však naznačují další zvýšení dynamiky úvěrů domácnostem. Klientské úrokové sazby z úvěrů se nacházely poblíž svých historických minim, a to v podmínkách silné konkurence, poklesu výnosu státních dluhopisů a příznivého vnímání rizik.

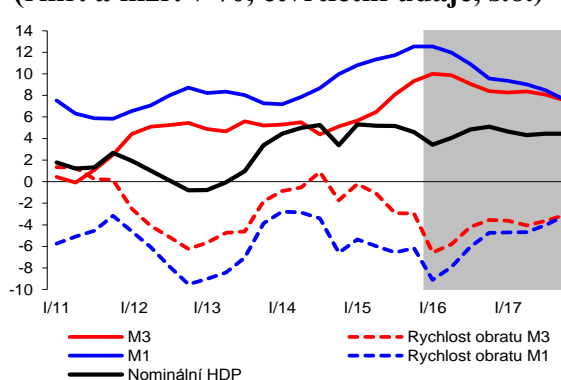
5.1 Peníze

Růst peněžního agregátu M3 pokračuje ve zrychlování. Roční míra růstu M3 se v lednu 2016 zvýšila na 9,7 % a pohybovala se nad úrovní eurozóny. V podmínkách nízkých úrokových sazeb přispívá k růstu M3 dominantně vysoká dynamika M1 skrze akceleraci jednoduchých vkladů. Z hlediska tvorby peněz odráží zvýšení M3 přírůstek úvěrů domácímu soukromému sektoru. Ten je v posledním období doprovázen růstem čistých zahraničních aktiv zejména vlivem přebytku na běžném účtu platební bilance (včetně vlivu dočerpávání prostředků z minulého programového období EU fondů) a nákupů tuzemských korunových státních dluhopisů nerezidenty. Ve srovnání s růstem nominálního HDP rostl peněžní agregát M3 ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vyšším tempem, což se projevilo obdobně jako v předchozím čtvrtletí v meziročním snížení rychlosti obrátu peněz. Dynamika M3 je na počátku prvního čtvrtletí jen lehce pod úrovní stávající prognózy. Podle ní bude růst M3 kulminovat v první polovině letošního roku, následně zpomalí a v průměru se bude v letech 2016 a 2017 – v návaznosti na vývoj ekonomické aktivity a inflace – pohybovat v rozmezí 8 až 9 %.

Peněžní agregáty a úvěry soukromému sektoru (roční míry růstu v %)



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

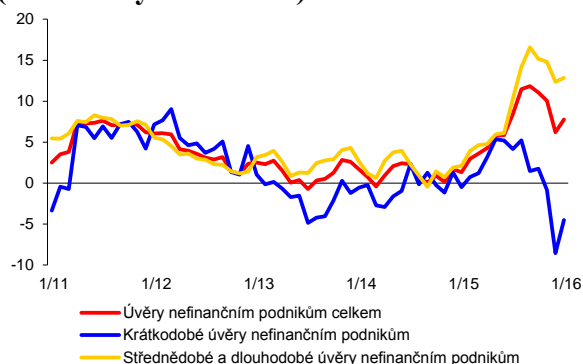


5.2 Úvěry

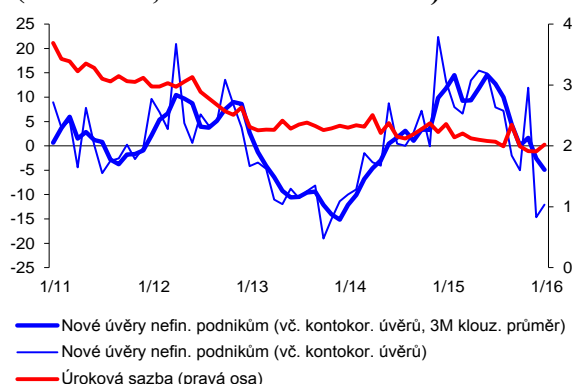
Růst úvěrů soukromému sektoru v posledním období zvolnil, zůstává však v blízkosti nejvyšších hodnot zaznamenaných od roku 2009, a to v prostředí značně uvolněných úvěrových a měnových podmínek a růstu ekonomické aktivity. V lednu 2016 se úvěry soukromému sektoru meziročně zvýšily o zhruba 8 %. Úvěry nefinančním podnikům po zpomalení svého růstu v závěru loňského roku v lednu 2016 meziročně vzrostly o 7,8 % (oproti zhruba 12 % v září 2015). Nově sjednané podnikové úvěry druhý měsíc klesaly. V posledních měsících zpomalila dynamika stavu úvěrů s delší splatností. Tyto úvěry investičního charakteru však nadále rostly poměrně vysokým tempem (cca 14 %) a v lednu

