ZPRÁVA O INFLACI / II

2015

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

ZPRÁVA O INFLACI / II

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Počínaje rokem 1998 přešla Česká národní banka k cílování inflace. V režimu cílování inflace hraje významnou roli komunikace centrální banky s veřejností. Jedním ze základních prvků této komunikace je vydávání čtvrtletní Zprávy o inflaci. Ta v kapitole II obsahuje popis nové čtvrtletní makroekonomické prognózy České národní banky a v kapitole III její hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Smyslem zveřejňování prognózy a jejích předpokladů je učinit měnovou politiku co nejvíce transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Česká národní banka vychází z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika efektivně ovlivňuje inflační očekávání a minimalizuje náklady při zabezpečování cenové stability. Udržování cenové stability je přitom hlavním posláním České národní banky.

Prognóza vývoje české ekonomiky je sestavována Sekcí měnovou ČNB. Pro rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti).

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do rozhodování bankovní rady. Na svých zasedáních během daného čtvrtletí bankovní rada diskutuje aktuální prognózu a bilanci jejích rizik a nejistot. Příchod nových informací od sestavení prognózy, možnost asymetrického vyhodnocení rizik prognózy či odlišná představa některých členů bankovní rady o vývoji vnějšího prostředí či o vazbách mezi různými ukazateli uvnitř české ekonomiky způsobují, že konečné rozhodnutí bankovní rady nemusí odpovídat vyznění prognózy.

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 14. května 2015 a obsahuje informace dostupné k 24. dubnu 2015. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na webových stránkách ČNB. Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

PŘEDMLUVA 3
OBSAH 5
I. SHRNUTÍ 6
II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA 9
II.1 Vnější předpoklady prognózy 9
II.2 Prognóza 11
II.3 Srovnání s minulou prognózou 22
II.4 Prognózy ostatních subjektů 24

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ 26
III.1 Inflace 26
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle 26
III.1.2 Současný vývoj inflace 28
BOX 1 Mediánová inflace 30
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců 32
III.2.1 Dovozní ceny 32
III.2.2 Ceny výrobců 33
III.3 Poptávka a nabídka 36
III.3.1 Domácí poptávka 36
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka 39
III.3.3 Nabídka 39
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky 41
III.4 Trh práce 43
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 43
III.4.2 Mzdy a produktivita 45
BOX 2 Vývoj na trhu práce z pohledu NAIRU a cyklického vývoje míry nezaměstnanosti a mezd 47
III.5 Finanční a měnový vývoj 49
III.5.1 Peníze 49
III.5.2 Úvěry 50
III.5.3 Úrokové sazby 53
BOX 3 Index měnových podmínek pro Českou republiku 57
III.5.4 Měnový kurz 58
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků 59
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností 60
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí 61
III.6 Platební bilance 63
III.6.1 Běžný účet 63
III.6.2 Kapitálový účet 64
III.6.3 Finanční účet 65
III.7 Vnější prostředí 66
III.7.1 Eurozóna 66
III.7.2 Spojené státy 68
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám 69
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit 70
BOX 4 Index měnových podmínek pro eurozónu 72

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU 74
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU 77
POUŽITÉ ZKRATKY 78
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI 79
GLOSÁŘ POJMŮ 81
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY 86

I. SHRNUTÍ

Česká ekonomika v závěru roku 2014 přechodně zpomalila tempo svého růstu. Celková i měnověpolitická inflace se na počátku letošního roku pohybovaly okolo nuly, a nacházely se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Za tím stál propad světových cen ropy, deflační vývoj v eurozóně a pokles cen potravin. Promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen dozniká, ale uvolněné měnové podmínky nadále přispívají k růstu domácí ekonomiky, která působí směrem ke zvyšování cen. Příznivě na ekonomický vývoj působí i oživování zahraniční poptávky, nízké ceny ropy a zvyšování vládních investic, takže HDP letos vzroste o 2,6 %. V roce 2016 pak růst dále zrychlí na 3,2 %. Zvyšující se ekonomická aktivita a zrychlující růst mezd budou působit směrem ke zvyšování inflace, naopak dovozní ceny ji budou letos výrazně brzdit. Celková i měnověpolitická inflace se tak budou v roce 2015 pohybovat poblíž nulových hodnot. Během roku 2016 se pak zvýší k 2% cíli ČNB s odezněním meziročního propadu cen ropy a deflačních tendencí v eurozóně. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu.

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 1,4 % s přispěním většiny složek domácí poptávky, čistý vývoz přispěl naopak záporně. Také v mezičtvrtletním vyjádření růst HDP pokračoval. V prvním čtvrtletí 2015 prognóza očekává mírně vyšší tempo meziročního růstu HDP vlivem rychlejší dynamiky spotřeby domácností a menšího poklesu zásob.

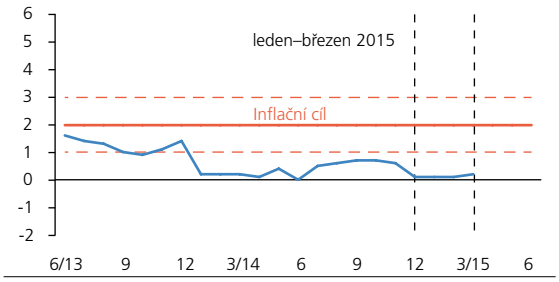
Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2015 pohybovaly v blízkosti nuly, a nacházely se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1). Lehce se zvýšila korigovaná inflace bez pohonných hmot, v níž se projevuje doznívající přímý vliv oslabeného kurzu koruny, růst domácí ekonomiky a mezd. Regulované ceny se vrátily k nepatrnému meziročnímu růstu, ceny pohonných hmot a potravin naopak klesaly.

Růst ekonomické aktivity v **efektivní eurozóně** by měl podle předpokladu prognózy zrychlit na 1,7 % v roce 2015 a 2,1 % v roce 2016. Cenový vývoj v eurozóně zůstává velmi utlumený zejména vlivem propadu cen energetických komodit v prostředí předchozího dlouhodobého útlumu ekonomické aktivity a jen pozvolna oživující poptávky. Ceny průmyslových výrobců meziročně výrazně klesají, rovněž spotřebitelská inflace je ve většině zemí eurozóny záporná. Do konce letošního roku by ale mělo dojít k obratu v cenovém vývoji díky uvolněné měnové politice ECB, oslabenému kurzu eura a zrychlení tempa růstu ekonomiky eurozóny. ECB zahájila nákupy vládních dluhopisů, což se promítá do výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR, který se nachází v blízkosti nuly. Cena ropy Brent částečně korigovala svůj předchozí propad a její výhled předpokládá další pozvolný růst.

Graf I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

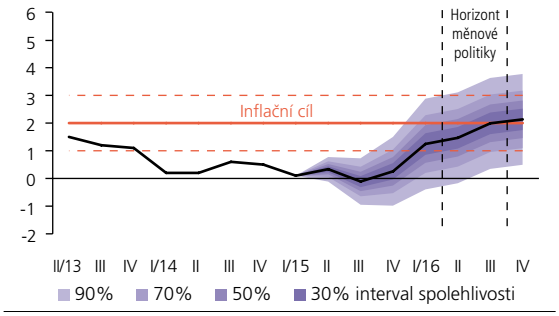
Celková inflace se na začátku letošního roku nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB
(meziročně v %)



Graf I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se v roce 2015 bude nacházet poblíž nuly, během příštího roku se zvýší k cíli
(meziročně v %)



Prognóza očekává hodnoty **celkové i měnověpolitické inflace** poblíž nuly v roce 2015 a jejich následné zvýšení k 2% cíli během roku 2016 (Graf I.2 a Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se budou postupně zvyšovat. Pokles výrobních cen v eurozóně v kombinaci s nedávným propadem světových cen energetických komodit však budou letos i nadále výrazně snižovat náklady plynoucí z dovozních cen. Jejich protiinflační působení odezní až během roku 2016 v návaznosti na předpokládaný návrat cen energetických komodit i cen průmyslových výrobců v eurozóně k meziročnímu růstu. V domácí ekonomice se budou náklady dále zvyšovat vlivem zrychlující dynamiky mezd a pokračujícího růstu ekonomické aktivity. To povede od druhé poloviny letošního roku k opětovnému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot. Regulované ceny budou ve druhé polovině letošního roku meziročně klesat a k mírnému růstu se vrátí až v průběhu roku 2016, což platí i pro ceny pohonných hmot. Ceny potravin v nejbližším období obnoví svůj meziroční růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských výrobců.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu (Graf I.4). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období. Krátkodobá prognóza **kurzu koruny vůči euru** pro druhé čtvrtletí 2015 zohledňuje jeho lehce silnější hodnoty v průběhu dubna, v dalších čtvrtletích prognóza předpokládá jeho stabilitu na úrovni, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku, tj. 27 CZK/EUR. Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém predikčním horizontu. Do této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a zvyšování mezd, které by mělo následně umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin.

Česká ekonomika bude pokračovat v růstu (Graf I.5). Zrychlující zahraniční poptávka, nízké ceny ropy, uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb a zvýšení vládních investic vyústí letos v přírůstek HDP o 2,6 %. V příštím roce růst ekonomiky i přes pokles vládních investic dále zrychlí na 3,2 %, a to zejména v důsledku dalšího urychlení dynamiky zahraniční poptávky. Rostoucí ekonomická aktivita se na **trhu práce** bude projevovat pokračujícím zvyšováním počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. Míra nezaměstnanosti bude nadále postupně klesat. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se zvýší, mzdy v nepodnikatelské sféře porostou rychle zejména v letošním roce.

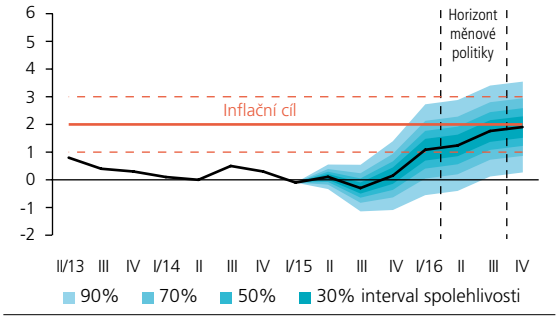
Na svém měnověpolitickém zasedání 7. května 2015 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tedy na technické nule. Bankovní rada také rozhodla nadále **používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek**

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se v letošním roce bude pohybovat okolo nuly, poté se začne zvyšovat a v závěru horizontu měnové politiky se přiblíží k cíli

(meziročně v %)

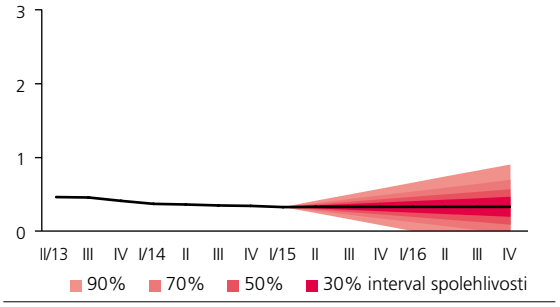


GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu

(3M PRIBOR v %)

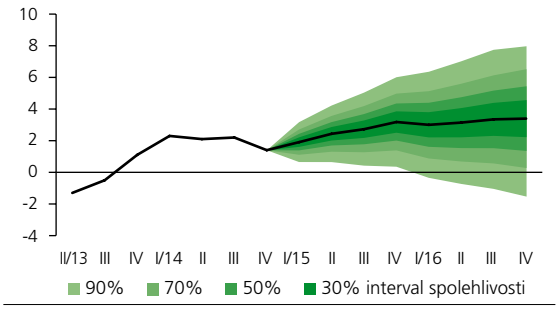


GRAF I.5

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Dynamika HDP bude postupně zrychlovat

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



a potvrdila závazek České národní banky intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Česká národní banka je stále v souladu s tím připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence. Asymetrický charakter tohoto kurzového závazku se přitom nemění. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako protiinflační; v tomto směru se vyvíjejí domácí mzdy a kurz koruny vůči euru. Bankovní rada v této situaci opět konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Česká národní banka je nadále připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných mimo jiné způsobit propad domácí poptávky nebo k systematickému poklesu inflačních očekávání.

II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Tempo růstu zahraniční poptávky by mělo v letošním a příštím roce zrychlit. Pokles cen výrobců odrážející nedávný propad ceny ropy a dalších energetických komodit by měl odeznít v závěru letošního roku, poté výrobní ceny mírně porostou. Také inflace spotřebitelských cen se z velmi nízkých hodnot bude zvyšovat jen pozvolna v návaznosti na oživující poptávku. Na utlumený cenový vývoj reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky, když zahájila nákupy vládních dluhopisů a dalších cenných papírů. To se promítá do výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR, který až do konce roku 2016 dosahuje nulových hodnot. Kurz eura vůči americkému dolaru by měl oslabovat do konce letošního roku, poté se očekává jeho stabilizace těsně nad úrovní parity. Výhled ceny ropy Brent předpokládá její velmi pozvolný růst z nízké výchozí úrovně.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení tempa meziročního ekonomického růstu na 1,7 %, což je o 0,7 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2014 (Graf II.1.1).[1] V příštím roce by měl ekonomický růst v efektivní eurozóně zrychlit na 2,1 %. Vyšší tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity je dáno zejména pozitivními dopady nízkých cen ropy a také oslabeným kurzem eura; oba tyto faktory zvyšují cenovou konkurenceschopnost vývozně orientovaných ekonomik eurozóny. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o mírný posun směrem k rychlejšímu růstu zahraniční poptávky na celém horizontu prognózy. Rizikem pro růst i nadále zůstávají nevyřešené dluhové problémy některých zemí eurozóny, zejména Řecka.

Výhled **efektivního ukazatele průmyslových výrobních cen eurozóny** odráží postupné odeznívání vlivu nedávného výrazného poklesu ceny ropy a dalších energetických komodit. V letošním roce by měly výrobní ceny – po propadu o 1,9 % v roce 2014 – klesnout v průměru o 1,1 %. Do kladných hodnot se jejich dynamika vrátí na konci letošního roku, v roce 2016 se s urychlením ekonomického oživení a při pozvolném zvyšování cen ropy očekává jejich růst v průměru o 1,6 % (Graf II.1.2). V porovnání s minulou prognózou se výhled pro letošní rok posouvá výrazně níže, pro příští rok se téměř nemění.

Nízké ceny energií a potravin při jen zvolna oživující poptávce se promítají ve výhledu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně**. Na začátku letošního roku se většina zemí eurozóny nacházela v deflaci, v průměru za celý rok by se však spotřebitelské ceny

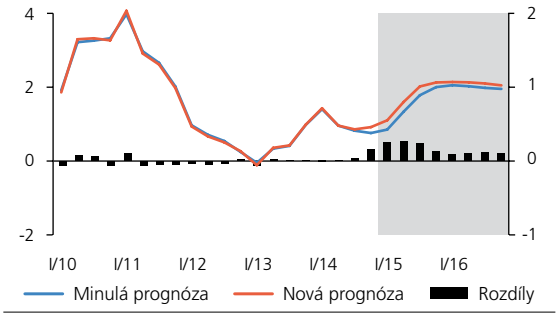
1 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z dubnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 13. dubnu 2015. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této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

Graf II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Tempo růstu zahraniční poptávky by mělo zrychlit ke 2 %

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

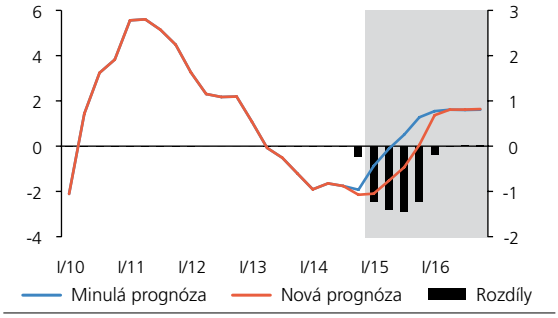


Graf II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Pokles výrobních cen by měl odeznít na konci letošního roku, poté by měl jejich růst zrychlit

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

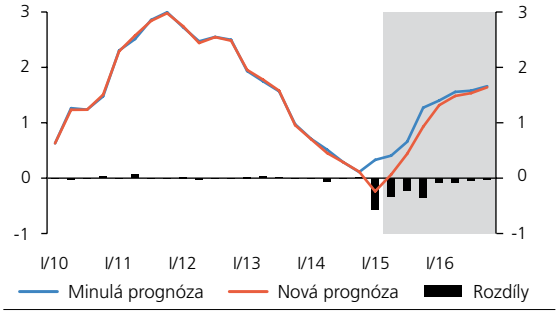


Graf II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Inflace by se na celém horizontu prognózy měla pohybovat pod 2 %, postupně by se jim však měla přibližovat

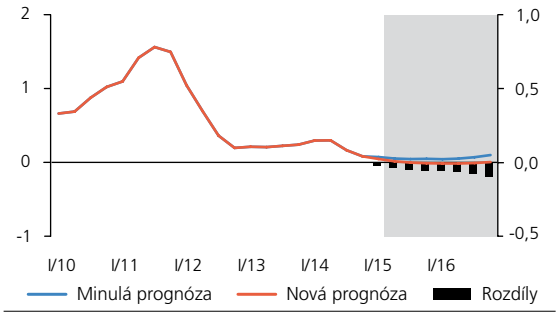
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.1.4

3M EURIBOR

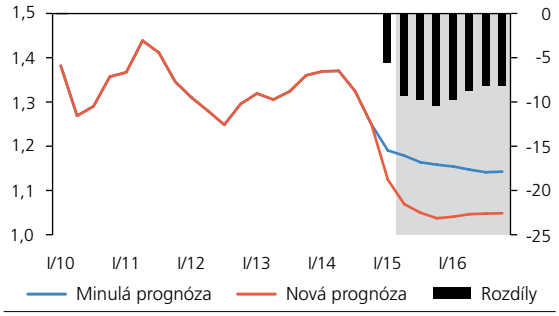
Výhled zahraničních tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR se pro letošní i příští rok pohybuje poblíž nulové hranice
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

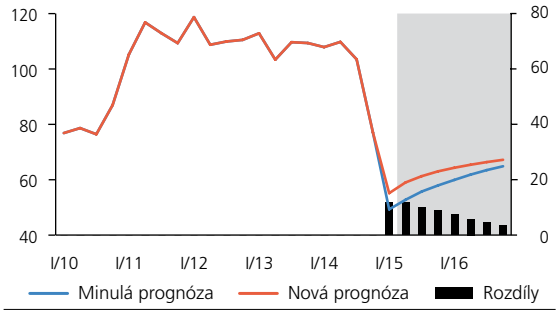
Kurz eura vůči americkému dolaru by měl oslabovat až do konce roku 2015
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá po propadu z přelomu minulého a letošního roku velmi pozvolný růst
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



měly zvýšit o 0,3 % (Graf II.1.3), tj. zhruba jako v roce 2014. V příštím roce se v důsledku odeznění vlivu propadu cen ropy, uvolněné měnové politiky ECB, slabého kurzu eura a zrychlení růstu ekonomické aktivity předpokládá zvýšení inflace v průměru na 1,5 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o mírný posun výhledu směrem dolů.

Výhled tržních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** naznačuje nulové hodnoty na celém horizontu prognózy (Graf II.1.4). Odráží tak pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB, která 9. března zahájila kvantitativní uvolňování v podobě nákupů vládních dluhopisů a dalších cenných papírů. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci dubnového CF, kteří v horizontu 3–12 měsíců také předpokládají stagnaci sazby 3M EURIBOR na aktuální nulové hladině. Většina z nich zároveň očekává stabilitu základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,05 % minimálně do konce března příštího roku.

Oslabování **kurzu eura vůči americkému dolaru** by mělo pokračovat až do konce letošního roku (Graf II.1.5). Analytici CF oproti minulé prognóze očekávají rychlejší tempo oslabování eura, zejména v souvislosti s opatřeními ECB směřujícími k dalšímu uvolnění měnové politiky v eurozóně nekonvenčními nástroji. Americký Fed naopak kvantitativní uvolňování již ukončil a zvažuje načasování zvyšování svých úrokových sazeb, které se však nyní oproti původním očekáváním odkládá na pozdější termín, zejména vlivem nízkých inflačních tlaků a zpomalení růstu americké ekonomiky. V letošním roce by tak průměrná hodnota kurzu měla dosáhnout 1,07 USD/EUR. V roce 2016 by se kurz eura vůči americkému dolaru měl ustálit poblíž hodnoty 1,05 USD/EUR.

Tržní výhled **ceny ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů předpokládá na horizontu prognózy její jen pozvolný nárůst (Graf II.1.6). Z celoročního pohledu by v letošním roce cena ropy měla dosáhnout 60 USD/barel (tj. o 40 % méně oproti roku 2014) a v příštím roce 66 USD/barel. Oproti minulé prognóze dochází na celém horizontu k mírnému přehodnocení směrem nahoru. To je dáno nedávným zvýšením cen ropy spolu se zprávami o omezování investic do těžby a zpomalení růstu zásob ropy v USA, podrobněji viz kapitola III.7. Analytici oslovení v rámci dubnového CF v horizontu 12 měsíců předpokládají cenu ropy Brent na úrovni kolem 67 USD/barel, tj. oproti tržním výhledům jen nepatrně výše.

II.2 PROGNÓZA

Celková i měnověpolitická meziroční inflace se v prvním čtvrtletí 2015 pohybovaly kolem nuly a v její blízkosti se udrží i ve zbytku letošního roku. Během roku 2016 by se pak měly navracet k 2% inflačnímu cíli. Aktuální protiinflační působení dovozních cen bude v nejbližším období pokračovat vlivem poklesu výrobních cen v eurozóně a nedávného propadu cen energetických komodit, postupně však odezní a v příštím roce budou dovozní ceny působit lehce proinflačně. Domácí ekonomika bude v důsledku pozvolného oživení mzdového vývoje přispívat k růstu cen na celém predikčním horizontu. Růst HDP po dočasném zpomalení v závěru roku 2014 začne v letošním roce opětovně zrychlovat díky vývoji domácí i zahraniční poptávky. K tomu budou přispívat nadále uvolněné měnové podmínky, pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy a letos i zvýšení vládních investic. Fiskální politika v letošním roce přispěje k hospodářskému růstu kladně, v roce příštím naopak lehce záporně. Růst ekonomiky se příznivě projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu.

Meziroční **celková inflace** v prvním čtvrtletí 2015 dosáhla v průměru 0,1 %. Ve druhém čtvrtletí 2015 se celková inflace krátkodobě zvýší na 0,3 %, a to vlivem mírně rostoucích cen potravin. Ve druhé polovině roku 2015 se pak bude celková inflace opět pohybovat v blízkosti nuly v důsledku předpokládaného zřetelného poklesu regulovaných cen, ve kterých se postupně promítne propad cen energetických komodit na světových trzích. Ten je z pohledu české ekonomiky příznivým nabídkovým šokem, který v letošním roce sníží celkovou inflaci zhruba o 1 procentní bod (a v podobném rozsahu naopak urychlí růst ekonomiky).[2] Odeznění meziročního propadu cen energetických komodit a deflačních tendencí v eurozóně spolu s pokračujícím působením domácí ekonomiky na růst nákladů bude v příštím roce celkovou inflaci zvyšovat. Ve druhé polovině roku 2016 se tak celková inflace dostane k 2% cíli ČNB (Graf II.2.1).

Také **měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se v prvním čtvrtletí 2015 snížila a dosáhla v průměru -0,1 %. Nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Na prognóze se bude měnověpolitická inflace vyvíjet podobně jako celková inflace, avšak vzhledem ke kladným primárním dopadům změn nepřímých daní bude oproti ní až do konce horizontu prognózy mírně nižší (Graf II.2.1). Na konci roku 2016 se bude nacházet nepatrně pod hladinou 2% inflačního cíle.

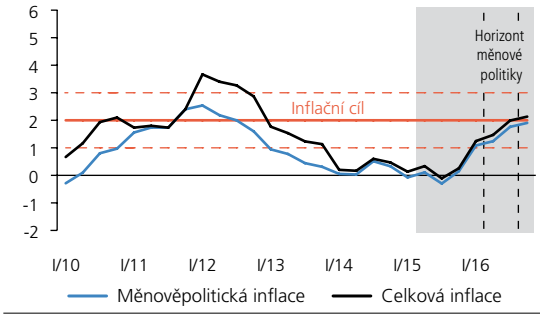
Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil v prvním čtvrtletí 2015 v průměru 0,2 procentního bodu. Odráželo se v něm dvojí harmonizační zvýšení spotřební daně z cigaret z ledna

Graf II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková i měnověpolitická inflace se budou v roce 2015 pohybovat okolo nulových hodnot, během roku 2016 se zvýší k 2% cíli

(meziročně v %)

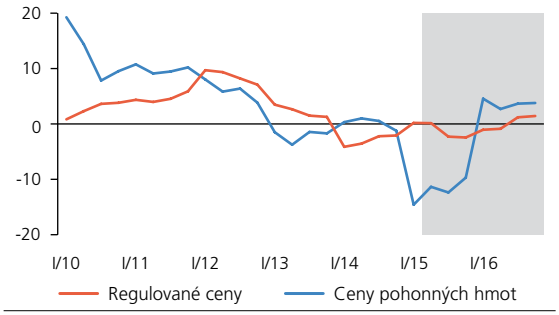


2 Blíže viz Scénář vyhodnocující dopady setrvání ceny ropy na nízkých úrovních v ZoI I/2015.

Graf II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Regulované ceny i ceny pohonných hmot budou letos meziročně klesat, jejich růst se obnoví až během roku 2016
(meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Tab. II.2.1

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za poklesem regulovaných cen v letošním roce bude stát zejména rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví a klesající ceny energií
(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

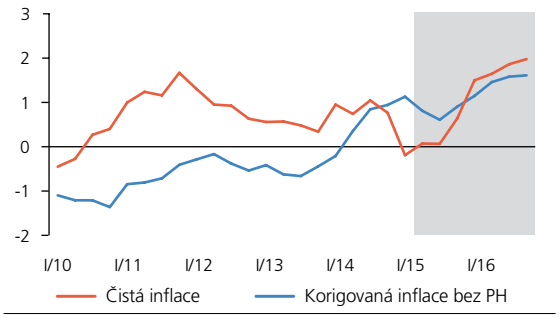
	2014		2015		2016	
	skutečnost		progn.		progn.	
Regulované ceny [a]	-3,0	-0,51	-1,1	-0,19	0,2	0,03
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	-10,3	-0,49	-0,4	-0,02	-0,5	-0,02
ceny zemního plynu	-2,4	-0,07	-2,2	-0,06	-3,4	-0,10
ceny tepla	0,5	0,01	1,2	0,02	0,5	0,01
vodné	3,4	0,03	3,4	0,03	3,0	0,03
regulované ceny ve zdravotnictví	-5,6	-0,07	-17,6	-0,20	2,6	0,03
Primární dopady změn nepřímých daní v neregulovaných cenách		0,13		0,21		0,21

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

Graf II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Aktuálně se dynamika tržních cen pohybuje kolem nuly, od konce letošního roku však viditelně zrychlí
(meziročně v %)



a prosince 2014. V opačném směru, avšak v menší míře, působilo zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na léky, knihy a nenahraditelnou dětskou výživu s účinností od 1. 1. 2015. Prognóza předpokládá další zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky s účinností od 1. 1. 2016 s odhadovaným dopadem 0,2 procentního bodu do celkové inflace.

Regulované ceny v prvním čtvrtletí 2015 meziročně nepatrně vzrostly (Graf II.2.2). To odráželo nárůst cen zemního plynu pro domácnosti, když dodavatelé plně promítli zvýšení regulovaných poplatků ze strany Energetického regulačního úřadu. Na druhé straně se v koncových cenách pro domácnosti zatím neprojevil probíhající pokles tržních cen komoditní složky plynu. Na počátku letošního roku vzrostly i ceny tepla, vodného a stočného. K výraznému poklesu naopak došlo u regulovaných cen ve zdravotnictví, kde byly zrušeny zbývající regulační poplatky s výjimkou poplatku za pohotovost, a mírně poklesly i ceny elektrické energie pro domácnosti. Ve druhém čtvrtletí 2015 prognóza očekává nadále zanedbatelný růst regulovaných cen a ve druhé polovině letošního roku jejich snížení, způsobené zejména očekávaným poklesem cen plynu pro domácnosti. V návaznosti na propad cen ropy již totiž tržní ceny zemního plynu na komoditních burzách začaly klesat, což by v konkurenčním prostředí dodavatelů plynu pro domácnosti mělo vést ke snížení koncových cen. K poklesu regulovaných cen v průběhu letošního roku nepatrně přispěje i avizované zlevnění jízdného v pražské hromadné dopravě. V roce 2016 již regulované ceny lehce porostou (v průměru o 0,2 %), a to i přes pokračující pokles cen energií pro domácnosti, když ceny ostatních položek se budou mírně zvyšovat (Tab. II.2.1). Následující text popisuje prognózu bez primárního vlivu změn nepřímých daní.

Meziroční **čistá inflace** se po téměř pěti letech dostala v prvním čtvrtletí 2015 do záporných hodnot (-0,2 %, Graf II.2.3). Výrazný pokles cen se realizoval v segmentu pohonných hmot a potravin, korigovaná inflace bez pohonných hmot naopak pokračovala v pozvolném růstu vlivem mírně proinflačního působení domácí reálné ekonomiky a trhu práce. V dalších čtvrtletích letošního roku prognóza očekává návrat čisté inflace do slabě kladných hodnot v důsledku oživení domácího mzdového růstu a zmírňování poklesu cen v zahraničí. V průběhu roku 2016 se bude čistá inflace v souvislosti s odezněním vlivu nízkých cen energií a potravin při zesilující mzdové dynamice zvyšovat a na konci roku 2016 dosáhne 2 %.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se v prvním čtvrtletí 2015 lehce zvýšila a v průměru dosáhla 1,1 % meziročně. Zrychlení růstu cen obchodovatelných statků odráželo doznívající přímý vliv oslabeného kurzu koruny vůči euru, opačným směrem působil velmi utlumený cenový vývoj v zahraničí. Zvýšila se i dynamika cen neobchodovatelných statků. Do vývoje korigované inflace bez PH se nadále promítá domácí ekonomický růst a pokračující oživení na trhu práce, i když nadále poměrně utlumený vývoj mezd v podnikatelské sféře působí proti jejímu výraznějšímu zvýšení. V dalším období prognóza očekává mírné zpomalení tohoto ukazatele jádrové inflace v souvislosti s odezněním

přímého efektu oslabeného kurzu. Pokračující růst domácí ekonomiky, sílící inflační tlaky z trhu práce a odeznění deflačních tlaků z eurozóny pak povedou k obnovenému nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot, která ve druhé polovině roku 2016 dosáhne 1,6 % (Graf II.2.3).

Ceny potravin se v prvním čtvrtletí 2015 snížily v průměru o 0,9 %, a odrážely tak déletrvající pokles cen zemědělských výrobců způsobený nadprůměrnou úrodou v roce 2014 a vliv zvýšené nabídky některých produktů na trhu EU vyplývající z uvalení obchodního embarga na dovoz do Ruska. Ve druhém čtvrtletí 2015 prognóza očekává návrat meziroční dynamiky cen potravin do kladných hodnot. Jejich růst však bude nadále velmi umírněný vlivem pokračujícího poklesu cen zemědělských výrobců, ve kterém se odráží zlepšený výhled letošní sklizně a zrušení mléčných kvót v EU. V roce 2016 pak bude růst cen potravin zesilovat a v jeho závěru dosáhne hodnoty 2,5 % (Graf II.2.4).

Ceny pohonných hmot v průměru za první čtvrtletí 2015 prohloubily svůj pokles (na -14,6 %) daný propadem světových cen ropy. Již v březnu však v cenách pohonných hmot došlo ke znatelnému zmírnění meziročního poklesu vlivem částečné korekce cen ropy doprovázené výrazným oslabením kurzu eura a spolu s ním i koruny vůči dolaru. Ve zbývající části letošního roku prognóza předpokládá další zmírnění meziročního poklesu cen pohonných hmot až k -10 % ve čtvrtém čtvrtletí (Graf II.2.5). V roce 2016 se ceny pohonných hmot vrátí k meziročnímu růstu s odezněním meziročního poklesu ceny ropy a jejím předpokládaným návratem k mírně rostoucí trajektorii.

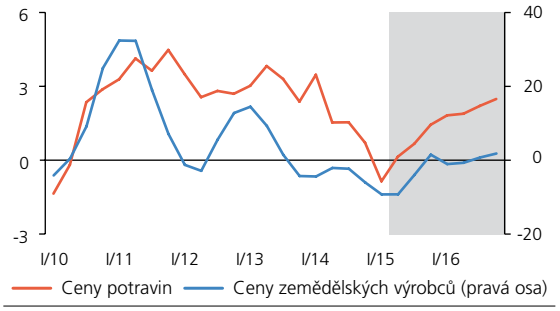
Úrokové sazby na domácím peněžním trhu v prvním čtvrtletí 2015 setrvaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu (Graf II.2.6). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu ve stejném období.

Kurz koruny vůči euru v prvním čtvrtletí 2015 v průměru setrval na hladině 27,6 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza kurzu pro druhé čtvrtletí 2015 zohledňuje jeho lehce silnější hodnoty v průběhu dubna, v dalších čtvrtletích prognóza předpokládá jeho stabilitu na úrovni, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém predikčním horizontu. Do této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a zvyšování mezd, které by mělo společně s obnovením cenového růstu v zahraničí následně umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Při výhledu postupně oslabujícího eura vůči dolaru dle CF v letošním roce (viz kapitola II.1) to do konce roku 2015 představuje pozvolné oslabování kurzu CZK/USD.

Graf II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

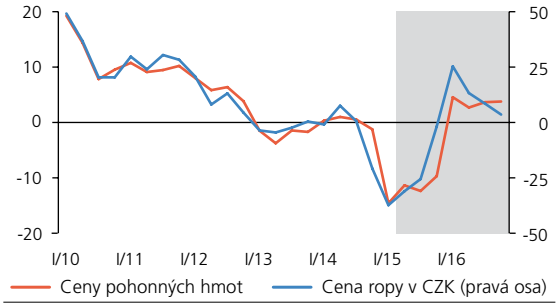
Ceny potravin obnoví svůj růst v souvislosti s vývojem cen zemědělských výrobců
(meziroční změny v %)



Graf II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

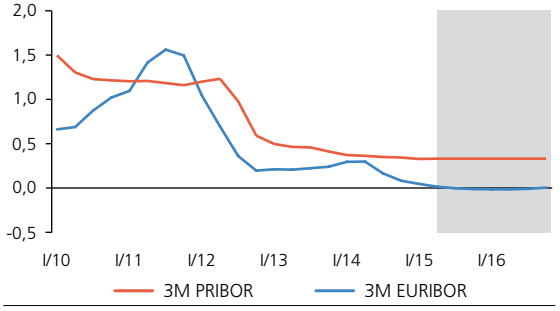
Ceny pohonných hmot budou meziročně klesat až do konce letošního roku vlivem vývoje světových cen ropy
(meziroční změny v %)



Graf II.2.6

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

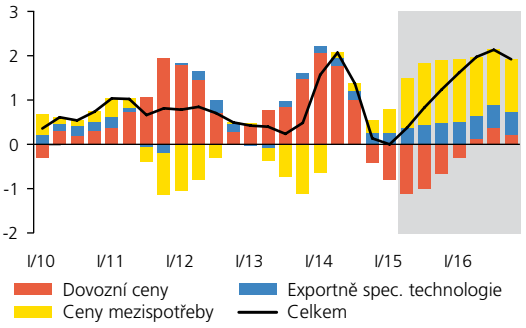
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu
(v %)



Graf II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

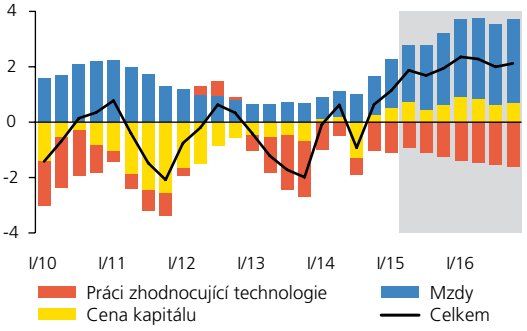
Růst cen ve spotřebitelském sektoru bude odrážet zesilující proinflační působení domácí ekonomiky, příspěvky dovozních cen budou záporné až do počátku roku 2016
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

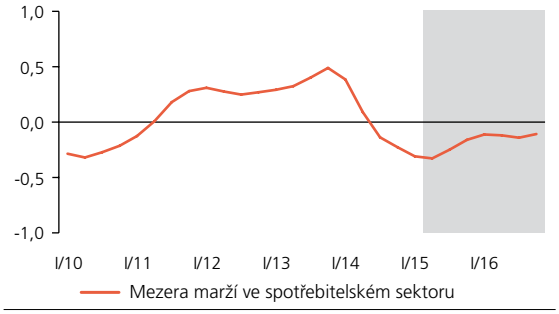
Domácí náklady porostou zejména v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Záporná mezera marží se bude v letošním roce mírně uzavírat
(v %)



Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se v prvním čtvrtletí 2015 zastavil (Graf II.2.7). To je především důsledkem poklesu dovozních cen (již druhé čtvrtletí v řadě), který souvisí s deflačním vývojem cen průmyslových výrobců v eurozóně a nedávným propadem cen energetických surovin. Ceny mezispotřeby, odrážející rostoucí domácí ekonomickou aktivitu a pozvolný růst nominálních mezd, nadále mírně přispívají ke zvyšování nákladů. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), na vývoj inflace je již delší dobu podstatně slabší ve srovnání s obdobím před nástupem globální krize. Ve zbývající části letošního roku se budou nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen postupně zvyšovat. Velmi nízká dynamika zahraničních výrobních cen v kombinaci s propadem světových cen energetických komodit však povede k pokračujícímu výraznému poklesu nákladů plynoucích z dovozních cen. V opačném směru bude působit zrychlený růst nákladů z domácí ekonomiky. V roce 2016 pak protiinflační působení dovozních cen odezní v návaznosti na předpokládaný návrat cen energetických komodit i cen průmyslových výrobců v eurozóně k meziročnímu růstu, a dovozní ceny začnou opět působit lehce proinflačně. V domácí ekonomice se budou náklady nadále zvyšovat prostřednictvím rostoucích cen mezispotřeby. Projeví se tak zrychlující dynamika mezd a pokračující zvyšování ekonomické aktivity. Růst celkových nákladů na konci horizontu prognózy dosáhne cca 2% úrovně umožňující stabilizaci inflace poblíž cíle ČNB.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby se v prvním čtvrtletí 2015 mírně zvýšily. Přispěl k tomu především prognózou předpokládaný růst nominálních mezd v podnikatelské sféře předstihující tempo zvyšování produktivity práce. Kladný příspěvek do vývoje mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která v podmínkách růstové fáze cyklu odráží oživení investiční i celkové ekonomické aktivity (Graf II.2.8). Zvyšování domácích nominálních nákladů bude pokračovat i v dalších čtvrtletích vlivem pozvolna zesilující dynamiky mezd a nadále rostoucí ceny kapitálu. Tyto nákladové tlaky však budou na celém horizontu prognózy částečně tlumeny zrychlujícím růstem produktivity práce.

Záporná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se v prvním čtvrtletí 2015 i přes zastavení růstu nominálních nákladů v tomto sektoru dále prohloubila, a to v důsledku poklesu cen (to se týká především pohonných hmot a potravin). V průběhu roku 2015 se mezera marží bude mírně uzavírat s průsakem zvyšujících se nákladů (zejména z domácí ekonomiky) do konečných cen, přičemž pozitivní vliv na nákladové straně bude mít nedávný propad cen energetických komodit. V příštím roce se bude zvyšování inflace k 2% cíli a zrychlující růst nákladů, především mezd, zhruba kompenzovat a mezera marží se bude nadále pohybovat v lehce záporných hodnotách (Graf II.2.9).

Národohospodářská **produktivita práce** vzrostla v roce 2014 o 1,6 %, a to i přes výrazné zpomalení jejího růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2014, dané zvolněním dynamiky HDP při zrychlení zaměstnanosti. V letošním roce prognóza očekává postupné zvyšování dynamiky produktivity práce vlivem rychlejšího růstu HDP při udržení dosavadního tempa růstu zaměstnanosti. Produktivita práce by se tak za celý letošní rok měla zvýšit zhruba stejně jako v roce 2014. V příštím roce produktivita práce dále zrychlí svou dynamiku na 2,6 %, mimo jiné i díky předchozímu oživení investic, přičemž další zesilování tempa ekonomické aktivity bude doprovázeno mírným zpomalením růstu celkové zaměstnanosti.

