

A Výhodiska predikce

A.1 Vnější prostředí

Výhled globálního ekonomického růstu se v porovnání s minulou predikcí téměř nezměnil, přičemž nejistoty ohledně budoucího vývoje dále přetrvávají. Za relativně příznivým výhledem stojí očekávané oživení aktivity v rozvinutých ekonomikách, které by v letech výhledu měly být hlavními tahouny světového ekonomického růstu. V rozvíjejících se ekonomikách se hospodářský růst kvůli strukturálním problémům mírně zpomaluje, stále si však drží vysokou dynamiku. Rozdíl v tempích růstu rozvinutých a rozvíjejících se ekonomik se tak nadále snižuje.

Obavy z výraznějšího zpomalení čínské ekonomiky se prozatím nenaplnily, rizika spojená se zranitelností tamějšího finančního trhu však přetrvávají. Nadále stoupá zadlužení privátní sféry, liberalizace bankovního sektoru není zdaleka dokončena a trh s úvěry je značně deformován. Dále přitom pokračuje snaha o přechod k modelu dlouhodobě udržitelného růstu založeného na domácí poptávce a o postupnou liberalizaci ekonomického prostředí. Revize růstových modelů bude zřejmě zapotřebí i v dalších velkých rozvíjejících se ekonomikách, kde loňský odliv kapitálu zvýraznil domácí nerovnováhy a podtrhl potřebu strukturálních reforem. Nový příliv zahraničního kapitálu však může vést k odložení potřebných reforem, což by mohlo negativně ovlivnit budoucí hospodářský růst.

Nejistotu spojenou s výhledem podtrhuje geopolitické napětí na Ukrajině. Rusko ani Ukrajina sice pro ČR nepředstavují důležité exportní trhy, díky čemuž by makroekonomické dopady konfliktu na Ukrajině na českou ekonomiku neměly být zásadní, napětí však přesto může komplikovat situaci některým dovozcům a vývozcům, zejména pak těm, jejichž obchodní aktivity probíhají v regionech zasažených konfliktem. Případná eskalace napětí doprovázená zavedením sankcí ze strany Západu by ale pro některé státy EU mohla představovat nikoliv nevýznamný negativní růstový impuls. Dopad na jednotlivé země EU by přitom byl velmi různorodý, v závislosti na míře jejich ekonomické expozice vůči Rusku. Ekonomiky států EU by mohly být ovlivněny i nepřímo, prostřednictvím poklesu důvěry domácností a firem. V souvislosti s vývojem na Ukrajině je nutné připomenout, že státy EU jsou do značné míry závislé na dovozu ruské ropy a zemního plynu.

USA

Americká ekonomika v 1. čtvrtletí 2014 nepříjemně překvapila mezičtvrtletním poklesem HDP o 0,7 %

(proti růstu o 0,6 %). Špatný výsledek byl zapříčiněn především nepříznivým počasím, které v prvních měsících letošního roku velmi výrazně brzdilo ekonomickou aktivitu. Kladně k růstu přispívala pouze spotřeba domácností, ostatní komponenty stagnovaly nebo zaznamenaly pokles.

Data zveřejněná v posledních týdnech však potvrzují, že se ekonomika ve 2. čtvrtletí 2014 vrátila na růstovou trajektorii. Tahounem americké ekonomiky by i po dočasném výpadku měla zůstat domácí poptávka. Na spotřebu domácností bude příznivě působit rostoucí důvěra spotřebitelů a nárůst bohatství domácností (zvyšují se ceny nemovitostí, akciové indexy Dow Jones a S&P 500 se pohybují na historických maximech). Očekává se také další pokles míry nezaměstnanosti, která by se v polovině příštího roku mohla přiblížit hranici 5 %. Investiční aktivita firem se blíží předkrizové úrovni a růst úvěrové aktivity je podpořen uvolněním podmínek na finančních trzích.

Hospodářství stále podporuje akomodativní měnová politika, Fed však pokračuje v postupném omezování rozsahu kvantitativního uvolňování. Měsíční objem nákupu cenných papírů snížil od července opět o 10 mld. USD na 35 mld. USD. Rozhodnutí Fedu odráží jeho pozitivní hodnocení výkonu americké ekonomiky, zejména pak situace na trhu práce. Růst je dle centrální banky stabilizován a ekonomika by měla být nadále schopna fungovat bez větších stimulů. Inflační tlaky prozatím Fed hodnotí jako nečitelné, směrem vzhůru byl ale revidován výhled pro krátkodobé úrokové sazby. Ty by tak mohly začít růst dříve, než bylo naznačeno na začátku letošního roku.

Míra nezaměstnanosti v květnu dosáhla 6,3 %, a meziročně se tak snížila o 1,2 p. b. Klesající míra nezaměstnanosti je ale doprovázena poklesem míry participace, což zůstává dlouhodobým problémem.

V souvislosti s nečekaně špatným vývojem ekonomiky v 1. čtvrtletí byl odhad růstu HDP v roce 2014 snížen na 2,0 % (proti 2,8 %). Nadále se však domníváme, že by k růstu měla přispívat zejména soukromá spotřeba a investice. Rizika pro predikci růstu ekonomiky spojená s krátkodobou nejistotou v oblasti fiskální politiky sice ustoupila do pozadí, diskuze nad střednědobým plánem fiskální konsolidace je nicméně nezbytná. Pro rok 2015 pak počítáme se zrychlením růstu na 3,1 % (proti 3,0 %).

EU

V EA12 i EU28 jako celku pokračuje pozvolné ožívování ekonomické aktivity. Vývoj v jednotlivých zemích EA12 sice zůstává dosti rozdílný, nicméně alespoň prognózy (jakkoliv se přitom nemusejí naplnit) počítají s tím, že se tempa růstu v jednotlivých státech EA12 budou sblížovat. V eurozóně byl v 1. čtvrtletí zaznamenán mezičtvrtletní růst HDP o 0,2 % (proti 0,3 %), což v meziročním srovnání představovalo růst o 0,9 % (proti 1,0 %). V eurozóně jako celku lze pozorovat pozvolný růst domácí poptávky. Na finančních trzích, v průmyslu i ve službách dochází ke zlepšování sentimentu. V mnoha případech ale oživení dále brzdí strukturální problémy ekonomik a jejich nízká konkurenceschopnost.

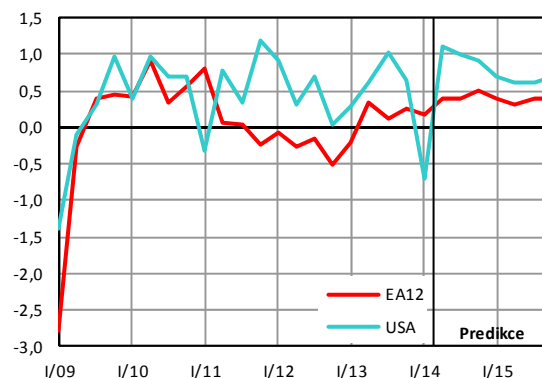
Již tak velmi akomodativní měnová politika ECB byla v červnu v reakci na přetrvávající nízkou inflaci dále uvolněna. Hlavní refinanční sazba byla snížena na nové historické minimum 0,15 %, bezprecedentním krokem však bylo snížení depozitní sazby na zápornou úroveň -0,10 %. Tato opatření jsou přitom v souladu s očekáváním minulé predikce. ECB dále potvrdila odhodlání zlepšit transmissi měnové politiky a oznámila sérii nových cílených dlouhodobých refinančních operací, jež mají podpořit poskytování úvěrů (s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí) soukromému nefinančnímu sektoru eurozóny. Toto opatření cílí na nabídku úvěrů, nikoliv na poptávku po úvěrech, a tak zůstává otázkou, do jaké míry tento krok skutečně povzbudí růst úvěrů v eurozóně. Krom dalších kroků pak také ECB rozhodla, že pozastaví týdenní operace jemného ladění určené ke sterilizaci likvidity zavedené do systému prostřednictvím Programu pro trhy s cennými papíry (podle konsolidované rozvahy Eurosystemu k 20. 6. přesáhla hodnota akumulovaných nákupů v rámci tohoto programu 160 mld. eur). ECB zároveň potvrdila, že měnová politika zůstane uvolněná po delší dobu. Případné další uvolnění měnové politiky by mohlo zahrnovat program nákupu cenných papírů krytých aktivy (podkladovým aktivem by byly úvěry nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny).

Situace na trhu práce se v EU28 jako celku stabilizovala. V květnu míra nezaměstnanosti v EU28 činila 10,3 %, v EA12 pak 11,6 %. Mezi jednotlivými státy přitom stále přetrvávají značné rozdíly. Největší je na tom i nadále Řecko, kde v březnu míra nezaměstnanosti dosáhla 26,8 %. Ze zemí EU28, pro něž byla při uzavěrci k dispozici data za květen, byla míra nezaměstnanosti nejvyšší ve Španělsku (25,1 %), v Chorvatsku (16,3 %) a na Kypru (15,3 %), nejnižší pak byla v Rakousku (4,7 %) a v Německu (5,1 %).

Předpokládáme, že v letošním roce díky zlepšení sentimentu spotřebitelů a firem a pokračující stabilizaci bankovního sektoru dojde k posílení soukromé poptávky. Soukromé investice a spotřeba by tak měly být hlavními tahouny růstu. Očekáváme, že letos HDP EA12 vzroste o 1,1 % (beze změny), pro rok 2015 pak počítáme se zrychlením růstu na 1,6 % (proti 1,5 %).

Graf A.1.1: Růst HDP v EA12 a v USA

mezičtvrtletní růst v %, sezónně očištěná data



Zdroj dat: Eurostat, vlastní propočty

Positivní vývoj lze nadále pozorovat v **Německu**. HDP v 1. čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně vzrostl o 0,8 % (proti 0,4 %). Za vyšším než očekávaným růstem stojí především příznivé počasí, které mělo za následek přesunutí části ekonomické aktivity z 2. čtvrtletí do 1. čtvrtletí. K růstu na začátku roku kladně přispívaly zejména tvorba hrubého kapitálu a výdaje na spotřebu, opačným směrem pak působilo saldo zahraničního obchodu. Ekonomiku příznivě ovlivňují nízké sazby ECB, zatímco spotřebu domácností posiluje také velmi dobrá situace na trhu práce. Společně pak tyto faktory pozitivně působí na trh nemovitostí. Očekávané mírné zpomalení ekonomiky po silném výkonu v 1. čtvrtletí se odrazilo v indexu Ifo, který po dlouhé době zaznamenal v květnu a červnu pokles. Sentiment v podnikatelské sféře je však stále na vysoké úrovni. Spotřebitelská nálada (index GfK), která od března letošního roku stagnovala, se v červnu a červenci mírně zlepšila. Očekávané posílení výkonu rozvinutých ekonomik a vysoká konkurenceschopnost německých firem by měly přispívat k růstu i v letošním roce. Zásadní bude udržení příznivých podmínek na úvěrových trzích. Očekáváme, že se v letošním roce HDP zvýší o 2,0 % (proti 1,7 %), pro rok 2015 počítáme s mírným zpomalením růstu na 1,8 % (beze změny).

Méně příznivá situace panuje ve **Francii**. V 1. čtvrtletí 2014 HDP mezičtvrtletně stagnoval (proti růstu o 0,2 %), kladný příspěvek k růstu přitom vykazala jen změna zásob a cenností a spotřeby vlády. Výraznější oživení francouzské ekonomiky tak stále nepřichází, přičemž se rozdíl ve výkonnosti dvou největších

ekonomik eurozóny (Německa a Francie) dále zvyšuje. Přijatá opatření na podporu domácností s nízkými příjmy a podnikové sféry se projeví zřejmě až v druhé polovině letošního roku. Očekává se také růst investic privátního sektoru, které v posledních dvou letech stagnovaly. Situace na trhu práce se již patrně stabilizovala, vysoká míra nezaměstnanosti a problémy s tvorbou nových pracovních míst ale brzdí oživení spotřeby domácností. Problém představuje také nízký odbyt některých průmyslových odvětví v zahraničí, s výrazně kladnými příspěvky čistého exportu k růstu se tak do budoucna nedá počítat. Očekáváme, že v roce 2014 ekonomika vzroste o 0,9 % (*beze změny*), v roce 2015 by se pak růst HDP mohl dále zrychlit na 1,4 % (*beze změny*).

Svým výkonem v 1. čtvrtletí letošního roku pozitivně překvapila ekonomika **Polska**. HDP totiž mezičtvrtletně vzrostl o 1,1 % (*proti 0,6 %*), přičemž hlavními zdroji růstu byly fixní investice a spotřeba domácností. Míra nezaměstnanosti dále klesá, což vede ke zvýšení důvěry spotřebitelů. Ta by spolu s nízkou mírou inflace měla přispívat k oživení domácí poptávky v průběhu letošního roku. Měnověpolitické sazby, které se již od poloviny roku 2013 drží na historickém minimu 2,50 %, by centrální banka měla na této úrovni ponechat minimálně do konce letošního roku. V souvislosti s lepším než očekávaným vývojem v 1. čtvrtletí jsme pro letošní rok zvýšili odhad růstu HDP na 3,2 % (*proti 2,5 %*). Pozitivně by měly působit zejména oživení v eurozóně a domácí investice, růst však bude brzděn fiskální restrikcí. V roce 2015 by růst mohl nepatrně zpomalit na 3,1 % (*proti 2,8 %*).

