ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA **OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let**
Sekce měnová

V Praze dne 29. dubna 2016
Čj.: 2016/045469/CNB/410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2016)

Stručný obsah – důvod předložení:
Jedná se o pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB. Materiál se předkládá bez rozporu.

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:
Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:
Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Kamil Galuščák, Jan Brůha

Část I
Předkládací zpráva

Část II
Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Část III
3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2016)

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

Část I

P ř e d k l á d a c í

z p r á v a

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2016)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu zohledňující i nadále používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky.

Stručné srovnání nové prognózy s 1. situační zprávou (Zprávou o inflaci I/2016) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její srovnání s 1. SZ 2015 (mzr. v %)

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

Část II

N á v r h
r o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky k materiálu

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci II/2016)

Po projednání předloženého materiálu bankovní rada

a) u k l á d á

členům bankovní rady zaslat své připomínky k veřejné části materiálu (černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové do 6. 5. 2016 do 12.00 hodin.

b) u k l á d á

řediteli sekce měnové p. Tomáši Holubovi

i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s pí Janou Báčovou, ředitelkou sekce kancelář, zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 6. 5. 2016

ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 10. 5. 2016 do 13.00 hodin.

OBSAH

I. SHRNUTÍ **2**
II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA **4**
II.1 Vnější předpoklady prognózy **4**
II.2 Prognóza **6**
II.3 Srovnání s minulou prognózou **18**
II.4 Alternativy a citlivostní analýzy **21**
II.4.1 Citlivostní scénáře nižšího zahr. PPI a nedostatečně ukotvovaných infl. očekávání 21
II.5 Prognózy ostatních subjektů **23**
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ **25**
III.1 Inflace **25**
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle 25
III.1.2 Současný vývoj inflace 27
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců **29**
III.2.1 Dovozní ceny 29
III.2.2 Ceny výrobců 30
III.3 Poptávka a nabídka **33**
III.3.1 Domácí poptávka 33
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka 35
III.3.3 Nabídka 35
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky 37
III.4 Trh práce **39**
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 39
III.4.2 Mzdy a produktivita 40
BOX 1 Vývoj mezd v roce 2015 z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO 42
III.5 Finanční a měnový vývoj **44**
III.5.1 Peníze 44
III.5.2 Úvěry 45
III.5.3 Úrokové sazby 47
III.5.4 Měnový kurz 51
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků 52
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností 52
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí 53
BOX 2 Index cen bydlení a jeho vývoj v zemích EU 54
III.6 Platební bilance **56**
III.6.1 Běžný účet 56
III.6.2 Kapitálový účet 57
III.6.3 Finanční účet 57
III.7 Vnější prostředí **60**
III.7.1 Eurozóna 60
III.7.2 Spojené státy 62
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám 63
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit 63
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU **66**
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU **68**
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY **68**
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY **68**
POUŽITÉ ZKRATKY **69**
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI **70**
GLOSÁŘ POJMŮ **71**

I. SHRNUTÍ

Celková i měnověpolitická inflace se počátkem letošního roku mírně zvýšily, nadále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB. Česká ekonomika v závěru minulého roku zpomalila svou dynamiku. Na tento vývoj naváže i v letošním roce, kdy růst HDP zpomalí na 2,3 % vlivem propadu vládních investic. Ekonomická aktivita bude naopak nadále podporována uvolněnými měnovými podmínkami, růstem zahraniční poptávky a nízkými cenami ropy. V příštím roce růst HDP opět zrychlí. V návaznosti na pokračující ekonomický růst se bude dále zlepšovat situace na trhu práce. Rostoucí ekonomická aktivita a mzdy budou na celém horizontu prognózy nadále působit na zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Aktuálně silně protiinflační působení dovozních cen odezní. Celková i měnověpolitická inflace se zvýší a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle, poté se budou nacházet mírně nad ním. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb a posílení kurzu.

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zpomalila svůj meziroční růst na 4 %, zejména v důsledku zvolnění dynamiky investic. K růstu však kladně přispěly všechny složky poptávky kromě zásob. V prvním čtvrtletí 2016 prognóza předpokládá další zpomalení růstu pod 3 % vlivem propadu investic vlády.

Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2016 mírně zvýšily, nadále se však nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf I.1). Ke zvýšení cenové hladiny přispěl návrat regulovaných cen k meziročnímu růstu a nadále zřetelně kladná korigovaná inflace bez pohonných hmot, v níž se projevuje růst domácí ekonomiky a mezd. Ceny potravin a pohonných hmot naopak klesaly v důsledku přetrvávajících protiinflačních nabídkových šoků ze zahraničí.

Růst ekonomické aktivity v **efektivní eurozóně** se bude na celém horizontu prognózy nadále nacházet poblíž 2 %. Vývoj výrobních i spotřebitelských cen v eurozóně zůstává velmi utlumený. V důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy a stabilního růstu ekonomiky eurozóny se však výrobní i spotřebitelské ceny budou postupně zvyšovat. Přispěje k tomu i uvolněná měnová politika ECB, která se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. Ten se až do konce roku 2017 pohybuje v záporných hodnotách. U ceny ropy Brent se předpokládá jen pozvolný nárůst.

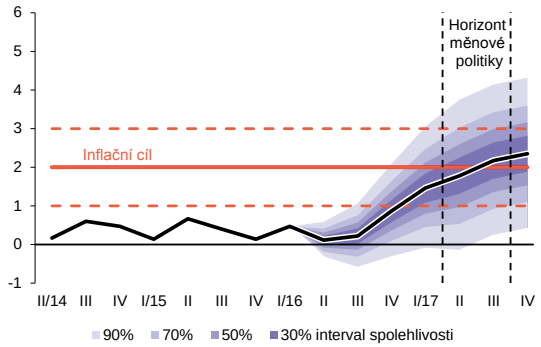
Podle **prognózy** se **celková i měnověpolitická inflace** v nejbližším období opět dočasně sníží do blízkosti nuly. V závěru letošního roku se však začnou zvyšovat a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle, který následně mírně překročí (Graf I.1 a Graf I.2). Celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen se v letošním roce obnoví. V domácí ekonomice náklady na celém horizontu prognózy dále porostou

GRAF I.1

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se zvýší, na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle, a poté se bude nacházet mírně nad ním

(meziročně v %)

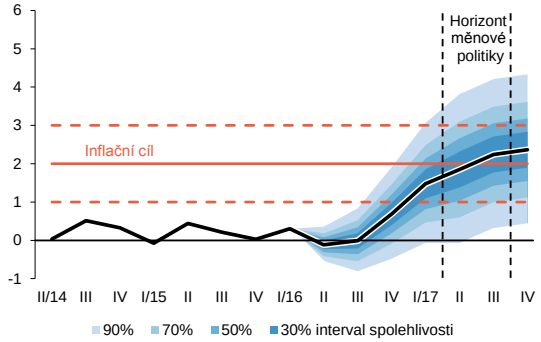


GRAF I.2

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se od nulových hodnot odpoutá v závěru letošního roku a na horizontu měnové politiky dosáhne 2% cíle

(meziročně v %)



vlivem zvyšujících se mezd i ceny kapitálu v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity. Zároveň postupně odezní aktuálně silně protiinflační působení dovozních cen vyvolané poklesem cen průmyslových výrobců v eurozóně. K návratu inflace na cíl přispěje i prodloužení prognózou předpokládaného používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Uvedené faktory povedou k opětovnému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot od závěru letošního roku. Ceny potravin obnoví svůj růst v souvislosti s vývojem cen světových zemědělských komodit a odezněním jednorázových vlivů z minulého roku. Regulované ceny se letos v souhrnu nepatrně sníží, poté mírně porostou. Aktuálně hluboký meziroční pokles cen pohonných hmot se bude zmírňovat, od počátku příštího roku již tyto ceny porostou v návaznosti na vývoj světových cen ropy a benzínu.

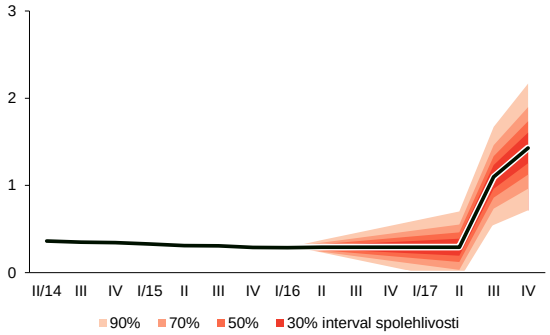
Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017. To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. Ve druhé polovině roku 2017 je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb (Graf I.3). Prognóza předpokládá používání **kurzu** jako nástroje měnové politiky se závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. Ve třetím čtvrtletí 2017 dojde k mírnému překročení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál vůči euru a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 26,1 CZK/EUR v závěru roku; Graf SZ I.1).

Růst české ekonomiky v letošním roce zpomalí na 2,3 % (Graf I.4), a to vlivem dočasného snížení hrubé tvorby kapitálu především v důsledku propadu vládních investic spolufinancovaných z evropských fondů. Ekonomiku však nadále podporují uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb. Příznivě k ekonomickému vývoji přispívají i nízké ceny ropy a zvyšující se zahraniční poptávka. V příštím roce růst ekonomiky opětovně zrychlí na 3,4 % s kladnými příspěvky všech složek poptávky s výjimkou zásob. Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat pokračujícím zvyšováním zaměstnanosti, i když jeho tempo bude zpomalovat. To povede k dalšímu, byť již jen lehkému, poklesu míry nezaměstnanosti. Mzdy v podnikatelské sféře se letos budou zvyšovat stabilním tempem, jejich růst dále zrychlí v příštím roce, stejně jako v nepodnikatelské sféře.

GRAF I.3

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

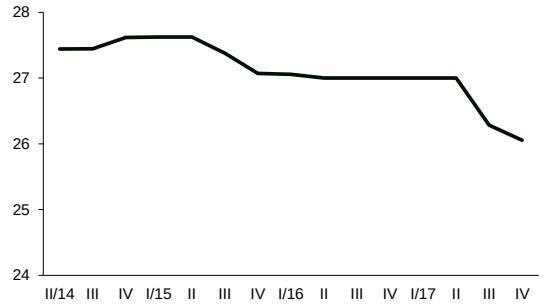
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s ní konzistentní nárůst sazeb
(3M PRIBOR v %)



GRAF SZ I.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

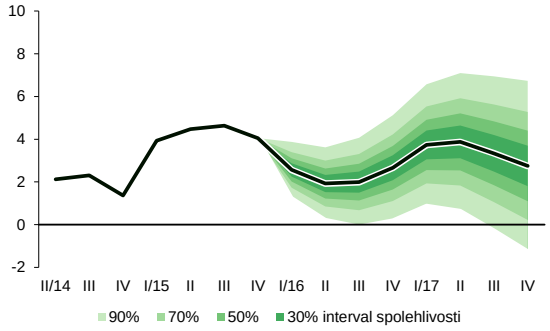
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017, po opuštění kurzového závazku koruna posílí
(CZK/EUR)



GRAF I.4

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Dynamika HDP letos znatelně zvolní především vlivem propadu vládních investic financovaných z evropských fondů, v roce 2017 opět zrychlí
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Růst zahraniční ekonomické aktivity se na celém horizontu prognózy bude pohybovat okolo 2 %. Předchozí výrazný pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu utlumeného vývoje cen průmyslových výrobců, které se k meziročnímu růstu vrátí až začátkem příštího roku. Spotřebitelská inflace se bude z velmi nízkých hodnot pozvolna zvyšovat, avšak na celém horizontu nedosáhne 2 %. Na utlumený cenový vývoj reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky, které se promítá do tržního výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR; ten se až do konce roku 2017 nachází v záporných hodnotách. Výhled kurzu eura vůči americkému dolaru předpokládá jeho přibližnou stabilitu. Cena ropy Brent bude velmi pozvolna růst.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce jeho růst tempem 2,1 %, což je o 0,2 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2015 (Graf II.1.1).[1] To je podpořeno především nízkou cenou ropy a uvolněnými měnovými podmínkami. V příštím roce se očekává růst ekonomické aktivity v efektivní eurozóně o 1,9 %. Ve srovnání s minulou prognózou to znamená lehce nižší hodnoty téměř na celém horizontu.

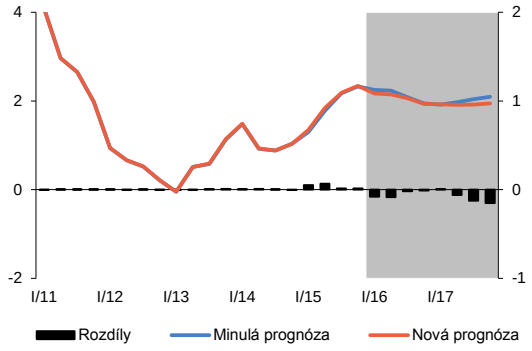
Výrazný předchozí pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu **efektivního ukazatele průmyslových výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2). Návrat jeho dynamiky do kladných hodnot je předpokládán až začátkem příštího roku, přičemž v průměru za celý letošní rok se výrobní ceny sníží o 2,4 %.[2] V roce 2017 by se v návaznosti na odeznění poklesu cen komodit při pokračujícím ekonomickém růstu měly výrobní ceny v průměru zvýšit o 1,6 %.[3] V porovnání s minulou prognózou se výhled snižuje, a to především pro letošní rok.

Nízký výhled **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** v letošním roce zohledňuje zejména pokračující snižování cen energií pro domácnosti a nízké ceny potravin. V průměru za celý rok 2016 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit jen o 0,6 % (Graf II.1.3). V příštím roce se předpokládá jejich zvýšení o 1,5 %, k čemuž přispějí uvolněná měnová politika ECB, odeznění vlivu nízkých cen energií a stabilní růst ekonomiky. V porovnání s minulou prognózou se výhled posouvá níže pro oba roky.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

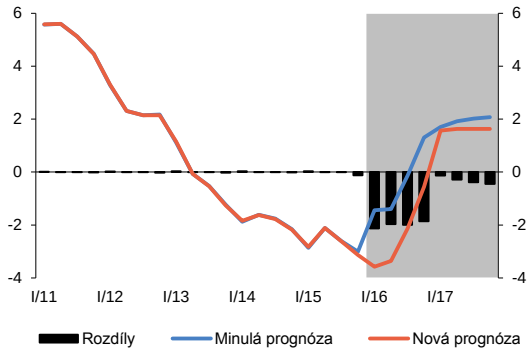
Růst zahraniční ekonomické aktivity se na celém predikčním horizontu bude pohybovat poblíž 2 %
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

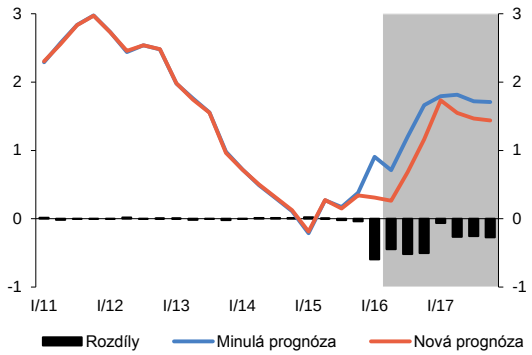
Pokles cen průmyslových výrobců odezní až začátkem roku 2017
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Spotřebitelská inflace se bude na celém horizontu prognózy pohybovat pod 2 %
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



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

2 Předpokládaný vývoj průmyslových výrobních cen v efektivní eurozóně v roce 2016 je oproti výhledu dle dubnového CF expertně snížen o 1,2 procentního bodu (tj. ve stejném rozsahu jako v minulé prognóze) z důvodu velmi nízkých pozorovaných hodnot v prvním čtvrtletí letošního roku.

3 Consensus Forecasts dlouhodobě nadhodnocuje predikované hodnoty cen průmyslových výrobců v eurozóně. Toto riziko prognózy je popsáno citlivostním scénářem v kapitole II.4.

Výhled tržních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží pokračující utlumený cenový vývoj v eurozóně a další uvolnění měnové politiky ECB na jejím březnovém zasedání (snížení základních úrokových sazeb ECB a navýšení objemu nakupovaných dluhopisů, blíže viz kapitola III.7).[4] Tržní úrokové sazby by se tak měly pohybovat v záporných hodnotách na celém horizontu prognózy, a to lehce hlouběji oproti minulé prognóze (Graf II.1.4). Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v horizontu 3 měsíců v souladu s očekáváním analytiků v rámci dubnového CF, v horizontu 12 měsíců se tržní výhled nachází přibližně o 0,1 procentního bodu níže.

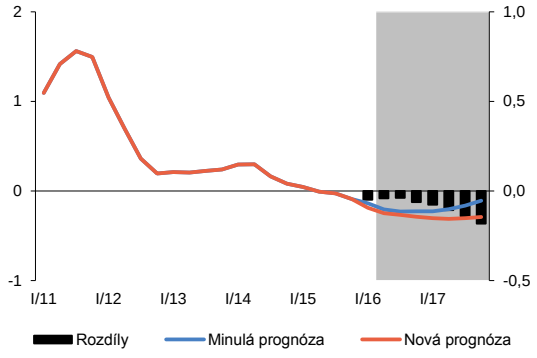
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá v letošním a příštím roce jeho stabilní vývoj kolem úrovně 1,10 USD/EUR (Graf II.1.5). Oproti minulé predikci se jedná o posun směrem k silnějším hodnotám kurzu eura na celém horizontu prognózy. To odráží zejména komunikaci Fedu, která vede k očekávání pozvolnějšího zpřísňování jeho měnové politiky. Zároveň ECB po svém březnovém jednání komunikovala, že její sazby již zřejmě dosáhly svého dna, což také podpořilo euro.

Tržní výhled **ceny ropy Brent** předpokládá její pozvolný nárůst z výchozí hodnoty kolem 43 USD/barel na přibližně 48 USD/barel na konci roku 2017 (Graf II.1.6). Nízká cena ropy nadále odráží vysokou produkci zejména v Rusku a Saúdské Arábii a aktuálně také její rostoucí úroveň v Íránu. Nejistotou zůstává poptávka po ropě v důsledku zpomalujícího tempa růstu čínské ekonomiky a dalších rozvíjejících se zemí. Ve srovnání s minulou prognózou je výhled na celém horizontu prognózy vyšší přibližně o 5 USD/barel, zejména v reakci na jednání významných světových producentů ropy ohledně omezení produkce.[5] Analytici oslovení v rámci dubnového CF očekávají za 12 měsíců cenu ropy Brent v souladu s tržním výhledem na úrovni kolem 46 USD/barel.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

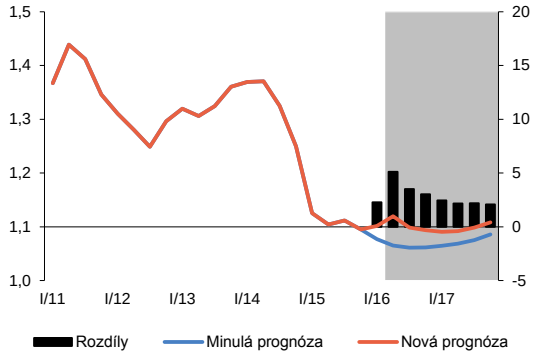
Utlumený cenový vývoj a další uvolnění měnové politiky ECB se promítají do výhledu nadále záporných tržních úrokových sazeb v eurozóně
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

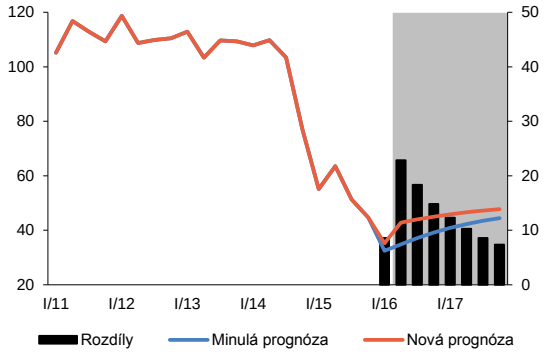
Kurz eura vůči americkému dolaru bude na celém horizontu zhruba stabilní
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá její jen pozvolný nárůst
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



4 Prodloužení rozšířeného programu nákupu aktiv ze strany ECB minimálně do března 2017 bylo již v minulé prognóze expertně zohledněno prostřednictvím stínových úrokových sazeb, více záporným oproti výhledu tržních sazeb v rozsahu přibližně 1 procentního bodu. 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 ještě hlouběji pod tržní výhledy, a to o 0,25 procentního bodu.

5 Tato jednání ovšem následně nevedla k dosažení dohody.

II.2 PROGNÓZA

Celková i měnověpolitická inflace v prvním čtvrtletí 2016 mírně zrychlily, přesto se nadále nacházely výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. V nejbližším období se jejich hodnoty ještě dočasně sníží do blízkosti nuly, poté se však začnou zvyšovat a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle, který následně mírně překročí. Domácí ekonomika bude prostřednictvím rostoucích mezd a zvyšující se ceny kapitálu nadále přispívat k růstu nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Zároveň bude postupně odeznívat aktuálně výrazně protiinflační působení dovozních cen plynoucí z propadu výrobních cen v eurozóně. Ve stejném směru bude působit prodloužení prognózou předpokládané doby trvání kurzového závazku až do poloviny roku 2017. Dosud rychlý růst HDP letos znatelně zpomalí, a to vlivem poklesu hrubé tvorby kapitálu, do něhož se promítne především propad vládních investic v důsledku jen pozvolného náběhu čerpání prostředků z evropských fondů v novém programovém období. Ekonomiku naopak podporují nadále uvolněné měnové podmínky i pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy. Růst ekonomiky se projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017. Poté je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb a posílení kurzu koruny.

Meziroční **celková inflace** v prvním čtvrtletí 2016 mírně zrychlila na 0,5 %. V následujících dvou čtvrtletích se opět sníží vlivem obnoveného poklesu regulovaných cen, dalšího prohloubení poklesu cen potravin a dočasného zvolnění korigované inflace bez pohonných hmot. Poté bude inflace narůstat, na horizontu měnové politiky dosáhne 2% inflačního cíle a následně ho mírně překročí (Graf II.2.1). K tomu budou přispívat zvyšující se inflační tlaky z domácí ekonomiky, obnovený růst cen potravin a odeznívání aktuálně silně protiinflačního působení dovozních cen. Prognózou předpokládané prodloužení používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky až do poloviny roku 2017 pomůže v návratu inflace na cíl tím, že neumožní opětovné protiinflační působení dovozních cen v roce 2017 a zároveň zvýší inflační tlaky z domácí ekonomiky. Regulované ceny se po odeznění vlivu poklesu cen plynu pro domácnosti vrátí v roce 2017 z mírného poklesu do meziročního růstu kolem 1 %.

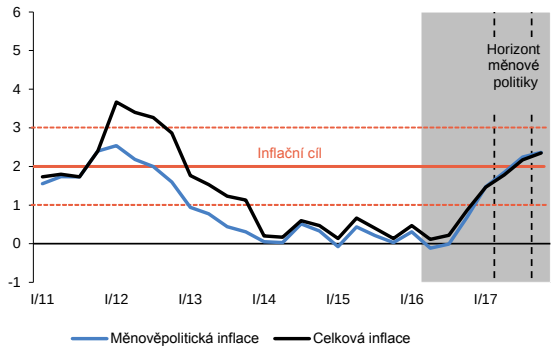
Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla v prvním čtvrtletí letošního roku 0,3 %. Nadále se tak nacházela výrazně pod 2% cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Na prognóze se měnověpolitická inflace bude od celkové inflace odchylovat jen nevýrazně. Vzhledem k nejdříve kladným a poté záporným příspěvkům změn nepřímých daní se v letošním roce bude pohybovat lehce níže než celková inflace a v roce 2017 tomu bude naopak (Graf II.2.1).

Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové meziroční inflace v prvním čtvrtletí 2016 činil 0,2 procentního bodu. Souvisel

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

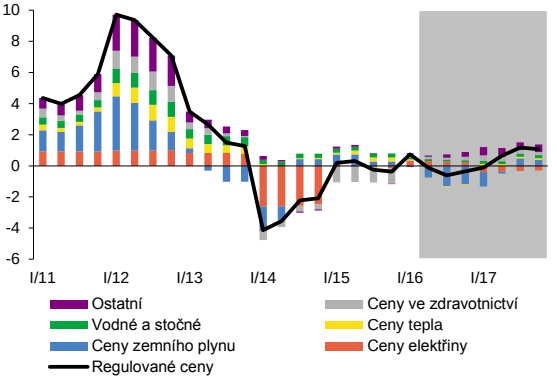
Celková i měnověpolitická inflace vzrostou a na horizontu měnové politiky dosáhnou 2% cíle
(meziročně v %)



GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY

Regulované ceny se v letošním roce mírně sníží vlivem poklesu cen zemního plynu, s jeho odezněním pak v příštím roce obnoví svůj růst
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



s dopadem dvou harmonizačních úprav spotřební daně z cigaret a tabáku z ledna 2015 a 2016. Dopad těchto změn do cenové hladiny ve výši 0,1, resp. 0,2 procentního bodu byl rozložen do prvních měsíců příslušného roku. Prognóza předpokládá další vlnu zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky od ledna 2017, jejíž odhadovaný dopad do celkové inflace činí 0,1 procentního bodu. Nově je v prognóze zapracováno snížení DPH pro restaurace a jiná stravovací zařízení (s výjimkou alkoholických nápojů) ze současné sazby 21 % na sníženou 15% sazbu. Uvedená změna má odhadovaný primární dopad -0,15 procentního bodu do celkové inflace. Snížení DPH je součástí zákona o elektronické evidenci tržeb a vstoupí v platnost od 1. prosince 2016.

Regulované ceny se v prvním čtvrtletí 2016 vrátily k mírnému meziročnímu růstu (o 0,7 %). Na tom se nejvíce podílely ceny elektrické energie, v menší míře též ceny ve zdravotnictví, ceny tepla pro domácnosti i vodné a stočné. Prognóza však očekává, že v průběhu druhého čtvrtletí začnou regulované ceny opět meziročně klesat, což bude způsobeno zejména snížením cen zemního plynu, které v předstihu ohlásili největší dodavatelé (RWE, Pražská plynárenská).[6] V případě elektrické energie pro domácnosti prognóza předpokládá pro letošní rok pokračující růst cen na úrovni 1 %. V souhrnu za celý rok by regulované ceny měly nepatrně klesnout, v příštím roce by naopak měly v průměru vzrůst zhruba o 0,7 % (Graf II.2.2). To bude výsledkem obnoveného růstu cen zemního plynu ve druhé polovině roku v návaznosti na očekávaný růst tržních cen na světových trzích a kladných příspěvků většiny ostatních položek regulovaných cen. Výjimkou budou ceny elektřiny, u níž tržní výhledy silové energie naznačují pokles, i když ten bude zčásti vyvažován dalším růstem regulovaných poplatků (Tab. II.2.1).

Meziroční **čistá inflace** se v prvním čtvrtletí 2016 nepatrně zvýšila v průměru na 0,2 % (Graf II.2.3). V nejbližších měsících se čistá inflace dostane krátkodobě do záporu, od druhé poloviny letošního roku se však bude zvyšovat v podmínkách pokračujícího růstu domácí ekonomiky a sílících nákladových tlaků z trhu práce. Zároveň se bude postupně zmírňovat doposud silně protiinflační působení dovozních cen i cen potravin. Od druhého čtvrtletí roku 2017 se bude čistá inflace pohybovat nad 2 % v návaznosti na přetrvávající inflační tlaky z domácí ekonomiky v prostředí uvolněné měnové politiky. Zároveň bude působit obnovený růst zahraničních výrobních cen, který bude až do konce predikčního horizontu téměř kompenzovat vliv posílení kurzu po předpokládaném ukončení jeho používání jako nástroje měnové politiky.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot v prvním čtvrtletí 2016 setrvala na úrovni předchozího čtvrtletí a v průměru dosáhla 1,3 %. V jejím rámci stagnoval růst cen neobchodovatelných statků; dynamika obchodovatelných statků

6 Riziko míří ve směru ještě výraznějšího poklesu cen zemního plynu, než s čím počítá prognóza.

TAB. II.2.1

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Regulované ceny se k mírnému růstu vrátí až v roce 2017, kdy poroste většina jejich položek

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2015 skutečnost		2016 prognóza		2017 prognóza	
Regulované ceny [a)]	0,0	0,00	-0,1	-0,01	0,7	0,12
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	-0,4	-0,01	1,0	0,05	-1,2	-0,06
ceny zemního plynu	3,1	0,08	-5,0	-0,14	-0,3	-0,01
ceny tepla	1,9	0,03	0,0	0,00	0,9	0,02
vodné a stočné	3,4	0,03	0,5	0,00	2,0	0,02
regulované ceny ve zdravotnictví	-17,0	-0,15	2,8	0,03	4,4	0,05
Primární dopady změn nepř. daní v neregulovaných cenách		0,21		0,20		-0,01

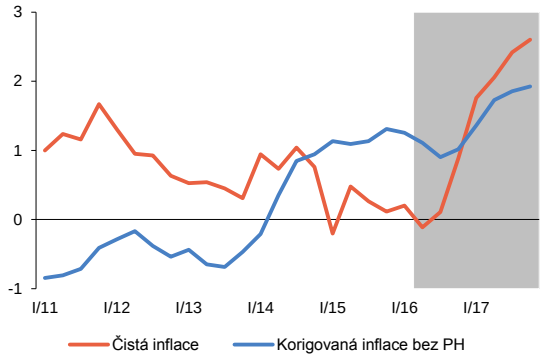
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Ukazatele tržní i jádrové inflace se budou od poloviny roku 2016 zvyšovat v důsledku pokračujícího růstu mezd a odeznívání protiinflačních zahraničních vlivů

(meziročně v %)

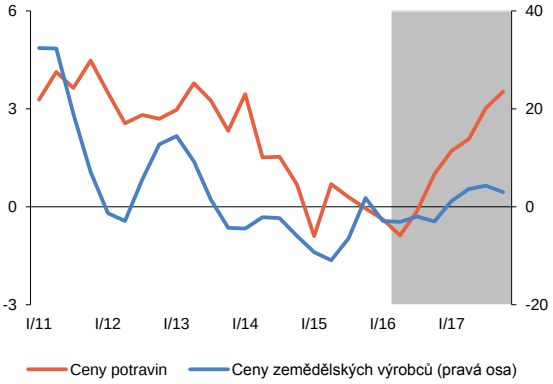


GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ceny potravin obnoví svůj růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských komodit a odezněním jednorázových protiinflačních vlivů

(meziroční změny v %)



se v lednu výrazně snížila, v únoru a březnu však postupně zrychlovala, a to i přes prohlubující se pokles dovozních cen. Vlivem nadále klesajících dovozních cen a zastavení zrychlování růstu mezd zpomalí korigovaná inflace bez pohonných hmot ve zbytku letošního roku k 1 % (Graf II.2.3). V roce 2017 pak bude postupně zrychlovat a přiblíží se 2% úrovni, především vlivem působení proinflačních tlaků z domácí ekonomiky a obnoveného růstu průmyslových výrobních cen v efektivní eurozóně. Proti tomu bude působit posílení kurzu koruny po předpokládaném opuštění kurzového závazku ČNB.

Meziroční pokles **cen potravin** se v průběhu prvního čtvrtletí 2016 prohluboval a v průměru dosáhl -0,4 %. To bylo důsledkem zrychleného poklesu cen zemědělských výrobců, který se postupně promítal do maloobchodních cen. V cenách potravin se i nadále projevoval zpožděný vliv odvetného embarga na dovoz vybraných potravin do Ruska spolu s loňským zrušením mléčných kvót v rámci EU. U cen zemědělských výrobců – a tedy i u cen potravin – se v nejbližším období očekává pokračující pokles. K oživení růstu cen potravin dojde až v závěru letošního roku (Graf II.2.4). Přispěje k tomu vyprchání výše uvedených jednorázových vlivů, postupný nárůst proinflačních tlaků z domácí ekonomiky a v příštím roce i pozvolný růst cen agrárních komodit. Během roku 2017 dynamika cen potravin dále zrychlí až nad 3 % v jeho druhé polovině.

Ceny pohonných hmot v prvním čtvrtletí 2016 pokračovaly v meziročním propadu, i když ten se poněkud zmírnil (v průměru na -12,4 %; Graf II.2.5). V cenách pohonných hmot se tak nadále odrážely nízké ceny ropy Brent i benzínu na zahraničních trzích. Dle dostupných indikátorů[7] bude jejich hluboký meziroční pokles ve druhém čtvrtletí dále pokračovat, ve zbytku letošního roku by se však měl postupně zmírňovat. Od začátku roku 2017 se v návaznosti na předpokládaný růst světových cen ropy a benzínu obnoví také růst domácích cen pohonných hmot, který by měl v souhrnu za celý rok dosáhnout zhruba 7 %.

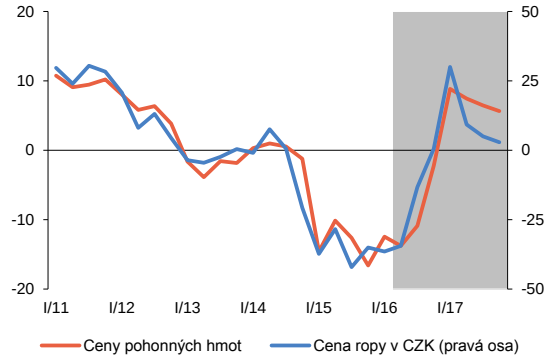
Úrokové sazby na domácím peněžním trhu v prvním čtvrtletí 2016 setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny příštího roku. To odráží předpoklad ponechání dvoutýdenní repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. Ve druhé polovině roku 2017 je s prognózou konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb (Graf II.2.6).

Kurz koruny vůči euru v prvním čtvrtletí 2016 dosáhl v průměru 27 CZK/EUR. Také v dalších čtvrtletích predikce předpokládá jeho setrvání na hranici kurzového závazku ČNB

GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

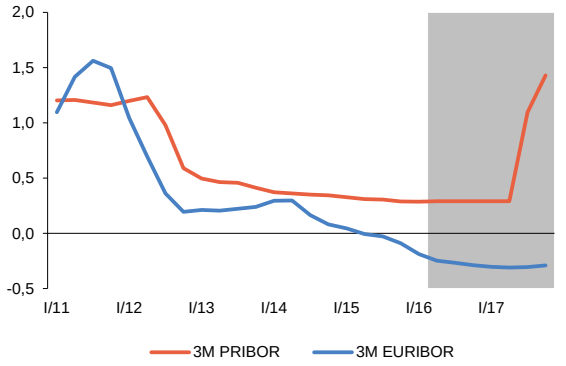
Pokles cen pohonných hmot odezní na začátku příštího roku v návaznosti na vývoj světových cen ropy
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

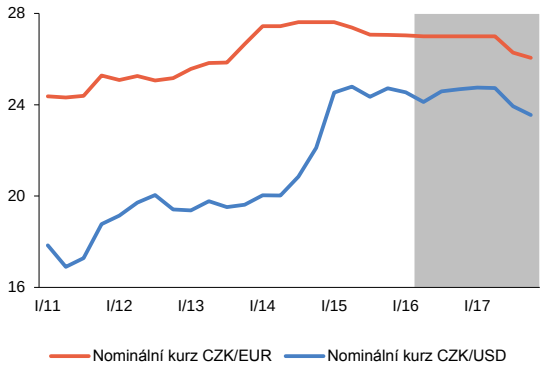
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017, poté je s prognózou konzistentní nárůst sazeb
(v %)



GRAF SZ II.2.1

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017, po opuštění kurzového závazku koruna posílí
(CZK/EUR a CZK/USD)



7 Jedná se o data z portálu platebních karet CCS a týdenní šetření cen pohonných hmot ČSÚ.

(27 CZK/EUR; Graf SZ II.2.1). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. Ve třetím čtvrtletí 2017 dojde k mírnému překročení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Po opuštění kurzového závazku se nicméně projeví kladný úrokový diferenciál vůči euru[8] a dozvuky kvantitativního uvolňování ECB, s nímž prognóza počítá do března 2017. Stejným směrem bude působit obnovená – i když oproti předkrizovému období výrazně pozvolnější – reálná konvergence české ekonomiky k vyspělým zemím eurozóny. Kurz koruny k euru tak ve druhé polovině roku 2017 dle prognózy posílí (na 26,1 CZK/EUR v závěru roku).[9] Při výhledu téměř stabilního eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to také znamená pozvolné posilování kurzu CZK/USD.