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla (po sezonním očištění a očištění o odhad efektu daňové optimalizace) o 1,5 %. V prvním čtvrtletí 2015 prognóza očekává pouze nepatrné zrychlení mzdového růstu, což zohledňuje jednak vývoj mezd za leden a únor v průmyslu, jednak rostoucí poptávku po agenturních zaměstnancích a výraznější nabírání nových zaměstnanců na trhu práce. Poslední dva faktory působí směrem k utlumenému růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře (viz BOX 2 v kapitole III.4). Na prognóze by se měl růst průměrné mzdy postupně zvyšovat (Graf II.2.10) v souvislosti se zrychlující dynamikou domácí ekonomické aktivity, pokračujícím poklesem míry nezaměstnanosti a v roce 2016 i s návratem inflace k cíli. Prognóza očekává, že celkově za rok 2015 dosáhne mzdový růst v podnikatelské sféře 2,3 %, v roce 2016 pak zrychlí na 4,2 %.

Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhl 3,8 % v důsledku listopadového zvýšení mezd státních zaměstnanců. V návaznosti na tuto skutečnost a na další zvýšení mezd v lednu letošního roku tak prognóza předpokládá, že v průběhu prvních tří čtvrtletí 2015 porostou mzdy v nepodnikatelské sféře výrazněji než v podnikatelské sféře (Graf II.2.10). Mzdový růst v nepodnikatelské sféře by tak měl v souhrnu za rok 2015 dosáhnout 3,4 %. V roce 2016 naopak zpomalí na 2,5 %.

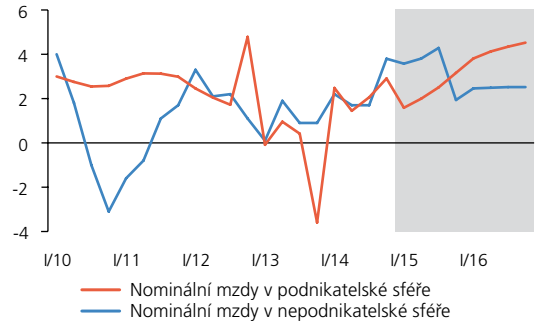
Reálný HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v meziročním srovnání vzrostl o 1,4 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 0,4 % (Graf II.2.11). K meziročnímu růstu kladně přispěly všechny složky domácí poptávky s výjimkou změny stavu zásob, z toho nejvíce fixní investice a v obdobné míře i spotřeba domácností. Naopak příspěvek čistého vývozu byl mírně záporný. Za celý **rok 2014** HDP vykázal 2% růst (Graf II.2.12). Podle prognózy ekonomická aktivita **v prvním čtvrtletí 2015** vzrostla o 1,9 % meziročně a o 0,8 % mezičtvrtletně. Struktura jednotlivých složek zůstala obdobná jako na konci roku 2014; nejvyšší kladný příspěvek zřejmě vykázala spotřeba domácností a fixní investice, záporný příspěvek čistého vývozu se prohloubil a v případě zásob se naopak výrazně zmírnil.

Graf II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelské sféře bude zrychlovat, v letošním roce však bude zaostávat za vývojem mezd v nepodnikatelské sféře

(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)

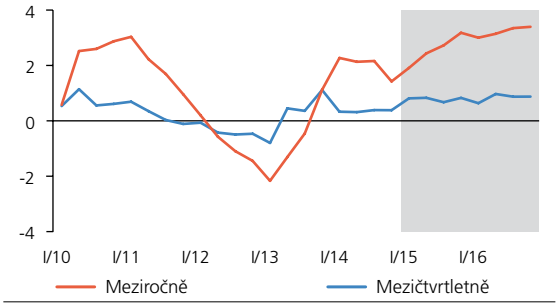


Graf II.2.11

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Po dočasném zpomalení na přelomu minulého a letošního roku meziroční růst HDP postupně zrychlí až nad 3 % na konci roku 2016

(změny v %, sezonně očištěno)

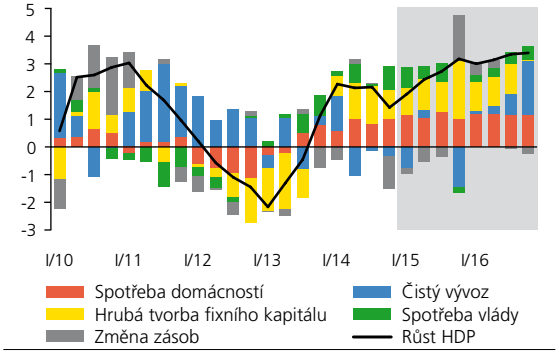


Graf II.2.12

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Růst HDP zůstane vyvážený, když k němu budou kladně přispívat téměř všechny složky poptávky

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



V roce 2015 se HDP zvýší o 2,6 %, přičemž ekonomika bude podpořena zrychlením zahraniční poptávky, nadále uvolněnými měnovými podmínkami, nízkými cenami ropy[3] a expanzivním působením fiskální politiky. Za ním bude stát předpokládané další zrychlení dynamiky vládních investic financovaných z domácích a především z evropských zdrojů. Kladný příspěvek vykáže spotřeba domácností a hrubá tvorba fixního kapitálu. Čistý vývoz bude mít v průměru záporný příspěvek i přes zvyšující se zahraniční poptávku, a to z důvodu pokračujícího nárůstu dovozu spotřebního zboží a strojů.[4]

V roce 2016 růst HDP dosáhne 3,2 % v důsledku dalšího zrychlení dynamiky zahraniční poptávky a zlepšení nabídkové strany ekonomiky v souvislosti s předchozím zvýšením investiční aktivity. Spotřeba domácností bude nadále významně přispívat k růstu HDP, společně s ostatními složkami domácí poptávky a čistým vývozem. Fiskální politika bude přitom působit mírně restriktivně v důsledku ukončení možnosti čerpání EU fondů z předchozího programového období a jen pozvolného náběhu nového programového období.

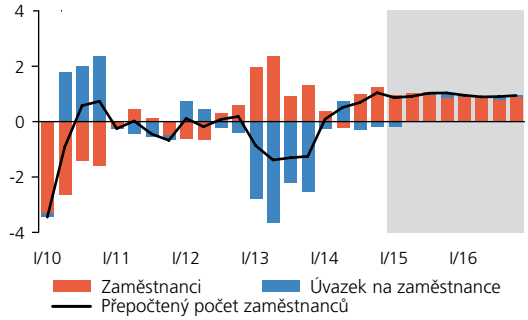
Pokračující růst ekonomické aktivity vede ke znatelnému zlepšování situace na trhu práce. Růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále zrychlil na 1 %; realizoval se přitom prostřednictvím rychlejšího zvyšování počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrného úvazku na zaměstnance. Obdobnou dynamiku přepočteného počtu zaměstnanců prognóza očekává i v průběhu roku 2015. Nárůst přepočteného počtu zaměstnanců bude i nadále probíhat především prostřednictvím zvyšování počtu zaměstnanců, zatímco průměrný úvazek by měl na celém horizontu prognózy zhruba stagnovat (Graf II.2.13). V roce 2016 růst přepočteného počtu zaměstnanců podle prognózy nepatrně zvolní. V návaznosti na další postupné zrychlování růstu ekonomické aktivity prognóza předpokládá pokračování rychlého zvyšování **celkové zaměstnanosti** i v letošním roce (o 1 %). V roce 2016 by ovšem mělo dojít k postupnému poklesu její dynamiky, a to v průměru na 0,6 % (Graf II.2.14).

Rychlý pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti** z minulého roku pokračoval i v prvním čtvrtletí 2015. Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dosáhla v průměru 5,6 %. V letošním i příštím roce bude její snižování pokračovat, což bude dáno zejména očekávaným růstem zaměstnanosti souvisejícím se zrychlováním ekonomické aktivity. Prognóza přitom očekává zpočátku mírný růst a později zhruba stagnaci pracovní síly. Na konci roku 2016 by měla obecná míra nezaměstnanosti klesnout na úroveň 4,8 % (Graf II.2.14). Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob dle MPSV** se bude na celém horizontu prognózy rovněž postupně snižovat z aktuální hodnoty 6,9 %. V důsledku cyklického vývoje by se

Graf II.2.13

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

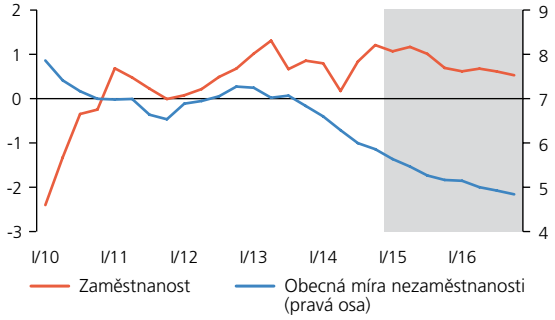
Přepočtený počet zaměstnanců se bude vlivem růstu ekonomiky zvyšovat cca 1% tempem
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.14

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvolna zvyšovat, i když mírnějším tempem než v současnosti; míra nezaměstnanosti bude pokračovat v poklesu
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



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

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

měla dále zvolna zvyšovat nabídka volných pracovních míst. Na konci roku 2016 by se tak sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob měl snížit až k 6 %, a to za předpokladu mírného poklesu populace ve věku 15–64 let.

Reálná **spotřeba domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně zrychlila svůj meziroční růst na 2 % (Graf II.2.15). K tomu přispěly opětovně všechny složky spotřeby dle věcného členění. Za celý rok 2014 vzrostla spotřeba domácností o 1,7 %. Prognóza očekává, že počátkem letošního roku došlo k dalšímu mírnému zrychlení její meziroční dynamiky na 2,3 %, což koresponduje se zrychlením růstu maloobchodních tržeb i nadále silnou spotřebitelskou důvěrou (viz kapitola III.3). Na podobných hodnotách se dynamika spotřeby domácností udrží na celém horizontu prognózy díky pokračujícímu růstu reálného disponibilního důchodu při jen nevýrazných změnách míry úspor. Celkově za rok 2015 vykáže spotřeba domácností růst o 2,3 %, v roce 2016 pak o 2,4 %.

Růst **hrubého nominálního disponibilního důchodu** se na konci minulého roku mírně zvýšil, a to především v důsledku rychlejšího tempa objemu mezd a platů (Graf II.2.16). Naopak běžné daně a sociální příspěvky působily ve směru nižšího meziročního růstu disponibilního důchodu. Na horizontu prognózy pak bude jeho meziroční dynamika dále zesilovat (z úrovně 2 % na konci roku 2014 až ke 4,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2016). Nejvýrazněji se na tom v návaznosti na pokračující oživení trhu práce bude podílet objem mezd a platů, a dále pak i příjmy podnikatelů. Sociální dávky porostou zhruba stabilním tempem.

Sezonně očištěná **míra úspor domácností** se na konci roku 2014 mírně zvýšila. Tento vývoj by měl pokračovat i na počátku letošního roku při mírném předstihu dynamiky příjmů domácností oproti jejich nominální spotřebě. V průměru za celý rok 2015 dosáhne sezonně očištěná míra úspor 10,5 %. V roce 2016 pak lehce rychlejší meziroční růst nominální spotřeby domácností než hrubého nominálního disponibilního důchodu povede k jejímu mírnému snížení (Graf II.2.17).

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 znatelně zrychlil, když dosáhl 4,2 %.[5] O něco nižší, i když nadále kladnou, meziroční dynamiku prognóza očekává v prvních třech čtvrtletích letošního roku. V závěru roku se pak meziroční dynamika spotřeby vlády posune vlivem srovnávací základny dočasně do záporných hodnot. V souhrnu za celý rok 2015 se tak spotřeba vlády zvýší o 2,2 % (Graf II.2.15). V roce 2016 pak tempo růstu spotřeby vlády zpomalí lehce pod 2% úroveň.

Meziroční dynamika **hrubé tvorby kapitálu** přešla ve čtvrtém čtvrtletí 2014 do mírně záporných hodnot, a to v důsledku znatelného poklesu stavu zásob zboží v odvětví obchodu. Fixní investice si však i nadále udržely kladnou dynamiku z předchozího období. V prvním

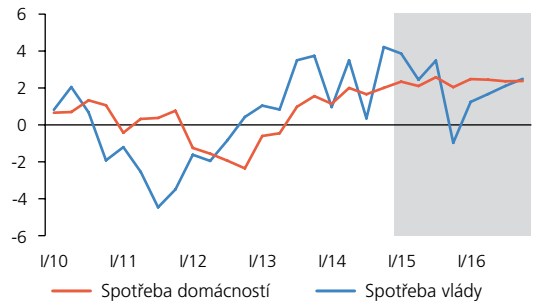
5 Vývoj spotřeby vlády v roce 2014 dle národních účtů však plně nekoresponduje s údaji z jarních notifikací deficitu a dluhu vládního sektoru.

Graf II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností i vlády poroste převážně tempem mírně nad 2 %

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

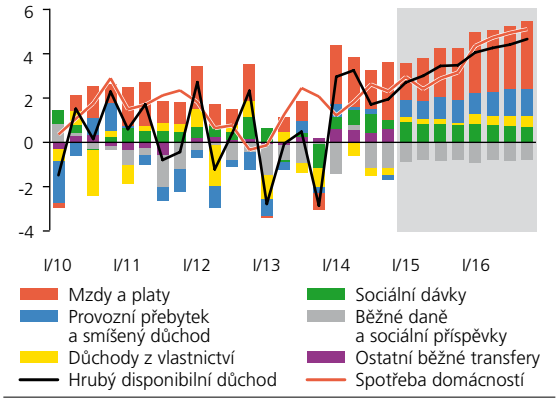


Graf II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku zvyšování dynamiky objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

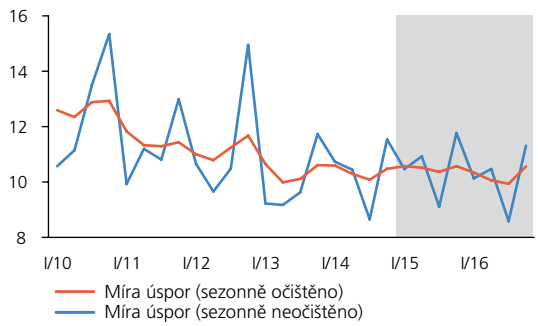


Graf II.2.17

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor se téměř v celém horizontu prognózy bude pohybovat mírně nad 10 %

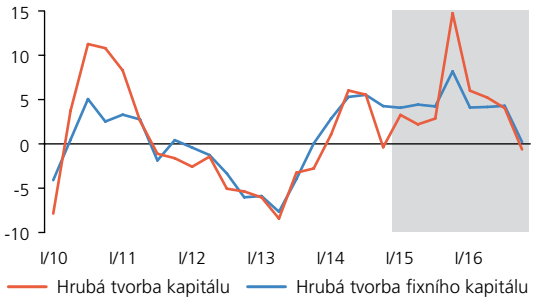
(v %)



Graf II.2.18

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

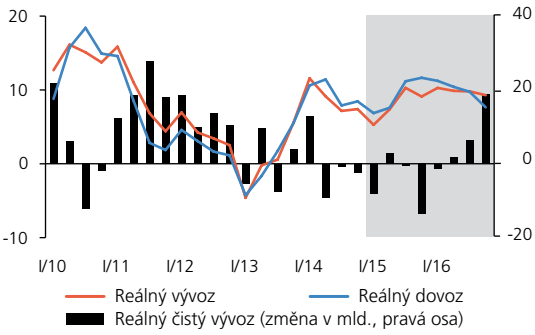
Hrubá tvorba kapitálu poroste, v letošním roce i s přispěním čerpání fondů EU
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Vývoz a dovoz budou s přispěním oživené zahraniční poptávky a oslabeného kurzu koruny dosahovat vysokých růstových temp
(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



Tab. II.2.2

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

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

	2014 skut.	2015 progn.	2016 progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	2,1	2,8	2,0
Zaměstnanost celkem	0,8	1,0	0,6
Míra nezaměstnanosti (v %) [a]	6,2	5,4	5,0
Produktivita práce	1,6	1,5	2,6
Průměrná nominální mzda	2,4	2,5	3,9
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,4	2,3	4,2
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	0,6	1,1	1,5
M2	4,2	5,6	6,3

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

čtvrtletí 2015 by se hrubá tvorba kapitálu měla vrátit k růstu v návaznosti na očekávané obnovení zásob. Růst fixních investic bude přitom i nadále dosahovat hodnot kolem 4 %. Hrubá tvorba kapitálu tak v souhrnu za celý rok 2015 vzroste dle předpokladu prognózy o 5,7 %, na čemž se významně budou podílet vládní investice vlivem dočerpávání prostředků EU fondů z programového období 2007–2013. Kladné tempo si hrubá tvorba kapitálu udrží i v roce 2016, v důsledku poklesu vládních investic však její růst částečně zpomalí (Graf II.2.18).

Reálný **vývoz zboží a služeb** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně zrychlil svůj meziroční růst na 7,4 %. V první polovině letošního roku prognóza očekává o něco nižší dynamiku, ta však na přelomu let 2015 a 2016 v návaznosti na vývoj zahraniční poptávky opět zřetelně zrychlí (Graf II.2.19). V roce 2015 tak tempo růstu vývozu zboží a služeb dosáhne v průměru 8 %. V roce 2016 pak s rychleji rostoucí zahraniční poptávkou při pokračujícím stabilním kurzu koruny vůči euru vzroste dynamika vývozu v průměru na téměř 10 %.

Také reálná meziroční dynamika **dovozu zboží a služeb** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zvýšila, a to jak vlivem rychlejšího růstu vývozu, tak i spotřeby domácností. V návaznosti na nižší očekávané tempo vývozu v první polovině letošního roku zpomalí také meziroční růst dovozu zboží a služeb, poté opět zrychlí. V průměru za rok 2015 dosáhne 9,3 % a v roce 2016 se dále zvýší na 9,7 %. Na silném růstu dovozu se na celém horizontu prognózy bude vedle vývozu podílet i rostoucí spotřeba domácností a fixní investice.

Příspěvek **čistého vývozu** ve stálých cenách k meziročnímu růstu HDP byl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 poněkolikáté v řadě záporný. Ještě o něco více záporný příspěvek prognóza předpokládá v důsledku obnovení dovozně náročných zásob na začátku letošního roku. Při pokračujícím zesilování meziročního růstu spotřeby domácností a fixních investic pak bude pokračovat předstih dynamiky dovozu před vývozem i v dalším období. Čistý vývoz tak v souhrnu za rok 2015 přispěje k meziročnímu růstu HDP záporně (v rozsahu -0,5 procentního bodu). V roce 2016 v souvislosti s výraznějším zrychlením zahraniční poptávky a zmírněním růstu domácích investic (vliv srovnávací základny související s prodloužením pronájmu nadzvukových stíhacích letounů na konci letošního roku) bude již příspěvek čistého vývozu kladný (0,8 procentního bodu).

Prognóza platební bilance očekává růst přebytku **běžného účtu** v roce 2015 na 1,1 % HDP (v roce 2014 činil přebytek 0,6 % HDP) a jeho další zvýšení na cca 1,5 % HDP v příštím roce (Tab. II.2.3). Příčinou zřetelného nárůstu aktiva běžného účtu **v roce 2015** bude poměrně výrazné zvýšení přebytku **bilance zboží** spojené především s prudkým poklesem cen energetických surovin, který povede ke zlepšení směnných relací (s pozitivním dopadem do bilance zboží v rozsahu

cca 50 mld. Kč).[6] Ke zvýšení přebytku běžného účtu, ovšem v podstatně menším rozsahu, přispěje též eliminace schodku **bilance druhotných důchodů** vlivem vyššího čerpání fondů EU. V opačném směru než bilance zboží a druhotných důchodů bude na saldo běžného účtu působit mírně klesající přebytek **bilance služeb** (především vlivem očekávaného zhoršování bilance cestovního ruchu) a rostoucí deficit **bilance prvotních důchodů**, který souvisí zejména s růstem důchodů nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR.

Další očekávané zlepšení běžného účtu v **roce 2016** souvisí především s růstem přebytku bilance zboží, a to vlivem doznívajícího cenového poklesu energetických surovin (dopad zpožděné reakce cen plynu na předcházející vývoj cen ropy), očekávaného urychlení růstu zahraniční poptávky a v malém rozsahu též zlepšení bilance služeb (výhradně zlepšení salda výrobních služeb a oprav). Bilance druhotných důchodů by měla zůstat nadále vyrovnaná při předpokládaném přílivu zdrojů z evropských fondů na úrovni roku 2015. Ve směru nižšího přebytku běžného účtu bude působit pokračující růst deficitu prvotních důchodů spojený s dalším prohlubováním záporného salda důchodů z investic (očekávaný růst dividend a reinvestovaných zisků nerezidentů z přímých investic).

Prognózované výrazné zvýšení přebytku **kapitálového účtu** oproti roku 2014 je v obou letech spojeno výhradně s předpokládaným dočerpáním prostředků z fondů EU za programové období 2007 až 2013.

Čistý příliv **přímých investic** do ČR se v roce 2015 skokově sníží. Tato změna bude souviset s obratem v tocích kapitálu rezidentů vůči zahraničí, když stahování prostředků zpět do ČR pozorované v minulém roce bude vystřídáno obnoveným zájmem rezidentů o přímé investice v zahraničí v letošním roce.[7] Celkový příliv přímých investic do ČR bude přitom přibližně stagnovat na úrovni minulého roku. V roce 2016 budou nejdůležitějšími faktory očekávaného zvýšení čistého přílivu přímých investic odeznění letošních jednorázových vlivů na straně aktiv a již schválená poměrně významná nová investice do automobilového průmyslu v ČR. Prognóza nicméně předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v převážné míře formu reinvestovaného zisku.

Po mimořádné meziroční změně v tocích kapitálu v roce 2014 ve výši téměř 200 mld. Kč, která souvisela se splacením eurových vládních obligací a obnoveným zájmem rezidentů o investice v zahraničí, lze v oblasti **portfoliových investic** v letošním i příštím roce očekávat

Tab. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

V letošním i příštím roce by se přebytek běžného účtu měl zvýšit především díky poklesu cen energetických komodit

(v mld. Kč)

	2014	2015	2016
	skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	26,1	50,0	70,0
Zboží	238,9	280,0	320,0
Služby	55,9	45,0	50,0
Prvotní důchody	-259,0	-275,0	-300,0
Druhotné důchody	-9,7	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	32,2	60,0	60,0
C. FINANČNÍ ÚČET [a)]	48,0	202,0	127,0
Přímé investice	-133,6	-30,0	-75,0
Portfoliové investice	90,3	50,0	40,0
Finanční deriváty	-6,0		
Ostatní investice	24,2	50,0	30,0
Rezervní aktiva	73,1	132,0	132,0

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů, včetně změny rezerv ČNB

6 Riziko prognózy může představovat propad vývozu do zemí bývalého Sovětského svazu spojený s prudkým poklesem jejich koupěschopné poptávky. V roce 2014 činil vývoz do těchto zemí více než 180 mld. Kč, tj. cca 6 % celkového vývozu, z toho do Ruska cca 113 mld. Kč, tj. cca 3,7 % celkového vývozu. Do prognózy již bylo toto riziko částečně zapracováno (meziroční pokles o 20 mld. Kč). Pokud by však pokračoval nebo se ještě prohloubil meziroční propad vývozu z ledna a února (do Ruska o 38 % a na Ukrajinu o 50 %), mělo by to negativní dopad na prognózu v rozsahu až 50 mld. Kč, tj. více než 1 % HDP.

7 Mimo jiné se ve druhém čtvrtletí dle veřejně dostupných informací uskuteční jedna významná akvizice rezidenta (Energetický a průmyslový holding) v energetickém sektoru v hodnotě několika desítek mld. Kč.

zmírnění odlivu kapitálu. Jeho příčinou budou obnovené investice nerezidentů do tuzemských vládních dluhopisů. Zájem rezidentů o investování v zahraničí se v prostředí nízkých až nulových úrokových sazeb pravděpodobně zvýší, zejména pokud jde o zahraniční akcie, případně dluhopisy některých neevropských zemí.

V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá vysoký, i když klesající, čistý odliv kapitálu z podnikového sektoru ve formě růstu depozit rezidentů v zahraničí, zvyšování poskytnutých úvěrů do zahraničí a splátek dříve přijatých úvěrů ze zahraničí. Očekávané snížení čistého odlivu je spojeno s předpokládaným postupným oživením investic v ČR.

Výrazný růst **rezervních aktiv** odráží předpokládané zvýšení kladného salda ve vztahu s EU a nadále kladné výnosy z devizových rezerv.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a nastavení fiskální politiky se odrážejí ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2015 až 2016 (Tab. II.2.4).

Podle tzv. **jarních notifikací** vládního deficitu a dluhu dosáhl v **roce 2014** deficit vládního sektoru 2 % HDP. Výsledky hospodaření vládního sektoru byly v uvedeném roce významně ovlivněny několika mimořádnými, resp. jednorázovými vlivy. V rámci metodické změny byly do vládního sektoru zařazeny nové instituce, což se v minulém roce projevilo v navýšení kapitálových výdajů o výplatu Fondu pojištění vkladů klientům zkrachovalých družstevních záložen (ve výši 0,3 % HDP). V souvislosti s legislativním omezením předzásobení tabákovými výrobky (s účinností od 1. 12. 2014) došlo vedle toho k výraznému meziročnímu propadu inkasa spotřební daně z tabákových výrobků (v rozsahu 0,5 % HDP). Oba zmíněné vlivy přispěly v roce 2014 k meziročnímu prohloubení deficitu vládního sektoru. Jejich dopad byl částečně vyvažován mimořádným výnosem z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč (0,2 % HDP). Zejména v souvislosti s výrazným nárůstem vládních investic a rychlejším mzdovým růstem ve vládním sektoru bylo celkové působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v roce 2014 mírně expanzivní v odhadovaném rozsahu 0,3 procentního bodu.

V důsledku odeznění výše uvedených mimořádných vlivů a při pokračujícím ekonomickém růstu se v **roce 2015** deficit vládního sektoru sníží na 1,6 % HDP. Celkové působení fiskální politiky však bude i v letošním roce expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,5 procentního bodu (Tab. II.2.5). Podílet se na tom bude zejména zrychlení růstu vládních investic ve snaze o vyčerpání maximálního objemu prostředků z fondů EU z předchozího programového období, které bude podpořeno zvýšeným zapojováním domácích zdrojů. Investiční výdaje budou navíc účetně navýšeny o prodloužení pronájmu letounů JAS-39 Gripen ve výši 0,2 % HDP, které lze považovat za mimořádné, resp. jednorázové opatření bez vlivu na fiskální impulz. K urychlení vládních výdajů přispěje další zrychlení mzdového růstu ve vládním sektoru a zvýšení penzí nejen

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

Fiskální politika bude v roce 2015 působit znatelně expanzivně
(v % nominálního HDP)

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

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby
b) Do této položky jsou zahrnuty očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, v roce 2014 příjem z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům, výplata Fondu pojištění vkladů a výpadek spotřebních daní na tabákové výrobky a v roce 2015 dopad prodloužení pronájmu stíhacích letounů.
c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB
d) odhad ČNB
e) Měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, záporná hodnota fiskální expanzi).

Tab. II.2.5

FISKÁLNÍ IMPULZ

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

	2014 skut.	2015 progn.	2016 progn.
Fiskální impulz	0,3	0,5	-0,2
z toho dopad skrze:			
spotřebu domácností	0,0	0,1	0,0
soukromé investice	0,0	0,0	0,0
vládní investice domácí	0,1	0,1	0,0
vládní investice z EU fondů	0,2	0,3	-0,2

v souvislosti s obnovením schématu plné valorizace, ale i v důsledku jejich jednorázového navýšení. Na příjmové straně vládního sektoru se negativně projeví zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % a zvýšení daňového zvýhodnění na dítě. Proti tomu bude působit dopad zvýšení sazeb spotřební daně na tabákové výrobky.

V **roce 2016** lze očekávat snížení deficitu vládního sektoru na 1 % HDP, a to zejména v důsledku pokračujícího hospodářského růstu. Vládní investice meziročně poklesnou v souvislosti s ukončením předchozího a jen pozvolným náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z EU fondů. Z tohoto důvodu bude fiskální politika v roce 2016 mírně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,2 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru se v roce 2015 dále prohloubí (na hodnoty kolem 1 % HDP) a na této úrovni se udrží i v roce 2016.

V souvislosti se zapojením volné likvidity státní pokladny jako zdroje financování dojde v letošním roce k významnému **poklesu poměru vládního dluhu k HDP** při jeho stabilitě v absolutním vyjádření. V roce 2016 prognóza očekává další mírný pokles vládního dluhu v poměru k HDP (přibližně na 40 %). K tomu přispěje při relativně nízkých deficitech vládního sektoru především zrychlující růst nominálního HDP a předpokládané další snížení efektivní úrokové sazby z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a pozitivním vnímáním ČR.

Rizika fiskální prognózy jsou vychýlena směrem k nižšímu schodku vládního sektoru, a to především v roce 2016. Prognóza nezohledňuje případný pozitivní dopad navrhovaných opatření omezujících daňové úniky a zvýšení efektivnosti výběru daní, jejichž kvantifikace a účinnost je zatím zatížena velkou mírou nejistoty.[8] Vedle toho může dojít k poněkud většímu než očekávanému propadu vládních investic v roce 2016 v souvislosti se zpožďujícím se náběhem čerpání prostředků z EU fondů v rámci nového programového období. Poslední významnější riziko souvisí s možným příznivějším vývojem efektivní úrokové sazby z vládního dluhu a tomu odpovídajícími nižšími výdaji na obsluhu vládního dluhu.

8 Letošní aktualizace Konvergenčního programu (z dubna 2015) odhaduje pozitivní meziroční dopad těchto opatření v roce 2016 ve výši 0,4 % HDP.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace je oproti minulé prognóze mírně vyšší v roce 2015 a naopak lehce nižší v roce 2016, a to z důvodu méně rozkolísaného vývoje regulovaných cen při nepatrně nižším výhledu čisté inflace. Lehce vyšší zahraniční poptávka vede v příštím roce k přehodnocení růstu HDP směrem nahoru. Predikce dynamiky nominálních mezd v podnikatelské sféře se v letošním roce snižuje z důvodu pomalejšího pozorovaného růstu mezd, v příštím roce však prognóza očekává výraznější oživení mezd. Předpoklad o stabilitě tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016 se nemění.

Predikce meziroční **celkové inflace** se v roce 2015 oproti minulé prognóze mírně zvyšuje (Graf II.3.1). Důvodem je vyšší výhled růstu regulovaných cen, jejichž působení je jen částečně kompenzováno nižší čistou inflací. V roce 2016 se predikce meziroční celkové inflace naopak nepatrně snižuje s přispěním obou zmíněných složek cenového vývoje. Vývoj čisté inflace je ovlivněn stavem domácí ekonomiky, který v letošním roce generuje mírně slabší nákladové tlaky oproti minulé prognóze z důvodu nižší mzdové dynamiky (v příštím roce se tlaky na růst nákladů výrazně nepřehodnocují). Snížení prognózy celkové inflace je v roce 2016 naopak tlumeno nově zapracovaným harmonizačním zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky s dopadem 0,2 procentního bodu.

Výhled **měnověpolitické inflace** je pro rok 2015 přehodnocen obdobně jako u celkové inflace, když hodnocení dopadů změn nepřímých daní zůstává v souladu s minulou prognózou. V roce 2016 je posun měnověpolitické inflace směrem dolů výraznější než u celkové inflace v souvislosti s výše uvedenou daňovou změnou.

Výhled **regulovaných cen** v roce 2015 zohledňuje doposud vyšší než očekávané ceny plynu a jejich mírnější pokles předpokládaný v dalším průběhu letošního roku. Výhled regulovaných cen se proto mírně zvyšuje. V roce 2016 je naopak jejich očekávaný růst mírně nižší v návaznosti na pokračující pokles cen silové elektřiny, uhlí a předpokládaný pokles cen plynu při umírněném vývoji v dalších regulovaných oblastech.

Meziroční **čistá inflace** se ve srovnání s minulou prognózou mění nevýrazně směrem dolů (Graf II.3.2). Její jen nepatrně nižší trajektorie je výsledkem protisměrného vlivu vyššího růstu cen pohonných hmot a nižšího růstu cen potravin. Ve směru nižší čisté inflace bude zároveň působit výraznější pokles cen zahraničních výrobců, utlumenější vývoj mezd v roce 2015 a nižší inflační očekávání.

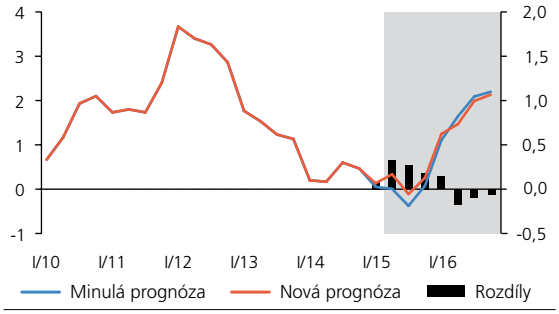
V předpokladech o **zahraničním vývoji** (viz grafy v kapitole II.1) byl oproti minulé prognóze výrazně snížen výhled cen výrobců v efektivní eurozóně pro letošní rok. Silněji se v něm promítá dlouhodobý útlum ekonomické aktivity spolu s poklesem cen energetických komodit

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se v letošním roce mírně zvyšuje, v příštím roce se posouvá lehce níže

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

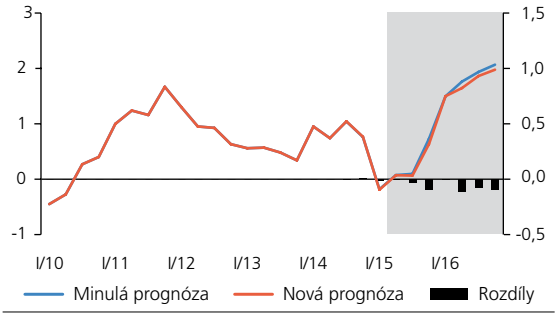


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY ČISTÉ INFLACE

Prognóza čisté inflace je přehodnocena na nepatrně nižší hladinu

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



na zahraničních trzích. Predikce růstu zahraniční poptávky se pro roky 2015 i 2016 mírně zvyšuje. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se posunul nepatrně dolů, což odráží pokračování uvolňování měnové politiky ECB nekonvenčními nástroji.

V důsledku potřeby dlouhodobého uvolnění měnových podmínek je stejně jako v minulé prognóze zachován předpoklad používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky na celém predikčním horizontu. Předpokládaný **kurz koruny k euru** je nastaven na stejné hladině jako v minulé prognóze. Ta je mírně slabší než vyhlášená hladina kurzového závazku ČNB. Také trajektorie domácích tržních **úrokových sazeb** se nemění (Graf II.3.3).

V závěru minulého roku rostl **hrubý domácí produkt** pomaleji, a oproti minulé prognóze byl tak za celý rok 2014 vykázán nižší růst HDP (o 0,3 procentního bodu). I přes změny v předpokladech je pro rok 2015 prognóza celoročního růstu HDP stejná (Graf II.3.4) jako v minulé predikci, liší se však příspěvky jeho složek. Příspěvek spotřeby domácností je přehodnocen směrem nahoru, což při nižším růstu disponibilního důchodu (a v jeho rámci zejména mezd) v roce 2015 implikuje oproti minulé predikci nižší míru úspor. Také příspěvek vládní spotřeby bude vyšší, než předpokládala minulá prognóza. Nižší naopak budou změna stavu zásob a čistý vývoz. V roce 2016 se prognóza růstu HDP posouvá výše, když lehce silnější dynamika zahraniční poptávky vede k vyššímu příspěvku hrubé tvorby kapitálu na začátku roku 2016 a k vyššímu příspěvku čistého vývozu ke konci roku 2016. V celém příštím roce je příspěvek růstu spotřeby domácností rovněž mírně navýšen, což odpovídá rychlejšímu zvyšování mezd.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP byl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ve srovnání s minulou prognózou méně záporný. V letech 2015 a 2016 budou příspěvky nižší z důvodu mírně rychlejšího růstu domácí poptávky. Výhled vyššího růstu zahraniční poptávky v roce 2015 se projevuje výraznějším zrychlením růstu vývozu. Zvýšená dynamika dovozu odráží rychlejší oživení domácí poptávky a vývozu v nejbližších několika čtvrtletích. I přes následný pokles dynamiky vývozu a dovozu v roce 2016 se jejich tempa pohybují na vyšších hodnotách než v minulé prognóze.

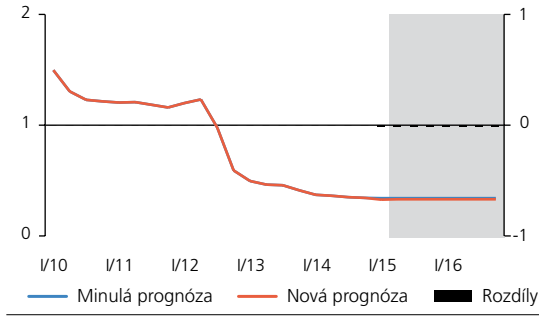
Oproti minulé prognóze se růst průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře v roce 2015 posouvá směrem dolů (Graf II.3.5). Toto přehodnocení odráží především nižší pozorovanou dynamiku mezd a ekonomické aktivity v minulém roce. V roce 2016 růst nominálních mezd naopak dosáhne vyšších hodnot, když zohledňuje výraznější oživení domácí ekonomické aktivity a rychlejší pokles nezaměstnanosti.

Graf II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie úrokových sazeb zůstává nezměněna při předpokládaném setrvání v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016

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

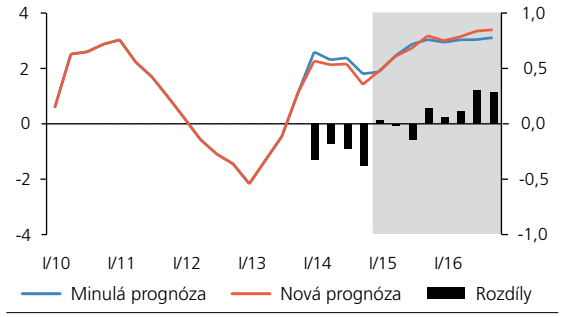


Graf II.3.4

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

Prognóza vývoje HDP se pro letošní rok nemění, pro příští rok se mírně zvyšuje

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

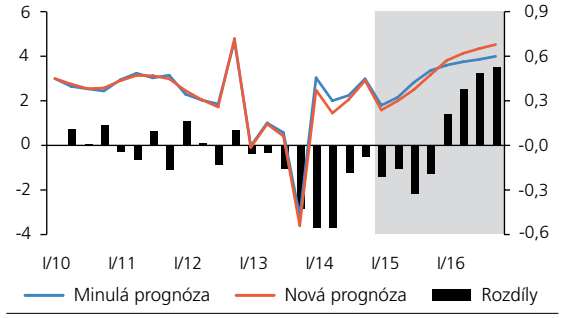


Graf II.3.5

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD V PODNIKATELSKÉ SFÉŘE

Prognóza nominálních mezd je pro letošní rok mírně nižší, pro příští rok se naopak zvyšuje

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



a) Rozdíly mezi minulou a novou prognózou u již známé skutečnosti jsou dány novým sezonním očištěním ČNB.