HDP **Slovenska** se v 1. čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně zvýšil o 0,6 % (*v souladu s odhadem*). K meziročnímu růstu o 2,0 % přispěly kladně výdaje na konečnou spotřebu (zejména spotřeba domácností) a tvorba hrubého fixního kapitálu. Očekáváme, že v letošním roce dojde díky příznivému vývoji v zemích obchodních partnerů k posílení exportní výkonnosti. Dále by také díky růstu reálné mzdy měla oživit spotřeba domácností. Odhad pro rok 2014 mírně zvyšujeme na 2,4 % (*proti 2,2 %*), v roce 2015 by se růst HDP mohl zrychlit na 2,9 % (*beze změny*).

Konjunkturální indikátory v EU

Souhrnný indikátor důvěry publikovaný Evropskou komisí za EU pokračoval ve 2. čtvrtletí 2014 v růstu. Kromě stavebnictví, kde stále převládá silně negativní sentiment, se oproti předchozímu čtvrtletí zlepšily všechny složky indikátoru. K nejvýraznějšímu zlepšení hodnocení došlo v segmentu spotřebitelů. V průmyslu, službách a maloobchodu došlo pouze k mírnému

zlepšení hodnocení respondentů. Pro 2. čtvrtletí 2014 souhrnný indikátor signalizuje mírné zrychlení mezičtvrtletního růstu HDP v EU, což je v souladu s predikcí.

Růst souhrnného indikátoru důvěry se ve 2. čtvrtletí 2014 v Německu postupně zastavil, zatímco ve Francii souhrnný indikátor zejména vlivem horšího hodnocení v průmyslu dokonce mírně klesl. Po dlouhém období relativně strmého růstu indikátoru důvěry v italskou ekonomiku stagnuje. Na Slovensku naproti tomu po předchozí korekci došlo k opětovnému růstu indikátoru důvěry. Přestože souhrnný indikátor v Německu, na rozdíl od zbylých sledovaných zemí (Slovenska, Francie a Itálie), vykazuje výrazně pozitivní bilanci, hodnotíme zastavení jeho růstu vzhledem k tempu oživení opatrně.

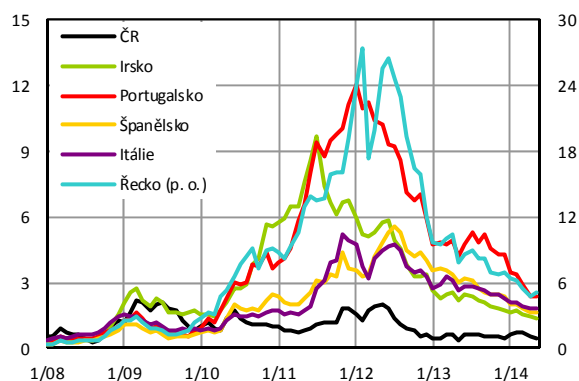
Kompozitní předstihový indikátor pro 2. čtvrtletí 2014 signalizuje mírnou korekci relativní cyklické složky HDP v EU a zejména v Německu. To je konzistentní s mírným prohloubením záporné mezery výstupu v EU (metodika produkční funkce), s níž pro tento rok počítá EK.

Situace v problémových ekonomikách eurozóny

Data zveřejňovaná v minulých měsících potvrzovala, že se ekonomická aktivita v zemích na periferii eurozóny (Irsko, Portugalsko, Španělsko, Itálie, Řecko a Kypr), pozvolna oživuje, anebo přinejmenším stabilizuje. Výjimku i nadále představoval Kypr, jehož ekonomika i v 1. čtvrtletí 2014 vykázala relativně silný mezičtvrtletní pokles, konkrétně o 0,7 %.

Graf A.1.2: Spready vůči německým dluhopisům

rozdílné výnosů 10R státních dluhopisů dané země vůči 10R státním dluhopisům Německa, v p. b., průměr měsíce



Zdroj dat: Eurostat

Tržní sentiment vůči periferii eurozóny doznal dalšího zlepšení (viz graf A.1.2). Výrazný pokles výnosů (nejen) 10R státních dluhopisů, jež se v případě Irska, Itálie, Portugalska a Španělska nacházejí na dlouhodobých minimech či v jejich blízkosti, však zjevně neodráží ekonomické fundamenty. Za pozorovaným růstem cen dluhopisů mnohem pravděpodobněji stojí honba za

výnosem v podmínkách vysoce akomodativní měnové politiky (ze strany ECB přitom bylo očekáváno další uvolnění monetární politiky, k čemuž sice došlo, ale spekulace o tom, že ECB přistoupí i ke kvantitativnímu uvolňování, se nepotvrdily) a velmi nízké, v některých periferních ekonomikách dokonce záporné, inflace.

Pozitivní tržní sentiment vůči periférii eurozóny, ať už jsou jeho příčiny jakékoliv, ale v každém případě stojí za úspěchem (resp. vůbec umožnil konání) první aukce řeckých dlouhodobých státních dluhopisů od roku 2010 (Řecko v dubnu prodalo 5R státní dluhopisy za 3 mld. eur, přičemž poptávka přesáhla 20 mld. eur). Návrat na primární trh se díky úspěšné červené aukci 5R státních dluhopisů povedl také Kypru, a to přibližně jen rok poté, co byl formálně stvrzen tříletý záchranný program.

K Irsku a Španělsku, jejichž záchranný program už byl ukončen, se letos v květnu přidalo také Portugalsko. Do uvolnění poslední tranše finanční pomoci přitom zasáhl portugalský ústavní soud, který v závěru května zrušil některá úsporná opatření a v brzké době by měl o souladu s ústavou rozhodovat i u dalších opatření. S návrhem náhradních opatření, jež by zajistila splnění cílů pro deficit, se proto portugalská vláda rozhodla vyčkat do doby, než budou známa všechna rozhodnutí ústavního soudu. To zároveň znamená, že Portugalsko neobdrželo poslední tranši ze záchranného programu; pro její získání totiž vláda musela přijmout náhradní úsporná opatření do konce června. S ohledem na pohodlnou hotovostní rezervu a obnovený přístup Portugalska na primární trh státních dluhopisů by ale nezískání poslední tranše ze záchranného programu nemělo pro Portugalsko představovat problém.

Významné riziko pro další vývoj na periférii eurozóny představuje kvalita bilancí bank. Komplexní hodnocení bank, které v rámci příprav na převzetí zodpovědnosti za dohled v rámci jednotného mechanismu dohledu provádí ECB, by přitom mohlo poukázat na takové nedostatky kapitálu, které by se příslušným bankám ve stanovené lhůtě (šest měsíců od data zveřejnění výsledků komplexního hodnocení, avšak na pokrytí nedostatků identifikovaných v rámci nepříznivého scénáře zátěžového testu budou mít příslušné banky devět měsíců) nemuselo podařit pokrýt ze soukromých zdrojů. V této souvislosti je pak potřeba poukázat na dosažení předběžné dohody zástupců členských států eurozóny o nástroji ESM pro přímou rekapitalizaci bank.

Budoucí vývoj ekonomik na periférii eurozóny zůstává zatížen riziky směrem dolů. Náhlé výrazné zhoršení pozitivního tržního sentimentu vůči tomuto regionu, k němuž by mohlo dojít např. v souvislosti s výsledky komplexního hodnocení evropských bank, přitom není možné vyloučit. I přes jisté zlepšení situace je proto předčasné považovat krizi v eurozóně za ukončenou.

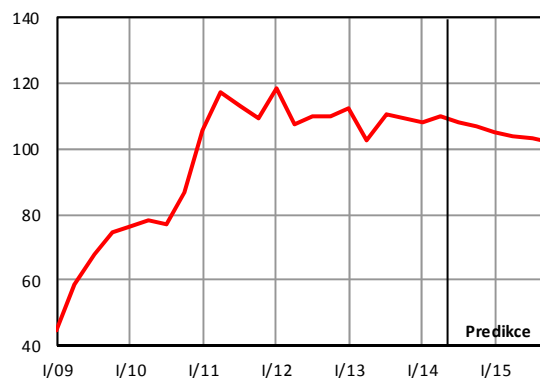
Případná eskalace krize v eurozóně by pro ČR, coby malou otevřenou ekonomiku se silnými obchodními vazbami na eurozónu, znamenala snížení zahraniční poptávky po našich vývozech. Zprostředkovaně by pak mohla být zasažena také investiční aktivita a výdaje na konečnou spotřebu.

Ceny komodit

Cena ropy Brent v průměru za 2. čtvrtletí 2014 dosáhla 109,7 USD/barel (*proti 106 USD*). Vyšší než očekávaná cena je primárně důsledkem geopolitických faktorů (Irák, Ukrajina). Ty jsou v predikci zohledněny revizí ceny ropy směrem vzhůru především v nejbližších čtvrtletích. Názor na fundamenty trhu se však nemění. Cena ropy by tak v letošním roce měla mírně klesat, a to zejména kvůli rozšiřování produkčních kapacit, rostoucí substituci importů v USA a Kanadě domácí produkcí a nízké míře inflace. V průměru za celý rok by tak mohla dosáhnout 108 USD za barel (*proti 105 USD*). Rovněž i v roce 2015 by růst nabídky měl převýšit růst globální poptávky, a cena by tak měla dále klesnout na 104 USD/barel (*proti 101 USD/barel*). Rizika růstu ceny spojená s eskalací geopolitických konfliktů jsou vážná.

Graf A.1.3: Cena ropy Brent

v USD za barel



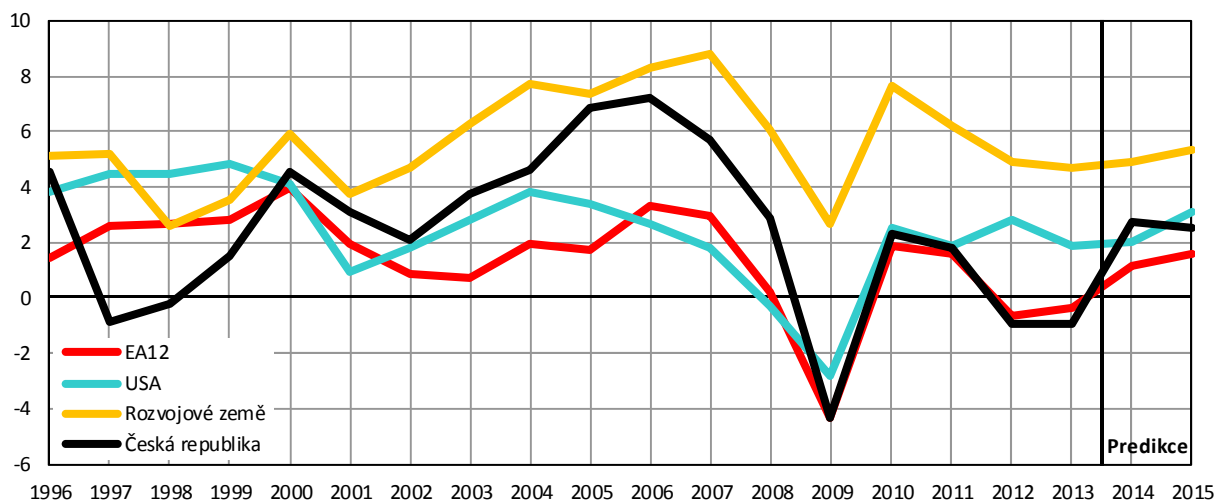
Zdroj dat: U. S. Energy Information Administration, vlastní propočty

Tabulka A.1.1: **Hrubý domácí produkt – roční**
růst ve stálých cenách v %, s výjimkou ČR sezónně očištěná data

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
									<i>Predikce</i>	<i>Predikce</i>
Svět	5,3	5,4	2,8	-0,6	5,2	3,9	3,1	3,0	3,6	3,9
USA	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9	2,0	3,1
Čína	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	7,3
EU28	3,5	3,2	0,3	-4,5	2,0	1,7	-0,3	0,1	1,5	1,8
EA12	3,3	2,9	0,2	-4,4	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,6
Německo	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	2,0	1,8
Francie	2,7	2,2	0,1	-2,9	1,9	2,1	0,4	0,4	0,9	1,4
Spojené království	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7	2,8	2,5
Rakousko	3,8	3,7	0,9	-3,5	1,9	2,9	0,7	0,4	1,4	1,8
Maďarsko	4,0	0,1	0,7	-6,7	1,0	1,6	-1,7	1,2	2,8	2,2
Polsko	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	2,1	1,6	3,2	3,1
Slovensko	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,4	3,0	1,8	0,9	2,4	2,9
Česká republika	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9	2,7	2,5

Zdroj dat: ČSÚ, Eurostat, MMF, NBS China, vlastní propočty

Graf A.1.4: **Hrubý domácí produkt**
růst proti předchozímu roku v %, sezónně očištěná data



Zdroj dat: Eurostat, MMF, vlastní propočty

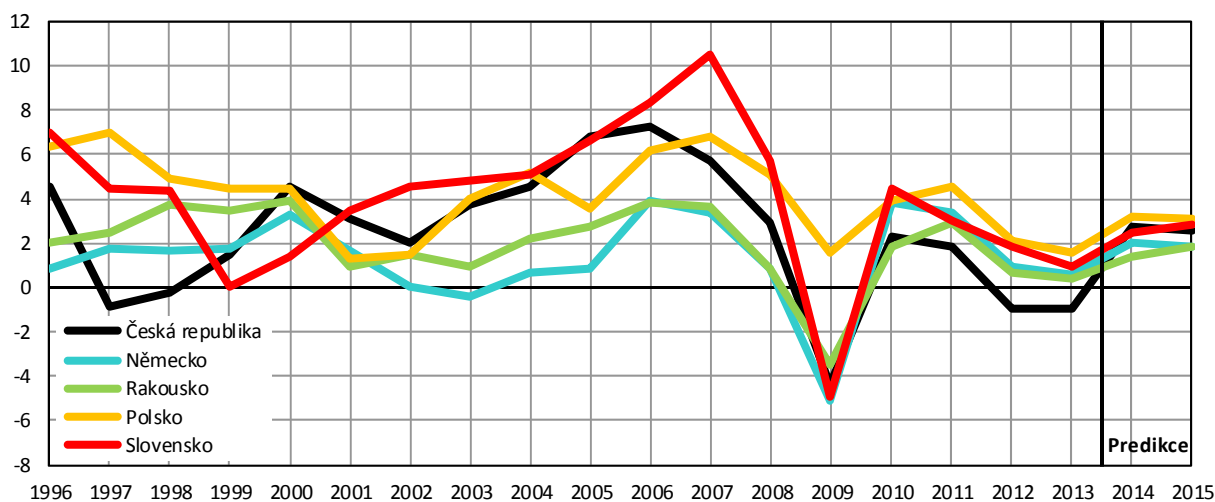
Pozn.: Rozvojové země (celkem 154 států) podle členění používaného MMF.

