

V Praze dne 26. července 2013
Čj.: 2013 / 614 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2013)

Stručný obsah – důvod předložení:

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

Část I

Předkládací zpráva

Část II

Návrh rozhodnutí bankovní rady ČNB

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část III

5. situační zpráva o hospodářském
a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci
III/2013)

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

Petr Vojtíšek, Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Michal Franta, Michal Hlaváček

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

Předkládací

zpráva

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III2013)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu. Stručné srovnání nové prognózy s prognózou z 3. situační zprávy (Zprávy o inflaci II/2013) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její změny oproti 3. SZ 2013 (mzr. v %)

		I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15
CPI	5.SZ	1,7	1,5	1,5	1,6	1,2	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8
	3.SZ	1,7	1,6	1,6	1,8	1,5	1,8	1,9	2,0				
CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	5.SZ	0,9	0,8	0,7	0,8	1,1	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8
	3.SZ	0,9	0,8	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,8				
HDP (sezonně očištěno)	5.SZ	-2,4	-1,7	-1,2	-0,5	1,4	1,9	2,4	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5
	3.SZ	-1,5	-0,8	-0,2	0,2	1,0	1,5	2,1	2,8				
Nominální mzdy v podnikatelské sféře	5.SZ	-0,4	2,0	1,8	-0,1	3,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2
	3.SZ	0,1	2,1	2,3	0,4	4,8	2,9	3,1	3,3				
Implikované sazby	5.SZ	0,5	0,5	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1
	3.SZ	0,5	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7				
		2013	2014	2015									
Zaměstnanost	5.SZ	0,6	-0,6	-0,1									
	3.SZ	-0,2	-0,5										
Míra nezaměstnanosti *	5.SZ	7,4	8,0	7,8									
	3.SZ	7,7	8,0										
Saldo BÚ a KÚ na HDP v b.c.	5.SZ	0,0	1,7	1,9									
	3.SZ	0,8	1,5										

* Obecná míra nezaměstnanosti (průměr za období)

**N á v r h
r o z h o d n u t í**

bankovní rady České národní banky k materiálu

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2013)

Po projednání předloženého materiálu bankovní rada

a) u k l á d á

členům bankovní rady zaslat své připomínky k veřejné části materiálu (černým písmem – Zprávě o inflaci) sekci měnové a statistiky do 2. 8. 2013 do 12.00 hodin.

b) u k l á d á

řediteli sekce měnové a statistiky p. Tomáši Holubovi dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 6. 8. 2013 do 13.00 hodin.

OBSAH

OBSAH	1
I SHRnutí	1
II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY a RIZIKA	4
II.1 Vnější předpoklady prognózy	4
II.2 Prognóza	6
II.3 Srovnání s minulou prognózou	16
II.4 Alternativy a citlivostní analýzy	18
II.4.1 Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb	19
II.4.2 Citlivostní scénář kurzu	20
II.5 Prognózy ostatních subjektů	21
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	23
III.1 Inflace	23
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	23
III.1.2 Současný vývoj inflace	25
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	27
III.2.1 Dovozní ceny	27
III.2.2 Ceny výrobců	28
III.3 Poptávka a nabídka	31
III.3.1 Domácí poptávka	31
<i>BOX 1 Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012</i>	32
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	35
III.3.3 Nabídka	36
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	38
III.4 Trh práce	39
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	39
III.4.2 Mzdy a produktivita	41
III.5 Finanční a měnový vývoj	42
III.5.1 Peníze	43
III.5.2 Úvěry	44
III.5.3 Úrokové sazby	46
III.5.4 Měnový kurz	49
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	50
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	51
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	52
III.6 Platební bilance	53
III.6.1 Běžný účet	53
III.6.2 Kapitálový účet	55
III.6.3 Finanční účet	55
III.7 Vnější prostředí	56
III.7.1 Eurozóna	56
<i>BOX 2 Avizované omezování kvantitativního uvolňování v USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek</i>	57
III.7.2 Spojené státy	59
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	61
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	63
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	64
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	64
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	64
POUŽITÉ ZKRATKY	65
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	66
GLOSÁŘ POJMŮ	68