Tab. II.4.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

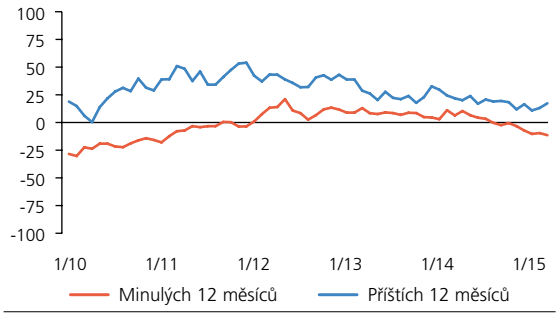
Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se pohybují pod 2% cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou v jeho blízkosti
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/14	1/15	2/15	3/15	4/15
IOFT:					
Index spotř. cen	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Reálný HDP v roce 2015	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5
Reálný HDP v roce 2016		2,6	2,6	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2015	3,3	3,1	2,9	3,0	3,0
Nominální mzdy v roce 2016		3,2	3,2	3,1	3,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,3	27,8	27,7	27,4	27,4
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5
Podniky:					
Index spotř. cen	1,7			1,5	

Graf II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Indikátor vnímané inflace se na počátku letošního roku snížil do záporných hodnot, očekávaná inflace setrvala na nízké úrovni
(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že ekonomika letos vzroste o 2,5 % a v příštím roce tempo růstu dále lehce zrychlí
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/14	1/15	2/15	3/15	4/15
Reálný HDP v roce 2015	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2016		2,8	2,8	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2015	3,5	3,2	3,1	3,0	2,8
Nominální mzdy v roce 2016		3,6	3,5	3,4	3,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,4	27,5	27,5	27,4	27,5
3M PRIBOR (v %)	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3

II.4 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se v posledních měsících pohybují pod cílem ČNB, v tříletém horizontu jsou v jeho blízkosti. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se nachází v lehce záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace na pětiletém minimu. Analytici v průměru očekávají, že v letošním roce ekonomika vzroste o 2,5 % a v příštím roce její růst dále lehce zrychlí. Kurz koruny by podle analytiků měl být v ročním horizontu zhruba stabilní na současných hodnotách. Všichni analytici očekávají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016. Všichni zároveň předpokládali, že na květnovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled na rok dopředu naznačuje jen lehký pokles úrokových sazeb, a na celém horizontu se tak pohybuje lehce pod trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se na konci minulého roku snížila pod 2% cíl ČNB, kde setrvala i v dosavadním průběhu letošního roku. V tříletém horizontu se očekávaná inflace aktuálně pohybuje v blízkosti cíle. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu se také snížila pod cíl (Tab. II.4.1).

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace**[9] se počátkem roku 2015 nacházel v lehce záporných hodnotách (Graf II.4.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly; poměrně významná skupina však vnímala pokles cen. Indikátor **očekávané inflace** se dlouhodobě pohybuje v kladných hodnotách. Na počátku letošního roku se nicméně dostal na úroveň pětiletého minima. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, jen lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce přírůstek HDP o 2,5 % (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). V příštím roce by ekonomika měla dále lehce zrychlit svůj růst. To platí i v případě mezd, přičemž zřetelnější zrychlení je očekáváno analytiky v rámci CF než IOFT. V ročním horizontu očekávají analytici zhruba stabilitu měnového kurzu koruny na současných úrovních. Všichni se zároveň domnívají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016, tedy v souladu s dosavadní komunikací bankovní rady. Nová prognóza ČNB přitom předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém predikčním horizontu. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB

9 Jedná se o kvalitativní hodnocení minulé inflace a očekávané budoucí inflace domácnostmi. Tyto ukazatele jsou sbírány v rámci European Commission Business and Consumer Survey, šetření je v České republice prováděno měsíčně na vzorku 1000 respondentů. Celkové indexy pociťované inflace a inflačních očekávání spotřebitelů jsou konstruovány jako bilance odpovědí. Blíže ke konstrukci těchto indikátorů viz Box 2 v ZoI červenec/2007.

všech třináct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

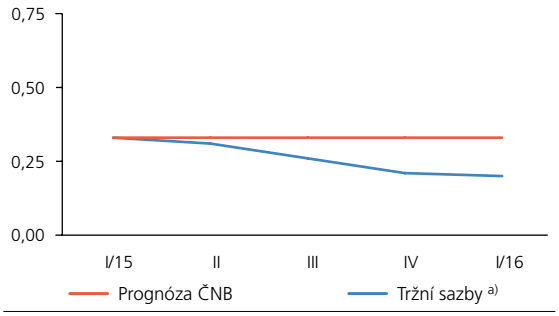
V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním roce téměř shodný růst reálného HDP, v roce 2016 pak růst nižší. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží jen nepatrně níže než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB.

Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich lehký pokles. To zhruba odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při nevýrazném poklesu prémie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, která předpokládá stabilitu prémie na peněžním trhu.

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

Očekávané úrokové sazby odvozené z FRA se nacházejí lehce pod trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB
(v %)



a) pro I/15 a II/15 3M PRIBOR, pro III/15 až I/16 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 24. 4. 2015

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace se v prvním čtvrtletí 2015 pohybovala na velmi nízkých hodnotách a v průměru dosáhla hodnoty 0,1 %. Po očištění o dopady změn nepřímých daní cenová hladina v prvním čtvrtletí nepatrně meziročně poklesla. Inflace se tak nadále nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. K velmi nízké inflaci přispívá meziroční pokles cen pohonných hmot a potravin, odrážející propad světových cen ropy, resp. déletrvající snižování cen zemědělských komodit. Promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen odeznívá, uvolněné měnové podmínky však nadále přispívají k pokračujícímu růstu ekonomické aktivity a oživení na trhu práce. Rostoucí domácí ekonomika přitom působí ve směru urychlování inflace. To se nejviditelněji projevuje v korigované inflaci bez pohonných hmot, která zůstává zřetelně kladná. Regulované ceny se na počátku letošního roku rovněž vrátily k nepatrnému růstu.

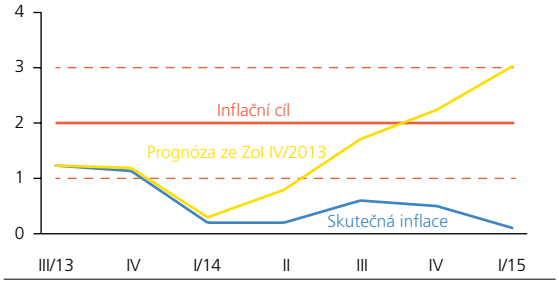
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Graf III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se v prvním čtvrtletí 2015 nacházela výrazně pod alternativním scénářem prognózy ze ZoI IV/2013

(meziročně v %)



Celková i měnovépolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2015 nacházely hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (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 2015 je přitom nutné zkoumat období zhruba od července 2013 do prosince 2014, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se nicméně z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání alternativního scénáře[10] ze Zprávy o inflaci IV/2013 s následným vývojem.

Tento **alternativní scénář** předpokládal, že slabší hladina kurzu se promítne do nárůstu dovozních cen, následně se obnoví i inflační tlaky z domácí ekonomiky a postupně přeberou hlavní roli v cenovém vývoji. Inflace se tak ve druhé polovině roku 2014 měla vrátit k 2% cíli ČNB, poté dosáhnout horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle, a v průběhu roku 2015 se pak k cíli seshora přiblížit (Graf III.1.1). Měnovépolitická inflace měla v roce 2014 nejprve klesnout k hodnotám blízko nuly a poté se postupně zvýšit k cíli. Následné dočasné

10 V listopadu 2013 rozhodla bankovní rada ČNB o používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky. Nejpravděpodobnějším popisem očekávaného vývoje se tak stal alternativní scénář, který předpokládal setrvání tržních úrokových sazeb na hladině odpovídající součtu technicky nulové repo sazby s rizikovou prémií na peněžním trhu a uvolnění měnových podmínek déletrvajícím oslabením kurzu koruny vůči euru ze strany centrální banky.

překročení inflačního cíle mělo přispět k uvolnění reálných měnových podmínek prostřednictvím zvýšení inflačních očekávání a zároveň umožnit bezpečné opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb a návrat do standardního režimu měnové politiky.

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** v celém období pohybovala pod prognózou z alternativního scénáře, přičemž odchylka se postupně zvětšovala. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce v prvním čtvrtletí 2015 dosáhl 2,9 procentního bodu s přispěním všech složek cenového vývoje s výjimkou primárních dopadů změn nepřímých daní. Korigovaná inflace bez pohonných hmot sice díky oslabení měnového kurzu a obnovení růstu ekonomiky postupně zrychlovala, avšak vzhledem k deflačnímu vývoji v eurozóně a ve druhé polovině roku 2014 i k pomalejšímu oživení domácího mzdového vývoje se tak dělo podstatně pozvolněji oproti prognóze. Nižší oproti prognóze byly rovněž ceny potravin a pohonných hmot v důsledku výraznějšího než očekávaného poklesu světových cen zemědělských komodit v celém hodnoceném období a nedávného propadu cen energetických komodit. Prognóza rovněž neočekávala pokles regulovaných cen v první polovině roku 2014 a jejich jen nepatrný růst počátkem letošního roku (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Nejvýraznější odchylku zaznamenal ukazatel výrobních cen v zahraničí, který namísto předpokládaného zhruba 2% růstu ve druhém pololetí 2014 vykázal pokles v obdobném rozsahu. Zahraniční poptávka se zpočátku od předpokladů prognózy příliš nelišila, později však její růst začal nečekaně zpomalovat. Také zahraniční úrokové sazby se od druhého čtvrtletí 2014 dále snižovaly. Na konci roku 2014 neočekávaně propadly rovněž ceny ropy (Tab. III.1.2). V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci více protiinflačně, resp. ve směru potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek. **Domácí tržní úrokové sazby** však vykazovaly přibližnou stabilitu (Tab. III.1.3), neboť jejich snížení v realitě nemohlo nastat kvůli existenci nulové dolní meze. Zároveň **měnový kurz** setrval na hodnotách, které sice byly mírně slabší vůči vyhlášenému závazku ČNB, avšak nedostatečné ke kompenzování deflačních tlaků ze zahraničí a zajištění rychlého návratu inflace na cíl. Ve skutečnosti tak byly protiinflační dopady zahraničí na domácí cenový vývoj podstatně silnější než v prostředí, kdy měnová politika není omezena nulovou dolní mezí úrokových sazeb.

Vývoj české ekonomiky od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Skutečný růst domácího HDP byl až do poloviny roku 2014 vyšší než predikovaný při rychlejší dynamice reálné spotřeby domácností, investic a částečně i spotřeby vlády. Vykázané růsty objemu vývozu a dovozu v první polovině roku 2014 stouply s přispěním oslabeného kurzu koruny, a to až znatelně nad predikované hodnoty. Poté se jejich meziroční tempa přiblížila zpět k prognóze, přičemž toto zpomalení odráželo prognózou neočekávaný útlum dynamiky zahraniční poptávky. Růst nominálních mezd od druhé poloviny roku 2014 zaostával za predikovanými hodnotami.

Tab. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Odchylka inflace od prognózy byla dána vývojem všech složek cenového vývoje s výjimkou primárních dopadů změn nepřímých daní

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza ZoI IV/2013	Skutečnost 1.čtvrtletí 2015	Příspěvek k celkovému rozdílu[c)]
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	3,0	0,1	-2,9
z toho:			
regulované ceny	2,6	0,2	-0,4
primární dopady změn nepřímých daní[a)]	0,2	0,2	0,0
ceny potravin[b)]	2,4	-0,9	-0,8
ceny pohonných hmot (PH)[b)]	3,2	-14,6	-0,6
korigovaná inflace bez PH[b)]	3,0	1,1	-1,0

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 uvolněnějších měnových podmínek

(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15
HDP v eurozóně [a), b), c)]	p	0,9	1,3	1,3	1,6	1,8	1,9
	s	1,0	1,4	1,0	0,9	0,9	-
PPI v eurozóně [b), c)]	p	-0,7	0,1	1,6	2,0	2,1	2,1
	s	-1,2	-1,9	-1,6	-1,8	-2,1	-
3M EURIBOR	p	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
(v %)	s	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0
Kurz USD/EUR	p	1,34	1,31	1,30	1,29	1,28	1,27
(úroveň)	s	1,36	1,37	1,37	1,32	1,25	1,13
Cena ropy Brent	p	110,0	108,2	106,5	104,9	103,3	101,8
(USD/barel)	s	109,4	107,9	109,8	103,5	77,1	55,1

p – předpoklad, s – skutečnost
a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) výhled efektivního ukazatele z alternativního scénáře ze ZoI IV/2013

Tab. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Pozorovaný vývoj HDP se do poloviny roku 2014 pohyboval nad prognózou

		IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15
3M PRIBOR	p	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1
(v %)	s	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Kurz CZK/EUR	p	kurzový závazek poblíž 27 CZK/EUR					
(úroveň)	s	26,7	27,4	27,4	27,6	27,6	27,6
Reálný HDP [a)]	p	1,0	1,5	2,0	3,0	2,0	3,3
(mzr. změny v %)	s	1,1	2,3	2,1	2,2	1,5	-
Nominální mzdy [b)]	p	-1,1	3,1	1,7	2,3	3,1	3,7
(mzr. změny v %)	s	-2,3	3,6	2,5	1,8	1,9	-

p – prognóza, s – skutečnost
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 rizika prognóz buď jako mírně protiinflační nebo jako vyrovnaná. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu znatelně převažovala protiinflační rizika (zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a světové ceny energetických komodit). Oslabený kurz koruny ovlivněný komunikací ČNB a od listopadu 2013 i kurzovým závazkem ČNB působil ve směru uvolňování měnových podmínek v situaci, kdy bylo na konci roku 2012 dosaženo nulové dolní meze u měnověpolitických sazeb. Promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen doznívá, uvolněné měnové podmínky ale nadále přispívají k růstu domácí ekonomiky, která působí směrem ke zvyšování cen. Inflační cíl je v současné době sice výrazně podstřelován, ale bez oslabení kurzu by celková inflace byla výrazně záporná.

V souhrnu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od července 2013 do prosince 2014 měla být ještě výrazně uvolněnější. Nicméně díky provedenému oslabení kurzu byla měnová politika uvolněna dostatečně na to, aby byla odvrácena bezprostřední hrozba deflace spojené s propadem poptávky, a s tím i celkové makroekonomické nestability.

III.1.2 Současný vývoj inflace

V prvním čtvrtletí 2015 dosáhla **meziroční inflace**[11] v průměru jen 0,1 %, v jeho závěru se ale nepatrně zvýšila a v březnu dosáhla 0,2 % (Graf III.1.2). Na její velmi nízké hodnoty měl vliv výrazný pokles cen pohonných hmot jako důsledek propadu světových cen ropy a pokračující snižování cen potravin. Současně ale zřetelně rostly ostatní tržní ceny měřené korigovanou inflací bez pohonných hmot, a k lehkému růstu se na počátku letošního roku vrátily také regulované ceny.

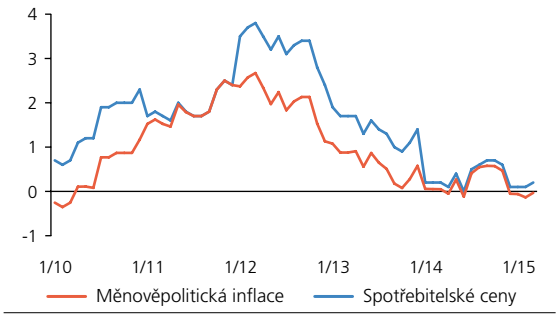
Ve **struktuře meziroční inflace** tak byl v prvním čtvrtletí 2015 pokles cen pohonných hmot a cen potravin kompenzován kladnou korigovanou inflací bez pohonných hmot spolu s kladným příspěvkem změn daní v neregulovaných cenách (Graf III.1.3). Regulované ceny přispěly k růstu cenové hladiny jen nepatrně.

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

Graf III.1.2

INFLACE

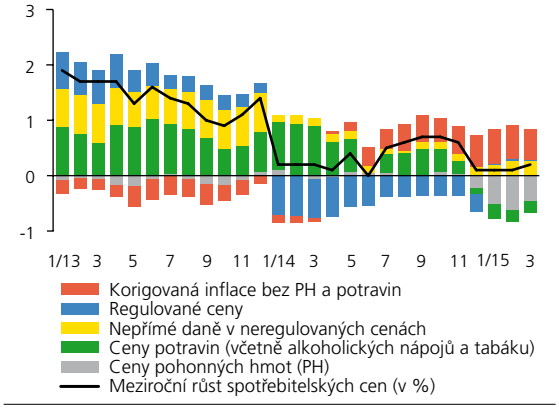
Meziroční inflace se v prvním čtvrtletí 2015 lehce zvýšila
(meziročně v %)



Graf III.1.3

STRUKTURA INFLACE

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



11 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, se v průběhu prvního čtvrtletí letošního roku nacházela v nepatrně záporných hodnotách a v průměru dosáhla hodnoty -0,1 % (v březnu byla nulová). Měnověpolitická inflace se tak nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB.

Regulované ceny po zřetelném poklesu v předchozím roce přešly na počátku roku 2015 do lehkého meziročního růstu, který v průměru za první čtvrtletí 2015 dosáhl hodnoty 0,2 % (Graf III.1.4). Růst regulovaných cen odrážel lednové zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti následkem zvýšení poplatků souvisejících s dodávkou plynu ze strany Energetického regulačního úřadu. K růstu regulovaných cen přispěl i růst cen tepla, vodného a stočného. Protiinflačně naopak působilo zrušení zbývajících regulačních poplatků ve zdravotnictví s výjimkou poplatku za pohotovost, a v menší míře i lehký pokles cen elektrické energie pro domácnosti.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací[12], se naopak snížil a následně se změnil v pokles (o 0,2 % v březnu). Přispělo k tomu snížení cen pohonných hmot a potravin, zatímco růst ostatních tržních cen[13] oproti předchozímu čtvrtletí nepatrně zrychlil. V jejich vývoji tak doznívalo působení oslabeného kurzu, mírně proinflačně nadále působil pokračující ekonomický růst a zlepšující se situace na trhu práce.

Ceny **potravin** od prosince minulého roku meziročně klesaly, v prvním čtvrtletí 2015 v průměru o 0,9 % (Graf III.1.5). V tomto vývoji se odrážel především déletrvající meziroční pokles cen zemědělských výrobců a cen výrobců v potravinářském průmyslu, do kterých se promítal – kromě nadprůměrných sklizní v roce 2014 v ČR i zahraničí – i efekt obchodních sankcí na vývoz potravin do Ruska. Nejvýrazněji přispěly ke snížení cen potravin ceny ovoce a zeleniny, klesaly ale také ceny pečiva, vepřového masa, mléka a mléčných výrobků.

Meziroční pokles **cen pohonných hmot**, odvíjející se především od propadu cen ropy, dosahoval během prvního čtvrtletí 2015 dvouciferných hodnot (Graf III.1.6), v průměru -14,6 %. V březnu se však oproti předchozím měsícům zmírnil vlivem zvýšení nákladů v podobě slabšího kurzu CZK/USD a nárůstu světových cen ropy a benzínu oproti nízkým hodnotám z počátku roku.

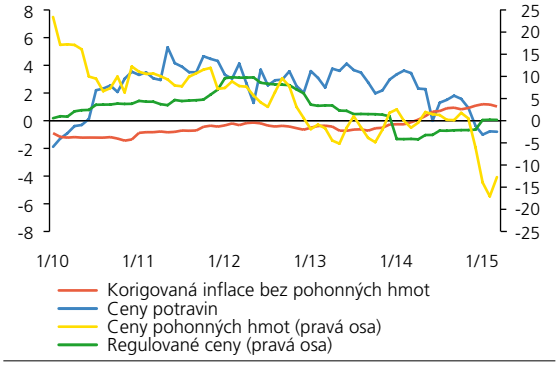
V rámci tržních cen tak k nepatrně kladné inflaci v prvním čtvrtletí 2015 přispěla jen meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot**, která se oproti předchozímu čtvrtletí dále lehce zvýšila a v průměru dosáhla 1,1 % (Graf III.1.7). K tomuto vývoji přispěly **ceny ostatních obchodovatelných statků**, které znatelně zrychlily svůj meziroční růst v průměru na 0,6 %. V tom se stále ještě odrážel vliv oslabeného kurzu CZK/EUR a nově i znatelného oslabení kurzu CZK/USD.

12 Následující text popisuje meziroční vývoj hlavních složek tržní inflace bez vlivu daňových změn.
13 Měřený korigovanou inflací bez pohonných hmot a potravin.

Graf III.1.4

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

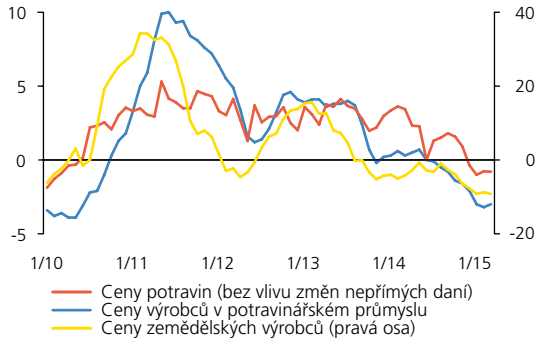
Korigovaná inflace bez PH se v průměru dále zvýšila a slabě vzrostly i regulované ceny, ostatní složky inflace byly záporné
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



Graf III.1.5

CENY POTRAVIN

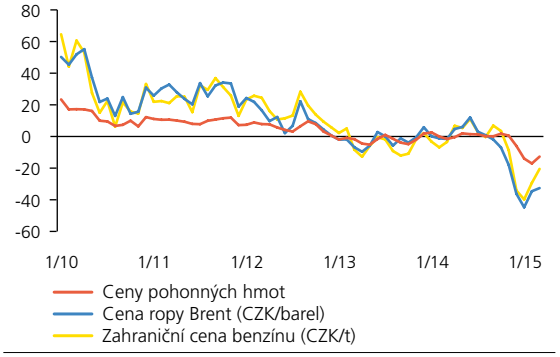
Ceny potravin přešly do meziročního poklesu vlivem déletrvajícího poklesu cen zemědělských výrobců
(meziroční změny v %)



Graf III.1.6

CENY POHONNÝCH HMOT

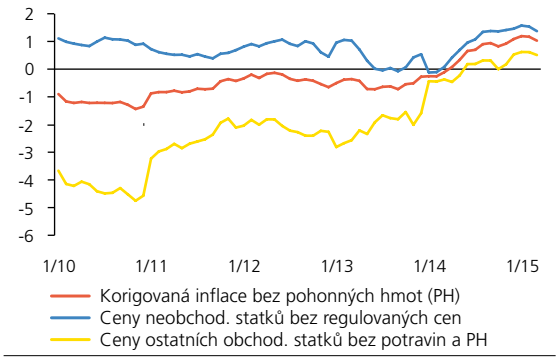
Pokles cen pohonných hmot se v březnu 2015 zmírnil vlivem částečné korekce světových cen ropy a oslabení kurzu CZK/USD
(meziroční změny v %)



Graf III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Korigovaná inflace bez PH se v prvním čtvrtletí 2015 v průměru dále lehce zvýšila s přispěním obou svých složek
(meziroční změny v %)



Slabší kurz přitom převážil nad poklesem cen výrobců v efektivní eurozóně. V rámci ostatních obchodovatelných statků přispěly k cenovému růstu zejména ceny oděvů a obuvi. Zrychlil však i meziroční růst domácích **cen neobchodovatelných statků**[14], který v průměru dosáhl 1,5 %. V jejich vývoji se odrážel zejména pokračující růst domácí ekonomické aktivity a postupně se zlepšující situace na trhu práce. V rámci cen neobchodovatelných statků k růstu přispěly ceny pojištění, finančních služeb a zahraničních dovolených. V březnu letošního roku však již bylo patrné lehké zpomalení v obou složkách korigované inflace bez pohonných hmot v souvislosti s odezníváním přímých efektů oslabeného kurzu.

BOX 1
Mediánová inflace

Kromě oficiálních ukazatelů inflace v ČR publikovaných ČSÚ jsou v ČNB pro posouzení domácího cenového vývoje konstruována i **alternativní měřítka inflace**. Jejich cílem je odfiltrovat jednorázové, přechodné (a většinou exogenní) vlivy, a získat tak ukazatel odrážející pouze fundamentální faktory domácího cenového vývoje. Tyto ukazatele přitom nabývají na významu zejména v obdobích, kdy je vývoj celkové inflace ovlivněn silnými vnějšími šoky (jako je například nedávný prudký propad světových cen ropy). Jedním z takových ukazatelů je tzv. mediánová inflace.

Klasicky počítané ukazatele inflace, ať již oficiální, publikované ČSÚ, nebo alternativní, konstruované v ČNB, využívají pro výpočet střední hodnoty zjištěných cenových pohybů vážený aritmetický průměr. Vlastností aritmetického průměru však mimo jiné je, že velmi citlivě reaguje na extrémní cenové pohyby. Proto se při výpočtu různých měřítek **jádrové inflace** obvykle vypouštějí položky nejvíce ovlivňované vnějšími přechodnými šoky. Typicky se jedná o potraviny, jejichž ceny kolísají v závislosti na počasí a úrodě, a ceny energií a pohonných hmot, které se odvíjejí od světových cen ropy. Kromě toho se vylučují položky s administrativně regulovanými cenami a zbylé položky se očišťují o vliv změn spotřebních daní a DPH (například korigovaná inflace bez pohonných hmot).

Mediánová inflace využívá stejné váhové schéma i stejné časové řady cenových indexů jednotlivých reprezentantů spotřebního koše jako klasicky počítané ukazatele inflace. Při jejím výpočtu se však systematicky vylučují pouze položky s regulovanými cenami. Zbylé položky jsou následně očištěny o vliv změn DPH. Vzhledem k tomu, že výpočet probíhá na meziměsíční bázi, je nutné rovněž provést sezonní očištění. Poté je pro

14 Tento segment zahrnuje především služby.

odhad střední hodnoty inflace použit vážený medián. Meziměsíční cenové změny jednotlivých reprezentantů v daném měsíci jsou seřazeny od největší po nejmenší, přičemž se postupně načítá jejich váha. Inflace položky, která se nachází nejblíže kumulované váhy 0,5, je označena za mediánovou inflaci. Meziroční inflace je pak získána zřetězením meziměsíčních hodnot.

Jádrová inflace na bázi mediánu vykazuje **výrazně hladší průběh**, než klasické agregáty jádrové inflace na bázi váženého aritmetického průměru (Graf 1). Mediánová inflace tak poskytuje užitečný analytický obrázek o cenovém vývoji v jádru spotřebního koše, a to zejména v obdobích, kdy celkový cenový vývoj je ovlivňován silnými exogenními šoky. Zatímco klasické ukazatele jádrové inflace byly například v letech 2009–2011 stlačovány k velmi nízkým a posléze i záporným hodnotám v důsledku výrazných cenových poklesů jen omezeného počtu položek spotřebního koše, udržovala se mediánová inflace v tomto období v kladných hodnotách. Během hospodářské recese v letech 2012–2013 se ale i mediánová inflace zřetelně snížila na své **historicky minimální hodnoty v září 2013** (0,2 %) a hrozilo, že poprvé poklesne do deflačního pásma. Po oslabení kurzu ze strany ČNB v listopadu 2013 se však meziroční mediánová inflace začala plynule zvyšovat až na 1,3 % ke konci roku 2014.

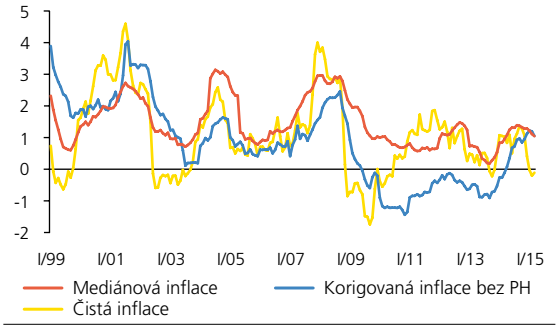
V dosavadním průběhu **letošního roku** se pak mírně snížila s tím, jak z ní postupně vyprchává přímý vliv oslabení koruny. Stále však zůstává ve zřetelně kladných hodnotách (v březnu 2015 činila 1,0 %), neboť není – vzhledem ke své konstrukci – výrazně ovlivněna propadem cen ropy ani klesajícími cenami potravin stahujícími celkovou inflaci do blízkosti nulových hodnot (a inflaci bez vlivu daňových změn dočasně až do záporu). Její průběh tak patrně nejzřetelněji odráží již několik čtvrtletí trvající mírně proinflační vliv obnoveného růstu domácí ekonomiky a celkově uvolněné nastavení měnových podmínek.

Graf 1 (Box)

SROVNÁNÍ MEDIÁNOVÉ INFLACE S KLASICKÝMI UKAZATELI INFLACE

V porovnání s klasickými ukazateli vykazuje mediánová inflace výrazně hladší průběh. Od podzimu roku 2013 se zvýšila a aktuálně činí 1 %

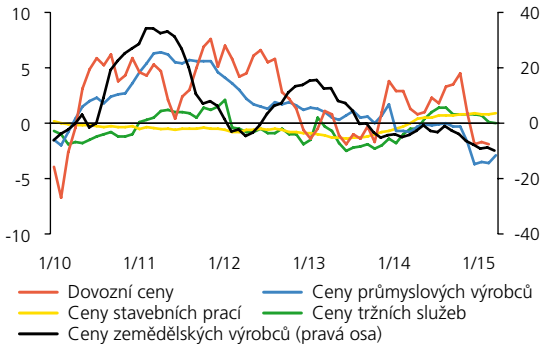
(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB)



Graf III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

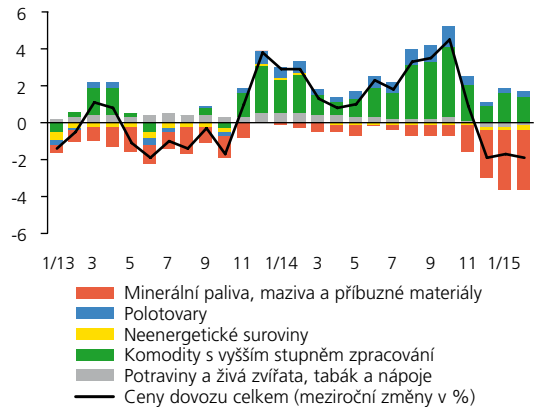
Dovozní ceny a ceny průmyslových i zemědělských výrobců v prvním čtvrtletí 2015 klesaly, růst cen ve stavebnictví zůstal na nízké úrovni a v tržních službách se snížil k nulové hodnotě
(meziroční změny v %)



Graf III.2.2

DOVOZNÍ CENY

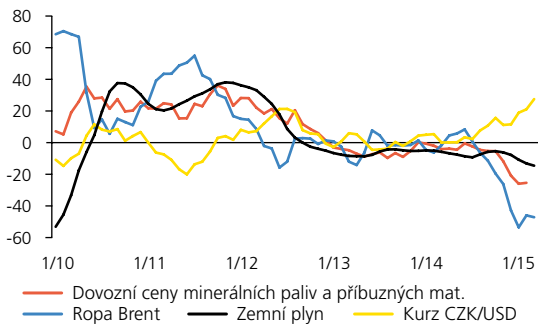
Na poklesu dovozních cen se na počátku roku 2015 nejvíce podílela minerální paliva
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

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



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Dovozní ceny v lednu a únoru letošního roku pokračovaly v poklesu, který je pozorován od konce roku 2014 zejména v souvislosti s prudkým propadem cen energetických surovin. Rovněž dovozní ceny neenergetických surovin a potravin setrvaly v meziročním poklesu, zatímco u komodit s vyšším stupněm zpracování nadále rostly. Ceny průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí 2015 meziročně rychle klesaly. To bylo především výsledkem pokračujícího výrazného snižování cen výrobců v odvětví primárního zpracování ropy a v menší míře klesajících cen v potravinářském průmyslu a ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, zejména v návaznosti na vývoj cen hlavních výrobních vstupů těchto odvětví. Růst cen stavebních prací stagnoval na poměrně nízké úrovni, zatímco u cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru se zmírnil až k nulovým hodnotám.

III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny pokračovaly v prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2015 v meziročním poklesu, započatém v závěru předchozího roku (-1,9 % v únoru; Graf III.2.1). Tento pokles byl převážně dán snížením dovozních cen surovin, zejména minerálních paliv v souvislosti s propadem cen ropy na světových trzích.

Meziroční pokles cen dovozu energetických a neenergetických surovin se od listopadu předchozího roku do února letošního roku značně prohloubil, a významně tak působil k oslabení celkové dynamiky dovozních cen v tomto období. To dokládá vysoká hodnota záporného příspěvku těchto surovin k meziročnímu vývoji dovozních cen, která v únoru činila -3,5 procentního bodu (Graf III.2.2). Výrazně klesaly zejména dovozní ceny ve skupině **minerálních paliv** (Tab. III.2.1). Jejich vývoj úzce souvisel se snížením světových cen ropy, jejichž meziroční pokles se v lednu a únoru pohyboval blízko hodnoty -50 % (Graf III.2.3). Také pokles světových cen zemního plynu dosahoval na počátku letošního roku dvouciferných hodnot (v únoru téměř -15 %). Přestože byl dopad výrazně klesajících světových cen energetických surovin do domácích cen významně tlumen meziročním oslabením kurzu CZK/USD, propad dovozních cen minerálních paliv se na počátku roku 2015 prohloubil (na -25,4 % v únoru).

Rovněž ve skupině **neenergetických surovin** došlo v prvním čtvrtletí 2015 k prohloubení poklesu dovozních cen (meziročně na -12,1 % v únoru). Jejich záporný příspěvek byl však s ohledem na nižší váhu v indexu dovozních cen podstatně méně významný než ve skupině energetických surovin.

Zesilující pokles dovozních cen spojený s propadem cen ropy byl od konce předchozího roku pozorován též u **chemikálií a příbuzných výrobků** (o 3,4 % v únoru). Také dovozní ceny **potravin a živých zvířat** již třetí měsíc v řadě klesají, zejména vlivem nižších dovozních cen masa, ovoce a zeleniny (Tab. III.2.1). Dovozní ceny **komodit s vyšším**

stupněm zpracování naopak pokračovaly i na počátku roku 2015 v růstu. Poté, co se jejich dynamika v závěru předchozího roku mírně snížila, v lednu a únoru se začala opět zvyšovat (Graf III.2.2). Na tomto vývoji se nejvíce podílela váhově nejvýznamnější skupina strojů a dopravních prostředků, jejíž kladný příspěvek k meziročnímu růstu dovozních cen dosáhl v únoru 1,4 procentního bodu.[15] Přitom meziroční růst dovozních cen v této skupině zrychlil na 3,4 % v únoru z 2,1 % v prosinci předchozího roku. Ještě výrazněji vzrostly dovozní ceny průmyslového spotřebního zboží, jejichž dynamika se zvýšila z 1,8 % v prosinci na 4,8 % v únoru. Také dovozní ceny **polotovarů** pokračovaly na počátku letošního roku v růstu, ten byl však mírnější než u komodit s vyšším stupněm zpracování (v únoru 1,4 %; Tab. III.2.1).

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců v lednu a únoru pokračovaly ve výrazném meziročním poklesu zhruba tempem z prosince 2014 (Graf III.2.4). Podle posledních údajů za březen se pak jejich pokles zmírnil na -2,9 %.

Pohled do **struktury vývoje cen** průmyslových výrobců ukazuje, že jejich hluboký meziroční pokles v prvním čtvrtletí 2015 byl výsledkem souběhu klesajících cen výrobců v odvětví koksu a rafinérských ropných výrobků, odvětví zpracování potravin i ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu (Graf III.2.4). Vývoj cen v první jmenované skupině, jejichž propad nejprve zesílil na téměř -36 % a poté se zmírnil na -23 % v březnu, byl nadále významně ovlivňován cenami komodit na evropském a světovém trhu, kde ceny ropy, uhlí i plynu stále klesaly dvouciferným tempem. V potravinářském průmyslu bylo další prohloubení poklesu cen výrobců spojeno zejména se snižujícími se cenami zemědělských výrobců a dovážených potravin. Rovněž v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu ceny výrobců v průběhu prvního čtvrtletí 2015 dále prohloubily svůj pokles.

V rámci **jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu** byl meziroční vývoj cen výrobců nadále diferencovaný, avšak v převážné většině odvětví došlo v průběhu prvního čtvrtletí 2015 k prohloubení jejich poklesu či zmírnění tempa růstu. V souhrnu tak ceny výrobců ve zpracovatelském průmyslu v prvním čtvrtletí 2015 meziročně klesaly (v březnu o 3,5 %). K tomu přispělo vedle vývoje cen výrobců v eurozóně a propadu cen ropy i odeznění vlivu oslabení kurzu CZK/EUR z listopadu 2013 v meziročním srovnání. Kromě cen výrobců v odvětví koksu a rafinerských ropných produktů ovlivnil vývoj cen ropy významně také ceny výrobců chemických látek, jejichž pokles se meziročně prohloubil na téměř -15 % v březnu. Také v potravinářském průmyslu

15 V rámci této skupiny meziročně rostly rychle dovozní ceny kancelářských strojů a zařízení ke zpracování dat a elektrických zařízení (o 7,4 %, resp. 5 %). Dovozní ceny průmyslových strojů a zařízení a silničních vozidel naopak v únoru poklesly.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Dovozní ceny klesaly u většiny surovin, u komodit s vyšší přidanou hodnotou pokračovaly v růstu

(meziroční změny v %)

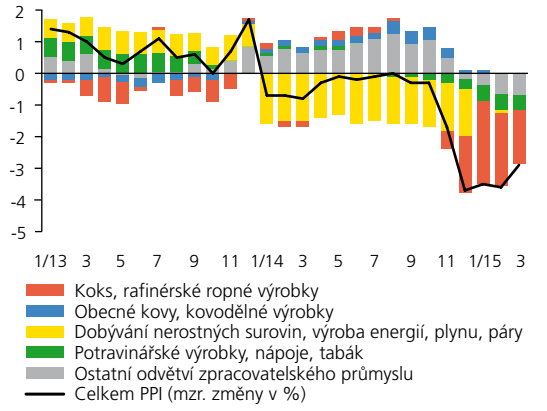
	11/14	12/14	1/15	2/15
DOVOZ CELKEM	0,9	-1,9	-1,7	-1,9
z toho:				
potraviny a živá zvířata	0,9	-3,3	-3,3	-1,1
nápoje a tabák	3,7	3,4	0,6	0,2
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-5,4	-8,1	-10,6	-12,1
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-11,8	-20,9	-26,0	-25,4
živočišné a rostlinné oleje	-0,9	-1,5	-0,3	1,0
chemikálie a příbuzné výrobky	1,2	-1,1	-1,8	-3,4
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	2,6	1,0	1,5	1,4
stroje a dopravní prostředky	3,6	2,1	3,6	3,4
průmyslové spotřební zboží	3,0	1,8	4,4	4,8

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Pokles cen průmyslových výrobců byl i v prvním čtvrtletí 2015 nejvíce ovlivněn odvětvím zpracování rafinérských ropných výrobků

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

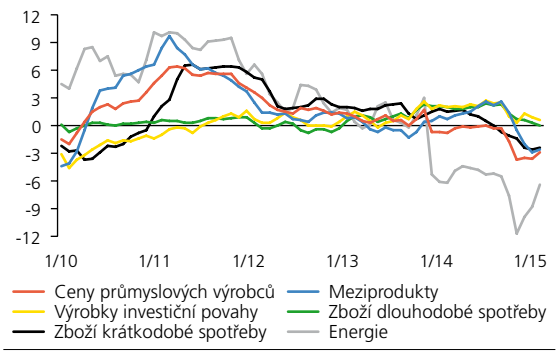


Graf III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Nejvíce se snižovaly ceny energií

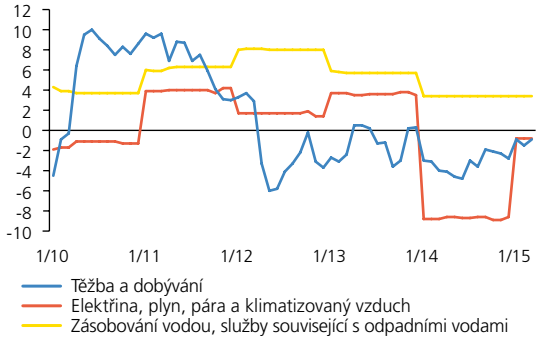
(meziroční změny v %)



Graf III.2.6

CENY ENERGIÍ A SLUŽEB SOUVISEJÍCÍCH S VODOU

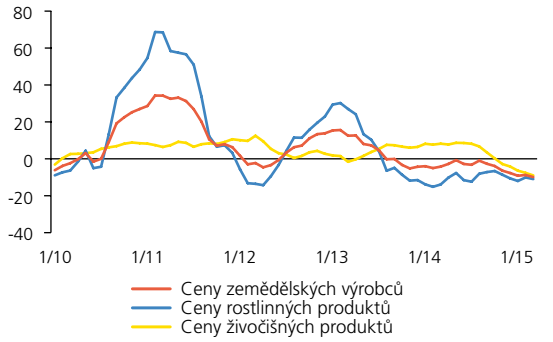
Ceny elektřiny na počátku roku 2015 výrazně zmírnily svůj pokles
(meziroční změny v %)



Graf III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Prohloubení poklesu cen zemědělských výrobců v prvním čtvrtletí 2015 bylo ovlivněno vývojem cen živočišných produktů
(meziroční změny v %)



zesílil pokles cen výrobců z výše uvedených důvodů (na -3 % v březnu). V odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků růst cen výrobců během prvního čtvrtletí postupně zpomaloval a v březnu již ceny mírně klesaly (o 0,3 % v březnu). Podobně se vyvíjely ceny v odvětví dopravních prostředků a v odvětví strojů a zařízení, kde zpomalování jejich růstu přešlo v březnu ve stagnaci. Ve zbývajících odvětvích zpracovatelského průmyslu se ceny výrobců mírně meziročně zvýšily, když jejich růst nepřesáhl 2 %.[16]

V odvětví **těžby a dobývání** pokračoval i v průběhu prvního čtvrtletí 2015 meziroční pokles cen, který se však znatelně zmírnil (na -0,9 % v březnu; Graf III.2.6). Ještě výrazněji zvolnil meziroční pokles výrobních cen v **odvětví elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch**, který se během roku 2014 pohyboval na hodnotách dosahujících téměř -9 %, zatímco od ledna letošního roku se nachází pod úrovní -1 %.[17] Pouze ceny v **odvětví zásobování vodou a služeb** souvisejících s odpadními vodami rostly na počátku roku 2015 stejným tempem jako v roce 2014 (meziročně o 3,4 %). V souhrnu tak byl záporný příspěvek těchto odvětví k meziročnímu vývoji cen průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí 2015 zanedbatelný, na rozdíl od předchozího roku (Graf III.2.4).