Tabulka A.1.2: **Hrubý domácí produkt – čtvrtletní**
růst ve stálých cenách v %, sezónně očištěná data

		2013				2014			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
						Odhad	Predikce	Predikce	
USA	mezičtvrtletní	0,3	0,6	1,0	0,7	-0,7	1,1	1,0	0,9
	meziroční	1,3	1,6	2,0	2,6	1,6	2,1	2,0	2,3
Čína	mezičtvrtletní	1,6	1,9	2,2	1,8	1,7	1,8	1,6	1,6
	meziroční	7,8	7,8	7,9	7,7	7,8	7,7	7,1	6,9
EU28	mezičtvrtletní	0,0	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5
	meziroční	-0,7	-0,1	0,2	1,0	1,4	1,4	1,5	1,6
EA12	mezičtvrtletní	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5
	meziroční	-1,2	-0,6	-0,3	0,5	0,9	1,0	1,2	1,5
Německo	mezičtvrtletní	0,0	0,7	0,3	0,4	0,8	0,4	0,3	0,4
	meziroční	-0,3	0,5	0,6	1,4	2,3	1,9	1,9	1,9
Francie	mezičtvrtletní	0,0	0,6	-0,1	0,2	0,0	0,3	0,5	0,4
	meziroční	-0,2	0,7	0,3	0,8	0,8	0,5	1,0	1,2
Spojené království	mezičtvrtletní	0,4	0,8	0,8	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5
	meziroční	0,5	1,7	1,8	2,7	3,1	3,0	2,6	2,4
Rakousko	mezičtvrtletní	0,0	0,0	0,3	0,4	0,2	0,4	0,6	0,5
	meziroční	0,3	0,1	0,4	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7
Maďarsko	mezičtvrtletní	0,8	0,3	1,1	0,7	1,1	0,3	0,4	0,4
	meziroční	-0,3	0,5	1,8	2,9	3,2	3,2	2,5	2,2
Polsko	mezičtvrtletní	0,1	0,8	0,8	0,7	1,1	0,6	0,6	0,6
	meziroční	0,5	1,3	2,0	2,5	3,5	3,3	3,0	2,9
Slovensko	mezičtvrtletní	0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
	meziroční	0,5	0,7	1,0	1,6	2,0	2,3	2,6	2,8
Česká republika	mezičtvrtletní	-1,0	0,2	0,4	1,5	0,8	0,3	0,4	0,7
	meziroční	-2,3	-1,6	-1,0	1,1	2,9	3,0	3,0	2,1

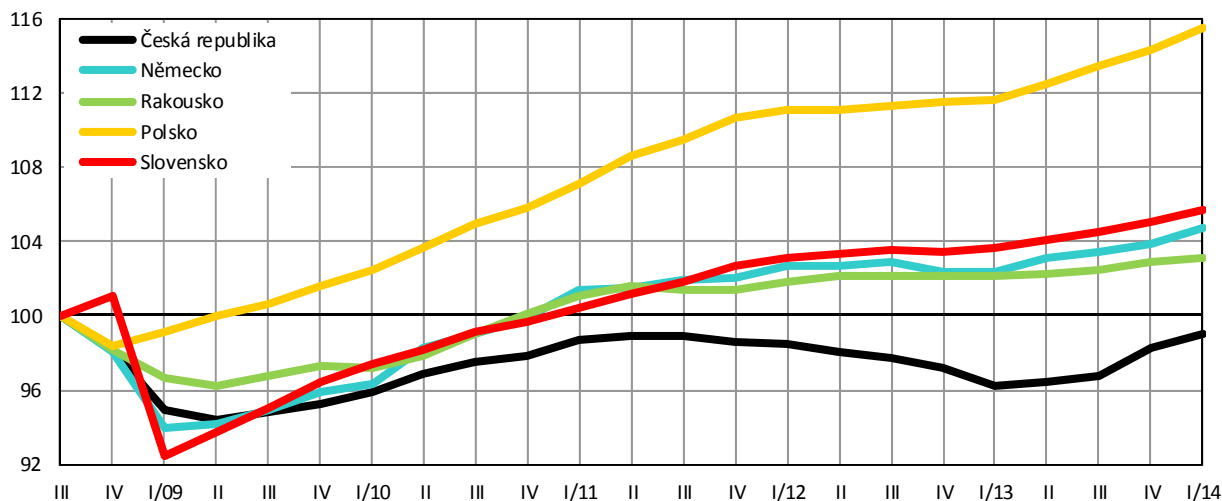
Zdroj dat: Eurostat, NBS China, vlastní propočty

Graf A.1.5: **Hrubý domácí produkt – ČR a sousední státy**
růst proti předchozímu roku v %, sezónně očištěná data



Zdroj dat: Eurostat, vlastní propočty

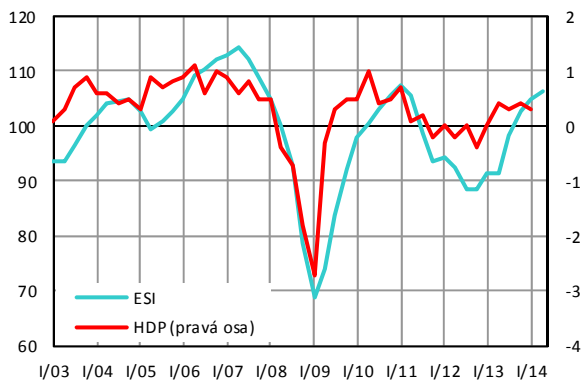
Graf A.1.6: Hrubý domácí produkt – ČR a sousední státy
Q3 2008 = 100, sezónně očištěná data



Zdroj dat: Eurostat, vlastní propočty

Graf A.1.7: Souhrnný indikátor důvěry a růst HDP v EU

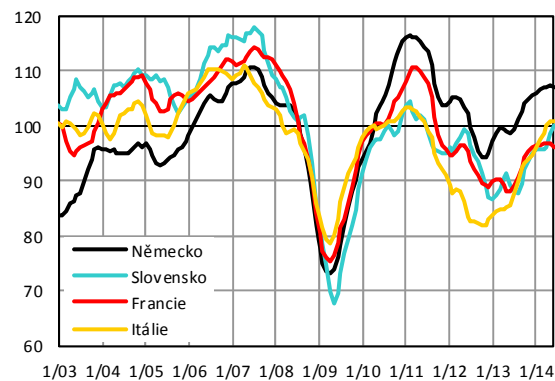
čtvrtletní průměr indikátoru, mezičtvrtletní růst v %, sezónně očištěná data



Zdroj dat: EK, Eurostat

Graf A.1.8: Souhrnný indikátor důvěry ESI vybraných obchodních partnerů ČR

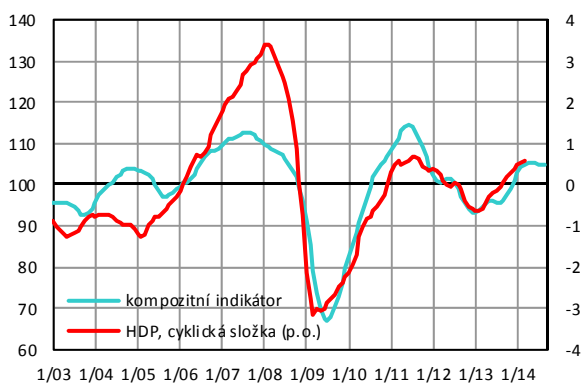
3měsíční klouzavé průměry



Zdroj dat: EK

Graf A.1.9: Kompozitní předstihový indikátor EU28

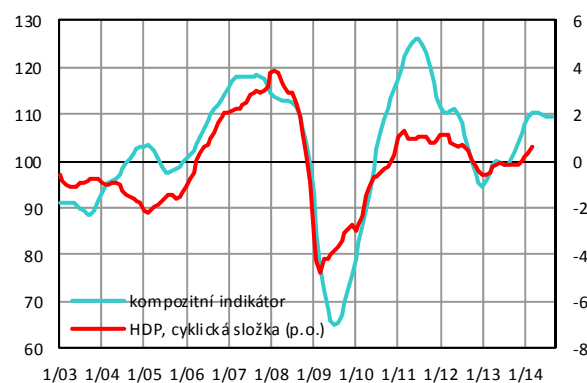
měsíční data, průměr 2005 = 100, cyklická složka v % trendu HDP



Zdroj dat: EK, Eurostat, vlastní propočty

Graf A.1.10: Kompozitní předstihový indikátor Německa

měsíční data, průměr 2005 = 100, cyklická složka v % trendu HDP



Zdroj dat: EK, Eurostat, vlastní propočty

Tabulka A.1.3: Světové ceny vybraných komodit – roční
ceny okamžitého dodání

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
											Predikce	Predikce
Ropa Brent	USD/barel	65,1	72,4	96,9	61,5	79,6	111,3	111,6	108,6	108	104	
	růst v %	19,6	11,1	34,0	-36,5	29,3	39,9	0,3	-2,6	-0,4	-4,4	
Index v CZK	2005=100	112,5	111,5	123,9	88,4	116,1	150,4	167,0	162,5	167	160	
	růst v %	12,5	-0,9	11,1	-28,6	31,4	29,5	11,0	-2,7	2,8	-4,0	
Pšenice	USD/t	191,7	255,2	325,9	223,4	223,7	316,2	313,3	312,2	267	254	
	růst v %	25,8	33,1	27,7	-31,5	0,1	41,4	-0,9	-0,3	-14,4	-5,0	
Index v CZK	2005=100	118,3	140,2	150,7	117,1	116,4	152,8	168,1	167,2	147	141	
	růst v %	18,3	18,4	7,5	-22,3	-0,6	31,3	10,0	-0,5	-11,8	-4,5	

Zdroj dat: MMF, U. S. Energy Information Administration, vlastní propočty

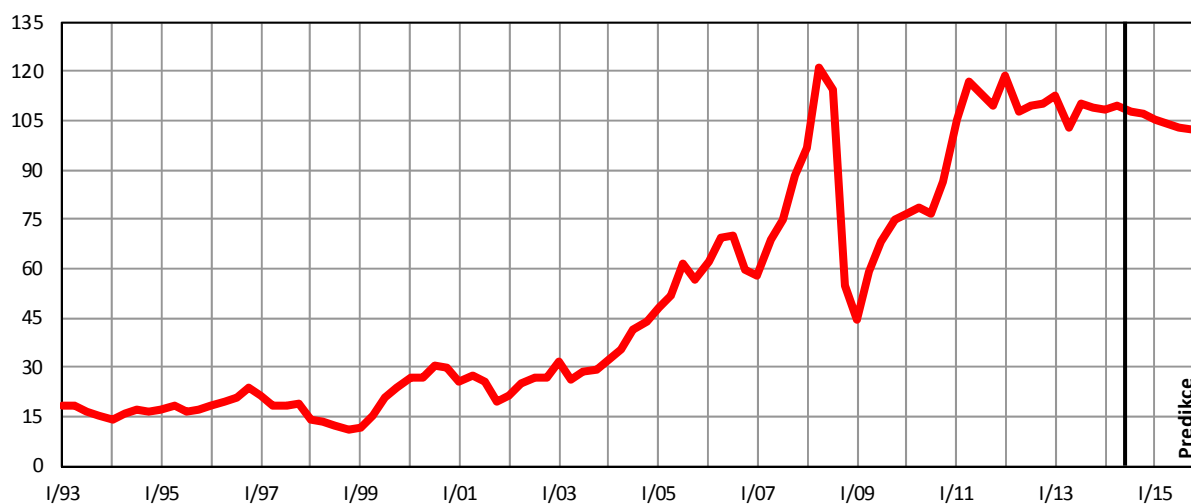
Tabulka A.1.4: Světové ceny vybraných komodit – čtvrtletní
ceny okamžitého dodání