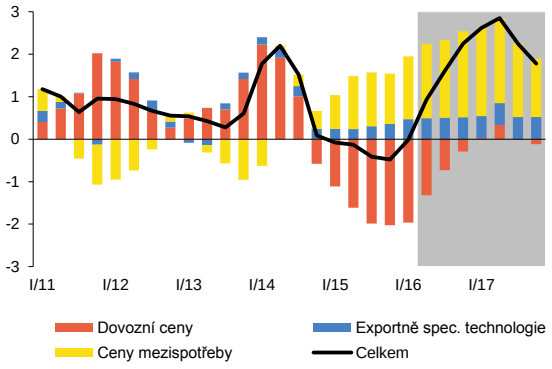
Předchozí pokles **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se v prvním čtvrtletí 2016 zastavil (Graf II.2.7). Snižování nákladů v nedávné minulosti odráželo dlouhodobě klesající dovozní ceny, vyplývající z deflačního vývoje cen průmyslových výrobců v eurozóně, do kterého se výrazně promítá propad světových cen ropy. To převažovalo nad rostoucími cenami mezispotřeby, které plynuly z nákladových tlaků z domácí ekonomiky, zejména pak ze zvyšujících se mezd v podnikatelské sféře. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), na vývoj inflace postupně narůstá. Do poloviny roku 2017 se budou celkové nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen rychle zvyšovat. Projeví se tak zrychlující dynamika mezd a obnovení růstu zahraničních výrobních cen. Aktuálně silně protiinflační vliv dovozních cen se tak při stabilním kurzu koruny bude zmírňovat a začátkem příštího roku odezní. Ve druhé polovině roku 2017, tj. po předpokládaném ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky, bude protisměrně působit posílení kurzu koruny a pokračující růst výrobních cen v eurozóně.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby v prvním čtvrtletí 2016 rostly 3% tempem. K tomu přispěl především vývoj nominálních mezd v podnikatelské sféře předstihující tempo zvyšování produktivity práce. Kladný příspěvek do vývoje mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která

GRAF II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

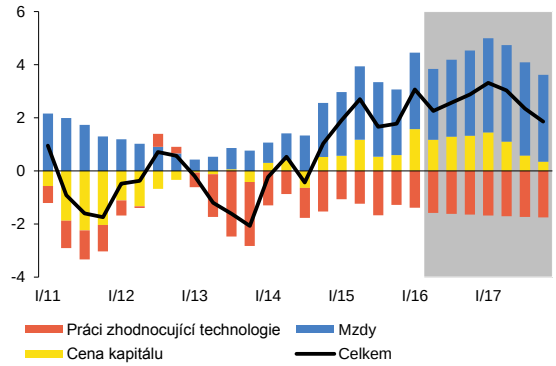
Výrazné zrychlení růstu nákladů v letošním roce bude odrážet rostoucí domácí ekonomiku a mzdy i odeznívání záporných příspěvků dovozních cen
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

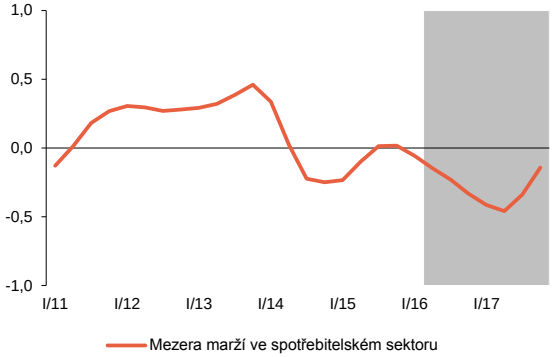
Domácí náklady porostou v návaznosti na dynamiku mezd a zvyšování ceny kapitálu
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Mezera marží se prohloubí do více záporných hodnot, uzavírat se začne ve druhé polovině roku 2017
(v %)



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

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

odráží robustní růst investiční i celkové ekonomické aktivity v minulém roce a stabilní růst zahraniční poptávky (Graf II.2.8). Dynamika domácích nominálních nákladů se udrží nad 2 % a bude kulminovat na začátku příštího roku, což bude odrážet postupně zesilující růst mezd a nadále se zvyšující cenu kapitálu v prostředí robustní domácí poptávky. Pokračující růst produktivity práce bude naopak zvyšování nákladů tlumit. Poté růst nominálních mezních nákladů v sektoru mezispotřeby zvolní, když se s předpokládaným posílením kurzu koruny ve druhé polovině roku 2017 sníží kladný příspěvek ceny kapitálu. Zároveň dojde k lehkému mezičtvrtletnímu zpomalení mzdového růstu.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se v polovině minulého roku uzavřela. To bylo způsobeno dalším snižováním nákladů z důvodu jejich poklesu v dovozním sektoru při stabilním růstu mezd, což v souhrnu převážilo nad velmi nízkým růstem tržních cen. V letošním roce se mezera marží bude opět rozevírat do záporných hodnot, když růst nákladů (plynoucí především ze zvyšování mezd a odeznívání výrazně protiinflačního působení dovozních cen) bude převažovat nad cenovým růstem. Od poloviny roku 2017 se z důvodu posílení kurzu koruny a zřetelně zrychleného cenového růstu bude mezera marží opět uzavírat (Graf II.2.9).

Národohospodářská **produktivita práce** se po celý rok 2015 zvyšovala přibližně 3% meziročním tempem. To odráželo výrazné zrychlení ekonomické aktivity spojené s robustním růstem investic v souvislosti s dočerpáváním fondů EU v loňském roce. V letošním roce tento vliv odezní a produktivita práce zpomalí růst na zhruba poloviční hodnoty. Opětovné zrychlení dynamiky ekonomické aktivity v roce 2017 spolu se zpomalením přírůstků zaměstnanosti pak povede ke zrychlení růstu produktivity práce zpět na hodnoty poblíž 3 %.

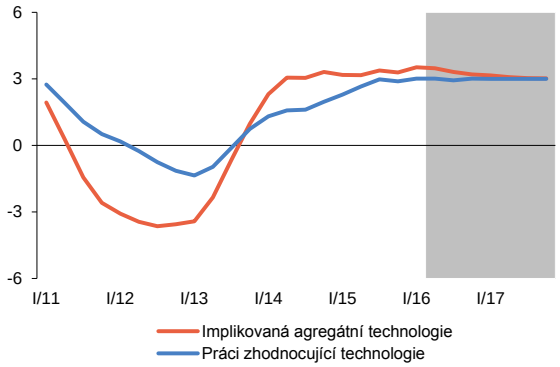
Odhadované tempo růstu implikované agregátní **technologie** se od druhého čtvrtletí 2014 pohybuje mírně nad 3 %, a odráží tak pozorovaný růst investic a produktivity práce v posledních dvou letech. Během následujících dvou let se její růst bude zvolna navracet shora ke svým rovnovážným hodnotám. To bude odrážet především zvolňující růst soukromých investic a vliv výpadku vládních investic v souvislosti s jen pozvolným náběhem nového programového období. Odhad vývoje práce zhodnocující technologie se od druhé poloviny roku 2015 pohybuje v blízkosti své předpokládané 3% rovnovážné hodnoty. Na této úrovni v souladu s dlouhodobým růstem národohospodářské produktivity práce setrvá v letošním i příštím roce (Graf SZ II.2.2).

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně zvýšila (po sezonním očištění) o 3,9 %. Zrychlování její dynamiky z předchozí části roku se tak zastavilo. Obdobné tempo růstu mezd bude dle předpokladů prognózy přetrvávat i v prvních třech čtvrtletích letošního roku (Graf II.2.10). Do vývoje mezd se přitom promítne další nárůst

GRAF SZ II.2.2

TECHNOLOGIE

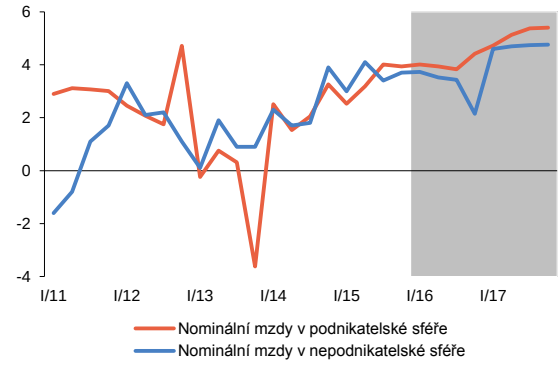
Růst technologií bude pokračovat zhruba stabilním tempem poblíž rovnovážných hodnot
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

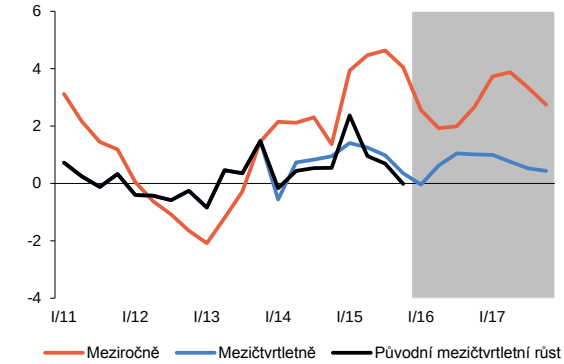
Růst mezd v podnikatelské i nepodnikatelské sféře dále zrychlí až v příštím roce
(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



GRAF II.2.11

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst HDP v letošním roce zpomalí, když odezní mimořádný vliv nárůstu vládních investic a zásob, v roce 2017 opětovně zrychlí
(změny v %, sezonně očištěno)



Pozn.: prognóza pracuje s novým sezonním očištěním čtvrtletních národních účtů v letech 2014 a 2015, které má vliv zejména na mezičtvrtletní vývoj ekonomické aktivity. Revidovaná data za roky 2014 a 2015 budou zveřejněna souběžně s předběžným odhadem HDP za první čtvrtletí 2016.

minimální mzdy.[10] V průměru za celý rok 2016 se tak průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře zvýší o 4 %. Postupný návrat inflace k cíli a opětovné urychlení růstu ekonomické aktivity povedou od konce letošního roku ke zrychlování nominálního mzdového růstu. Ten v průměru za celý příští rok dosáhne 5,2 %.[11] Reálná mzda v podnikatelské sféře vzroste o 3,6 % v letošním roce, v roce 2017 pak o 3,2 %.

Dynamika průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně mírně zvýšila na 3,7 % (Graf II.2.10). Na počátku roku 2016 se do vývoje mezd v této sféře promítlo zvýšení platů ústavních činitelů. Meziroční dynamika mezd v nepodnikatelské sféře letos celkově dosáhne 3,1 %. V příštím roce prognóza předpokládá zrychlení růstu mezd na 4,7 %, což vedle aktuálních záměrů vlády odráží i očekávaný robustní růst příjmů vládního sektoru.

Reálný HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2015[12] meziročně zpomalil svůj růst na 4 % (Graf II.2.11). K růstu kladně přispěly všechny složky poptávky s výjimkou zásob, z toho nejvíce hrubá tvorba fixního kapitálu a spotřeba domácností (Graf II.2.12). Celkově se **HDP v roce 2015** zvýšil o 4,3 %. K růstu hrubé tvorby fixního kapitálu přispělo expanzivní působení fiskální politiky, za nímž stála výrazně zrychlená dynamika vládních investic spolufinancovaných z evropských zdrojů. Růst spotřeby domácností byl podpořen vysokou reálnou dynamikou objemu mezd a platů, včetně vlivu nízkých cen ropy, a nadále nízkými reálnými úrokovými sazbami. Čistý vývoz vykázal i přes zvyšující se zahraniční poptávku lehce záporný příspěvek, a to z důvodu pokračujícího růstu dovozu pro spotřebu i investice.

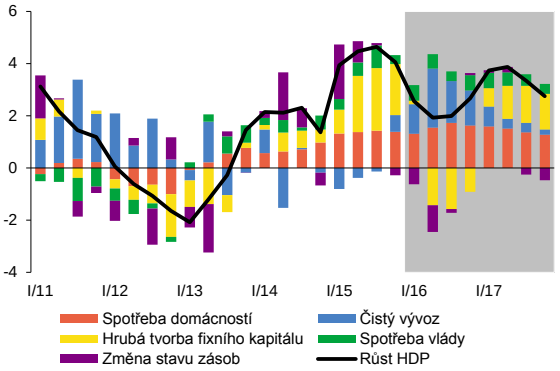
V roce **2016 růst HDP** zpomalí na 2,3 %, a to především vlivem snížení hrubé tvorby kapitálu, do něhož se mimo jiné promítne propad vládních investic v důsledku jen pozvolného náběhu nového programového období fondů EU. Tento efekt společně se záporným příspěvkem změny stavu zásob převáží nad růstem soukromých investic odrážejícím příznivou domácí i zahraniční poptávku a nízké ceny komodit. K růstu HDP bude i nadále významně přispívat spotřeba domácností. Ta bude podpořena pokračujícím vysokým reálným mzdovým nárůstem včetně pozitivního vlivu nízkých cen komodit. Kladné budou i příspěvky čistého vývozu a spotřeby vlády. V **roce 2017** dynamika HDP zrychlí na 3,4 %, zejména v důsledku obnoveného růstu vládních investic. Kladně budou přispívat všechny složky poptávky s výjimkou zásob.

GRAF II.2.12

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP na prognóze bude nejvíce přispívat spotřeba domácností, dočasně záporný bude naopak příspěvek investic

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

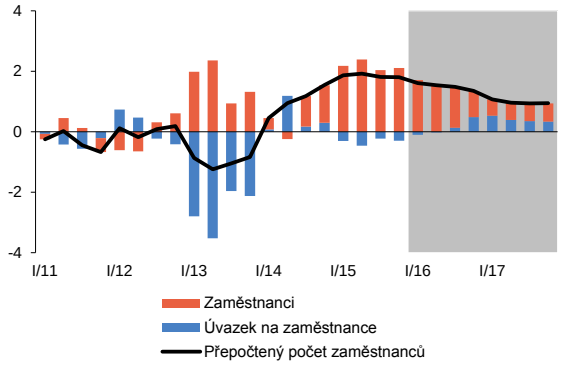


GRAF II.2.13

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Růst přepočteného počtu zaměstnanců bude postupně zvolňovat

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

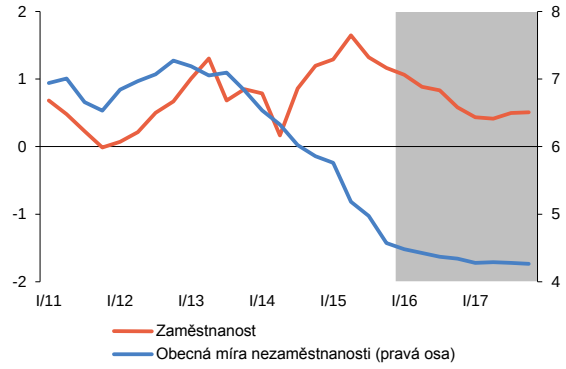


GRAF II.2.14

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvyšovat, i když zpomalujícím tempem; pokles míry nezaměstnanosti se spolu s tím zmírní

(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



10 Od 1. 1. 2016 minimální mzda vzrostla z 9 200 Kč na 9 900 Kč, což přispěje k růstu mezd zhruba v rozsahu 0,2 procentního bodu.

11 Riziko nižšího mzdového růstu z důvodu nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání popisuje citlivostní scénář v kapitole II.4.

12 Prognóza pracuje s odhadovaným vlivem ohlášené revize sezonního očištění čtvrtletních národních účtů ČSÚ za roky 2014 a 2015 na mezičtvrtletní vývoj ekonomické aktivity, přičemž revidovaná data sezonně očištěného HDP budou oficiálně publikována až souběžně s předběžným odhadem HDP za první čtvrtletí 2016.

Prognóza očekává pokračování meziročního růstu **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky**, ten však bude postupně zvolňovat. Zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců se přitom bude nejdříve realizovat zejména prostřednictvím dalšího růstu počtu zaměstnanců, od druhé poloviny letošního roku se obnoví i příspěvek prodlužování průměrného úvazku (Graf II.2.13). Postupné zpomalování meziroční dynamiky očekává predikce i u **celkové zaměstnanosti** (i přes předpokládané zvyšování zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře), a to v souvislosti s pomalejším tempem růstu ekonomiky v letošním roce. V roce 2017 se pak meziroční růst celkové zaměstnanosti dále zmírní na 0,5 % při sílícím nesouladu mezi nadále rostoucí poptávkou po práci a její již omezenou nabídkou (Graf II.2.14).

V letošním roce znatelně zvolní dosud výrazný pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti**. V příštím roce pak tento ukazatel setrvá na úrovni 4,3 % (Graf II.2.14) při obdobném mezičtvrtletním vývoji pracovní síly a zaměstnanosti. Podobný vývoj prognóza očekává i u sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV**, který se při předpokladu pokračujícího mírného poklesu populace ve věku 15–64 let sníží až na 5,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2017.

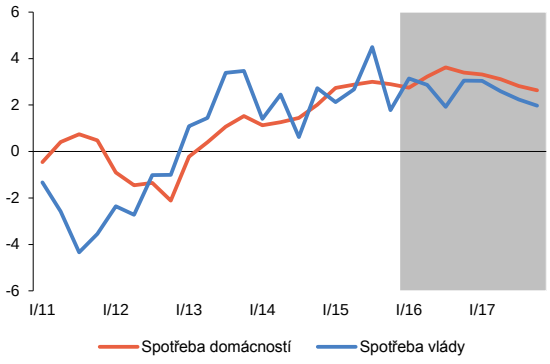
Reálná **spotřeba domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vzrostla meziročně o 2,9 % (Graf II.2.15). K tomu přispěly z hlediska věcného členění všechny její složky. Podle prognózy začátkem letošního roku meziroční dynamika spotřeby domácností mírně zpomalila. Výrazný příspěvek spotřeby domácností k meziročnímu růstu ekonomické aktivity však bude pokračovat. To vedle očekávaného urychlení růstu objemu mezd a platů koresponduje s nadále znatelným růstem maloobchodních tržeb, s převládající pozitivní spotřebitelskou důvěrou (viz kapitola III.3) a s oživením tempa růstu spotřebitelských úvěrů (viz kapitola III.5). V letošním roce tak spotřeba domácností poroste v průměru ještě o něco rychleji (3,3 %) než loni, a to zejména díky vyššímu růstu reálných mezd při nadále nízkých reálných úrokových sazbách. V roce 2017 naopak dynamika spotřeby domácností mírně zvolní v návaznosti na pomalejší růst reálných mezd.

Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně zrychlil (o 0,2 procentního bodu na 2,2 %), a to především vlivem značného nárůstu sociálních dávek (Graf II.2.16). Příspěvek nejvýznamnější položky mezd a platů se téměř nezměnil a setrval na znatelně kladných hodnotách. Na horizontu prognózy bude meziroční dynamika disponibilního důchodu zesilovat až k úrovním poblíž 5 %. Nejvýrazněji se na tom bude i nadále podílet objem mezd a platů v návaznosti na pokračující růst mezd i zaměstnanosti, postupně se začnou zvyšovat rovněž příspěvky plynoucí z příjmů podnikatelů.

GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

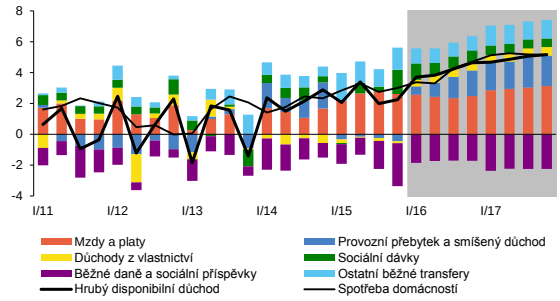
Spotřeba domácností stabilně poroste a bude mírně předstihovat dynamiku vládní spotřeby
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

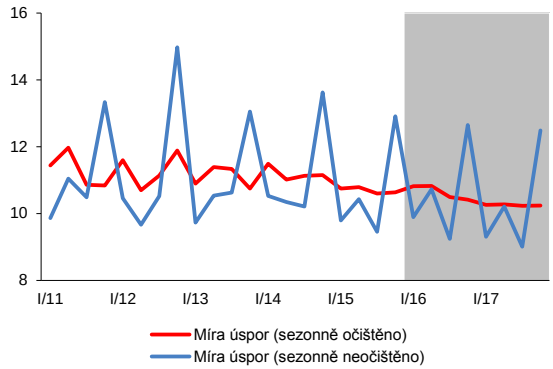
Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku zvyšování dynamiky objemu mezd a platů i příjmů podnikatelů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.17

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor domácností se zvolna sníží k 10 %
(v %)



Sezonně očištěná **míra úspor domácností** setrvala v závěru minulého roku na hodnotě z předchozího čtvrtletí. Na prognóze bude míra úspor – při rychlejším meziročním růstu nominální spotřeby domácností oproti růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu – pozvolna klesat až k hodnotám poblíž 10% úrovně v závěru roku 2017 (Graf II.2.17).

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 znatelně zvolnil (na 1,8 % ze 4,4 % ve třetím čtvrtletí), což bylo způsobeno krátkodobým snížením výdajů ve zdravotnictví. Na začátku letošního roku prognóza předpokládá opětovné zrychlení tempa meziročního růstu spotřeby vlády, to se pak na obdobných hodnotách bude nacházet i ve zbytku horizontu prognózy (Graf II.2.15). Za celý rok 2016 se tak spotřeba vlády zvýší o 2,7 %, v roce 2017 se reálné tempo jejího růstu jen nepatrně zmírní na 2,5 %. Prognóza spotřeby vlády odráží zřetelný růst náhrad zaměstnancům; po zvýšení průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře i navýšení počtu tarifních míst v letošním roce předpokládá výrazný nárůst průměrných mezd v roce 2017.

Meziroční dynamika **hrubé tvorby kapitálu** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zpomalila na 6,6 % (Graf II.2.18), což bylo důsledkem odeznívání investičních aktivit financovaných z fondů EU z předchozího programového období i pomalejšího růstu soukromých investic (Graf II.2.19). I přesto hrubá tvorba kapitálu v souhrnu za celý rok 2015 vzrostla o 10 %. Prognóza očekává, že v průběhu celého letošního roku bude hrubá tvorba kapitálu meziročně klesat. Hlavním faktorem bude jen pozvolné čerpání evropských fondů z nového programového období. Ve stejném směru bude působit i nutnost opětovného posouzení vlivu velkých infrastrukturních staveb na životní prostředí dle nového zákona (EIA). Pokračující růst soukromých investic odrážející jak vývoj zahraniční poptávky, tak i pozitivní vliv nízké ceny ropy, bude tyto faktory jen částečně vyvažovat. Hrubá tvorba kapitálu tak v souhrnu za celý rok 2016 poklesne o 5,2 %. V roce 2017 pak dynamika celkových fixních investic opět oživí v souvislosti s obnovením růstu vládních investic.

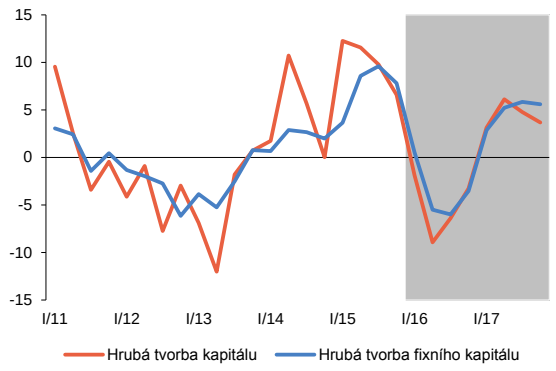
Reálný **vývoz zboží a služeb** si v závěru loňského roku udržel meziroční dynamiku z předchozího období. V souhrnu za rok 2015 tak růst vývozu zboží a služeb dosáhl 7,2 % (Graf II.2.20). V prvním čtvrtletí se dle prognózy dynamika vývozu krátkodobě lehce snížila. V návaznosti na vývoj zahraniční poptávky a při stabilním kurzu koruny vůči euru však prognóza očekává její opětovné zrychlení v dalších čtvrtletích. V roce 2016 tak vývoz zboží a služeb vzroste o 7,9 %, v příštím roce pak jeho tempo ještě zesílí na 8,6 %.

Reálný meziroční růst **dovozu zboží a služeb** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zvolnil v návaznosti na nižší pozorovanou dynamiku vládních i soukromých investic. Za celý rok 2015 dosáhl růst dovozu 8,1 %. V letošním roce prognóza očekává jeho nižší meziroční tempo (6,5 %), které bude odrážet vývoj složek HDP (především pokles investiční aktivity) při

GRAF II.2.18

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

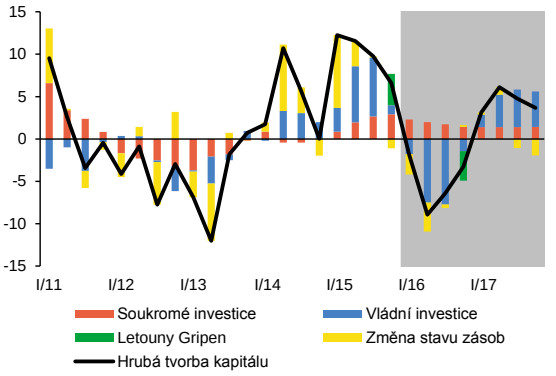
Hrubá tvorba kapitálu letos poklesne zejména v souvislosti s propadem vládních investic
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.19

ROZKLAD INVESTIC

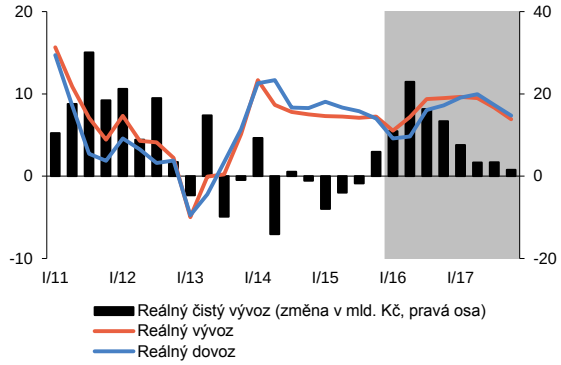
Výrazný pokles vládních investic v letošním roce převáží nad pokračujícím růstem soukromých investic
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



GRAF II.2.20

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Vývoz i dovoz porostou poměrně vysokými tempy v návaznosti na zvyšující se zahraniční, resp. domácí poptávku
(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



zohlednění jejich dovozní náročnosti. V roce 2017 tempo růstu dovozu naopak zrychlí na 8,9 %.

Příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP ve stálých cenách se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 posunul do kladných hodnot. Přesto v souhrnu za celý rok 2015 čistý vývoz přispěl k meziroční dynamice HDP lehce záporně. V roce 2016 s mírným urychlením dynamiky zahraniční poptávky a zmírněním růstu investic bude příspěvek změny čistého vývozu naopak výrazně kladný (1,6 procentního bodu). Kladně, avšak již ve znatelně menší míře, přispěje čistý vývoz k meziročnímu růstu HDP také v roce 2017.

Platební bilance v roce 2015 skončila podle předběžných údajů přebytkem běžného účtu ve výši 0,9 % HDP. V letech 2016 a 2017 dosáhne dle prognózy přebytek běžného účtu 2 %, resp. 1,5 % HDP[13] (Tab. II.2.3).

Prognózovaný růst přebytku **běžného účtu v roce 2016** odráží především zvýšení přebytku bilance zboží, zejména vlivem očekávaného zpomalení tempa růstu celkové domácí poptávky a pokračujícího příznivého vlivu poklesu cen energetických surovin. V opačném směru bude na bilanci zboží působit mírné meziroční posílení koruny a očekávaný další pokles vývozu do zemí bývalého Sovětského svazu. V menší míře se na očekávaném zvýšení kladného salda běžného účtu bude podílet též růst přebytku bilance služeb (zejména ostatních služeb). Přebytek běžného účtu bude naopak zmírňován dalším prohloubením deficitu prvotních důchodů vlivem růstu výnosů nerezidentů z přímých investic. Bilance druhotných důchodů se oproti roku 2015 prakticky nezmění.

Přebytek **běžného účtu v roce 2017** se oproti letošnímu roku sníží. Přispěje k tomu především zvýšení deficitu prvotních důchodů spojené s prohloubením záporného salda důchodů z investic (vliv očekávaného růstu dividend i reinvestovaných zisků nerezidentů z přímých investic). V menší míře se na zhoršení běžného účtu bude podílet i posun bilance druhotných důchodů do mírného deficitu související s očekávaným nižším čistým čerpáním zdrojů z evropských fondů. Opačným směrem bude působit další mírné zvýšení přebytku bilance zboží (zejména vlivem nadále rostoucí zahraniční poptávky).

Prognóza předpokládá výrazný pokles přebytku **kapitálového účtu** v letošním roce oproti minulému roku, který souvisí s doznívajícím proplácením prostředků z fondů EU za programové období 2007 až 2013. Další výrazný pokles v roce 2017 bude odrážet jen pozvolný náběh čerpání zdrojů z nového programového období.

TAB. II.2.2

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod nadále poroste při zrychlujícím růstu mezd a zvyšovat se bude i produktivita práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	2,3	3,5	2,7
Zaměstnanost celkem	1,4	0,8	0,5
Míra nezaměstnanosti (v %) a)	5,1	4,4	4,3
Produktivita práce	3,0	1,4	2,9
Průměrná nominální mzda	3,4	3,9	5,1
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	3,3	4,0	5,2
Průměrná reálná mzda	3,1	3,4	3,1
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	0,9	2,0	1,5
M3	7,4	9,3	8,1

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

V letošním roce bude dosaženo rekordního přebytku běžného účtu, a to zejména v důsledku rostoucího přebytku bilance zboží

(v mld. Kč)

	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	41,4	90,0	70,0
Zboží	210,7	270,0	280,0
Služby	75,0	80,0	80,0
Prvotní důchody	-243,5	-260,0	-280,0
Druhotné důchody	-0,9	0,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	106,1	60,0	20,0
C. FINANČNÍ ÚČET a)	193,8	225,0	90,0
Přímé investice	26,6	-70,0	-70,0
Portfoliové investice	-164,1	-20,0	-40,0
Finanční deriváty	-4,8		
Ostatní investice	-15,2	50,0	50,0
Rezervní aktiva	351,3	265,0	150,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

13 Riziko prognózy představuje především případná výrazná revize bilance prvotních důchodů směrem k vyšším deficitům s cílem sblížení dat ČNB a ČSÚ. V současnosti totiž ČSÚ uvádí za rok 2015 deficit prvotních důchodů o 100 mld. Kč vyšší než ČNB (rozdíl je koncentrován výhradně do oblasti odhadované výše zisků nerezidentů z přímých investic). Prognóza přitom vychází z nižších hodnot ČNB.

V roce 2016 dojde k obratu v tocích **přímých investic**, když jejich mírný čistý odliv bude vystřídán čistým přílivem. Odezní totiž mimořádné faktory, které ovlivňovaly vývoj přímých investic v roce 2015 (jednorázový odliv kapitálu rezidentů do zahraničí a snížení základního kapitálu ve významných tuzemských dceřiných společnostech ve vlastnictví nerezidentů[14]). V menší míře k tomu přispěje i poměrně významná nová investice firmy Nexen v ČR v rozsahu více než 20 mld. Kč (realizovaná v letech 2016 a 2017). Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku. Objem přímých investic v roce 2017 je očekáván na úrovni roku 2016.[15]

Údaje o **portfoliových investicích** jsou v letech 2015 a 2016 výrazně ovlivněny (v rozsahu více než 100 mld. Kč) účetními operacemi bankovního sektoru, které souvisejí s výpočtem odvodů do nově vzniklého Fondu pro řešení krizí.[16] Ty v roce 2015 zvyšují a v dosavadním průběhu roku 2016 naopak snižují čistý příliv kapitálu v rámci portfoliových investic. Vedle zmíněných účetních operací bude vývoj portfoliových investic v letošním roce ovlivňovat na straně pasiv především pokračující zájem nerezidentů o korunové vládní dluhopisy v kombinaci se zvýšenou emisní aktivitou MF ČR využívajícího současných úrokových sazeb ke snížení nákladů na financování státního dluhu. V souvislosti s aktuálním vývojem na světových akciových trzích prognóza zároveň očekává snížení zájmu rezidentů o nákup zahraničních akcií v letošním roce a v důsledku toho i zmírnění celkového odlivu kapitálu do zahraničí na straně aktiv. Vývoj toků portfoliových investic v roce 2017 bude dominantně ovlivňován časováním a způsobem provedení exitu z kurzového závazku, změnami v měnové politice ECB a emisní politikou MF ČR.

V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá relativně vysoký čistý odliv kapitálu z podnikového sektoru ve formě růstu depozit rezidentů v zahraničí a splátek dříve přijatých úvěrů ze zahraničí[17]. Odliv kapitálu však může být dočasně odkládán vlivem očekávání budoucího posílení koruny ze strany vlastníků tuzemských firem.

14 Zejména poskytnutí úvěru na změnu vlastnické struktury O2 Czech Republic a.s. a snížení základního kapitálu Škody Auto a.s., RWE Grid Holding a.s. a OKD a.s.

15 Riziko prognózy přímých investic v obou letech ve směru vyššího přílivu představuje již zmíněná případná revize hodnoty reinvestovaných zisků. Naopak ve směru nižšího přílivu může působit případné vykázání zahraničních akvizic firem EPH, PPF a J&T, které jsou zatím realizovány přes zahraniční dceřiné společnosti. Vliv může mít i ohlášený prodej GE Money Bank.

16 Nelze vyloučit, že podobné operace se budou opakovat. Jejich rozsah však nelze odhadnout, proto s nimi prognóza – nad rámec již realizovaných transakcí – nepočítá.

17 V souvislosti s poklesem poptávky některých zemí (zejména států bývalého Sovětského svazu), který bude zřejmě v letošním roce vrcholit, a zpřísněním podmínek pro poskytování vývozních úvěrů ČEB a.s. a pojištění od EGAP a.s. již prognóza neočekává další nárůst celkového objemu obchodních úvěrů poskytovaných do zahraničí.

Prognóza **rezervních aktiv** zahrnuje očekávané výnosy z devizových rezerv, kladné saldo ve vztahu s EU (dočerpávání prostředků z minulého programového období a pozvolný náběh nových programů) a při platnosti kurzového závazku též obecně příliv do rezerv plynoucí z přebytku ostatních částí platební bilance (bez operací bankovního sektoru, které nejsou prognózovány).

Platební bilance bez operací bankovního sektoru předpokládá v obou letech přibližně vyrovnanou bilanci, ovšem po zahrnutí devizových operací ČNB. Bez těchto operací by přebytek bilance v roce 2016 výrazně přesáhl 100 mld. Kč a v roce 2017 by dosahoval přibližně 80 mld. Kč (zejména vlivem snížení přebytku běžného a kapitálového účtu).

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

Podle tzv. **jarních notifikací** vládního deficitu a dluhu dosáhl **v roce 2015** deficit vládního sektoru 0,4 % HDP.[18] Přes výrazný meziroční pokles schodku bylo působení fiskální politiky v minulém roce výrazně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,8 procentního bodu (Tab. II.2.5). Podílelo se na něm zejména zrychlení růstu vládních investic odrážející intenzívní dočerpávání fondů EU z předchozího programového období.[19] Zvýšení dynamiky vládních výdajů bylo vedle toho umocněno dalším zrychlením mzdového růstu ve vládním sektoru a zvýšením penzí. Růst příjmů veřejných rozpočtů odrážející rychlý ekonomický růst a zlepšování situace na trhu práce byl brzděn zavedením druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %. V opačném směru působilo zvýšení sazeb spotřební daně na tabákové výrobky a jednorázový příjem Fondu pojištění vkladů.

V podmínkách pokračujícího hospodářského růstu dojde v **roce 2016** k dalšímu poklesu deficitu vládního sektoru na 0,1 % HDP. Na výdajové straně lze přitom očekávat hluboký pokles vládních investic (a to ve větším rozsahu, než předpokládala minulá prognóza). Tento propad souvisí s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z evropských fondů. Ve stejném směru bude působit další mírné snížení nákladů na dluhovou službu. Opačný vliv bude mít zrychlení růstu mzdových prostředků ve vládním sektoru, vyšší výdaje ve zdravotnictví, navýšení dotací na obnovitelné zdroje energie a výplata mimořádného příspěvku pro důchodce[20]. Příjmová

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

Pokračující pokles deficitu veřejných financí vyústí v roce 2017 do lehce přebytkového hospodaření vládního sektoru
(v % nominálního HDP)

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

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby
b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, výdaje na (novou) Zelenou úsporám, příjmy z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům, v roce 2015 dopad prodloužení pronájmu stíhacích letounů a jednorázový příjem Fondu pojištění vkladů v rámci konkurzních řízení a ukončených soudních sporů.
c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB
d) odhad ČNB
e) Měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, záporná hodnota fiskální expanzi).