Ceny zemědělských výrobců

Na počátku roku 2015 pokračoval trend prohlubování meziročního poklesu **cen zemědělských výrobců** z druhé poloviny předchozího roku (Graf III.2.7). Podle posledních údajů za březen dosáhlo jejich meziroční snížení téměř 10 %. Za tímto vývojem stály ceny váhově významnějších produktů živočišné výroby, jejichž pokles se oproti prosinci výrazně prohloubil (o téměř 5 procentních bodů na -9 % v březnu). K prohloubení meziročního poklesu cen živočišné výroby nejvíce přispěl zesilující pokles cen u jatečných prasat a mléka, zatímco ceny vajec a drůbeže rostly. Meziroční pokles cen rostlinné výroby se ve stejném období pohyboval v blízkosti hodnoty dosažené na konci předchozího roku (-11 % v březnu). Na přetrvávajícím plošném meziročním poklesu cen rostlinné výroby se nadále podílely především ceny brambor, ovoce, zeleniny, olejnin a obilovin.

Postupné prohlubování poklesu cen zemědělských výrobců ve druhé polovině loňského a na počátku letošního roku bylo výsledkem působení více **faktorů**. Prvním z nich byla nadprůměrně příznivá sklizeň obilnin a olejnin v roce 2014, což se týkalo nejen ČR, ale i zahraničí. Tento faktor působil na postupný pokles cen komodit rostlinné výroby, který výrazně nezmírnily ani dočasně působící informace o očekávané možné slabší sklizni v severní Americe v důsledku tuhé zimy. Dalším významným faktorem bylo zavedení obchodních sankcí ze strany EU vůči Rusku v srpnu předchozího roku v souvislosti s geopolitickou situací na Ukrajině a následná odvetná opatření Ruska. Tyto skutečnosti ovlivnily zejména ceny v živočišné výrobě, když došlo v návaznosti

16 S výjimkou odvětví elektrická zařízení, ve kterých se ceny výrobců mírně meziročně snížily.
17 Ceny výrobců jsou v této skupině zpravidla upravovány na počátku daného roku.

na pokles vývozu do Ruska k propadu cen především u prasat a mléka. Omezení dovozu do Ruska mělo současně nepřímý vliv na pokles tuzemských cen ovoce a zeleniny. Meziroční oslabení kurzu koruny vůči euru se v prvním čtvrtletí 2015 zároveň zřetelně zmírnilo, a přestávalo tak tlumit protiinflační působení cen dovážených komodit.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách pozvolného oživení stavební produkce pokračoval mírný růst **cen stavebních prací** i v prvním čtvrtletí 2015 (Graf III.2.8). Jejich meziroční růst se ve srovnání s předchozím čtvrtletím víceméně nezměnil a v samotném březnu dosáhl 0,9 %. Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví začaly naopak klesat (v březnu o 0,2 %).

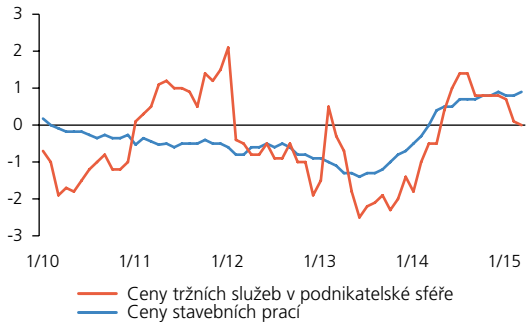
K výrazné změně v dynamice však došlo u **cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru**, kde meziroční růst znatelně zvolnil z 0,7 % v lednu na nulovou hodnotu v březnu. Na této změně se podílela většina sledovaných odvětví služeb. Zatímco ještě v lednu rostly ceny služeb u téměř 80 % odvětví, v březnu to byla polovina. K nejvýraznějšímu poklesu cen přitom došlo u informačních služeb, váhově významná odvětví architektonických a inženýrských služeb a reklamních služeb ale rovněž zaznamenala cenový pokles o více než 1 %. Rychlý růst cen služeb se udržel pouze ve dvou odvětvích, a to u poštovních a kurýrních služeb a u finančních služeb (meziročně o 6,9 %, resp. 4,3 %).

Graf III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

V prvním čtvrtletí 2015 se růst cen tržních služeb snížil k nulové hodnotě, zatímco u stavebních prací stagnoval na úrovni z předchozího čtvrtletí

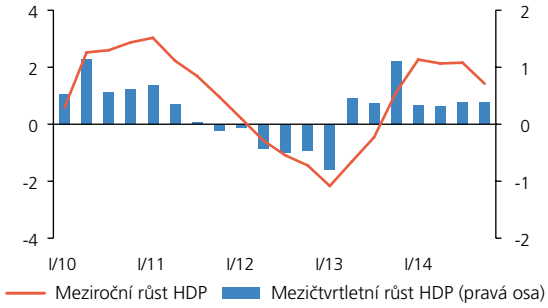
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

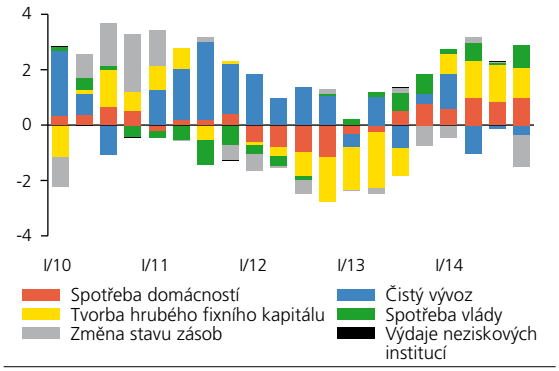
Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziroční růst HDP zpomalil
(meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

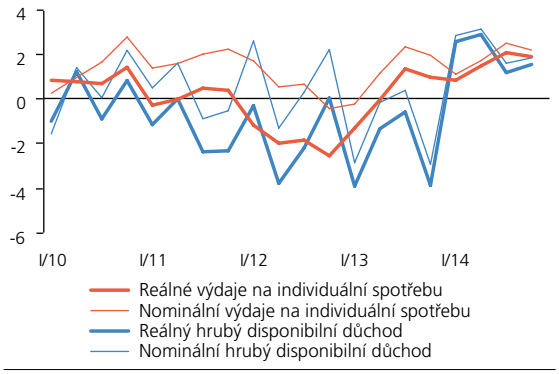
Na oslabení růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se nejvíce podílel pokles zásob a čistého vývozu
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 růst hrubého disponibilního důchodu mírně zrychlil
(meziroční změny v %, sezonně neočištěno)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zpomalil na 1,4 %. V mezičtvrtletním srovnání však ekonomická aktivita vzrostla o 0,4 %. Na dosaženém meziročním růstu produktu se podílely všechny složky domácí poptávky s výjimkou zásob, které se výrazně meziročně snížily. Příspěvek čistého vývozu byl při trvajícím předstihu růstu dovozu před vývozem záporný. Na straně nabídky došlo k urychlení růstu hrubé přidané hodnoty, k němuž nejvíce přispělo odvětví zpracovatelského průmyslu, ale i ve většině ostatních odvětví hrubá přidaná hodnota rostla. Mezera výstupu je nadále záporná, trend jejího uzavírání však bude pokračovat.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst **domácí poptávky** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zvolnil (na 1,8 %). Důvodem byl především výrazný meziroční pokles zásob po jejich předchozí stagnaci. V menší míře působilo ke zmírnění dynamiky domácí poptávky také oslabení růstu fixních investic. Růst ostatních složek domácí poptávky – spotřeby domácností a spotřeby vlády – naopak zrychlil (Graf III.3.2).

Konečná spotřeba

Vývoj **reálných výdajů domácností na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 potvrdil její pokračující meziroční růst (Graf III.3.2), který se již třetí čtvrtletí v řadě pohybuje kolem úrovně 2 %. V samotném čtvrtém čtvrtletí tempo tohoto růstu zrychlilo (o 0,3 procentního bodu na 2 %[18] meziročně), což korespondovalo se zrychlením dynamiky reálného hrubého disponibilního důchodu.

Nominální hrubý disponibilní důchod, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně zvýšil o 2 %, což bylo o 0,3 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.3). Jeho reálná kupní síla pak při nízké inflaci meziročně vzrostla o 1,7 %. Celkově byl ale nominální i reálný růst hrubého disponibilního důchodu domácností nadále umírněný, za čímž stál poměrně diferencovaný vývoj jednotlivých složek disponibilního důchodu ve sledovaném období.

Meziroční růst objemu **mezd a platů** v závěru roku 2014 zesílil v souvislosti se zrychlením dynamiky zaměstnanosti a zvýšením mezd v nepodnikatelské sféře. Kladný příspěvek mezd a platů k meziročnímu růstu disponibilního důchodu dosahoval nadále nejvyšších hodnot (2,6 procentního bodu) a oproti předchozímu čtvrtletí se zvýšil (Graf III.3.4). Kladný příspěvek sociálních dávek se snížil, zatímco ostatní transfery se podílely na růstu hrubého disponibilního důchodu ve zvýšené míře. Ostatní složky disponibilního důchodu ve čtvrtém

18 Podle sezonně očištěných údajů ČSÚ.

čtvrtletí 2014 meziročně klesaly. Příjmy podnikatelů, zahrnující důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu, se v závěru roku 2014 mírně snížily (o 0,7 %) po předchozím mírném růstu. Klesly i důchody z vlastnictví, které již šesté čtvrtletí v řadě nepřispěly k růstu disponibilního důchodu. Nejvýrazněji ale působil ke snížení dynamiky disponibilního důchodu záporný příspěvek odváděných daní a sociálních příspěvků (Graf III.3.4).

Spotřební výdaje domácností rostly podle sezonně neočištěných údajů ve čtvrtém čtvrtletí 2014 rychleji než hrubý nominální disponibilní důchod. Sezonně neočištěná **míra úspor** se tak mírně snížila oproti čtvrtému čtvrtletí 2013 (na 11,5 %). Současně zpomalení roční míry růstu spotřebitelských úvěrů (z 2,3 % v září na 1,7 % v prosinci) stále indikovalo slabý zájem domácností o financování spotřeby z úvěrových zdrojů (viz kapitola III.5).

Z vývoje **struktury spotřebních výdajů**[19] je přitom patrné, že domácnosti již třetí čtvrtletí v řadě meziročně zvyšují svoji spotřebu ve všech sledovaných kategoriích (Graf III.3.5). Nejvyšší podíl na dosaženém meziročním růstu spotřebních výdajů (0,8 procentního bodu) měly předměty krátkodobé spotřeby. Nejrychleji ale rostly nadále výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby (meziročně o 8,4 %), jejichž podíl na celkových spotřebních výdajích je ale poměrně nízký.[20] Ve srovnání s předchozím čtvrtletím naopak znatelně poklesl příspěvek spotřebních výdajů domácností za služby, zůstal však v kladných hodnotách.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** pokračoval v lednu a únoru 2015 meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb, jejichž dynamika se v porovnání s předchozím čtvrtletím ještě zrychlila. Bylo to patrné nejen z pokračujícího rychlého růstu tržeb v motoristickém segmentu, ale i ve zbytku maloobchodu. Také indikátor spotřebitelské důvěry se v prvním čtvrtletí 2015 v průměru mírně zvýšil, a to zejména v souvislosti se zlepšeným vnímáním hospodářské situace i očekávaným vývojem nezaměstnanosti v následujících dvanácti měsících (Graf III.3.6).

Meziroční růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 výrazně zrychlil na 4,2 % z 0,4 % v předchozím čtvrtletí. Jejich kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubého domácího produktu se tak v tomto období zvýšil na 0,8 procentního bodu.

Investice

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se postupné zrychlování dynamiky **fixních investic**, pozorované od počátku roku 2014, zastavilo a jejich meziroční růst se zmírnil (Graf III.3.7). Podle sezonně očištěných údajů dosáhl hodnoty 4,3 %.

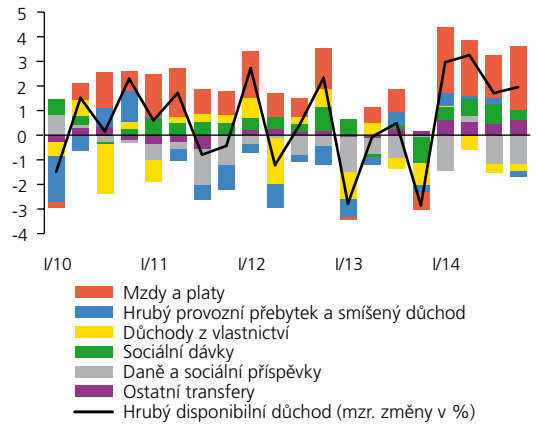
19 Podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách.
20 Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 jejich podíl dosáhl necelých 11 %.

Graf III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Na zrychlení růstu disponibilního důchodu se téměř výhradně podílely mzdy a platy

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

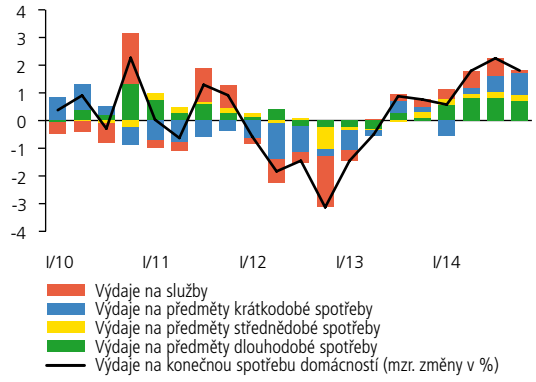


Graf III.3.5

STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

Spotřební výdaje domácností rostly i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ve všech kategoriích

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

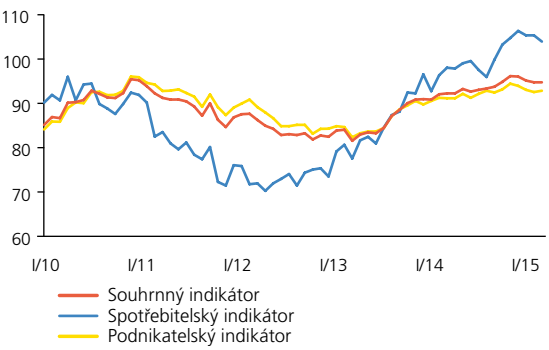


Graf III.3.6

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů počátkem roku 2015 dále vzrostla

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)

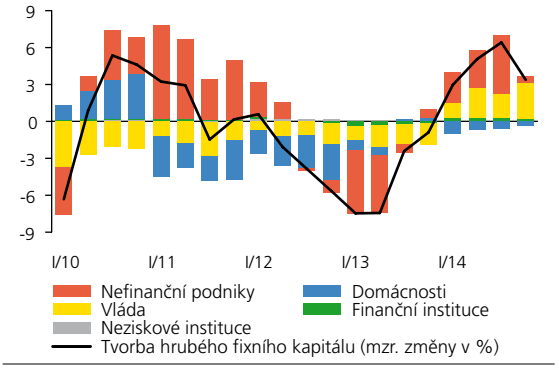


Graf III.3.7

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Růst fixních investic ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvíce podpořily investice vlády, neboť v sektoru nefinančních podniků růst investic značně zpomalil

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

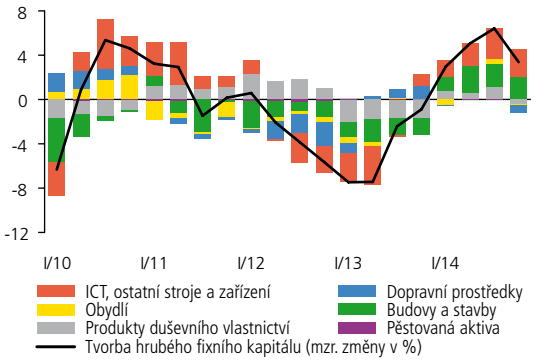


Graf III.3.8

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Rostly zejména investice do strojů a zařízení a budov a staveb

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

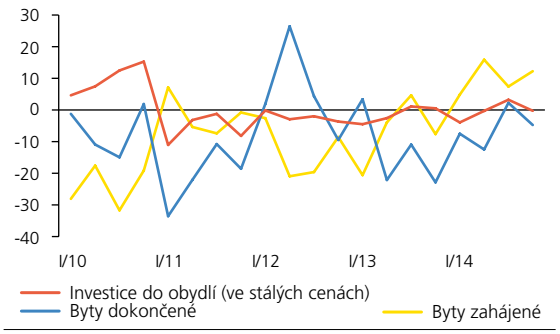


Graf III.3.9

INVESTICE DO OBYDLÍ

Počet zahájených staveb bytů rostl výrazným tempem i ve čtvrtém čtvrtletí 2014

(meziroční změny v %)



Zpomalení dynamiky investiční aktivity ve čtvrtém čtvrtletí 2014 bylo dáno změnami ve vývoji fixních investic v sektoru **nefinančních podniků**, jejichž meziroční tempo růstu zpomalilo o více než 6 procentních bodů na 1,1 % (Graf III.3.7). Ovšem investice do strojů a zařízení – jako hlavní složka investic nefinančních podniků[21] – si udržely vysoké tempo meziročního růstu (Graf III.3.8), které bylo jen mírně nižší než v předchozím čtvrtletí (7,4 % ve stálých cenách). Podle konjunkturních ukazatelů ČSÚ navíc přetrvává pozitivní náhled nefinančních podniků na budoucí vývoj poptávky. Stejný náhled poskytují též poslední výsledky konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z dubna, podle kterých očekávají nefinanční podniky růst investic v horizontu šesti i dvanácti měsíců.

Na rozdíl od předchozích čtvrtletí tak byly celkové investice v závěru roku 2014 nejvíce podporovány **investicemi vlády**, které výrazně meziročně zrychlily na 22,4 % (z 14,3 % ve třetím čtvrtletí 2014; Graf III.3.7). Výrazný růst investic sektoru vlády byl výsledkem trvajícího zvýšeného úsilí o dočerpávání zdrojů z evropských fondů. Realizace těchto investic v průběhu celého roku 2014 byla založena vypsáním veřejných zakázek již v roce 2013. Růstový trend zadávání veřejných zakázek byl ve zvýšené míře pozorován též v průběhu celého roku 2014, což vytvářelo předpoklady pro silnou dynamiku vládních investic i v průběhu letošního roku.

V **sektoru domácností** investice ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nadále meziročně klesaly (o 1,9 %; Graf III.3.7). Investice do obydlí, které jsou velmi významnou složkou celkových fixních investic domácností, po mírném nárůstu v předchozím čtvrtletí zhruba stagnovaly (Graf III.3.9). Některé indikátory ale naznačují pozvolné zlepšování vývoje investic domácností do obydlí v dalším období. Hlavním faktorem zůstává důvěra domácností v budoucí vývoj ekonomiky a zaměstnanosti, která se s pokračujícím hospodářským růstem přes dílčí výkyvy postupně zlepšuje. Podmínky financování investic do obydlí zůstávají nadále příznivé. Pokračující výrazný meziroční růst počtu zahájených staveb bytů ve čtvrtém čtvrtletí 2014 (o 12,2 %) zároveň indikuje pozitivní náhled developerů na budoucí vývoj poptávky po investicích do bydlení.

Zpomalení hospodářského růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2014 bylo do značné míry spojeno se znatelným poklesem **stavu zásob**, což se projevilo v překmitu jejich příspěvku k meziročnímu vývoji HDP do záporných hodnot (na -1,2 procentního bodu; Graf III.3.2). K meziročnímu snížení stavu zásob došlo podle údajů ČSÚ převážně ve skupině zboží v odvětví obchodu. Jejich pokles byl pravděpodobně způsoben urychleným doprodejem cigaret před vypršením platnosti jejich kolků. Podle konjunkturního šetření ČNB a SP ČR lze očekávat opětovný nárůst stavu zásob v nefinančních podnicích v následujícím čtvrtletí.

21 Investice do strojů a zařízení tvoří více než polovinu investic sektoru nefinančních podniků (55 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014).

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosahoval **čistý vývoz zboží a služeb**[22] nadále vysokých kladných hodnot. Již třetí čtvrtletí v řadě se však meziročně snižoval (Graf III.3.10), přičemž v samotném čtvrtém čtvrtletí jeho pokles mírně zesílil (na -2,5 mld. Kč). V mezičtvrtletním srovnání však čistý vývoz mírně vzrostl (o 3,6 mld. Kč). Meziroční pokles čistého vývozu byl důsledkem vývoje bilance služeb, jejíž přebytek se od počátku roku 2014 snižoval. Podobně jako v předchozím čtvrtletí bylo toto snížení zhruba z poloviny vyváženo meziročním růstem přebytku bilance zboží. Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu vývoji HDP byl tak i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně záporný (-0,3 procentního bodu) a oproti předchozímu čtvrtletí se jen nepatrně prohloubil (Graf III.3.2).

Pokračující meziroční pokles čistého vývozu byl spojen s předstihem růstu dovozu před růstem vývozu, který se oproti třetímu čtvrtletí 2014 mírně zvýšil (o 0,3 procentního bodu; Graf III.3.11). **Celkový vývoz** meziročně vzrostl o 7,4 %, což bylo jen o 0,2 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. K jeho nepatrnému zrychlení došlo při stagnaci růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Přispěl k tomu pouze vývoz zboží, který zrychlil na 7,3 %, zatímco tempo růstu vývozu služeb ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírně zvolnilo.

Zrychlení dynamiky **celkového dovozu** bylo výraznější než v případě celkového vývozu, když jeho meziroční růst zesílil ve čtvrtém čtvrtletí 2014 o 0,6 procentního bodu na výrazných 8,5 %. Na tomto vývoji se podílel zejména vysoký růst dovozu služeb dosahující téměř 16 %, a také rychlý růst dovozu zboží odrážející vysokou dovozní náročnost zvyšujícího se českého vývozu. V rámci dovozu zboží byla přitom dynamika jeho jednotlivých složek z hlediska užití zhruba vyrovnaná. V souhrnu tak meziroční růst celkového obchodního obratu ve čtvrtém čtvrtletí 2014 – především v důsledku vysoké dynamiky dovozu – mírně zrychlil.

III.3.3 Nabídka

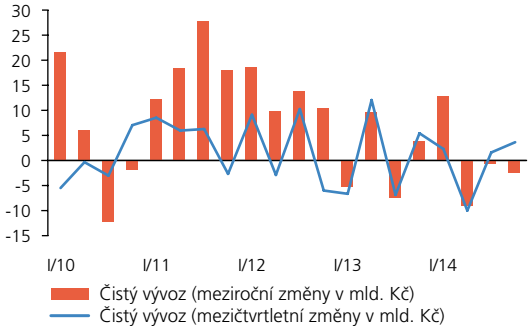
Vývoj **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách ve čtvrtém čtvrtletí 2014 svědčil o pokračujícím pozvolném zesilování růstu (Graf III.3.12). Jeho meziroční tempo dosáhlo 3 %, což bylo o 0,3 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Také v mezičtvrtletním srovnání růst hrubé přidané hodnoty zrychlil (na 1,2 %). Za tímto vývojem stála zvyšující se zahraniční i konečná domácí poptávka, jejichž dynamika zesílila.

22 V cenách roku 2010, sezonně očištěno.

Graf III.3.10

ČISTÝ VÝVOZ

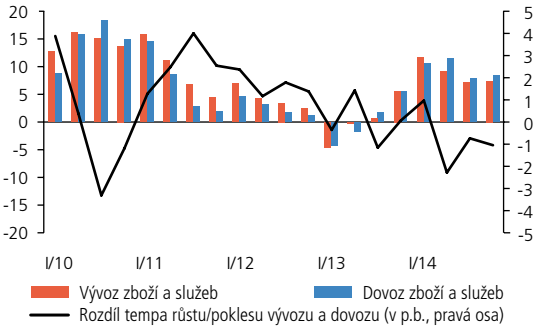
Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se meziroční pokles čistého vývozu mírně prohloubil
(sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



Graf III.3.11

VÝVOZ A DOVOZ

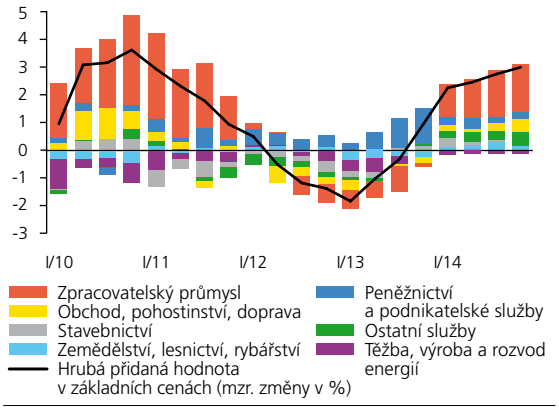
Růst obchodního obratu ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně zrychlil, dovoz rostl nadále rychleji než vývoz
(meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.12

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

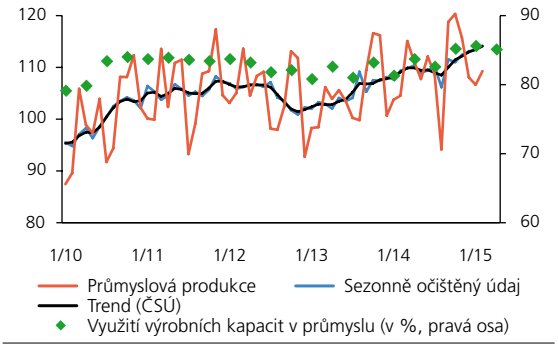
Na růstu hrubé přidané hodnoty se i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvíce podílel zpracovatelský průmysl a obchod a služby
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.3.13

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

V prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2015 se průmyslová produkce zvýšila
(bazický index, rok 2010=100)



Graf III.3.14

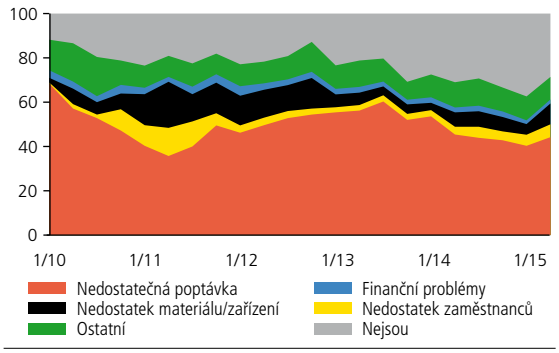
NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

Pokračující růst nových průmyslových zakázek indikuje zvyšování produkce v dalším období
(meziroční změny v %)

Graf III.3.15

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se v dubnu zvýšil
(v %)



Promítání rostoucí poptávky do výkonů **jednotlivých odvětví** bylo, podobně jako v předchozích čtvrtletích, nejvíce patrné v průmyslu. V jeho rámci to pak bylo odvětví zpracovatelského průmyslu, (Graf III.3.12), kde dynamika hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále mírně zrychlila na téměř 7 %. Příspěvek tohoto odvětví k celkovému meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty v ekonomice tak byl i v závěru roku 2014 nejvyšší, když dosáhl 1,7 procentního bodu.[23] Naopak v odvětví těžby, výroby a rozvodu energií hrubá přidaná hodnota nadále meziročně klesala, její záporný příspěvek byl ale jen nevýrazný.

Pokračující růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu ve čtvrtém čtvrtletí 2014 korespondoval s údaji o vývoji **průmyslové produkce**, která reálně meziročně vzrostla o 4,2 % (podle sezonně očištěných údajů). Na tom se podílela převážně produkce ve **zpracovatelském průmyslu**, jejíž meziroční růst dosáhl 5,6 %. Z pohledu užití rostla nadále nejrychleji výroba pro investice. Její meziroční tempo dosáhlo vysokých hodnot (5,8 %), i když se znatelně zmírnilo oproti předchozímu čtvrtletí. Zpomalil i růst produkce pro dlouhodobou spotřebu a pro mezispotřebu (na 4,4 %, resp. 3,3 %). Naproti tomu výrazně zrychlila meziroční dynamika produkce pro krátkodobou spotřebu, která ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhla 2,5 % (po 0,7 % v předchozím čtvrtletí). Zvyšování výroby ve zpracovatelském průmyslu mělo nadále poměrně plošný charakter, když se na něm podílela většina sledovaných odvětví (kolem 90 %). V odvětví ostatního průmyslu však produkce stále klesala.[24]

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** meziroční růst průmyslové produkce v lednu a únoru letošního roku v průměru zrychlil (Graf III.3.13). Celkové **tržby z průmyslové činnosti** (v běžných cenách) ale rostly pomaleji než průmyslová produkce. Meziroční vývoj **průmyslových zakázek** byl i na počátku roku 2015 značně kolísavý (v lednu zvýšení o 3,4 %, v únoru o 10 %), v souhrnu ale signalizoval pokračování růstu produkce v dalším období. Jejich růst byl tažen především zahraničními zakázkami, dynamika domácích zakázek byla pomalejší (Graf III.3.14).

Podle dubnových výsledků konjunkturního šetření ČSÚ se v průmyslu zvýšil počet podniků, které označily **nedostatečnou poptávku jako bariéru růstu** (Graf III.3.15). Byl tak přerušen předchozí trend poklesu významu této bariéry trvající několik čtvrtletí. Současně se zvýšily i další bariéry růstu sledované tímto šetřením. Přitom využití výrobních kapacit ve zpracovatelském průmyslu stagnovalo v dubnu na předchozích vysokých úrovních. Zesílení vnímaných bariér růstu v posledním dubnovém šetření zřejmě odráželo nejistoty dané kolísáním dynamiky průmyslových zakázek na počátku letošního roku.

23 Podíl průmyslu na růstu hrubé přidané hodnoty v základních cenách byl nadále nejvyšší, avšak na celkově vytvořené přidané hodnotě se podílel jen z jedné třetiny. Rozhodující objem přidané hodnoty byl vytvořen v sektoru obchodu a služeb (cca 60 %). Podíl stavebnictví mírně přesáhl 5 % a podíl zemědělství se nacházel pod 3 %.

24 V odvětví těžby a dobývání se produkce ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně snížila o 4,2 % a v odvětví výroba a rozvod plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu o 1,8 %.

Souhrnný příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 také kladný a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se zvýšil (na 1,2 procentního bodu; Graf III.3.12). Stejně jako v předchozím čtvrtletí se na jejím růstu podílela všechna odvětví služeb s výjimkou finančních služeb[25]. Nejvýraznější příspěvek byl vytvořen v obchodu, dopravě, ubytování a pohostinství, kde meziroční růst přidané hodnoty zrychlil na 2,8 %. Poslední únorové údaje o vývoji tržeb v maloobchodě vyznívají nadále příznivě, přičemž do jejich růstu v posledních třech měsících více přispívá nemotoristický než motoristický segment.

Podíl **stavebnictví** na zvýšení hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2014 byl zanedbatelný, neboť jeho meziroční růst se snížil na velmi nízkou hodnotu (0,5 %). Poslední dostupné měsíční údaje ČSÚ za leden a únor ale naznačují pozitivní změnu trendu, na které by se mělo podílet pozemní i inženýrské stavitelství. V obou těchto skupinách stavební produkce na počátku roku 2015 meziročně rostla, přičemž v inženýrském stavitelství byla její dynamika výraznější (10,7 % v únoru). Rizikem pro toto oživení stavební produkce zůstává výrazně klesající orientační hodnota ohlášených staveb (v únoru -14,7 %), nikoliv však jejich počet, který naopak roste.

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu, vycházející z posledních dostupných údajů za březen, ukazuje obnovenou tendenci k růstu těchto konjunkturálních indikátorů v Německu a Evropské unii. Opačným směrem se vyvíjel tento indikátor v ČR, který naopak zaznamenal na počátku roku 2015 zastavení růstového trendu a postupné snižování svých hodnot (Graf III.3.16).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** nacházelo na úrovni 1,6 % (Graf III.3.17). Poměrně nízký mezičtvrtletní růst ekonomické aktivity pozorovaný ve čtvrtém čtvrtletí 2014 pak vyústil ve stagnaci mezery výstupu, která se tak stále nacházela ve významně záporných hodnotách (-2,7 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). V letošním a příštím roce tato metoda naznačuje další mírné zrychlování růstu potenciálního produktu ke 2 %.

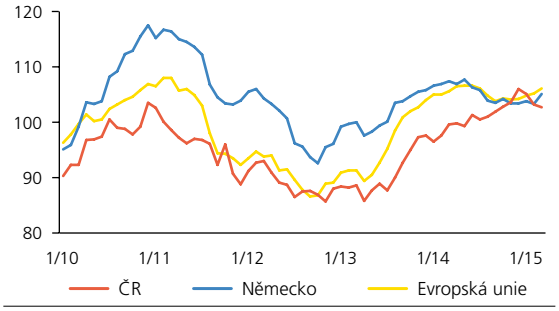
Na prognóze se přitom bude zvyšovat příspěvek produktivity k růstu potenciálního produktu při poměrně stabilním souhrnném příspěvku kapitálu a zaměstnanosti (Graf III.3.19). Mezera výstupu by se měla postupně uzavírat, přičemž k nulové hodnotě se přiblíží na konci roku 2016.

25 Jejich záporný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhl -0,2 procentního bodu.

Graf III.3.16

EKONOMICKÝ SENTIMENT

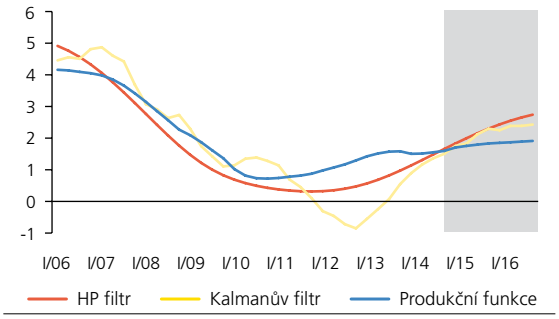
Ekonomický sentiment v ČR mírně klesl, zatímco v Německu a EU obnovil svůj růst
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



Graf III.3.17

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

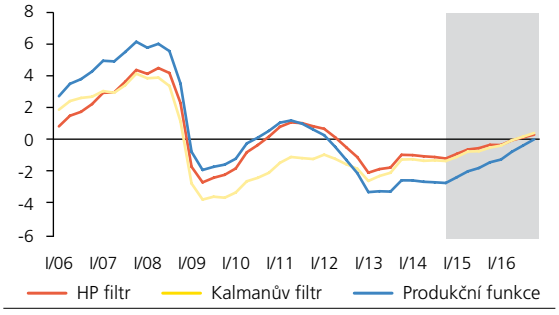
Tempo růstu potenciálního produktu se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dle všech metod nacházelo lehce nad 1,5 %
(meziroční změny v %)



Graf III.3.18

MEZERA VÝSTUPU

Mezera výstupu se postupně uzavře
(v % z potenciálního produktu)

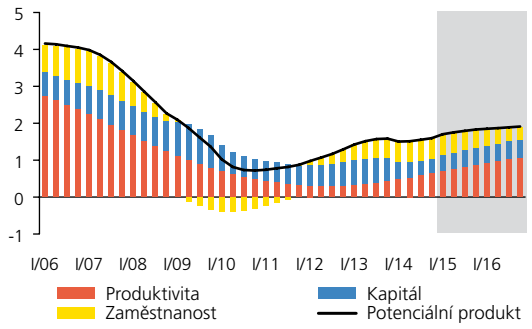


Graf III.3.19

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Příspěvek produktivity se bude na horizontu prognózy pozvolna zvyšovat

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



Alternativní odhad pomocí **HP filtru**[26] indikuje podobné tempo růstu potenciálního produktu (1,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014) jako výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je podle této metody aktuálně méně záporná (o více než 1 procentní bod) a k jejímu uzavření díky tomu dojde již ve druhé polovině roku 2016. Výpočet pomocí **Kalmanova filtru** rovněž ukazuje ve čtvrtém čtvrtletí 2014 obdobné meziroční tempo růstu potenciálního produktu jako dvě dříve zmíněné metody a jeho vývoj na prognóze je podobný jako u HP filtru. V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce ukazuje také Kalmanův filtr v současnosti mírnější otevření mezery výstupu do záporných hodnot a zároveň její přiblížení k nulové úrovni na konci prvního pololetí roku 2016.

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

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 pozitivně ovlivňován pokračujícím růstem ekonomické aktivity. Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky zrychlil. Při znatelném meziročním zvýšení zaměstnanosti, doprovázeném jen mírným růstem pracovní síly, se obecná míra nezaměstnanosti dále snížila. Rovněž podíl nezaměstnaných osob klesal ve čtvrtém čtvrtletí 2014 i v prvním čtvrtletí letošního roku. Meziroční růst průměrné mzdy vlivem vývoje mezd v nepodnikatelské sféře zrychlil, avšak v podnikatelské sféře zůstal umírněný. Dynamika národohospodářské produktivity práce se zřetelně zmírnila. Mzdová náročnost produktu se zvýšila, neboť zpomalení HDP bylo doprovázeno zrychlením růstu objemu mezd a platů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se **celková zaměstnanost**[27] dále znatelně zvýšila (Graf III.4.1). Svědčilo o tom jak zesílení jejího meziročního růstu oproti předchozímu čtvrtletí (o 0,5 procentního bodu na 1,2 %), tak výrazný nárůst v mezičtvrtletním srovnání (o 0,6 % po očištění od sezonních vlivů). Ke zrychlení meziroční dynamiky zaměstnanosti přispělo zejména výrazné zvýšení počtu zaměstnanců, jen mírně nižším tempem však rostl i počet podnikatelů.

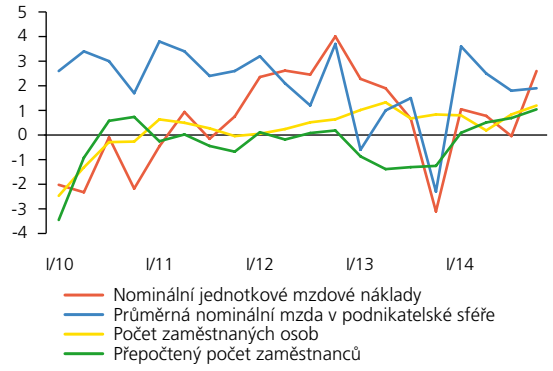
Nejrychleji rostla zaměstnanost nadále v sekundárním **sektoru** (Graf III.4.2), a to zejména v průmyslu v podmínkách pokračujícího zvyšování jeho produkce. Také v terciárním sektoru došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ke zrychlení růstu zaměstnanosti. V **primárním sektoru** se rychlý meziroční pokles zaměstnanosti z předchozích čtvrtletí téměř zastavil.