		2013				2014			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
						Odhad	Predikce	Predikce	Predikce
Ropa Brent	USD/barel	112,4	102,6	110,2	109,2	108,1	109,7	108	107
	růst v %	-5,3	-4,8	0,5	-0,8	-3,8	7,0	-2,0	-2,0
Index v CZK	2005=100	166,6	155,1	164,5	163,7	165,7	168,0	168	166
	růst v %	-4,1	-4,6	-2,2	0,1	-0,5	8,3	2,1	1,7
Pšenice	USD/t	321,4	313,8	305,9	307,8	297	296	233	243
	růst v %	15,3	16,7	-12,5	-13,5	-7,6	-5,6	-23,9	-21,2
Index v CZK	2005=100	170,5	169,9	163,4	165,1	163	162	130	135
	růst v %	16,7	17,0	-14,9	-12,7	-4,4	-4,4	-20,7	-18,2

Zdroj dat: MMF, U. S. Energy Information Administration, vlastní propočty

Graf A.1.11: Dolarová cena ropy Brent

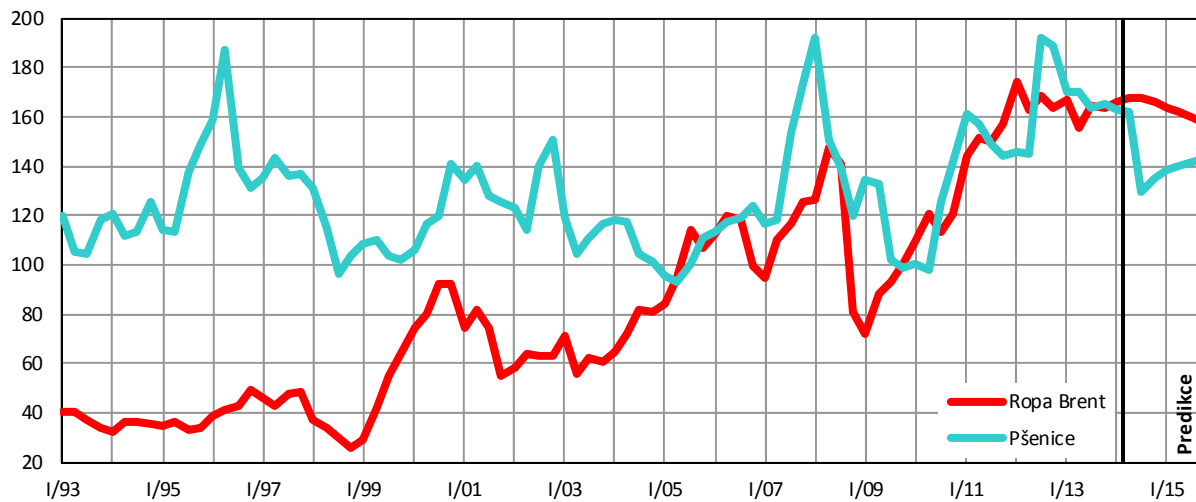
USD/barel



Zdroj dat: U. S. Energy Information Administration, vlastní propočty

Graf A.1.12: Korunové indexy světových cen vybraných komodit

index 2005 = 100



Zdroj dat: MMF, U. S. Energy Information Administration, vlastní propočty

A.2 Fiskální politika

Podle odhadu ČSÚ skončilo v roce 2013 hospodaření vládního sektoru deficitem ve výši 1,5 % HDP, což proti roku 2012 představuje zlepšení o 2,8 p. b. Významná část (1,8 p. b.) z toho jde ale na vrub skutečnosti, že do deficitu roku 2012 byly zahrnuty specifické transakce (finanční kompenzace církvím a náboženským společnostem, korekce refundací prostředků z EU). Po očištění o vliv těchto operací se tedy deficit snížil o 1 p. b.

Strukturální saldo (saldo očištěné o vliv hospodářského cyklu a jednorázových a přechodných operací) v roce 2013 dosáhlo -0,2 % HDP. Fiskální úsilí (meziroční změna strukturálního salda), které v roce 2013 činilo 1,4 p. b., tak již třetím rokem v řadě přesáhlo 1 p. b.

Výrazné snížení strukturálního salda bylo na příjmové straně dáno zejména zvýšením obou sazeb DPH o 1 p. b., což přineslo navýšení příjmů o téměř 0,4 % HDP. Druhým nejvýraznějším diskrečním efektem na příjmové straně byly úpravy u daně z příjmů fyzických osob (například zrušení základní slevy na pracující důchodce, solidární přírůžka ve výši 7 %, omezení výdajových paušálů) s celkovým dopadem přibližně 0,2 % HDP. U ostatních daní pak byly změny již pouze mírné a z velké části se navzájem kompenzovaly.

U výdajů došlo k nejvýraznější úspoře u tvorby hrubého fixního kapitálu (vládních investic), a to meziročně o necelých 0,4 % HDP. K poklesu došlo především u investic financovaných z domácích zdrojů s plným dopadem do deficitu vládního sektoru. Nejvíce byl tento vývoj patrný u místních rozpočtů, méně pak u ústřední vlády.

Na základě aktuálních údajů lze očekávat, že deficit vládního sektoru v roce 2014 dosáhne 1,5 % HDP. Proti odhadu z dubnové predikce je tak nyní očekáván deficit o 0,3 p. b. nižší. Nový odhad vychází z dosavadního vývoje pokladního plnění, čtvrtletních národních účtů a reflektuje také zlepšení predikce vývoje ekonomiky. Na příjmové straně dojde ke zlepšení u daňových příjmů, hlavně u přímých daní a u DPH. Předpokládaný vývoj spotřebních daní byl naopak kvůli dosavadnímu vývoji daně z tabákových výrobků mírně zhoršen. Vzhledem k výraznému předzásobením, které bylo inkasováno

v lednu a únoru tohoto roku, dochází aktualizací daně k přesunu značné částky ve prospěch roku 2013 (již v únoru 2014 byla dle pokladního plnění načerpána téměř polovina příjmů celého roku). Na výdajové straně lze pak díky velmi stabilnímu vývoji dluhu a relativně příznivému vývoji na finančních trzích očekávat nižší výdaje na úrokové náklady. To zároveň dokládá, že je Česká republika finančními trhy vnímána velmi pozitivně.

Na příjmovou stranu pro rok 2014 působí v daňové oblasti pouze relativně mírná diskreční opatření, z nichž nejvýraznější je snížení odvodů z elektřiny vyrobené ze slunečního záření (došlo ovšem k prodloužení období, kdy se tyto odvody budou platit) s dopadem cca 0,1 % HDP. Ostatní neautonomní změny pak mají již relativně malý dopad. V příjmech je zahrnut také prodej licencí mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč.

Na výdajové straně počítá odhad s nárůstem spotřeby vlády o 2 %, který je tažen vývojem naturálních sociálních dávek (platby zdravotních pojišťoven za zdravotní péči). Ty by měly mj. kvůli navýšení platby za státní pojištění a také změně úhradové vyhlášky ve prospěch posílení lůžkové péče vzrůst o 3 %.

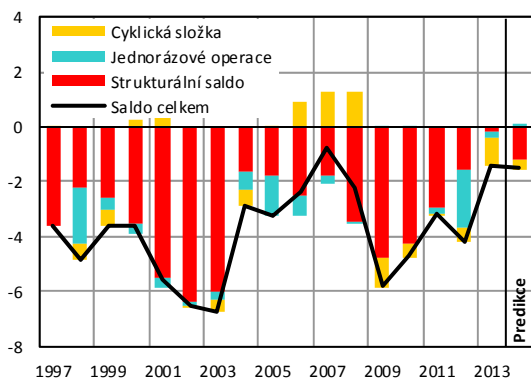
Relativně výrazný nárůst lze očekávat i u vládních investic, převážně u investic financovaných ze zdrojů EU. V případě českých investic je očekávána podobná hodnota jako v roce 2013. Dopad na deficit je v tomto případě značně omezený, protože většina takto proinvestovaných prostředků bude následně České republice refundována z rozpočtu EU.

V roce 2013 dosáhl dluh vládního sektoru 46,0 % HDP. Především z důvodu stagnace výše zadlužení státního rozpočtu by měla dluhová kvóta na konci roku 2014 poklesnout o 2 p. b. na 44,0 % HDP.

Rizika predikce lze v současné době spatřovat jako vyrovnaná. Nenaplnění předpokladu o vyčerpání alokace prostředků ze strukturálních fondů EU za minulé programové období by znamenalo úsporu českého financování. Na příjmové straně je rizikem vývoj daňových příjmů, který je velmi závislý na vývoji daňových makroekonomických základů.

Graf A.2.1: Dekompozice salda vládního sektoru

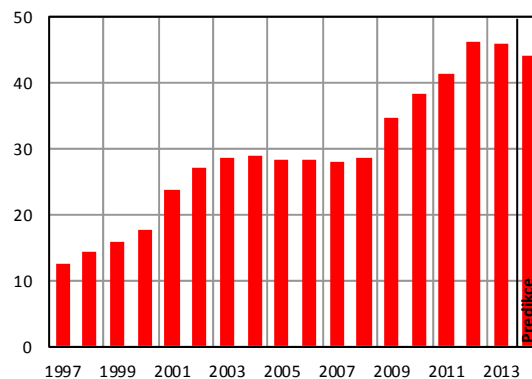
v % HDP



Zdroj dat: ČSÚ, vlastní propočty

Graf A.2.2: Dluh vládního sektoru

v % HDP



Zdroj dat: ČSÚ, vlastní propočty

Tabulka A.2.1: Saldo a dluh

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
										Předb.	Predikce
Saldo vládního sektoru ¹⁾	% HDP	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,7	-3,2	-4,2	-1,5	-1,5
	mld. Kč	-101	-80	-27	-86	-218	-179	-122	-162	-56	-59
Cyklická složka salda	% HDP	0,0	0,9	1,3	1,3	-1,1	-0,5	-0,1	-0,6	-1,1	-0,4
Cyklicky očištěné saldo	% HDP	-3,3	-3,3	-2,0	-3,5	-4,7	-4,2	-3,1	-3,7	-0,4	-1,1
Jednorázové operace	% HDP	-1,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-2,1	-0,2	0,1
Strukturální saldo	% HDP	-1,8	-2,5	-1,8	-3,4	-4,8	-4,3	-2,9	-1,6	-0,2	-1,2
Fiskální úsilí ²⁾	proc. body	-0,1	-0,8	0,8	-1,7	-1,3	0,5	1,3	1,3	1,4	-1,0
Úroky	% HDP	1,1	1,1	1,1	1,0	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3
Primární saldo	% HDP	-2,2	-1,3	0,4	-1,2	-4,5	-3,4	-1,8	-2,8	-0,1	-0,2
Primární cyklicky očištěné saldo	% HDP	-2,2	-2,2	-1,0	-2,5	-3,5	-2,9	-1,8	-2,2	1,0	0,2
Dluh vládního sektoru	% HDP	28,4	28,3	27,9	28,7	34,6	38,4	41,4	46,2	46,0	44,0
	mld. Kč	885	948	1 023	1 104	1 299	1 454	1 583	1 775	1 788	1 789
Změna dluhové kvóty	proc. body	-0,5	-0,1	-0,3	0,8	5,9	3,8	3,0	4,7	-0,1	-2,0

Zdroj dat: ČSÚ, vlastní propočty

Pozn.: Vládní dluh je definován následujícími finančními instrumenty: oběživo a depozita, emitované cenné papíry jiné než účasti s vyloučením finančních derivátů a úvěry (půjčky). Vládní dluh je vyjádřen v nominální hodnotě, která je považována za ekvivalent jmenovité hodnoty (face value). Vládní dluh je konsolidován, tzn. závazky odpovídající finančním aktivům jiných subjektů v subsektoru, resp. sektoru vládních institucí jsou vyloučeny.

¹⁾ Čistě půjčky (+)/výpůjčky (-) sektoru vládních institucí včetně úrokových derivátů.

²⁾ Meziroční změna strukturálního salda.

A.3 Měnová politika, finanční sektor a směnné kurzy

Měnová politika

I poté, co v listopadu 2012 ČNB snížila limitní úrokovou sazbu pro 2T (dvoutýdenní) repo operace na 0,05 %, docházelo v souvislosti s vývojem domácí ekonomiky a dalšími faktory (např. ceny komodit) k pokračování dezinflace. Aby zamezila dlouhodobému podstřelování inflačního cíle a urychlila návrat do situace, kdy opět bude moci využívat svůj standardní nástroj, rozhodla Bankovní rada ČNB dne 7. listopadu 2013 o používání měnového kurzu jako dalšího nástroje monetární politiky. K samotným intervencím na devizovém trhu (v objemu přibližně 7,5 mld. eur) přitom došlo pouze v listopadu, od té doby stačí na udržení kurzu nad hladinou 27 korun za euro pouhá existence kurzového závazku a deklarované odhodlání ČNB tento závazek dodržet.