I SHRNU TÍ

Pokles české ekonomiky se v prvním čtvrtletí 2013 dále prohloubil. Celková inflace se ve druhém čtvrtletí nacházela pod cílem ČNB, měnověpolitická inflace se pohybovala pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle, což bude platit i po zbytek letošního roku. Zdrojem inflace zůstávají ceny potravin, příspěvek daňových změn a regulovaných cen se snížil. Pokračuje významně protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabení kurzu koruny má vliv v opačném směru. Reálná ekonomická aktivita v letošním roce klesne o 1,5 %, od druhého čtvrtletí 2013 však bude docházet k pozvolnému ožívování. V příštím roce HDP v důsledku zrychlující zahraniční poptávky při odeznění tlumícího vlivu domácí fiskální konsolidace vzroste přibližně o 2 %, v roce 2015 pak růst dále zrychlí. Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky budou postupně navracet k cíli. Kurz koruny vůči euru bude ze současné oslabené úrovně jen velmi zvolna posilovat. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich znatelný nárůst až během roku 2015. To při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Scénář devizových intervencí ukazuje jejich schopnost nahradit pokles sazeb ČNB pod nulovou hranici a zrychlit návrat inflace k cíli.

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2013 meziročně klesla o 2,4 % zejména vlivem propadu hrubé tvorby kapitálu, příspěvky ostatních složek byly celkově zanedbatelné. Ve druhém čtvrtletí 2013 prognóza předpokládá zmírnění meziročního poklesu HDP při lehkém mezičtvrtletním zvýšení ekonomické aktivity.

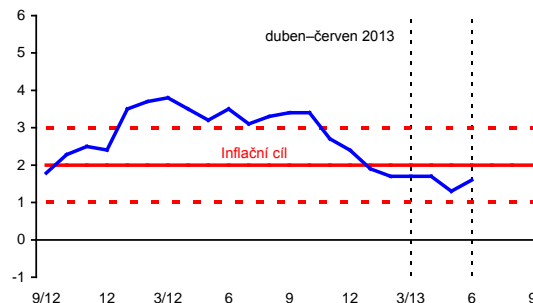
Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 pohybovala pod cílem ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace se nacházela mírně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Zdrojem inflace zůstávají ceny potravin, příspěvek daňových změn a regulovaných cen se snížil. Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odráží zejména významně protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabení kurzu koruny má prostřednictvím dovozních cen vliv v opačném směru.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v prvním pololetí 2013 stagnovala. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl růst v efektivním vyjádření dosáhnout 0,3 %, avšak eurozóna jako celek zaznamená pokračující mírnou recesi. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou měnovou politiku ECB včetně komunikace jejího pokračování při jen postupném ožívování ekonomické aktivity v eurozóně. To se odráží i ve výhledu pozvolna oslabujícího kurzu eura vůči dolaru. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá postupný pokles.

Dle prognózy se celková inflace v letošním roce bude – i přes zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod – pohybovat pod 2%

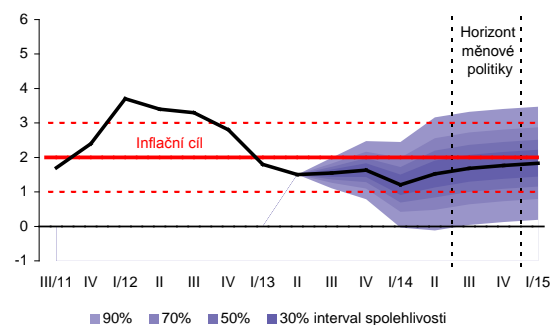
Graf I.1 Plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 nacházela pod cílem ČNB (meziročně v %)