TAB. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

Fiskální impulz bude v roce 2016 zřetelně záporný zejména v důsledku propadu vládních investic, v příštím roce tento vliv odezní
(příspěvky k růstu HDP v procentních bodech)

	2015	2016	2017
	skut.	progn.	progn.
Fiskální impulz [a)]	0,8	-0,8	0,0
z toho dopad skrze:			
spotřebu domácností	0,2	0,0	-0,2
soukromé investice	0,1	-0,1	0,0
vládní investice domácí	0,0	0,0	0,1
vládní investice z fondů EU	0,5	-0,8	0,1

a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

18 Notifikované údaje jsou ovlivněny novým zatříděním veřejnoprávních médií (Česká televize a Český rozhlas) do institucí vládního sektoru. Tato změna se projevuje zejména ve struktuře příjmů a výdajů vládního sektoru, zatímco na celkový deficit a dluh má jen zanedbatelný dopad.
19 Vládní investice byly v závěru minulého roku navíc účetně navýšeny o prodloužení pronájmu letounů Gripen ve výši 0,2 % HDP. Tento jednorázový faktor však do odhadu fiskálního impulzu nevstupuje, protože jeho vliv je z hlediska HDP neutrální.
20 Jednorázový příspěvek ke starobním důchodům ve výši 1200 Kč na osobu (v celkovém objemu cca 3,5 mld. Kč) byl vyplacen v únoru 2016.

strana vládního sektoru bude posílena dodatečnými příjmy ze zavedení kontrolního hlášení DPH[21], z dalšího zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky a ze zvýšení sazeb odvodu z loterií a jiných podobných her. Působení fiskální politiky bude v roce 2016 v souhrnu výrazně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,8 procentního bodu, a to zejména vlivem zmíněného propadu vládních investic.

V **roce 2017** lze očekávat přebytek vládního sektoru ve výši 0,5 % HDP, který bude dán zejména pokračujícím příznivým ekonomickým vývojem. Na příjmové straně vládního sektoru je předpokládán pozitivní dopad schváleného zavedení elektronické evidence tržeb (EET)[22] a zvýšení sazeb spotřební daně na tabákové výrobky. Proti tomu bude působit přesun stravovacích služeb (s výjimkou alkoholických nápojů) do snížené sazby DPH ve výši 15 % související s EET a zvýšení daňového zvýhodnění na dítě. Na výdajové straně se předpokládá další zrychlení růstu mezd ve vládním sektoru, vyšší výdaje na penze a zdravotnictví. V opačném směru bude působit výpadek některých jednorázových výdajových opatření z letošního roku a pokračující úspora nákladů na dluhovou službu. V souvislosti s očekávaným obnovením růstu investiční aktivity vládního sektoru spojeným s nabíhajícím čerpáním fondů EU z nového programového období bude působení fiskální politiky (skrze spotřebu domácností a investice) v roce 2017 zhruba neutrální. Na vývoj ekonomické aktivity přitom bude mít pozitivní vliv akcelerace nominálních výdajů na spotřebu vlády v podobě zmíněného zvýšeného růstu mezd a platů, mezispotřeby a výdajů ve zdravotnictví.

Strukturální saldo vládního sektoru bylo v minulém roce zhruba vyrovnané, do roku 2017 dosáhne přebytku kolem 0,5 % HDP. To bude v letošním roce odrážet uvedený propad investic a v obou letech i vliv výše uvedených diskrečních příjmových a výdajových opatření, což v souhrnu působí směrem ke zvyšování strukturálního přebytku. Při současném nastavení fiskální politiky tak bude na horizontu prognózy bezpečně plněn střednědobý cíl pro strukturální schodek ve výši 1 % HDP.

V souvislosti se zapojením volné likvidity státní pokladny jako zdroje financování při současně rychlém ekonomickém růstu došlo v minulém roce k významnému poklesu **poměru vládního dluhu k HDP**, a to na 41,1 %. V letošním a příštím roce prognóza očekává další pokles vládního dluhu v poměru k HDP, a to až na 39 % v roce 2017. K tomu přispěje při rostoucích primárních přebytcích vládního sektoru také zrychlující růst nominálního HDP a pokles nákladů na dluhovou službu. Ten vyplývá z předpokládaného dalšího snížení

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

22 Aktualizovaný Konvergenční program z dubna 2016 odhaduje pozitivní dopad elektronické evidence tržeb v roce 2017 ve výši cca 0,3 % HDP. S ohledem na účinnost zákona, tedy od prosince 2016, bude dopad v letošním roce jen zanedbatelný (+0,5 mld. Kč).

efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a pozitivním vnímáním ČR.[23]

Významným **rizikem** fiskální prognózy je možný výraznější útlum v oblasti vládních investic, než očekává prognóza.[24] Rizikem v opačném směru mohou být vyšší vládní výdaje v souvislosti s blížícími se volbami do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR v roce 2017.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

V nové prognóze se předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky posouvá o dvě čtvrtletí dále, tedy do poloviny roku 2017. Po ukončení používání kurzu se trajektorie tržních úrokových sazeb ve srovnání s minulou prognózou posouvá výše při mírně slabších hodnotách kurzu. Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze významně snižuje až do poloviny roku 2017 z důvodu nižší pozorované čisté inflace, utlumenějšího výhledu zahraničních výrobních cen a nižšího růstu domácích nominálních mezd. Vývoj celkového HDP je v letošním roce přehodnocen směrem dolů zejména v důsledku hlubšího propadu vládních investic při pozvolnějším růstu soukromých investic. Pro rok 2017 se naopak prognóza HDP zvyšuje, mj. vlivem prodloužení předpokládané délky trvání kurzového závazku. Dynamika nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá dolů až do poloviny roku 2017 z důvodu nižších hodnot z loňského roku, utlumenější inflace a pozvolnějšího očekávaného růstu ekonomické aktivity.

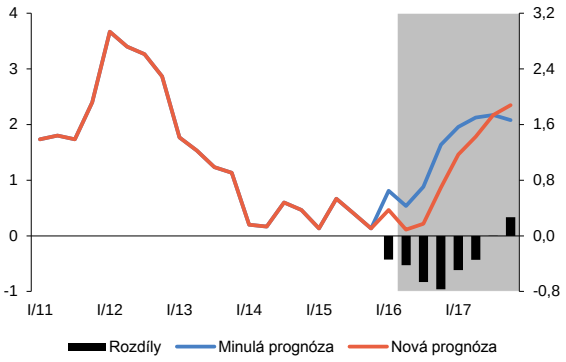
Predikce meziroční **celkové inflace** (Graf II.3.1) se oproti minulé prognóze snižuje do poloviny roku 2017, poté je vyšší v důsledku prodloužení předpokladu o používání kurzu jako nástroje měnové politiky. Slabší kurz totiž v roce 2017 neumožní opětovné protiinflační působení dovozních cen a přispěje k nárůstu inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Přehodnocení prognózy čisté inflace (Graf II.3.2) je obdobné, když na kratším konci je ovlivněno nižšími pozorovanými daty v posledních měsících (neočekávaný další pokles cen potravin, nižší korigovaná inflace bez pohonných hmot i hlubší pokles cen pohonných hmot). Do predikce se promítají rovněž slabší nákladové tlaky z důvodu dalšího výrazného poklesu dovozních cen v roce 2015; ten je odrazem především více protiinflačního

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se až do poloviny roku 2017 snižuje

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

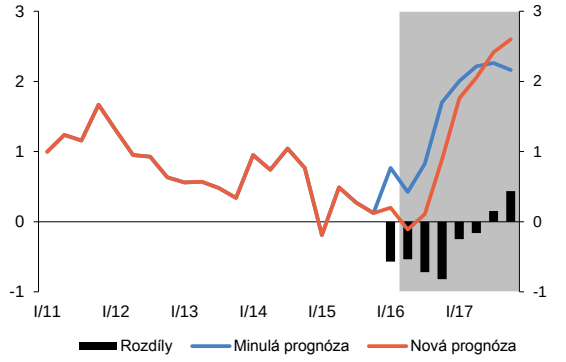


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY ČISTÉ INFLACE

Znatelně nižší výhled čisté inflace v následujících pěti čtvrtletích odráží její vývoj v posledních měsících, více protiinflační zahraniční vlivy a pomalejší růst mezd

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



23 Nejistota panuje ohledně „operativního“ přístupu Ministerstva financí k emisi státních dluhopisů. Při pokračujících nízkých či záporných výnosech státních dluhopisů může MF v letošním roce předfinancovat státní dluh i na rok 2017 a vytvářet rezervu na předfinancování výdajů určených na projekty z evropských fondů pro nové programové období. Na emisní aktivitu MF přitom mají vliv i očekávání ohledně zavedení záporných měnověpolitických úrokových sazeb ze strany ČNB.

24 Riziko ve směru nižších investic vyplývá z 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 zpozdit cca o dva roky. Na seznamu takto ohrožených staveb jsou silnice a dálnice za 226 mld. Kč.

působení zahraničních výrobních cen a pokračujícího promítání minulých propadů cen ropy. K těmto faktorům se přidává i nižší než minulou predikcí očekávaný růst nominálních mezd v roce 2016, což snižuje domácí fundamentální tlaky na růst nákladů až do konce letošního roku. Nákladové tlaky porostou oproti minulé prognóze rychleji až v průběhu roku 2017 v důsledku proinflačního vlivu prodloužení předpokládané délky trvání kurzového závazku ČNB na vývoj dovozních cen i domácích nákladů. Výhled regulovaných cen se pro oba prognózované roky přehodnocuje směrem dolů, což odráží zejména nedávno avizované snížení cen plynu pro domácnosti od května 2016. Odhad dopadů změn nepřímých daní se pro letošní rok nemění, pro rok 2017 se snižuje o 0,1 procentního bodu. Prognóza **měnověpolitické inflace** je tedy přehodnocena stejně jako predikce celkové inflace, až na drobný vliv nově zapracovaných daňových změn (přeřazení stravovacích služeb s výjimkou alkoholických nápojů do 15% sazby DPH) v roce 2017.

V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz grafy v kapitole II.1) byl oproti minulé prognóze výrazně snížen výhled cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně pro letošní rok vlivem minulých propadů cen ropy, které se nadále promítají do pozorovaného hlubokého poklesu výrobních cen. Predikce růstu zahraniční poptávky je jen nepatrně nižší, a to na celém horizontu. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se také mírně snižuje hlouběji do záporných hodnot v reakci na další uvolnění měnové politiky ECB. Do prognózy je také nově zapracováno navýšení objemu nákupu aktiv ECB, a to prostřednictvím výrazněji záporných stínových sazeb 3M EURIBOR, které jsou na horizontu prognózy v průměru ještě o 0,25 procentního bodu hlouběji pod tržním výhledem sazeb než v minulé prognóze.

Oproti minulé prognóze se posunul předpoklad o používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky do poloviny roku 2017. **Kurz koruny k euru** tak setrvává na hladině kurzového závazku ČNB o dvě čtvrtletí déle oproti předpokladům předchozí predikce (Graf SZ II.3.1). Pro druhou polovinu roku 2017 je výhled kurzu přehodnocen k mírně slabším hodnotám oproti minulé prognóze, na čemž se významně podílí předpokládané delší používání kurzu jako nástroje měnové politiky a nižší výhled cen průmyslových výrobců v eurozóně. Opačným směrem naopak působí další uvolnění měnové politiky ECB zachycené posunem zahraničních tržních i stínových úrokových sazeb směrem dolů. V souvislosti s prodloužením předpokládané platnosti kurzového závazku je trajektorie domácích tržních **úrokových sazeb** stabilní až do poloviny příštího roku (v minulé prognóze do konce roku 2016), toto prodloužení poté v prognóze umožňuje razantnější zvýšení úrokových sazeb (Graf II.3.3).

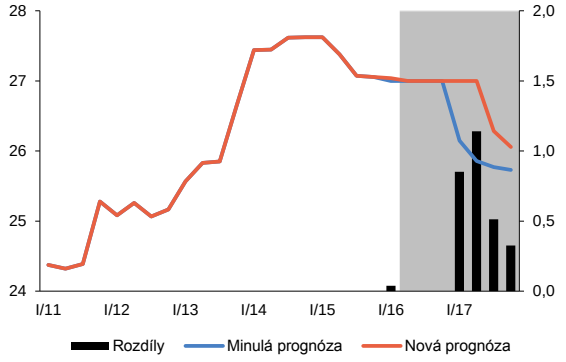
Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se v letošním roce snižuje, v roce 2017 je tomu naopak zejména v důsledku odsunutí předpokládaného ukončení kurzového závazku (Graf II.3.4). Vývoj meziroční dynamiky HDP je tak oproti minulé prognóze více rozkolísaný. Spotřeba domácností

GRAF SZ II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY KURZU

Předpokládaná doba trvání kurzového závazku byla prodloužena do poloviny roku 2017, po jeho opuštění se měnový kurz posouvá ke slabším hodnotám

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

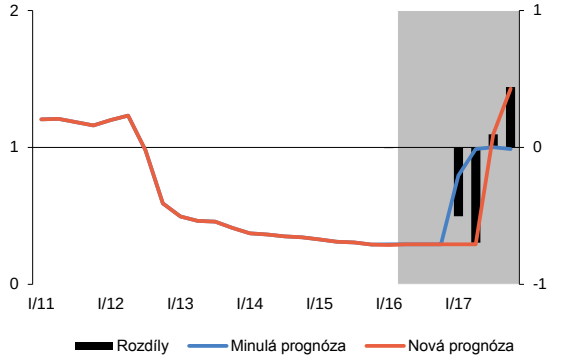


GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Úrokové sazby zůstanou stabilní až do poloviny příštího roku, poté je jejich trajektorie vyšší ve srovnání s minulou prognózou

(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

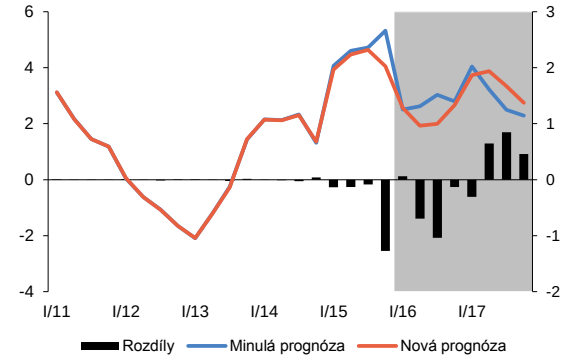


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

Prognóza vývoje HDP se pro letošní rok snižuje, v příštím roce je naopak vyšší

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



se v letošním i příštím roce v souhrnu nemění a bude i nadále ovlivněna robustním reálným růstem objemu mezd a platů včetně pozitivního nabídkového vlivu nižších cen ropy. Dynamika hrubé tvorby kapitálu je výrazně ovlivněna vývojem vládních investic, které se v roce 2016 více propadnou, když nová prognóza předpokládá – ve vazbě na vývoj zadaných veřejných zakázek – pomalejší náběh čerpání z evropských fondů v novém programovém období. Zároveň je očekáván i pozvolnější růst soukromých investic. Dynamika fixních investic tak bude v letošním roce celkově utlumenější oproti minulé predikci. Spotřeba vlády poroste v letošním roce pomalejším tempem, což zohledňuje nižší pozorování ze čtvrtého čtvrtletí 2015. Pro rok 2017 je naopak přehodnocena směrem nahoru kvůli vyššímu výhledu mzdové dynamiky v nepodnikatelské sféře. Předpokládaný fiskální impulz nad rámec vládní spotřeby je více záporný pro rok 2016, v roce 2017 se posouvá z mírně kladné do zhruba neutrální polohy.

Na rozdíl od minulé prognózy bude příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP v letošním roce kladný, a to v důsledku výraznějšího zpomalení celkové investiční aktivity. Pro rok 2017 se příspěvek čistého vývozu rovněž zvyšuje v důsledku prodloužení předpokladu o používání kurzu jako nástroje měnové politiky.

Oproti minulé prognóze se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře znatelně snižuje až do poloviny příštího roku (Graf II.3.5). Toto přehodnocení odráží především nižší pozorovanou dynamiku mezd v loňském roce a nižší očekávaný růst HDP i inflaci v letošním roce. Od poloviny roku 2017 bude naopak růst nominálních mezd rychlejší oproti minulé prognóze, když předpokládané prodloužení kurzového závazku podpoří domácí ekonomickou aktivitu i nárůst inflace.

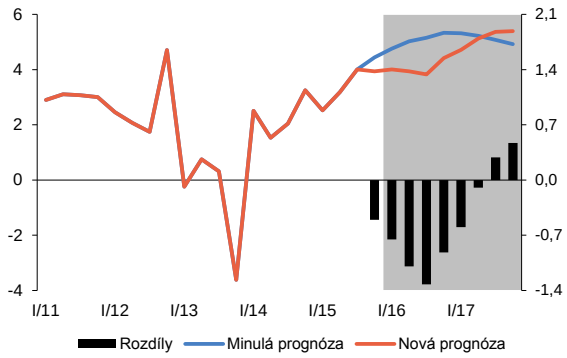
Meziroční růst implikované agregátní **technologie** se oproti minulé prognóze přehodnocuje mírně směrem dolů pro letošní i příští rok. Nejvýrazněji se na tom podílí nižší investičně specifická technologie, která odráží snížení predikce soukromých fixních investic a zohlednění výraznějšího výpadku vládních investic. Práci zhodnocující technologie se výrazně nemění.

GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V PODNIKATELSKÉ SFÉŘE

Prognóza nominálních mezd se až do poloviny příštího roku posouvá výrazně níže

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



II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

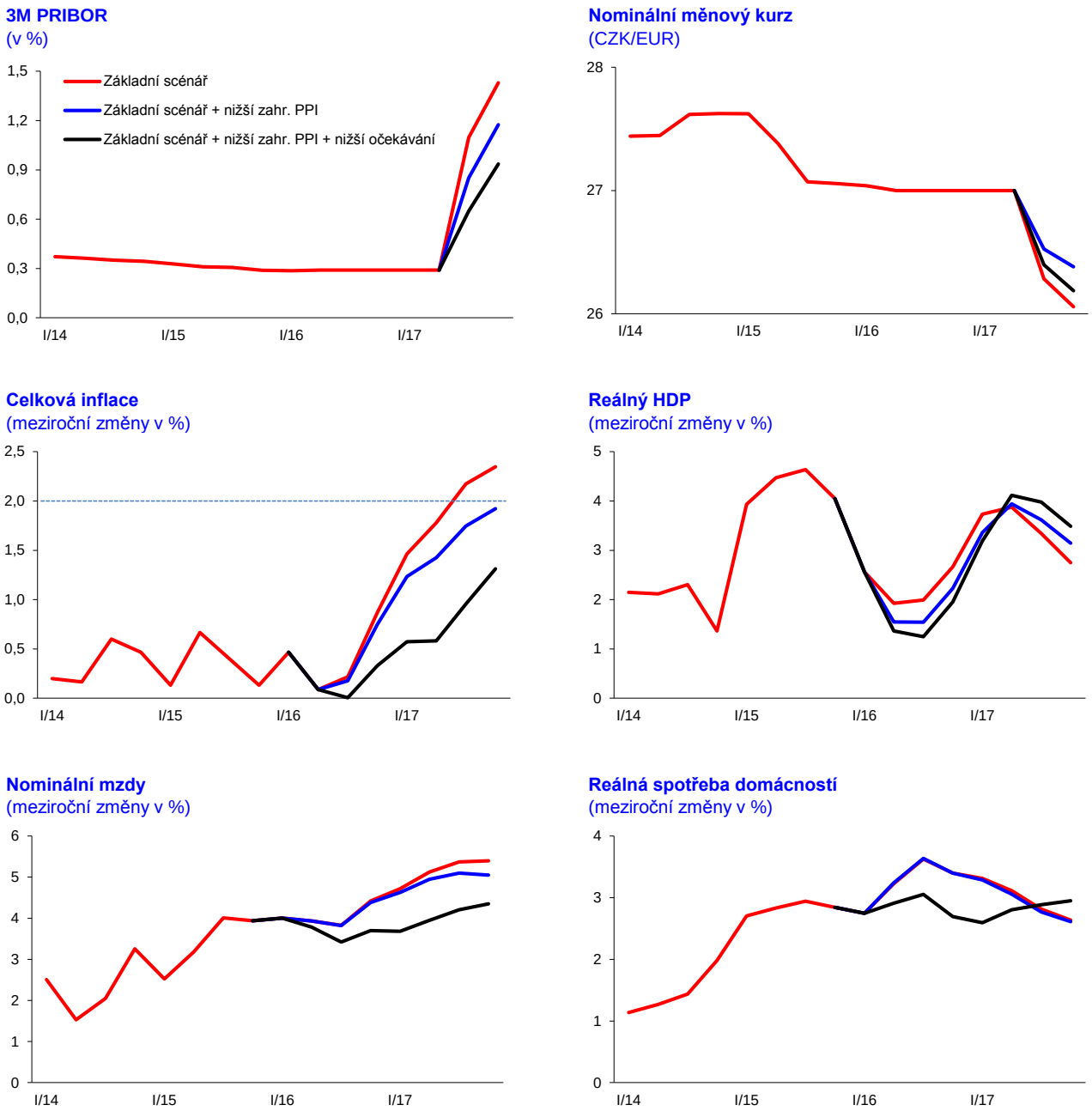
V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. Jedna z nich je spojena s vývojem cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. V rámci domácí ekonomiky panuje nejistota ohledně faktorů stojících za zastavením růstu dynamiky nominálních mezd. Kombinace obou nejistot je kvantifikována citlivostními scénáři v této kapitole. Sekce měnová hodnotí rizika prognózy ve vazbě na tyto citlivostní scénáře jako mírně protiinflační.

II.4.1 Citlivostní scénáře nižšího zahraničního PPI a nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání

Motivací pro zpracování citlivostních scénářů je dlouhodobé nadhodnocování Consensus Forecasts u predikce průmyslových výrobních cen v eurozóně v kombinaci s rizikem promítání dlouhodobě nízké inflace do domácích inflačních očekávání a mzdových vyjednávání. První citlivostní scénář tedy kvantifikuje dopady výrazně nižšího výhledu cen zahraničních výrobců ve srovnání se základním scénářem, druhý scénář navíc přidává ještě předpoklad o nedostatečném ukotvování inflačních očekávání měnovou politikou. Výsledky obou simulací ve srovnání se základním scénářem jsou uvedeny v Grafu SZ II.4.1.

Scénář **nižšího výhledu zahraničních výrobních cen** (v rozsahu cca 1 procentního bodu oproti základnímu scénáři v letech 2016 i 2017) zachovává z hlediska domácí měnové politiky stejný předpoklad jako základní scénář, tj. stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu do poloviny roku 2017. Rovněž předpoklady o vývoji ostatních zahraničních veličin zůstávají shodné se základním scénářem prognózy. Tento citlivostní scénář vede k nižší domácí inflaci, která se tak na horizontu měnové politiky nedostává na cíl. Měnová politika na to reaguje uvolněnějším nastavením měnových podmínek oproti základnímu scénáři, tj. nižšími domácími úrokovými sazbami a slabším kurzem, ovšem až po opuštění kurzu jako nástroje měnové politiky. Stabilita kurzu až do poloviny roku 2017 způsobuje ztrátu cenové konkurenceschopnosti, což se promítá do nižšího reálného vývozu a celkově do nižšího HDP. Pomalejší dynamika nominálních mezd na horizontu prognózy odráží nižší ekonomickou aktivitu v roce 2016 a utlumenější inflaci.

Graf SZ II.4.1 Citlivostní scénáře nižšího zahraničního PPI a nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání



V dalším kroku byl do předchozího scénáře přidán předpoklad **měnovou politikou nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání**. Vychází z nejistoty, zda inflační očekávání budou i při dlouhodobě utlumené inflaci, déletrvajících deflačních tlacích z eurozóny a neměnné hladině kurzového závazku nadále ukotvena u 2% cíle. Pozvolnější růst nominálních mezd oproti základnímu scénáři snižuje v tomto scénáři náklady firem, což následně tlumí inflační tlaky z domácí ekonomiky. Nižší inflační očekávání tak v kombinaci s nižším výhledem cen zahraničních výrobců vedou ke zřetelnému podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky. Z hlediska vývoje

HDP působí protisměrně dva faktory, které ve srovnání se základním scénářem v letošním roce v souhrnu dynamiku ekonomické aktivity mírně snižují a v příštím roce naopak zvyšují. Vlivem vyšších reálných úrokových sazeb a zejména pomalejšího růstu nominálních mezd se snižuje dynamika spotřeby domácností. Naopak nižší náklady na práci pomáhají udržet cenovou konkurenceschopnost domácí ekonomiky i při nižším zahraničním PPI, což v tomto scénáři působí pozitivně na exportní odvětví a zvyšuje čistý vývoz ve srovnání se základním scénářem. Ve druhé polovině roku 2017 dochází při nižší inflaci k mírnějšímu zvýšení úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy i první variantě citlivostního scénáře. Tempo posílení nominálního kurzu se nachází mezi oběma uvedenými scénáři, když odráží na jedné straně nižší domácí úrokové sazby (faktor pozvolnějšího posilování kurzu) a na druhé straně nižší hladinu cen a mezd v domácí ekonomice (umožňující výraznější nominální posílení kurzu koruny bez ztráty cenové konkurenceschopnosti).

II.5 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se v posledních měsících nacházejí stabilně mírně pod cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou na jeho úrovni. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se nachází v lehce záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace je naopak mírně kladný, přičemž oba ukazatele začátkem letošního roku poklesly. Analytici v průměru očekávají, že v letošním roce růst ekonomiky zpomalí pod 3 %, kde se přes lehké zrychlení udrží i v příštím roce. Kurz koruny podle analytiků v ročním horizontu v průměru posílí mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Žádný z analytiků přitom neočekává, že k ukončení kurzového závazku ČNB dojde dříve než v roce 2017. Přibližně polovina z nich očekává jeho ukončení ve druhém čtvrtletí příštího roku, zatímco prognóza ČNB předpokládá používání kurzu do poloviny roku 2017. Všichni analytici zároveň předpokládali, že na květnovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled naznačuje v ročním horizontu nepatrný pokles úrokových sazeb, a pohybuje se tak lehce pod trajektorií sazeb z nové prognózy ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se v posledních měsících nachází stabilně mírně pod 2% cílem ČNB. Také inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvávají pod cílem (Tab. II.5.1). V tříletém horizontu se inflační očekávání analytiků dlouhodobě nacházejí přesně na úrovni 2% cíle ČNB nebo v jeho těsné blízkosti.

U indikátoru **domácnostmi vnímané inflace** se v prvním čtvrtletí 2016 v průměru lehce prohloubila jeho záporná hodnota (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v souhrnu mínily, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor **očekávané inflace** je naopak dlouhodobě mírně kladný. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo pomalejší cenový růst než

TAB. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

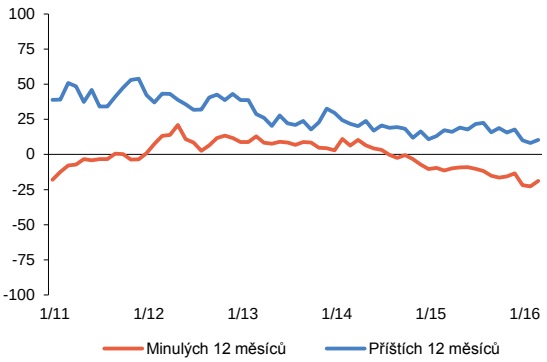
Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se nacházejí stabilně mírně pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou na úrovni cíle
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/15	1/16	2/16	3/16	4/16
IOFT:					
Index spotř. cen	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2016	2,6	2,7	2,5	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2017		2,7	2,7	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2016	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1
Nominální mzdy v roce 2017		3,9	4,1	4,0	4,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,8	26,8	26,8	26,7	26,8
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Podniky:					
Index spotř. cen	1,5			1,4	

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

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



doposud. Také tento ukazatel se však na počátku letošního roku posunul níže.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce – po odeznění jednorázových faktorů z roku 2015 – zpomalení růstu ekonomiky pod 3 % (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). Pod touto hranicí by se měl růst – i přes mírné zrychlení – udržet i v příštím roce. V případě nominálních mezd se v obou letech očekává zhruba 4% nárůst. V ročním horizontu analytici v průměru očekávají posílení měnového kurzu koruny mírně pod hladinu 27 CZK/EUR. Všichni analytici se domnívají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde před koncem roku 2016. Jejich očekávání tohoto kroku jsou rozprostřena přes celý rok 2017, resp. i na začátek roku 2018, přičemž přibližně polovina analytiků tento okamžik umístila do druhého čtvrtletí příštího roku. Před květnovým zasedáním bankovní rady všech patnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

V souhrnu analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním roce podobný růst reálného HDP, v příštím roce pak růst pomalejší. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu se shoduje s prognózou ČNB. Také očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB. Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků nachází v průměru na lehce silnější úrovni než v prognóze ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb předpokládanou novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich pokles o cca 0,1 procentního bodu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB.

TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

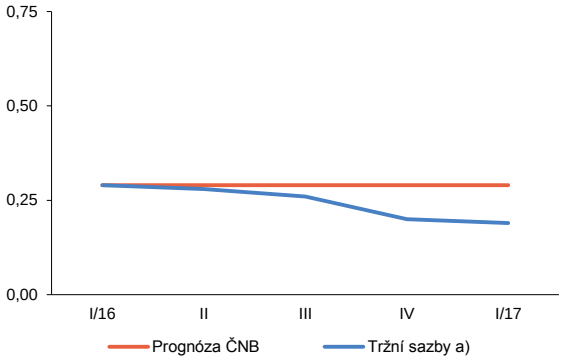
Analytici dle CF předpokládají, že růst ekonomiky letos zpomalí pod 3 %, kde se udrží i v příštím roce
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/15	1/16	2/16	3/16	4/16
Reálný HDP v roce 2016	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4
Reálný HDP v roce 2017		2,7	2,7	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2016	3,8	3,9	3,8	3,9	3,9
Nominální mzdy v roce 2017		3,9	3,9	4,0	4,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,9	26,7	26,6	26,7	26,8
3M PRIBOR (v %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

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



a) pro I/16 a II/16 3M PRIBOR, pro III/16 až I/17 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 22. 4. 2016

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace se v lednu 2016 zvýšila, v únoru a březnu však opět poklesla a v průměru za první čtvrtletí dosáhla 0,5 %. Po očištění o primární dopady změn nepřímých daní ceny meziročně vzrostly o 0,3 %. Inflace se tak stále nacházela výrazně pod cílem ČNB. K velmi nízké inflaci přispívá meziroční pokles cen pohonných hmot a potravin, odrážející propad světových cen ropy, resp. déletrvající snižování cen zemědělských komodit. Regulované ceny naproti tomu začaly od ledna 2016 slabě meziročně růst. Korigovaná inflace byla zhruba stabilní mírně nad 1 % a nadále nejvýrazněji přispívala k růstu spotřebitelských cen. V jejím vývoji se odráželo zvyšování domácích nákladových tlaků vlivem pokračujícího růstu domácí ekonomiky a dalšího zlepšování situace na trhu práce. V opačném směru naopak působil protiinflační cenový vývoj v zahraničí.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2016 nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle v prvním čtvrtletí 2016 je přitom nutné zkoumat období od července 2014 do prosince 2015, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého nástroje začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se nicméně z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání Zprávy o inflaci IV/2014 s následným vývojem.

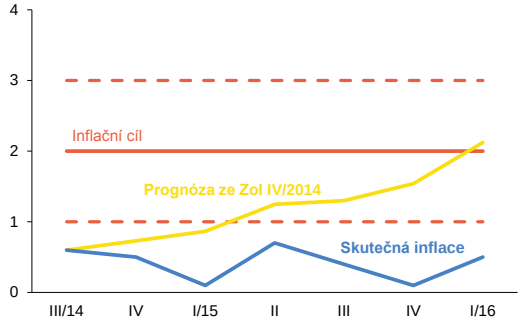
Prognóza ze Zprávy o inflaci IV/2014 byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do prvního čtvrtletí 2016. Dovozní ceny měly začít působit lehce protiinflačně, směrem ke zvyšování cen měly naopak na celém horizontu prognózy působit rostoucí domácí ekonomika a zrychlující mzdový růst. To mělo vést k plynulému nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot. U regulovaných cen byl v letech 2014 i 2015 očekáván pokles, poté měly začít mírně růst. Ceny potravin měly nejdříve znatelně zpomalit svou dynamiku v návaznosti na prohloubení poklesu cen zemědělských výrobců, jejich růst měl zrychlit v průběhu roku 2015. Predikce cen pohonných hmot předpovídala znatelný pokles vlivem pozorovaného snížení světových cen ropy, jejich růst se měl obnovit až v roce 2016. Celková i měnověpolitická inflace tak měly pokračovat v postupném nárůstu směrem k 2% cíli ČNB, na horizontu

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se v prvním čtvrtletí 2016 nacházela výrazně pod prognózou ze ZoI IV/2014, a tedy i výrazně pod 2% cílem ČNB

(meziročně v %)



měnové politiky jej zdola protnout a poté se v roce 2016 pohybovat lehce nad ním (Graf III.1.1).

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** v celém období pohybovala pod prognózou. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce v prvním čtvrtletí 2016 dosáhl -1,6 procentního bodu (Tab. III.1.1). Tato odchylka byla dána vývojem všech složek inflace s výjimkou primárních dopadů změn nepřímých daní. Největší záporný příspěvek vyplýval z nečekaně utlumeného vývoje cen potravin (výraznější než očekávaný pokles světových cen zemědělských komodit, embargo na dovoz potravin do Ruska a zrušení kvót na produkci mléka v rámci EU). K záporné odchylce od prognózy přispěl také propad cen pohonných hmot a pomalejší růst korigované inflace bez pohonných hmot, který byl dán především přetrvávajícím poklesem výrobních cen v eurozóně a nižším pozorovaným růstem mezd. V menší míře přispěl k odchylce od prognózy také mírnější růst regulovaných cen.

Na výrazně nižší domácí inflaci oproti prognóze se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Nejvýznamnější odchylku zaznamenal vývoj výrobních cen v zahraničí (až téměř 5 procentních bodů), u nichž se nenaplnil očekávaný růst a jejichž dynamika naopak setrvala v silně záporných meziročních hodnotách (Tab. III.1.2). K tomu výrazně přispěl neočekávaný propad cen ropy. Růst zahraniční poptávky lehce převyšoval předpokládanou dynamiku. Zahraniční úrokové sazby se dále snižovaly, a to až do záporu, s čímž prognóza také nepočítala. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na ČR protiinflačně, resp. ve směru potřeby výrazně uvolněnějších měnových podmínek. **Domácí tržní úrokové sazby** však zůstaly stabilní (Tab. III.1.3); jejich snížení nenastalo kvůli existenci nulové dolní meze. **Měnový kurz** setrval na hodnotách, které sice byly zpočátku mírně slabší vůči vyhlášenému závazku ČNB, avšak nebyly dostatečné ke kompenzování deflačních tlaků ze zahraničí a zajištění návratu inflace na cíl. Dopady protiinflačního vývoje zahraničí na domácí cenový vývoj tak byly podstatně silnější než v prostředí, kdy měnová politika není omezena nulovou dolní mezí úrokových sazeb.

Vývoj české ekonomiky od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Kvalitativně se naplnil předpoklad o oživení české ekonomiky, i když skutečný růst HDP byl v závěru roku 2014 nižší než predikovaný. V roce 2015 byla dynamika HDP naopak vyšší v důsledku zvýšení investic (dočerpávání fondů EU) a reálné spotřeby domácností i vlády (vyšší mzdový růst ve vládním sektoru). Příznivý dopad na růst HDP měly rovněž nečekaně nízké ceny energetických surovin. Vývoj nominálních veličin se naopak od prognózy odchyloval znatelně směrem dolů. Růst nominálních mezd v celém období zaostával za predikovanými hodnotami. To spolu se silně protiinflačním cenovým vývojem v zahraničí vedlo k výrazně nižší inflaci oproti prognóze.

TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

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

	Prognóza ZoI IV/2014	Skutečnost 1.čtvrtletí 2016	Příspěvek k celkovému rozdílu c)
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	0,5	-1,6
z toho:			
regulované ceny	1,7	0,7	-0,2
primární dopady změn nepřímých daní a)	0,0	0,2	0,2
ceny potravin b)	2,7	-0,4	-0,8
ceny pohonných hmot (PH) b)	1,1	-12,4	-0,5
korigovaná inflace bez PH b)	2,0	1,3	-0,4

a) Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.
b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.
c) Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

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

		IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16
HDP v eurozóně a), b), c)	p	0,9	1,1	1,6	1,9	2,0	2,1
	s	1,0	1,3	1,8	2,2	2,3	-
PPI v eurozóně b), c)	p	-1,1	0,2	1,1	1,4	1,6	1,9
	s	-2,2	-2,8	-2,1	-2,6	-3,1	-
3M EURIBOR	p	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
(v %)	s	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Kurz USD/EUR	p	1,26	1,25	1,24	1,23	1,22	1,21
(úroveň)	s	1,25	1,13	1,10	1,11	1,09	1,10
Cena ropy Brent	p	89,8	91,1	92,3	93,1	93,5	93,8
(USD/barel)	s	77,1	55,1	63,5	51,3	44,7	35,2

a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele ze ZoI IV/2014

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Růst HDP byl v roce 2015 oproti prognóze rychlejší, dynamika mezd naopak zaostávala za predikcí
(p – prognóza, s – skutečnost)

		IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16
3M PRIBOR	p	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
(v %)	s	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurz CZK/EUR	p	kurzový závazek poblíž 27 CZK/EUR					
(úroveň)	s	27,6	27,6	27,4	27,1	27,1	27,0
Reálný HDP a)	p	2,2	2,0	2,4	2,8	2,7	3,0
(mzr. změny v %)	s	1,4	3,9	4,5	4,6	4,0	-
Nominální mzdy b)	p	3,9	2,9	3,5	4,2	4,6	4,8
(mzr. změny v %)	s	1,8	2,2	3,3	3,8	3,9	-

a) sezonně očištěno
b) v podnikatelském sektoru

Pro rozhodování bankovní rady o **nastavení měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila bilanci rizik prognóz na horizontu měnové politiky buď jako protiinflační nebo vyrovnanou. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu znatelně převažovala protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a světových cen energetických komodit, později i posílení kurzu a snížení cen potravinářských komodit). Přímé promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen doznělo, kurz ale nadále přispívá k růstu domácí ekonomiky, který působí směrem ke zvyšování nákladů a návazně i spotřebitelských cen. Inflační cíl je však vlivem silných zahraničních nákladových šoků již delší dobu výrazně podstřelován, když se inflace nachází pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. K tomu přispívá i pomalejší růst mezd v domácí ekonomice.