zrychlily růst zejména v oblasti nemovitostí, obchodu a v odvětví profesních, vědeckých, informačních a administrativních činností. Ve většině ostatních odvětví se naopak dynamika úvěrů mírně snížila. Z hlediska měnové struktury k růstu úvěrů podnikům přispívají ze dvou třetin korunové úvěry a z jedné třetiny úvěry v cizí měně (zejména eurové úvěry). Zvýšený zájem českých podniků o úvěry v cizí měně přetrvává a aktuálně dominuje u developerů.

Úvěry nefinančním podnikům (roční míry růstu v %)

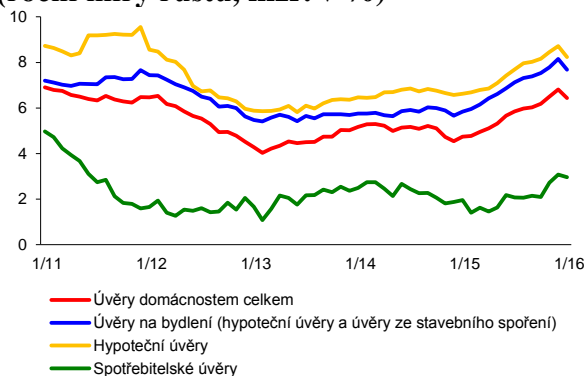


Nové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)

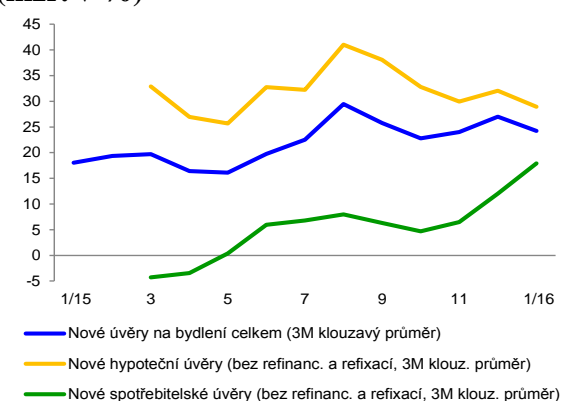


Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se v průběhu loňského roku v podmínkách nízkých úrokových sazeb postupně zvyšovala. V lednu 2016 však růst úvěrů domácnostem poprvé po delším období meziročně zpomalil na 6,4 %. **Hypoteční úvěry** se meziročně zvýšily o zhruba 8 % (oproti cca 9 % v prosinci 2015). Meziroční růst nově sjednaných úvěrů na bydlení (tedy hypoték a úvěrů ze stavebního spoření) také zpomalil, a to zejména v důsledku vývoje „skutečně nových“ úvěrů. Nové hypotéky (upravené o refinancování a refixace) výrazně snížily svůj růst na zhruba 11 % (oproti 56 % v lednu 2015, 53 % v srpnu a 45 % v listopadu 2015), 3M klouzavý průměr dosahuje cca 29 %. Aktuální údaje z Fincentra Hypoindexu nicméně ukazují, že růst objemu a počtu nových hypoték v únoru 2016 opět zrychlil, což bylo podporováno poklesem úrokových sazeb z hypoték na nové historické minimum. Poptávka domácností po hypotékách je dále příznivě ovlivňována vyhlídkami trhu rezidenčních nemovitostí, zlepšenou spotřebitelskou důvěrou a příznivým vývojem trhu práce. Růst **realizovaných cen** starších bytů ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále zrychlil na cca 7 %, u nových bytů naopak zpomalil na zhruba 5 %.³⁰ Výstavba zahájených bytů výrazně vzrostla a odrážela růst poptávky po novém bydlení.

Úvěry domácnostem (roční míry růstu, mzr. v %)



Nové úvěry domácnostem (mzr. v %)



³⁰ Podle odhadů z výběrového šetření ČSÚ, dostupných aktuálně za čtvrté čtvrtletí 2015, růst realizovaných cen starších bytů v Praze zpomalil na 4,6 %, zatímco v ostatních částech ČR zrychlil na 7,4 %.