Finanční sektor a úrokové sazby

V průměru za 2. čtvrtletí 2014 dosáhla **3M** (tříměsíční) sazba **PRIBOR** 0,36 % (*shoda s predikcí*). Na úrovni 0,4 % by měl 3M PRIBOR v průměru setrvat i během let 2014 a 2015 (*v obou případech beze změny*).

Dlouhodobé úrokové sazby se vzhledem k velmi slabým inflačním tlakům nadále pohybují na historicky nízkých úrovních. S ohledem na očekávaný vývoj krátkodobých úrokových sazeb a trajektorii fiskální politiky lze přitom předpokládat, že by dlouhodobé sazby neměly ani ve střednědobém horizontu výrazněji růst. **Výnos do splatnosti 10R státních dluhopisů** pro konvergenční účely dosáhl ve 2. čtvrtletí 2014 pouze 1,8 % (*proti 2,4 %*). Predikci na rok 2014 snižujeme na 1,9 % (*proti 2,4 %*), v roce 2015 by se dlouhodobé úrokové sazby měly zvýšit na 2,4 % (*proti 2,6 %*).

ČNB v dubnu 2014 provedla další šetření o úvěrových podmínkách a standardech bank. Vyplývá z něj, že se úvěrové standardy v 1. čtvrtletí 2014 u žádného segmentu úvěrového trhu nezměnily. Pro 2. čtvrtletí banky očekávaly uvolnění standardů u podnikových úvěrů, u spotřebitelských úvěrů domácnostem a úvěrů na bydlení naopak jejich ztížení.

Poslední zátěžové testy bank, jejichž výsledky ČNB zveřejnila ve Zprávě o finanční stabilitě 2013/2014, opět prokázaly dostatečnou odolnost bankovního sektoru vůči i velmi nepříznivým šokům. Stabilita sektoru je dána zejména vysokou kapitálovou přiměřeností bank.

Klientské úrokové sazby se v souvislosti s vývojem primárních úrokových sazeb nadále pohybují na velmi nízkých hodnotách. V 1. čtvrtletí 2014 úrokové sazby z vkladů domácností mezičtvrtletně stagnovaly na

0,9 %, sazby z vkladů firem se snížily o 0,1 p. b. na 0,3 %. Sazby z úvěrů domácnostem mezičtvrtletně též klesly o 0,1 p. b. na 5,7 %, sazby z úvěrů nefinančním podnikům setrvaly na 3,1 %.

Růst úvěrů domácnostem je nadále poměrně nízký, je tažen zejména úvěry na bydlení. Meziroční růst úvěrů na spotřebu v posledním období osciluje kolem nuly, znatelný růst je nicméně zaznamenán u tzv. ostatních úvěrů, kam patří např. úvěry živnostníkům. Úvěry nefinančním podnikům zaznamenávají v posledních čtvrtletích meziroční pokles, ke značnému nárůstu však došlo u úvěrů poskytovaných v cizích měnách. Zde se však odráží jednorázové čerpání těchto úvěrů v období krátce po zavedení výše zmíněného kurzového závazku.

Situace ohledně úvěrů v selhání zůstává stabilní, jejich podíl dosáhl v 1. čtvrtletí 2014 u domácností 5,0 % (mezičtvrtletně o 0,1 p. b. méně, meziročně o 0,2 p. b. méně), u nefinančních podniků poklesl na 7,2 % (mezičtvrtletně o 0,1 p. b. méně, meziročně o 0,2 p. b. méně).

Index pražské burzy PX se ve druhé polovině června 2014 pohyboval mezi 1 000 a 1 050 body, na počátku července však klesl pod hranici 960 bodů. I tak byl ale index PX o téměř 10 % vyšší než na začátku července minulého roku.

Směnné kurzy

Poté, co ČNB počátkem listopadu 2013 oznámila, že kurz koruny vůči euru začne využívat jako další nástroj monetární politiky, koruna vůči euru skokově oslabila. K pozvolnému oslabování koruny docházelo i v dalších dnech, přičemž v závěru roku 2013 byl kurz v porovnání s úrovní před intervencemi až o 7 % slabší. V letošním roce se zatím kurz pohyboval bez výrazných výkyvů okolo hladiny 27,50 CZK/EUR. Za 1. pololetí 2014 tak koruna v průměru meziročně oslabila o 6,4 %.

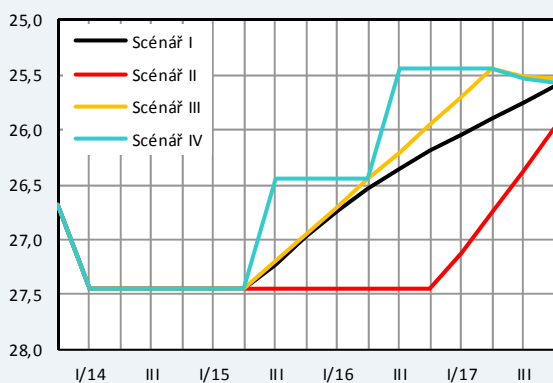
Pro predikci směnného kurzu koruny vůči euru musely být přijaty arbitrární předpoklady ohledně termínu, kdy ČNB upustí od používání mimořádného kurzového nástroje, a ústupové strategie. Na základě dostupných informací jsme zvolili technický předpoklad stability kurzu na hladině 27,45 CZK/EUR pro období do konce 2. čtvrtletí 2015. Poté by měla koruna proti euru znovu začít mírně posilovat, což je v souladu s vyjádřením ČNB, že nepřipustí prudkou apreciaci koruny poté, co ustoupí od kurzového závazku. Různé scénáře opuštění kurzového závazku a modelové simulace jejich dopadů jsou uvedeny v Boxu A.3.

Box A.3: Projekce vývoje základních makroekonomických veličin v různých scénářích ukončení kurzového závazku

Tento box shrnuje výsledky modelové podmíněné projekce (conditional forecast), která zkoumá dopad čtyř různých scénářů návratu k plovoucímu kurzu na základní makroekonomické ukazatele v horizontu do konce roku 2017. K vytvoření projekce jsme použili upravený model MMF², jenž svou povahou odpovídá nové keynesovské ekonomii, a který umožňuje analýzu monetárních politik. Model redukované formy (reduced-form model) je tvořen 17 rovnicemi uspořádanými do čtyř bloků –bloku agregátní poptávky (IS křivka), agregátní nabídky (Phillipsova křivka), nekryté úrokové parity a pravidla monetární politiky (Taylorovo pravidlo). Model rovněž bere v potaz vývoj v zahraničí.

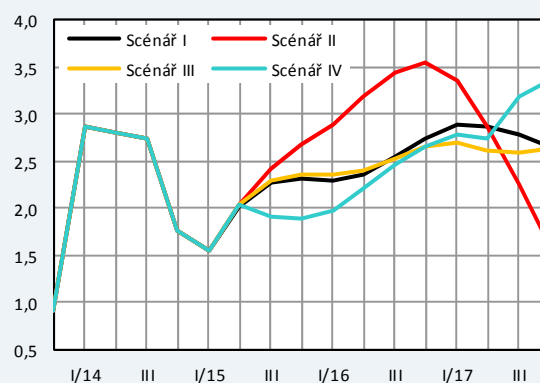
Všechny uvažované scénáře vycházejí z předpokladu, že se nominální kurz koruny vůči euru bude v rámci režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky držet na hladině 27,45 CZK/EUR až do konce 2. čtvrtletí 2015. Podle současných informací by totiž ČNB neměla od kurzového závazku upustit dříve než ve 2. čtvrtletí 2015, přičemž není vyloučeno, že by k tomuto kroku ČNB mohla přistoupit ještě později. Počínaje 3. čtvrtletím 2015 pak modelujeme čtyři různé scénáře opouštění kurzového závazku. Scénář I předpokládá jeho jednorázové ukončení, kdy směnný kurz ihned přejde do režimu volného floatingu. Scénář II počítá s tím, že k opuštění stávajícího kurzového závazku dojde až ve 4. čtvrtletí 2016, do té doby tedy kurz setrvá na hladině 27,45 CZK/EUR. Scénář III modeluje situaci postupného ukončování, kdy v období od 3. čtvrtletí 2015 do 2. čtvrtletí 2017 bude ČNB tolerovat posilování koruny max. o 0,25 CZK/EUR za čtvrtletí. Scénář IV pak předpokládá, že v období od 3. čtvrtletí 2015 do 2. čtvrtletí 2016 ČNB připustí posílení max. na 26,25 CZK/EUR. Pro období od 3. čtvrtletí 2016 do 2. čtvrtletí 2017 dojde k posunu této hranice na 25,25 CZK/EUR, poté již bude kurz koruny v režimu volného floatingu. Všechny scénáře zároveň předpokládají, že před přechodem kurzu do režimu volného floatingu nebude ČNB měnit úrokové sazby. Zdůrazňujeme, že všechny scénáře byly vytvořeny čistě pro účely této projekce a v žádném případě nechtějí (a ani nemohou) předjímat budoucí kroky ČNB v oblasti kurzové politiky.

Graf 1: Nominální kurz koruny vůči euru



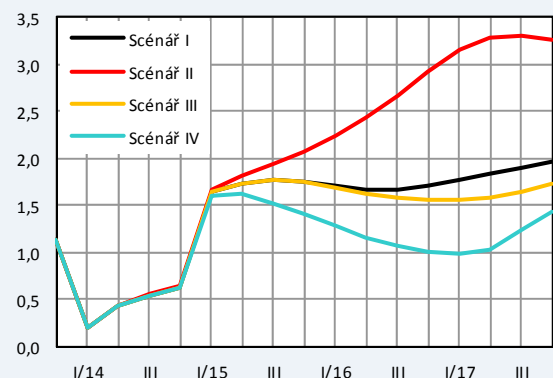
Graf 2: Reálný hrubý domácí produkt

meziroční růst v %



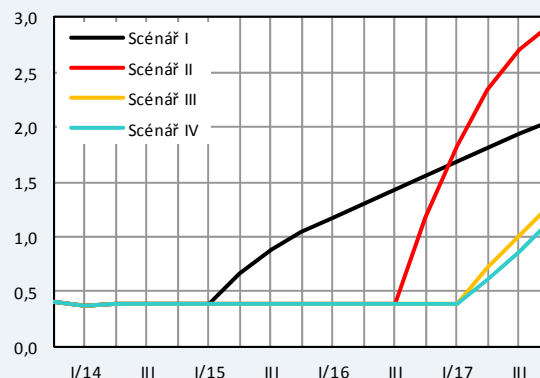
Graf 3: Index spotřebitelských cen

meziroční růst v %



Graf 4: Krátkodobé úrokové sazby

v % p. a.



Výše uvedené grafy znázorňují modelovou projekci vývoje vybraných makroekonomických veličin od 2. čtvrtletí 2014 do 4. čtvrtletí 2017. Pro každou proměnnou je znázorněn vývoj pro všechny uvažované scénáře. Jak je z grafů patrné, rozdílné přístupy k ukončení režimu devizových intervencí mají odlišné dopady na reálnou ekonomiku. Výsledky projekcí je však nutné chápat spíše kvalitativně, nikoliv jako předpověď vývoje makroekonomických agregátů v daném scénáři.

² Na základě Beneš, Hurník, Vávra (2008): Exchange Rate Management and Inflation Targeting: Modeling the Exchange Rate in Reduced-Form New Keynesian Models. Czech Journal of Economics and Finance, 58(3–4), str. 166–194

Tabulka A.3.1: Úrokové sazby, vklady a úvěry – roční

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
		Predikce		Predikce							
Repo 2T ČNB (konec období)	v % p.a.	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	0,05	.	.
Hlavní refinanční sazba ECB (konec období)	v % p.a.	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,25	.	.
Hlavní refinanční sazba Fed (konec období)	v % p.a.	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	.	.
PRIBOR 3M	v % p.a.	2,30	3,09	4,04	2,19	1,31	1,19	1,00	0,46	0,4	0,4
Dlouhodobé úrokové sazby ¹⁾	v % p.a.	3,78	4,28	4,55	4,67	3,71	3,71	2,80	2,11	1,9	2,4
Domácnosti – MFI (ČR, není-li uvedeno jinak)											
– úrokové sazby z úvěrů	v % p.a.	6,93	6,63	6,81	7,00	7,00	6,83	6,46	6,03	.	.
– úvěry	růst v %	32,1	31,7	28,9	16,3	8,7	6,5	4,9	4,0	.	.
– úvěry (bez úvěrů na bydlení)	růst v %	28,3	27,3	25,3	19,1	8,3	6,8	1,4	0,5	.	.
– vklady	růst v %	7,3	10,6	9,4	10,5	5,4	5,0	4,7	3,2	.	.
– podíl úvěrů v selhání	v %	3,7	3,2	3,0	3,7	4,8	5,3	5,2	5,2	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům	v %	40	48	57	60	61	62	65	65	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům (eurozóna)	v %	99	99	94	89	90	90	87	84	.	.
Nefinanční podniky – MFI (ČR, není-li uvedeno jinak)											
– úrokové sazby z úvěrů	v % p.a.	4,29	4,85	5,59	4,58	4,10	3,93	3,69	3,19	.	.
– úvěry	růst v %	13,9	16,7	17,5	0,2	-6,5	3,3	2,5	0,1	.	.
– vklady	růst v %	10,9	13,2	5,3	-1,7	4,8	0,9	8,2	4,4	.	.
– podíl úvěrů v selhání	v %	4,5	3,8	3,6	6,2	8,6	8,5	7,7	7,4	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům	v %	117	120	134	137	123	126	122	117	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům (eurozóna)	v %	292	296	315	315	294	286	273	246	.	.