V **sekundárním sektoru** pokračoval růst zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně nižším tempem (meziročně o 1,8 %) než v předchozích čtvrtletích. Nejvíce se nadále zvyšovaly počty zaměstnaných osob ve zpracovatelském průmyslu, avšak rychle rostla zaměstnanost i v odvětví zásobování vodou a činností souvisejících s odpady. Ve stavebnictví a v odvětví těžby a dobývání se naopak dále prohloubil meziroční pokles zaměstnanosti. Podle posledních údajů za leden a únor se evidenční počet zaměstnanců[28] v průmyslu dále zvyšoval (meziročně o 3,0 %, resp. 3,2 %), zatímco ve stavebnictví setrval ve stejném období v poklesu (-3,1 %, resp. -1,7 %).

Graf III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

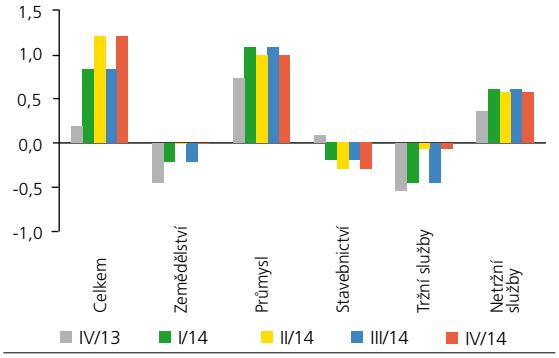
Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky zrychlil, avšak rychleji rostly i NJMN
(meziroční změny v %)



Graf III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se podílel průmysl a netržní služby, v ostatních odvětvích zaměstnanost nadále klesala
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



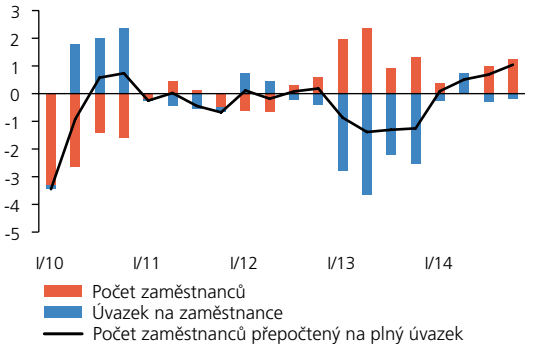
27 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS. Tyto údaje se liší od konceptu zaměstnanosti podle národních účtů. VŠPS pracuje s národním konceptem a vyjadřuje zaměstnanost všech rezidentů ČR, zatímco národní účty pracují s domácím konceptem, kdy se sleduje zaměstnanost rezidentů i nerezidentů v tuzemských produkčních jednotkách. Z hlediska odvětvové struktury zaměstnanosti zachycuje VŠPS princip činnosti, zatímco národní účty princip institucionální.

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

Graf III.4.3

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

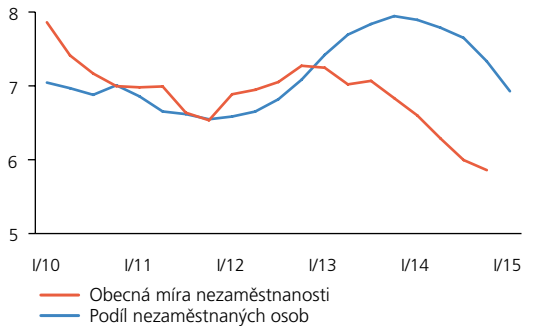
Růst přepočteného počtu zaměstnanců dále mírně zrychlil, i když průměrný úvazek na zaměstnance poklesl
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstanosti i podíl nezaměstnaných osob dále klesaly
(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



Další zrychlení meziročního růstu zaměstnanosti v **terciárním sektoru** (z 0,3 % ve třetím čtvrtletí 2014 na 0,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2014) souviselo zejména se zřetelným zmírněním poklesu zaměstnanosti v tržních službách, zatímco v netržních službách pokračoval růst zaměstnanosti zhruba stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí. V rámci netržních služeb se nadále nejvíce zvyšoval počet zaměstnaných osob ve veřejné správě a obraně a v oboru zdravotní a sociální péče.[29] Ke zvolnění meziročního poklesu zaměstnanosti v tržních službách přispělo zejména odvětví peněžnictví a pojišťovnictví a velkoobchodu a maloobchodu, kde se zmírnil pokles počtu zaměstnaných oproti předchozímu čtvrtletí zhruba na polovinu. Významný byl také obnovený růst zaměstnanosti v odvětví profesní, vědecké a technické činnosti po předchozím poklesu. Kromě toho pokračoval růst zaměstnanosti v odvětví informačních a komunikačních činností a stravování a ubytování, avšak pomalejším tempem než v předchozím čtvrtletí.

Při pokračujícím zvyšování ekonomické aktivity zrychlil ve čtvrtém čtvrtletí 2014 i meziroční růst **přepočteného počtu zaměstnanců na plné úvazky** (na 1 %; Graf III.4.3). Na tomto vývoji se podílel nejvíce podnikatelský sektor a v jeho rámci zejména zpracovatelský průmysl a v menší míře i administrativní a podpůrné činnosti v souvislosti s pokračujícím nárůstem počtu agenturních zaměstnanců.[30] V nepodnikatelské sféře pokračoval růst přepočteného počtu zaměstnanců především ve veřejné správě (zejména na úřadech práce) a obraně. Zvyšování tohoto indikátoru zaměstnanosti na úrovni celé ekonomiky bylo i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dáno výhradně růstem počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrné délky úvazku na zaměstnance.

V rámci jednotlivých sektorů národního hospodářství byl ale vývoj počtu zaměstnanců a průměrného úvazku na zaměstnance nadále značně různorodý. V **průmyslu** a **netržních službách**, kde rostl rychleji počet zaměstnanců než přepočtený počet zaměstnanců, nadále docházelo ke zkracování průměrného úvazku na zaměstnance. Naproti tomu v **tržních službách**, kde počet zaměstnanců již čtyři čtvrtletí v řadě meziročně klesá, došlo k mírnému nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců prostřednictvím zvýšení průměrného úvazku na zaměstnance. Ve **stavebnictví** byl trvající dlouhodobý pokles přepočteného ukazatele dán především snížením počtu zaměstnanců.

Při souběhu znatelného meziročního nárůstu zaměstnanosti a jen mírného zvýšení pracovní síly došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 k dalšímu snížení **obecné míry nezaměstnanosti**[31] (na 5,9 %; Graf III.4.4). Mírný meziroční růst pracovní síly, doprovázený ještě výraznějším poklesem populace pak současně vedl k dalšímu zvýšení **míry ekonomické aktivity**[32] na nejvyšší hodnoty v historii ČR (74,0 % po sezonním

29 Ve veřejné správě a obraně se počet zaměstnaných meziročně zvýšil o 7,5 tis. osob, v odvětví zdravotní a sociální péče dokonce o 9,4 tis. osob.
30 Ve zpracovatelském průmyslu se meziročně zvýšil přepočtený počet zaměstnanců o 22,3 tis., v administrativních a podpůrných činnostech o 10,3 tis.
31 Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.
32 Míra ekonomické aktivity je definována jako podíl zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině.

očištění). K jejímu nárůstu přispělo mimo jiné prodlužování hranice odchodu do důchodu, demografický vývoj, a také využívání zkrácených pracovních úvazků. Podle posledních údajů z února dosáhla sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti 5,6 % a míra ekonomické aktivity dále lehce vzrostla.

Rovněž **podíl nezaměstnaných osob**[33] (MPSV) pokračoval ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v poklesu, který je patrný od počátku roku 2014 (Graf III.4.4). K jeho dalšímu prohloubení až na hodnotu 6,9 % (sezonně očištěno) v prvním čtvrtletí 2015 pak došlo v důsledku výraznějšího poklesu počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání než populace v dané věkové skupině.

O zřetelném zlepšování situace na trhu práce svědčil i pokračující pohyb po **Beveridgeově křivce**[34] severozápadním směrem. Tento pohyb je dán cyklickým poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání (za kterým stojí pokračující nárůst vyřazených umístěním i snižující se počet nově hlášených uchazečů) při současném zvyšování počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Růst **průměrné nominální mzdy** byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 umírněný, i když zrychlil. Oproti předchozímu čtvrtletí byl v meziročním srovnání vyšší o 0,5 procentního bodu a dosáhl 2,3 % (Graf III.4.6). Ke zrychlení meziročního růstu průměrné nominální mzdy přispěla především nepodnikatelská sféra, neboť zrychlení dynamiky mezd v podnikatelské sféře bylo jen nevýrazné. Při nízké meziroční inflaci se **reálná průměrná mzda** zvýšila o 1,8 % (Tab. III.4.1).

Podobně jako ve třetím čtvrtletí 2014 nepřesáhl meziroční růst průměrné nominální mzdy v **podnikatelské sféře** v posledním čtvrtletí minulého roku úroveň 2 % (Tab. III.4.1). Vývoj mezd v podnikatelské sféře byl stále ještě ve značné míře ovlivňován efektem daňové optimalizace zaznamenané na přelomu let 2012–2013, kdy podniky provedly přesun odměn z roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012.[35] Proto byl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziroční růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře po očištění o tento mimořádný vliv – v podmínkách pokračujícího hospodářského růstu – ještě více umírněný (0,6 %).

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

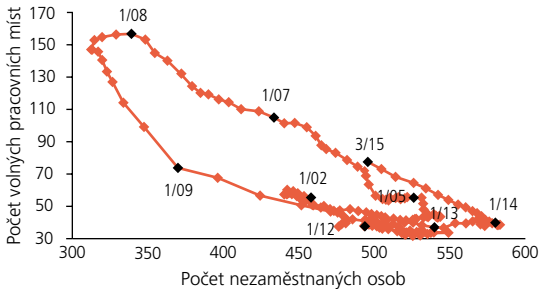
34 Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1. 1. 2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst.

35 Od 1. 1. 2013 došlo k zavedení tzv. solidární daně, tedy zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně, a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění. Proto došlo v řadě odvětví, která obvykle vykazují nejvyšší podíl mimořádných odměn za výsledky uplynulého roku, k přesunu těchto odměn z roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012. Jednalo se zejména o odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, energetiku a teplárenství a kulturní, zábavní a rekreační činnosti. Blíže viz Zpráva o inflaci IV/2014, kapitola III.4.

Graf III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

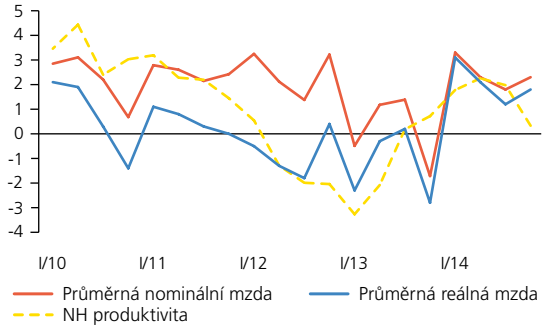
Od počátku roku 2014 roste počet volných pracovních míst a klesá počet nezaměstnaných
(sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)



Graf III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 růst produktivity zpomalil, zatímco růst reálné i nominální mzdy mírně zrychlil
(meziroční změny v %)



Tab. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

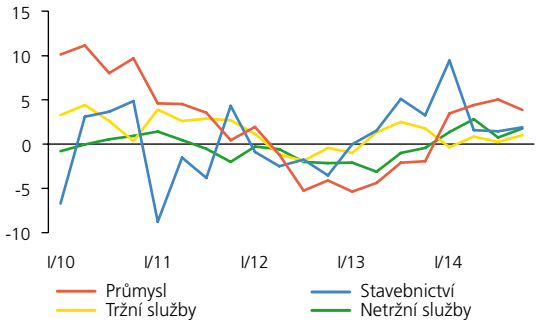
Růst průměrné nominální mzdy zřetelně zrychlil pouze v nepodnikatelské sféře, zatímco v podnikatelské sféře zůstal umírněný
(meziroční změny v %)

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

Graf III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V ODVĚTVÍCH

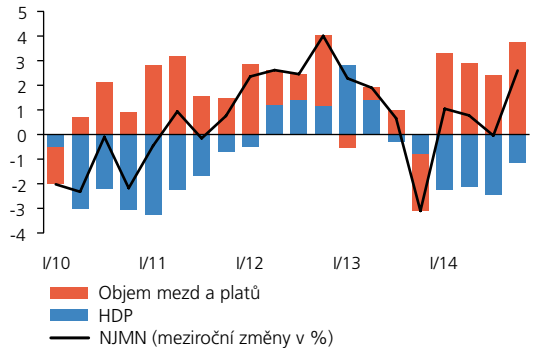
Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 růst produktivity práce v průmyslu zpomalil, avšak v ostatních odvětvích mírně zrychlil
(meziroční změny v %)



Graf III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

NJMN ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zřetelně vzrostly vlivem rychlejšího růstu objemu mezd a platů než HDP
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Tento celkově nevýrazný meziroční růst průměrné nominální mzdy byl výsledkem značně diferencovaného vývoje mezd v jednotlivých **odvětvích podnikatelské sféry**. Nejrychlejší meziroční růst průměrné mzdy byl dosažen v odvětví vzdělávání (4,6 %), zdravotní a sociální péče (3,9 %), zatímco ve zpracovatelském průmyslu byl znatelně mírnější (3,2 %). Poslední lednové i únorové údaje o vývoji mezd v průmyslu a stavebnictví naznačují pokračování umírněného mzdového vývoje i v průběhu prvního čtvrtletí 2015.[36]

V **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2014 naopak zřetelně zrychlil (na 3,8 %), zejména vlivem nárůstu mezd v ústředních vládních institucích (o 4,3 %). V rámci odvětví byl meziroční růst průměrné mzdy nejvyšší ve veřejné správě a obraně a vzdělávání (o 5 %, resp. 3,2 %). Díky uvedenému zrychlení dynamiky průměrné mzdy a nízké inflaci zesílil meziroční růst reálné průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí 2014 na 3,3 % (Tab. III.4.1).

Při souběhu výrazného zpomalení meziročního růstu reálného hrubého domácího produktu a zrychlení růstu zaměstnanosti[37] došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ke zřetelnému zvolnění meziročního růstu **národohospodářské produktivity práce**[38] (na 0,3 %; Graf III.4.6). Nejrychleji rostla produktivita práce v průmyslu (o 3,9 %)[39], kde byl téměř 5% růst přidané hodnoty doprovázen pouze 1% nárůstem zaměstnanosti; oproti předchozímu čtvrtletí se ale její růst zmírnil (Graf III.4.7). V ostatních sledovaných odvětvích byl růst produktivity pomalejší než v průmyslu: v netržních službách a ve stavebnictví nepřesáhl 2 % a v tržních službách činil pouze 1 %. **Hodinová produktivita práce** rostla ve čtvrtém čtvrtletí 2014 rychleji než národohospodářská produktivita, když po meziroční stagnaci v předchozím čtvrtletí 2014 se v závěru roku zvýšila o 1,2 %[40]. Nejvýrazněji vzrostla v průmyslu, její zvýšení bylo ale zaznamenáno i v ostatních odvětvích, kde v předchozím čtvrtletí ještě klesala.

Výrazné zrychlení růstu objemu mezd a platů spolu s pomalejší dynamikou ekonomické aktivity[41] vyústilo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ve zvýšení meziročního růstu **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (na 2,6 %; Graf III.4.8). V průmyslu a stavebnictví však NJMN ještě meziročně klesaly, avšak mírněji než v předchozím čtvrtletí (v průmyslu o 0,3 %). Na zvýšení mzdové náročnosti produktu se podílel sektor služeb a v jeho rámci netržní služby, kde NJMN vzrostly o 2,6 % (především v souvislosti se zřetelným nárůstem průměrné mzdy).

36 V průmyslu dosáhl v únoru meziroční růst průměrné mzdy pouze 2,0 %.
37 Podle národních účtů ČSÚ.
38 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech. Celková národohospodářská produktivita je vypočtena jako podíl HDP a zaměstnanosti (tedy včetně vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Produktivita práce v jednotlivých odvětvích je propočtena jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty).
39 Ve zpracovatelském průmyslu dosáhl meziroční růst produktivity dokonce 5,0 %.
40 Při souběhu růstu HDP o 1,2 % a stagnaci počtu odpracovaných hodin.
41 Výpočet mzdové náročnosti produktu měřené nominálními jednotkovými náklady (NJMN) byl proveden na sezonně neočištěných datech.

BOX 2
Vývoj na trhu práce z pohledu NAIRU a cyklického vývoje míry nezaměstnanosti a mezd

Jedním z konceptů využívaných při analýze inflačních tlaků plynoucích z trhu práce je **porovnání vývoje míry nezaměstnanosti a tzv. NAIRU**[42]. To je veličina v datech nepozorovaná a tento Box tak pracuje s jejím odhadem pomocí Kalmanova filtru. Aktuální odhad NAIRU ukazuje na její pokles během let 2013 a 2014, takže stávající míra nezaměstnanost se i přes své výrazné snížení stále nachází nad NAIRU (Graf 1). Tento odhad odráží skutečnost, že obnovení ekonomického růstu doposud nebylo doprovázeno výraznými inflačními tlaky, mezera výstupu je nadále záporná a nominální růst mezd v podnikatelské sféře zůstává utlumený. Klesající NAIRU zároveň naznačuje vyšší míru pružnosti domácího trhu práce, která pravděpodobně souvisí mimo jiné i s růstem zaměstnávání na kratší pracovní dobu a zvýšeným využíváním agenturních zaměstnanců. Vlivem oživení trhu práce nicméně došlo k výraznému sblížení obecné míry nezaměstnanosti a NAIRU, což naznačuje, že do budoucna by mělo dojít k urychlení dynamiky mezd.

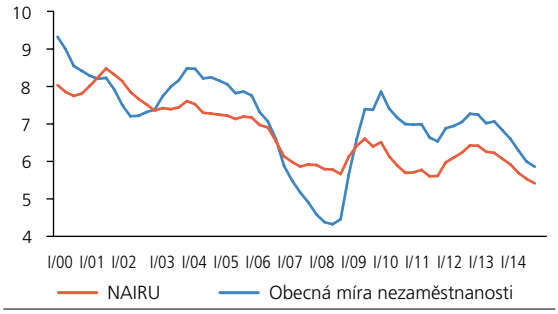
Cyklický vývoj mezery reálných mezd[43] **a nezaměstnanosti** se v minulosti vyznačoval zřetelnou korelací. Propad ekonomické aktivity během ekonomické krize však vedl k výraznějšímu přizpůsobení trhu práce prostřednictvím snížení zaměstnanosti (a tedy i nárůstu míry nezaměstnanosti) v porovnání s přizpůsobením prostřednictvím reálných mezd. Strnulost reálných mezd byla při zřetelném zpomalení jejich nominálního růstu dána i dočasným výrazným poklesem čisté inflace v roce 2009. Následné obnovení růstu zaměstnanosti a s tím spojené postupné uzavírání mezery nezaměstnanosti pak bylo doprovázeno pouze umírněným růstem průměrných nominálních mezd při obnovení kladné čisté inflace, což vedlo od roku 2012 ke vzniku záporné mezery reálných mezd. Mírné uzavírání mezery reálných mezd pak započalo až ve druhé polovině roku 2014 (Graf 2).

Obnovení růstu průměrných reálných mezd během roku 2014 při relativně nízkých hodnotách jejich **nominálního růstu** vede k otázce, nakolik byl vývoj mezd ovlivněn cyklickými vlivy spojenými s rychle rostoucí zaměstnaností v posledních čtvrtletích. Individuální data z Informačního systému o průměrném výdělku (ISPV) v podnicích s více než 250 zaměstnanci ukazují, že v předchozím roce byl mzdový růst na úrovni tarifních mezd

GRAF 1 (BOX)

VÝVOJ OBECNÉ MÍRY NEZAMĚSTNANOSTI A NAIRU

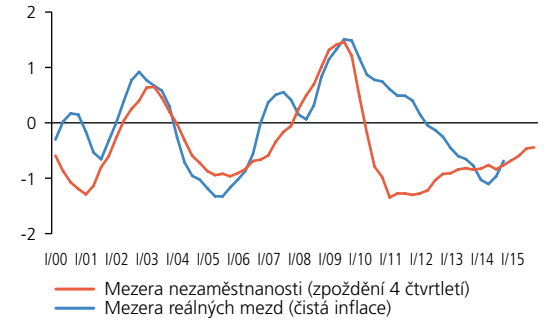
Rozdíl mezi NAIRU a obecnou mírou nezaměstnanosti se v posledních letech snižuje
(v %, zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty)



GRAF 2 (BOX)

VÝVOJ REÁLNÝCH MEZD A ZAMĚSTNANOSTI

Reakce reálných mezd na ekonomickou krizi byla výrazně strnulejší ve srovnání s mírou nezaměstnanosti
(odchylka od potenciálu v %, zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty, reálná mzda deflovaná čistou inflací)



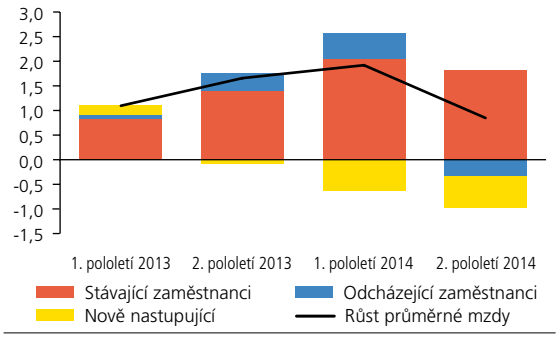
42 NAIRU popisuje takovou úroveň míry nezaměstnanosti, při jejímž prolomení trh práce generuje inflační tlaky plynoucí z nedostatku vhodné pracovní síly. To vede k tlaku na růst mezd a následně i akceleraci inflace.
43 Pro výpočet reálných mezd z nominálních mezd v podnikatelské sféře očištěných o odhad efektů daňové optimalizace je použita čistá inflace.

Graf 3 (Box)

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU TARIFNÍCH MEZD PODLE ISPV

Růst průměrných tarifních mezd byl v roce 2014 u podniků s 250 a více zaměstnanci zřetelně tlumen nižšími mzdami u nově nastupujících zaměstnanců

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, zdroj: ISPV, ČSÚ, vlastní výpočty)



poměrně výrazně snižován v důsledku přijímání nových pracovníků (Graf 3). Ti nastupují v průměru za nižší mzdy oproti stávajícím zaměstnancům (až o 30 %) a snižují tak vykazovanou průměrnou tarifní mzdu.[44] Zřetelné oživení trhu práce tak zatím z „kompozičních" důvodů růst průměrné mzdy spíše snižuje, zatímco ve střednědobém pohledu by kvůli nedostatku pracovní síly mělo její růst naopak urychlovat.

44 Významně nižší tarifní mzdy vykazují oproti stávajícím zaměstnancům i zaměstnanci odcházející ze současného zaměstnání (zhruba o 10 %). Růst jejich průměrné tarifní mzdy však zpravidla převyšuje dynamiku růstu u stávajících zaměstnanců. Počet odcházejících zaměstnanců se oproti předchozímu období více jak zdvojnásobil, což vedlo k překmitu jejich příspěvku k růstu průměrné mzdy ve druhé polovině předchozího roku do záporných hodnot.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 se v průběhu prvního čtvrtletí 2015 dále mírně zvýšila. K růstu peněžních agregátů nadále přispívaly zejména vklady domácností, což se projevovalo v pokračujícím růstu jejich čistých finančních aktiv. Zrychlila dynamika vkladů nefinančních podniků, která byla doprovázená zvýšením jejich pohotové likvidity. Růst úvěrů se zvýšil, zatímco čistá zahraniční aktiva bank dále klesala. Mírně zrychlila dynamika úvěrů nefinančním podnikům při stabilním růstu úvěrů domácnostem. Vývoj objemu úvěrů byl dle vnímání bank odrazem růstu poptávky po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu i dalšího uvolnění úvěrových standardů zejména vlivem zvýšené konkurence a poklesu nákladů financování bank. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se většinou mírně snížily. Koruna v průběhu prvního čtvrtletí 2015 stagnovala vůči euru a oslabovala vůči americkému dolaru. Nabídkové i realizované ceny rezidenčních nemovitostí dále meziročně rostly, přičemž v Praze bylo jejich tempo růstu zejména u nabídkových cen výrazně vyšší oproti zbytku ČR.

III.5.1 Peníze

Růst **peněžního agregátu M2** v posledních měsících pozvolna zrychluje. Roční míra růstu M2 se dále zvýšila na 5,3 % v únoru 2015 (Graf III.5.1). Na straně aktiv bank odrážel rychlejší růst M2 především vyšší přírůstek domácích úvěrů, který více než kompenzoval prohloubení poklesu čistých zahraničních aktiv. Ten odrážel v posledním období mimo jiné zvýšený zájem tuzemských investorů o zahraniční dluhové cenné papíry. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 peněžní zásoba rostla poprvé v loňském roce mírně vyšším tempem než nominální HDP, což se projevilo v obnovení poklesu rychlosti obratu peněz. V průběhu prvního čtvrtletí 2015 dle dosud známých dat dále pozvolna zrychlovala i roční míra růstu **peněžního agregátu M3**, a to na 5,9 % v únoru. Ve srovnání s průměrem za eurozónu je růst M3 v ČR vyšší o zhruba dva procentní body.

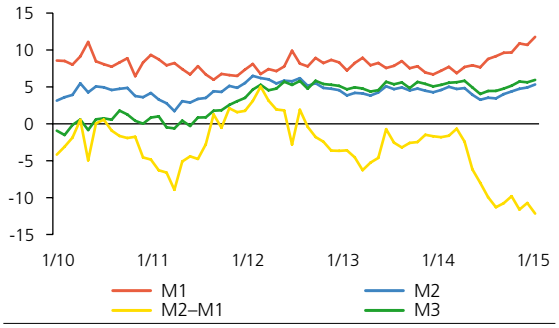
Růst širších peněz je v ČR obdobně jako v eurozóně podporován přírůstkem **vysoce likvidních jednodenních vkladů** zahrnutých v peněžním agregátu M1. Začátkem letošního roku se roční míra růstu M1 v podmínkách nízkých úrokových sazeb, rostoucí ekonomiky a nízké inflace dále zvýšila a v únoru dosáhla výrazných 11,8 % (Graf III.5.1). V tom se projevovala zvýšená poptávka domácností a nefinančních podniků po jednodenních vkladech a v menší míře i po oběživu (Graf III.5.2). Naopak ostatní krátkodobé a dlouhodobé vklady i přes pokračující snahu některých bank o jejich zatraktivnění nadále meziročně klesaly.

Z hlediska **sektorové struktury vkladů** přispívaly k růstu M2 nejvýrazněji vklady domácností (Graf III.5.3). Dynamika vkladů domácností se však po předchozím zvýšení následně v průběhu prvního čtvrtletí 2015 snížila na 5,1 %. Na druhou stranu zrychlil růst vkladů

Graf III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

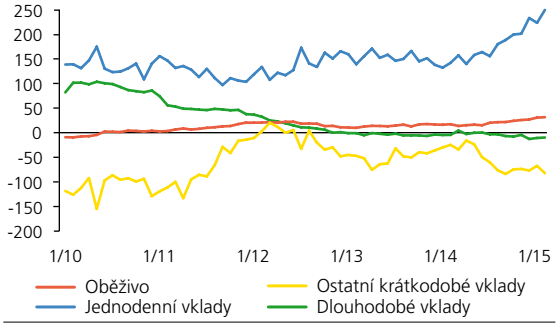
Růst peněžních agregátů v průběhu prvního čtvrtletí 2015 dále pozvolna zrychloval
(roční míry růstu v %)



Graf III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

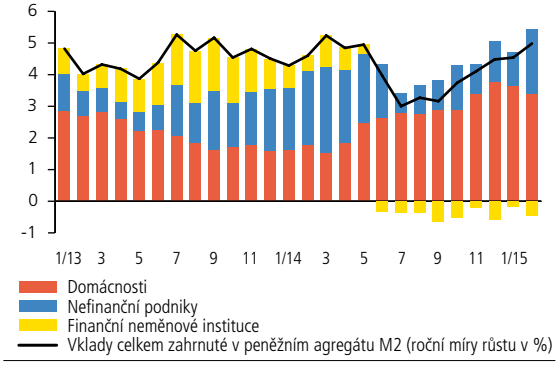
Růst jednodenních vkladů v podmínkách nízkých úrokových sazeb, rostoucí ekonomiky a nízké inflace dále zesílil
(roční toky v mld. Kč)



Graf III.5.3

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

K růstu M2 nejvýrazněji přispívaly vklady domácností při zvýšení příspěvku vkladů nefinančních podniků
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Tab. III.5.1

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

Banky v prvním čtvrtletí 2015 dále uvolnily úvěrové standardy a vnímaly růst poptávky po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu

(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

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

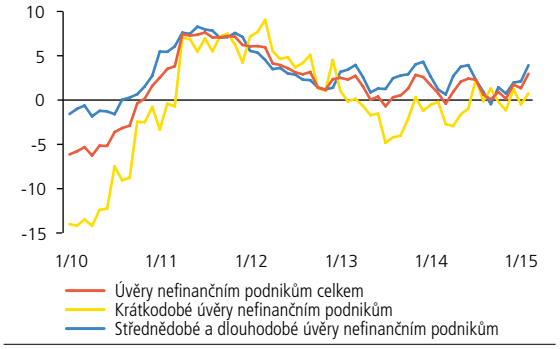
Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky) a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy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

Graf III.5.4

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst objemu podnikových úvěrů se zvýšil

(roční míry růstu v %)



nefinančních podniků na 7,4 %, což bylo doprovázeno zvýšením pohotové likvidity podniků. Podíl cizoměnových vkladů na celkových rezidentských vkladech v posledním období pozvolna rostl u obou uvedených sektorů, avšak na stále nízkou úroveň cca 10 % (oproti zhruba 8 % v závěru roku 2013).

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** se v průběhu prvního čtvrtletí 2015 mírně zvýšila a v únoru dosáhla 5,1 %, což bylo o 2 procentní body více než ve stejném období loňského roku. Vzrostla dynamika podnikových úvěrů při poměrně stabilním růstu úvěrů domácnostem. Dle Šetření úvěrových podmínek bank v prvním čtvrtletí 2015 rostla poptávka po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu, a to výrazněji oproti očekávání bank, což ukazuje na pokračování hospodářského růstu. Banky současně dále uvolnily úvěrové standardy, a to vlivem zvýšené konkurence, nižších nákladů svého financování a příznivějšího vnímání rizik. To se projevovalo v příznivějších úrokových i neúrokových podmínkách, které banky nabízely při poskytování nových úvěrů, přičemž nejplošněji klesaly průměrné úrokové marže (Tab. III.5.1).

V **eurozóně** úvěry soukromému sektoru od prvního čtvrtletí 2014 oživují, jejich roční míra růstu po úpravě o sekuritizaci dosáhla v únoru 2015 výše 0,6 %. To odráželo zmírnění poklesu úvěrů nefinančním podnikům (na -0,4 %) při poměrně stabilním růstu úvěrů domácnostem (1 %). Uvedený vývoj byl podporován postupným poklesem klientských úrokových sazeb a růstem poptávky i nabídky úvěrů. Výsledky Šetření úvěrových podmínek bank v eurozóně v souhrnu podobně jako v ČR ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ukazují uvolnění úvěrových standardů a zvýšení poptávky ve všech segmentech úvěrového trhu. Poptávka nefinančních podniků po úvěrech rostla vlivem financování fixních investic a ostatních potřeb financování (např. fúzí a akvizic a restrukturalizací dluhů apod.). Ve směru uvolnění úvěrových standardů působila zvýšená konkurence mezi bankami. Současně nižší náklady financování bank související s měnovépolitickými opatřeními ECB se pozvolna promítaly do poklesu klientských úrokových sazeb. Úrokové sazby z úvěrů podniků a domácností (vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*) se tak od poloviny loňského roku snížily o zhruba 0,4 procentního bodu (viz část III.5.3; Graf III.5.15).

Domácí meziroční růst úvěrů **nefinančním podnikům** zrychlil na 3 % (únor 2015, Graf III.5.4). Dynamika podnikových úvěrů je však již delší dobu rozkolísaná zejména v důsledku vývoje dlouhodobých úvěrů poskytovaných developerům a energetice. Růst dlouhodobých úvěrů v průběhu prvního čtvrtletí 2015 zrychlil a týkal se jak úvěrů korunových, tak cizoměnových. Zájem českých podniků o úvěry v cizí měně tak přetrvává. Podíl cizoměnových úvěrů, které využívají zejména developeři a exportující podniky jako formu přirozeného zajištění proti kurzovému riziku, se v poslední době pohybuje nad svým

dlouhodobým průměrem a aktuálně činí 22 % na celkových podnikových úvěrech. Roční míra růstu těchto úvěrů se zvýšila na zhruba 7 %, nicméně zůstává značně pod svým vrcholem ve výši cca 18 % v závěru roku 2013. Nové korunové úvěry poskytnuté podnikům v posledním období zrychlují svůj růst (Graf III.5.5).

V prvním čtvrtletí 2015 banky v souhrnu již čtvrté čtvrtletí v řadě vnímaly zvýšení **poptávky podniků po úvěrech**. To bylo ovlivňováno financováním fixních investic, fúzí a akvizic a restrukturalizací podniků a jejich dluhů, stejně jako provozního kapitálu a zásob. Naopak nepříznivě na poptávku po úvěrech působilo financování podniků prostřednictvím emise dluhopisů a využití vnitřních zdrojů podniků. Poptávka po úvěrech rostla nejvýrazněji u středních a malých podniků a zejména u dlouhodobých úvěrů. Poptávka po krátkodobých úvěrech se zvýšila méně plošně mimo jiné v důsledku vyššího čerpání úvěrů od zprostředkovatelů financování aktiv (např. leasing a faktoring). Ve druhém čtvrtletí 2015 banky očekávají další růst poptávky (Tab. III.5.1).

Investiční úvěry představující 56 % celkových podnikových úvěrů se v únoru mírně zvýšily o 1,6 % (Graf III.5.6). K tomu přispíval růst úvěrů průmyslu (zpracovatelskému průmyslu a energetice), zatímco úvěry developerům na rozdíl od minulosti klesaly.

Úvěrové standardy bank při schvalování podnikových úvěrů se v prvním čtvrtletí 2015 dále uvolnily vlivem konkurenčního tlaku ze strany jiných bank a příznivějšího vnímání rizik (ohledně budoucí celkové ekonomické situace, výhledu jednotlivých odvětví a podniků a u menších podniků i rizik souvisejících s požadovanými zástavami). Ve stejném směru působila příznivější situace bank v oblasti jejich likvidity a nižší náklady jejich financování (Tab. III.5.1). Uvolňování standardů se projevovalo v příznivějších úrokových i neúrokových podmínkách, které banky nabízely při poskytování nových úvěrů. Uvolnění standardů a podmínek se týkalo všech kategorií podniků dle jejich velikosti a všech typů úvěrů. Ve druhém čtvrtletí 2015 banky očekávají další uvolnění svých úvěrových standardů (Tab. III.5.2).

Zájem českých podniků o **úvěry čerpané u nerezidentských bank** byl v posledním období vlivem nižších sazeb v ČR oproti eurozóně nízký. Nicméně úrokové sazby z podnikových úvěrů v eurozóně postupně klesají a přibližily se úrovni sazeb v ČR (viz část III.5.3; Graf III.5.15). Úvěry (čisté výpůjčky) od zahraničních bank ve čtvrtém čtvrtletí 2014 meziročně poklesaly o zhruba 12 %. Na druhou stranu se v posledním období zvýšil objem úvěrů podniků v rámci přímých investic (Graf III.5.7).

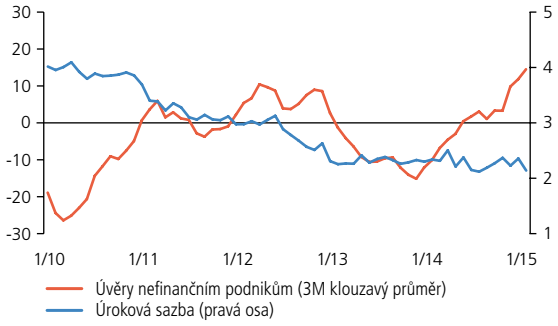
Výrazně zvýšená dynamika korunových a cizoměnových úvěrů přetrvávala v průběhu prvního čtvrtletí 2015 u **finančních neměnových institucí**, a to především u finančních zprostředkovatelů (například leasingových a faktoringových společností). Roční míra růstu úvěrů poskytovaných těmto institucím dosáhla v únoru 2015 zhruba 23 %.

Graf III.5.5

NOVÉ ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Nové korunové úvěry nefinančním podnikům v posledním období zrychlují svůj růst

(včetně kontokorentních úvěrů, meziroční změny v %, úroková sazba v %)

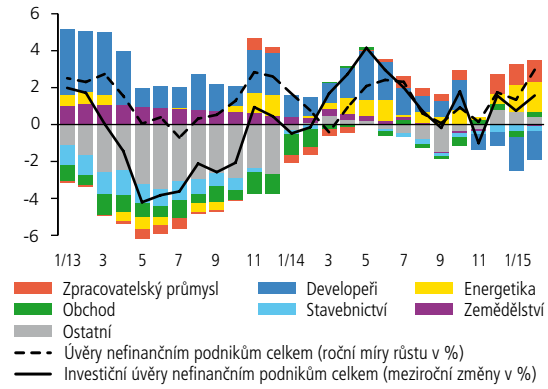


Graf III.5.6

ÚVĚRY PODNIKŮM URČENÉ K FINANCOVÁNÍ FIXNÍCH INVESTIC

Investiční úvěry se v průběhu prvního čtvrtletí 2015 zvýšily zejména v průmyslu

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



Tab. III.5.2

ÚVĚROVÉ STANDARDY A VYBRANÉ PODMÍNKY PŘI SCHVALOVÁNÍ ÚVĚRŮ PODNIKŮM PODLE JEJICH VELIKOSTI

Banky uvolňovaly úrokové i neúrokové podmínky, a to obdobně u menších i velkých podniků

(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, záporná hodnota = uvolnění)

	Čtvrtletní průměry							
	2012	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15[a]
Úvěrové standardy								
Malé a střední podniky	13	4	0	-26	-4	-37	-44	(-44)
Velké podniky	22	0	0	-46	-21	-44	-44	(-41)
Průměrná úroková marže úvěrů								
Malé a střední podniky	-1	-16	0	-27	-27	-29	-44	
Velké podniky	18	-8	-18	-46	-46	-46	-46	
Velikost úvěrů								
Malé a střední podniky	13	3	0	0	0	-27	-18	
Velké podniky	29	10	-4	-4	-21	-44	-18	
Požadavek na zajištění úvěrů								
Malé a střední podniky	26	9	9	0	-21	-37	-18	
Velké podniky	25	1	-8	-35	-35	-35	-18	

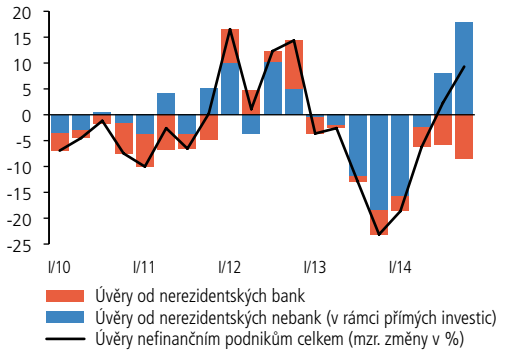
Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek. Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

a) V závorkách je uvedeno očekávání bank zaznamenané v prvním čtvrtletí 2015.

Graf III.5.7

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM ZE ZAHRANIČÍ

Úvěry poskytované nefinančním podnikům nerezidentskými bankami klesaly, zatímco úvěry v rámci přímých investic v posledním období vzrostly
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

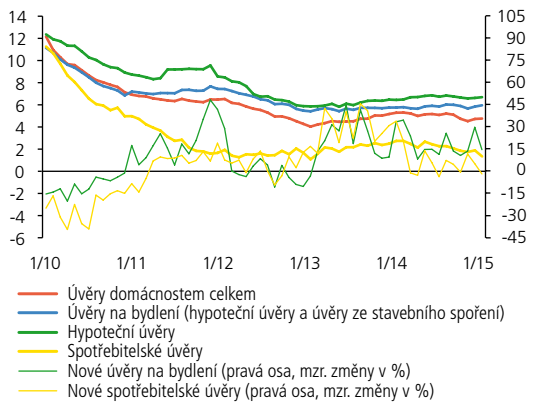


Poznámka: Úvěry (resp. čisté půjčky) od nerezidentských bank představují půjčky v rámci ostatních investic platební bilance a úvěry od nerezidentských nebank zahrnují půjčky a ostatní kapitál v rámci přímých investic.