V souhrnu se tak s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od července 2014 do prosince 2015 měla být ještě výrazně uvolněnější.

III.1.2 Současný vývoj inflace

V prvním čtvrtletí 2016 dosáhla **meziroční inflace**[25] v průměru 0,5 %, což bylo o 0,4 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Přitom inflace zrychlila pouze v lednu (na 0,6 %), zatímco v únoru a březnu postupně zvolňovala (na 0,5 %, resp. 0,3 %; Graf III.1.2). Na lednové zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen měly vliv zejména vyšší regulované ceny a zmírnění meziročního poklesu cen potravin a pohonných hmot. V únoru a březnu však došlo k jejich opětovnému prohloubení, což byl hlavní důvod zmíněného poklesu dynamiky spotřebitelských cen (Graf III.1.3). Korigovaná inflace bez pohonných hmot v lednu mírně zvolnila, což bylo dáno zpomalením růstu cen obchodovatelných[26] složek při zhruba stagnaci růstu neobchodovatelných[27] složek. Nadále však nejvýrazněji přispívala ke zvyšování spotřebitelských cen.

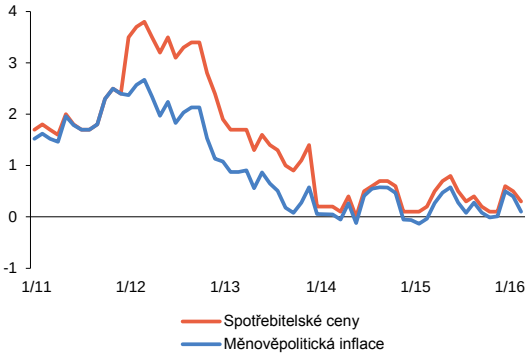
Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen dosáhl v prvním čtvrtletí 2016 0,2 procentního bodu. Souvisel s dopadem dvou harmonizačních úprav spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2015 a z ledna 2016. Dopad těchto změn do cenové hladiny ve výši 0,1, resp. 0,2 procentního bodu byl vždy rozložen do prvních tří měsíců příslušného roku.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, v lednu mírně zrychlila, v únoru a březnu pak postupně zpomalovala. V průměru přitom za první

GRAF III.1.2

INFLACE

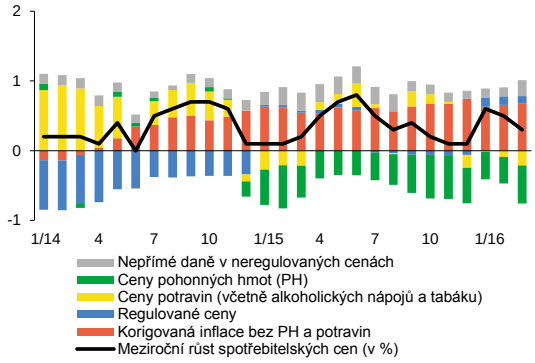
Inflace začátkem roku 2016 mírně vzrostla, poté se však opět snížila
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

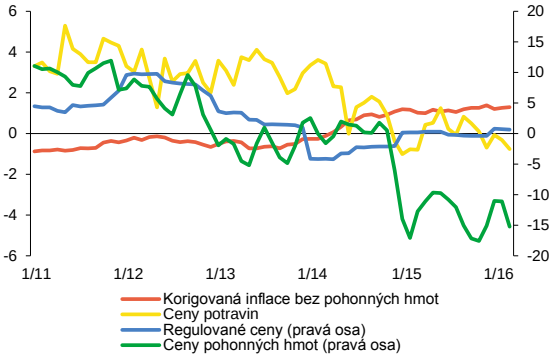
Pokles cen pohonných hmot a potravin byl více než vyvažován korigovanou inflací bez PH, regulovanými cenami a dopady změn nepřímých daní
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.1.4

SLOŽKY INFLACE

Korigovaná inflace v prvním čtvrtletí 2016 zhruba stagnovala, slabě růst začaly regulované ceny, ceny potravin a ceny pohonných hmot dále klesaly
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



25 Měřeno meziročním růstem indexu spotřebitelských cen.
26 Ceny obchodovatelných statků zahrnují ceny zboží s výjmkou potravin a pohonných hmot.
27 Ceny neobchodovatelných statků zahrnují především ceny služeb s výjimkou regulovaných cen.

čtvrtletí 2016 dosáhla 0,3 %, a nacházela se tak výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.

Regulované ceny v prvním čtvrtletí 2016 začaly meziročně slabě růst (o 0,7 %). Na tom se nejsilněji podílely ceny elektrické energie a tepla pro domácnosti, rovněž vodné a stočné i ceny ve zdravotnictví vykázaly kladný příspěvek. Růst cen v těchto položkách byl naopak částečně kompenzován poklesem cen plynu pro domácnosti a cen v dopravě.

Meziroční růst **tržních cen**[28] měřený čistou inflací dosáhl v prvním čtvrtletí 2016 v průměru 0,2 %. V dynamice tržních cen se odrážel zejména vývoj cen potravin, které v lednu zmírnily svůj meziroční pokles, poté však následovalo jeho opětovné prohloubení. Zároveň pokračoval propad cen pohonných hmot, který se však v průměru poněkud zmírnil. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zhruba stagnovala mírně nad 1% úrovní (Graf III.1.4).

Ceny potravin, nápojů a tabáku v průběhu prvního čtvrtletí 2016 celkově prohloubily svůj meziroční pokles, v průměru se snížily o 0,4 % (Graf III.1.5). Jejich vývoj byl přitom nadále značně různorodý. Na jedné straně odrážel zrychlující pokles cen zemědělských výrobců včetně přetrvávajícího vlivu zrušení kvót na produkci mléka v EU, na druhé straně působil vliv loňského sucha. Nadále tak výrazně klesaly ceny mléka, mléčných výrobků a masa, ceny pekárenských výrobků i řady dalších položek. Rostly naopak ceny zeleniny, ovoce, ryb a alkoholických nápojů (Graf III.1.6).

Meziroční pokles **cen pohonných hmot** se v prvním čtvrtletí 2016 v porovnání s koncem loňského roku zmírnil, i tak však dosáhl v průměru výrazných -12,4 % (Graf III.1.4). V cenách pohonných hmot se nadále odrážely nízké světové ceny ropy Brent i benzínu při meziroční stagnaci kurzu CZK/USD.

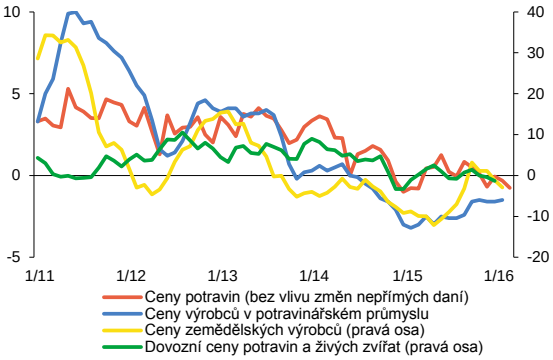
Korigovaná inflace bez pohonných hmot v lednu zpomalila, v únoru i březnu byl pak tento pokles slabě korigován (na 1,3 %; Graf III.1.7). Tyto drobné změny byly dány vývojem cen obchodovatelných statků, zatímco růst neobchodovatelných statků zhruba stagnoval. Celkově za první čtvrtletí ceny obchodovatelných statků zpomalily svůj meziroční růst ve srovnání se závěrem loňského roku, na čemž se podílelo výrazně protiinflační působení zahraničních cen spolu s meziročním posílením kurzu koruny vůči euru. Ve vývoji cen neobchodovatelných statků se odrážel pokračující růst domácí ekonomické aktivity zejména v sektoru služeb a zlepšující se situace na trhu práce. Na růstu cen neobchodovatelných statků se podílely především ceny kulturních a rekreačních služeb, nájemné, ceny stravovacích služeb a služeb spojených s provozem osobních dopravních prostředků, naopak klesaly ceny v oddíle pošty a telekomunikace.

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

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

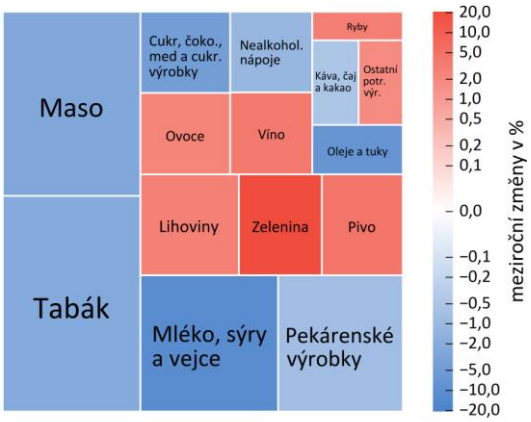
Klesající ceny zemědělských výrobců i ceny dovážených potravin se projevily ve zrychleném poklesu spotřebitelských cen potravin
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN, NÁPOJŮ A TABÁKU V BŘEZNU 2016

Vývoj cen potravin je nadále velmi různorodý
(velikost dlaždice – relativní váha ve spotřebním koši, barva dlaždice – meziroční změny v %)

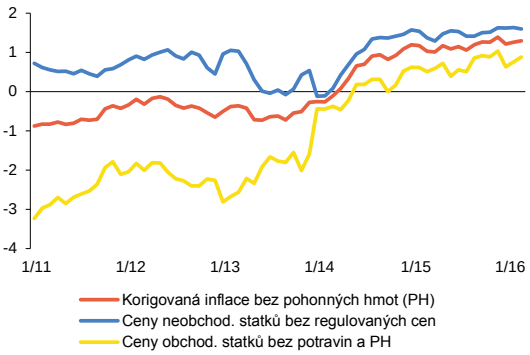


Pozn.: Po započtení vlivu změn nepřímých daní by ceny tabákových výrobků vzrostly meziročně o 2,4 %.

GRAF III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Korigovaná inflace bez PH v prvním čtvrtletí 2016 zhruba stagnovala, obě její složky byly nadále kladné
(meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Pokles dovozních cen se v průběhu prvního čtvrtletí 2016 dále prohluboval. Za tím stál trvající propad cen energetických i neenergetických surovin při současném přechodu meziroční dynamiky dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování do záporných hodnot. Nižší ceny dovážených vstupů se následně odrazily v dalším prohloubení meziročního poklesu cen průmyslových výrobců. Ceny zemědělských komodit se vrátily do meziročního poklesu vlivem zřetelného útlumu růstu cen rostlinné produkce při pokračujícím výrazném snižování cen živočišných produktů. Meziroční růst cen stavebních prací byl nadále nevýrazný a jen mírně přesáhl 1 %. Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru zhruba stagnovaly.

III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny prohloubily v úvodu letošního roku svůj meziroční pokles (na -5,8 % v únoru; Graf III.2.1), a navázaly tak na klesající trend ze druhé poloviny loňského roku. Propad v dovozních cenách byl pozorován v převážné většině sledovaných skupin. Ačkoliv byl pokles dovozních cen i nadále nejvýznamněji ovlivňován výrazně klesajícími cenami ve skupině minerálních paliv, za prohloubením záporné dynamiky celého indexu stál v úvodu letošního roku zejména nárůst negativních příspěvků dovozních cen polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování (Graf III.2.2).

Znatelně záporný příspěvek cen ve skupině **minerálních paliv** se v únoru letošního roku mírně zvýraznil (Graf III.2.2). To bylo odrazem dočasného prohloubení meziročního poklesu ceny ropy Brent (na -43 %; Graf III.2.3) i světových cen zemního plynu (na -49,3 %). Vliv meziročně slabšího kurzu koruny vůči americkému dolaru, který v předchozích měsících částečně tlumil dopad poklesu světových cen energetických surovin do domácích cen, přitom v únoru letošního roku téměř odezněl. Vlivem těchto okolností se meziroční pokles dovozních cen minerálních paliv prohloubil pod úroveň -30 %.

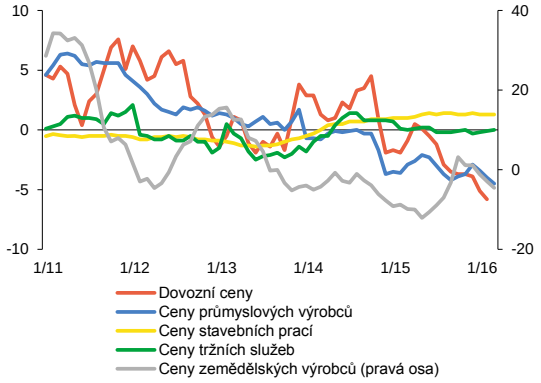
Meziročně nižší dovozní ceny byly v úvodu letošního roku zaznamenány i ve skupinách **polotovary** a **neenergetické suroviny**. Do meziročního poklesu přešly na přelomu loňského a letošního roku také dovozní ceny **potravin, tabáku a nápojů**. I jejich pokles se v únoru dále prohloubil. To bylo přitom dáno vývojem dovozních cen potravin a živých zvířat, naopak dovozní ceny nápojů a tabáku klesaly mírněji.

Také meziroční dynamika **dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování** se na přelomu loňského a letošního roku přesunula do záporných hodnot, a to jak ve skupině dovážených strojů a dopravních prostředků, tak u průmyslového spotřebního zboží (na -0,9 %, resp. -2,5 % v únoru). V rámci první jmenované skupiny byl nicméně vývoj dovozních cen diferencovaný, když dovozní ceny kancelářských strojů a zařízení nadále rostly (v únoru meziročně o 0,7 %), zatímco dovozní ceny strojů a zařízení užívaných v průmyslu se

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

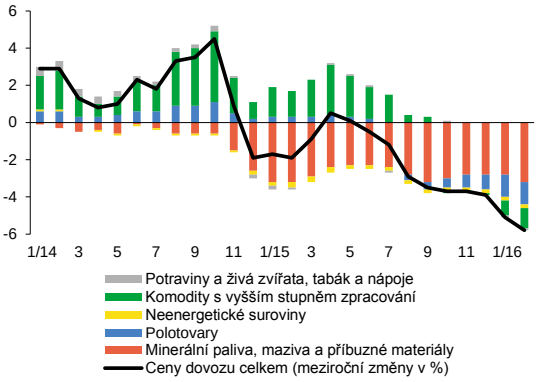
Pokles dovozních cen, cen průmyslových i zemědělských výrobců v úvodu letošního roku zesílil, ve stavebnictví naopak ceny dále mírně rostly
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

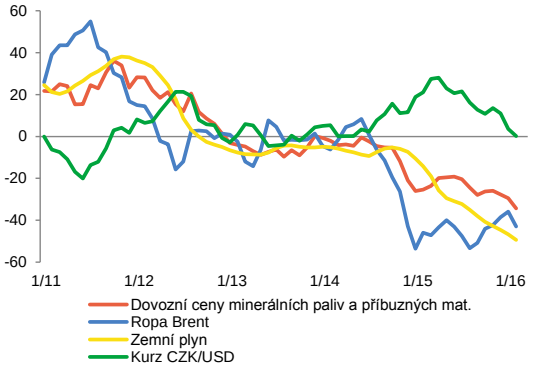
Pokračující pokles dovozních cen byl plošný, i když v největší míře se na něm nadále podílel propad cen energetických surovin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel prohloubení meziročního propadu světových cen ropy a zemního plynu
(meziroční změny v %)



opětovně snížily (o 1,4 %). Ve směru vyšších dovozních cen tak působil jedině pokračující meziroční růst ve váhově nevýznamné skupině živočišných olejů a tuků, i ten se však v prvních dvou měsících letošního roku zmírnil.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Meziroční pokles **cen průmyslových výrobců** se po dílčím zmírnění na přelomu loňského a letošního roku v průběhu prvního čtvrtletí 2016 opětovně prohloubil (na -4,5 % v březnu; Graf III.2.4). Tento vývoj byl nejvíce ovlivněn změnami cen dovážených vstupů, a to především vývojem světových cen ropy, který se do snížení cen průmyslových výrobců promítl s tradičně krátkým zpožděním.

Zesílení meziročního poklesu cen průmyslových výrobců bylo nejzřetelnější u **sloučeného indikátoru cen výrobců energií a služeb spojených s vodou**[29] (Graf III.2.4). Bližší pohled do jednotlivých odvětví tohoto indexu přitom ukazoval znatelné rozdíly v rámci jeho jednotlivých složek.

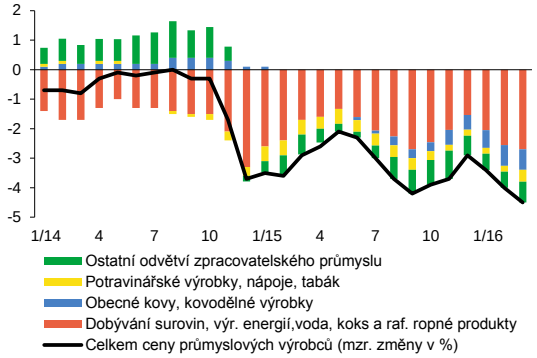
V odvětvích **elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch**, kde jsou v lednu stanovené ceny většinou stabilní po celý rok, došlo k výraznému prohloubení meziročního poklesu cen výrobců na hodnoty poblíž -4 %. Výrobní ceny v **odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami** od ledna znatelně zpomalily meziroční růst (na 0,5 %; Graf III.2.5). V odvětví **těžby a dobývání** se počátkem roku zřetelně prohloubil meziroční pokles cen výrobců (na -6,5 % v březnu). Při nízké váze tohoto odvětví však uvedená změna sloučený indikátor příliš neovlivnila. Zesílení meziročního poklesu sloučeného indikátoru bylo tedy i v prvním čtvrtletí 2016 v rozhodující míře ovlivněno vývojem cen v odvětví **koks a rafinované ropné výrobky**. To odráželo zejména předchozí dočasné prohloubení meziročního propadu světových cen ropy. V třídění podle hlavních průmyslových skupin se to projevilo v prvním čtvrtletí 2016 prohloubením poklesu cen energií a pokračujícím poklesem cen meziproduktů (Graf III.2.6).

V **potravinářském průmyslu** se meziroční pokles cen v lednu a únoru pohyboval na hodnotách ze čtvrtého čtvrtletí 2015, avšak v březnu se znatelně prohloubil (na -2,5 %). V odvětví **obecných kovů a kovodělných výrobků** se meziroční pokles výrobních cen v prvním čtvrtletí 2016 rovněž dále zvýraznil (na -5,8 % v březnu). Ve srovnání se závěrem loňského roku zaznamenaly výraznější pokles i ceny výrobců dopravních prostředků (v březnu o 2,2 %).

GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

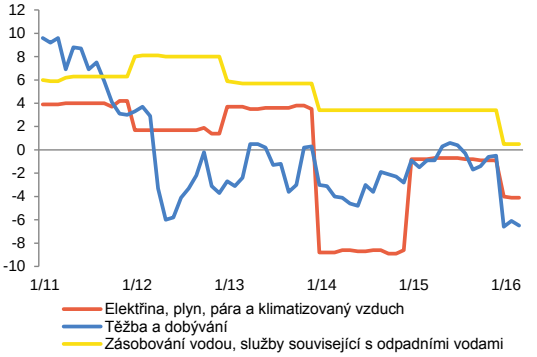
Plošný pokles cen průmyslových výrobců se v prvním čtvrtletí 2016 opět mírně prohloubil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.5

CENY ENERGIÍ A SLUŽEB SOUVISEJÍCÍCH S VODOU

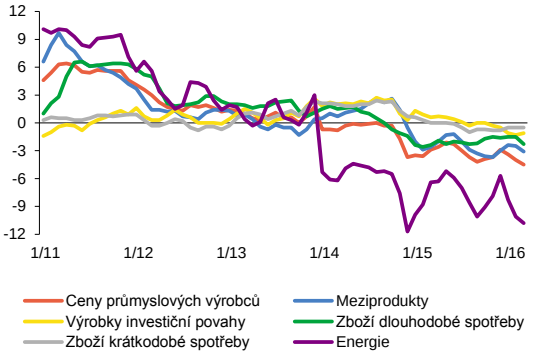
Pokles cen elektrické energie se prohloubil a růst cen služeb spojených s vodou zpomalil
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.6

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Pokles cen energií se výrazně prohloubil, ceny klesaly i ve všech dalších skupinách
(meziroční změny v %)



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

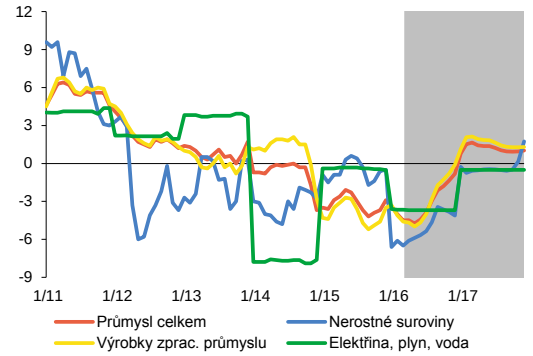
V souhrnu v prvním čtvrtletí 2016 pokračoval výrazný pokles **cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu** (v březnu o 4,6 %). K tomuto vývoji přispěly nejen nižší světové ceny ropy a trvající pokles cen výrobců v efektivní eurozóně, ale i mírné meziroční posílení kurzu CZK/EUR.

Ceny průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí 2016 klesaly rychleji v porovnání s prognózou z 1. SZ, a to zejména vlivem výraznějšího než očekávaného poklesu cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Aktuálně pozorovaný výrazný propad cen průmyslových výrobců bude podle **nové prognózy** pokračovat i ve druhém čtvrtletí 2016. Od třetího čtvrtletí se pak bude pokles výrobních cen v průmyslu postupně zmírňovat, což je dáno předpokladem o vývoji cen ropy, benzínů i cen výrobců v efektivní eurozóně. Návrat k meziročnímu růstu cen výrobců v průmyslu prognóza očekává na začátku roku 2017 (Graf SZ III.2.1). To bude odrážet zejména obnovení růstu výrobních cen v eurozóně i vývoj cen ropy. V průměru se v příštím roce ceny průmyslových výrobců zvýší o 1,2 %, když proti rychlejšímu růstu cen výrobců bude působit posílení měnového kurzu po očekávaném ukončení kurzového závazku v polovině příštího roku. Oproti minulé predikci předpokládá nová prognóza nižší dynamiku cen průmyslových výrobců na celém horizontu s výjimkou první poloviny roku 2017, kdy je aktuální prognóza buď o něco vyšší či zhruba shodná.

GRAF SZ III.2.1

PROGNÓZA CEN PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

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



Ceny zemědělských výrobců

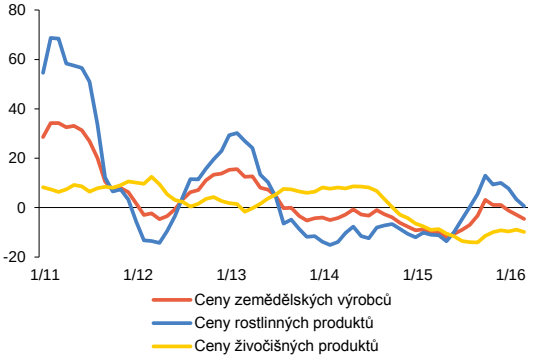
Po krátkém oživení cenového růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 začaly **ceny zemědělských výrobců** od počátku letošního roku opět meziročně klesat (o 4,6 % v březnu). Za tím stálo zřetelné utlumení růstu cen v rostlinné výrobě z 10% tempa v závěru loňského roku na březnových 0,6 %. Do meziročního poklesu přitom přešly ceny většiny obilovin, naopak nadále výrazně rostly ceny brambor a čerstvé zeleniny, růst cen v ostatních skupinách se zmírnil. V živočišné výrobě pokračoval výrazný cenový pokles, který se oproti předcházejícímu období jen nepatrně prohloubil (na -9,9 % v březnu). K tomu přispíval především stále výrazný pokles cen mléka. Zřetelně klesaly i ceny většiny dalších produktů v této skupině s výjimkou skotu.

Tento vývoj ovlivnilo několik **faktorů**. V případě produktů rostlinné výroby působil na zvolnění růstu cen kromě nadprůměrné úrody v loňském roce i příznivý výhled světové produkce pro letošní rok spojený při očekávaném poklesu světového agrárního obchodu s dalším nárůstem světových zásob. To vedlo k dalšímu snížení cenové hladiny produktů rostlinné výroby, resp. k udržení cen na velmi nízké úrovni. Liberalizace trhu s mlékem v EU v loňském roce přispěla v kombinaci s pokračováním odvetných obchodních sankcí ze strany Ruska k udržení poklesu cen mléka a vepřového masa. Na pokles domácích cen zemědělských produktů působilo rovněž meziroční posílení měnového kurzu koruny.

GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Se znatelným zmírněním růstu cen v rostlinné výrobě se ceny zemědělských výrobců vrátily do poklesu
(meziroční změny v %)



Nová prognóza cen zemědělských výrobců očekává v celém průběhu letošního roku jejich meziroční pokles (v průměru

o 2,7 %), a to zejména kvůli výraznému poklesu cen zemědělských výrobků z počátku letošního roku a výhledu jen nepatrně rostoucích cen klíčových zemědělských komodit na světových trzích pro letošní rok při předpokládaném stabilním kurzu koruny (Graf SZ III.2.2). K oživení meziročního růstu cen tak dojde až v roce 2017. Vliv rostoucího výhledu cen komodit na světových trzích ale bude od druhé poloviny roku 2017 částečně tlumen nominálním posilováním kurzu koruny. Oproti 1. SZ 2016 se prognóza přehodnocuje pro letošní rok protiinflačním směrem, pro většinu roku 2017 je to vlivem srovnávací základny naopak. Na snížení predikce pro letošní rok mají vliv nižší domácí i zahraniční pozorovaná data a nižší tržní výhledy cen agrárních komodit.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V prvním čtvrtletí 2016 pokračoval dosavadní mírný meziroční růst **cen stavebních prací**, a to slabě nad 1 % (Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví se však dále meziročně snižovaly (o 1,7 % v březnu).

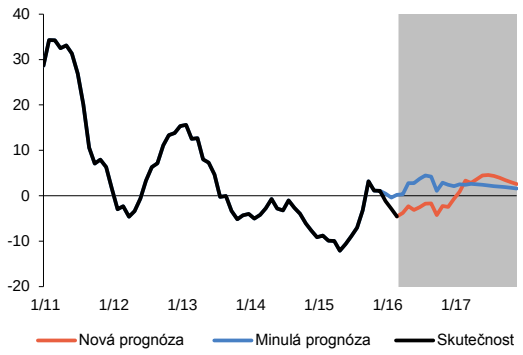
Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru počátkem roku 2016 navázaly na jen mírný meziroční pokles z předchozích čtvrtletí. V březnu se pak pokles těchto cen zastavil (Graf III.2.8). To ukazuje na celkově utlumený cenový vývoj v této oblasti, když růst cen převyšující úroveň 3 % zaznamenalo pouze odvětví architektonických a inženýrských služeb.

GRAF SZ III.2.2

PROGNÓZA CEN ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Prognóza očekává růst cen zemědělských výrobců až v roce 2017

(meziroční změny v %)

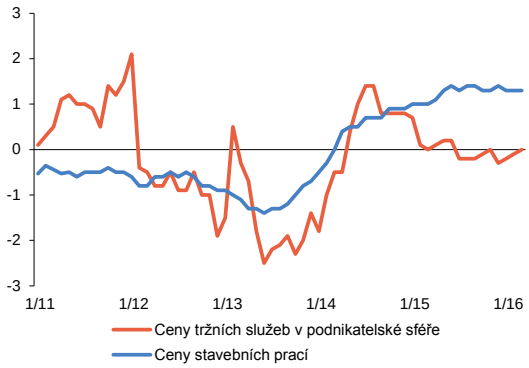


GRAF III.2.8

CENY STAVEBNÍCH PRACÍ A TRŽNÍCH SLUŽEB PRO PODNIKATELSKOU SFÉRU

Růst cen stavebních prací se udržoval mírně nad 1 %, ceny tržních služeb v březnu stagnovaly

(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zvolnil na 4 %. Na meziročním růstu produktu se opětovně podílely zejména hrubá tvorba kapitálu a spotřeba domácností. Kladně ale přispěl po delší době také čistý vývoz. Na straně nabídky růst hrubé přidané hodnoty rovněž zpomalil. Opětovně k němu přispěly zhruba stejnou měrou průmysl a služby. Výkon ekonomiky se nacházel lehce pod potenciálem.

III.3.1 Domácí poptávka

Nadále výrazný meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf III.3.1) byl tažen **domácí poptávkou**. Její meziroční dynamika však ve čtvrtém čtvrtletí znatelně zpomalila. K růstu domácí poptávky přispěly opětovně zejména fixní investice a spotřeba domácností (Graf III.3.2). Kladně, avšak v o poznání menší míře přispěla také spotřeba vlády. Vykázaný příspěvek změny stavu zásob byl nepatrně záporný.

Konečná spotřeba

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 pokračoval znatelný meziroční růst reálných **výdajů domácností na konečnou spotřebu** (2,9 %; Graf III.3.3). Obdobný růst spotřeby domácností jako v předchozím čtvrtletí byl opětovně dosažen při nižším růstu hrubého disponibilního důchodu, což se projevilo dílčím meziročním snížením míry úspor.

Meziroční růst nominálního **hrubého disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně zrychlil (o 0,2 procentního bodu na 2,2 %; Graf III.3.3). Jeho reálná kupní síla se tak při nepatrném poklesu deflátoru spotřeby domácností zvýšila o 2,3 %. Nominální objem mezd a platů mírně zpomalil svůj meziroční růst (na 4,5 %), při svém téměř 60% podílu na disponibilním důchodu nicméně opět významně přispěl k jeho meziroční dynamice (Graf III.3.4). V poněkud větší míře než v předchozím čtvrtletí přispěly kladně také sociální dávky a ostatní transfery. Naopak ve směru nižšího růstu hrubého disponibilního důchodu působil výrazně záporný příspěvek placených daní a sociálních příspěvků, který odrážel rostoucí zdanitelné příjmy domácností. Pokračoval meziroční pokles příjmů podnikatelů i důchodů z vlastnictví.

Míra úspor[30] domácností se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně snížila (o 0,7 procentního bodu na 12,9 %). Růst spotřebitelských úvěrů přitom zrychlil a přispíval k financování růstu spotřebních výdajů domácností (viz kapitola III.5).

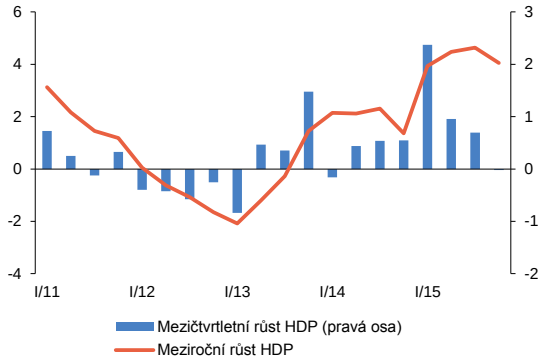
Růst **spotřebních výdajů** se i ve čtvrtém čtvrtletí 2015 realizoval ve všech sledovaných skupinách (Graf III.3.5). Na rozdíl od předchozích čtvrtletí však k růstu spotřeby domácností

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Meziroční růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zpomalil

(meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)

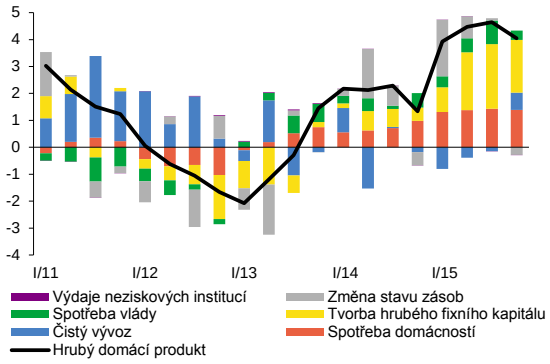


GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP přispěla opět zejména hrubá tvorba fixního kapitálu a spotřeba domácností, kladný příspěvek měl po delší době také čistý vývoz

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %, sezonně očištěné údaje)

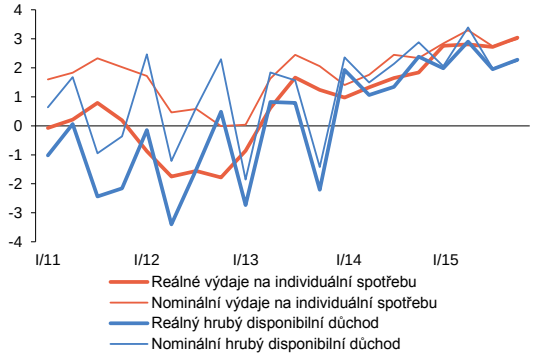


GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Spotřeba domácností rostla nadále rychleji než hrubý disponibilní důchod

(meziroční změny v %, sezonně neočištěné údaje)



30 podle sezonně neočištěných údajů

přispělo dominantně zvýšení výdajů na předměty krátkodobé spotřeby, zatímco příspěvek ostatních složek se snížil, nejvýrazněji v případě služeb.

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** pokračoval v lednu a únoru letošního roku výrazný meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb, a to jak v motoristickém segmentu, tak ve zbytku maloobchodu. Také indikátor spotřebitelské důvěry dále vzrostl, lednové historicky nejvyšší hodnoty se však v následujících dvou měsících již neopakovaly (Graf III.3.6).

Meziroční růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 výrazně zpomalil (na 1,8 % ze 4,5 % v předchozím čtvrtletí), což bylo způsobeno krátkodobě nižšími výdaji ve zdravotnictví. Kladný příspěvek spotřeby vlády k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu se tak snížil na 0,3 procentního bodu (Graf III.3.2).

Investice

Meziroční růst **fixních investic** byl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 i nadále výrazný (7,8 %[31]), ve srovnání s předchozím čtvrtletím však již mírně zpomalil. Vykázané zpomalení přitom bylo tlumeno jednorázovým učetním vlivem pronájmu letounů Gripen, jenž se na růstu fixních investic podílel téměř 4 procentními body.

K růstu investiční aktivity přispěl[32] dominantně růst fixních investic **sektoru vlády** (o více než 40 %; Graf III.3.7). Vládní investice byly ve zvýšené míře směrovány do strojů a zařízení, což bylo důsledkem výše uvedeného zachycení pronájmu letounů Gripen. Příspěvek investic do budov a staveb se ve srovnání s třetím čtvrtletím 2015 snížil, což odráželo odeznívání vlivu dočerpávání prostředků ze strukturálních fondů EU minulého programového období (Graf III.3.8).

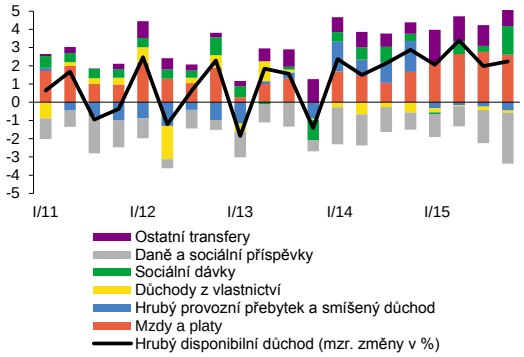
V předchozích čtvrtletích významný příspěvek investic **sektoru nefinančních podniků** v závěru loňského roku plně odezněl. To bylo důsledkem souběhu meziročního poklesu investic ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu[33] a pokračujícího růstu investic v odvětvích obchodu a služeb. Podle konjunkturních ukazatelů ČSÚ přesto nefinanční podniky vnímají očekávaný budoucí vývoj poptávky i nadále pozitivně. Stejný obrázek poskytují také poslední výsledky šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za první čtvrtletí 2016, dle kterých nefinanční podniky vidí pokračující růst investic v horizontu šesti i dvanácti měsíců.