Meziroční růst **spotřebitelských úvěrů** v lednu po předchozím zrychlení lehce zpomalil zhruba k úrovni 3 %. Dynamika skutečně nově sjednaných spotřebitelských úvěrů dosahuje v posledních třech měsících dvouciferných hodnot, což koresponduje s bankami vnímaným růstem poptávky vlivem zlepšené spotřebitelské důvěry a růstu spotřeby, doprovázeným uvolňováním úvěrových standardů bank v tomto segmentu úvěrového trhu.

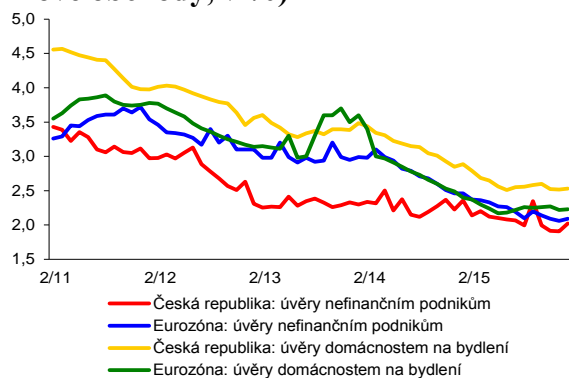
5.3 Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů setrvaly na počátku letošního roku poblíž rekordně nízkých hodnot. V jejich vývoji se odráží zejména silný konkurenční tlak, příznivé vnímání rizik a také snižování ceny dlouhodobých zdrojů financování bank. Výnosy státních dluhopisů v únoru následovaly pokles na hlavních světových trzích. Výnos domácího desetiletého státního dluhopisu se snížil na 0,46 %, výnosy dvouletého a pětiletého státního dluhopisu byly záporné (-0,18 %, resp. -0,08 %). Od počátku roku 2015 sazby z úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení poklesly o 0,3, resp. 0,4 procentního bodu. Klientské úrokové sazby z vkladů přetrvávají v průměru na úrovni 0,6 % a v ex ante reálném vyjádření jsou záporné (-1,2 %). Průměrná úroková marže bank z nových obchodů má dlouhodobě klesající trend, v posledních dvou letech kolísá okolo dvou procentních bodů. V eurozóně zůstaly klientské sazby z úvěrů stabilní.

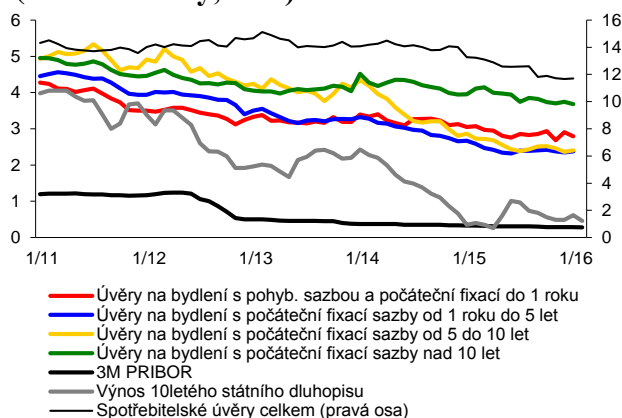
Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům se v nominálním vyjádření v průměru nadále pohybuje v blízkosti 2 %, a kopíruje vývoj sazeb s krátkodobou fixací, přestože dlouhodobě se nejvýrazněji snižují sazby s delšími fixacemi. Rozpětí mezi sazbami z malých a velkých úvěrů zůstává v blízkosti dlouhodobého průměru, v delším horizontu se snižuje zejména u velmi malých úvěrů (s objemem do 7,5 mil. Kč). Sazba z nových domácích eurových úvěrů poklesla na 1,6 % a byla lehce nižší oproti sazbě z korunových úvěrů.

U domácností **úroková sazba z nových úvěrů na bydlení** (hypoték a úvěrů ze stavebního spoření) zůstala poblíž svého dna a v lednu 2016 dosáhla 2,5 % (u hypoték 2,3 %). Sazba z nových hypoték s fixací od jednoho roku do pěti let, které mají dominantní podíl na celkových nových hypotékách, přetrvávala ve výši 2,1 %. Podle Fincentra Hypoindexu sazba z hypoték v únoru 2016 poklesla na nové historické minimum. Vlivem silné konkurence snížili sazbu z hypoték všichni velcí hráči trhu. Sazba ze spotřebitelských úvěrů po předchozím déletrvajícím snižování zůstala v lednu na úrovni 11,7 %.

Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně (celkové náklady úvěrů - *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



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



IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

V dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2016 zůstaly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní, výnosy státních dluhopisů se mírně snížily. V lednu a únoru pokračovaly intervence ze strany ČNB v rámci udržování kurzového závazku. Sazba 3M PRIBOR i kurz koruny odpovídají prognóze.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

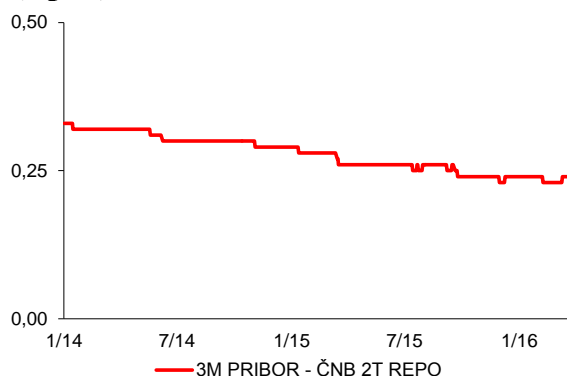
	I/16 – prognóza	I/16 – skut. ^{a)}	22.3. – skut.
3M PRIBOR	0,3	0,3	0,3
Kurz – CZK/EUR	27,0	27,0	27,0

a) průměr za čtvrtletí do 22.3.2016

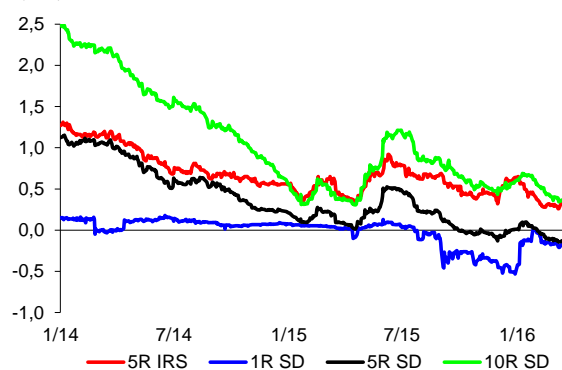
1 Domácí úrokové sazby

V dosavadním průběhu tohoto čtvrtletí byly úrokové sazby na peněžním trhu stabilní. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR (do 22.3.) činila 0,3 %, a odpovídala tak prognóze. Kladný sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal zachován. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba se v souladu s prognózou nacházelo lehce pod úrovní 0,3 p.b.

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



Sazba IRS a výnosy státních dluhopisů (%)



Sazby FRA se po minulém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB snížily dočasně až o 0,1 p.b., což ve vzdálenějších splatnostech (FRA 6*9, FRA 9*12) znamenalo posun do blízkosti nuly. Důvodem byla informace, že bankovní rada diskutovala o možnosti zavedení záporných úrokových sazeb. Zároveň finanční trh očekával snížení depozitní úrokové sazby ECB na jejím březnovém zasedání více do záporu, čímž by se dále rozšířil úrokový diferenciál tuzemských sazeb vůči eurozóně.³¹ Po zasedání ECB (10.3.) tuzemské sazby FRA korigovaly zpět v reakci na informace z tiskové konference M. Draghiho a pravděpodobně také na vyjádření některých členů bankovní rady ČNB, že výsledek zasedání ECB zatím nemění situaci pro další měnové úvahy ČNB a její rozhodování na konci března. Tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb dle aktuálních kotací FRA kontraktů po této korekci implikuje pokles sazeb 3M PRIBOR cca o 0,15 p.b. do začátku příštího roku. Na celém horizontu se tak pohybuje mírně pod trajektorií úrokových sazeb ze stávající prognózy ČNB (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí).