Graf III.5.8

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

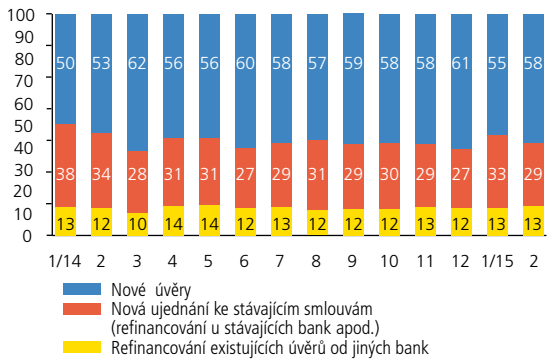
Růst úvěrů domácnostem lehce zrychlil
(roční míry růstu, meziroční změny v %)



Graf III.5.9

STRUKTURA NOVÝCH ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Podíl nových úvěrů na nákup bytů a domů, tj. bez vlivu refinancování a podobných ujednání, se meziročně zvýšil
(nové obchody, podíly v %)



Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se v průběhu prvního čtvrtletí 2015 lehce zvýšila a v únoru 2015 dosáhla 4,8 % (Graf III.5.8). V tom se odrážela v podmínkách pokračujícího snižování klientských úrokových sazeb vyšší dynamika **úvěrů na bydlení**. Hypotéky rostou poměrně stabilním tempem pohybujícím se v blízkosti 7 % při zmírňování poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Nové úvěry na bydlení se v posledním období zvyšovaly dvouciferným tempem (Graf III.5.8). Zájem domácností se nadále koncentruje do úvěrů s fixací sazby od jednoho roku do pěti let při pozvolném zvyšování podílu úvěrů s fixací sazby od pěti do deseti let. Podíl refinancování existujících úvěrů od jiných bank se stabilizoval na úrovni cca 13 % a podíl nových ujednání ke stávajícím úvěrovým smlouvám ve výši zhruba 29 % (Graf III.5.9).

Dle Šetření úvěrových podmínek **poptávka domácností po úvěrech na bydlení** v prvním čtvrtletí 2015 u více než poloviny bankovního trhu rostla. Na poptávku příznivě působily zlepšené vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí a spotřebitelská důvěra, což koresponduje se zvýšením počtu zahájených staveb bytů. **Úvěrové standardy bank** se u části trhu uvolnily zejména vlivem nižších nákladů financování bank a zvýšené konkurence. Ve stejném směru působilo i očekávání ohledně celkové ekonomické situace a vyhlídek trhu rezidenčních nemovitostí. To se projevovalo v dalším poklesu průměrných úrokových marží a požadavků bank na výši LTV (*loan-to-value ratio*). Očekávání bank pro druhé čtvrtletí 2015 naznačuje další uvolnění standardů a růst poptávky. Zvýšenou poptávku po hypotékách potvrzují i březnové údaje Hypoindexu, podle kterých objem hypoték při dalším poklesu úrokových sazeb rostl nadále dvouciferným tempem.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** i přes zvyšování spotřeby domácností dále zpomalila a v únoru 2015 dosáhla 1,3 % (Graf III.5.8). V tom se odrážel pokles pohledávek z kreditních karet a neúčelových úvěrů. Účelové spotřebitelské úvěry rostly, jejich tempo však v posledním období zpomalovalo. Poptávka domácností po spotřebitelských úvěrech se přitom dle vnímání bank zvýšila. Příznivě na poptávku působilo financování předmětů dlouhodobé spotřeby, zvýšená spotřebitelská důvěra a rovněž konsolidace starých úvěrů. Úvěrové standardy se přitom uvolnily nejvýrazněji od počátku roku 2012 zejména v důsledku konkurenčního tlaku ze strany jiných bank a nebankovních subjektů a dále příznivějšího vnímání rizik ohledně očekávaného vývoje celkové ekonomické situace a úvěruschopnosti některých klientů. To se odrazilo v dalším poklesu průměrných úrokových marží. Uvolnění standardů banky předpokládají i ve druhém čtvrtletí 2015, což by mělo být doprovázeno očekávaným růstem poptávky po spotřebitelských úvěrech.

Celková zadluženost domácností v poměru k ročnímu úhrnnému nominálnímu disponibilnímu důchodu se v loňském roce stabilizovala a ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhla zhruba 66 %. To odráželo mírný růst příjmů doprovázený zpomalením meziroční dynamiky celkových finančních závazků domácností (Graf III.5.10). Úrokové zatížení českých domácností u bank v čistém vyjádření (zahrnující úrokové

náklady a výnosy z bankovních úvěrů a vkladů) se v poslední době v podmínkách postupného poklesu klientských úrokových sazeb snížilo na 1,6 % disponibilního příjmu a pohybovalo se pod průměrem za poslední čtyři roky.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB v prvním čtvrtletí 2015 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu. Bankovní rada na svém únorovém jednání jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule[45] (Graf III.5.11). Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále používat **devizový kurz jako další nástroj** uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Rizika minulé prognózy byla na únorovém měnovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako vyrovnaná, míra nejistoty se však zvýšila. Bankovní rada v této situaci konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016, a že je připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných způsobit propad domácí poptávky, obnovení rizik deflačního vývoje české ekonomiky a systematický pokles inflačních očekávání. Na březnovém zasedání pak bankovní rada rovněž ponechala jednomyslně základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik minulé prognózy byla na březnovém jednání posouzena jako protiinflační. Bankovní rada opět konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Bankovní rada zároveň znovu zdůraznila, že je v případě potřeby připravena posunout hladinu kurzového závazku. Vzhledem k již zmíněné protiinflační bilanci rizik prognózy se přitom pravděpodobnost tohoto kroku oproti únorovému zasedání bankovní rady zvýšila.

Na svém měnověpolitickém zasedání 7. května 2015 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tedy na technické nule. Bankovní rada také rozhodla **nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek** a potvrdila závazek České národní banky intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Česká národní banka je stále v souladu s tím připravena automaticky, tedy bez nutnosti dalšího rozhodnutí bankovní rady, provádět časově i objemově neomezené intervence. Asymetrický charakter tohoto kurzového závazku se přitom

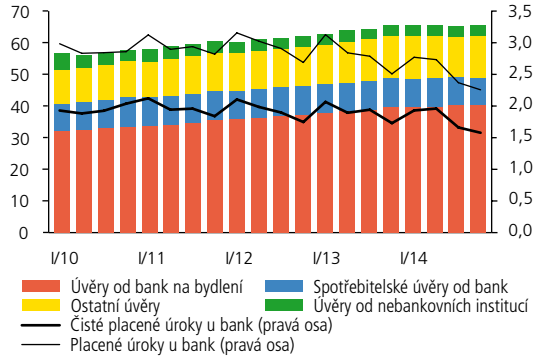
45 S účinností od 2. listopadu 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

Graf III.5.10

ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům se stabilizovala a úrokové zatížení dále klesalo

(čtvrtletní údaje, poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)



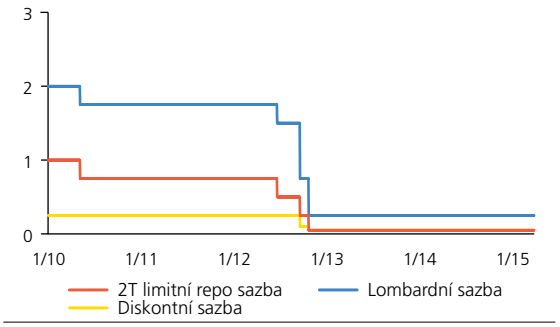
Poznámka: Čisté placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. Placené úroky zahrnují úrokové náklady domácností spojené s čerpáním úvěrů.

Graf III.5.11

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB v prvním čtvrtletí 2015 ponechala své základní úrokové sazby na „technicky nulové" úrovni

(v %)

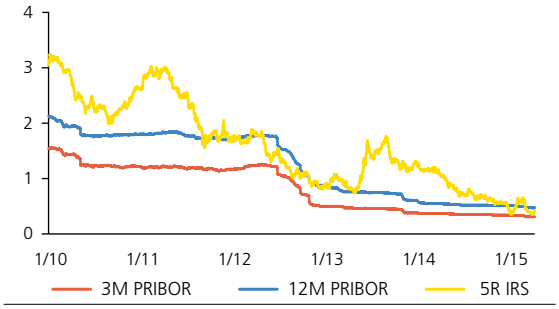


nemění. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako protiinflační; v tomto směru se vyvíjejí domácí mzdy a kurz koruny vůči euru. Bankovní rada v této situaci opět konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Česká národní banka je nadále připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných mimo jiné způsobit propad domácí poptávky nebo k systematickému poklesu inflačních očekávání.

Graf III.5.12

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu zůstaly stabilní na historicky nejnižších hodnotách, sazby s delší splatností se dále snížily
(v %)



Úrokové sazby na finančním trhu

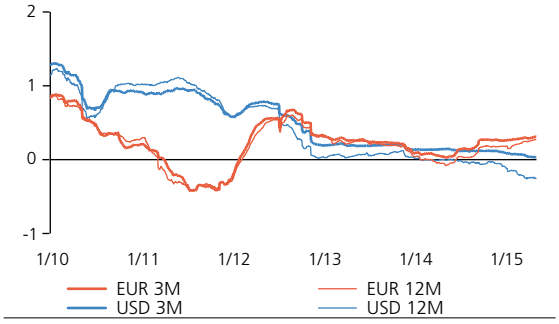
Úrokové **sazby PRIBOR** se v prvním čtvrtletí 2015 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni (Graf III.5.12). Derivátové tříměsíční **sazby FRA** se snížily cca o 0,1 procentního bodu ve všech splatnostech. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce dubna tak v ročním horizontu implikuje lehký pokles sazeb 3M PRIBOR. To zhruba odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při nevýrazném poklesu prémie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují lehce pod trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB (viz kapitola II).

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se během února mírně zvýšily, a korigovaly tak znatelný pokles ze závěru minulého a začátku letošního roku. Částečně se tak odpoutaly od vývoje sazeb v eurozóně, které se nadále udržovaly na nízkých – v některých splatnostech i záporných – úrovních v souvislosti s očekávaným zahájením nákupů vládních dluhopisů a dalších cenných papírů ze strany ECB. V USA se v průběhu února dlouhodobé sazby také posunuly mírně výše, když po zveřejněných příznivých údajích z trhu práce přechodně zesílila očekávání na dřívější zvýšení základních sazeb Fedu a zároveň se stabilizovala situace na trhu s ropou. K obratu došlo počátkem března, kdy sazby v USA i v eurozóně opět klesly. Domácí sazby s delší splatností se také začaly snižovat, pravděpodobně v důsledku zvýšeného zájmu zahraničních investorů o lépe úročená (ve srovnání s eurozónou) tuzemská aktiva. O tom svědčí i výrazný převis poptávky (včetně poptávky ze zahraničí) v březnových primárních aukcích státních dluhopisů. Celkově domácí sazby s delší splatností od počátku letošního roku klesly o 0,1 až 0,5 procentního bodu na nová historická minima. Na konci dubna se tak výnosy státních dluhopisů po celé délce křivky (tj. se splatností do 15R) i sazby IRS (se splatností do 20R) pohybovaly pod 0,9 %.

Graf III.5.13

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

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



Průměrná **sazba 3M PRIBOR** v prvním čtvrtletí 2015 ležela lehce nad 0,3 %, tj. byla v souladu s hodnotou předpokládanou minulou prognózou. Prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR–2T repo sazba se pohybovala nepatrně pod hladinou 0,3 procentního bodu.

Výnosová křivka PRIBOR v prvním čtvrtletí 2015 nezměnila svůj tvar ani sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR dosahovalo v březnu 2015 v průměru 0,3 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu prvního čtvrtletí 2015 posunovala na nižší hladinu,

ovšem především ve střední a delší části křivky, takže se zmírnil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v březnu 0,2 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 0,5 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK–EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely protichůdný vývoj na peněžních trzích v eurozóně a USA při přibližné stabilitě sazeb v tuzemsku. Nejednalo se však o výrazné změny, diferenciály vůči eurovým sazbám se lehce zvýšily, vůči dolaru se naopak lehce snížily (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR v prvním čtvrtletí 2015 činil průměrně 0,3 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci dubna 2015.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se v prvním čtvrtletí a v dubnu uskutečnilo sedm aukcí dluhopisů s pevným kuponem a tři aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 56,2 mld. Kč.[46] Ve všech aukcích poptávka převyšovala nabídku – většinou výrazně, o čemž svědčí průměrná hodnota ukazatele *bid-to-cover ratio* ve výši 2,4. Průměrné výnosy dluhopisů dosahované v aukcích (s jednou výjimkou) nepřesáhly 1 %[47], a to ani u dluhopisů s více než desetiletou splatností. Výnosová křivka státních dluhopisů se – podobně jako křivka IRS – posunula níže a dále se snížil její kladný sklon. Na kratším konci se výnosová křivka v polovině dubna dokonce dostala do nepatrně záporných hodnot (Graf III.5.14).

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se v nominálním vyjádření v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2015 většinou mírně snížily. To odráželo v podmínkách předchozího výrazného poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu (na 0,4 % v březnu) a stabilní sazby 3M PRIBOR zejména nižší náklady financování bank a zvýšenou konkurenci.

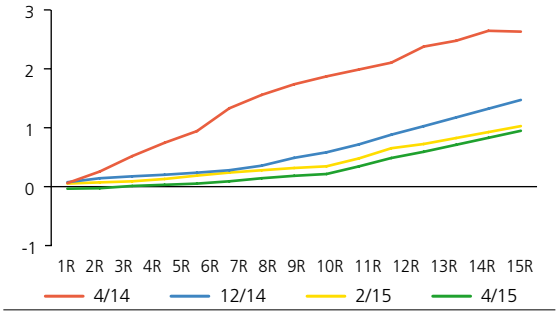
Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v nominálním vyjádření po předchozím nepatrném zvýšení v průběhu prvního čtvrtletí 2015 mírně poklesla a nadále se u korunových úvěrů pohybovala v blízkosti 2 % (Graf III.5.16). Ve slabém zvýšení této sazby se v minulých měsících projevoval růst podílu nových ujednání ke stávajícím úvěrovým smlouvám majících obvykle vyšší sazbu. V průběhu prvního čtvrtletí 2015 se snížily sazby s krátkodobou fixací zejména u velkých úvěrů. Úroková sazba z malých úvěrů dosáhla 2,8 % a sazba z velkých úvěrů 1,8 %. Rozpětí mezi těmito sazbami se pohybuje na úrovni průměru zaznamenaného od roku 2007. Spread mezi krátkodobou sazbou z podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se nepatrně snížil (Graf III.5.18). Úroková sazba z nových domácích eurových podnikových úvěrů se vyvíjela obdobně a byla lehce nižší oproti sazbě z korunových úvěrů (1,8 %). V eurozóně sazby z podnikových úvěrů dále klesaly (v průměru na 2,3 %) a jsou již jen nepatrně vyšší než v ČR (Graf III.5.15).

46 Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2015 předpokládá emise středně a dlouhodobých státních dluhopisů v rozsahu 130 až 180 mld. Kč.
47 Na konci března byl u dluhopisu s tříletou splatností dosažen průměrný výnos 0,01 %.

Graf III.5.14

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

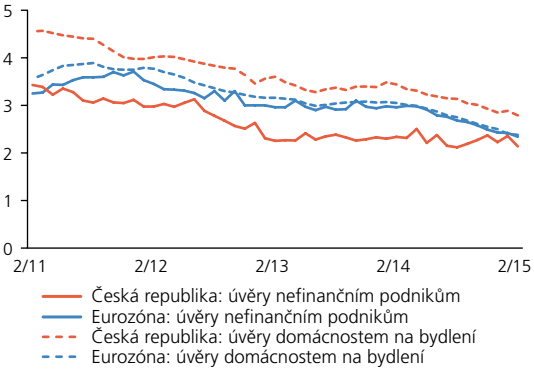
Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na nižší hladinu a na kratším konci se dostala do nepatrně záporných hodnot
(v %)



Graf III.5.15

KLIENTSKÉ ÚROKOVÉ SAZBY V ČR A EUROZÓNĚ

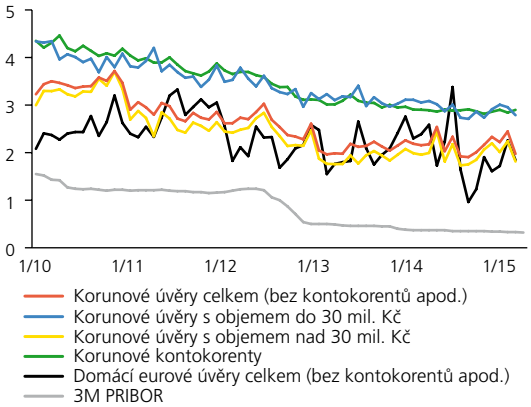
Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v eurozóně poslední dobou klesá a nachází se již jen těsně nad hladinou těchto sazeb v ČR
(celkové náklady úvěrů vyjádřené ukazatelem *cost of borrowing*, nové obchody, v %)



Graf III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

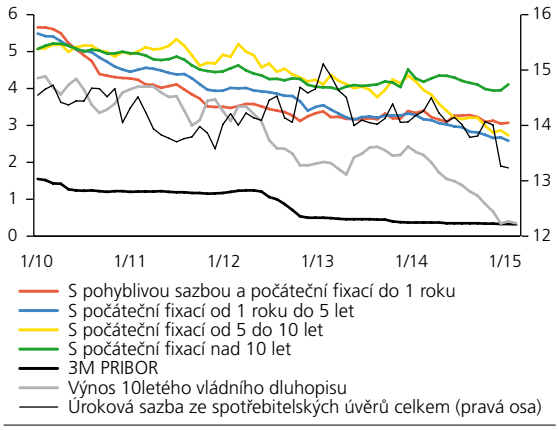
Úroková sazba z domácích korunových a eurových úvěrů nefinančním podnikům se pohybuje v blízkosti 2 %
(nové obchody, v %)



Graf III.5.17

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

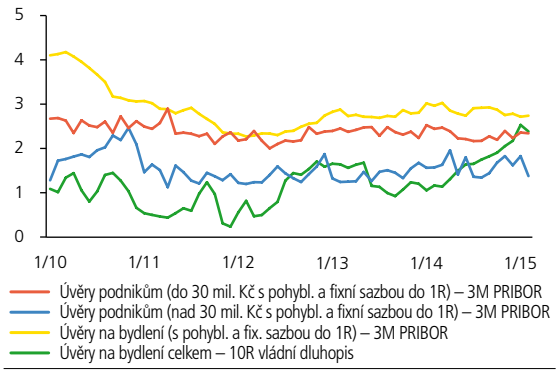
Úroková sazba z úvěrů domácnostem na bydlení a na spotřebu dále mírně klesala
(nové obchody, v %)



Graf III.5.18

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

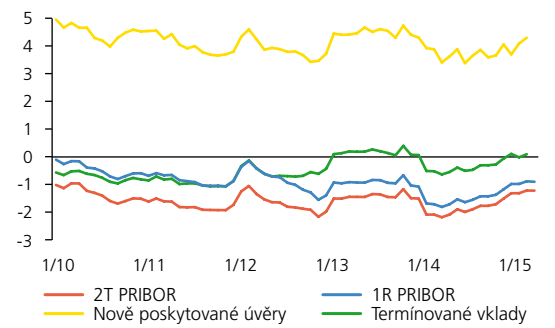
Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou z úvěrů domácnostem na bydlení bylo stabilní, zatímco u dlouhodobých sazeb přetrvávalo na značně zvýšené úrovni
(v procentních bodech)



Graf III.5.19

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se zvýšily nad 4 %
(v %)



U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** dále slabě snížila na 2,8 % (u hypoték dosáhla nového historického minima ve výši 2,5 %). Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují 67 % všech úvěrů na bydlení, slabě poklesla na 2,6 %. Obdobně se vyvíjela sazba s fixací od pěti do deseti let, což bylo v poslední době doprovázeno zvýšením podílu těchto úvěrů na 17 % (Graf III.5.17). Podle Hypoindexu poklesly sazby z hypoték i v březnu 2015. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou se výrazněji neměnilo. Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu přetrvávalo na zvýšené úrovni v důsledku minulého výrazného poklesu výnosu dlouhodobých vládních dluhopisů (Graf III.5.18). V eurozóně se sazba z úvěrů na bydlení rovněž dále snížila (2,4 %, Graf III.5.15), přičemž je oproti sazbě v ČR setrvale o něco nižší.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se v průběhu prvního čtvrtletí výrazně snížila na zhruba 13 % (Graf III.5.17). To bylo ovlivňováno zvýšenou konkurencí mezi bankami a nebankovními finančními zprostředkovateli a příznivějším vnímáním rizik celkové ekonomické situace a bonity některých klientů. Sazba ze spotřebitelských úvěrů však zůstává patrně vlivem vyššího úvěrového rizika značně nad úrovní eurozóny, kde se v průměru pohybuje v blízkosti 6 %.

Úrokové sazby z klientských vkladů se neměnily, přetrvávala však snaha některých bank o zatraktivnění sazeb z vkladů domácností s dohodnutou splatností. Sazba z jednodenních vkladů zůstala ve výši 0,3 % u domácností a 0,1 % u nefinančních podniků. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců zahrnující vklady ze stavebního spoření dosáhla 1,7 %. Sazba z krátkodobých a dlouhodobých vkladů domácností s dohodnutou splatností se zvýšila na 1,5 %, resp. 2,3 %. V eurozóně uvedené sazby většinou stagnovaly a aktuálně se nadále pohybují spíše na nižší úrovni než v ČR.

Reálné klientské úrokové sazby[48] se v posledním období mírně zvýšily vlivem snížení očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů dosáhly v únoru v průměru 4,3 % (Graf III.5.19). U podnikových úvěrů přitom reálná úroková sazba činila 0,6 %, u domácností u úvěrů na bydlení 1,4 % a u spotřebitelských úvěrů 11,7 %. Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů se vrátily do kladných hodnot (0,1 %). Pokles inflačních očekávání se projevuje i ve vývoji indexu reálných měnových podmínek tím, že výrazné uvolnění jeho úrokové složky zaznamenané na přelomu let 2013 a 2014 se v posledním období poněkud zmírnilo (viz BOX 3 Index měnových podmínek pro Českou republiku).

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

BOX 3
Index měnových podmínek pro Českou republiku

Box popisuje vývoj měnových podmínek v České republice prostřednictvím **indexu reálných měnových podmínek (RMCI)**. Index je ve své základní verzi spočítán jako vážený průměr odchylek domácích ex ante reálných úrokových sazeb a reálného měnového kurzu od rovnovážných hodnot (Graf 1). Složky indexu mají váhu 3:1 ve prospěch úrokové složky[49]. V tomto pojetí pak tento index popisuje souhrnné nastavení měnové politiky. Úrokovou složku indexu tvoří tržní úrokové sazby 3M PRIBOR upravené o inflační očekávání finančních trhů v ročním horizontu. Kurzová složka je vyjádřena odchylkou efektivního reálného měnového kurzu od středu intervalu odhadů jeho rovnovážných hodnot.

Důležitou otázkou přitom je, jakým způsobem působí měnové podmínky na poptávkovou stranu ekonomiky. Za tímto účelem byl zkonstruován **alternativní index měnových podmínek**. Ten popisuje šířeji pojaté měnové podmínky a byl inspirován literaturou zabývající se konstrukcí indexů finančních podmínek prostřednictvím tzv. FAVAR modelů. Měnové podmínky nejsou v tomto případě chápány pouze jako kombinace nastavení nástrojů měnové politiky, ale pohlíží se na jejich efektivní působení na jednotlivé sektory reálné ekonomiky. Alternativní index tak odráží měnové podmínky z hlediska jejich působení na konci transmisního mechanismu, tedy prostřednictvím úrokových sazeb relevantních pro každý sektor v ekonomice a reálného kurzu koruny. Nevýhodou tohoto indexu je, že není možné identifikovat zdroj jeho pohybu. To plyne z toho, že index není pouhou lineární kombinací vstupních řad, jako v základní verzi, protože váhy se mění v každém časovém období.

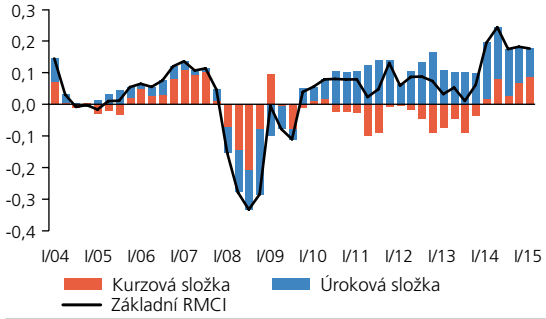
Z **vývoje obou indexů** (Graf 2) je patrné uvolnění měnových podmínek v období let 2005–2007 a jejich následné zpřísnění vlivem výrazného posílení kurzu koruny i zvýšení úrokových sazeb v reakci na přehřívání ekonomiky a rostoucí inflaci. Poté následovalo rychlé uvolnění měnových podmínek (dle základní verze indexu zejména v úrokové a dočasně i kurzové složce) v reakci na dopady globální finanční a hospodářské krize. Na přelomu let 2013 a 2014 je zřetelné další uvolnění měnových podmínek jak přímým vlivem oslabení koruny na reálný kurz (přijetí kurzového závazku ze strany ČNB), tak díky nárůstu inflačních očekávání. Od té doby jsou domácí reálné měnové podmínky výrazně uvolněné, nicméně jejich uvolnění se v poslední době poněkud zmírnilo vlivem poklesu inflačních očekávání analytiků finančního trhu v ročním horizontu.

49 Váhy indexu odpovídají kumulované síle impulzní odezvy mezery výstupu na úrokový šok (váha pro úrokovou složku) a kurzový šok (váha pro kurzovou složku). Kvůli robustnosti byl zvolen horizont 1–8 čtvrtletí, který v sobě zahrnuje standardní měnověpolitický horizont a zároveň v jeho rámci dle impulzních odezev dochází k realizaci i odeznění nejsilnějšího efektu úrokových a kurzových šoků na mezeru výstupu a inflaci.

GRAF 1 (BOX)

ZÁKLADNÍ VERZE RMCI

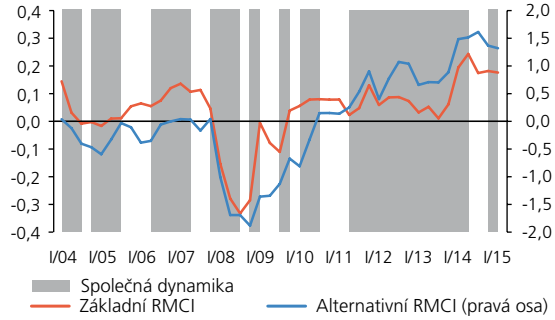
Měnové podmínky jsou od závěru roku 2013 výrazně uvolněné, nicméně jejich uvolnění se v poslední době poněkud zmírnilo vlivem poklesu inflačních očekávání
(kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak, zdroj: ČNB, vlastní výpočty)



GRAF 2 (BOX)

SROVNÁNÍ ZÁKLADNÍ A ALTERNATIVNÍ VERZE RMCI

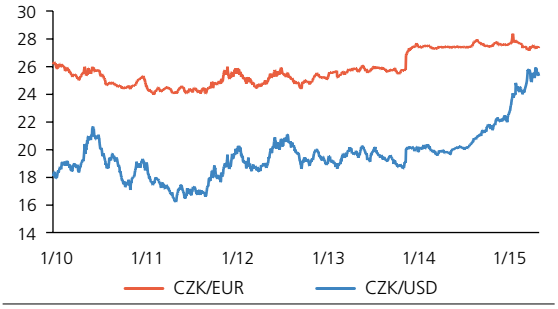
Oba indexy popisují vývoj reálných měnových podmínek v posledních letech velmi podobně
(u základního indexu kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám, u alternativního indexu růst hodnoty odpovídá uvolňování měnových podmínek, zdroj: ČNB, vlastní výpočty)



Graf III.5.20

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna v prvním čtvrtletí 2015 v průměru stagnovala vůči euru a oslabovala vůči americkému dolaru



III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl v prvním čtvrtletí 2015 hodnoty 27,6 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 0,7 % a mezičtvrtletní stagnaci (Graf III.5.20). Koruna nejprve na počátku čtvrtletí rychle oslabila z hodnoty 27,7 CZK/EUR až na 28,3 CZK/EUR na počátku druhé lednové dekády, poté se postupně do poloviny února vrátila na hodnotu 27,6 CZK/EUR, tj. k průměrné hodnotě druhé poloviny loňského roku. Od té doby se pohybuje na mírně silnějších úrovních v intervalu 27,2 až 27,6 CZK/EUR bez známky jasného trendu. Na konci druhé dubnové dekády se nacházela u hodnoty 27,4 CZK/EUR.

První čtvrtletí 2015 bylo **na světových finančních trzích** ve znamení prudkého oslabení eura a na něj navázaných měn. Oproti dolaru, jenu, renminbi a švýcarskému franku bylo oslabení větší než 10 %, zhruba poloviční bylo vůči britské libře, australskému a novozélandskému dolaru.

Relativně **prudké oslabení koruny** na počátku prvního čtvrtletí 2015 bylo vyvoláno očekáváním trhů, že ČNB pod vlivem informací o cenovém vývoji na hraně deflace zvýší hladinu svého kurzového závazku. Komentáře členů bankovní rady, zdůrazňující odlišnost hospodářského vývoje na počátku roku 2015 od situace na podzim 2013 (cenový vývoj způsobený nabídkovým šokem, nikoliv poklesem poptávky, a relativně silný hospodářský růst oproti tehdejšímu hospodářskému poklesu) a ochotu tolerovat za těchto podmínek dočasně i velkou odchylku inflace od inflačního cíle, vedly k návratu kurzu koruny k hodnotám kolem 27,6 CZK/EUR. Další mírné posílení koruny bylo vyvoláno komentáři prezidenta republiky, nečekaným opuštěním kurzového závazku centrální bankou Švýcarska (po němž švýcarský frank prudce posílil) a rozhodnutím ECB o spuštění kvantitativního uvolňování. Vývoj kurzu koruny v dosavadním průběhu roku 2015, podobně jako v průběhu celého roku 2014, nadále nebyl ovlivňován faktickými intervencemi ČNB na devizových trzích.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** v prvním čtvrtletí 2015 činil 24,6 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 22,5 % a mezičtvrtletní oslabení o 11,1 %. V průběhu čtvrtletí koruna vůči dolaru oslabovala z hodnot kolem 22,9 CZK/USD až na cca 26 CZK/USD v polovině března. Poté se stabilizovala na mírně silnějších hodnotách. Na konci druhé dubnové dekády se pohybovala kolem hodnoty 25,6 CZK/USD. Výrazné oslabení koruny bylo spojeno s prudkým oslabením eura a na něj navázaných měn vůči většině ostatních směnitelných měn vlivem kvantitativního uvolňování ECB.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci[50] ve čtvrtém čtvrtletí 2014 znamenaly oslabení meziroční dynamiky růstu výkonů i výsledku hospodaření (Graf III.5.21), které bylo zřejmě spojeno zejména s odeznívajícím vlivem meziročního oslabení kurzu koruny z listopadu 2013. Velmi rychlý růst výkonů z předchozích tří čtvrtletí se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zmírnil. Přitom výkonová spotřeba rostla – na rozdíl od předchozího čtvrtletí – mírně rychleji než výkony, což se projevilo ve zmírnění tempa meziročního růstu účetní přidané hodnoty. Zpomalení dynamiky růstu hrubého provozního přebytku (resp. provozního zisku) bylo ještě výraznější,[51] když předchozí dvouciferný růst se snížil zhruba na třetinu. Přesto však stále dosahoval poměrně vysokých hodnot přesahujících úroveň 5 %.

V souhrnu přispělo nejvíce k oslabení tvorby provozního zisku sledovaných podniků v závěru roku 2014 zpomalení růstu tržeb za vlastní výrobky, které tvoří hlavní složku výkonů. Také mírné meziroční zvýšení **materiálové náročnosti** výkonů[52] ve čtvrtém čtvrtletí (o 0,1 procentního bodu) po předchozím poklesu se částečně podílelo na zmírnění růstu provozního zisku ve sledovaném období (Tab. III.5.3). **Mzdová náročnost výkonů**[53] ještě mírně meziročně klesala, i když osobní náklady se při souběhu rostoucího počtu zaměstnanců a objemu vyplacených mezd meziročně zvýšily více než v předchozím čtvrtletí. Výkony však nadále rostly rychleji než osobní náklady, pouze rozdíl jejich meziročního tempa se zřetelně snížil.

V rámci odvětví byl meziroční růst tržeb, výkonů a provozního zisku i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 převážně tažen podniky ve zpracovatelském průmyslu, avšak v podstatně menší míře než v předchozích čtvrtletích (Graf III.5.22). Jejich podíl na vytvořeném hrubém provozním přebytku stále ještě přesahoval 50 %. Z pohledu **vlastnické struktury podniků** pak nejvíce ovlivňovaly dynamiku tohoto ukazatele podniky pod zahraniční kontrolou, jejichž produkce je převážně směrována na vývoz. Meziroční růst hrubého provozního zisku byl v tomto segmentu podniků i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvyšší (8,7 %) a jejich podíl na dosaženém růstu provozního zisku se nadále pohyboval na úrovni 60 %. Vývoj hospodaření podniků ve vlastnictví rezidentů byl méně příznivý, když meziroční růst jejich provozního přebytku dosáhl pouze 0,3 %.

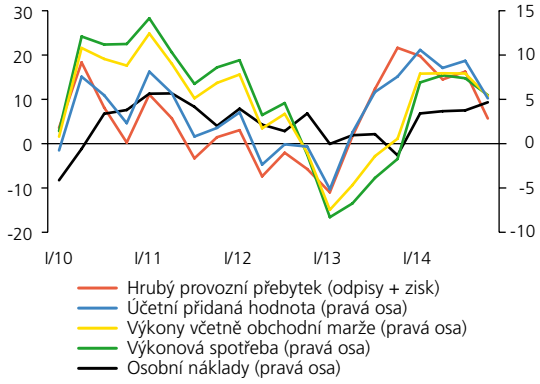
Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)[54] ukazují ve čtvrtém čtvrtletí 2014 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků. Zpomalení

50 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2014 více než 9 tisíc nefinančních podniků.
51 Přispěl k tomu navíc meziroční nárůst osobních nákladů.
52 Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.
53 Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.
54 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2014 více než 1,7 tisíce nefinančních podniků.

Graf III.5.21

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Růst hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zvolnil
(meziroční změny v %)



Tab. III.5.3

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ NEFINAČNÍCH PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů se mírně zvýšila, zatímco mzdová náročnost výkonů setrvala v mírném poklesu

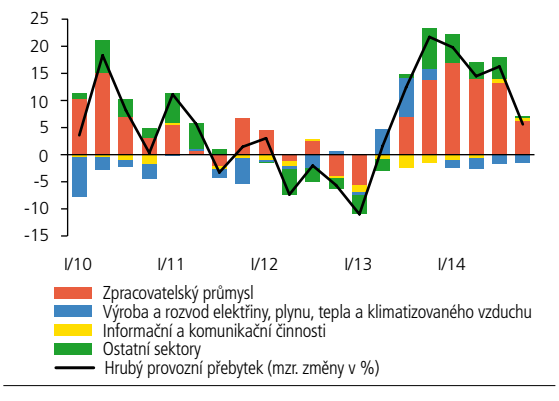
	4. čtvrtletí 2013	4. čtvrtletí 2014	Meziroční změna v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč)[a]	1 477,8	1 557,2	5,4
Osobní náklady (mld. Kč)	218,5	228,7	4,7
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1 089,1	1 148,7	5,5
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	388,7	408,5	5,1
Tržby (mld. Kč)	1 987,1	2 104,1	5,9
Hrubý provozní přebytek (mld. Kč)	170,2	179,8	5,7
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě (v %) [a]	56,2	56,0	-0,2
Podíl výkonové spotřeby na výkonech (v %) [a]	73,7	73,8	0,1
Podíl osobních nákladů na výkonech (v %) [a]	14,8	14,7	-0,1
Podíl přidané hodnoty na výkonech (v %) [a]	26,3	26,2	-0,1
Míra marže – podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě (v %)	43,8	44,0	0,2

a) propočet ČNB

Graf III.5.22

VÝVOJ PROVOZNÍHO ZISKU V ODVĚTVÍCH

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



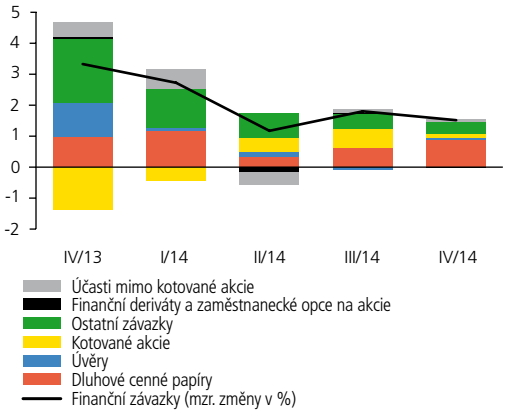
meziročního růstu hrubého provozního přebytku bylo však mírnější než v širším segmentu podniků nad 50 zaměstnanců. V segmentu velkých podniků je provozní přebytek rovněž nejvíce vytvářen podniky zpracovatelského průmyslu.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Graf III.5.23

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

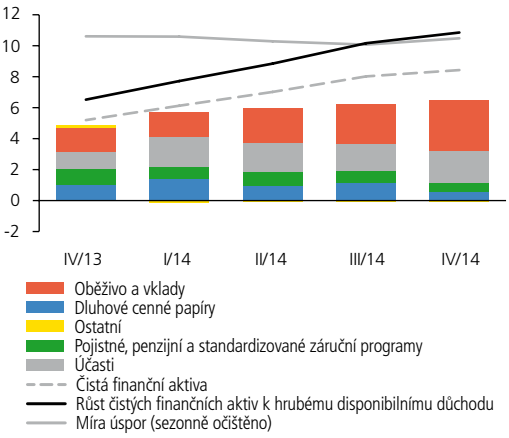
Růst finančních závazků podniků mírně zpomalil vlivem nižšího příspěvku kotovaných akcií a ostatních závazků
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.5.24

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Růst hrubých i čistých finančních aktiv domácností opět zrychlil zejména díky rostoucímu příspěvku oběživa a vkladů
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



Meziroční tempo růstu **finančních závazků nefinančních podniků** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně snížilo na 1,5 % (Graf III.5.23). K tomu přispěla nižší dynamika kotovaných akcií vlivem přecenění a nižší přírůstek ostatních závazků zejména vlivem poklesu obchodních úvěrů a záloh. Naopak vyššího příspěvku dosáhly dluhové cenné papíry a úvěry. Meziroční růst dluhových cenných papírů je robustní, naproti tomu dynamika úvěrů je stále slabá. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** ve čtvrtém čtvrtletí zpomalil na 2,2 %. Nejvíce k tomu přispěly cenné papíry a půjčky. Naopak vyššího příspěvku dosáhly oběživo a vklady. V posledním roce zpomaloval u podniků jak růst finančních aktiv, tak finančních závazků. Vlivem nižšího tempa růstu závazků oproti aktivům se přitom celková záporná čistá finanční pozice podniků dále zlepšila.

Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí v jejich finančních ukazatelích. Pohotová likvidita[55] podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále výrazně rostla. Poměrový ukazatel tržního financování[56] mírně klesl. Solventnost podniků vyjádřená poměrem celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 snížila v důsledku nižšího meziročního růstu finančních aktiv (zejména poklesu držených dluhových cenných papírů a poskytnutých půjček).