Investice **sektoru domácností** rostly ve čtvrtém čtvrtletí 2015 jen zanedbatelně (o 0,3 %, Graf III.3.7). Růst investic do obydlí,

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

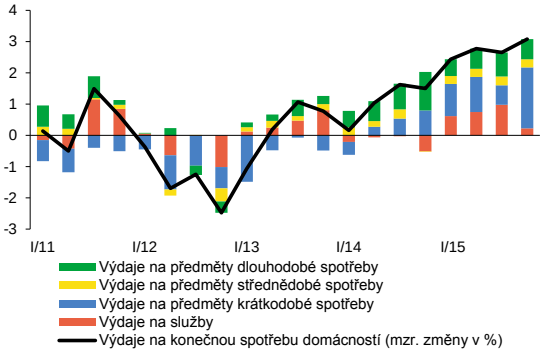
K růstu disponibilního důchodu přispěl objem mezd a platů, sociální dávky a ostatní transfery, výrazně protisměrně působily daně a sociální příspěvky
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěné údaje)



GRAF III.3.5

STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

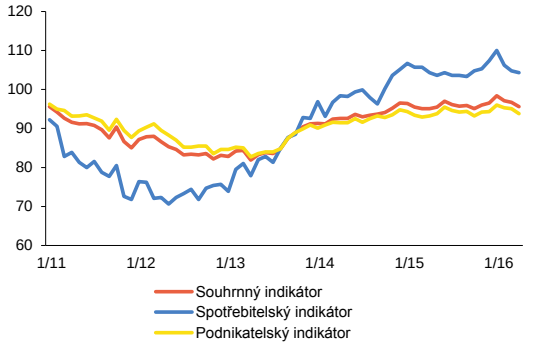
Spotřební výdaje domácností rostly i nadále ve všech kategoriích, největší příspěvek zaznamenaly výdaje na předměty krátkodobé spotřeby
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



GRAF III.3.6

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů i podnikatelů se nachází stále na vysokých hodnotách
(průměr roku 2005 = 100)



31 podle sezonně očištěných údajů ve stálých cenách
32 podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách
33 Kladný meziroční růst investic si i nadále udržel automobilový, chemický a farmaceutický průmysl.

které jsou významnou složkou celkových fixních investic domácností, se nicméně držel poblíž 5 % (Graf III.3.9). Vybrané indikátory přitom stále naznačují další možný nárůst investic domácností do obydlí. Důvěra domácností v příznivý budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti se nachází poblíž historicky nejvyšších hodnot. Podmínky financování investic do obydlí zůstávají příznivé a jsou doprovázeny vysokým růstem nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2) a zvyšujícími se cenami nemovitostí (viz kapitola III.5.7). Výrazně zrychlil také meziroční růst počtu zahájených staveb bytů (na 15,5 %).

Zatímco v první polovině roku 2015 přispěla meziroční dynamika **stavu zásob** výrazně ke zrychlení ekonomické aktivity, ve čtvrtém čtvrtletí byl její příspěvek mírně záporný (Graf III.3.2). Pokračoval nicméně nárůst zásob materiálu a zboží v odvětvích zpracovatelského průmyslu a obchodu.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 se **čistý vývoz zboží a služeb**[34] po čtyřech čtvrtletích mírného meziročního poklesu zvýšil (o 5,9 mld. Kč; Graf III.3.10), a přispěl tak po roce a půl k růstu HDP (v rozsahu 0,6 procentního bodu). Meziroční růst čistého vývozu byl důsledkem vývoje bilance služeb, jejíž přebytek se třetí čtvrtletí v řadě zvyšoval. Růst přebytku služeb byl nicméně částečně vyvážen poklesem přebytku bilance zboží ve stálých cenách. Meziroční zvýšení čistého vývozu bylo spojeno s mírným předstihem růstu vývozu před růstem dovozu (o 0,2 procentního bodu; Graf III.3.10), přičemž meziroční dynamika celkového obchodního obratu dále mírně zpomalila.

Růst **celkového vývozu** pokračoval obdobným tempem jako v předchozích třech čtvrtletích (7,2 %). Nepatrné zvýšení tempa růstu vývozu oproti předchozímu čtvrtletí odráželo jen velmi mírně zrychlující dynamiku vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Ve směru zrychlení celkového vývozu působila vyšší dynamika vývozu zboží, zatímco růst vývozu služeb ve srovnání s předchozím čtvrtletím zpomalil.

Celkový dovoz meziročně vzrostl o 7 %, přičemž jeho dynamika třetí čtvrtletí v řadě zpomalovala. Zmírnění dynamiky dovozu souviselo s vývojem celkové domácí poptávky, která po třech čtvrtletích rychlého růstu znatelně zpomalila. Ke zpomalení celkového dovozu přispělo jak zmírnění růstu dovozu zboží, tak prohloubení poklesu dovozu služeb. V rámci dovozu zboží přitom nejrychleji rostly dovozy pro konečnou spotřebu. Naopak nejnižší dynamiku zaznamenal dovoz pro mezispotřebu.

III.3.3 Nabídka

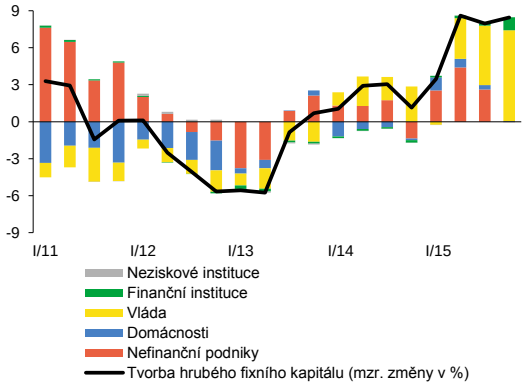
Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 došlo ke zpomalení meziročního tempa růstu **hrubé přidané hodnoty** ve stálých cenách[35]

GRAF III.3.7

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

K rychlému růstu fixních investic přispěl převážně sektor vlády

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

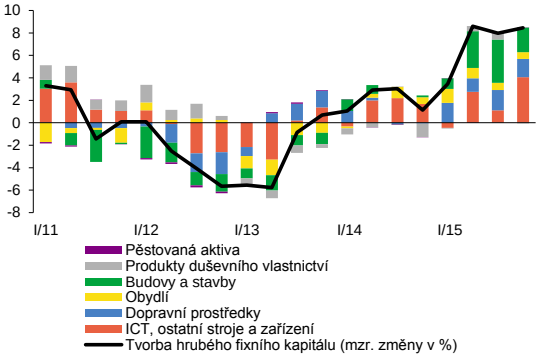


GRAF III.3.8

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

K růstu fixního kapitálu přispěly nejvíce investice do strojů a zařízení

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

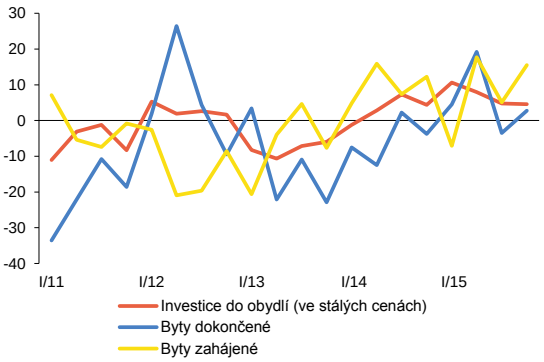


GRAF III.3.9

INVESTICE DO OBYDLÍ

Dynamika růstu investic do obydlí se nezměnila, výrazně však zrychlil růst zahájených staveb bytů

(meziroční změny v %)



34 v cenách roku 2010, sezonně očištěno
35 sezonně očištěno

(o 0,6 procentního bodu, na 3,6 %; Graf III.3.11). K tomu přispěl především **zpracovatelský průmysl**, jehož kladný příspěvek se ve čtvrtém čtvrtletí snížil (o 0,5 procentního bodu). Pokles příspěvku zpracovatelského průmyslu zřejmě souvisel se zpomalením růstu investic a s jednorázovými výpadky produkce v některých odvětvích. Pozitivně na tvorbu hrubé přidané hodnoty naopak nadále působila zahraniční poptávka.

Z pohledu **ostatních sektorů ekonomiky** vzrostla meziročně hrubá přidaná hodnota ve všech odvětvích s výjimkou odvětví těžby, výroby a rozvodu energií. Toto odvětví navíc svůj záporný příspěvek z minulého čtvrtletí dále lehce prohloubilo. Mírný nárůst příspěvku ke tvorbě hrubé přidané hodnoty naopak vykázalo stavebnictví a odvětví obchodu, pohostinství a dopravy.

Se zpomalujícím růstem hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2015 korespondovalo také zpomalení růstu **průmyslové produkce**[36] (o 3,3 procentního bodu na 2,6 %), které bylo taženo zejména zpomalením výroby ve zpracovatelském průmyslu (na 4,1 %). Na tomto zpomalení se podílelo významně odvětví výroby chemických látek a chemických přípravků, odvětví výroby základních kovů, hutního zpracování a slévárenství a odvětví opravy a instalace strojů a zařízení. Z pohledu užití se meziročně zvýšila dynamika průmyslové produkce sloužící pro investice (na 6,2 %) a pro dlouhodobou spotřebu (na 9,7 %). Naopak ke zpomalení růstu došlo v případě produkce pro mezispotřebu (na 2,8 %). Meziroční růst průmyslové produkce sloužící pro krátkodobou spotřebu zůstal v porovnání se třetím čtvrtletím nezměněn (7,5 %).

Podle dostupných **měsíčních indikátorů** sezonně očištěná průmyslová produkce ve stálých cenách v lednu svůj růst meziročně zrychlila (na 3,7 %; Graf III.3.12) a naopak v únoru zpomalila (na 1,4 %). **Tržby z průmyslové činnosti**[37] v lednu meziročně poklesly (o 1,7 %), nicméně v únoru již opět rostly (o 2,8 %). K obnovení celkového růstu tržeb přispěl opětovně vysoký růst tržeb z přímého vývozu při současném zpomalení meziročního poklesu domácích tržeb. Vývoj **nových zakázek** z ledna a února 2016 přitom naznačuje budoucí meziroční zpomalení průmyslové produkce (Graf III.3.13). Došlo k výraznému útlumu růstu průmyslových zakázek ze zahraničí a naopak ke zmírnění poklesu domácích zakázek.

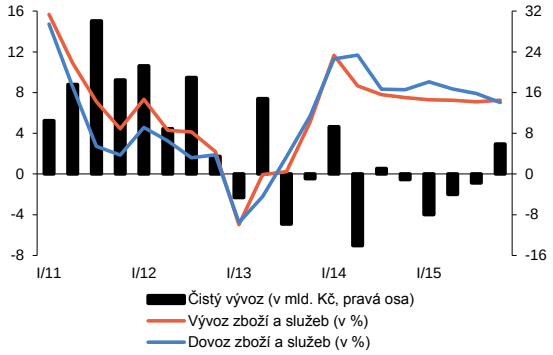
Podle dubnových výsledků konjukturního šetření ČSÚ došlo k dalšímu mírnému poklesu počtu průmyslových podniků, které označily nedostatečnou poptávku za hlavní **bariéru růstu** (Graf III.3.14). Počet průmyslových podniků, které za hlavní bariéru růstu považují nedostatek zaměstnanců, naopak vzrostl na nejvyšší hodnotu od roku 2011. Mírně se zvýšil také počet podniků, jež necítí žádné omezení ve vztahu k budoucímu rozvoji. Využití výrobních kapacit v průmyslu se v dubnu

GRAF III.3.10

VÝVOZ A DOVOZ

Růst obchodního obratu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále mírně zpomalil, čistý vývoz se však meziročně zvýšil

(meziroční změny v % a v mld. Kč, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)

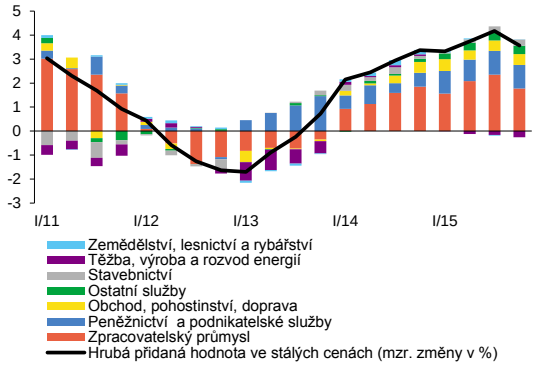


GRAF III.3.11

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Ke zpomalení růstu hrubé přidané hodnoty přispěl především nižší příspěvek zpracovatelského průmyslu

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

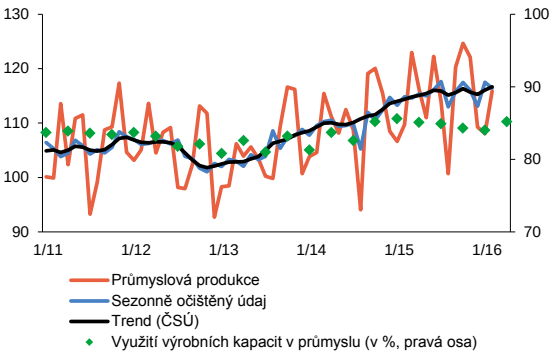


GRAF III.3.12

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Přes mírné zpomalení zůstává průmyslová produkce i využití výrobních kapacit na vysokých hodnotách

(bazický index, rok 2010 = 100)



36 sezonně očištěno
37 v běžných cenách, sezonně neočištěno

opětovně zvýšilo a nadále se pohybovalo na vysokých hodnotách.

Stavební produkce[38] ve čtvrtém čtvrtletí 2015 svůj růst výrazně zpomalila (o 6,2 procentního bodu na 1,5 %), a to především v souvislosti s již zmiňovaným odezníváním vlivu čerpání evropských fondů. Růst produkce v inženýrském stavitelství výrazně zvolnil (o 10,2 procentního bodu). Zároveň došlo k prohloubení poklesu produkce pozemního stavitelství (o 2,8 procentního bodu). Podle posledních měsíčních indikátorů stavební produkce v lednu a v únoru přešla do meziročního poklesu při nadále zpomalujícím inženýrském stavitelství a klesající produkci v pozemním stavitelství. Meziroční růst počtu vydaných stavebních povolení byl v lednu a únoru ve srovnání s předchozím obdobím nižší, nicméně orientační hodnota těchto povolení zaznamenala výrazný meziroční nárůst (v lednu o 45,5 %, v únoru o 16,2 %).

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu naznačuje mírný pokles souhrnného indikátoru důvěry České republiky v průběhu února a března 2016. Ten přesto zůstává na vysoké úrovni a z dlouhodobějšího pohledu jde jen o mírnou korekci dosud maximálních hodnot (Graf III.3.15). Obdobný vývoj je možné pozorovat v případě Německa, respektive v rámci celé Evropské unie.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Potenciální produkt rostl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 podle **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** meziročně o 2,4 % (Graf III.3.16). Přes znatelný růst ekonomické aktivity zůstala mezera výstupu i nadále záporná (na -0,9 % z potenciálního produktu; Graf III.3.17). Na horizontu prognózy bude potenciální produkt podle produkční funkce meziročně růst stabilním tempem přibližně na aktuální úrovni. Dojde přitom k odeznění vlivu zvyšující se zaměstnanosti, který bude kompenzován nárůstem příspěvku souhrnné produktivity. Příspěvek kapitálu zůstane stabilní. Záporná mezera výstupu se bude v průběhu roku 2016 pozvolna uzavírat, k jejímu plnému uzavření by však mělo dojít až v první polovině roku 2017.

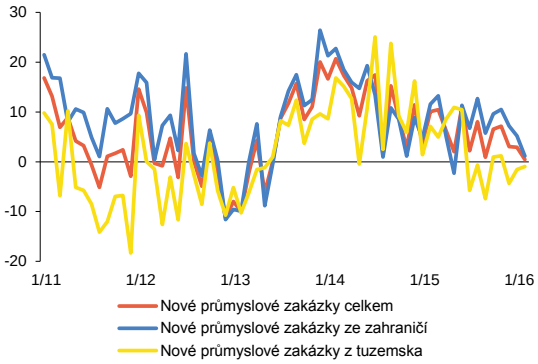
Mírně vyšší tempo růstu potenciálního produktu (na úrovni 2,5 %) indikoval pro čtvrté čtvrtletí 2015 alternativní odhad pomocí **HP filtru**[39]. Podle této metody přešla mezera výstupu do lehce kladných hodnot již v průběhu minulého roku, a to v důsledku vysokého růstu HDP. Na prognóze se pak bude pohybovat v blízkosti nuly.

Ještě vyšší růst potenciálního produktu nazančuje pro čtvrté čtvrtletí 2015 metoda **Kalmanova filtru** (meziročně o 3 %). Růst potenciálního produktu by se však měl v tomto případě na

GRAF III.3.13

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

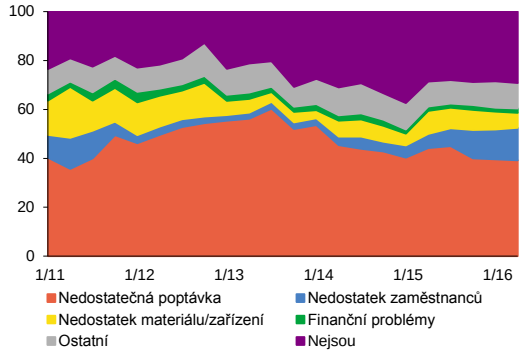
Růst nových průmyslových zakázek dále zpomalil
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.14

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

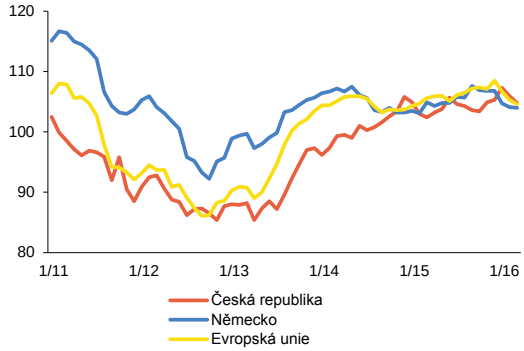
Vliv nedostatečné poptávky jako bariéry růstu průmyslové produkce dále mírně poklesl, vzrostl naopak význam nedostatku zaměstnanců
(v %)



GRAF III.3.15

EKONOMICKÝ SENTIMENT

Důvěra v českou ekonomiku i ekonomiku EU zůstává nadále vysoká, i když se mírně snížila
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



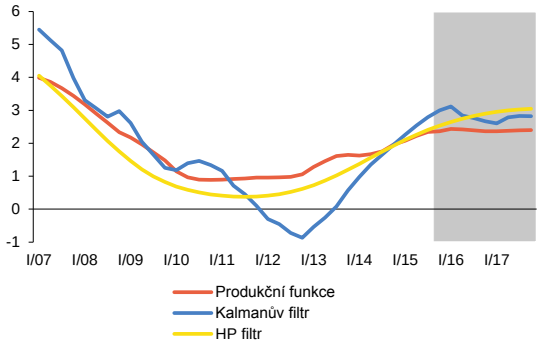
38 ve stálých cenách, sezonně očištěno
39 V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient λ = 1600.

horizontu prognózy opět mírně snížit. Podobně jako u produkční funkce bude mezera výstupu v letošním roce mírně záporná a v průběhu roku 2017 se uzavře.

GRAF III.3.16

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

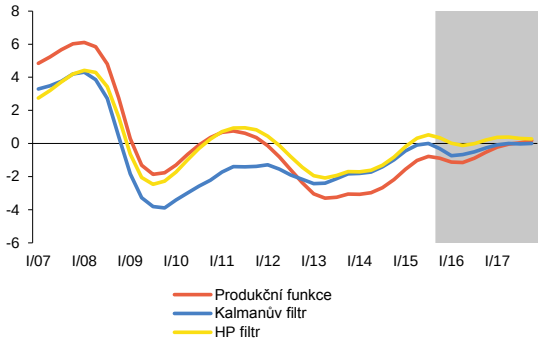
Tempo růstu potenciálního produktu se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dle všech metod nacházelo nad 2 %
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.17

MEZERA VÝSTUPU

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



III.4 TRH PRÁCE

Vlivem pokračování silného hospodářského růstu se situace na trhu práce i ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále zlepšovala. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky se dále meziročně znatelně zvýšily, což při jen mírném nárůstu pracovní síly vedlo k dalšímu snížení obecné míry nezaměstnanosti. Podíl nezaměstnaných osob klesal i v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku. Meziroční růst průměrné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2015 slabě zrychlil. Při urychlení meziroční dynamiky sezonně neočištěné ekonomické aktivity vykázala národohospodářská produktivita práce rychlejší tempo růstu než v předchozím čtvrtletí a mzdová náročnost produktu setrvala na úrovni předchozího roku.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 pokračoval robustní růst **celkové zaměstnanosti** (mírně nad 1 %; Graf III.4.1). Ten byl dán zvýšením počtu zaměstnanců, zatímco počet podnikatelů setrval v meziročním poklesu.

Z hlediska jednotlivých sektorů ekonomiky se na meziročním nárůstu zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nejvíce podílel – na rozdíl od předchozího čtvrtletí – **sekundární sektor** (Graf III.4.2). Obnovení rychlého meziročního růstu zaměstnanosti v tomto sektoru (na hodnoty z první poloviny minulého roku) bylo spojeno především s rychlejším růstem zaměstnanosti v průmyslu, a to zejména ve zpracovatelském. Podle posledních údajů za leden a únor se evidenční počet zaměstnanců[40] v průmyslu dále meziročně zvyšoval (o 3,6 % v obou měsících). Naopak ve stavebnictví došlo pouze ke zmírnění poklesu zaměstnanosti. Evidenční počet zaměstnanců ve stavebnictví se následně snižoval i v lednu a únoru 2016 o více než 2 %.

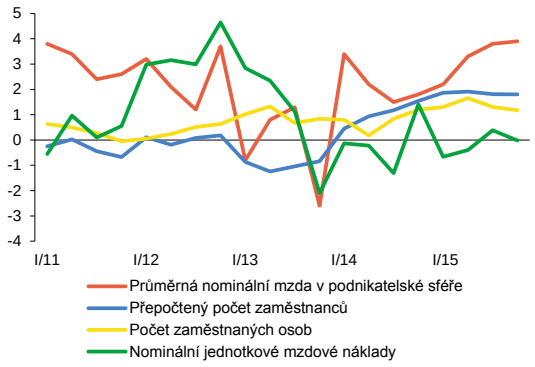
V rámci **terciárního sektoru** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 znatelně zpomalil růst zaměstnanosti v tržních službách při zhruba stabilním růstu zaměstnanosti v netržních službách (Graf III.4.2). V rámci tržních služeb pokračoval růst zaměstnanosti v obchodu, avšak výrazně pomalejším tempem. Významný byl také příspěvek odvětví dopravy a skladování i profesní a vědecké činnosti. Setrvání příspěvku netržních služeb na hodnotách poblíž těch z minulého čtvrtletí bylo výsledkem navýšení zaměstnanosti ve vzdělávání a kultuře, které však bylo ve velké míře kompenzováno prohloubením poklesu počtu zaměstnaných ve veřejné správě a obraně.

V **primárním sektoru** výrazný růst zaměstnanosti z předchozích čtvrtletí znatelně zpomalil. Při jeho nízké váze byl příspěvek tohoto sektoru k růstu celkové zaměstnanosti poměrně slabý.

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

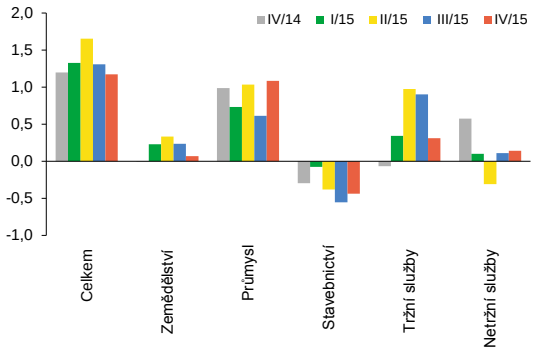
Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky pokračoval
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

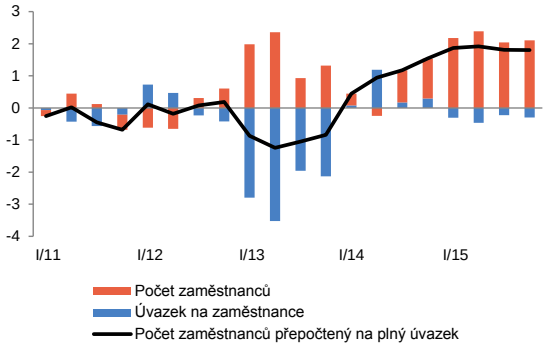
K růstu zaměstnanosti nejvýznamněji přispěl průmysl, znatelně nižší příspěvek vykázaly tržní služby
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



GRAF III.4.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

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



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

Robustní růst ekonomické aktivity vedl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 k pokračujícímu meziročnímu zvyšování **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** tempem jen slabě pod 2 % (Graf III.4.3). Tento vývoj byl, stejně jako v předchozích čtvrtletích, dán především vývojem ve zpracovatelském průmyslu. Významný byl i příspěvek obchodu a administrativních a podpůrných činností, kde došlo ke zvýšení počtu agenturních zaměstnanců. V nepodnikatelské sféře pokračoval růst přepočteného počtu zaměstnanců ve veřejné správě a obraně i v odvětví vzdělávání, zatímco ve zdravotní a sociální péči se od začátku roku 2015 meziročně snižoval. V souhrnu navázal vývoj přepočteného počtu zaměstnanců ve čtvrtém čtvrtletí 2015 na předchozí období a byl tažen výhradně růstem počtu zaměstnanců při dalším mírném zkracování průměrné délky úvazku na zaměstnance.

Vlivem pokračujícího zvyšování zaměstnanosti se **obecná míra nezaměstnanosti**[41] ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále snížila (na 4,6 %; Graf III.4.4). Podle měsíčních dat se nicméně tento trend v lednu a únoru v podstatě zastavil. **Míra ekonomické aktivity**[42] se pohybovala poblíž historicky nejvyšších hodnot (kolem 74 % po sezonním očištění) a její další růst se podle měsíčních dat realizoval i v prvním čtvrtletí 2016. **Podíl nezaměstnaných osob**[43] pokračoval v postupném snižování (MPSV; Graf III.4.4). Při souběhu pokračujícího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce a mírného poklesu populace v dané věkové skupině se podíl nezaměstnaných osob v prvním čtvrtletí 2016 snížil v průměru na 5,8 % (podle sezonně očištěných údajů).

Delší dobu trvající zlepšování situace na trhu práce je patrné i z **Beveridgeovy křivky**, která po většinu sledovaného období směřovala vlivem cyklického vývoje severozápadním směrem. Podle březnových údajů se však nárůst sezonně očištěného počtu volných pracovních míst zastavil (Graf III.4.5).[44] Počet registrovaných nezaměstnaných se nicméně i nadále snižoval. Při porovnání s obdobnou fází minulého cyklu na trhu práce jsou přitom aktuálně zaznamenávány o něco vyšší hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot (při naopak nižším růstu nominálních mezd).

III.4.2 Mzdy a produktivita

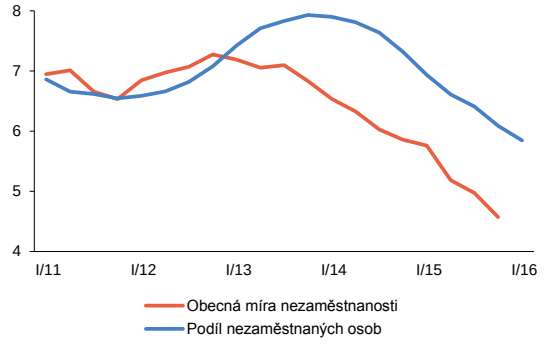
Meziroční dynamika **průměrné nominální mzdy** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 lehce zrychlila (na 3,9 %; Graf III.4.6). K tomu přispěl rychlejší mzdový růst v podnikatelské i nepodnikatelské

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti dále klesala, snížil se i podíl nezaměstnaných osob

(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)

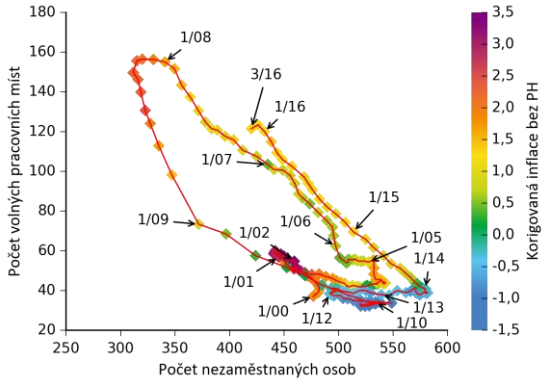


GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Doposud plynulý růst počtu volných pracovních míst se v březnu 2016 zastavil, počet nezaměstnaných dále klesal

(počty v tisících, sezonně očištěné údaje, u korigované inflace meziroční změny v %, zdroj: MPSV, ČSÚ)

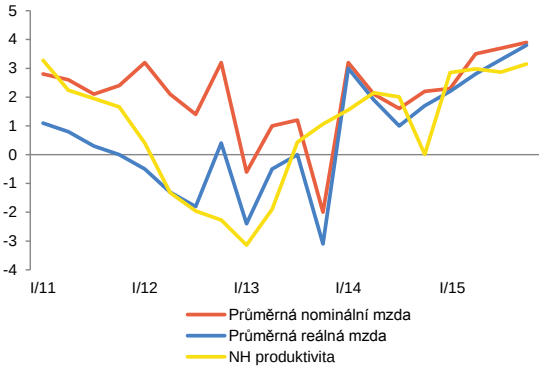


GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Růst produktivity práce jen slabě zaostával za dynamikou reálných mezd

(meziroční změny v %)



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

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

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

44 Po sezonním očištění byl v březnu 2016 počet registrovaných nezaměstnaných meziročně nižší o zhruba 80 tisíc osob, zatímco volných pracovních míst nabízených prostřednictvím Úřadu práce ČR přibylo přibližně 40 tisíc.

sféře. Při nízké meziroční inflaci se **průměrná reálná mzda** celkově výrazně zvýšila (o 3,8 %; Tab. III.4.1).

Meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nepatrně zrychlil (na 3,9 %; Tab. III.4.1). Reálně se pak průměrná mzda zvýšila o 3,8 %. Více než z poloviny se na růstu průměrné mzdy podílel sektor služeb a nadále významný byl také příspěvek průmyslu. V rámci jednotlivých odvětví byla nejvyšší mzdová dynamika vykázána ve váhově méně významném odvětví kultury, v ubytování, stravování a pohostinství (což odráželo růst minimální mzdy) a v činnostech v oblasti nemovitostí. Průměrná mzda ve zpracovatelském průmyslu pokračovala v růstu stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí (o 3,7 %). Na základě lednových a únorových dat lze očekávat v průměru obdobný mzdový růst v průmyslu i v prvním čtvrtletí 2016.

V **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně zrychlil (na 3,7 %), a to zejména vlivem zvýšené dynamiky mezd ve veřejné správě a obraně. Naopak ve zdravotní a sociální péči i ve vzdělávání tempo růstu průměrné mzdy zvolnilo. Vlivem nízké inflace dosáhl meziroční růst průměrné reálné mzdy v nepodnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí 2015 výše 3,6 % (Tab. III.4.1).

Meziroční dynamika **národohospodářské produktivity práce**[45] ve čtvrtém čtvrtletí 2015 slabě zrychlila a pohybovala se poblíž 3 % (Graf III.4.6). Nejrychleji rostla ve stavebnictví (o 7,8 %), kde bylo silné zvyšování přidané hodnoty, pravděpodobně spojené s dočerpáváním fondů EU, doprovázeno poklesem zaměstnanosti. Solidní růst pokračoval také v průmyslu, přestože se oproti předchozímu čtvrtletí snížil (na 3,3 %; Graf III.4.7). Meziroční dynamika **hodinové produktivity práce** zvolnila, a to zejména v důsledku zrychlení růstu počtu odpracovaných hodin. Výrazný nárůst počtu odpracovaných hodin přitom zaznamenal průmysl (především zpracovatelský), což vedlo po dlouhé době ke snížení hodinové produktivity práce v tomto odvětví.

Při stejném meziročním růstu ekonomické aktivity[46] a objemu mezd a platů dosáhly **nominální jednotkové mzdové náklady** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 shodné úrovně jako v předchozím roce (Graf III.4.8). To bylo výsledkem pokračujícího růstu NJMN ve službách a na druhé straně nepatrně klesajících NJMN v průmyslu a prohloubení jejich poklesu ve stavebnictví.

TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

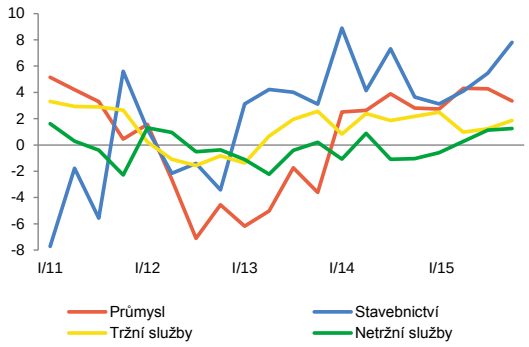
Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře nepatrně zrychlil, NJMN meziročně stagnovaly
(meziroční změny v %)

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

GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

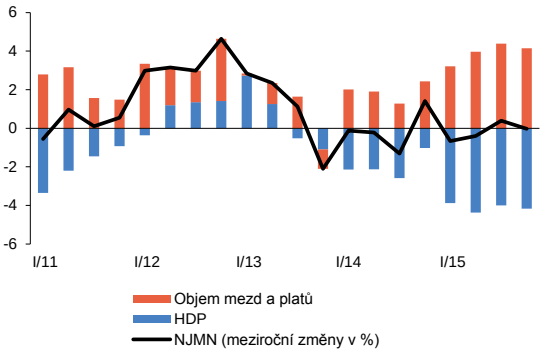
Produktivita práce se zvyšovala ve všech sledovaných odvětvích, nejrychleji rostla ve stavebnictví
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Shodná meziroční dynamika ekonomické aktivity a objemu mezd a platů vedla ke stabilitě NJMN
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

46 podle sezonně neočištěných dat

BOX 1 Vývoj mezd v roce 2015 z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO

Výrazný růst ekonomické aktivity v roce 2015 se odrazil ve vývoji na trhu práce, který ve srovnání s předchozím rokem dále znatelně oživil. Zvyšující se poptávka po práci vedla ke zrychlení mzdového růstu. Ten přesto nedosáhl hodnot, které očekávala prognóza ČNB ve Zprávě o inflaci I/2016. Tento box se věnuje **vývoji struktury mezd** v letech 2014 a 2015, a to z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO[47]. Cílem boxu je identifikovat, nakolik byl vývoj průměrných mezd ovlivněn strukturálními vlivy. Výpočty jsou založeny na datech ISPV z podniků v podnikatelské sféře s 250 a více zaměstnanci.

K **růstu průměrné mzdy** přispěla ve sledovaném období nejvýrazněji skupina manuálních profesí (Graf 1). Růst mezd v této skupině přitom ovlivnily dva faktory. Vzhledem k relativně nižší úrovni mezd manuálních pracovníků se zde nadprůměrně projevil efekt zvýšení minimální mzdy od ledna 2015[48]. Druhým faktorem byla výrazná poptávka po pracovní síle v této skupině (zhruba 60 % volných míst sledovaných Úřadem práce), která vedla k výraznému meziročnímu růstu mezd nově najímaných zaměstnanců. Vedle manuálních profesí se na růstu průměrné mzdy v roce 2015 podílela významně i skupina specialistů a techniků.