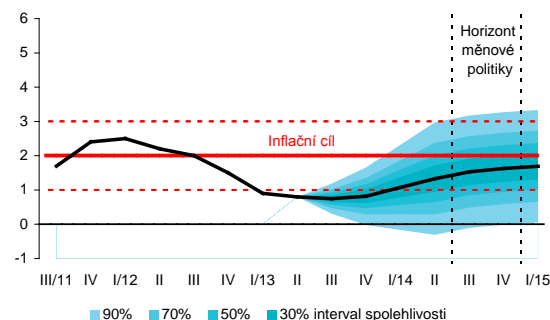
Graf I.2 Prognóza celkové inflace

Celková inflace se bude letos pohybovat pod 2% cílem ČNB, a to i přes zvýšení nepřímých daní; po dalším snížení počátkem roku 2014 zvolna poroste (meziročně v %)



Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace

Měnověpolitická inflace se v letošním roce bude nacházet pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle, na horizontu měnové politiky se bude pozvolna navracet směrem k cíli (meziročně v %)



cílem ČNB. Po odeznění vlivu této daňové změny na počátku roku 2014 inflace klesne výrazněji pod cíl, v dalším období se však k němu bude opět zvolna přibližovat (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se letos bude nacházet pod dolní hranicí tolerančního pásma, poté se na horizontu měnové politiky bude pozvolna navracet směrem k cíli (Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se v nejbližším období zvýší, když vlivem oslabeného kurzu koruny zesílí růst dovozních cen při jen pozvolném odeznívání protiinflačního působení domácí ekonomiky. V delším horizontu proinflační vliv dovozních cen s pozvolným posilováním měnového kurzu zeslábnou, což však bude více než vyvažováno oživením domácí ekonomiky. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posune do mírně kladných hodnot na začátku příštího roku a dále se bude plynule zvyšovat. Regulované ceny porostou mírným tempem, ceny potravin ztlačí svůj růst a ceny pohonných hmot budou přechodně klesat.

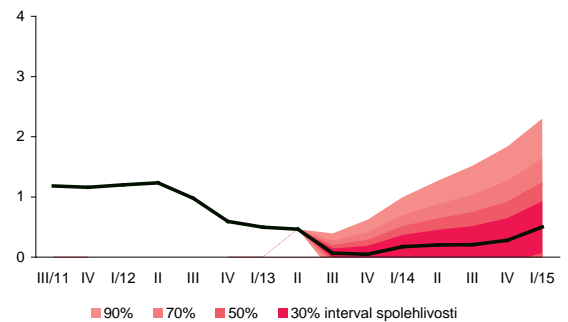
S prognózou je konzistentní pokles tržních **úrokových sazeb** na nulovou úroveň a jejich ztlačení až během roku 2015 (Graf I.4). To při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Směrem k poklesu úrokových sazeb působí především nízká hladina zahraničních úrokových sazeb a pomalý růst domácích cen odrážející utlumený vývoj české ekonomiky. **Kurz koruny** vůči euru oslabil a na prognóze bude jen velmi pozvolna posilovat (Graf I.5) vlivem nízkého výhledu zahraničních úrokových sazeb a rostoucího čistého vývozu v důsledku ožívání zahraniční poptávky.

Celkově slabá domácí poptávka ovlivněná dosavadní fiskální konsolidací spolu s jen pozvolnou oživující zahraniční poptávkou vyústí v letošním roce v pokles **české ekonomiky** o 1,5 % (Graf I.6). Ekonomickou aktivitu bude výrazně brzdit propad hrubé tvorby kapitálu, kladné příspěvky naopak zaznamenají čistý vývoz a spotřeba domácností. Od druhého čtvrtletí 2013 však bude docházet k pozvolnému ožívání díky vývoji zahraniční poptávky. V příštím roce do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let a ekonomika vzroste přibližně o 2 %. V roce 2015 pak HDP vzroste tempem mírně nad 3 %. Dosavadní utlumený vývoj ekonomiky se na **trhu práce** projeví nárůstem míry nezaměstnanosti a nízkým růstem mezd v podnikatelské sféře. K jeho zrychlení dojde až v polovině roku 2014 s již výraznějším oživením ekonomické aktivity. Mzdy v nepodnikatelské sféře i nadále porostou pomalým tempem.