Domácnosti jsou tradičně čistými věřiteli v národním hospodářství. Meziroční růst **čistých finančních aktiv domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zrychlil na 8,4 % a jejich přírůstek oproti stejnému období roku 2013 představoval bezmála 11 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.24). Růst hrubých **finančních aktiv** mírně zrychlil na 6,4 % meziročně. K tomu nejvíce přispěly oběživo a vklady (v jejich rámci zejména převoditelné vklady[57]). Meziroční růst vkladů domácností v minulých čtvrtletích postupně zrychloval a ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl 6 %. V rámci účastí mírně zrychlil růst hodnoty akcií a podílových listů držených domácnostmi v investičních fondech. Ostatní kategorie finančních aktiv rostly přibližně stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí. Meziroční růst **finančních závazků domácností** se oproti minulému čtvrtletí nezměnil, když dosáhl 2,3 %. Dominantní příspěvek k tomu tradičně mají dlouhodobé půjčky.

55 Ukazatel je získán na základě podílu, kde v čitateli je obsaženo oběživo, převoditelné vklady, krátkodobé dluhové cenné papíry, poskytnuté krátkodobé půjčky a ve jmenovateli krátkodobé emitované dluhové cenné papíry a přijaté krátkodobé půjčky.
56 Ukazatel tvoří podíl emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií k celkovým závazkům.
57 Jedná se o vklady na běžných účtech (netermínované vklady), termínované vklady jsou obsaženy v kategorii Ostatní vklady.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Na začátku roku 2015 rostly **nabídkové ceny starších bytů** v Praze opět vysokými tempy. Růst těchto cen podle údajů ČSÚ mírně zrychlil na 5,8 %, podle alternativních údajů IRI dále meziročně akceleroval na výrazných 12,6 % (Graf III.5.25). Oproti tomu v mimopražských regionech se nabídkové ceny bytů v prvním čtvrtletí 2015 zvyšovaly umírněnými tempy, když podle ČSÚ dosáhl jejich meziroční růst jen 1,2 %. Jak ukazují data IRI, i v rámci mimopražských regionů byl vývoj cen bytů nadále diferencovaný, když se pohyboval v rozmezí od -3 % do 11,3 %.[58]

Zrychlující dynamiku cen bytů potvrzují i nové údaje **realizovaných cen z výběrového šetření** ČSÚ.[59] Tyto ceny se ke konci roku 2014 v Praze meziročně zvýšily o 5,7 %, mimo Prahu pak o 6,0 %. Meziroční růst cen nových bytů v Praze byl podle tohoto šetření mírnější, když dosáhl 1,6 %. Nižší dynamika cenového vývoje tohoto typu bytů však souvisí s nižšími poklesy v průběhu finanční krize: zatímco starší byty v Praze zaznamenaly poklesy cen až o 15 %[60], nové byty jen o 9,5 %.

V souhrnu zvyšující se nabídkové i realizované ceny potvrzují oživování trhu nemovitostí z druhé poloviny minulého roku. Zatímco v minulosti bylo toto oživení značně diferencované podle regionů, nyní se zdá, že růst cen v Praze již začíná být doprovázen i zvyšováním cen v ostatních městech. Oživení trhu potvrzuje i další nárůst prodejů nových bytů z developerských projektů v Praze. Poté, co za celý rok 2014 prodeje meziročně vzrostly o 18,6 %, v prvním čtvrtletí 2015 pokračovaly v ještě rychlejším růstu, který dosáhl 37 %.[61]

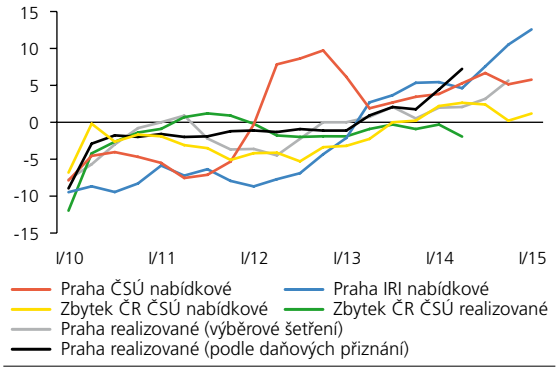
Poměrové ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí se v prvním čtvrtletí 2015 vyvíjely diferencovaně (Graf III.5.26). Indikátory dostupnosti bydlení[62], tedy **poměr ceny bytu a průměrné mzdy**, resp. **disponibilního důchodu**, se v reakci na nárůst cen mezičtvrtletně zvýšily o 1,2 %, resp. 1,1 %. Jejich aktuální výše se pohybuje 3,5 %, resp. 4,1 % nad jejich minimální úrovní z počátku roku 2013. **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** se mezičtvrtletně snížil o 1,0 % a nacházel se rovněž blízko svých minimálních hodnot. S tím související nárůst výnosu z pronájmu bytu v kombinaci s poklesem dlouhodobých úrokových sazeb otevírá prostor pro investiční nákupy nemovitostí financované hypotékou.

Graf III.5.25

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Růst cen bytů na počátku roku 2015 zrychloval, zejména v Praze

(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)

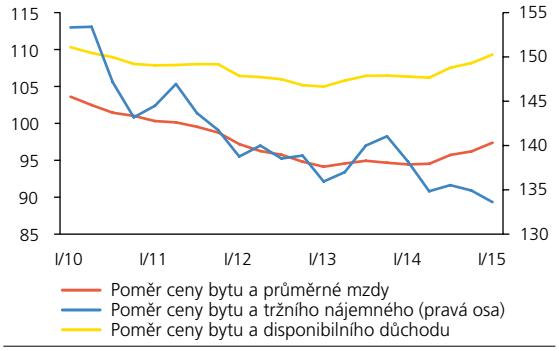


Graf III.5.26

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ I

Poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu rostl, zatímco podíl ceny bytu a nájemného dále klesal

(průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



58 Průměrný růst činil 4,1 %, nejvyššího růstu bylo dosaženo v Brně.

59 Nové údaje o realizovaných cenách z daňových přiznání nebyly od poslední ZOI uveřejněny, poslední dostupná data z tohoto zdroje jsou tak z poloviny roku 2014, přičemž se jedná stále pouze o odhady.

60 Údaj za realizované ceny z výběrových šetření, realizované ceny z daňových přiznání poklesly o 18,5 %.

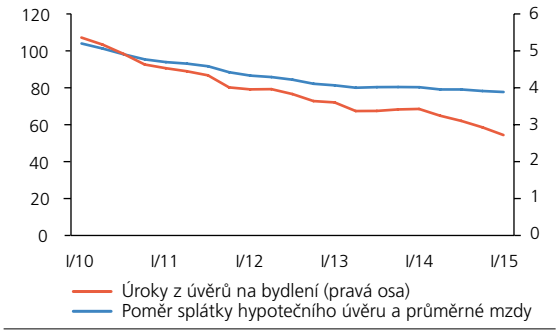
61 Jedná se o jednotný údaj společností Ekospol, Skanska Reality a Trigema. Tyto údaje jsou jediným v současnosti dostupným údajem o realizovaných transakcích, když dřívější informace o počtu vkladů řízení dle ČÚZK přestaly být od konce roku 2013 publikovány v souvislosti s legislativními změnami (nový občanský zákoník). V březnu 2015 byly sice ČÚZK publikovány nové údaje za rok 2014, ty však nejsou s předchozími daty srovnatelné.

62 Při výpočtu indikátorů dostupnosti bydlení byl pro první čtvrtletí 2015 nárůst realizovaných cen bytů aproximován růstem nabídkových cen dle ČSÚ.

Graf III.5.27

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ II

Poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy se díky poklesu úroků z úvěrů na bydlení nacházel na svém historickém minimu
(průměr 2004–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, ČNB)



Alternativní indikátor dostupnosti bydlení propočtený jako **poměr splátky hypotečního úvěru a průměrné mzdy**[63] se naopak ve stejném období dále snížil o 0,7 % a nacházel se na svém historickém minumu, a to díky poklesu úrokových sazeb z hypotečních úvěrů na bydlení (Graf III.5.27).

Oživení trhu nemovitostí je taženo růstem domácí ekonomické aktivity, navazujícím zlepšováním situace na trhu práce i poklesy úrokových sazeb úvěrů na bydlení. Ukazatele udržitelnosti cen bydlení v souhrnu neindikují nadhodnocení cen nemovitostí, avšak alternativní odhady využívající ekonometrických metod již začínají signalizovat nadhodnocení cen ve výši cca 2,5 %, které se ovšem pohybuje jen těsně nad hranicí statistické významnosti. Pro zbytek roku 2015 lze očekávat pokračující růst cen nemovitostí obdobným tempem jako v průběhu prvního čtvrtletí 2015. Současně by se měla k sobě přibližovat dynamika nabídkových a realizačních cen a cen v Praze a ve zbytku ČR.

63 Pro výpočet tohoto ukazatele je uvažována vzorová hypotéka s fixními parametry LTV 65 % a splatnosti 20 let.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE[64]

Pro vývoj platební bilance ve čtvrtém čtvrtletí 2014 byl charakteristický vysoký přebytek bilance zboží a služeb, k němuž opětovně přispěl růst přebytku zboží. Jeho dopad do běžného účtu byl však téměř kompenzován schodkem prvotních důchodů, spojeným zejména s důchody z přímých investic ve formě dividend vyplacených nerezidentům. V rámci finančního účtu byly čisté půjčky do zahraničí (tj. čistý odliv) z portfoliových investic a přírůstek rezervních aktiv mírně převáženy čistými výpůjčkami ze zahraničí (tj. čistým přílivem) u zbývajících tří bilancí, především čistými výpůjčkami z ostatních investic. Ty souvisely zejména s navýšením vkladů přijatých od nerezidentů u bankovního sektoru.

III.6.1 Běžný účet

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhl **běžný účet** po dvou čtvrtletích schodků mírného přebytku 5,0 mld. Kč a meziročně se jeho saldo zvýšilo o více než 10 mld. Kč. Přechod běžného účtu ze schodku do přebytku souvisel s vývojem bilancí prvotních důchodů a zboží (Graf III.6.1). Roční klouzavý přebytek běžného účtu se ve srovnání s předchozím čtvrtletím zvýšil o více než 10 mld. Kč. Také roční klouzavý poměr přebytku běžného účtu k HDP se nepatrně zvýšil a dosáhl 0,6 %.

Bilance **zboží** skončila ve čtvrtém čtvrtletí 2014 přebytkem 41,6 mld. Kč, který se nadále meziročně zvyšoval, tentokrát o více než 14 mld. Kč. K růstu tohoto přebytku přispěl zejména cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací a méně i vývoj v reálném vyjádření. Meziroční tempo růstu obchodního obratu ve čtvrtém čtvrtletí dále zpomalilo a po třech čtvrtletích dvouciferného růstu kleslo na necelých 8 %. Zřetelné zmírnění meziročního oslabování koruny vůči euru a výpadky vývozu na některé východní trhy, především pak do Ruska, vedly při stagnující dynamice poptávky v eurozóně ke snížení nominálního růstu vývozu na necelých 9 %. Zpomalení dynamiky dovozu v běžných cenách souviselo se zvolněním růstu celkové domácí poptávky a s propadem ceny ropy. Cenový efekt zpomalení oslabování koruny vůči euru byl v případě dovozu zboží z velké části vyvažován rychlým oslabováním koruny vůči dolaru. Z pohledu zbožové struktury meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivnilo zmírnění schodku skupiny nerostných paliv (Graf III.6.2), zejména díky výraznému snížení ceny ropy a v menší míře i plynu. V průběhu prvního čtvrtletí 2015 meziroční růst celkového přebytku dále pokračoval a za leden až únor dosáhl 5 mld. Kč.

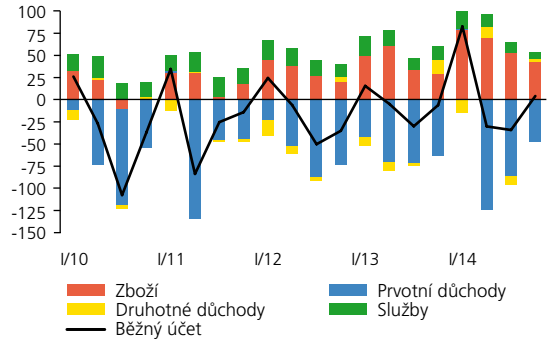
64 Společně s údaji za čtvrté čtvrtletí 2014 byly zveřejněny revidované údaje za rok 2013 a za první až třetí čtvrtletí 2014. V rámci běžného účtu byly nejvýznamnější revize zaznamenány v roce 2013 u prvotních důchodů, jejichž schodek se v důsledku snížení důchodů z přímých investic na výdajové straně zmírnil o téměř 31 mld. Kč. V rámci finančního účtu nejvýznamnější změny nastaly v roce 2013 u přímých investic, kde došlo v souvislosti se zvýšením čistého pořízení aktiv ke korekci salda o téměř 65 mld. Kč (původně byl vykázán čistý příliv, nyní čistý odliv 7,4 mld. Kč).

Graf III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

Běžný účet přešel ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ze schodku do přebytku zejména v důsledku snížení schodku prvotních důchodů

(v mld. Kč)

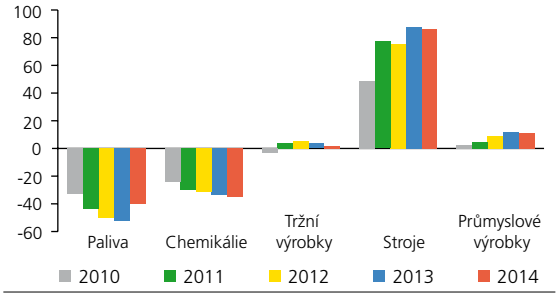


Graf III.6.2

ZAHRANIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM

Meziroční růst přebytku zahraničního obchodu se zbožím byl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvýrazněji ovlivněn snížením schodku nerostných paliv

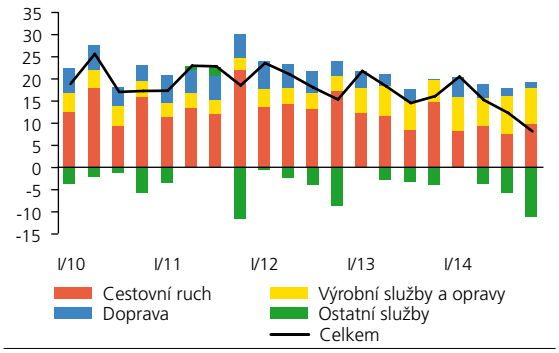
(čtvrté čtvrtletí příslušného roku v mld. Kč, v národním pojetí)



Graf III.6.3

SLUŽBY

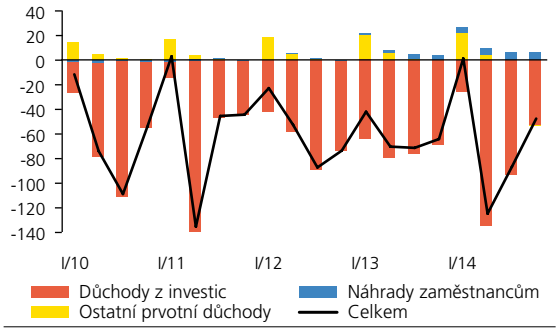
Pokles přebytku bilance služeb ve čtvrtém čtvrtletí 2014 byl zejména výsledkem prohloubení schodku ostatních služeb
(v mld. Kč)



Graf III.6.4

PRVOTNÍ DŮCHODY

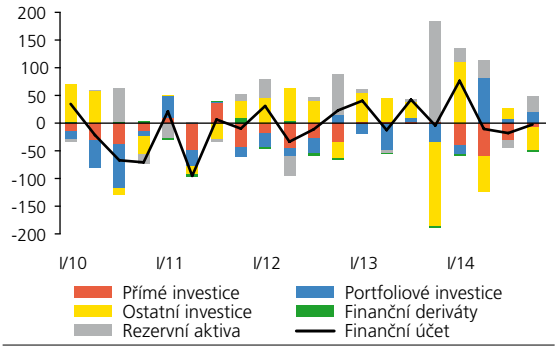
V rámci prvotních důchodů došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 především ke zmírnění schodku důchodů z investic
(v mld. Kč)



Graf III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Na finančním účtu byly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvýznamnější čisté výpůjčky z ostatních investic
(v mld. Kč)



K přebytku výkonové bilance přispěla bilance **služeb** ve výši 8,1 mld. Kč (Graf III.6.3). Meziročně se ale přebytek služeb ve čtvrtém čtvrtletí opět snížil, a to o téměř 8 mld. Kč. Na dosaženém přebytku se nejvýznamněji podílel cestovní ruch (9,7 mld. Kč) a bilance výrobních služeb a oprav. Mírným přebytkem skončila i bilance dopravy. Ostatní služby zaznamenaly naopak schodek (-11,1 mld. Kč), související zejména se schodkem finančních služeb přímo účtovaných a dále se schodky v položkách poplatky za využívání duševního vlastnictví a odborné a poradenské služby. Také meziroční zmírnění celkového přebytku bylo dáno zejména prohloubením schodku ostatních služeb v důsledku rychlého růstu výdajů na finanční služby. Výrazně se však na něm podílel i růst výdajů na cestovní ruch.

Oproti přebytkové bilanci zboží a služeb dosáhly **prvotní důchody** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 schodku 47,9 mld. Kč, který se nicméně meziročně o necelých 17 mld. Kč snížil. Zmírnění celkového deficitu bylo spojeno především s poklesem schodku důchodů z přímých investic v důsledku nižších dividend vyplacených nerezidentům a zhruba ve stejném rozsahu i nižší předpokládané hodnoty zisku reinvestovaného v ČR. Rozhodující složku celkové bilance ale i tak nadále představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající hlavně ze schodku důchodů z přímých investic ve výši 51,9 mld. Kč. Mírný schodek vykázaly i důchody z portfoliových investic v souvislosti s platbou úroků z dluhopisů nerezidentům. Ve směru zmírnění celkového schodku působil zejména přebytek náhrad zaměstnancům.

Druhotné důchody skončily mírným přebytkem 3,3 mld. Kč, který se meziročně snížil o téměř 13 mld. Kč. Jejich nejvýznamnější součástí byly čisté příjmy z běžné mezinárodní spolupráce, které dosáhly téměř 19 mld. Kč. Ve velkém rozsahu však byly korigovány schodky v dalších položkách, především u odvodů ČR odvozených z DPH a HNP do rozpočtu EU a dále schodkem transferů sociálních příspěvků. Čisté čerpání zdrojů z rozpočtu EU vykazované v rámci druhotných důchodů celkově dosáhlo 10,3 mld. Kč a meziročně se snížilo o téměř 11 mld. Kč. Meziroční pokles celkového přebytku tak nejvíce souvisel právě s nižším čerpáním zdrojů z rozpočtu EU vlivem nižších příjmů a současně i vyšších výdajů.

III.6.2 Kapitálový účet

Rovněž **kapitálový účet** skončil ve čtvrtém čtvrtletí 2014 přebytkem (7,7 mld. Kč), vyplývajícím především z čerpání prostředků z rozpočtu EU ve výši 6,9 mld. Kč. Jeho meziroční pokles o 14 mld. Kč souvisel podobně jako v případě druhotných důchodů zejména s nižším čerpáním zdrojů z EU.

III.6.3 Finanční účet

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zaznamenal **finanční účet** čisté výpůjčky ze zahraničí (čistý příliv) v rozsahu 1,9 mld. Kč, související především s čistým přílivem ostatních a přímých investic. Souhrnný čistý příliv byl však téměř vyvážen přírůstkem rezervních aktiv a čistými půjčkami do zahraničí (čistým odlivem) z portfoliových investic (Graf III.6.5).

Přímé investice dosáhly ve čtvrtém čtvrtletí čistých výpůjček ze zahraničí 6,3 mld. Kč, zatímco ve stejném období minulého roku skončily mírným čistým odlivem (Graf III.6.6). Příliv zahraničních investic do ČR dosáhl téměř 22 mld. Kč a zhruba ze dvou třetin byl spojen s předpokládanou hodnotou reinvestic zisku. Přispěl k němu i čistý přírůstek závazků v akciích a ostatních účastech (příliv do základního kapitálu), zatímco v dluhových nástrojích mírně převážilo čisté splácení úvěrů. České investice v zahraničí souvisely především s růstem čistého pořízení aktiv v úvěrových vztazích a s reinvesticemi zisku. K meziročnímu přechodu přímých investic z čistého odlivu do čistého přílivu přispělo zmírnění růstu českých investic v zahraničí v akciích a účastech i v úvěrových vztazích.

Na rozdíl od přímých investic skončily **portfoliové investice** čistými půjčkami do zahraničí (čistým odlivem), a to ve výši 19,4 mld. Kč, zatímco ve stejném období minulého roku dosáhly čistého přílivu (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy zahraničních dluhopisů, především finančními institucemi a domácnostmi, které dosáhly téměř 25 mld. Kč. Mírně se zvýšila i držba zahraničních účastí a podílů v investičních fondech rezidenty. Také v obchodování s tuzemskými cennými papíry celkově převážily nákupy. Byly však spojeny pouze s nákupy českých dluhopisů zahraničními investory, zatímco v případě akcií velmi mírně převážily prodeje. K meziroční změně v tocích portfoliových investic v rozsahu 53 mld. Kč přispěl zejména vývoj dluhových cenných papírů, spojený s výrazným růstem zájmu rezidentů o zahraniční dluhopisy a současným výrazným poklesem nákupů tuzemských dluhopisů nerezidenty.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo k čistým výpůjčkám (čistému přílivu) 2,0 mld. Kč, jejichž výše se meziročně téměř nezměnila.

U **ostatních investic** byly zaznamenány čisté výpůjčky ze zahraničí (čistý příliv) v rozsahu 42,8 mld. Kč. K celkovým čistým výpůjčkám přispěl hlavně čistý příliv prostřednictvím bankovního sektoru včetně ČNB, který dosáhl 43,3 mld. Kč. Souvisel zejména s navýšením vkladů přijatých od nerezidentů. Mírným čistým přílivem skončila i pozice podnikového sektoru, ovlivněná splácením obchodních úvěrů nerezidenty. Sektor vlády vykázal naopak mírný čistý odliv, související se splácením úvěrů od EIB. Výrazné meziroční zmírnění celkových čistých výpůjček o téměř 110 mld. Kč bylo spojeno především s nižším čistým přílivem zdrojů v rámci bankovního sektoru.

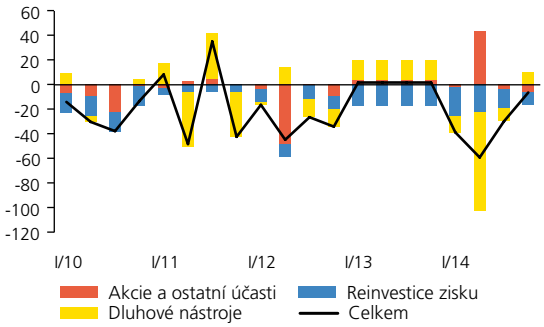
Rezervní aktiva se po poklesu ve třetím čtvrtletí v důsledku kladného salda transakcí pro klienty ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zvýšila o 29,7 mld. Kč (Graf III.6.8).

Graf III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

K čistým výpůjčkám z přímých investic ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvýznamněji přispěly reinvestice zisku

(v mld. Kč)

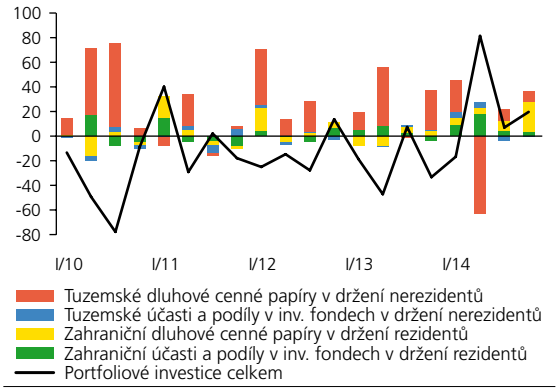


Graf III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zaznamenaly portfoliové investice čisté půjčky zejména v důsledku nákupu zahraničních dluhopisů rezidenty

(v mld. Kč)

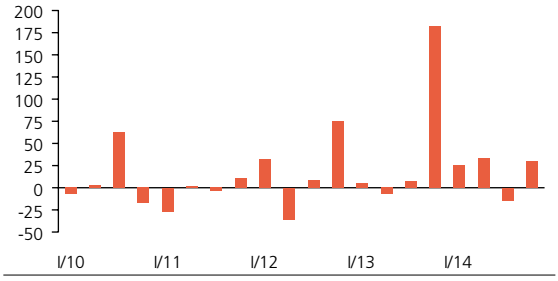


Graf III.6.8

REZERVNÍ AKTIVA

Rezervní aktiva se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 vlivem kladného salda transakcí pro klienty ČNB zvýšila

(v mld. Kč)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Vnější ekonomické prostředí bylo nadále ovlivňováno slabým kurzem eura vůči dolaru. Ten spolu s nízkými cenami energií poskytoval podporu mírně zrychlujícímu hospodářství eurozóny a naopak zpomaloval ekonomický růst v USA, který nicméně zůstává oproti eurozóně více než dvojnásobný. Deflace v eurozóně se díky zastavení propadu cen komodit a oslabujícímu euru postupně zmírňuje. V USA byl vývoj inflace rovněž celkově utlumený, když snížení cen ropy a silný dolar působily proti cenovému růstu. Výhled kurzu USD/EUR zohledňuje jak uvolněnou měnovou politiku ECB, tak předpokládané zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu.

III.7.1 Eurozóna

Tempo růstu **HDP v eurozóně** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále nepatrně zrychlilo, a to jak v mezičtvrtletním, tak meziročním vyjádření (o 0,1 procentního bodu na 0,3 %, resp. 1,1 %; Graf III.7.1). K vyššímu meziročnímu růstu produktu přispěla zrychlující dynamika soukromé spotřeby. V opačném směru působila změna stavu zásob. Roční kumulovaný přebytek běžného účtu v poměru k HDP dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 hodnoty 2,1 %. Za celý rok 2014 dosáhl růst HDP 1,1 %, což představuje po hospodářských poklesech z předchozích dvou let znatelné zrychlení. Z jednotlivých zemí rostla v roce 2014 nejrychleji ekonomika Irska a mírný růst zaznamenalo po šesti letech poklesu také Řecko. Naopak výrazně poklesla ekonomika Kypru a v menší míře také Finska a Itálie.

V roce 2015 by měl hospodářský růst eurozóny zrychlit na cca 1,5 % (Graf III.7.2), v roce 2016 by se pak měl zvýšit o další 0,3 procentního bodu. Průmyslová produkce v únoru jak meziměsíčně, tak meziročně výrazně zrychlila. Předstihový indikátor PMI v průmyslu navíc v březnu dále vzrostl; jeho prvotní odhad pro duben pak sice zaznamenal mírnou korekci, přesto však naznačuje optimistické výhledy průmyslového sektoru podporovaného nízkými cenami ropy a slabým kurzem eura. V lednu a únoru se příznivě vyvíjel i meziroční růst reálných maloobchodních tržeb, i když oproti předchozímu měsíci tržby mírně poklesly. Míra nezaměstnanosti se v únoru snížila jen nepatrně (na 11,3 %), když ekonomický růst zatím není dostatečně rychlý na to, aby se odrazil v jejím výraznějším poklesu.

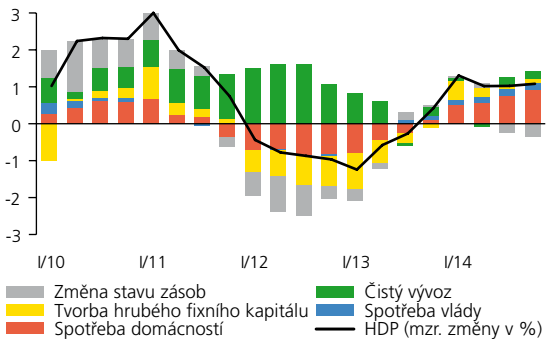
Pokles **spotřebitelských cen v eurozóně** dosáhl svého dna v lednu 2015 (-0,6 %). Od té doby je patrný postupný obrat, když v březnu dosáhl meziroční pokles cen již jen 0,1 % (Graf III.7.3). Toto zmírnění deflace je dáno cenami energií a potravin, neboť jádrová inflace byla víceméně stabilní a v březnu činila 0,6 %. Za celý rok 2014 poklesla celková průměrná inflace o 1 procentní bod na 0,4 %. Její letošní hodnoty budou na jedné straně ovlivněny nízkými cenami ropy, na druhé straně bude působit uvolněná měnová politika ECB a slabší kurz eura.

Graf III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nepatrně zrychlil a byl podpořen zejména spotřebou domácností

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

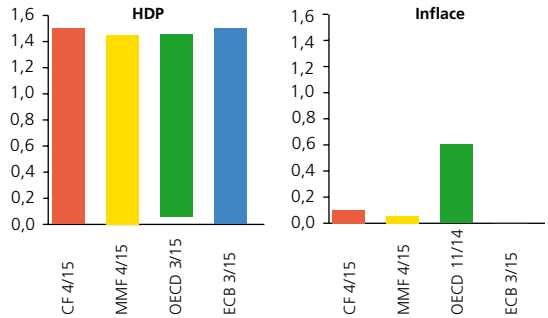


Graf III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE HICP PRO EUROZÓNU NA ROK 2015

Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2015 dále zrychlit k 1,5 %, inflace by měla zůstat nízká

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



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

Peněžní agregát M3 od května setrvale zrychluje své meziroční tempo růstu (na 4 % v únoru 2015). Dubnový CF očekává v roce 2015 zhruba stagnaci cenové hladiny (resp. zvýšení jen o 0,1 %), v příštím roce by se však inflace měla zvýšit na hodnotu 1,2 % (Graf III.7.2).

Na dubnovém zasedání ponechala **ECB** své základní úrokové sazby beze změny a bude nadále pokračovat v rozšířeném programu nákupu dluhopisů, dokud inflace nebude na jejím cíli.[65] Současná uvolněná měnová politika ECB se odráží v poklesu klientských úrokových sazeb a podle dubnového šetření úvěrových podmínek také v uvolnění úvěrových standardů u podnikových a spotřebních úvěrů. Výnosy většiny vládních dluhopisů klesaly napříč splatnostmi z důvodu jejich nákupů ze strany ECB. Výnosy pětiletých dluhopisů několika zemí klesly do záporných hodnot, kam se blíží i výnosy 10letého německého dluhopisu. Odlišný vývoj je ale u řeckých státních dluhopisů, kde panují obavy z neschopnosti státu dostát v nadcházejících měsících svým závazkům vůči věřitelům. V této souvislosti byl Řecku snížen rating agenturou S&P a výnosy dluhopisů, stejně jako prémie na CDS, výrazně rostou.

Meziroční hospodářský růst v Německu zesílil ve čtvrtém čtvrtletí 2014 o 0,3 procentního bodu na 1,5 % zejména díky urychlení růstu spotřeby domácností a vlády. Pokles zásob naopak růst tlumil a zmenšil se kladný příspěvek čistého vývozu (Graf III.7.4). Za celý minulý rok HDP vzrostl o 1,6 % po růstu o 0,1 % v roce 2013. Zlepšil se vývoj všech složek domácí poptávky a významně přispěl také nárůst čistého vývozu.

Rovněž **mezičtvrtletní tempo růstu** německé ekonomiky se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 výrazně zvýšilo a po dvou čtvrtletích stagnace na velmi nízkých hodnotách (-0,1 %, resp. 0,1 %) se vrátilo k vysoké dynamice ze začátku roku (0,7 %). Silný růst byl zejména výsledkem zvýšení investic, které v předchozím čtvrtletí klesaly, a čistého vývozu.

Dubnový CF očekává pro první čtvrtletí letošního roku mírné mezičtvrtletní i meziroční zpomalení hospodářského vývoje, avšak příznivý celoroční výhled tím není ohrožen. CF opakovaně zvyšuje své odhady dynamiky HDP pro roky 2015 i 2016 a dubnová předpověď předpokládá dosažení růstu 1,9 %, resp. 2 %. Vedle klesajících cen ropy, slábnoucího kurzu eura vůči americkému dolaru a nízkých úrokových sazeb je hlavním zdrojem predikce silného růstu zlepšující se nálada německých spotřebitelů, která je odrazem klesající nezaměstnanosti, rostoucí zaměstnanosti a zvyšování reálných mezd. Tato očekávání jsou podpořena vývojem předstihových ukazatelů, které se sice převážně mírně snížily, ale zůstávají výrazně nad svým dlouhodobým průměrem. Naproti tomu obnovení bojů na Ukrajině nebo případný řecký odchod z eurozóny by mohly očekávanou hospodářskou dynamiku ohrozit.

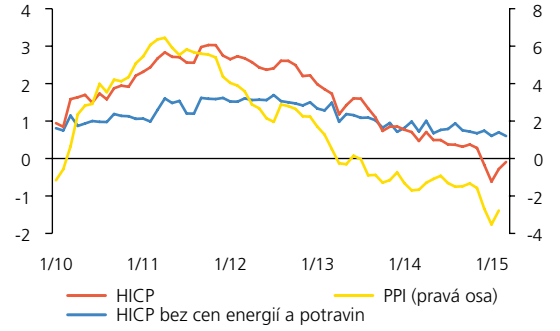
65 Celkový objem nákupů dluhopisů bude od března 2015 do září 2016 činit 60 mld. EUR měsíčně, z čehož přibližně 50 mld. EUR budou nově tvořit nákupy vládních dluhopisů členských zemí eurozóny.

Graf III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Spotřebitelské ceny se v prvním čtvrtletí 2015 meziročně snížily o 0,3 %, stejně jako u cen výrobců je však patrné zmírnění jejich poklesu

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

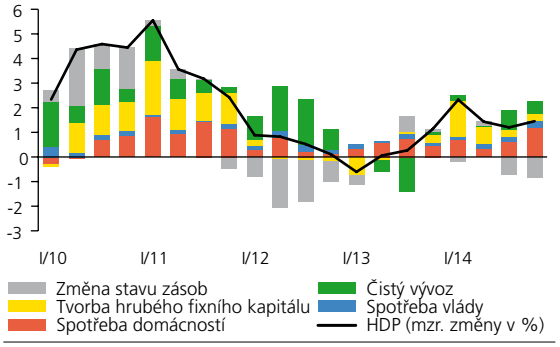


Graf III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se meziroční tempo růstu HDP zvýšilo zejména díky rostoucímu příspěvku spotřeby domácností

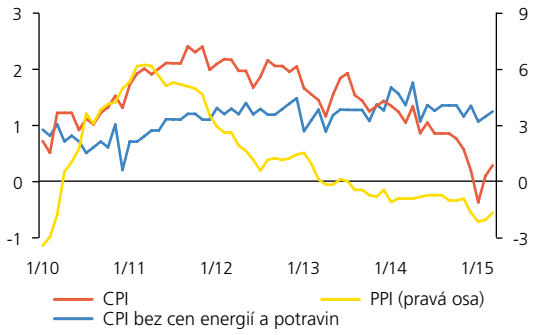
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Graf III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

V březnu se inflace dále zvýšila o 0,2 procentního bodu na 0,3 % a pokles cen průmyslových výrobců se zmírnil
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Meziroční inflace se v Německu dále vzdálila od pásma deflace, když se v březnu zvýšila o 0,2 procentního bodu na 0,3 % zejména v důsledku zpomalení poklesu cen energií. Ceny potravin stagnovaly a ceny služeb se zvýšily o 1,2 %. Vzrostla také jádrová inflace a pokles cen průmyslových výrobců se zmírnil (Graf III.7.5).

Německá vláda zvýší v příštích třech letech své investiční výdaje o 5 mld. EUR, které jsou určeny na zlepšení infrastruktury. Tyto peníze ještě dále navýší investice, jež německé MF ohlásilo v listopadu 2014 za podmínky dosažení vyrovnaného federálního rozpočtu, který ve skutečnosti skončil v přebytku.

Slovenská ekonomika si i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 udržela vysoké mezičtvrtletní i meziroční tempo hospodářského růstu (0,6 %, resp. 2,4 %), které podporovala silná dynamika všech složek domácí poptávky. Růst se odrazil i v meziročním nárůstu zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2014 o 2,1 % a v meziročním snížení míry nezaměstnanosti v únoru letošního roku o 1,5 procentního bodu na 12,3 %.

Za celý minulý rok vzrostl meziročně **HDP na Slovensku** o 2,4 %, v letošním roce by měl podle dubnového CF zrychlit na 2,7 % a v příštím roce na 3,1 %. Obdobné předpovědi představila i řada dalších institucí (EK, MMF, EBRD, Infostat).

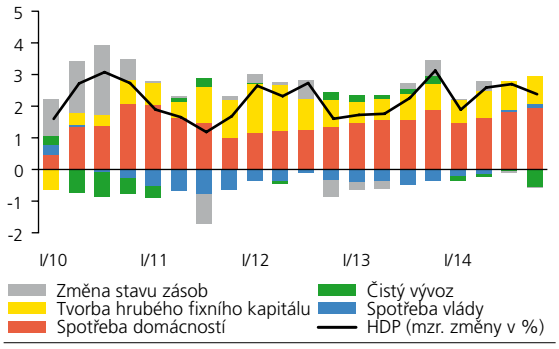
V březnu se **pokles spotřebitelských cen na Slovensku** zmírnil o 0,2 procentního bodu na -0,3 %. Příčinou pokračující záporné inflace byly klesající ceny potravin a energií, proti nimž působily pouze rostoucí ceny služeb. Za celý rok 2014 se hladina spotřebitelských cen snížila o 0,1 %. Podle dubnového CF by se inflace měla v letošním roce zvýšit na 0,2 % a v roce 2016 na 1,6 %. MF SR a NBS však pro letošní rok očekávají nulový, resp. mírně záporný růst spotřebitelských cen.

III.7.2 Spojené státy

Graf III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Spotřeba domácností a investice přispěly i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 výrazně k růstu HDP
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Ve Spojených státech se meziroční růst **HDP** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zmírnil o 0,3 procentního bodu na 2,4 % a v mezičtvrtletním srovnání se zpomalil téměř o polovinu na 0,6 % (Graf III.7.6). Na meziročním růstu ekonomiky se podílela především spotřeba domácností a fixní investice, jejichž příspěvek se však oproti předchozímu čtvrtletí mírně snížil. Záporný příspěvek čistého vývozu se prohloubil v důsledku rychlejšího růstu dovozu. Za celý rok 2014 vzrostl HDP o 2,4 %, což byla o 0,2 procentního bodu vyšší hodnota oproti předchozímu roku.

Podle dostupných ukazatelů pokračovalo zpomalování tempa hospodářského růstu i **na začátku letošního roku**. Ekonomika byla ovlivněna silnějším kurzem dolaru[66], který nepříznivě ovlivňoval cenovou konkurenceschopnost amerického vývozu. Na ekonomiku působil

66 Meziroční posílení reálného efektivního kurzu činilo v březnu cca 11 %.

významně rovněž pokles cen ropy, který na jedné straně zvyšoval disponibilní důchod domácností a snižoval náklady firem, ale na druhé straně vedl k omezení produkce a kapitálových výdajů v energetickém sektoru. V prvním čtvrtletí 2015 průmyslová výroba poprvé od roku 2009 mezičtvrtletně poklesla (o 0,2 %). Tvorba nových pracovních míst i pokles míry nezaměstnanosti (v březnu 5,5 %) se zpomalily.

Předstihové ukazatele zaznamenaly v posledních měsících pokles, avšak nadále setrvávají v růstovém pásmu. PMI se v březnu již pátý měsíc v řadě snížil, a to na 51,5. Za jeho poklesem stály vedle silnějšího měnového kurzu také nepříznivé výkyvy počasí na začátku roku a problémy s dodávkami z přístavů na západním pobřeží z důvodu odborových vyjednávání. Index spotřebitelského sentimentu Michiganské univerzity se v prvním čtvrtletí 2015 i přes mírně klesající tendenci pohyboval poblíž několikaletých maxim, takže lze i v příštích měsících očekávat silný růst spotřeby domácností. Výhledy růstu americké ekonomiky vyznívají – navzdory revizím směrem dolů a zpomalení ekonomiky na začátku roku – příznivě. Letos se očekává růst v rozsahu 2,5–3,1 % (Graf III.7.7) a přibližně stejné tempo je předpokládáno i pro příští rok.