Podrobnější informace o mzdovém vývoji lze vyčíst z **vývoje distribuce průměrných mezd**. Srovnání mzdových distribucí z let 2014 a 2015 neukazuje na výraznější změny v jejich rozložení s výjimkou nejnižší příjmové skupiny, kde se nejvíce projevil nárůst minimální mzdy (Graf 2). U ostatních příjmových skupin byl meziroční růst průměrné mzdy zhruba rovnoměrný. I přesto byl identifikován slabý strukturální dopad na vývoj průměrné mzdy, plynoucí z rozdílného růstu zaměstnanosti v jednotlivých skupinách podle klasifikace zaměstnání CZ-ISCO, který v roce 2015 snižoval její dynamiku přibližně o 0,2 procentního bodu.[49]

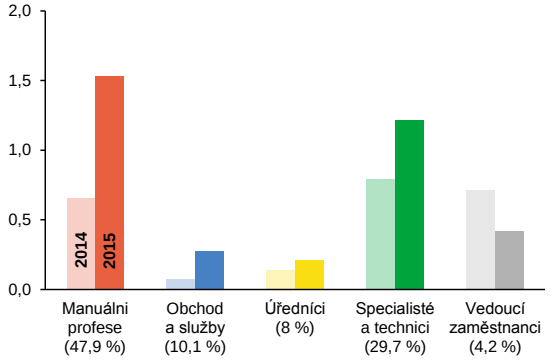
Podle předběžného odhadu ČSÚ, který je založen na matematickém modelu distribuce výdělků, vzrostla mediánová mzda ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně o 5,4 %, tedy znatelně více než průměrná mzda. Tyto hodnoty však bývají často revidovány, a to spíše směrem k nižším dynamikám. Podle dat z ISPV rostla v roce 2015 mediánová mzda naopak

GRAF 1 (BOX)

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU PRŮMĚRNÉ MZDY

Nejvýrazněji k růstu mezd přispěly manuální profese a specialisté a technici

(v procentních bodech, zdroj: ISPV, výpočet ČNB)



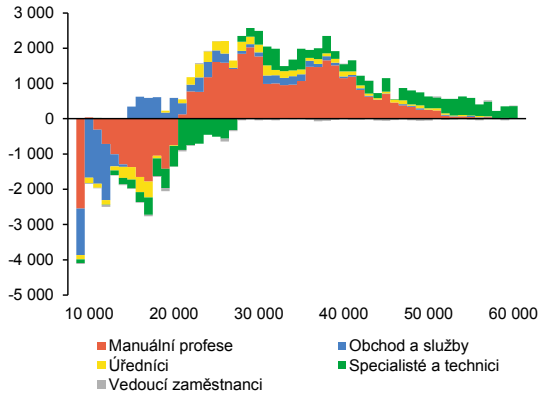
Pozn.: Čísla v závorce pod legendou reprezentují podíl dané skupiny zaměstnanců v použitém datovém vzorku.

GRAF 2 (BOX)

ZMĚNA MZDOVÉ DISTRIBUCE 2014–2015

Údaje z individuálních dat naznačují vliv zvýšení minimální mzdy spolu s rovnoměrným vývojem mezd ve vyšších příjmových skupinách

(vertikální osa – změna počtu osob, horizontální osa – úroveň průměrné mzdy, zdroj: ISPV, výpočet ČNB)



Pozn.: Graf zachycuje rozdíl distribucí mezd k závěru let 2015 a 2014. Z důvodu přehlednosti nejsou v grafu uvedeny skupiny zaměstnanců s průměrnou mzdou vyšší než 60 000 Kč. V důsledku zvýšení minimální mzdy od ledna 2015 ubylo ve skupině zaměstnaců se mzdou pod 9 000 Kč 4121 osob.

47 Výsledky tohoto boxu nekomentují vývoj v kvalifikační skupině pracovníků v zemědělství, lesnictví a rybářství, a to z důvodu velmi nízkého zastoupení těchto pracovníků v rámci české ekonomiky.
48 Od ledna 2015 se minimální mzda zvýšila z 8 500 Kč na 9 200 Kč.
49 Odhad tohoto efektu je založen na alternativním předpokladu stejného růstu zaměstnanosti ve všech CZ-ISCO skupinách.

podobným tempem jako průměrná mzda.

Pro **hodnocení mzdového růstu**[50] lze použít také jeho **porovnání s vývojem hodinové produktivity práce** (Graf 3). V delším období je až na krátkodobé epizody patrný soulad ve vývoji těchto dvou veličin. Růst reálných mezd zaostával za vývojem hodinové produktivity práce od počátku roku 2014, což však bylo od druhé poloviny roku 2015 kompenzováno naopak rychlejším růstem mezd oproti produktivitě. Na zpomalení hodinové produktivity práce měl vliv zejména výrazný nárůst odpracovaných hodin v průmyslu, který nebyl doprovázen obdobnou změnou hrubé přidané hodnoty.[51] Z tohoto porovnání vyplývá, že vývoj reálných mezd daný kombinací nízkého nominálního mzdového růstu při nízké inflaci v poslední době zhruba odpovídá vývoji produktivity práce.

Celkově lze tedy shrnout, že **vývoj průměrné nominální mzdy nebyl znatelně ovlivněn distribučními efekty** souvisejícími se silným růstem zaměstnanosti, byl spíše odrazem nízkoinflačního prostředí. Pokud tedy bude nízkoinflační prostředí přetrvávat, nelze v letošním roce očekávat výrazné zrychlení nominálních mezd.

GRAF 3 (BOX)

VÝVOJ REÁLNÝCH MEZD A HODINOVÉ PRODUKTIVITY

Růst reálných mezd dlouhodobě odpovídá vývoji hodinové produktivity práce; aktuálně rychlejší růst mezd oproti produktivitě kompenzuje jejich zaostávání od začátku roku 2014 do poloviny roku 2015
(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)

Pozn.: Jedná se o průměrnou mzdu v podnikatelské sféře očištěnou o sezonní vlivy a dopady optimalizací souvisejících se změnou celkového zdanění mezd. Nominální mzda je deflována deflátorem HDP. Obě řady jsou vyhlazeny HP filtrem s parametrem 1.

50 Při hodnocení je použit meziroční růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře očištěné o sezónnost a dopady daňových optimalizací.
51 Data o vývoji ekonomické aktivity v roce 2015 jsou z velké míry ovlivněna zvýšenými investicemi v souvislosti s dočerpáváním fondů EU.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Růst peněžního agregátu M3 se pohybuje okolo 9 %. V měnovém vývoji se projevuje pokračující růst úvěrů soukromému sektoru doprovázený přírůstkem čistých zahraničních aktiv. Dynamika úvěrů nefinančním podnikům zvolnila. Pokračoval vysoký růst úvěrů na bydlení doprovázený rekordně nízkými úrokovými sazbami a zvyšováním cen rezidenčních nemovitostí. Výrazně akcelerovala dynamika spotřebitelských úvěrů. Růst čistých finančních aktiv domácností meziročně zpomalil vlivem zrychlení růstu jejich zadlužování. Banky v prvním čtvrtletí 2016 téměř nezměnily úvěrové standardy a dále uvolnily úvěrové podmínky. Klientské úrokové sazby se nacházely poblíž svých historických minim, a to při silné konkurenci, vysoké likviditě bank a rekordně nízkých nákladech jejich financování. Hospodaření nefinančních podniků bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2015 ovlivněno klesajícími cenami vstupů, což přispělo ke zrychlení meziročního růstu jejich hrubého provozního přebytku. Úrokové sazby finančního trhu zůstávají na nízkých hodnotách, úrokové diferenciály koruny vůči euru se lehce zvýšily. Koruna vůči euru v prvním čtvrtletí 2016 meziročně mírně posílila, když se nacházela těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru se její hodnota meziročně nezměnila.

III.5.1 Peníze

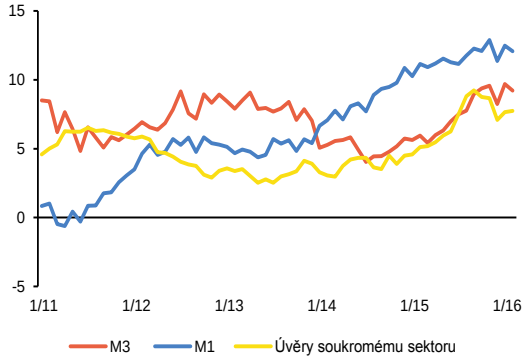
Roční míra růstu **peněžního agregátu M3** po zvyšování v loňském roce v únoru 2016 lehce poklesla na 9,2 %, a byla tak oproti průměru za čtvrté čtvrtletí 2015 jen nepatrně vyšší (Graf III.5.1). Pozorovaný růst je v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2016 mírně pod úrovní prognózy z 1. SZ 2016, což bylo ovlivněno mimo jiné i nižším než očekávaným růstem HDP v závěru loňského roku. Minulá prognóza implikovala zrychlení dynamiky M3 v prvním čtvrtletí 2016 na 10 %. Růst M3 se pohybuje nad úrovní eurozóny, kde se dynamika M3 stabilizovala poblíž 5 %. V ČR rostl peněžní agregát M3 ve srovnání s růstem nominálního HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2015 vyšším tempem, což se projevovalo obdobně jako v předchozím čtvrtletí v meziročním snížení rychlosti obratu peněz (Graf SZ III.5.1). K růstu M3 nadále dominantně přispívá vysoká dynamika peněžního agregátu M1.

V prostředí nízkých úrokových sazeb preferují ekonomické subjekty **jednodenní vklady** (Graf III.5.2). Ostatní krátkodobé vklady nadále klesaly.[52] Z hlediska sektorů k růstu M3 na počátku letošního roku nejvýrazněji přispívaly vklady domácností, jejichž dynamika se dále zvýšila (Graf III.5.3). Naopak růst vkladů nefinančních podniků – podporující zvyšování dynamiky M3 v loňském roce – aktuálně zpomalil.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY A ÚVĚRY

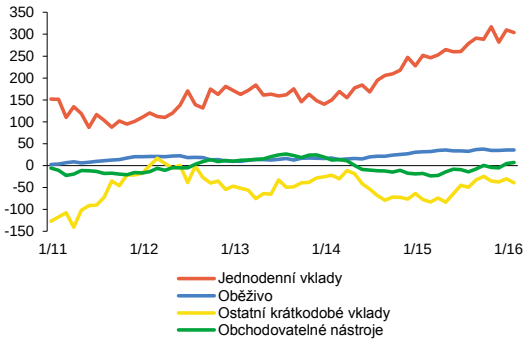
Růst peněžního agregátu M3 se pohybuje okolo 9 %
(roční míry růstu v %)



GRAF III.5.2

SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M3

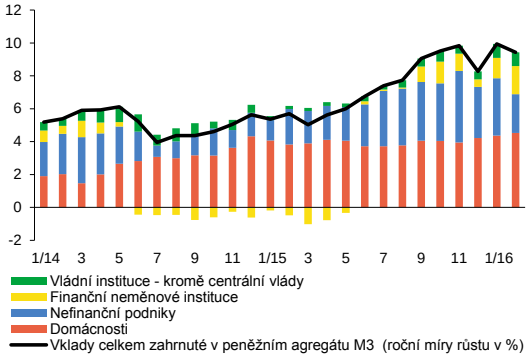
V prostředí nízkých úrokových sazeb ekonomické subjekty preferují jednodenní vklady
(roční toky v mld. Kč)



GRAF III.5.3

STRUKTURA VKLADŮ V RÁMCI PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M3

K růstu M3 na počátku letošního roku nejvýrazněji přispívaly vklady domácností, příspěvek vkladů nefinančních podniků se snížil
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



52 Obchodovatelné nástroje (představující relativně malou část M3), přešly do mírného růstu v důsledku zvýšení vkladů v rámci repo operací u pojišťoven a penzijních fondů při přetrvávajícím poklesu vkladů do podílových listů a akcií fondů peněžního trhu.

Zvolnil růst vkladů ve zpracovatelském průmyslu a obchodu, zatímco dynamika vkladů ve službách, v oblasti nemovitostí a stavebnictví se zvýšila.[53] Vklady finančních neměnových institucí (včetně pojišťoven a penzijních fondů) v podmínkách zvýšené averze k riziku rovněž vzrostly.

Z hlediska **tvorby peněz** se v růstu M3 projevuje růst úvěrů soukromému sektoru (Graf III.5.1), který je doprovázen zvýšenou dynamikou čistých zahraničních aktiv. Ta je dána zejména přebytkem na běžném účtu platební bilance (včetně vlivu dočerpání prostředků z minulého programového období EU fondů) a přílivem kapitálu spojeným s nákupy tuzemských korunových státních dluhopisů nerezidenty. Dlouhodobější finanční pasiva MFI se v podmínkách nízkých dlouhodobých úrokových sazeb meziročně snižovala, a to v důsledku poklesu termínovaných vkladů při zmírnění růstu emitovaných dluhových cenných papírů MFI, čímž přispívala k růstu M3.

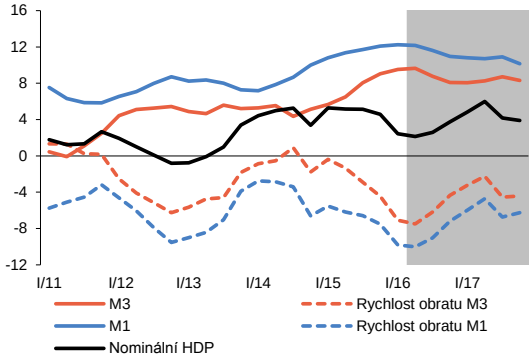
Podle nové **prognózy** by roční míra růstu peněžního agregátu M3 měla ve druhém a třetím čtvrtletí 2016 přetrvávat v blízkosti 9 %, přičemž v závěru letošního roku mírně zpomalí. Následně v průběhu roku 2017 se dynamika M3 v návaznosti na zrychlení ekonomické aktivity a nárůst inflace nepatrně zvýší (Graf SZ III.5.1). Z hlediska celoročních hodnot by měl růst M3 dosáhnout v roce 2016 zhruba 9 % a v roce 2017 cca 8 %. Rychlost obratu M3 bude na celém horizontu prognózy klesat. Růst peněžního agregátu M1 dosáhne dle prognózy v roce 2016 zhruba 12 % a v roce 2017 zpomalí na cca 11 %.

Graf SZ III.5.1

PROGNÓZA PENĚŽNÍHO VÝVOJE

Růst peněžního agregátu M3 se bude na horizontu prognózy pohybovat v rozmezí 8-9 %

(roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



III.5.2 Úvěry

Růst **úvěrů soukromému sektoru** na přelomu loňského a letošního roku poněkud zvolnil (Graf III.5.4), zůstává však v blízkosti nejvyšších hodnot zaznamenaných za posledních sedm let. Ve zpomalení dynamiky úvěrů se odráželo snížení tempa růstu podnikových úvěrů. Dynamika úvěrů je přitom i nadále podporována uvolněnými úvěrovými a měnovými podmínkami a růstem ekonomické aktivity.

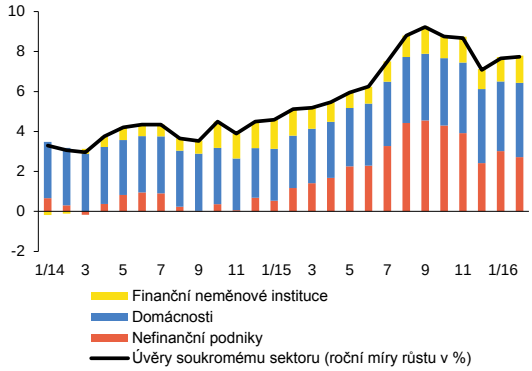
Dle dubnového šetření úvěrových podmínek banky v prvním čtvrtletí 2016 **úvěrové standardy** téměř nezměnily. Banky pokračovaly v uvolňování úvěrových podmínek, a to nejvýrazněji u úrokových marží. U podnikových úvěrů banky rovněž zmírnily požadavky na neúrokové podmínky (např. prodloužením splatnosti úvěrů). Naopak u úvěrů na bydlení se nově zpřísnily podmínky u poměru LTV (*loan-to-value ratio*). **Poptávka** v prvním čtvrtletí 2016 plošně rostla u úvěrů domácnostem na bydlení i spotřebu, menší část bankovního trhu vnímala i růst poptávky u nefinančních podniků.[54] Poptávka po úvěrech byla příznivě ovlivňována především nízkými

GRAF III.5.4

ÚVĚRY SOUKROMÉMU SEKTORU

Růst úvěrů soukromému sektoru na přelomu loňského a letošního roku lehce zpomalil v důsledku zvolněné dynamiky úvěrů podnikům

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



53 Ukazatel pohotové likvidity nefinančních podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2015 přitom vzrostl na nejvyšší hodotu za posledních několik let. V tom se odrážel vyšší růst krátkodobých aktiv podniků (zejména poskytnutých úvěrů).

54 Výsledky dubnového šetření „Úvěrových podmínek bank“ jsou k dispozici na webových stránkách ČNB: http://www.cnb.cz/cs/uverove_setreni/index.html.

úrokovými sazbami, vyhlídkami trhu rezidenčních nemovitostí a u podniků potřebami financování fúzí, akvizic, restrukturalizací podniků a dluhů. Naopak poptávka podniků po financování fixních investic oproti předchozímu období poklesla.

Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům** v únoru 2016 zpomalila na zhruba 7 % (oproti vrcholu ve výši cca 12 % v září 2015) a byla nadále tažena úvěry s delší splatností při propadu krátkodobých úvěrů (Graf III.5.5). Zvolnil růst úvěrů v průmyslu.[55] Zpomalení růstu úvěrů bylo zaznamenáno rovněž v odvětví obchodu, úvěry ve stavebnictví nadále lehce klesaly. Naopak se zvýšila dynamika úvěrů v oblasti nemovitostí při stabilním růstu úvěrů ve službách (Graf III.5.6). Dlouhodobé úvěry investičního charakteru rostly poměrně vysokým tempem (cca 14 %), přičemž v průběhu prvního čtvrtletí zrychlil jejich růst v oblasti nemovitostí a služeb, zatímco ve většině ostatních odvětví se jejich dynamika snížila. Z hlediska měnové struktury k růstu úvěrů přispívají z více než dvou třetin korunové úvěry. Zvýšený zájem o úvěry v cizí měně přetrvává, přestože jejich dynamika zpomalila. Nově sjednané podnikové úvěry třetí měsíc v řadě klesaly.

Celkové **vnější financování podniků** vyjádřené ročním tokem čistých finančních transakcí v oblasti úvěrů, emitovaných dluhopisů a kotovaných akcií rostlo ve čtvrtém čtvrtletí 2015 pomaleji než v předchozím období. Došlo k tomu v důsledku nižšího růstu úvěrů a prohloubení poklesu emise dluhových cenných papírů. Úvěry čerpané podniky ze zahraničí ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně poklesly o téměř 18 %, což odráželo pokles úvěrů čerpaných od zahraničních bank i od mateřských společností v rámci přímých investic. Na druhou stranu úvěry podnikům od nebankovních institucí se meziročně zvýšily o zhruba 13 %, přičemž se nadále jednalo především o finanční leasing. Podíl celkového dluhu nefinančních podniků k HDP se dle údajů finančních účtů ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně snížil na 60 % (podíl čerpaných úvěrů dosáhl 52 % a podíl emitovaných dluhopisů 8 %).

Dynamika **úvěrů domácnostem** v průběhu loňského roku rostla. Po zpomalení v lednu letošního roku se následně v únoru opět zvýšila na zhruba 7 % (Graf III.5.7). K růstu úvěrů domácnostem významně přispívají **úvěry na bydlení** doprovázené v posledním období akcelerací spotřebitelských úvěrů. Hypoteční úvěry se v únoru meziročně zvýšily o cca 9 %. Nově sjednané hypoteční úvěry (očištěné o refinancování a refixace) rostly vysokým tempem (Graf III.5.8), jejich růst však nedosahoval nejvyšších hodnot zaznamenaných v loňském roce (35 % v únoru 2016 oproti zhruba 50 % loni). Vysoké měsíční objemy nových hypotečních úvěrů korespondují v posledním období s rekordně nízkými úrokovými sazbami

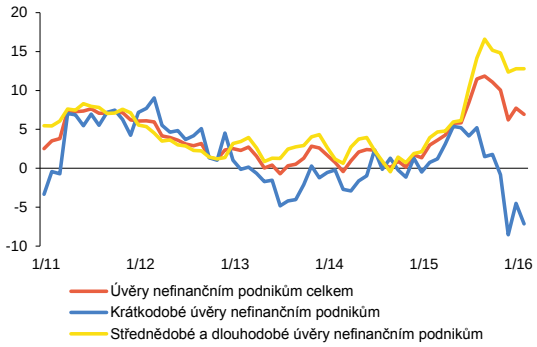
55 Ve zpracovatelském průmyslu zvolnila vysoká dynamika úvěrů na výrobu motorových vozidel (na 18 %), nově poklesly úvěry na výrobu strojů a zařízení a zpomalil růst úvěrů na výrobu potravinářských výrobků a nápojů. Úvěry v odvětví energetiky po loňských růstech meziročně propadly.

GRAF III.5.5

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst podnikových úvěrů je nadále tažen dlouhodobými úvěry, krátkodobé úvěry meziročně poklesly

(roční míry růstu v %)

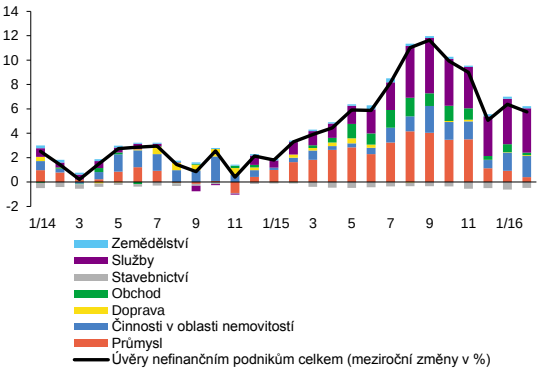


GRAF III.5.6

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM DLE EKONOMICKÝCH ODVĚTVÍ

Růst úvěrů se koncentruje v oblasti nemovitostí a služeb, v průmyslu zpomalil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

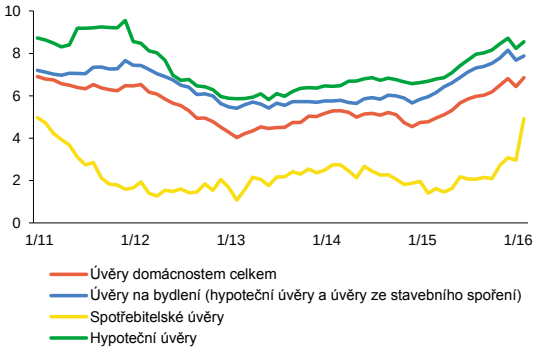


GRAF III.5.7

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Dynamika úvěrů domácnostem přetrvává na zvýšené úrovni v důsledku růstu úvěrů na bydlení a akcelerace růstu spotřebitelských úvěrů

(roční míry růstu v %)



(Graf III.5.9). Banky v prvním čtvrtletí 2016 vnímaly plošný růst poptávky po úvěrech na bydlení, který předčil jejich očekávání z konce loňského roku. Na poptávku působí očekávání pokračujícího růstu cen nemovitostí, nízká hladina úrokových sazeb a zlepšená spotřebitelská důvěra. Podle aktuálních údajů Fincentra Hypoindex se objemy a počty nových hypotéčních úvěrů v březnu 2016 meziměsíčně zvýšily, meziročně však objemy hypoték zpomalily svůj růst a jejich počty mírně poklesly.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** v posledním období akcelerovala a v únoru 2016 dosáhla 4,9 % (Graf III.5.7). Výrazně zrychlila dynamika skutečně nově sjednaných úvěrů (Graf III.5.8). Růst poptávky domácností po spotřebitelských úvěrech ovlivňuje zlepšená spotřebitelská důvěra (doprovázená růstem příjmů a poklesem nezaměstnanosti), zvyšování spotřebních výdajů a pokles úrokových sazeb v tomto segmentu úvěrového trhu. Plošný růst poptávky banky očekávají i ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Celková zadluženost domácností v poměru k úhrnnému ročnímu nominálnímu disponibilnímu důchodu se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále zvýšila na zhruba 66 % (oproti 64 % ve stejném období loňského roku). V tom se projevoval vyšší růst finančních závazků domácností oproti úhrnnému ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu. V rámci finančních závazků domácností se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zvýšil ve vztahu k příjmům podíl úvěrů na přibližně 60 %, a to zejména u úvěrů na bydlení (podíl úvěrů od nebankovních zprostředkovatelů se pohyboval na úrovni 2,5 %). Úrokové zatížení českých domácností u bank v čistém vyjádření (zahrnující úrokové náklady a výnosy z bankovních úvěrů a vkladů) se po zvýšení v první polovině loňského roku následně pozvolna snižovalo.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

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

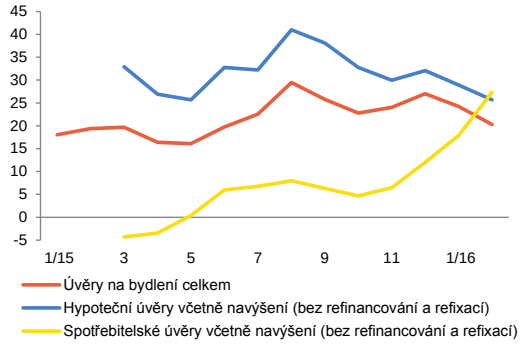
Bankovní rada na svém **únorovém jednání** jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule[56] (Graf III.5.10). Bankovní rada také rozhodla nadále používat **devizový kurz jako další nástroj** uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny

GRAF III.5.8

NOVĚ SJEDNANÉ ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Růst nových hypotečních úvěrů zůstává vysoký, přestože v posledním období poněkud zvolnil, růst nových spotřebitelských úvěrů naopak výrazně zrychlil

(meziroční změny v %, 3M klouzavý průměr)

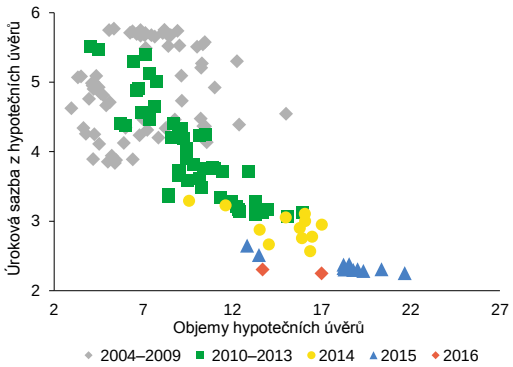


GRAF III.5.9

NOVÉ HYPOTEČNÍ ÚVĚRY

Vývoj nových hypotečních úvěrů v posledním období koresponduje s rekordně nízkými úrokovými sazbami

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

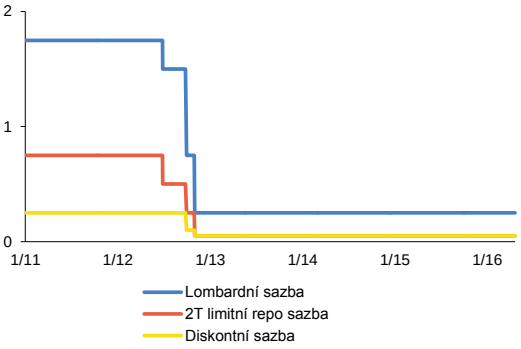


GRAF III.5.10

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB ponechala své základní úrokové sazby v prvním čtvrtletí 2016 na technicky nulové úrovni

(v %)



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

27 CZK/EUR. Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy na horizontu měnové politiky jako zhruba vyrovnaná s tím, že významným obousměrným zdrojem nejistoty je vývoj cen ropy. Bankovní rada konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017. Bankovní rada přitom viděla jako pravděpodobné ukončení závazku v první polovině roku 2017.

Na **březnovém zasedání** pak bankovní rada rovněž jednomyslně ponechala základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik minulé prognózy inflace byla na horizontu měnové politiky označena za mírně protiinflační. Bankovní rada znovu konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017. S ohledem na mírně protiinflační bilanci rizik přitom bankovní rada viděla jako pravděpodobné ukončení závazku blíže polovině roku 2017.

Na svém **měnověpolitickém zasedání 5. května 2016** bankovní rada rozhodla … Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako…

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby PRIBOR** se v prvním čtvrtletí 2016 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech (Graf III.5.11). Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Průměrná sazba 3M PRIBOR zůstala v souladu s předpokladem minulé prognózy stabilní na 0,3 %. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba setrvala lehce pod hladinou 0,3 procentního bodu.

Derivátové **sazby FRA** se od začátku letošního roku zvolna snižovaly, a to i po únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB, 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. Po zasedání ECB (10. března) tuzemské sazby FRA korigovaly zpět v reakci na informace z tiskové konference M. Draghiho a pravděpodobně také na navazující vyjádření některých členů bankovní rady ČNB, že výsledek zasedání ECB zatím nemění situaci pro další měnověpolitické úvahy ČNB. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce dubna implikuje v ročním horizontu pokles sazeb 3M PRIBOR o cca 0,1 procentního bodu. Na celém tomto horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb předpokládanou v nové prognóze ČNB (viz kapitola II).

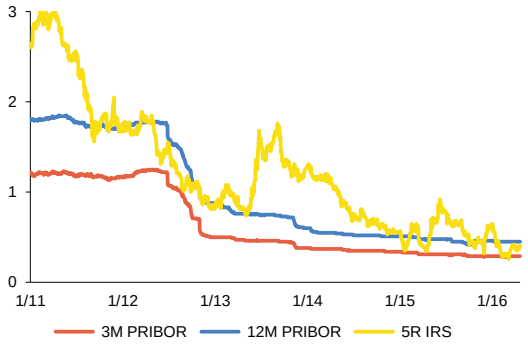
Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp.

GRAF III.5.11

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu setrvaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby IRS s delší splatností se převážně snižovaly

(v %)



LIBOR/USD) odrážely protichůdný vývoj na peněžních trzích v eurozóně a USA (vlivem protisměrného vývoje měnové politiky v těchto ekonomikách) při stabilitě sazeb v tuzemsku. Diferenciály vůči eurovým sazbám se lehce zvýšily, vůči dolaru naopak prohloubily své záporné hodnoty (Graf III.5.12). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR v prvním čtvrtletí 2016 činil průměrně 0,5 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci dubna.

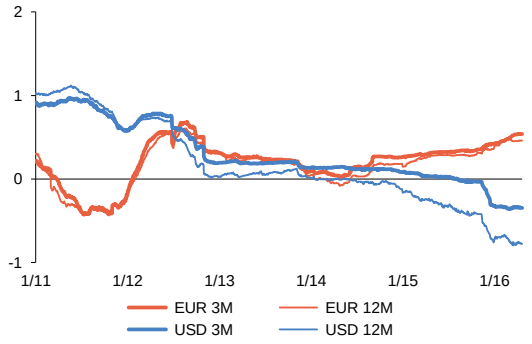
Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se vyvíjely převážně v souladu se zahraničními sazbami. Ty se od začátku ledna snižovaly, když na finančních trzích došlo ke globálnímu výprodeji rizikových aktiv. Byla to reakce na zveřejněné údaje potvrzující zpomalení čínské ekonomiky. Tato reakce světových trhů byla současně patrná též v oslabení čínské měny, propadu akciových trhů a dalším poklesu ceny ropy až pod 30 USD/barel. Dalším impulzem bylo snížení klíčových sazeb ECB a rozšíření jejího programu nákupu aktiv. Oznámená opatření ECB na začátku března byla rozsáhlejší, než trh očekával, nicméně informace z tiskové konference (podle M. Draghiho již není další prostor pro snižování sazeb) trh vyhodnotil jako zklamání a úrokové sazby se opět zvýšily. Z tuzemských faktorů k vývoji sazeb IRS a dluhopisových výnosů (především u kratších splatností) nadále přispívala vysoká korunová likvidita v bankovním sektoru v důsledku devizových intervencí a konverzí prostředků z fondů EU prováděných vládním sektorem prostřednictvím ČNB. Celkově se tak domácí sazby IRS oproti začátku ledna snížily až o 0,4 procentního bodu (Graf III.5.11). Výnosy státních dluhopisů na sekundárním trhu ale poklesly jen v delších splatnostech, na kratším konci se naopak posunuly výše. Výnosová křivka státních dluhopisů tak snížila svůj kladný sklon, na kratším konci se však nadále pohybovala v lehce záporných hodnotách (Graf III.5.13).

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od počátku letošního roku uskutečnilo dvanáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem a dvě aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 75,4 mld. Kč.[57] Téměř ve všech aukcích poptávka převyšovala nabídku; průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* činila 2,3. Ministerstvo financí využívalo příznivých podmínek na trhu a dluhopisy v kratších splatnostech prodávalo se záporným výnosem. Poptávka ze strany zahraničních investorů v jednotlivých aukcích zůstala vysoká, přičemž byla zaměřena zejména na dluhopisy s kratší splatností. Podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se tak zvýšil na cca 25 % ke konci března 2016.[58]

GRAF III.5.12

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

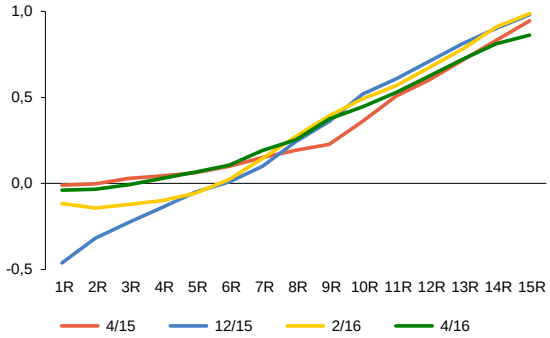
Úrokové diferenciály vůči euru se lehce zvýšily, naopak vůči dolaru prohloubily své záporné hodnoty
(v procentních bodech)



GRAF III.5.13

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosy státních dluhopisů se v nejkratších splatnostech posunuly výše, přesto tyto splatnosti zůstávají v lehce záporných hodnotách
(v %)



57 Strategie financování a řízení státního dluhu ČR na rok 2016 předpokládá emise středně a dlouhodobých státních dluhopisů v hodnotě minimálně 150 mld. Kč.

58 V posledních letech se přitom podíl nerezidentů na celkové držbě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů pohyboval v průměru kolem 14 %.

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v nominálním vyjádření se v prvním čtvrtletí 2016 nadále pohybovaly v blízkosti rekordně nízkých hodnot (Graf III.5.14). Od počátku roku 2015 se sazby snížily u úvěrů podnikům i domácnostem na bydlení o 0,3, resp. 0,4 procentního bodu. V jejich vývoji se aktuálně odráží zejména silný konkurenční tlak, vysoká likvidita bank a nízké náklady jejich financování. Výnosy desetiletých státních dluhopisů dále poklesly na 0,35 %, výnosy dluhopisů s dvouletou a pětiletou splatností zůstaly lehce záporné (-0,17 %, resp. -0,1 % v březnu 2016). Následně v průběhu dubna výnosy dluhopisů slabě vzrostly v důsledku vývoje na světových trzích. Úrokové sazby z nových termínovaných vkladů se neměnily či slabě klesaly a v průměru dosáhly 0,9 %. V eurozóně jsou sazby z nových úvěrů po snižování v posledních čtyřech letech stabilní.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se v průběhu prvního čtvrtletí 2016 jen lehce zvýšila a vyjádřená ukazatelem *cost of borrowing* dosáhla v únoru 2016 hodnoty 2,1 %. V tom se odrážel vývoj sazeb z velkých úvěrů s krátkodobou fixací (Graf III.5.15). Naopak sazby u menších úvěrů (s objemem do 30 mil. Kč) se dále mírně snížily. Spread mezi sazbami z malých a velkých úvěrů poklesl, v delším horizontu se nejvýrazněji snižoval u velmi malých úvěrů (s objemem do 7,5 mil. Kč). Sazba z nových eurových úvěrů je aktuálně nepatrně nižší než sazba z korunových úvěrů.

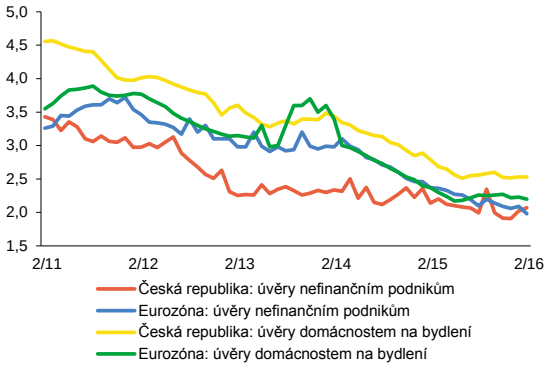
U domácností **úroková sazba z nových úvěrů na bydlení** v únoru 2016 přetrvala na úrovni 2,5 %. Sazba z hypotečních úvěrů se přitom slabě snížila na 2,2 %. Úroková sazba z úvěrů na bydlení s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují zhruba 66 % všech nově poskytnutých úvěrů na bydlení, nepatrně poklesla na 2,3 % (Graf III.5.16). Sazba s fixací od pěti do deseti let setrvala ve výši 2,4 %, přičemž podíl úvěrů s touto fixací se v posledním období zvýšil na cca 20 %. U hypotečních úvěrů sazby s uvedenými dvěma fixacemi v únoru dále slabě poklesly na 2 %, což odráželo mimo jiné i sílící konkurenci před předpokládaným nabytím platnosti, resp. účinnosti nového zákona o spotřebitelském úvěru a pokles ceny dlouhodobých zdrojů financování bank. Podle Fincentra Hypoindex se úrokové sazby z hypotečních úvěrů v březnu dále slabě snížily. Dle Šetření úvěrových podmínek banky ve druhém čtvrtletí 2016 očekávají zpřísnění úvěrových standardů v tomto segmentu úvěrového trhu.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů pokračovala v únoru v poklesu (Graf III.5.16), což bylo ovlivňováno vedle konkurence také příznivým vnímáním rizik spojených s celkovou ekonomickou situací a úvěruschopností (bonitou) klientů. Sazba ze spotřebitelských úvěrů však zůstává značně nad úrovní eurozóny.