S prognózou je konzistentní hypotetický pokles dvoutýdenní repo sazby do záporných hodnot od současnosti až do konce roku 2014. Proto byly zpracovány dva scénáře popisující, jaké implikace má v současných podmínkách existence nulové dolní hranice úrokových sazeb. V prvním scénáři měnová politika po dosažení nulové hranice úrokových sazeb již nepokračuje v dalším uvolňování měnových podmínek. Oproti prognóze zde dochází k rychlejšímu posílení měnového kurzu

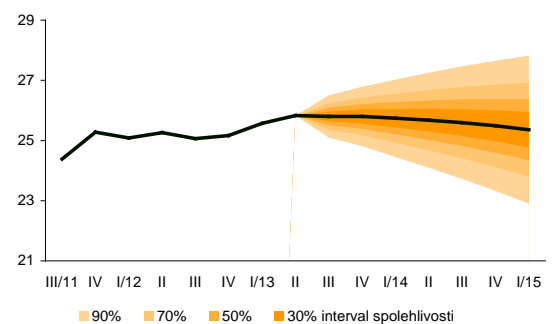
Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich ztlačení až během roku 2015 (3M PRIBOR v %)



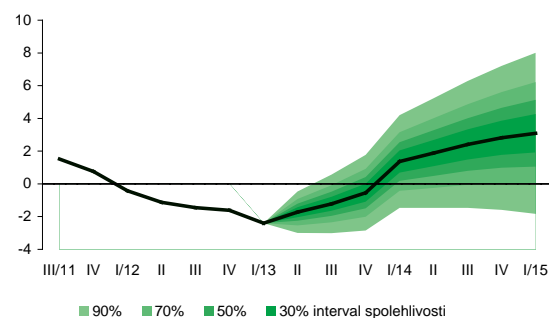
Graf I.5 Prognóza měnového kurzu

Nominální měnový kurz oslabil, na prognóze bude jen velmi pozvolna posilovat (CZK/EUR)



Graf I.6 Prognóza růstu HDP

HDP v letošním roce celkově klesne, postupně však bude docházet k ožívání jeho růstu (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



a současně k výraznějšímu odchýlení inflace od cíle směrem dolů, celkové dopady do reálných veličin jsou zanedbatelné. Druhý scénář předpokládá intervence na devizovém trhu, které nahrazují pokles repo sazby pod nulovou hranici a zajišťují rychlejší dosažení inflačního cíle. Vyšší růst dovozních cen se v tomto scénáři promítá do celkové i měnověpolitické inflace, která se k 2% cíli navrácí již ve druhé polovině roku 2014. Odchylna vývoje reálného HDP od prognózy není při použití devizových intervencí příliš významná, jde však ve směru mírně rychlejšího oživení.

Na svém měnověpolitickém zasedání 1. srpna 2013 bankovní rada rozhodla ... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo ekonomického růstu v efektivní eurozóně bude v letošním roce jen slabé, výraznější oživení ekonomické aktivity se očekává až v následujících dvou letech. Utlumená ekonomická aktivita a pokles cen průmyslových komodit se promítají do pomalého růstu výrobních a spotřebitelských cen. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou měnovou politiku ECB včetně komunikace jejího pokračování. Kurz eura vůči americkému dolaru by se v celém horizontu prognózy měl pohybovat pod úrovní 1,30 USD/EUR. Výhled ceny ropy Brent i nadále předpokládá postupný pokles.