Zdroj dat: ČNB, ECB, Fed, vlastní propočty

¹⁾ Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely

Tabulka A.3.2: Úrokové sazby, vklady a úvěry – čtvrtletní

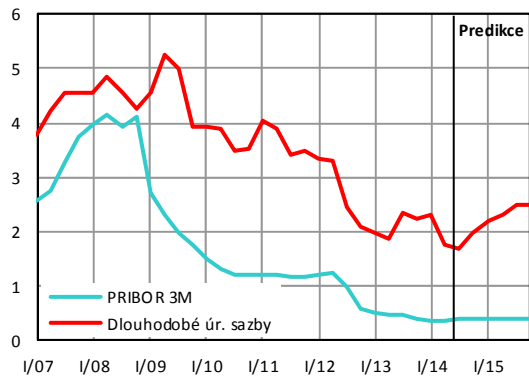
		2013				2014			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
		Predikce		Predikce					
Repo 2T ČNB (konec období)	v % p.a.	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	.	.
Hlavní refinanční sazba ECB (konec období)	v % p.a.	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,15	.	.
Hlavní refinanční sazba Fed (konec období)	v % p.a.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	.	.
PRIBOR 3M	v % p.a.	0,50	0,46	0,46	0,41	0,37	0,36	0,4	0,4
Dlouhodobé úrokové sazby ¹⁾	v % p.a.	1,98	1,88	2,35	2,24	2,30	1,76	1,7	2,0
Domácnosti – MFI (ČR, není-li uvedeno jinak)									
– úrokové sazby z úvěrů	v % p.a.	6,21	6,09	5,96	5,83	5,73	.	.	.
– úvěry	růst v %	3,7	3,9	4,1	4,2	3,9	.	.	.
– úvěry (bez úvěrů na bydlení)	růst v %	-0,4	0,1	0,7	1,7	1,9	.	.	.
– vklady	růst v %	4,2	3,6	2,7	2,4	1,8	.	.	.
– podíl úvěrů v selhání	v %	5,2	5,2	5,1	5,1	5,0	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům	v %	64	65	66	66	65	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům (eurozóna)	v %	85	84	84	84	83	.	.	.
Nefinanční podniky – MFI (ČR, není-li uvedeno jinak)									
– úrokové sazby z úvěrů	v % p.a.	3,27	3,23	3,17	3,09	3,06	.	.	.
– úvěry	růst v %	2,3	0,2	-1,2	-0,9	-1,9	.	.	.
– vklady	růst v %	4,8	1,9	4,7	6,1	7,1	.	.	.
– podíl úvěrů v selhání	v %	7,4	7,6	7,4	7,2	7,2	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům	v %	119	119	117	111	112	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům (eurozóna)	v %	256	252	245	232	234	.	.	.

Zdroj dat: ČNB, ECB, Fed, vlastní propočty

¹⁾ Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely

Graf A.3.1: Úrokové sazby

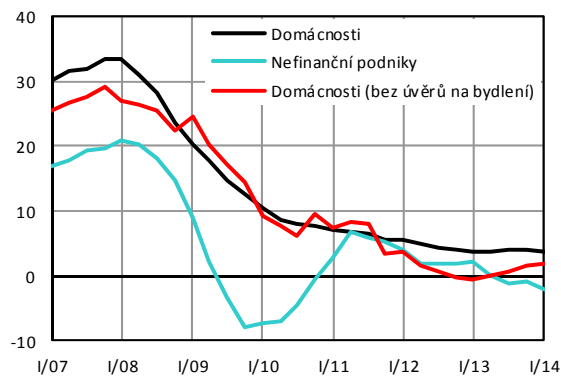
v % p. a.



Zdroj dat: ČNB, vlastní propočty

Graf A.3.2: Úvěry

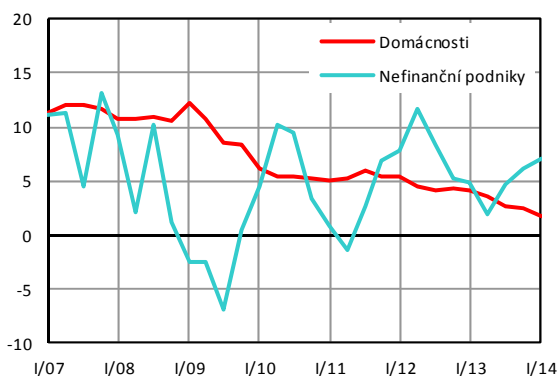
meziroční růst v %



Zdroj dat: ČNB, vlastní propočty

Graf A.3.3: Vklady

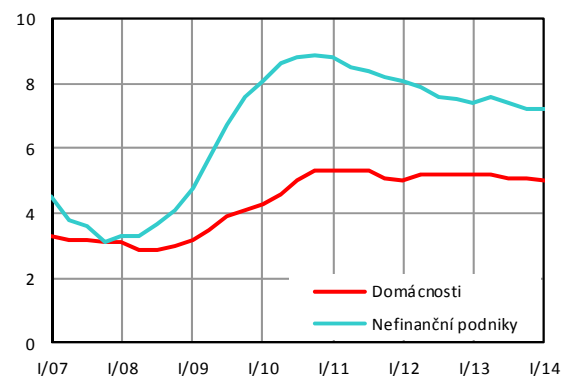
meziroční růst v %



Zdroj dat: ČNB, vlastní propočty

Graf A.3.4: Úvěry v selhání

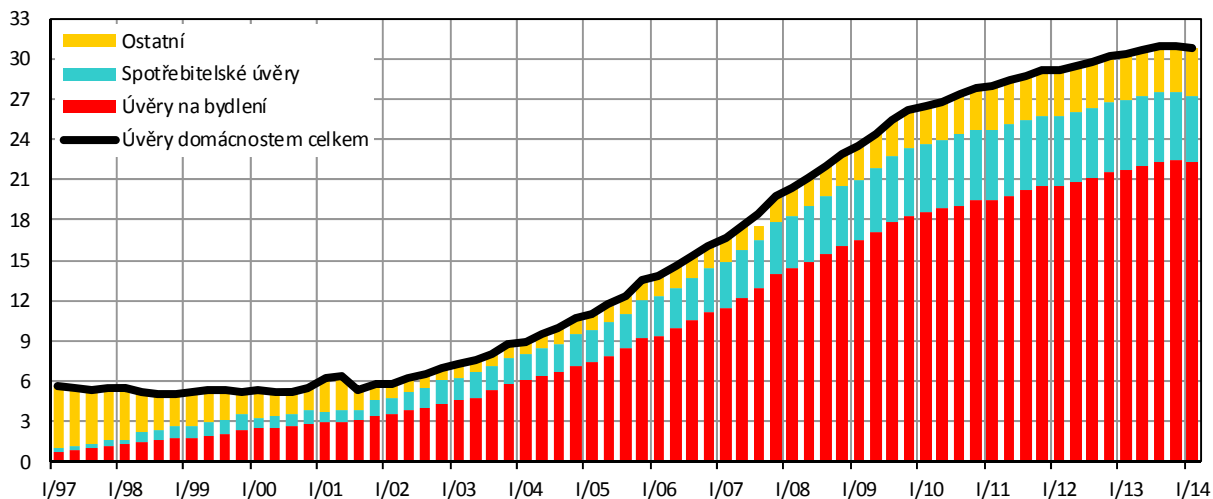
podíl úvěrů v selhání na celkových úvěrech, v %



Zdroj dat: ČNB, vlastní propočty

Graf A.3.5: Poměr bankovních úvěrů domácnostem k HDP

z ročních klouzavých úhrnů, v %



Zdroj dat: ČNB, ČSÚ, vlastní propočty

Tabulka A.3.3: Směnné kurzy – roční

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
								Predikce	Predikce	Výhled	Výhled
Nominální směnné kurzy:											
CZK / EUR	roční průměr	24,96	26,45	25,29	24,59	25,14	25,98	27,4	27,4	26,9	26,4
	zhodnocení v %	11,3	-5,6	4,6	2,8	-2,2	-3,2	-5,3	0,3	1,7	1,8
CZK / USD	roční průměr	17,06	19,06	19,11	17,69	19,59	19,57	20,2	20,3	19,9	19,6
	zhodnocení v %	19,0	-10,5	-0,3	8,0	-9,7	0,1	-3,0	-0,4	1,7	1,8
Nominální efektivní směnný kurz¹⁾	průměr 2010=100	101,2	98,0	100,0	103,1	99,5	97,3	93	93	95	97
	zhodnocení v %	11,7	-3,2	2,1	3,1	-3,5	-2,2	-4,4	0,3	1,7	1,8
Reálný směnný kurz vůči EA12²⁾	průměr 2010=100	102,5	97,9	100,0	100,7	98,8	96,1	92	92	93	95
	zhodnocení v %	11,3	-4,4	2,1	0,7	-1,9	-2,8	-4,6	0,5	1,5	1,8
Reálný efektivní směnný kurz³⁾	průměr 2010=100	102,7	98,9	100,0	102,0	99,2	96,9	.	.	.	.
(Eurostat, deflováno CPI, vůči 37 zemím)	zhodnocení v %	14,9	-3,7	1,1	2,0	-2,8	-2,3	.	.	.	.

Zdroj dat: ČNB, Eurostat, vlastní propočty

¹⁾ Index agregující směnné kurzy na základě vah zahraničního obchodu.

²⁾ Index popisuje meziroční reálné zhodnocení koruny vůči euru, deflováno deflátoři HDP.

³⁾ Index propočítávaný Eurostatem, součást analýzy a hodnocení makroekonomických nerovnováh Evropskou komisí.

Tabulka A.3.4: Směnné kurzy – čtvrtletní

		2013				2014			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
						Odhad	Predikce	Predikce	Predikce
Nominální směnné kurzy:									
CZK / EUR	průměr čtvrtletí	25,57	25,83	25,85	26,66	27,44	27,45	27,4	27,4
	zhodnocení v %	-1,9	-2,2	-3,0	-5,6	-6,8	-5,9	-5,8	-2,9
CZK / USD	průměr čtvrtletí	19,37	19,78	19,52	19,59	20,04	20,02	20,3	20,3
	zhodnocení v %	-1,2	-0,3	2,8	-0,9	-3,3	-1,2	-4,0	-3,6
Nominální efektivní směnný kurz¹⁾	průměr 2010=100	98,4	97,6	98,0	95,1	93,0	93,1	93	93
	zhodnocení v %	-1,7	-1,7	-1,3	-4,1	-5,5	-4,6	-5,1	-2,3
Reálný směnný kurz vůči EA12²⁾	průměr 2010=100	97,0	96,4	96,2	94,6	91,6	91	91	93
	zhodnocení v %	-1,6	-2,0	-2,8	-4,5	-5,5	-5,5	-5,2	-2,2
Reálný efektivní směnný kurz³⁾	průměr 2010=100	98,5	97,3	97,4	94,4	.	.	.	.
(Eurostat, deflováno CPI, vůči 37 zemím)	zhodnocení v %	-2,1	-1,8	-1,4	-4,0	.	.	.	.

Zdroj dat: ČNB, Eurostat, vlastní propočty

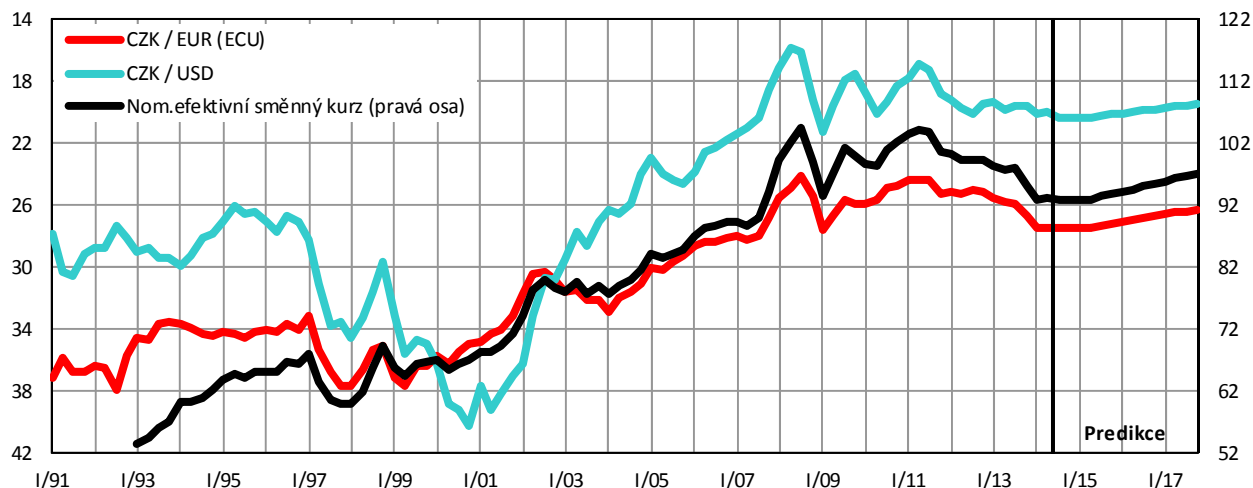
¹⁾ Index agregující směnné kurzy na základě vah zahraničního obchodu.