GRAF III.5.14

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY V ČR A EUROZÓNĚ

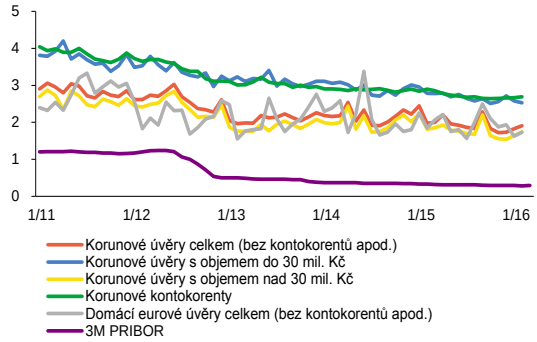
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům a z úvěrů domácnostem na bydlení se v ČR i eurozóně pohybují blízko rekordně nízkých hodnot
(celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



GRAF III.5.15

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

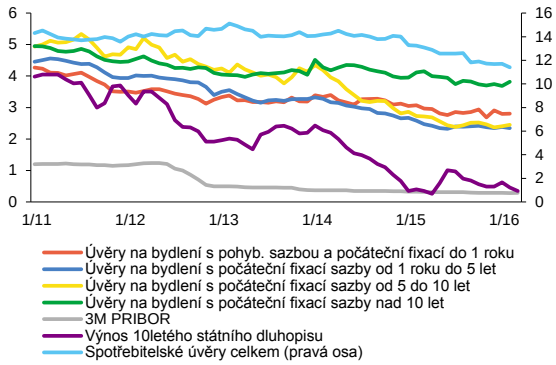
Úrokové sazby z domácích korunových úvěrů podnikům se jen slabě zvýšily a jsou nepatrně vyšší oproti sazbám z eurových úvěrů
(nové obchody, v %)



GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení se na počátku letošního roku při nepatrném snížení sazby z hypotečních úvěrů zásadněji neměnily, sazba ze spotřebitelských úvěrů dále poklesla
(nové obchody, v %)



Reálné klientské úrokové sazby[59] se při nepatrném zvýšení očekávané inflace výrazněji neměnily. Reálné sazby z nových úvěrů dosáhly v únoru 2016 v průměru 0,8 % (Graf III.5.17). U podnikových úvěrů se reálná úroková sazba pohybovala jen lehce nad nulou a u úvěrů domácnostem na bydlení dosáhla 0,7 % (u hypotečních úvěrů pouhých 0,4 %). Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů zůstaly záporné v blízkosti -1 %.

III.5.4 Měnový kurz

Kurz koruny vůči euru se v prvním čtvrtletí 2016 (i v první polovině dubna) nacházel v úzkém pásmu těsně nad hladinou kurzového závazku ČNB. V průměru dosáhl hodnoty 27,04 CZK/EUR (v souladu s prognózou), což představovalo jeho meziroční posílení o 2,1 % (Graf III.5.18).

V lednu, a v menší míře i v únoru, pokračovaly tlaky na posílení koruny (obnovené v listopadu 2015). Ty byly spojené s příznivější ekonomickou situací v ČR oproti eurozóně a uvolněnou měnovou politikou ECB. Ke zmírnění tlaků na posílení koruny následně přispěla informace o tom, že bankovní rada ČNB diskutovala o možném zavedení záporných měnověpolitických sazeb v ČR a prodloužení kurzového závazku ČNB do roku 2017. Vliv zřejmě měl i nižší než očekávaný růst cen v ČR (signalizující spíše pozdější opuštění kurzového závazku) a jen mírné snížení depozitních sazeb v eurozóně (o 0,1 procentního bodu). To bylo navíc umocněno následným prohlášením M. Draghiho, že se pravděpodobně jedná o jejich poslední snížení. Na **obranu kurzového závazku** vynaložila ČNB v prvním čtvrtletí 2016 celkově 75 mld. Kč, a to zejména v lednu. V březnu ČNB na devizovém trhu neintervenovala.

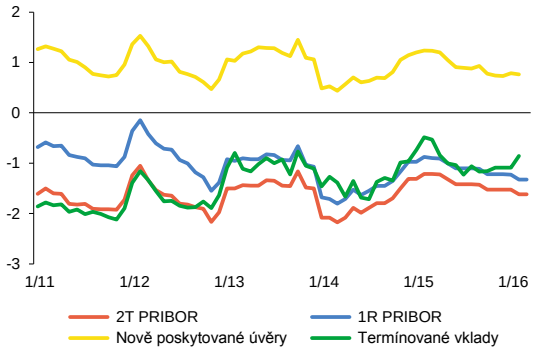
Kurz koruny vůči dolaru dosáhl v průměru v prvním čtvrtletí 2016 hodnoty 24,5 CZK/USD, což představovalo meziroční stabilitu a mezičtvrtletní posílení o 0,7 %. Vývoj kurzu koruny vůči dolaru v průběhu prvního čtvrtletí 2016 odrážel vývoj kurzu dolaru vůči euru. Ve vzájemném vztahu těchto měn došlo k zastavení téměř dvouletého trendu posilování amerického dolaru (z 1,38 až na 1,08 USD/EUR) a poté nastala jeho mírná korekce (až na 1,13 USD/EUR). Příčinou byly změny očekávání finančních trhů ohledně budoucího vývoje úrokových sazeb v USA a eurozóně, které byly významně ovlivňovány komunikací jejich centrálních bank. Další pokles depozitní sazby ECB nyní již finanční trhy neočekávají. Zároveň se výrazně snížila očekávání ohledně rychlosti a rozsahu budoucího zvyšování měnověpolitických sazeb v USA. Na konci druhé dubnové dekády se kurz koruny vůči dolaru pohyboval kolem 24,8 CZK/USD.

GRAF III.5.17

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se pohybují v průměru lehce pod úrovní 1 %, reálné sazby z vkladů zůstaly záporné

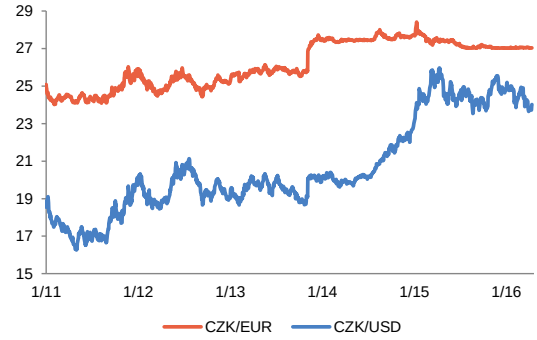
(v %)



GRAF III.5.18

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna se v prvním čtvrtletí 2016 nacházela jen těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB, vůči americkému dolaru se kurz meziročně nezměnil

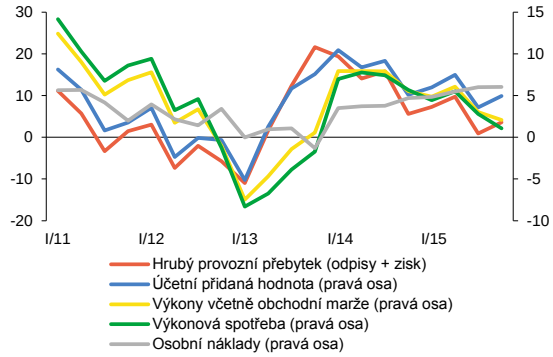


GRAF III.5.19

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Vývoj hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků podpořily ve čtvrtém čtvrtletí 2015 klesající ceny vstupů

(meziroční změny v %)



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

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci[60] bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2015 významně ovlivněno klesajícími cenami vstupů, které se projevily zpomalujícím růstem výkonové spotřeby. Díky tomu meziroční růst účetní přidané hodnoty zrychlil (na 4,9 %; Graf III.5.19, resp. Tab. III.5.1), přestože meziroční růst výkonů dále zpomaloval.[61] Příčinou zpomalujícího růstu výkonů bylo především zvolnění meziročního růstu tržeb, které tvoří značnou část položky výkonů. Při ustáleném tempu růstu osobních nákladů došlo v porovnání s předchozím čtvrtletím zároveň ke zrychlení meziročního růstu hrubého provozního přebytku (na 3,6 %).

Obdobný vývoj byl pozorován také **u užší skupiny nefinančních podniků s 250 a více zaměstnanci**[62]. I u nich došlo k meziročnímu poklesu materiálové náročnosti výkonů[63], i když v menším rozsahu. Růst účetní přidané hodnoty byl proto u větších podniků o něco mírnější (4,5 %). Větší rozdíl pak zaznamenal růst jejich hrubého provozního přebytku, který byl ve srovnání se širší skupinou podniků nižší o 2,1 procentního bodu. Za tímto vývojem stála především větší dynamika osobních nákladů, zejména objemu mezd, která ve větších podnicích souvisela s rychlejším meziročním růstem zaměstnanosti.

Ze sektorového hlediska ke zrychlení meziročního růstu hrubého provozního přebytku přispěl především zpracovatelský průmysl, jehož příspěvek byl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně kladný – na rozdíl od jeho záporného příspěvku v předchozím čtvrtletí (Graf III.5.20). Negativně k růstu hrubého provozního přebytku přispívalo i nadále odvětví výroby a rozvodu energií. Souhrnný příspěvek ostatních sektorů ekonomiky byl kladný.

Ve výběru **2000 nefinančních podniků s největšími aktivy** bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zaznamenáno zrychlení meziročního růstu výsledku hospodaření před zdaněním (o 3,7 procentního bodu na 5,2 %; Tab. SZ III.5.1). Přitom na růstu hospodářského výsledku se podílel pouze provozní výsledek hospodaření, zatímco finanční výsledek hospodaření meziročně poklesl do ještě více záporných hodnot.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Růst **finančních závazků nefinančních podniků** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 dále meziročně zrychloval (na 4 %; Graf III.5.21). K tomu nejvíce přispěly účasti mimo kotované akcie a ostatní závazky, v rámci nich pak zejména obchodní

TAB. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů meziročně poklesla, naopak mzdová náročnost dále rostla

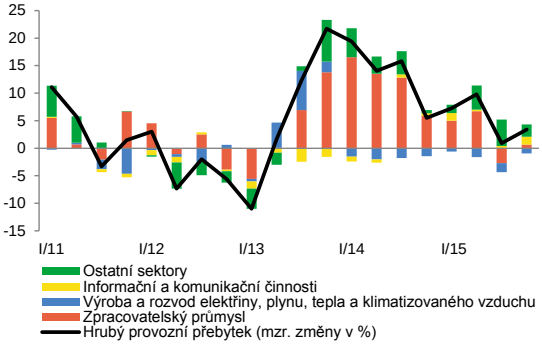
	4. čtvrtletí 2014	4. čtvrtletí 2015	Meziroční změny v %
	v mld. Kč	v mld. Kč	
Tržby celkem	2 106,5	2 151,6	2,1
Výkony vč. obchodní marže	1 559,3	1 591,8	2,1
Výkonová spotřeba	1 150,8	1 163,1	1,1
Účetní přidaná hodnota	408,5	428,7	4,9
Osobní náklady	228,8	242,6	6,0
Hrubý provozní přebytek	179,7	186,1	3,6
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	73,8	73,1	-0,7
Podíl přidané hodnoty na výkonech	26,2	26,9	0,7
Podíl osobních nákladů na výkonech	14,7	15,2	0,6
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	56,0	56,6	0,6
Podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě	44,0	43,4	-0,6

GRAF III.5.20

VÝVOJ PROVOZNÍHO ZISKU V ODVĚTVÍCH

Příspěvek zpracovatelského průmyslu k růstu celkového provozního přebytku se vrátil do nepatrně kladných hodnot

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



TAB. SZ III.5.1

VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM

Hospodářský výsledek před zdaněním se u největších podniků meziročně zvýšil, když k jeho růstu přispíval pouze provozní výsledek

(mld. Kč)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	4. čtvrtletí 2014	4. čtvrtletí 2015
Výsledek hospodaření před zdaněním	64,0	67,4
- z toho: provozní výsledek hospodaření	70,0	83,0
- z toho: finanční výsledek hospodaření	-5,8	-16,7

60 Segment nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2015 více než 9 tisíc podniků.
61 Jak výkony, tak i výkonová spotřeba jsou evidovány v peněžních jednotkách.
62 Segment nefinančních podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2015 více než 1,7 tisíce podniků.
63 Materiálová náročnost výkonů je definována jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

úvěry a zálohy. Kladného, avšak sníženého příspěvku dosáhly úvěry. Naopak dluhové cenné papíry prohloubily svůj záporný příspěvek. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** dosáhl obdobného tempa jako v přechozím čtvrtletí (5,5 %). V rámci finančních aktiv rostly oběživo a vklady, účasti i půjčky. Celkově se záporná čistá finanční pozice podniků poprvé od čtvrtého čtvrtletí 2012 prohloubila.

Základní **tendence ve vývoji rozvah nefinančních podniků** se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Ukazatel pohotové likvidity[64] podniků po poklesu v předchozím čtvrtletí opětovně vzrostl (na 216 % ve čtvrtém čtvrtletí 2015). Solventnost podniků[65] se naopak mírně snížila (na 115 %), svůj růst snížil také poměrový ukazatel tržního financování[66] (na 8,8 %), což bylo způsobeno zejména stagnující emisní aktivitou.

Růst **čistých finančních aktiv domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 meziročně zpomalil (na 6,6 %; Graf III.5.22), a to vlivem zrychlení růstu jejich finančních závazků. Přírůstek čistých finančních aktiv ve vztahu k ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu domácností mírně poklesl (na 8,8 %), což bylo odrazem zrychleného růstu dlouhodobých půjček během několika posledních čtvrtletí, jakožto dominantní formy zadlužování domácností. Růst **finančních aktiv domácností** přitom mírně zpomalil (na 6,4 %). Na tom se podílelo mírné snížení příspěvků obou hlavních kategorií, tedy jak oběživa a vkladů, tak účastí. V rámci účastí se z dlouhodobějšího pohledu stává významným tahounem jejich růstu zvyšující se objem investic do podílových listů investičních fondů. Dříve významný příspěvek dluhových cenných papírů naopak v posledních čtvrtletích odezněl, a to především v důsledku ukončení emisí státních spořících dluhopisů. Oproti předchozímu čtvrtletí zrychlil meziroční růst **finančních závazků domácností** (o 1 procentní bod na 6,1 %), a to zejména vlivem výrazně zrychlujícího růstu dlouhodobých půjček.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Realizované ceny bydlení se ke konci roku 2015 dále zvyšovaly. Podle indexu cen bydlení ČSÚ rostly ve čtvrtém čtvrtletí 2015 tempem 4,5 % meziročně (Graf III.5.23). V kontextu vývoje v zemích EU bylo toto tempo středně vysoké (Graf 1 (BOX)).

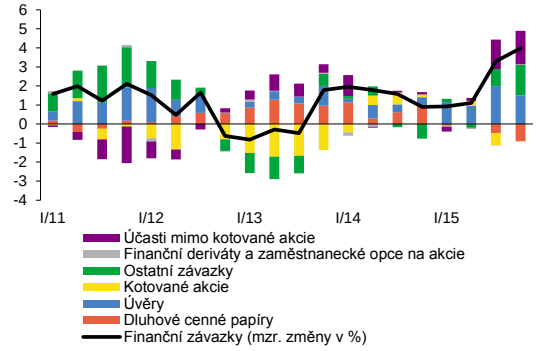
Realizované ceny starších bytů, které jsou považovány za nejvíce cyklický segment trhu rezidenčních nemovitostí, se podle odhadů z výběrového šetření ČSÚ meziročně zvyšovaly v průměru za celou ČR o 6,7 % (Graf III.5.23). Tempo jejich

GRAF III.5.21

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

K dalšímu zrychlení růstu finančních závazků podniků přispěly ve čtvrtém čtvrtletí zejména obchodní úvěry a zálohy v rámci ostatních závazků a účasti mimo kotované akcie

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

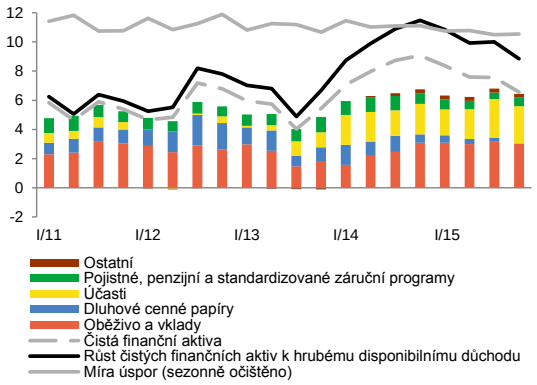


GRAF III.5.22

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Růst čistých finančních aktiv domácností dále zpomalil, a to vlivem zrychlení růstu jejich finančních závazků

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)

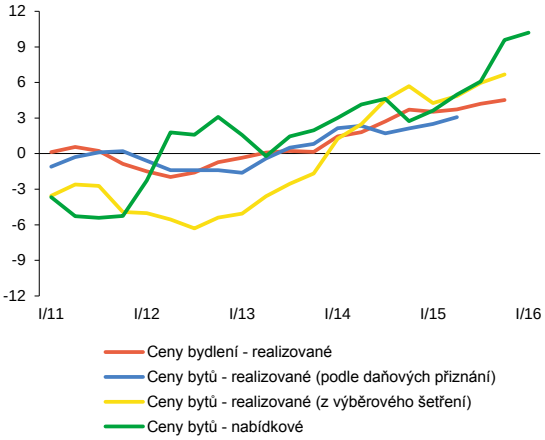


GRAF III.5.23

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYDLENÍ

Prodejní ceny bytů se zvyšují, rychleji však rostou jejich nabídkové ceny

(meziroční změny v %)



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

65 Solventnost podniků je podílem celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí.

66 Ukazatel tržního financování je podílem emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.

růstu mimo Prahu přitom bylo druhé čtvrtletí v řadě[67] vyšší než v hlavním městě (7,4 % oproti 4,6 % meziročně). Kumulativně se realizované ceny bytů od svého cyklického dna zvýšily o 12 % v Praze a o 14 % ve zbytku ČR[68].

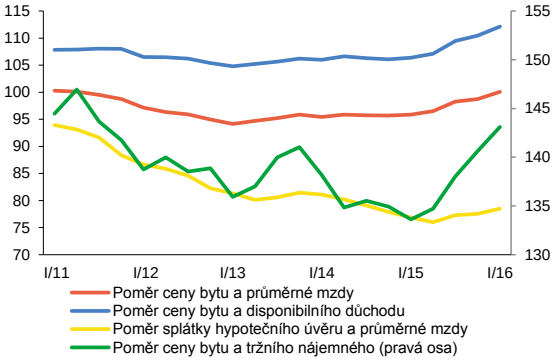
Odhady realizovaných cen ukazují, že prodejní ceny bytů se koncem roku 2015 zvyšovaly pomaleji než ceny nabídkové.[69] V Praze se tím dále prohloubil již tak výrazný rozdíl mezi oběma druhy cen.[70] Růst **nabídkových cen bytů** navíc v prvním čtvrtletí 2016 v Praze dále meziročně zrychlil na 10,2 %. Ve zbytku ČR pokračoval růst tempem rovněž lehce přes 10 %.

Růst cen bytů se podle odhadů v prvním čtvrtletí 2016 projevil také zhoršením **indikátorů dostupnosti a vnímané výhodnosti jejich koupě**[71] (Graf III.5.24). Poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu, se podle odhadů meziročně zvýšil o 4,4 %, resp. 5,4 %. Poměr ceny bytu a tržního nájemného podle IRI meziročně vzrost dokonce o 7,1 %. Nově se zvýšil také poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy[72] (o 2,1 %).

GRAF III.5.24

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Indikátory dostupnosti a vnímané výhodnosti koupě bytu se zhoršují, nově také pro koupi bytu na úvěr
(průměr 2000–2007=100[a)], zdroj: ČSÚ, ČNB, Institut regionálních informací)



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

BOX 2 Index cen bydlení a jeho vývoj v zemích EU

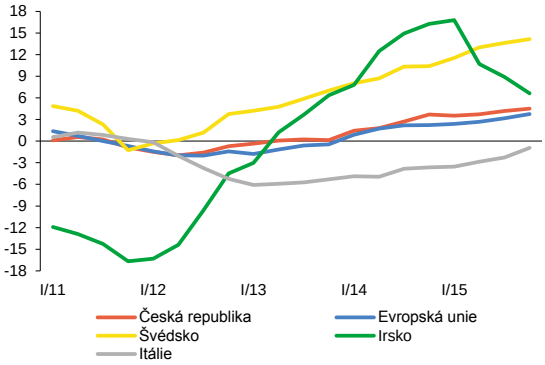
Index cen bydlení („House Price Index“, HPI), jehož sledování do této kapitoly nově zařazujeme, je sestavován ČSÚ podle jednotné harmonizované normy EU. Předmětem jeho měření je čtvrtletní vývoj realizovaných cen bytů, rodinných domů a souvisejících pozemků, které jsou kupovány domácnostmi. Objem podkladových transakcí podle odhadů z daňových přiznání a údajů ČÚZK[73] oceněných ČSÚ činil v roce 2013 více než 250 mld. Kč. Hlavní podíl měly transakce s již existujícími nemovitostmi (relativní váha v indexu 953 z 1000). Výhodou tohoto indexu je mezinárodní srovnatelnost[74], nevýhodou může být dostupnost kratších časových řad než z alternativních zdrojů dat.[75] Údaje o indexu cen bydlení za země EU publikuje Eurostat.

Podle těchto údajů rostou ceny bydlení v široké skupině evropských zemí, přičemž ČR je v tomto ohledu mírně nad průměrem EU (Graf 1). V některých zemích EU, které ke konci roku 2014 zaznamenaly nejvýraznější meziroční růst, se ceny

GRAF 1 (BOX)

CENY BYDLENÍ VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EU

Ceny bydlení v ČR rostou mírně rychleji než v průměru v EU, kde je však vývoj velmi různorodý
(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)



67 Předchozí odhady realizovaných cen starších bytů ČSÚ ve třetím čtvrtletí 2015 byly revidovány směrem dolů pro Prahu a nahoru pro zbytek ČR.
68 Realizované ceny v Praze a ve zbytku ČR dosáhly svých posledních minimálních hodnot ve třetím čtvrtletí 2012, resp. čtvrtém čtvrtletí 2013.
69 Viz Zpráva o inflaci I/2016.
70 Viz Zpráva o inflaci IV/2015.
71 Pro výpočty těchto indikátorů jsou ceny bytů podle dostupnosti aproximovány realizovanými cenami z daňových přiznání a z výběrového šetření a dále také nabídkovými cenami.
72 Pro výpočet tohoto indikátoru je uvažována vzorová hypotéka s fixními parametry LTV 65 % a splatností 20 let. Za výši úrokových sazeb na nové úvěry na bydlení v prvním čtvrtletí 2016 byly uvažovány údaje dostupné za první dva měsíce čtvrtletí.
73 Český úřad zeměměřičský a katastrální
74 Viz popis metodiky ČSÚ: https://www.czso.cz/csu/czso/ceny_bytu.
75 Pro širší skupinu zemí jsou údaje dostupné od roku 2008.

bydlení zvyšují dlouhodobě (Švédsko, Rakousko, Německo). V ostatních státech se jedná o obnovení růstu cen po předchozích poklesech souvisejících se světovou finanční krizí (Velká Británie, Irsko, Estonsko, Maďarsko). Růst cen bydlení ve Švédsku (14 % meziročně) byl v minulých letech doprovázen uvolňováním úvěrových standardů, s vysokým podílem hypoték bez průběžné amortizace jistiny.[76] Schopnost kupovat na dluh za vyšší ceny je tak zároveň vytlačovala vzhůru. Zvyšování cen bydlení v Rakousku, Německu, Irsku a Dánsku (6–7 % meziročně) skrývá výrazně diferencovaný regionální vývoj, s rychlejším růstem cen v hlavním městě, případně několika velkých aglomeracích. V této souvislosti se hovoří o částečném vlivu poptávky ze zahraničí.[77] Vysoká kupní síla této poptávky způsobuje růst cen bydlení, které se pak stává méně dostupným pro rezidenty. Mezi zeměmi EU jsou nicméně i takové, kde ceny bydlení stagnují nebo klesají, jako např. Kypr nebo Itálie (pokles do 1 % meziročně).

76 Od 1. 6. 2016 zavádí dohledový orgán ve Švédsku požadavek na průběžnou amortizaci jistiny u nových úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí.

77 ECB (2015): Financial Stability Report, Listopad 2015.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance ve čtvrtém čtvrtletí 2015 byl charakteristický poměrně vysoký přebytek bilance zboží a služeb, který se zejména vlivem vývoje služeb meziročně zvýšil. Jeho dopad do běžného účtu byl zhruba z poloviny vyvážen schodkem prvotních důchodů, který se naopak snížil. Nejvýznamnější složku finančního účtu představoval čistý příliv portfoliových investic, který souvisel na straně pasiv s optimalizací struktury bilancí tuzemských bank v závěru roku bez dopadu na celkové finanční toky. Vysoký čistý příliv portfoliových investic byl převážen čistým odlivem ostatních investic, spojeným zejména s poklesem krátkodobých vkladů u tuzemských bank (jako protipoložkou vývoje v rámci portfoliových investic), a přírůstkem rezervních aktiv.

III.6.1 Běžný účet

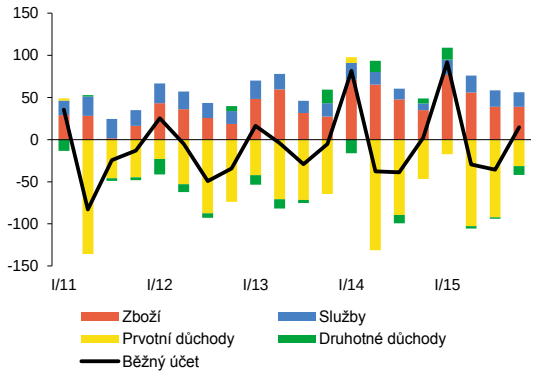
Běžný účet platební bilance[78] dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 přebytku 14,6 mld. Kč, což znamenalo jeho meziroční zvýšení o necelých 13 mld. Kč. K růstu celkového přebytku přispělo zejména zmírnění schodku prvotních důchodů (Graf III.6.1). Roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP se ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírně zvýšil (na 0,9 %).

Bilance zboží skončila po dvou čtvrtletích meziročního poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 o necelé 4 mld. Kč meziročně výše, tedy s přebytkem 38,9 mld. Kč. Zvýšení přebytku zboží souviselo s cenovým vlivem, tj. kladnou meziroční změnou směnných relací, dopad vývoje v reálném vyjádření byl neutrální. Meziroční tempo růstu nominálního obchodního obratu 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 pokračující meziroční posílení koruny vůči euru a jen nepatrné zrychlení poptávky v eurozóně. Přestože se růst celkové domácí poptávky zmírnil a propad cen ropy a zemního plynu nadále pokračoval, došlo k mírnému zrychlení nominální růstové dynamiky i v případě dovozu zboží (na 6,1 %, včetně započítání nového pronájmu stíhaček JAS-Gripen). Z hlediska zbožové struktury byl meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněn zmírněním schodku nerostných paliv (Graf III.6.2). V průběhu prvního čtvrtletí 2016 meziroční růst celkového přebytku pokračoval a za leden až únor dosáhl necelých 5 mld. Kč.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

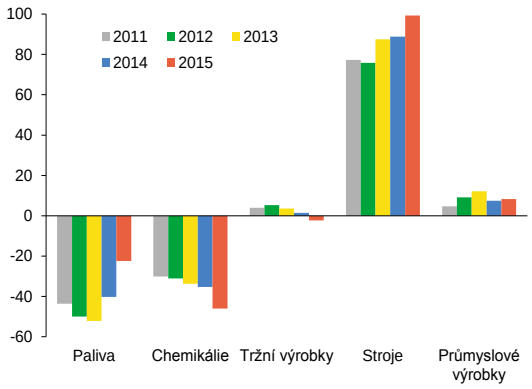
K meziročnímu růstu přebytku běžného účtu ve čtvrtém čtvrtletí 2015 přispělo zvýšení přebytku zboží a služeb i zmírnění schodku prvotních důchodů
(v mld. Kč)



GRAF III.6.2

ZAHRANIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM PODLE SITC

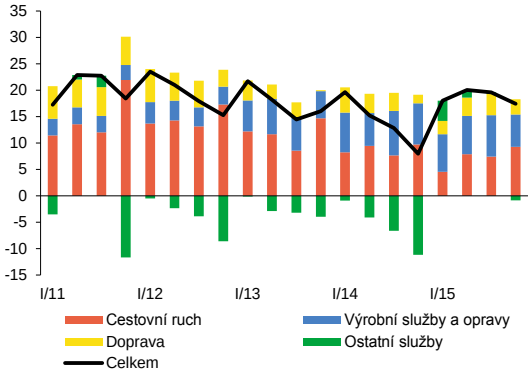
K meziročnímu růstu přebytku obchodní bilance přispělo zejména zmírnění schodku nerostných paliv
(čtvrté čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



GRAF III.6.3

SLUŽBY

Na přebytku bilance služeb se nejvíce podílela dílčí bilance cestovního ruchu
(v mld. Kč)



78 Spolu s údaji za čtvrté čtvrtletí 2015 byly zveřejněny revidované údaje od roku 2014. Revize platební bilance v roce 2014 vedla ke snížení přebytku běžného účtu o necelých 19 mld. Kč (na 7,5 mld. Kč), a to především v důsledku poklesu 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 vyváženo revizí v rámci ostatních investic. Revize za první až třetí čtvrtletí 2015 měly za následek zejména prohloubení schodku prvotních důchodů o více než 18 mld. Kč.

K přebytku výkonové bilance přispěla **bilance služeb** 17,4 mld. Kč (Graf III.6.3). Přebytek služeb se tak třetí čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval, tentokrát o více než 9 mld. Kč. Na celkovém přebytku se v tomto čtvrtletí nejvíce podílel přebytek cestovního ruchu (9,3 mld. Kč), který se však meziročně nepatrně snížil. Mírného přebytku dosáhly i dílčí bilance výrobních služeb a oprav i dopravy. Naproti tomu ostatní služby skončily mírným schodkem, který se ovšem v důsledku hlubokého poklesu výdajů, především u finančních služeb, meziročně snížil o více než 10 mld. Kč. Vývoj ostatních služeb tak současně nejvýrazněji přispěl k meziročnímu růstu celkového přebytku.

Na rozdíl od přebytkové bilance zboží a služeb skončily **prvotní důchody** schodkem 31,4 mld. Kč, který se však meziročně zmírnil o více než 15 mld. Kč. K poklesu celkového schodku nejvíce přispěly meziročně nižší důchody z přímých investic ve formě dividend hrazených nerezidentům. Rozhodující složku celkové bilance nicméně nadále představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající zejména ze schodku důchodů z přímých investic (-40,3 mld. Kč). Mírný schodek, spojený s výplatou úroků z dluhopisů nerezidentům, zaznamenaly také důchody z portfoliových investic. Ke zmírnění celkového schodku naopak nejvíce působil přebytek náhrad zaměstnancům a přebytek výnosů z rezervních aktiv.

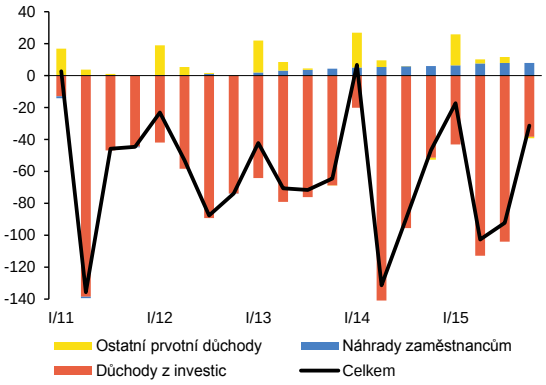
Schodek zaznamenaly rovněž **druhotné důchody** (-10,4 mld. Kč), jejichž bilance se při přechodu z přebytku do schodku snížila o více než 16 mld. Kč. Nejvýznamnější součástí byly v tomto čtvrtletí odvody do rozpočtu EU odvozené z DPH a HNP, které dosáhly téměř 11 mld. Kč. Mírné schodky byly zaznamenány i u dalších položek, zejména u sociálních příspěvků a běžných daní z důchodů a jmění. Naopak nejvyššího přebytku, který se však meziročně výrazně snížil, bylo dosaženo v položce běžné mezinárodní spolupráce (přes 5 mld. Kč), zahrnující hlavně příjmy z rozpočtu EU. Čisté čerpání zdrojů z rozpočtu EU vykazované v rámci druhotných důchodů tak skončilo ve čtvrtém čtvrtletí schodkem 4,8 mld. Kč a meziročně se při přechodu z přebytku do schodku snížilo o 15 mld. Kč. Meziroční vývoj druhotných důchodů proto nejvíce souvisel s nižším čerpáním příjmů z rozpočtu EU.

GRAF III.6.4

PRVOTNÍ DŮCHODY

Schodek prvotních důchodů se meziročně snížil především v důsledku zmírnění schodku důchodů z investic

(v mld. Kč)



III.6.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet skončil naopak přebytkem 14,8 mld. Kč, souvisejícím především s čerpáním prostředků z rozpočtu EU (ve výši 11,8 mld. Kč). Rovněž jeho meziroční zvýšení o téměř 7 mld. Kč bylo zejména důsledkem vyššího čerpání zdrojů z EU.

III.6.3 Finanční účet

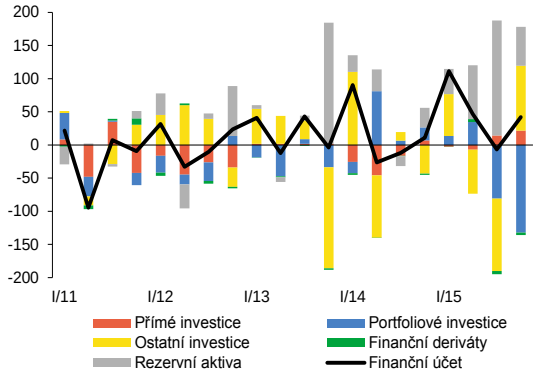
Finanční účet vykázal ve čtvrtém čtvrtletí 2015 čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 42,2 mld. Kč, když vysoký čistý příliv portfoliových investic byl převážen souhrnným

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Nejvýznamnější složku finančního účtu představoval čistý příliv portfoliových investic

(v mld. Kč)



čistým odlivem přímých a ostatních investic a růstem rezervních aktiv (Graf III.6.5).

Přímé investice zaznamenaly podobně jako v předchozím čtvrtletí čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, a to ve výši 21,8 mld. Kč (Graf III.6.6). 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. Vývoj v úvěrových vztazích u zahraničních investic v ČR, spojený s meziroční změnou jejich toků, také nejvýznamněji přispěl k meziročnímu zvýšení celkového čistého odlivu o téměř 15 mld. Kč.

Portfoliové investice skončily ve čtvrtém čtvrtletí podobně jako v předchozím čtvrtletí čistými výpůjčkami ze zahraničí, tj. čistým přílivem, které dosáhly 132 mld. Kč (Graf III.6.7). Tento údaj byl především ovlivněn na straně pasiv u dluhových cenných papírů optimalizací struktury bilancí tuzemských bank v závěru roku v souvislosti s nově platnými regulatorními požadavky, což však bylo plně kompenzováno poklesem pasiv v rámci ostatních investic. Zvyšovala se i držba vládních korunových dlouhodobých dluhopisů nerezidenty. 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.

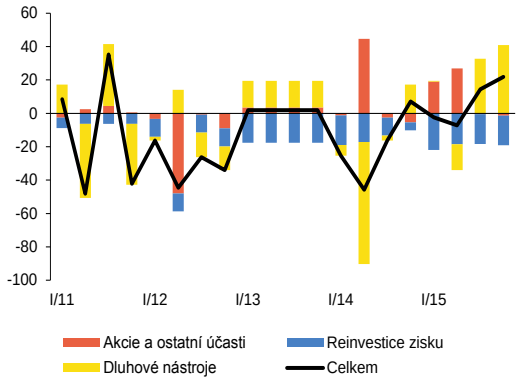
Také vypořádání kontraktů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo k mírným čistým výpůjčkám ze zahraničí, tj. čistému přílivu, a to ve výši 4 mld. Kč, které se meziročně o 2 mld. Kč zvýšily.

U **ostatních investic** byly vykázány vysoké čisté půjčky do zahraničí, tj. čistý odliv, ve výši 97,8 mld. Kč. Přispěl k nim pouze čistý odliv v rámci bankovního sektoru včetně ČNB, který dosáhl téměř 160 mld. Kč. Byl spojen zejména s poklesem krátkodobých vkladů na straně pasiv z důvodu výše zmíněné optimalizace struktury bilancí tuzemských bank ke konci roku. Také výrazná meziroční změna toků ostatních investic, představující téměř 141 mld. Kč, souvisela se změnou ve vývoji krátkodobé pozice bankovního sektoru. Podnikový sektor zaznamenal naopak čistý příliv zdrojů ve výši 52 mld. Kč, ovlivněný zejména vývojem na straně aktiv, tj. poklesem krátkodobých vkladů v zahraničí a splátkami dříve poskytnutých obchodních úvěrů. Čistými výpůjčkami ze zahraničí v souvislosti s čerpáním dlouhodobého obchodního úvěru skončily i finanční toky sektoru vlády (pronájem Gripenů).