Výhled efektivního ukazatele HDP v eurozóně předpokládá v letošním roce jen slabý ekonomický růst na úrovni 0,3 % (Graf II.1.1).¹ Lehce kladný růst efektivního ukazatele zůstává zejména zásluhou německé a slovenské ekonomiky, většina zemí eurozóny však v letošním roce zaznamená pokles. Výraznější oživení ekonomického růstu v efektivní eurozóně se očekává na konci letošního roku a zejména během roku 2014, kdy by tempo růstu zahraniční poptávky mělo z celoročního pohledu dosáhnout 1,4 %. V roce 2015 se pak očekává jeho další zrychlení na 2 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o mírný posun výhledu směrem k nižšímu růstu téměř v celém predikčním horizontu. Vzhledem k pokračující dluhové krizi navíc zůstávají rizika ekonomického růstu v eurozóně na celém horizontu výhledu vychýlena směrem dolů.

Zpomalení ekonomické aktivity doprovázené poklesem cen průmyslových komodit se odráží ve výhledu efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny (Graf II.1.2). Jeho růst by měl v letošním roce dosáhnout 1 %, což je ve srovnání s rokem 2012 výrazně níže. V roce 2014 se s oživením ekonomické aktivity (a v jejím rámci i průmyslové produkce) očekává opětovné zrychlení růstu výrobních cen na 1,9 %. Tento trend by měl pokračovat až do konce roku 2015, kdy by ceny výrobců měly růst téměř 3% tempem. V porovnání s minulou prognózou se v ročním horizontu jedná o nižší hodnoty.

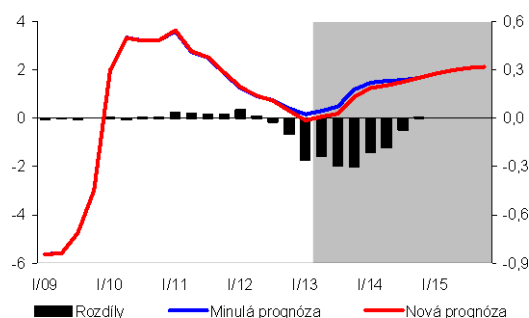
Očekávaná zpomalující dynamika efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně v nejbližším období zohledňuje především pokračující útlum poptávky a další pokles cen energií. Ve srovnání s rokem 2012 se v letošním roce očekává – v souladu s již pozorovaným vývojem – zřetelné zpomalení růstu spotřebitelských cen na 1,7 % (Graf II.1.3).

¹ Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z červencového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 8. červenci 2013. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny

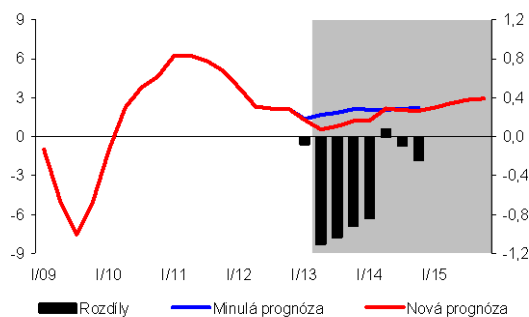
V letošním roce se očekává jen slabý ekonomický růst v eurozóně, výraznější oživení by mělo nastat v letech 2014-2015

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



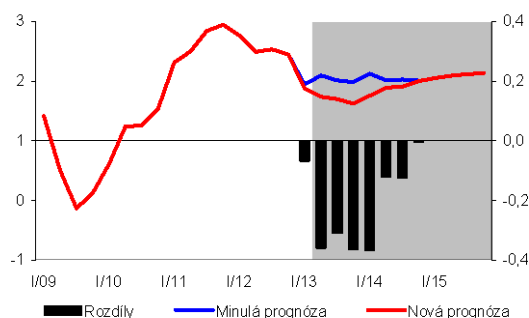
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny

V roce 2013 bude tempo růstu výrobních cen nízké vlivem utlumené ekonomické aktivity a poklesu cen komodit, následně bude pozvolna zrychlovat (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny

Efektivní inflace v letošním roce klesla mírně pod 2 %, v delším horizontu se k této hladině bude vracet (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



K růstu spotřebitelských cen budou přispívat především potraviny. V dalších dvou letech by se inflace měla pohybovat okolo 2% hladiny. Minulá prognóza předpokládala mírně vyšší výhled.