²⁾ Index popisuje meziroční reálné zhodnocení koruny vůči euru, deflováno deflátoři HDP.

³⁾ Index propočítávaný Eurostatem, součást analýzy a hodnocení makroekonomických nerovnováh Evropskou komisí.

Graf A.3.6: Nominální směnné kurzy

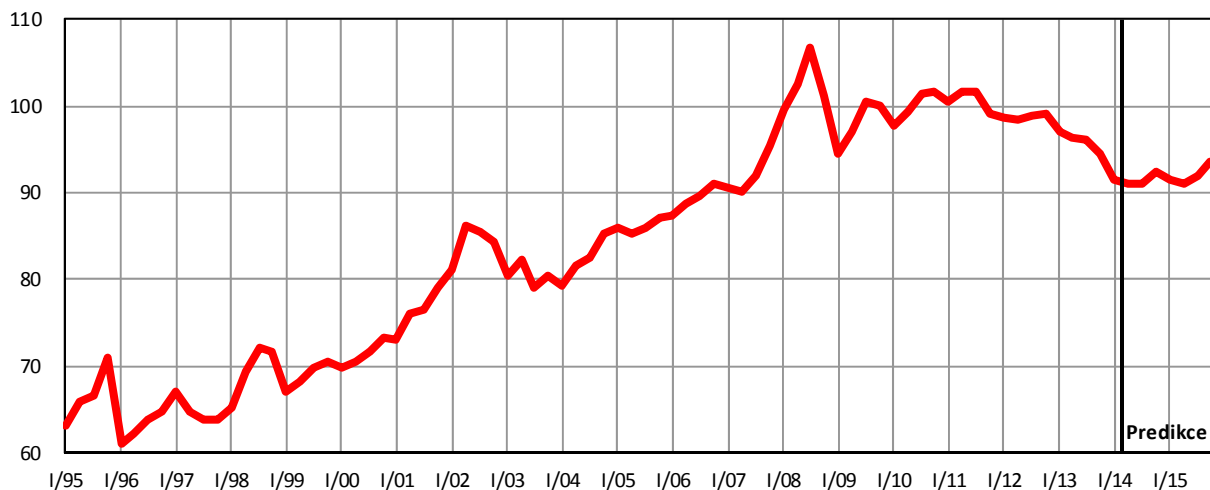
čtvrtletní průměry, průměr 2010 = 100 (pravá osa)



Zdroj dat: ČNB, vlastní propočty

Graf A.3.7: Reálný směnný kurz vůči EA12

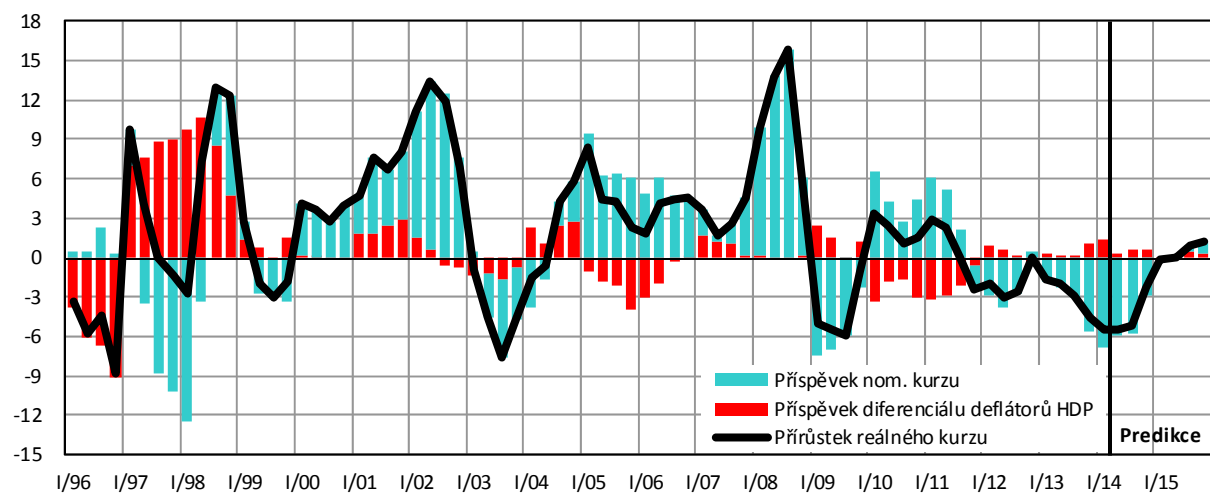
čtvrtletní průměry, deflováno deflátory HDP, růst indexů indikuje reálné zhodnocení, průměr 2010 = 100



Zdroj dat: ČNB, ČSÚ, Eurostat, vlastní propočty

Graf A.3.8: Reálný směnný kurz vůči EA12

rozklad meziročního přírůstku na příspěvek nominálního kurzu a diferencíálu deflátorů HDP, růst indikuje reálné zhodnocení, procentní body



Zdroj dat: ČNB, ČSÚ, Eurostat, vlastní propočty

A.4 Strukturální politiky

Daně

Dne 21. května 2014 schválila vláda **novelu zákona o spotřebních daních**. Novela v reakci na oslabení směnného kurzu koruny vůči euru upravuje sazby spotřební daně z tabákových výrobků tak, aby byl splněn minimální požadavek EU na výši spotřební daně, tj. 90 eur na 1 000 kusů cigaret. Novela by měla nabýt účinnosti prvního dne třetího měsíce následujícího po měsíci vyhlášení (v predikci předpokládáme, že novela bude účinná k 1. lednu 2015).

Dne 2. července 2014 schválila vláda **novelu zákona o daních z příjmů**. Daňové zvýhodnění na druhé dítě se ročně zvýší o 2 400 Kč, na třetí a další dítě o 3 600 Kč. Stávající výdajové paušály ve výši 60 % a 80 % budou zachovány, nově však budou omezeny hranicí mezního příjmu ve výši 2 mil. Kč. Starobní důchodci, jejichž roční příjem nepřesáhne 840 000 Kč, budou opětovně moci uplatňovat základní slevu na poplatníka. Účinnost novely se předpokládá k 1. lednu 2015.

Novela zákona o dani z přidané hodnoty, kterou schválila vláda dne 2. července 2014, zavádí druhou sníženou sazbu daně z přidané hodnoty ve výši 10 % na léky, knihy a nenahraditelnou dětskou výživu. Novela by měla nabýt účinnosti dne 1. ledna 2015.

Finanční trhy

Dne 18. června 2014 schválil senát návrh **zákona, kterým se mění některé zákony v souvislosti se stanovením přístupu k činnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry a dohledu nad nimi**, jenž do českého právního řádu implementuje směrnici EU o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad nimi. Nová právní úprava zavádí kapitálové rezervy, jejichž držení bude moci ČNB od bank, družstevních záložen a obchodníků s cennými papíry vyžadovat za účelem posílení kapitálové vybavenosti a omezení systémového rizika. Současně dojde k přesunu odpovědnosti za výkon dohledu nad likviditou poboček bank (nikoliv dceřiných bank) členských států z orgánu dohledu hostitelského státu na orgán dohledu domovského státu. Zákon by měl nabýt účinnosti dnem vyhlášení, jeho vybrané části pak 1. ledna 2015 a 1. ledna 2016.

S cílem snížit korupční riziko schválila vláda dne 9. dubna 2014 **novelu zákona o změnách zákonů v oblasti finančního trhu**. Dle nové právní úpravy se povinné bezhotovostní platby již nebudou vztahovat pouze na případy, kdy je platbou uhražován závazek,

ale na všechny platby (půjčky, dary). Limit pro povinné bezhotovostní platby bude snížen z 350 000 Kč na 270 000 Kč, přičemž příjemce bude mít povinnost platbu nad nově stanovený limit odmítnout, pokud nebude provedena bezhotovostně. Novela rovněž transponuje směrnici EU, která stanovuje požadavky pro úhrady a inkasa v eurech. Předpokládaná účinnost novely je prvním dnem kalendářního měsíce následujícího po dni jeho vyhlášení.

Energetika a životní prostředí

Dne 12. května 2014 schválila vláda **novelu zákona o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů**, jež transponuje do českého právního řádu směrnici EU. Novela stanovuje provozovateli povinnost vrátit povolenky, které mu byly neoprávněně přiděleny a vydány. V případě porušení této povinnosti může být provozovateli uložena sankce. Předpokládaná účinnost novely je k 1. lednu 2015.

Trh práce

Novela zákona o zaměstnanosti, kterou schválil senát dne 18. června 2014, opětovně zavádí kategorii osob zdravotně znevýhodněných, jejichž zaměstnávání bude podpořeno příspěvkem ve výši až 5 000 Kč měsíčně. Příspěvek na sdílené zprostředkování zaměstnání pro agentury práce bude snížen z 5 000 Kč na maximálně 500 Kč. Naopak částka za umístění nezaměstnaného se zvýší z 1 250 Kč na maximálně 6 250 Kč, pokud v tomto zaměstnání setrvá nejméně po dobu 6 měsíců. Novela by měla nabýt účinnosti prvním dnem měsíce následujícího po dni vyhlášení.

S cílem zlepšit sladění pracovního a rodinného života rodičů malých dětí a zvýšit jejich participaci na trhu práce schválila poslanecká sněmovna dne 20. června 2014 návrh **zákona o poskytování služby péče o dítě v dětské skupině**. Zákon zavádí nový typ služby spočívající v hlídání a péči o dítě od jednoho roku věku do zahájení povinné školní docházky. Poskytovatelem služby může být zaměstnavatel rodiče, církev, územní samosprávný celek, obecně prospěšná společnost, nadace, vysoká škola či spolek. Zákon by měl nabýt účinnosti dne 1. září 2014.

Sociální a zdravotní systém

Dne 20. června 2014 schválila poslanecká sněmovna **novelu zákona o důchodovém pojištění**, jež upravuje pravidla pro valorizaci důchodů. Pro zvýšení důchodů se výše stanoví tak, aby u průměrného starobního důchodu zvýšení činilo částku odpovídající 100 % růstu úhrnného indexu spotřebitelských cen a 1/3 růstu

reálných mezd. Od roku 2015 pak u průměrného samostatně vypláceného starobního důchodu nebude zvýšení činit méně než 1,8 %. Novela zákona by měla nabýt účinnosti dne 1. září 2014.

Novela zákona o pojistném na veřejné zdravotní pojištění, která nabyla účinnosti dne 1. července 2014, navyšuje měsíční platbu za státní pojištěnce ze 787 Kč na 845 Kč. Současně však budou zdravotní pojišťovny povinny kompenzovat poskytovatelům lůžkových zdravotních služeb výpadek příjmů ze zrušených regulačních poplatků za hospitalizaci.

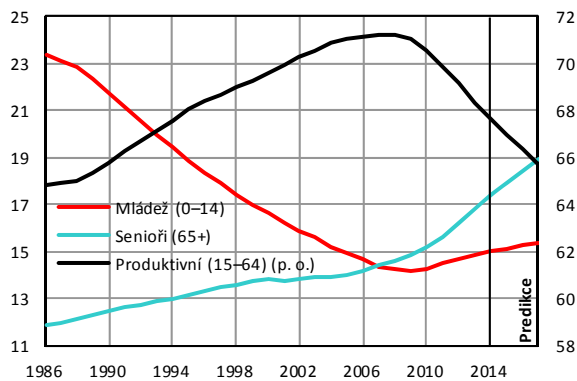
A.5 Demografie

V České republice žilo na počátku 2. čtvrtletí 2014 celkem 10,517 mil. lidí. V průběhu 1. čtvrtletí 2014 tak populace ČR vzrostla o 5 tis. obyvatel, čímž byl více než nahrazen populační úbytek z roku 2013.

Bilance zahraničního stěhování se v 1. čtvrtletí 2014 znovu vrátila do kladných čísel (+5 tis.). Počet narozených dětí (26 tis.) byl obdobný jako ve stejném období roku 2013. Přibližně stejný počet zemřelých však byl meziročně o cca 5 tis. nižší. Je zajímavé, že v absolutním počtu nejvíce ubylo zemřelých ve věkové skupině 80-89 let. Překvapivě silné snížení úmrtnosti v této věkové kategorii mohlo být alespoň zčásti ovlivněno neobvykle teplým počasím v tomto období.

Počet obyvatel ČR tak těsně překonal dosavadní maximální hodnotu z počátku roku 2013 a stále se nachází velmi blízko **populačního vrcholu** za období po 2. světové válce. Zatím se zdá, že se přece jen prosadí střední varianta populační projekce ČSÚ s velmi mírným nárůstem populace v nejbližších letech. Za horizontem výhledu nás však velmi pravděpodobně čeká dlouhodobý pokles počtu obyvatel ČR.