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

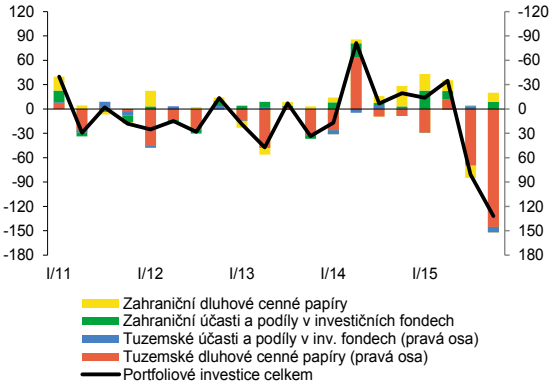
K čistému odlivu přímých investic do zahraničí přispěl pouze čistý odliv v dluhových nástrojích
(v mld. Kč)



GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

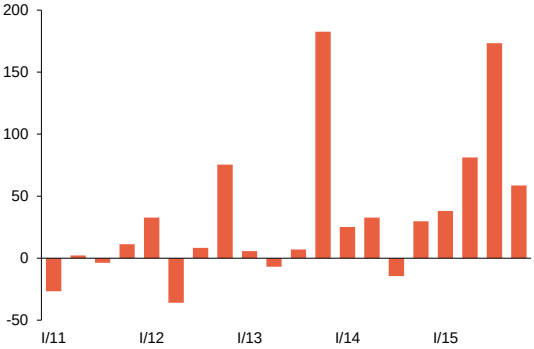
Portfoliové investice zaznamenaly vysoký čistý příliv především v důsledku růstu pasiv v rámci dluhových cenných papírů
(v mld. Kč)



GRAF III.6.8

REZERVNÍ AKTIVA

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



Rezervní aktiva se podobně jako v předchozích čtyřech čtvrtletích zvýšila. Jejich přírůstek dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2015 především v souvislosti s devizovými intervencemi ČNB 58,6 mld. Kč (Graf III.6.8).

III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Meziroční hospodářský růst v eurozóně si ve čtvrtém čtvrtletí 2015 zachoval dynamiku z předchozích dvou čtvrtletí, zatímco ve Spojených státech dále mírně zpomalil. V obou ekonomikách byla hlavním zdrojem růstu domácí poptávka, stimulovaná klesajícími cenami energií a uvolněnými měnovými politikami centrálních bank. Naopak příspěvky čistého vývozu byly záporné. Meziroční růst spotřebitelských cen v eurozóně se pohybuje kolem nuly, ve Spojených státech však byl na začátku letošního roku patrný nárůst inflace, který by měl v roce 2017 ještě zesílit. Růst je ale očekáván i u inflace v eurozóně. Kurz eura vůči americkému dolaru již od závěru minulého roku s krátkými přestávkami posiloval, nicméně v ročním horizontu se očekává jeho návrat zhruba na úrovně z počátku letošního roku. Na komoditních trzích se v průběhu prvního čtvrtletí 2016 zastavil dlouhodobý cenový pokles a cena ropy zaznamenala dokonce zřetelný nárůst.

III.7.1 Eurozóna

Meziroční tempo růstu **HDP v eurozóně** ve čtvrtém čtvrtletí 2015 stagnovalo na hodnotě 1,6 %, což nicméně představuje nejvyšší meziroční růst od roku 2011 (Graf III.7.1). V mezičtvrtletním vyjádření hospodářský růst také stagnoval (na 0,3 %). Hlavním tahounem růstu byla, podobně jako v předchozích čtvrtletích, spotřeba domácností, která se meziročně zvýšila o 1,5 %. K celkovému růstu však nově přispěly bezmála stejnou měrou také investice. Jedinou složkou HDP s negativním příspěvkem k celkovému růstu byl čistý vývoz. Za celý rok 2015 se HDP eurozóny zvýšil o 1,5 %. Z jednotlivých zemí rostlo nejrychleji Irsko, Slovensko a Španělsko. Mírný pokles naopak zaznamenalo Řecko.

Dosavadní **hospodářský vývoj v eurozóně** je stále umírněný s velkým množstvím nejistot. Předstihový ukazatel PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v březnu zhruba stejné hodnoty jako v předchozím měsíci (mírně v expanzivním pásmu). Slabé hodnoty tohoto ukazatele vykázaly zejména jádrové země eurozóny – Německo a Francie. Meziroční růst průmyslové produkce v únoru výrazně zpomalil (a meziměsíčně produkce poklesla), a to i přes pozitivní nabídkový vliv nízkých cen ropy. Také ostatní předstihové ukazatele spíše stagnovaly a ZEW indikátor dále poklesl. Reálné maloobchodní tržby se v únoru vyvíjely v intencích předchozích měsíců a meziročně vzrostly o 2,4 %. Míra nezaměstnanosti v únoru dále mírně poklesla na 10,3 %. Prognózy růstu HDP eurozóny od sledovaných institucí na rok 2016 se pohybují přibližně na úrovni skutečnosti roku 2015. V roce 2017 by pak měl hospodářský růst mírně zrychlit (Graf III.7.2).

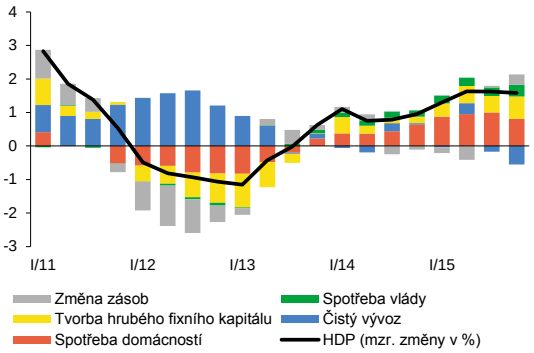
Spotřebitelské ceny v březnu po předchozím mírném poklesu meziročně stagnovaly. Hlavním faktorem takto utlumeného cenového vývoje byl meziroční pokles cen energií. Celkově je očekávána v letošním roce inflace poblíž nuly a její zvýšení nad 1 % v roce 2017 (Graf III.7.2). Inflace bez cen energií a potravin

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

Spotřeba domácností a investice byly ve čtvrtém čtvrtletí 2015 hlavními složkami růstu HDP

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)

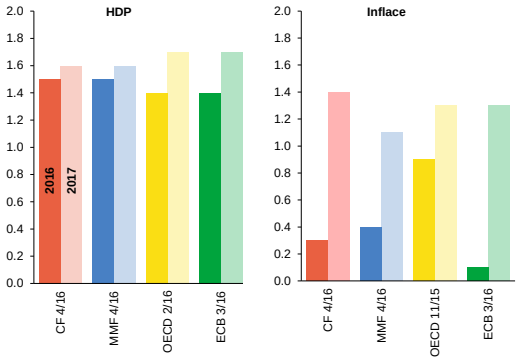


GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE HICP PRO EUROZÓNU

Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2016 setrvat na úrovni 1,5 %. Inflace zrychlí až v roce 2017

(meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



Pozn.: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

v březnu mírně vzrostla na hodnotu 1 %. Ceny průmyslových výrobců v únoru dále prohloubily svůj – již tak výrazný – meziroční pokles (Graf III.7.3).

ECB v březnu přehodnotila jak výhled růstu HDP, tak inflace pro letošní i příští rok směrem dolů a přistoupila k dalšímu uvolnění své měnové politiky. Překvapivá přitom byla především razance navýšení kvantitativního uvolňování v kombinaci s dalšími doprovodnými opatřeními. Tříměsíční Euribor se tak nadále nachází v mírně záporných hodnotách, na kterých podle tržních výhledů setrvá až do konce roku 2017. Meziroční růst peněžního agregátu M3 činil v únoru stejně jako v předchozím měsíci 5 %.

Mezičtvrtletní **růst německé ekonomiky** ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku zůstal beze změny na úrovni 0,3 %. Příspěvek domácí poptávky přitom převážil nad poklesem čistého vývozu. Meziroční hospodářská dynamika se snížila o 0,4 procentního bodu na 1,3 %. Byla podporována zvýšením spotřeby domácností i vlády, ale zpomalována poklesem čistého vývozu (Graf III.7.4). Za celý rok 2015 růst HDP dosáhl 1,7 %. Přebytek veřejných rozpočtů se zvýšil na 19,4 mld. EUR, zaměstnanost vzrostla o 0,8 %, reálná mzda o 2,6 % a nezaměstnanost se snížila o 0,3 procentního bodu.

Pro první polovinu letošního roku dubnový CF očekává růst HDP nepatrně nad úrovní čtvrtého čtvrtletí minulého roku (meziročně o 1,4 %)[79]. Tomu nasvědčuje vývoj předstihových ukazatelů, které v březnu a dubnu vesměs vzrostly, i rychlejší meziměsíční a meziroční nárůst průmyslové výroby v lednu a únoru ve srovnání s předchozím čtvrtletím. Dynamika maloobchodního obratu v tomto období naopak oslabila. Pro celý letošní rok CF snížil své očekávání hospodářského růstu na 1,6 %, v souladu s odhady nejvýznamnějších německých ekonomických ústavů (1,6 %) i výboru poradců německé vlády (1,5 %).

Spotřebitelské ceny v Německu se po stagnaci v únoru vrátily v březnu k meziročnímu růstu o 0,3 % (Graf III.7.5) v důsledku zvýšení cen služeb, které převážilo nad dalším snižováním cen energií. Meziroční pokles cen průmyslových výrobců se v březnu prohloubil na -3,1 %. Pro celý letošní rok dubnový CF očekává inflaci na úrovni 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. Růst slovenského HDP za celý minulý rok zrychlil ve srovnání s rokem 2014 o 1,1 procentního bodu na 3,6 % díky akceleraci domácí poptávky, zejména spotřeby domácností a fixních

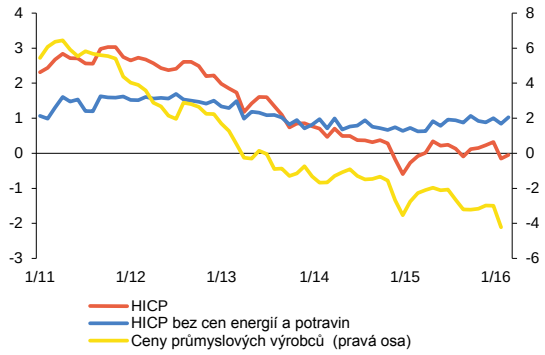
79 Bundesbanka odhaduje, že německý hospodářský růst v prvním čtvrtletí proti předchozímu období značně posílil. Pro druhé čtvrtletí však očekává zpomalení této dynamiky.

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Vlivem poklesu cen energií zaznamenala inflace v únoru a březnu velmi nízké hodnoty a ceny průmyslových výrobců meziročně výrazně klesly

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

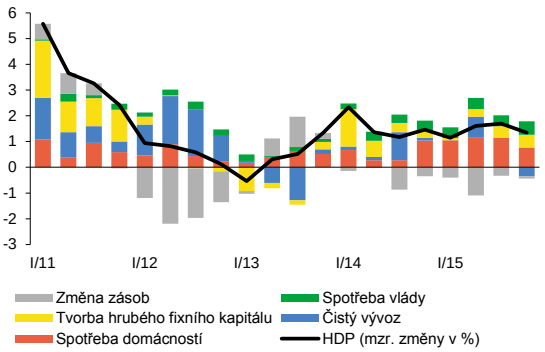


GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 se meziroční tempo růstu HDP snížilo v důsledku poklesu čistého vývozu, domácí poptávka nadále rostla

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)

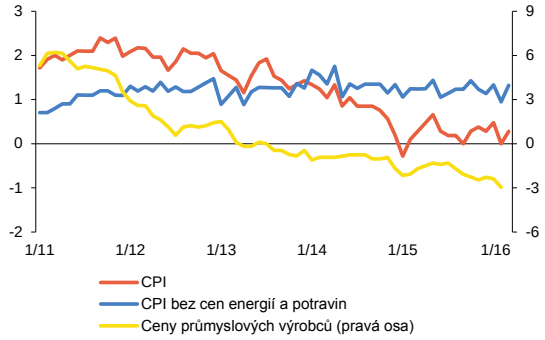


GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

V březnu se inflace zvýšila z nuly na mírně kladnou úroveň, zároveň se však prohloubil pokles cen průmyslových výrobců

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



investic, čistý vývoz se naopak mírně snížil. Značný vliv na tento vývoj mělo využití fondů EU, které zvýšilo ekonomický růst o více než jeden procentní bod. Pro celý letošní rok dubnový CF i NBS počítají se zpomalením hospodářské dynamiky na 3,2 %.

Pokles spotřebitelských cen na Slovensku se v březnu prohloubil o 0,2 procentního bodu na -0,6 % v důsledku rychlejšího snižování cen potravin a energií při současném růstu cen služeb. Dubnový CF dále snížil pro letošní rok očekávanou průměrnou inflaci na 0,2 %. V příštím roce by měl růst cen na Slovensku podle CF zrychlit na 1,7 %.

III.7.2 Spojené státy

Ve Spojených státech se snížil meziroční **růst HDP** ve čtvrtém čtvrtletí na 2 % (Graf III.7.6). Další zpomalení americké ekonomiky souviselo s přetrvávajícím vlivem silného dolaru a nízkých cen ropy zejména na hospodaření firem. Na meziročním růstu ekonomiky se kladně podílela především spotřeba domácností a fixní investice, zatímco záporný příspěvek čistého vývozu se mírně snížil. Za celý rok 2015 vzrostl HDP o 2,4 %, což byla stejná hodnota jako v předchozím roce. V prvním čtvrtletí 2016 by měla americká ekonomika podle dostupných ukazatelů zpomalit. Od ledna se dále zvětšoval rozdíl mezi dynamikou amerického trhu práce a zbytkem ekonomiky, patrný již v závěru roku 2015. V březnu vzniklo 215 tisíc nových pracovních míst v nezemědělském sektoru a míra nezaměstnanosti se pohybuje na nízké úrovni 5 %. Na druhou stranu průmyslová produkce se v prvním čtvrtletí 2016 snížila meziročně o 2,2 %, a to zejména v těžebním a energetickém sektoru. Velkoobchodní zásoby v meziročním vyjádření poklesly a investice podniků zaostávají za očekáváním finančních trhů. Předstihový ukazatel ISM PMI ve zpracovatelském průmyslu se v lednu a únoru pohyboval v pásmu kontrakce, ale optimismus spojený s novými objednávkami jej posunul v březnu na nejvyšší hodnotu za půl roku (51,8). Optimističtější výhled do budoucna mají také spotřebitelé, jak vyplývá z aktuálního šetření Conference Board. Maloobchodní prodeje v prvním čtvrtletí 2016 meziročně rostly, v březnu bylo nicméně patrné zpomalení jejich dynamiky v souvislosti s klesajícími prodeji aut. Podle sledovaných výhledů by měl růst HDP v letošním roce dosáhnout hodnoty 2–2,4 % (Graf III.7.7), v roce 2017 by měl dále mírně zrychlit.

Celková meziroční **inflace** v USA v lednu a únoru 2016 přesáhla úroveň 1 % (Graf III.7.8). Inflace bez cen energií a potravin začala růst již v závěru roku 2015 a v únoru zaznamenala nejvyšší hodnotu od května 2012 (2,3 %). Ceny výrobců v únoru a březnu meziročně prakticky stagnovaly. Výhledy inflace od sledovaných institucí se pro rok 2016 pohybují mezi 0,8–1,3 %. Na hodnoty poblíž 2% cíle by se inflace měla dostat až v roce 2017.

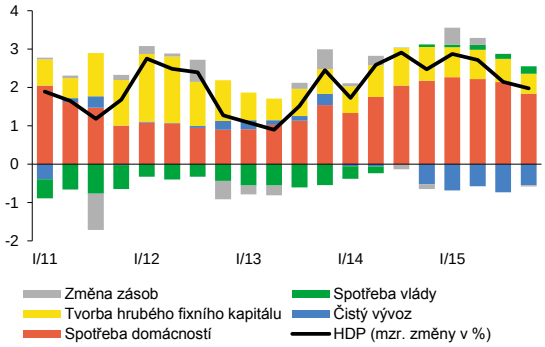
Fed na svém březnovém zasedání rozhodl o ponechání cílového pásma své základní sazby na úrovni 0,25–0,5 %. Přetrvávající

GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Od začátku roku 2015 meziroční tempo růstu v USA klesalo

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)

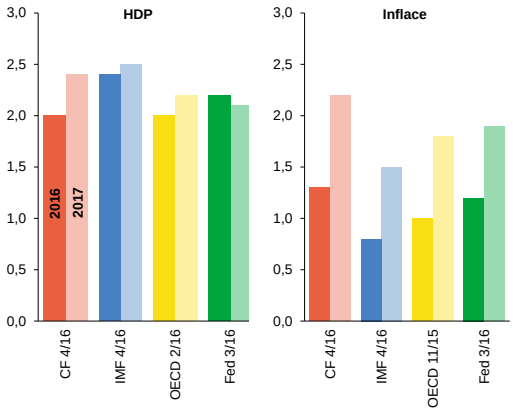


GRAF III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY

Růst HDP v roce 2016 by měl dle většiny odhadů přesáhnout 2% hranici, zatímco inflace zůstane nízká

(meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



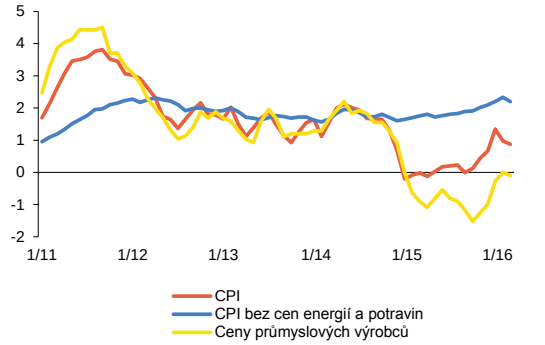
Pozn.: Vodorovná osa zobrazuje údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Na začátku roku 2016 byl patrný mírný nárůst inflace

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



rizika v globální ekonomice, zejména pak v Číně, vedla představitele centrální banky k přehodnocení tempa růstu úrokových sazeb. Finanční trhy očekávají, že Fed letos posune pásmo pro jeho základní mezibankovní sazbu jen jednou či dvakrát po čtvrtině procentního bodu místo dříve očekávaných čtyř kroků.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči americkému dolaru posiluje s přestávkami již od prosince loňského roku (Graf III.7.9). Výrazněji euro posílilo na počátku února v souvislosti se zveřejněním slabších dat z americké ekonomiky a holubičí rétorikou představitelů Fedu. Poté sice do konce měsíce o své zisky přišlo kvůli sílícímu očekávání, že ECB na svém březnovém zasedání dále uvolní měnovou politiku, ale již na počátku března začalo euro znovu posilovat. Přestože ECB na svém zasedání přijala celou řadu opatření k dalšímu uvolnění své měnové politiky, euro v bezprostřední reakci dále mírně posílilo. V následujících dnech sice jeho hodnota vůči dolaru klesala, ašak jen do zasedání amerického Fedu o týden později. Po něm došlo na finančních trzích k přehodnocení očekávání ve směru mírnějšího zvyšování úrokových sazeb v USA a euro znovu posílilo. Kurz uzavřel první čtvrtletí na úrovni 1,14 USD/EUR.

Rovněž vůči **britské libře** posiluje euro již od prosince 2015, a to ještě mnohem výrazněji než vůči dolaru (o 12,5 % za 4 měsíce). Důvodem byla slabší data z britské ekonomiky, a v poslední době pak především vzrůstající nejistota v souvislosti s blížícím se červnovým referendem o setrvání Velké Británie v EU. Zpřísnění britské měnové politiky se tak neočekává dříve než na začátku roku 2017.

Naopak vůči **japonskému jenu** euro od poloviny loňského roku vytrvale oslabuje. Na konci ledna překvapila BoJ trhy výrazným uvolněním měnové politiky, když zavedla záporné úrokové sazby na část vkladů komerčních bank u centrální banky. Japonský jen v reakci na to krátce oslabil, poté se však přes holubičí výroky představitelů BoJ vrátil k posilujícímu trendu. Japonská ekonomika je navzdory křehkým fundamentům nadále vnímána jako „bezpečný přístav“, ke zhodnocování jenu však přispívají i vzrůstající pochybnosti o účinnosti opatření měnové politiky.

V první polovině dubna euro vůči americkému dolaru kolísalo bez znatelného trendu. Vůči britské libře euro oslabilo, zatímco japonský jen k euru na počátku dubna znovu výrazně posílil. Podle dubnového CF by euro mělo v horizontu jednoho roku oslabit vůči americkému dolaru o 4,4 % (na 1,09 USD/EUR) a vůči britské libře o 8,1 %, naopak vůči japonskému jenu by mělo euro posílit o 4,7 %.

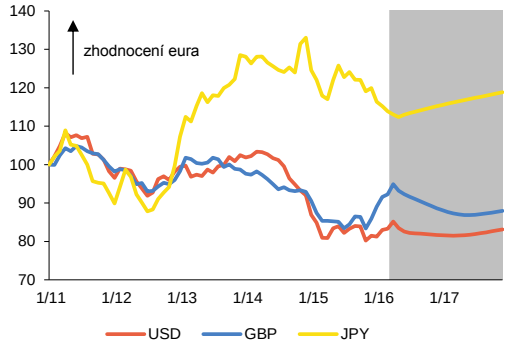
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent na počátku letošního roku obnovila svou klesající tendenci a po prudkém poklesu se dostala ve

GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro vůči dolaru v prvním čtvrtletí 2016 posílilo navzdory dalšímu uvolnění měnové politiky ECB
(leden 2011 = 100, zdroj: Datastream, předpověď na základě Consensus Forecasts, výpočet ČNB)



druhé polovině ledna na více než dvanáctileté minimum 27,9 USD/barel (Graf III.7.10). Důvodem propadu cen byly zejména fundamentální faktory, když poptávku snižovalo nadprůměrně teplé počasí na severní polokouli a převis nabídky se měl dále zvětšit v důsledku očekávaného růstu těžby a vývozu ropy z Íránu po zrušení sankcí. Nejistotu na trzích zvyšovaly turbulence na čínském akciovém trhu a oslabování čínské měny.

V reakci na propad cen ropy se začala objevovat četná **prohlášení představitelů kartelu OPEC a Ruska**, že jsou ochotni jednat o případné regulaci své těžby s cílem podpořit a stabilizovat ceny ropy. Ke zlepšení sentimentu na trhu s ropou přispěly rovněž vyhlídky na další uvolnění měnové politiky ECB na jejím březnovém zasedání. Cenový vývoj se tak po třech měsících silných poklesů obrátil k růstu a ve druhém březnovém týdnu se cena ropy Brent dostala až k hranici 40 USD/barel, kolem které pak zhruba měsíc kolísala, když kromě nadějí na dohodu velkých producentů ji podporoval i oslabující dolar a zprávy o masivním redukování počtu nových vrtů a poklesu těžby břidlicové ropy v USA. Pomalejší než očekávaný náběh vývozu ropy z Íránu a výpadky těžby v některých zemích OPEC tlumily obavy z přetrvávajícího nadbytku ropy na trhu. Rychlý růst cen ropy byl doprovázen zvýšenou aktivitou finančních investorů, kteří na konci ledna začali masivně redukovat krátké pozice a zvyšovat dlouhé pozice, zejména na ropu Brent.

Před **schůzkou v katarském Dauhá** (17. dubna), kde měli zástupci kartelu OPEC a Ruska podepsat dohodu o zmrazení růstu produkce na lednové úrovni, cena ropy Brent vzrostla až téměř k 45 USD/barel, když se objevily zprávy, že Rusko a Saudská Arábie uzavřely dohodu ještě před konáním oficiálního setkání. Nakonec však jednání v Dauhá skončilo neúspěchem, když Saudská Arábie požadovala, aby se ke zmrazení růstu těžby připojil i Írán. Jeho představitelé však takový požadavek již předem vyloučili, neboť nejprve hodlají navýšit těžbu na úroveň před uvalením sankcí. Cena ropy bezprostředně po oznámení výsledu jednání prudce klesla, ale ještě týž den ztráty umazala, když v důsledku stávky dělníků v ropném průmyslu poklesla těžba ropy v Kuwajtu o 1,7 mil. barelů denně a náznaky stabilizace čínské ekonomiky vyvolaly poptávku po rizikových aktivech, jako jsou akcie a ropa.

Korunová cena ropy by měla na konci letošního roku přejít z více než dva roky trvajícího meziročního poklesu k růstu, a to převážně v důsledku vývoje dolarové ceny (Graf III.7.11).

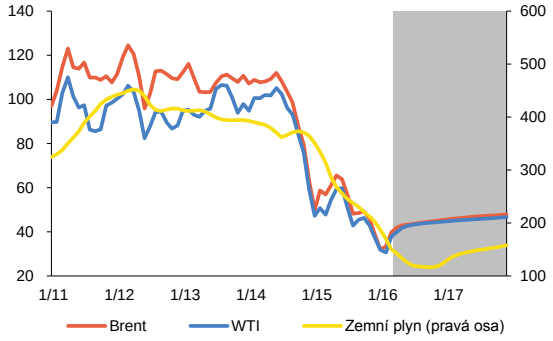
Velkou **nejistotu ohledně budoucího cenového vývoje** naznačují rozdíly v jednotlivých předpovědích. Nejníže je se svým výhledem EIA, která ve své dubnové predikci očekává průměrné ceny ropy Brent (stejně jako WTI) pro letošní a příští rok na úrovni 35, resp. 41 USD/barel. Naopak tržní výhled na základě futures křivky z 11. dubna 2016 implikuje pro uvedené roky průměrnou cenu ropy Brent 41,7, resp. 46,9 USD/barel. S tím je prakticky v souladu i průzkum

GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent se v polovině ledna 2016 propadla na 12leté minimum, ale od té doby převážně rostla. Výhled do konce roku 2017 je jen zvolna rostoucí

(ropa v USD/barel, zemní plyn [ruský na hranicích s Německem] v USD/1000 m^3 – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)

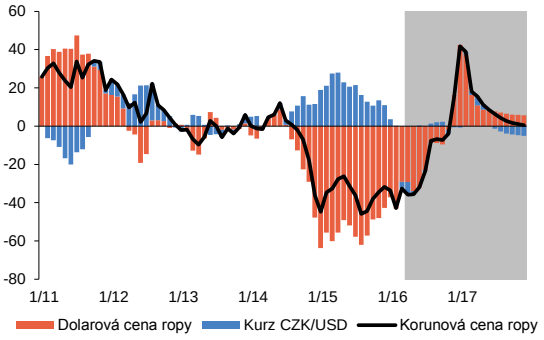


GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Korunová cena ropy začne meziročně růst v závěru letošního roku, přičemž rozhodující bude vliv vývoje dolarové ceny

(ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



dubnového CF, který očekává v horizontu jednoho roku cenu 46,3 USD/barel. Většina analytiků se přitom shoduje, že ke zrychlení růstu cen ropy by mělo dojít ve druhé polovině roku 2017, kdy by se již klesající nabídka mohla dostat do rovnováhy s rostoucí poptávkou. Vzhledem k rekordně vysoké výši globálních zásob však není důvod očekávat brzký návrat cen ropy na hodnoty před dvěma lety, uvážíme-li navíc, že při růstu ceny nad cca 50 USD/barel začne zpomalovat současný pokles břidlicové produkce v USA.

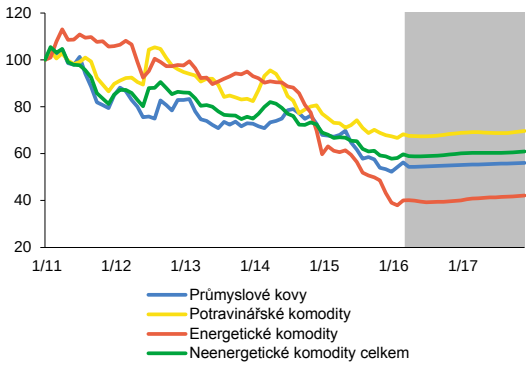
Trendový **pokles indexu cen neenergetických surovin**, který začal již v květnu 2014, se v prvním čtvrtletí letošního roku zastavil (Graf III.7.12). Ceny většiny průmyslových kovů se obrátily k růstu již v polovině ledna, když je nejprve podporoval oslabující dolar a poté těžily z lepšícího se sentimentu na trhu s ropou. V březnu je podpořily i příznivé ekonomické údaje z Číny (PMI ve zpracovatelském průmyslu, stavebnictví) a další oslabení dolaru. Rostla i cena železné rudy. Index cen zemědělských produktů mírně vzrostl až v březnu. Ceny zrnin zůstávají nadále pod tlakem vysokých globálních zásob a pohybují se poblíž mnohaletých minim. Růst indexu tak byl tažen zejména rostoucími cenami cukru, kávy a kakaa v důsledku posilující brazilské měny, a rovněž sezonním růstem cen vepřového masa. V první polovině dubna většina komodit mírně korigovala předchozí cenový růst a tržní výhledy signalizují v následujících měsících jen pozvolné zvyšování cen.

GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Trendový pokles indexů cen neenergetických surovin se v průběhu prvního čtvrtletí 2016 zastavil, výhled je však jen nepatrně rostoucí

(leden 2011 = 100, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



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

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1	Prognóza celkové inflace	2
Graf I.2	Prognóza měnověpolitické inflace	2
Graf I.3	Prognóza úrokových sazeb	3
Graf I.4	Prognóza růstu HDP	3
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	4
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	4
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	4
Graf II.1.4	3M EURIBOR	5
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	5
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	5
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	6
Graf II.2.2	Regulované ceny	6
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	7
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	7
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	8
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	8
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	9
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	9
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	9
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	10
Graf II.2.11	Prognóza růstu HDP	10
Graf II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	11
Graf II.2.13	Přepočtený počet zaměstnanců	11
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	11
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	12
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	12
Graf II.2.17	Míra úspor domácností	12
Graf II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	13
Graf II.2.19	Rozklad investic	13
Graf II.2.20	Reálný vývoz a dovoz	13
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	18
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	18
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	19
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	19
Graf II.3.5	Změny prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	20
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	23
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	24
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	25
Graf III.1.2	Inflace	27
Graf III.1.3	Struktura inflace	27
Graf III.1.4	Složky inflace	27
Graf III.1.5	Ceny potravin	28
Graf III.1.6	Struktura vývoje cen potravin, nápojů a tabáku v březnu 2016	28
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	28
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	29
Graf III.2.2	Dovozní ceny	29
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	29
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	30
Graf III.2.5	Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	30
Graf III.2.6	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	30

Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	31
Graf III.2.8	Ceny stavebních prací a tržních služeb pro podnikatelskou sféru	32
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	33
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	33
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	33
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	34
Graf III.3.5	Struktura spotřeby domácností	34
Graf III.3.6	Indikátory důvěry	34
Graf III.3.7	Investice podle sektorů	35
Graf III.3.8	Tvorba fixního kapitálu	35
Graf III.3.9	Investice do obydlí	35
Graf III.3.10	Vývoz a dovoz	36
Graf III.3.11	Podíly odvětví na růstu HPH	36
Graf III.3.12	Průmyslová produkce	36
Graf III.3.13	Nové průmyslové zakázky	37
Graf III.3.14	Bariéry růstu v průmyslu	37
Graf III.3.15	Ekonomický sentiment	37
Graf III.3.16	Potenciální produkt	38
Graf III.3.17	Mezera výstupu	38
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	39
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	39
Graf III.4.3	Přepočtený počet zaměstnanců	39
Graf III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	40
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	40
Graf III.4.6	Průměrná mzda a NH produktivita	40
Graf III.4.7	Vývoj produktivity v odvětvích	41
Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	41
Graf III.5.1	Peněžní agregáty a úvěry	44
Graf III.5.2	Složky peněžního agregátu M3	44
Graf III.5.3	Struktura vkladů v rámci peněžního agregátu M3	44
Graf III.5.4	Úvěry soukromému sektoru	45
Graf III.5.5	Úvěry nefinančním podnikům	46
Graf III.5.6	Úvěry nefinančním podnikům dle ekonomických odvětví	46
Graf III.5.7	Úvěry domácnostem	46
Graf III.5.8	Nově sjednané úvěry domácnostem	47
Graf III.5.9	Nové hypoteční úvěry	47
Graf III.5.10	Základní sazby ČNB	47
Graf III.5.11	Tržní úrokové sazby	48
Graf III.5.12	Úrokové diferenciály	49
Graf III.5.13	Výnosová křivka státních dluhopisů	49
Graf III.5.14	Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	50
Graf III.5.15	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	50
Graf III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	50
Graf III.5.17	Ex ante reálné sazby	51
Graf III.5.18	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	51
Graf III.5.19	Základní ukazatele hospodaření	51
Graf III.5.20	Vývoj provozního zisku v odvětvích	52
Graf III.5.21	Finanční závazky nefinančních podniků	53
Graf III.5.22	Struktura finančních aktiv domácností	53
Graf III.5.23	Realizované a nabídkové ceny bydlení	53
Graf III.5.24	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	54
Graf III.6.1	Běžný účet	56
Graf III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím podle SITC	56
Graf III.6.3	Služby	56

Graf III.6.4	Prvotní důchody	57
Graf III.6.5	Finanční účet	57
Graf III.6.6	Přímé investice	58
Graf III.6.7	Portfoliové investice	58
Graf III.6.8	Rezervní aktiva	58
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	60
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu	60
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	61
Graf III.7.4	HDP v Německu	61
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	61
Graf III.7.6	HDP ve Spojených státech	62
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy	62
Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	62
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	63
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	64
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	64
Graf III.7.12	Ceny komodit	65

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	7
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	14
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	14
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	16
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	16
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	23
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	24
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	26
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	26
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	26
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	41
Tab. III.5.1	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	52

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	3
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	8
Graf SZ II.2.2	Technologie	10
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	19
Graf SZ II.4.1	Citlivostní scénáře nižšího zahraničního PPI a nedostatečně ukotvovaných inflačních očekávání	22
Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	31
Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	32
Graf SZ III.5.1	Prognóza peněžního vývoje	45

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	52

POUŽITÉ ZKRATKY

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

SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI

Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011	box	I/2012
Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů	box	I/2012
Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011	box	I/2012
Revize spotřebního koše	box	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	box	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	box	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	box	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	box	III/2012
Vývoj míry úspor domácností	box	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	box	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	box	IV/2012
Revize čtvrtletních národních účtů	box	I/2013
Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012	box	III/2013
Avizované omezování kvantitativního uvolňování USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek	box	III/2013
Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	box	IV/2013
Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	box	IV/2013
Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví vývoje reinvestic	box	IV/2013
Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	box	IV/2013
Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)	box	I/2014
Vývoj a struktura zaměstnanosti na kratší pracovní dobu	box	II/2014
Obchodní vztahy České republiky s Ukrajinou a Ruskou federací	box	II/2014
Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci	box	III/2014
Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku	box	IV/2014
Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010	box	IV/2014
Dopady vojensko-politické krize na Ukrajině na ČR	box	IV/2014
Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře	box	I/2015
Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy	box	I/2015
Mediánová inflace	box	II/2015
Vývoj na trhu práce z pohledu NAIRU a cyklického vývoje míry nezaměstnanosti a mezd	box	II/2015
Index měnových podmínek pro Českou republiku	box	II/2015
Index měnových podmínek pro eurozónu	box	II/2015
Průsak kurzu CZK/USD do cen obchodovatelného zboží	box	III/2015
Vývoj rovnovážného měnového kurzu CZK/EUR	box	III/2015
Německá ekonomika a kurz USD/EUR	box	III/2015
Zaměstnávání zahraničních a agenturních pracovníků a jejich vliv na statistiky	box	IV/2015

zaměstnanosti		
Údaje o veřejných zakázkách jako předstihový indikátor vládních investic	box	I/2016
Přechod z národní definice měnové statistiky na harmonizovanou statistiku měnového vývoje	box	I/2016
Vliv zpomalení ekonomického růstu Číny na světovou ekonomiku a ceny komodit	box	I/2016
Vývoj mezd v roce 2015 z hlediska kvalifikační struktury CZ-ISCO	box	II/2016
Index cen bydlení a jeho vývoj v zemích EU	box	II/2016

GLOSÁŘ POJMŮ

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Peněžní trh: část finančních trhů, která slouží k získávání krátkodobých úvěrů a na které se obchoduje s finančními instrumenty se splatností do jednoho roku. Typickými cennými papíry

obchodovanými na tomto trhu jsou státní pokladniční poukázky. V rámci tohoto trhu provádí ČNB repo operace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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