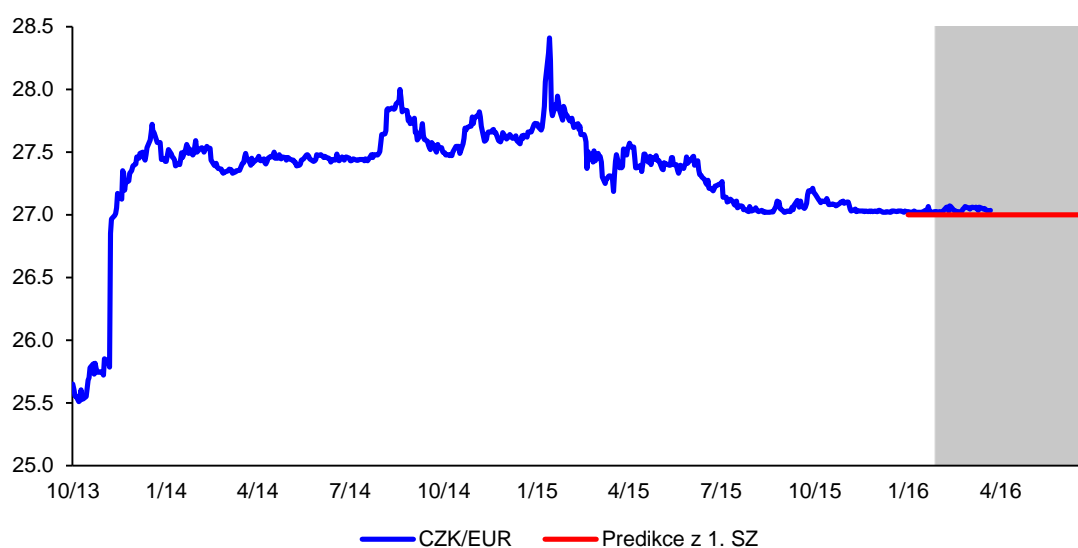
³¹ Žádný z analytiků v rámci šetření IOFT však dosud změnu základních úrokových sazeb ČNB neočekával.

Domácí úrokové sazby s delší splatností se vyvíjely převážně v souladu se zahraničními sazbami. Ty se zpočátku snižovaly, když reagovaly zejména na očekávané snížení klíčových sazeb ECB a rozšíření programu nákupu aktiv. Oznamovaná opatření ECB byla rozsáhlejší, než trh očekával, nicméně informace z tiskové konference (M. Draghi nevidí další prostor pro snižování sazeb) trh vyhodnotil jako zklamání a úrokové sazby se opět zvýšily. Celkově se domácí sazby IRS od únorového měnového zasedání bankovní rady ČNB změnilly jen zanedbatelně, zatímco výnosy státních dluhopisů klesly o cca 0,2 p.b. v důsledku zvyšující se likvidity v bankovním sektoru. Výnosová křivka státních dluhopisů se tak do splatnosti 6R nadále pohybuje v záporných hodnotách.

2 Devizový kurz

V dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2016 činila **průměrná hodnota kurzu** koruny vůči euru 27,03 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení kurzu koruny o 2,6 % a mezičtvrtletní stabilitu koruny. Od počátku roku se koruna pohybovala těsně nad hranicí kurzového závazku 27 CZK/EUR, poté se koncem února posunula jen lehce nad tuto úroveň s přispěním komunikace ČNB o možnosti zavedení záporných úrokových sazeb. Na výsledky březnového zasedání ECB zatím kurz viditelně nereagoval. Dosavadní vývoj kurzu koruny tak byl v souladu s prognózou z 1.SZ (27,0 CZK/EUR). Úhrnná hodnota devizových intervencí za leden a únor 2016 činila přibližně 2,8 mld. EUR (zhruba 75 mld. Kč).

Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



Pozn.: Šedá plocha značí období od projednání 1. SZ v bankovní radě.

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Na globálních **měnových trzích** bylo v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2016 patrné především zastavení trendu posilování amerického dolaru (vlivem méně příznivých informací charakterizujících americkou ekonomiku a výrazného snížení očekávání finančních trhů ohledně budoucího růstu měnověpolitických sazeb v USA)³². Přes smíšené informace o vývoji japonské ekonomiky nejvýrazněji ve sledovaném období posiloval japonský jen (téměř o 5 % vůči euru).³³ Naopak výrazné oslabení přesahující 6 % vůči euru (a 4 % vůči dolaru) zasáhlo britskou libru (vlivem zpomalování britské ekonomiky a nejistoty finančních trhů ohledně zachování členství Velké Británie v EU).

³² Další uvolnění měnové politiky ECB v březnu nevedlo s výjimkou prvotní reakce k oslabení eura vůči dolaru, ale naopak k jeho posílení, a to zřejmě vlivem komentáře M. Draghiho, že se pravděpodobně jedná o poslední snížení depozitní sazby a k případnému dalšímu uvolnění měnové politiky budou využity jiné nástroje.

³³ Po posledním zasedání BoJ její guvernér uvedl, že prostor pro snížení úrokových sazeb je až na úroveň -0,5 % (v současnosti -0,1 %).