Graf A.5.1: Věkové skupiny
strukturní podíly v %



Zdroj dat: ČSÚ, vlastní propočty

Podle zveřejněných výsledků věkové struktury populace na počátku roku 2014 se dále prohloubil

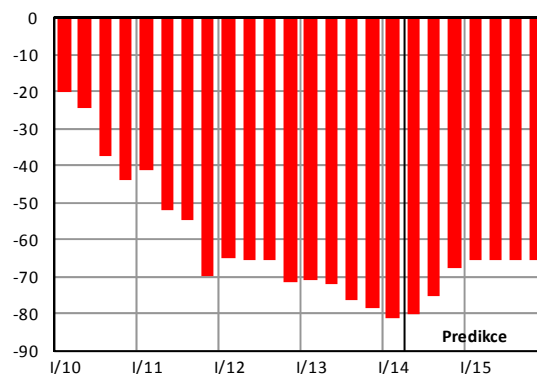
S cílem podpořit rodiny s malými dětmi schválila vláda dne 2. července 2014 **novelu zákona o státní sociální podpoře**. Novela zavádí porodné ve výši 10 000 Kč i na druhé dítě a současně zvyšuje koeficient, od něhož se nárok na porodné odvíjí. Novela by měla nabýt účinnosti dne 1. ledna 2015.

Novela zákona o veřejném zdravotním pojištění, kterou schválila vláda dne 2. července 2014, ruší regulační poplatky za recept a za ambulantní ošetření. Předpokládaná účinnost novely je k 1. lednu 2015.

pokles strukturního podílu **populace ve věku 15–64 let** (viz graf A.5.1). Poklesu dominuje přirozený vývoj, kdy spodní hranici této věkové kategorie překračují početně velmi slabé ročníky narozené na přelomu tisíciletí, zatímco populačně silná generace narozená v období po skončení 2. světové války se postupně zařazuje mezi seniory.

V následujících letech by se tempo tohoto poklesu mělo poněkud zmírnit. Přesto by se v absolutním vyjádření měla populace v produktivním věku ročně nadále snižovat o cca 60-70 tis. lidí ročně (viz graf A.5.2), což představuje pokles těsně pod 1 % ročně. Ekonomické dopady této situace jsou podrobněji popsány v kapitole B.1.

Graf A.5.2: Počet obyvatel ČR ve věku 15–64 let
podle VŠPS, meziroční přírůstky na čtvrtletních průměrech v tis.

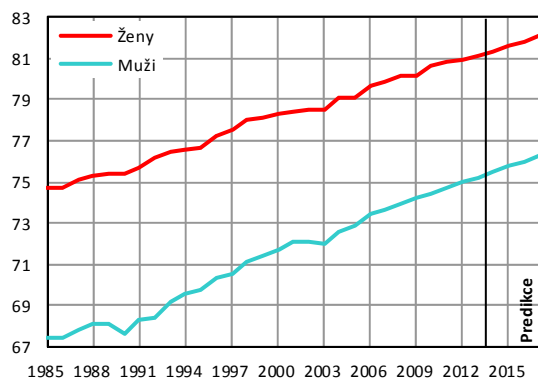


Zdroj dat: ČSÚ, vlastní propočty

Naopak strukturní podíl **obyvatel starších 64 let** na celkové populaci na počátku roku 2014 dosáhl 17,4 % a ročně by se měl pravidelně zvyšovat cca o 0,5 p. b. Počet seniorů v populaci tak kvůli demografické struktuře a dalšímu pokračování intenzivního procesu prodloužení střední délky života výrazně roste a v horizontu výhledu, tj. na počátku roku 2017, by se měl přiblížit hranici 2 mil. lidí.

Graf A.5.3: Střední délka života

v letech



Zdroj dat: ČSÚ

V této situaci vyznívá poněkud paradoxně, že počet **starobních důchodců** od počátku roku 2012 stagnuje. V rámci jejich struktury nadále pokračuje poměrně dynamický nárůst počtu důchodců v kráceném důchodu po předčasném odchodu (počátkem dubna 2014 o 20 tis. meziročně), zatímco počet důchodců s nárokem na plný důchod meziročně poklesl o 16 tis. Podíl krácených důchodů tak dosáhl již 23,9% v porovnání s 19,0% koncem roku 2009. Dochází tak k určitému rozevírání nůžek, kdy část potenciálních důchodců (pravděpodobně spíše kvalifikovaných s jistým zaměstnáním) odchod do důchodu odkládá, zatímco jiná část populace odchod do předčasného důchodu volí častěji.

Tabulka A.5.1: Demografie

v tis. osob (není-li uvedeno jinak)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
							Predikce	Predikce	Výchled	Výchled
Počet obyvatel k 1. 1.	10 381	10 468	10 507	10 487	10 505	10 516	10 512	10 518	10 522	10 524
<i>růst v %</i>	0,9	0,8	0,4	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Věkové skupiny k 1. 1.:										
(0–14)	1 477	1 480	1 494	1 522	1 541	1 560	1 577	1 593	1 605	1 615
<i>růst v %</i>	-0,2	0,2	1,0	1,8	1,3	1,2	1,1	1,0	0,8	0,6
(15–64)	7 391	7 431	7 414	7 328	7 263	7 188	7 109	7 044	6 979	6 913
<i>růst v %</i>	0,9	0,5	-0,2	-1,2	-0,9	-1,0	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
(65 a více)	1 513	1 556	1 599	1 637	1 701	1 768	1 826	1 881	1 938	1 996
<i>růst v %</i>	2,1	2,9	2,7	2,4	3,9	3,9	3,3	3,1	3,0	3,0
Starobní důchodci k 1. 1. ¹⁾	2 061	2 102	2 147	2 260	2 340	2 341	2 340	2 357	2 381	2 404
<i>růst v %</i>	1,8	2,0	2,1	.	3,5	0,1	0,0	0,7	1,0	1,0
Míry závislosti k 1. 1. (v %):										
Demografická ²⁾	20,5	20,9	21,6	22,3	23,4	24,6	25,7	26,7	27,8	28,9
Podle platné legislativy ³⁾	35,9	36,1	36,6	37,4	37,8	38,3	38,8	39,5	40,1	40,6
Efektivní míra závislosti ⁴⁾	41,5	41,8	43,6	45,9	47,9	47,6	47,2	47,3	47,8	48,1
Úhrnná plodnost ⁵⁾	1,497	1,492	1,493	1,427	1,452	1,460	1,45	1,45	1,45	1,46
Přírůstek populace	86	39	-20	19	11	-4	6	4	2	1
Přirozený přírůstek	15	11	10	2	0	-2	-3	-5	-7	-9
Živě narození	120	118	117	109	109	107	104	102	100	98
Zemřelí	105	107	107	107	108	109	107	107	107	107
Saldo migrace	72	28	16	17	10	-1	9	9	9	9
Imigrace	78	40	31	23	30	30	.	.	.	.
Emigrace	6	12	15	6	20	31	.	.	.	.
Nedopočet při sčítání lidu	x	x	-46	x	x	x	x	x	x	x

Zdroj dat: Česká správa sociálního zabezpečení, ČSÚ, vlastní propočty

Údaje se týkají obyvatel, kteří mají na území ČR trvalé bydliště, a to bez ohledu na jejich státní občanství.

¹⁾ V roce 2010 došlo ke změně definice ukazatele. Invalidní důchodci nad 64 let byli převedeni na starobní důchod. Na druhé straně byli vyřazeni důchodci v kompetenci ministerstev vnitra, obrany a spravedlnosti. V důsledku toho není časová řada mezi roky 2010 a 2011 srovnatelná.

²⁾ Poměr počtu obyvatel v seniorském věku (nad 64 let) k počtu obyvatel v produktivním věku – nezohledňuje tedy prodlužování věku odchodu do důchodu.

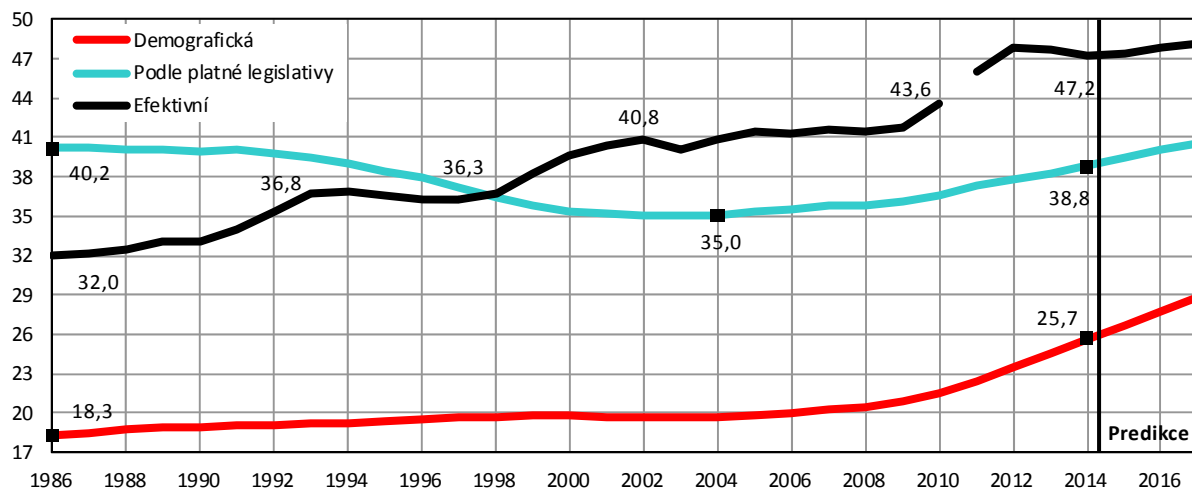
³⁾ Poměr počtu obyvatel v důchodovém věku podle platné legislativy k počtu ostatních obyvatel nad 14 let.

⁴⁾ Poměr počtu vyplácených starobních důchodů k počtu zaměstnaných (rovněž viz poznámka č. 1).

⁵⁾ Počet živě narozených dětí připadajících na 1 ženu, pokud by po celé její reprodukční období zůstala její plodnost stejná jako v uvedeném roce. Pro udržení dlouhodobé stabilní populace by měl tento ukazatel v podmínkách ČR dosahovat hodnoty cca 2,04.

Graf A.5.4: Míry závislosti

v %

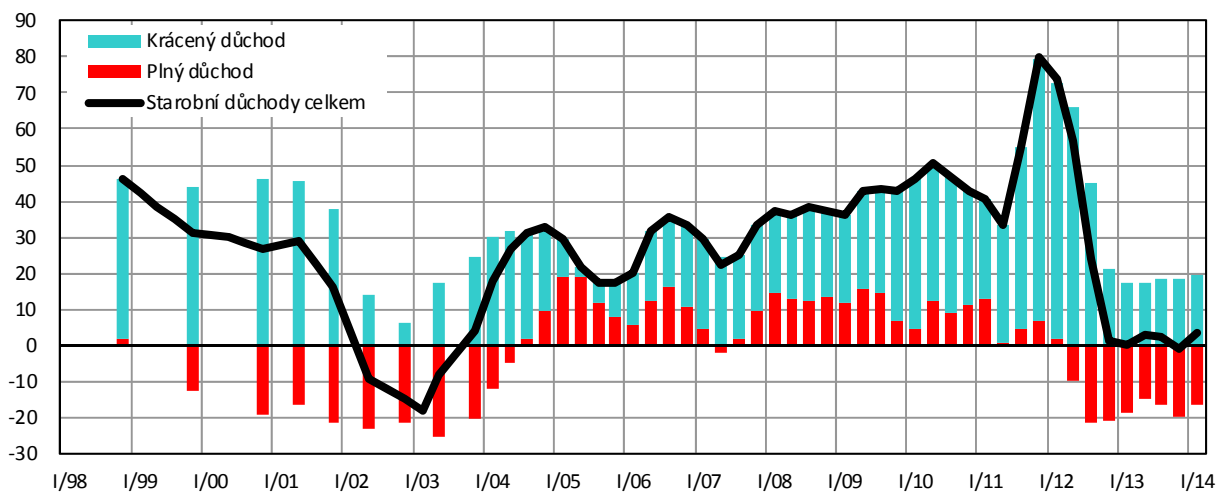


Zdroj dat: ČSÚ, vlastní propočty

Pozn.: V roce 2010 došlo ke změně definice ukazatele. Invalidní důchodci nad 64 let byli převedeni na starobní důchod. Na druhé straně byli vyřazeni důchodci v kompetenci ministerstev vnitra, obrany a spravedlnosti. V důsledku toho není časová řada mezi roky 2010 a 2011 srovnatelná. Definice jednotlivých ukazatelů viz poznámky k tabulce A.5.1

Graf A.5.5: Starobní důchodci

absolutní meziroční přírůstky v tis. osob ke konci období, pouze důchody v kompetenci České správy sociálního zabezpečení



Zdroj dat: Česká správa sociálního zabezpečení, vlastní propočty

Pozn.: Není zachycen převod invalidních důchodů na starobní důchody u osob starších 64 let od roku 2011.