Pokud jde o cenový vývoj, v americké ekonomice jsou patrné dezinflační tlaky plynoucí z klesajících cen ropy a silnějšího kurzu dolaru (Graf III.7.8). Meziroční **spotřebitelská inflace** poklesla v lednu na -0,2 % v důsledku výrazného záporného příspěvku cen paliv a po jejich stabilizaci se v následujících dvou měsících přiblížila k nule. Jádrová inflace nebyla propadem cen paliv ovlivněna a v březnu vzrostla na 1,8 %. Na výhledu bude mít na inflaci vliv vedle zmíněných faktorů i růst mezd, který přes silné oživení zůstává nízký. Růst cenové hladiny by v letošním roce měl být podle aktualizovaných výhledů nevýrazný (Graf III.7.7), v příštím roce by se pak inflace měla pohybovat kolem 2 % (dle CF, OECD a Fedu) nebo zhruba o 0,5 procentního bodu níže (dle MMF). Nízké inflační tlaky a slabší výkon ekonomiky na začátku roku 2015 zvyšují nejistotu ohledně prvního zvýšení úrokových sazeb Fedu, které nyní trhy očekávají až ve druhé polovině letošního roku.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

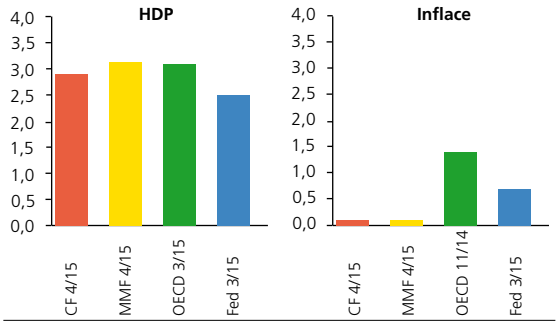
V prvním čtvrtletí 2015 se **kurz eura vůči hlavním světovým měnám** posunul dále směrem ke slabším hodnotám (Graf III.7.9). V meziročním vyjádření bylo oslabení eura nejvýraznější vůči americkému dolaru (o 17,8 % pro průměr za celé čtvrtletí) v reakci na rostoucí rozdíl v současném i očekávaném nastavení měnových politik v eurozóně a USA. ECB na svém lednovém zasedání oznámila rozšíření programu nákupu cenných papírů, a to včetně nových instrumentů, zejména vládních dluhopisů. V USA naopak finanční trhy očekávají zvýšení základních sazeb Fedem během druhé poloviny roku 2015. K oslabení jednotné evropské měny přispěla i nejistota související s vývojem v Řecku po lednových volbách, když nová vláda zatím nebyla ochotna přistoupit na požadavky reforem ze strany věřitelů. Ke krátkodobému zklidnění na finančních trzích došlo až po prodloužení splatnosti druhého záchranného programu o 4 měsíce.

Graf III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY NA ROK 2015

V roce 2015 je očekáván rychlý růst HDP při výrazně utlumené inflaci

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



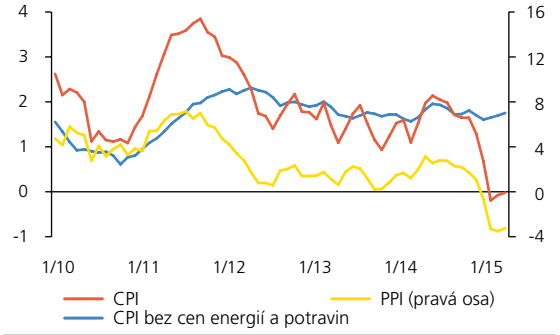
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace". Pro Fed střed intervalu.

Graf III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Spotřebitelské ceny v prvním čtvrtletí 2015 klesaly v důsledku propadu cen ropy

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

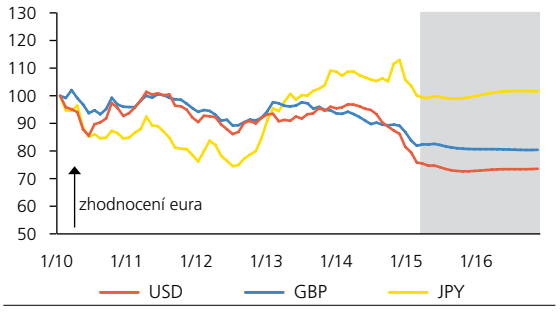


Graf III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Od začátku roku 2015 euro vůči hlavním světovým měnám výrazně oslabilo

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



Oslabení eura vůči **britské libře** činilo v prvním čtvrtletí letošního roku 10,2 %. Meziroční růst britské ekonomiky v roce 2014 zrychlil na 2,8 % a výhled pro letošní první čtvrtletí zůstává optimistický. Inflace dosáhla v únoru nulové hodnoty, a zpřísnění měnové politiky je tak očekáváno až v roce 2016.

Vůči **japonskému jenu** oslabilo euro v meziročním srovnání pouze o 4,7 %. Japonská ekonomika se v závěru roku vymanila z recese a v prvním čtvrtletí 2015 pozitivně překvapila zejména její exportní dynamika. Domácí poptávka však zůstává slabá a inflace dále meziročně zpomalila na 2 % v únoru.

V první polovině dubna 2015 euro opět oslabilo, zejména vlivem zatím neúspěšného vyjednávání ohledně Řecka. Na druhou stranu nové makroekonomické údaje potvrzují pokračující oživení ekonomiky eurozóny, zatímco posilující dolar dopadá nepříznivě na hospodářský vývoj v USA.

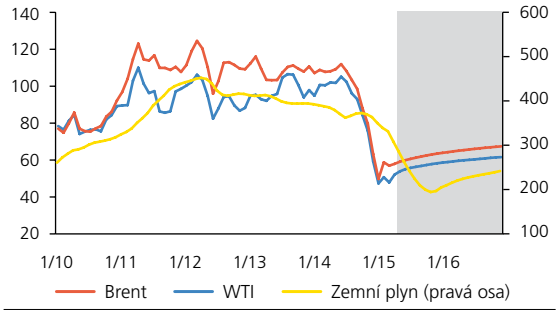
Dubnový CF očekává, že v horizontu jednoho roku se kurz eura vůči americkému dolaru udrží nad hranicí 1,05 USD/EUR. Vůči britské libře by mělo euro na stejném horizontu oslabit o 1,3 % a vůči japonskému jenu naopak posílit o 3,5 %.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Graf III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Prudký pokles cen ropy se v lednu zastavil. Ceny zemního plynu ještě v plné míře předchozí pokles cen ropy nezohlednily
(ropa v USD/barel, zemní plyn [ruský na hranicích s Německem] v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



Sedm měsíců trvající silný pokles cen ropy se v lednu zastavil, když **průměrná měsíční cena ropy Brent** (49,8 USD/barel) dosáhla nejnižší hodnoty od března 2009 (Graf III.7.10). V první polovině února však cena část předchozího propadu rychle korigovala směrem vzhůru a ve druhé polovině měsíce se již většinou pohybovala nad úrovní 60 USD/barel. K obratu ve vývoji cen ropy došlo zejména po četných zprávách o omezování investic do těžby, zrychlení poklesu aktivně hloubených vrtů v USA a odkládání jejich kompletace. To vzbuzovalo naději, že k vyrovnání nabídky a poptávky na trhu dojde dříve, než se původně očekávalo. Někteří finanční investoři tak začali uzavírat své krátké pozice v očekávání, že cena ropy se již odrazila od svého dna. Vliv na vývoj cen měl i kurz dolaru, který v té době dočasně přerušil posilující trend.

Na počátku března se ale cena ropy Brent dostala opět pod tlak, neboť některé analýzy varovaly, že pokles těžby v USA nemusí být tak silný, jak naznačuje pokles nově hloubených vrtů. To podporoval i pokračující rychlý růst zásob ropy, zejména v USA. Do hry vstoupily navíc obavy z možného zrušení sankcí na vývoz íránské ropy a americký dolar obnovil předchozí rychle posilující trend. Cena ropy Brent tak během první poloviny března opět klesla pod 55 USD/barel a poté se s velkými výkyvy držela pod hranicí 60 USD/barel. K další skokové změně došlo v polovině dubna, kdy cena ropy Brent (navzdory dalšímu posílení dolaru) vzrostla během dvou dnů o 6 USD na 64 USD/barel v reakci na informaci EIA o zpomalení růstu zásob ropy v USA. V korunovém vyjádření byl růst cen ropy zesilován významným oslabováním kurzu koruny vůči americkému dolaru (Graf III.7.11).

Snížení převisu nabídky na trhu s ropou se předpokládá v průběhu druhé poloviny letošního roku, kdy bývá výrazně vyšší sezonní spotřeba, a mělo by zároveň dojít k dočasnému poklesu produkce ropy v USA. Proto většina předpovědí očekává mírné zvýšení ceny ropy právě v tomto období. Proti silnějšímu nárůstu však budou působit rekordně vysoké zásoby ropy v zemích OECD i možnost zvýšení vývozu ropy z Íránu v případě zrušení západních sankcí. Otázkou je další postup ropného kartelu OPEC. Zatím však některé členské země svou těžbu spíše navyšují, zejména Saudská Arábie.

Tržní výhled cen ropy Brent, sestavený ještě před skokovým růstem ceny v polovině dubna, implikoval postupný růst ceny z 58 na 68 USD/barel na konci roku 2016. Dubnový CF uvádí jen mírně rychlejší růst na 67 USD/barel v ročním horizontu. Výhled EIA je strmější, když předpovídá průměrnou cenu ropy Brent ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku 67 USD/barel a její další růst na průměrných 75 USD/barel v roce 2016. Pokud by ale v průběhu roku 2016 docházelo k postupnému rušení sankcí vůči Íránu, posunula by se předpověď o 5 až 15 USD/barel směrem dolů. Cena ropy WTI by se letos a příští rok měla v průměru pohybovat 7, resp. 5 USD/barel pod cenou Brentu. Rizikem zůstává rychle se plnící skladovací kapacita v USA. Pokud snížení těžby v USA nenastane dostatečně rychle (nebo nedojde ke zrušení zákazu vývozu surové ropy), hrozí skokový pokles ceny WTI.

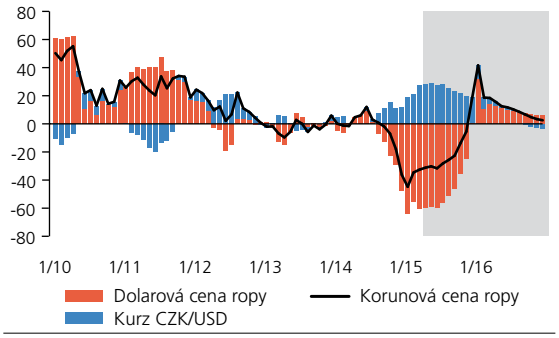
U průměrného měsíčního **indexu cen neenergetických surovin** se po přechodné stagnaci ve čtvrtém čtvrtletí 2014 obnovil od počátku letošního roku klesající trend. Intenzita poklesů však postupně slábne (Graf III.7.12). Obdobný vývoj můžeme pozorovat u subindexu cen potravinářských komodit, zatímco subindex cen průmyslových kovů po předchozím silném poklesu již od února prakticky stagnuje. Zdá se, že předchozí cenové poklesy, které mimo jiné odrážely i snižující se náklady na produkci v důsledku propadu cen energií, již vyčerpaly svůj potenciál. Výhled do roku 2016 je tak u kovů stagnující, i když nadále přetrvávají nadbytečné těžební kapacity. Na druhé straně nízké ceny by mohly již příznivě stimulovat poptávku. U potravinářských komodit je výhled dokonce mírně rostoucí, a to i přes většinou příznivé klimatické podmínky a očekávání dobré letošní úrody a vysokých zásob po letošní sklizni.

Graf III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Meziroční pokles korunových cen ropy bude letos nadále výrazně menší než pokles dolarových cen v důsledku oslabení kurzu CZK/USD

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

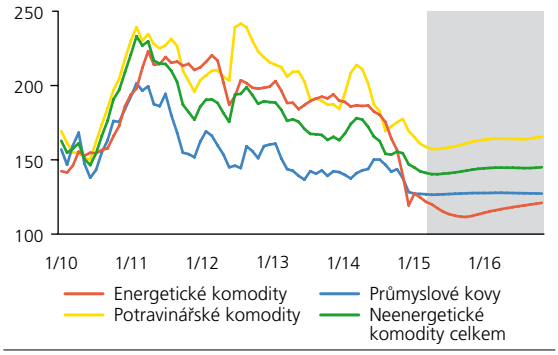


Graf III.7.12

CENY KOMODIT

Index cen potravinářských komodit v prvním čtvrtletí 2015 klesal, jeho výhled je však již mírně rostoucí. Index cen průmyslových kovů od února stagnuje a totéž platí i na výhledu

(leden 2007 = 100, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



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

BOX 4
Index měnových podmínek pro eurozónu

Box popisuje vývoj měnových podmínek v eurozóně pomocí indexu, který shrnuje informace z indikátorů měnových podmínek hlavních sektorů ekonomiky eurozóny: sektoru domácností (úrokové sazby úvěrů na bydlení), firem (sazby úvěrů do 1 mil. EUR), vlády (výnosy syntetického 10letého dluhopisu), bankovního sektoru (3M EURIBOR) a zahraničí (efektivní kurz eura vůči 38 hlavním obchodním partnerům). Index je odhadován ve dvou variantách: jako vážený průměr úrokové složky a složky kurzu (váhy 6 : 1[67] ve prospěch sazeb, řady *vážený*) a jako hlavní komponenta všech vstupních řad (řady *faktor*).

Graf 1 zobrazuje **index reálných měnových podmínek**, který zahrnuje ex ante reálné úrokové sazby spolu s reálným efektivním kurzem. Od začátku sledovaného období přibližně do roku 2006 je patrné uvolňování měnových podmínek odrážející zužování spreadu jednotlivých úrokových sazeb oproti sazbě 3M EURIBOR. Zvyšování nominálních úrokových sazeb započaté od konce roku 2005 se v reálných měnových podmínkách začalo projevovat s určitým zpožděním, stejně jako jejich opětovné snižování v závěru roku 2008 a 2011. Snižování sazeb ECB od konce roku 2011 k nulovým hodnotám se v reálných měnových podmínkách nejprve odráželo jejich uvolňováním vlivem poklesu reálných sazeb i oslabování kurzu. Nicméně od začátku roku 2013 do začátku roku 2014 reálné indexy signalizují zpřísnění měnových podmínek spojené s posílením eura, poklesem inflačních očekávání a dočasným nárůstem výnosů vládních dluhopisů (trvajícím do začátku roku 2014).

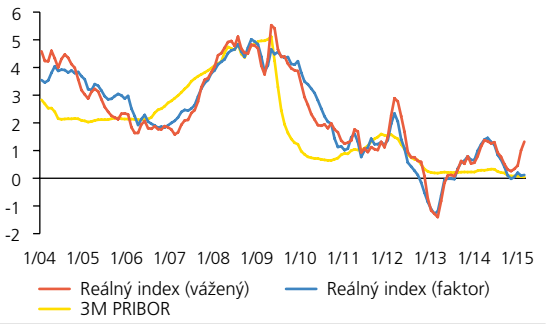
V průběhu roku 2014 působily ve směru uvolňování měnové politiky všechny nominální složky úrokové části indexu, proti kterým ale působil pokles inflačních očekávání. Ten ke konci roku zrychlil a s dočasným posílením eura začal působit proti dalšímu uvolňování měnových podmínek. Index *faktor* tak na konci sledovaného období signalizoval zastavení uvolňování měnových podmínek kvůli vyšší váze kurzu v indexu, zatímco index *vážený* indikoval zpřísňování kvůli reálné úrokové složce.

Vliv inflačních očekávání na vývoj měnových podmínek je patrný z rozdílu křivek v Grafu 1 a Grafu 2, který zobrazuje **indexy nominálních měnových podmínek** pro eurozónu. Zde je zajímavý především konec sledovaného období, kdy nominální index signalizoval další uvolňování měnových podmínek, zatímco pokles inflačních očekávání působil na jejich reálné zpřísnění.

GRAF 1 (BOX)

INDEX REÁLNÝCH MĚNOVÝCH PODMÍNEK PRO EUROZÓNU

Na přelomu let 2014 a 2015 signalizují indexy zastavení uvolňování či dokonce zpřísnění měnových podmínek z důvodu poklesu inflačních očekávání v eurozóně
(zdroj: ECB, EK, vlastní výpočty)

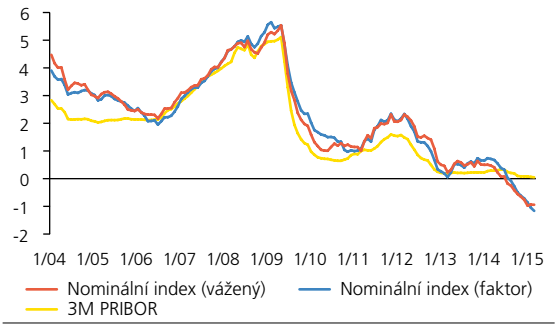


Poznámka: Růst hodnoty indexu odpovídá zpřísňování měnových podmínek, jeho pokles pak uvolňování. Bezrozměrné hodnoty indexů byly přizpůsobeny hodnotám sazby 3M EURIBOR, proto nulová hodnota indexů nemá žádnou interpretaci.

GRAF 2 (BOX)

INDEX NOMINÁLNÍCH MĚNOVÝCH PODMÍNEK PRO EUROZÓNU

Nominální indexy signalizují na rozdíl od reálných indexů uvolnění podmínek na konci sledovaného období z důvodu poklesu nominálních sazeb a efektivního kurzu
(zdroj: ECB, EK, vlastní výpočty)



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

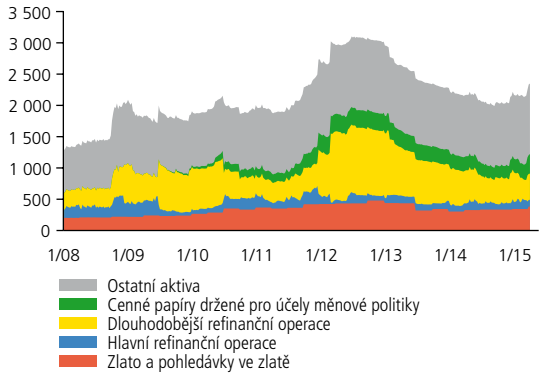
67 Váhy vychází z odhadů Evropské komise (http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/conditions/index_en.htm)

Uvedené indexy nezahrnují efekty nestandardních nástrojů měnové politiky ECB, které je obtížné pro účely indexu měnových podmínek kvantifikovat. Tyto nástroje se odrážejí ve velikosti a struktuře **rozvahy ECB** (viz Graf 3). V ní lze pozorovat růst objemu aktiv v důsledku dvou mimořádných dlouhodobějších refinančních operací (LTRO) v prosinci 2011 a březnu 2012. Následovalo však jejich postupné splácení, které vedlo k opětovnému smršťování bilance ECB, které odpovídá fázi autonomního zpřísňování měnových podmínek v Grafu 1. Pro zvýšení rozvahy na úroveň ze začátku roku 2012 proto ECB představila v loňském roce řadu programů (TLTRO, CBPP3, ABSPP) a v březnu 2015 spustila v rámci programu EAPP nákupy aktiv veřejného sektoru.

Graf 3 (Box)

HLAVNÍ POLOŽKY STRANY AKTIV KONSOLIDOVANÉ ROZVAHY EUROSYSTÉMU

Pro další uvolnění měnových podmínek představila ECB v roce 2014 a 2015 řadu programů, včetně nákupů aktiv veřejného sektoru
(mld. EUR, zdroj: ECB)



SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	7
Graf I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf I.5	Prognóza růstu HDP	7
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	9
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	9
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	9
Graf II.1.4	3M EURIBOR	10
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	10
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	10
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	11
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	12
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	12
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	13
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	13
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	13
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	14
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	14
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	14
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	15
Graf II.2.11	Prognóza růstu HDP	15
Graf II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	15
Graf II.2.13	Přepočtený počet zaměstnanců	16
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	16
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	17
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	17
Graf II.2.17	Míra úspor domácností	17
Graf II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	18
Graf II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	18
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	22
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	22
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	23
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	23
Graf II.3.5	Změna prognózy nominálních mezd v podnikatelské sféře	23
Graf II.4.1	Vnímaná a očekávaná inflace	24
Graf II.4.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	25
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	26
Graf III.1.2	Inflace	28
Graf III.1.3	Struktura inflace	28
Graf III.1.4	Vývoj složek inflace	29
Graf III.1.5	Ceny potravin	29
Graf III.1.6	Ceny pohonných hmot	29
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	30
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	32
Graf III.2.2	Dovozní ceny	32
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	32
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	33
Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	33
Graf III.2.6	Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	34

Graf	III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	34
Graf	III.2.8	Ostatní cenové okruhy	35
Graf	III.3.1	Hrubý domácí produkt	36
Graf	III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	36
Graf	III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	36
Graf	III.3.4	Disponibilní důchod	37
Graf	III.3.5	Struktura spotřeby domácností	37
Graf	III.3.6	Indikátory důvěry	37
Graf	III.3.7	Investice podle sektorů	38
Graf	III.3.8	Tvorba fixního kapitálu	38
Graf	III.3.9	Investice do obydlí	38
Graf	III.3.10	Čistý vývoz	39
Graf	III.3.11	Vývoz a dovoz	39
Graf	III.3.12	Podíly odvětví na růstu HPH	39
Graf	III.3.13	Průmyslová produkce	40
Graf	III.3.14	Nové průmyslové zakázky	40
Graf	III.3.15	Bariéry růstu v průmyslu	40
Graf	III.3.16	Ekonomický sentiment	41
Graf	III.3.17	Potenciální produkt	41
Graf	III.3.18	Mezera výstupu	41
Graf	III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	42
Graf	III.4.1	Indikátory trhu práce	43
Graf	III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	43
Graf	III.4.3	Přepočtený počet zaměstnanců	44
Graf	III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	44
Graf	III.4.5	Beveridgeova křivka	45
Graf	III.4.6	Průměrná mzda a NH produktivita	45
Graf	III.4.7	Vývoj produktivity v odvětvích	46
Graf	III.4.8	Mzdová náročnost produktu	46
Graf	III.5.1	Peněžní agregáty	49
Graf	III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2	49
Graf	III.5.3	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	49
Graf	III.5.4	Úvěry nefinančním podnikům	50
Graf	III.5.5	Nové úvěry nefinančním podnikům	51
Graf	III.5.6	Úvěry podnikům určené k financování fixních investic	51
Graf	III.5.7	Úvěry nefinančním podnikům ze zahraničí	52
Graf	III.5.8	Úvěry domácnostem	52
Graf	III.5.9	Struktura nových úvěrů na bydlení	52
Graf	III.5.10	Zadluženost domácností	53
Graf	III.5.11	Základní sazby ČNB	53
Graf	III.5.12	Tržní úrokové sazby	54
Graf	III.5.13	Úrokové diferenciály	54
Graf	III.5.14	Výnosová křivka státních dluhopisů	55
Graf	III.5.15	Klientské úrokové sazby v ČR a eurozóně	55
Graf	III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	55
Graf	III.5.17	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	56
Graf	III.5.18	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	56
Graf	III.5.19	Ex ante reálné sazby	56
Graf	III.5.20	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	58
Graf	III.5.21	Základní ukazatele hospodaření	59
Graf	III.5.22	Vývoj provozního zisku v odvětvích	59
Graf	III.5.23	Finanční závazky nefinančních podniků	60

Graf	III.5.24	Struktura finančních aktiv domácností	60
Graf	III.5.25	Realizované a nabídkové ceny bytů	61
Graf	III.5.26	Ukazatele udržitelnosti cen bytů I	61
Graf	III.5.27	Ukazatele udržitelnosti cen bytů II	62
Graf	III.6.1	Běžný účet	63
Graf	III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím	63
Graf	III.6.3	Služby	64
Graf	III.6.4	Prvotní důchody	64
Graf	III.6.5	Finanční účet	64
Graf	III.6.6	Přímé investice	65
Graf	III.6.7	Portfoliové investice	65
Graf	III.6.8	Rezervní aktiva	65
Graf	III.7.1	HDP v eurozóně	66
Graf	III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu na rok 2015	66
Graf	III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	67
Graf	III.7.4	HDP v Německu	67
Graf	III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	68
Graf	III.7.6	HDP ve Spojených Státech	68
Graf	III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2015	69
Graf	III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	69
Graf	III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	69
Graf	III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	70
Graf	III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	71
Graf	III.7.12	Ceny komodit	71

Tab.	II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	12
Tab.	II.2.2	Prognóza vybraných veličin	18
Tab.	II.2.3	Prognóza platební bilance	19
Tab.	II.2.4	Fiskální prognóza	20
Tab.	II.2.5	Fiskální impulz	20
Tab.	II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	24
Tab.	II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	24
Tab.	III.1.1	Naplnění prognózy inflace	27
Tab.	III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	27
Tab.	III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	27
Tab.	III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	33
Tab.	III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	45
Tab.	III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	50
Tab.	III.5.2	Úvěrové standardy a vybrané podmínky při schvalování úvěrů podnikům podle jejich velikosti	51
Tab.	III.5.3	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	59

CDS	credit default swaps (swapy úvěrového selhání)
CF	Consensus Forecasts
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CZK, Kč	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální
DPH	daň z přidané hodnoty
EAPP	expanded asset purchase programme
EBRD	Evropská banka pro obnovu a rozvoj
ECB	Evropská centrální banka
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)
EIB	Evropská investiční banka
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
IRI	Institut regionálních informací
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
ISPV	informační systém o průměrném výdělku
JPY	japonský jen
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTV	Loan to value
M1, M2, M3	peněžní agregát
MF SR	Ministerstvo financí Slovenské republiky
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NAIRU	Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment
NBS	Národná banka Slovenska, Slovenská národní banka
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
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
RMCI	index reálných měnových podmínek
SP	Svaz průmyslu
TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Centrum evropského ekonomického výzkumu)

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

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.

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 je 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.

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky										
		2006	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3 751,2	3 958,1	4 058,6	3 867,8	3 950,6	4 028,5	3 999,1	3 970,7	4 049,9	**4 153,7**	**4 287,6**
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	7,1	5,5	2,5	-4,7	2,1	2,0	-0,7	-0,7	2,0	**2,6**	**3,2**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	3,8	4,1	2,8	-0,6	0,9	0,3	-1,8	0,4	1,7	**2,3**	**2,4**
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	0,4	0,4	1,1	3,0	0,4	-2,9	-1,0	2,3	2,3	**2,2**	**1,9**
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	10,5	14,3	0,9	-17,8	4,2	1,9	-3,6	-5,2	3,0	**5,7**	**3,6**
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	14,8	11,0	3,8	-9,5	14,4	9,3	4,3	0,3	8,8	**8,0**	**9,8**
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	11,9	12,8	2,8	-10,7	14,5	6,7	2,6	0,3	9,6	**9,3**	**9,7**
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	88,5	60,3	86,9	108,1	121,8	198,4	251,1	252,0	252,6	**233,2**	**258,9**
Koincidenční ukazatele												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálně	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-0,1	4,9	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálně	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	4,3	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálně	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	1,2	5,4	-	-
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Míra inflace	%, konec období	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	2,6	2,5	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	**0,2**	**1,7**
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	9,4	4,9	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	**-1,1**	**0,2**
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	0,5	1,5	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,5	0,9	**0,1**	**1,7**
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	-0,1	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,9	2,9	3,1	1,8	**0,3**	**2,1**
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	0,7	0,5	2,0	0,0	-1,2	-0,7	-0,3	-0,5	0,5	**0,9**	**1,4**
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	3,7	-0,1	4,3	-11,1	12,8	9,9	6,0	-2,1	0,2	**-12,0**	**3,7**
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	2,3	1,9	4,3	0,9	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	**0,0**	**1,5**
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,7	3,5	2,0	2,6	-1,4	-0,2	1,4	1,7	2,4	**2,1**	**1,6**
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	**-1,8**	**2,1**
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	1,3	16,5	9,3	-24,9	7,1	22,1	3,3	5,0	4,7	**-5,8**	**0,1**
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,4	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	20,0	9,9	35,4	-36,5	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	**-40,1**	**10,4**
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,5	2,5	0,0	2,4	**2,5**	**3,9**
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálně	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,4	2,0	**2,3**	**2,2**
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,6	**1,0**	**0,9**
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,2	2,6	4,8	3,0	-1,7	0,3	2,9	0,4	1,1	**0,9**	**1,6**
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-8,9	3,4	-1,7	3,3	-6,2	0,7	4,1	2,8	-0,4	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	5,5	3,4	0,5	-3,1	3,4	2,2	-1,2	-1,1	1,6	**1,5**	**2,6**
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	7,2	5,4	4,5	6,7	7,3	6,8	7,0	7,0	6,2	**5,4**	**5,0**
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,1	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	**6,7**	**6,2**
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-79,1	-26,6	-84,6	-216,2	-174,5	-108,9	-157,9	-47,2	-84,6	**-71,8**	**-46,3**
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,3	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-2,0	**-1,6**	**-1,0**
Veřejný dluh (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	978,9	1 065,5	1 150,7	1 335,7	1 508,5	1 604,0	1 803,6	1 839,7	1 816,1	**1 814,0**	**1 873,0**
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,6	45,0	42,6	**40,6**	**40,0**
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	24,4	10,4	-4,4	65,0	40,4	75,5	123,8	167,0	238,9	**280,0**	**320,0**
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	0,7	0,3	-0,1	1,7	1,0	1,9	3,1	4,1	5,6	**6,3**	**6,8**
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	76,8	88,1	89,3	81,9	78,5	81,3	77,6	70,4	55,9	**45,0**	**50,0**
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-74,3	-164,5	-75,3	-89,2	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	26,1	**50,0**	**70,0**
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-2,1	-4,3	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	**1,1**	**1,5**
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-90,3	-179,1	-36,3	-37,7	-95,0	-46,8	-121,3	7,4	-133,6	**-30,0**	**-75,0**
Směnné kurzy												
Kč/USD	průměr	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	-	-
Kč/EUR	průměr	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	-	-
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr	-5,1	-2,2	-12,6	5,3	-4,6	-2,1	1,5	3,5	6,0	-	-
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr	-1,3	-3,7	-8,6	4,6	-4,1	-3,1	2,6	2,3	4,8	-	-
Ceny zahraničního obchodu												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,5	**0,1**	**1,4**
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	0,2	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	**-1,0**	**1,7**
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	9,5	11,6	9,5	5,7	4,3	3,6	5,6	4,4	4,2	**5,6**	**6,3**
2T repo sazba	%, konec období, progn. ČNB = prům.	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	**0,05**	**0,05**
3M PRIBOR	%, průměr	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	**0,3**	**0,3**

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši
** kalkulace ČNB
– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje/nezveřejňuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014				čtvrtletí roku 2015				čtvrtletí roku 2016			
I.	**II.**	**III.**	**IV.**	**I.**	**II.**	**III.**	**IV.**	I.	II.	III.	IV.	**I.**	**II.**	**III.**	**IV.**	**I.**	**II.**	**III.**	**IV.**
1 006,6	1 002,3	997,4	992,7	984,8	989,2	992,8	1 003,9	1 007,2	1 010,3	1 014,3	1 018,1	**1 026,4**	**1 034,9**	**1 041,9**	**1 050,5**	**1 057,2**	**1 067,5**	**1 076,8**	**1 086,2**
0,2	-0,6	-1,1	-1,4	-2,2	-1,3	-0,5	1,1	2,3	2,1	2,2	1,4	**1,9**	**2,4**	**2,7**	**3,2**	**3,0**	**3,1**	**3,3**	**3,4**
-1,2	-1,6	-1,9	-2,4	-0,6	-0,5	1,0	1,6	1,1	2,0	1,7	2,0	**2,3**	**2,1**	**2,6**	**2,0**	**2,5**	**2,4**	**2,4**	**2,4**
-1,6	-2,0	-0,8	0,4	1,0	0,8	3,5	3,7	1,0	3,5	0,4	4,2	**3,9**	**2,4**	**3,5**	**-1,0**	**1,2**	**1,7**	**2,1**	**2,5**
-2,6	-1,4	-5,1	-5,4	-6,0	-8,4	-3,3	-2,8	1,1	6,0	5,6	-0,4	**3,3**	**2,2**	**2,9**	**14,7**	**6,0**	**5,2**	**4,0**	**-0,6**
7,0	4,2	3,4	2,5	-4,6	-0,2	0,6	5,6	11,6	9,1	7,2	7,4	**5,3**	**7,4**	**10,3**	**9,1**	**10,3**	**9,9**	**9,8**	**9,3**
4,6	3,1	1,7	1,1	-4,3	-1,6	1,7	5,5	10,6	11,4	7,9	8,5	**6,9**	**7,6**	**11,2**	**11,6**	**11,2**	**10,4**	**9,8**	**7,6**
61,3	58,4	68,7	62,7	56,0	68,1	61,2	66,6	68,9	58,9	60,5	64,2	**60,9**	**61,7**	**60,1**	**50,5**	**59,7**	**63,4**	**66,4**	**69,3**
2,6	-0,8	-0,9	-4,1	-5,9	-2,8	3,7	5,0	6,7	5,7	3,9	3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
-10,0	-6,0	-6,2	-9,0	-11,2	-11,7	-3,9	-3,1	8,3	3,9	1,2	-0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
0,9	-2,2	-1,1	-1,7	-2,7	0,4	2,9	3,8	6,7	4,7	5,6	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2,4	2,8	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,4	1,0	0,7	0,5	0,4	0,3	-	-	-	-	-	-	-
3,7	3,4	3,3	2,9	1,8	1,5	1,2	1,1	0,2	0,2	0,6	0,5	0,1	**0,3**	**-0,1**	**0,3**	**1,2**	**1,5**	**2,0**	**2,1**
9,7	9,4	8,2	7,1	3,5	2,6	1,5	1,3	-4,1	-3,5	-2,2	-2,1	0,2	**0,1**	**-2,3**	**-2,5**	**-1,1**	**-0,9**	**1,2**	**1,4**
1,3	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	1,0	0,7	1,0	0,8	-0,2	**0,1**	**0,1**	**0,6**	**1,5**	**1,6**	**1,9**	**2,0**
3,5	2,6	2,8	2,7	3,0	3,8	3,3	2,4	3,5	1,5	1,5	0,7	-0,9	**0,1**	**0,7**	**1,4**	**1,8**	**1,9**	**2,2**	**2,5**
-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	0,4	0,8	0,9	1,1	**0,8**	**0,6**	**0,9**	**1,1**	**1,5**	**1,6**	**1,6**
8,0	5,8	6,4	3,8	-1,5	-3,8	-1,4	-1,7	0,3	1,0	0,5	-1,2	-14,6	**-11,4**	**-12,4**	**-9,7**	**4,6**	**2,7**	**3,7**	**3,8**
2,5	2,2	2,0	1,6	0,9	0,8	0,4	0,3	0,1	0,0	0,5	0,3	-0,1	**0,1**	**-0,3**	**0,2**	**1,1**	**1,2**	**1,8**	**1,9**
1,7	1,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,6	2,1	2,3	2,7	2,7	1,8	**2,6**	**1,8**	**1,9**	**2,0**	**0,7**	**2,0**	**2,3**	**1,2**
3,6	1,8	1,7	1,6	1,2	0,5	0,7	0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-1,9	-3,3	**-2,5**	**-1,9**	**0,4**	**3,0**	**2,5**	**1,8**	**1,1**
-1,3	-2,9	5,6	12,8	14,5	9,3	1,5	-4,3	-4,4	-2,1	-2,3	-6,0	-9,3	**-9,3**	**-4,0**	**1,5**	**-1,1**	**-0,7**	**0,7**	**1,8**
-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	0,5	0,7	0,8	0,8	-	-	-	-	-	-	-
12,7	-7,2	-2,2	1,0	-4,6	-4,3	0,3	-0,7	-4,2	6,2	-5,7	-29,5	-48,9	**-46,3**	**-40,6**	**-16,5**	**17,1**	**10,9**	**8,3**	**6,6**
3,2	2,1	1,4	3,2	-0,5	1,2	1,4	-1,7	3,3	2,3	1,8	2,3	**1,9**	**2,3**	**2,8**	**2,9**	**3,6**	**3,8**	**4,0**	**4,1**
-0,5	-1,3	-1,8	0,4	-2,3	-0,3	0,2	-2,8	3,1	2,1	1,2	1,8	**1,8**	**1,9**	**2,8**	**2,6**	**2,2**	**2,3**	**2,2**	**2,3**
-0,6	-0,6	0,3	0,6	2,0	2,4	0,9	1,3	0,4	-0,2	1,0	1,2	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**0,8**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,9**
2,4	2,6	2,5	4,0	2,3	1,9	0,7	-3,1	1,0	0,8	0,0	2,6	**0,9**	**0,8**	**1,1**	**0,8**	**1,5**	**1,6**	**1,5**	**1,7**
1,6	3,3	5,9	6,0	3,7	4,0	3,0	0,5	1,2	-0,4	-1,9	-0,3	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
0,5	-1,3	-2,0	-2,0	-3,3	-2,1	0,2	0,7	1,8	2,3	2,0	0,3	**0,8**	**1,3**	**1,7**	**2,5**	**2,4**	**2,4**	**2,7**	**2,9**
7,2	6,8	7,0	7,2	7,5	6,8	7,0	6,7	6,8	6,1	6,0	5,8	**6,0**	**5,2**	**5,2**	**5,3**	**5,5**	**4,7**	**4,8**	**5,0**
7,1	6,5	6,6	7,0	8,0	7,5	7,5	7,8	8,5	7,6	7,4	7,2	**7,5**	**6,6**	**6,4**	**6,4**	**6,9**	**6,1**	**6,0**	**6,0**
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
43,3	36,2	25,7	18,7	48,4	59,7	31,7	27,3	77,4	68,2	51,7	41,6	**79,0**	**80,0**	**65,0**	**56,0**	**92,0**	**92,0**	**73,0**	**63,0**
4,5	3,5	2,5	1,8	5,1	5,9	3,1	2,5	7,8	6,4	4,7	3,7	**7,7**	**7,2**	**5,7**	**4,8**	**8,6**	**7,9**	**6,0**	**5,1**
23,5	21,0	17,9	15,3	21,7	18,2	14,5	16,0	20,4	15,2	12,2	8,1	**12,0**	**12,0**	**11,0**	**10,0**	**14,0**	**13,0**	**12,0**	**11,0**
25,4	-5,2	-49,3	-34,2	16,5	-4,0	-29,1	-5,2	83,6	-29,2	-33,3	5,0	**124,0**	**-43,0**	**-39,0**	**8,0**	**111,0**	**-15,0**	**-40,0**	**14,0**
2,7	-0,5	-4,8	-3,2	1,7	-0,4	-2,8	-0,5	8,5	-2,7	-3,0	0,5	**12,0**	**-3,9**	**-3,4**	**0,7**	**10,4**	**-1,3**	**-3,3**	**1,1**
-16,3	-44,6	-26,3	-34,0	1,9	1,9	1,9	1,9	-38,7	-59,0	-29,7	-6,3	-	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
19,1	19,7	20,0	19,4	19,4	19,8	19,5	19,6	20,0	20,0	20,9	22,1	24,5	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
25,1	25,3	25,1	25,2	25,6	25,8	25,9	26,7	27,4	27,4	27,6	27,6	27,6	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
2,0	2,9	2,0	-0,7	2,1	2,5	3,5	5,9	7,9	6,6	6,6	3,2	0,3	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
2,6	4,4	3,3	0,2	1,8	1,7	1,9	3,9	6,1	4,8	5,1	3,3	1,2	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
4,0	3,9	3,3	0,3	0,9	0,6	0,4	2,9	4,1	3,4	4,7	2,0	**-0,5**	**-0,1**	**0,0**	**1,0**	**1,8**	**2,0**	**1,6**	**0,3**
5,7	5,7	4,7	1,0	-0,3	-0,7	-0,9	1,0	2,4	1,3	2,9	1,1	**-1,6**	**-0,9**	**-1,2**	**-0,4**	**1,6**	**2,1**	**2,1**	**1,0**
6,0	5,8	5,7	5,0	4,2	4,1	4,9	4,6	4,6	4,5	3,4	4,4	5,0	**5,7**	**5,9**	**5,7**	**5,9**	**6,0**	**6,6**	**6,8**
0,75	0,75	0,50	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,05**
1,2	1,2	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**

Vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ
Tel.: 224 413 494
Fax: 224 412 179

http://www.cnb.cz

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.
Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)
ISSN 1804-2457 (Online)