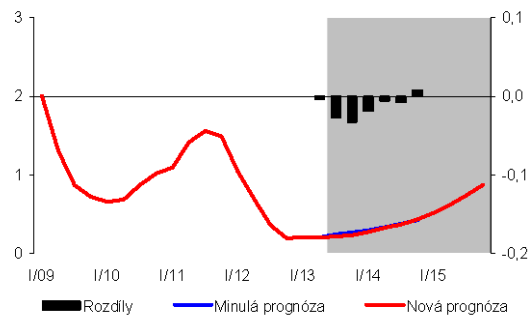
Trajektorie očekávaných zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží snížení základní refinanční sazby ECB o 0,25 procentního bodu na 0,50 % (2. května). ECB dalším uvolněním měnové politiky reagovala na zhoršování makroekonomického prostředí v eurozóně a s tím související absenci výraznějších inflačních tlaků ve střednědobém horizontu. Na červnovém zasedání pak ECB uvedla, že měnová politika zůstane uvolněná tak dlouho, jak bude potřeba, a že klíčové sazby budou na současné nebo nižší úrovni po delší období (tzv. forward guidance). Tržní výhled tak předpokládá v letošním roce 3M EURIBOR v průměru na pouhých 0,2 % (Graf II.1.4). V příštím roce se pak se zrychlením ekonomického růstu očekává pozvolné zvyšování této sazby na hodnoty okolo 0,4 % a v roce 2015 na 0,7 %. Tržní výhled sazeb se tak oproti minulé prognóze téměř nezměnil. Tržní výhledy zahraničních sazeb 3M EURIBOR pro letošní i příští rok jsou v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci červencového CF. Ti v horizontu 3 měsíců předpokládali úroveň této sazby na aktuální úrovni 0,2 %, v horizontu 1 roku pak na 0,3 %. Většina analytiků očekává stagnaci základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,5 % minimálně do poloviny roku 2014.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá v roce 2013 kurz eura na průměrné úrovni 1,30 USD/EUR (Graf II.1.5), a to zejména v důsledku posílení evropské měny v prvních měsících tohoto roku, které odráželo pozitivní sentiment a vyšší poptávku po rizikových aktivech. Od druhé poloviny letošního roku se však již očekává postupné oslabování kurzu eura v reakci na pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB a zlepšující se vyhlídky americké ekonomiky, příp. i možné utlumení programu kvantitativního uvolňování americkým Fedem. V roce 2014 a 2015 by se tak měla hodnota kurzu eura vůči americkému dolaru pohybovat v průměru na úrovni 1,27 USD/EUR, což přibližně odpovídá předpokladům minulé prognózy.

Výhled **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů předpokládá i nadále klesající trajektorii na celém horizontu prognózy (Graf II.1.6). V letošním roce by průměrná cena ropy Brent měla dosáhnout 107 USD/barel. Její klesající výhled odráží slabší poptávku čínské ekonomiky, která vykazuje známky zpomalování ekonomického růstu, a zvýšenou těžbu ropy v Severní Americe. Směrem k nižší ceně ropy Brent působí i očekávané posilování kurzu amerického dolaru. Dle prognózy by tak cena ropy Brent měla postupně klesnout na přibližně 94 USD/barel na konci roku 2015. To znamená jen nevýznamné změny oproti minulé prognóze. Analytici oslovení v rámci červencového CF předpokládají v horizontu 12 měsíců stagnaci ceny ropy Brent na úrovni kolem 105 USD/barel, tj. oproti tržnímu výhledu pro dané období přibližně o 4 USD/barel výše.

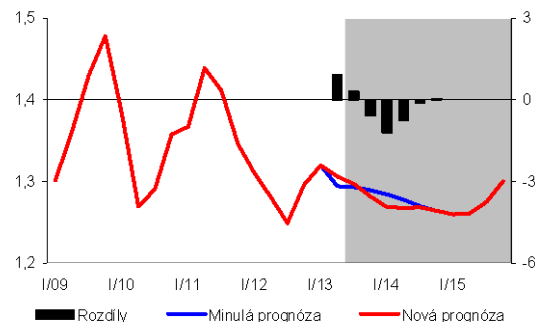
Graf II.1.4 3M EURIBOR

Květnové snížení základní refinanční sazby ECB a útlum ekonomické aktivity se promítají do nízkého výhledu úrokových sazeb (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



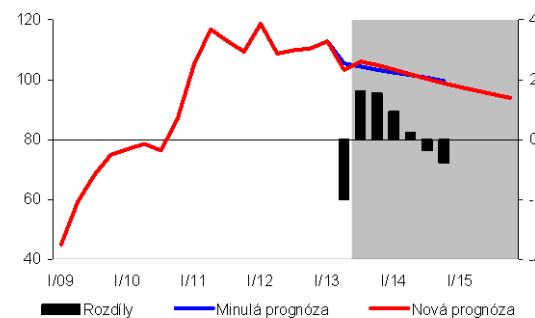
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru

Na celém horizontu prognózy by se kurz eura vůči americkému dolaru měl pohybovat pod úrovní 1,30 USD/EUR (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.1.6 Cena ropy Brent

Tržní výhled ceny ropy Brent má mírně klesající trajektorii (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



II.2 PROGNOZA

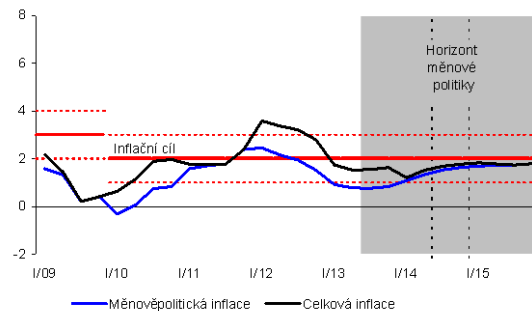
Zdrojem inflace zůstávají ceny potravin, příspěvek daňových změn a regulovaných cen se snížil. Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odráží zejména významně protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabení kurzu koruny má prostřednictvím dovozních cen vliv v opačném směru. Ve zbytku letošního roku se bude celková inflace nadále pohybovat pod 2% cílem ČNB, měnověpolitická inflace se bude nacházet pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Působení dovozních cen bude nadále proinflační v souvislosti se stabilním růstem zahraničních cen a oslabením kurzu koruny vůči euru v první polovině letošního roku a jeho následným pouze velmi pozvolným posilováním. Protiinflační domácí tlaky budou odeznívat jen zvolna a mírně směrem k růstu cen začne vývoj české ekonomiky působit až v průběhu roku 2014. To spolu s uzavírající se zápornou mezerou marží povede k postupnému přibližování celkové i měnověpolitické inflace k cíli na horizontu měnové politiky. Utlumená zahraniční i domácí poptávka ovlivněná dosavadní fiskální konsolidací vyústí v letošním roce v pokles HDP o 1,5 %. V příštím roce v důsledku očekávaného oživení zahraniční poptávky spolu s odezněním vlivu vládních konsolidačních opatření vzroste ekonomika zhruba o 2 % a v roce 2015 dále zrychlí. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich znatelný nárůst až během roku 2015. To při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

Meziroční **celková inflace** se ve druhém čtvrtletí 2013 snížila v průměru na 1,5 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období v průměru 0,8 %, a nacházela se tak mírně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Ve druhé polovině letošního roku prognóza očekává celkovou inflaci poblíž aktuálních hodnot. Na počátku roku 2014 odezní primární dopady změn nepřímých daní z ledna letošního roku a celková inflace přechodně poklesne výrazněji pod cíl, v dalším období se však k němu bude pozvolna přibližovat (Graf II.2.1). Měnověpolitická inflace se v letošním roce bude pohybovat pod dolní hranicí tolerančního pásma, poté se bude na horizontu měnové politiky pozvolna navracet směrem k 2% cíli ČNB. Umírněný růst cen bude zejména v nejbližších čtvrtletích důsledkem utlumené domácí ekonomické aktivity. Obnovení inflačních tlaků na prognóze bude jen pozvolné, když ke zvyšování nákladů budou především v letošním roce přispívat dovozní ceny. V příštím roce jejich proinflační vliv s pozvolným posilováním měnového kurzu zeslábně, což však bude více než vyvažováno oživením domácí ekonomiky.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve druhém čtvrtletí 2013 zpomalil na průměrnou hodnotu 2,6 % (Graf II.2.2). Tento vývoj byl důsledkem dvouciferného zlevnění komoditní složky ceny plynu pro domácnosti dominantním dodavatelem (RWE), na které při stupňujícím se konkurenčním boji reagovala většina

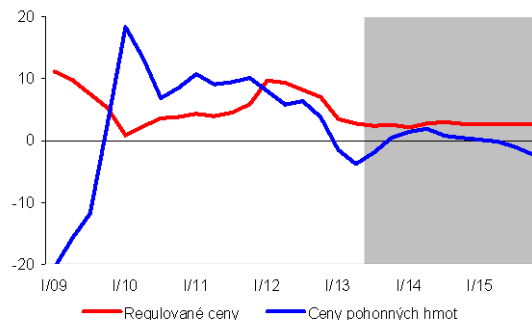
Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Celková inflace se bude v roce 2013 pohybovat pod 2% cílem, měnověpolitická inflace se bude nacházet pod dolní hranicí tolerančního pásma; na horizontu měnové politiky se budou přibližovat k cíli (meziročně v %)



Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH

Regulované ceny porostou tempem pod 3 %, růst cen pohonných hmot bude kolísat kolem nuly (meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Tab. II.2.1 Prognóza administrativních vlivů

Za celkově mírným růstem regulovaných cen bude stát zejména zvýšení cen elektrické energie a tepla (meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2012	2013	2014	2015
	skutečnost	prognóza	prognóza	prognóza
Regulované ceny ^{a)}	6,2 1,16	2,3 0,40	2,7 0,47	2,8 0,49
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	4,2 0,18	3,4 0,15	3,5 0,15	3,5 0,15
ceny zemního plynu	4,3 0,12	-4,5 -0,13	-0,8 -0,02	-0,4 -0,01
ceny tepla	8,4 0,17	5,0 0,10	5,0 0,10	5,0 0,10
vodné	12,0 0,12	7,5 0,07	6,0 0,06	6,0 0,06
regulované ceny ve zdravotnictví	8,3 0,15	3,0 0,05	2,0 0,04	2,0 0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách	0,99	0,69	0,14	0,00

^{a)} včetně dopadu změn nepřímých daní

ostatních prodejců plynu pro domácnosti. Ceny plynu pro domácnosti tak ve zbývající části letošního roku budou meziročně klesat. Nejvýznamněji se na růstu regulovaných cen v letošním roce budou i nadále podílet ceny elektrické energie a znatelný příspěvek k růstu regulovaných cen si udrží také ceny tepla a vody. Celkově se meziroční dynamika regulovaných cen v roce 2013 bude nacházet mírně nad 2 % (Tab. II.2.1). V letech 2014 a 2015 jejich růst lehce zrychlí především vlivem zmírnění poklesu cen zemního plynu pro domácnosti při stabilním vývoji ostatních položek.

Příspěvek změn **nepřímých daní** do neregulovaných cen dosáhl ve druhém čtvrtletí 2013 v průměru 0,6 procentního bodu. To bylo způsobeno především zvýšením obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013. Zároveň došlo i k souběžnému harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret, vlivem výrazného předzásobení výrobců cigaretami se však tato změna na růstu spotřebitelských cen ve druhém čtvrtletí projevila pouze nepatrně. Prognóza očekává plné promítnutí vyšších daní do cen cigaret až v průběhu třetího čtvrtletí. Stejná výše úpravy spotřební daně z cigaret s odloženým dopadem na spotřebitelské ceny je pak očekávána také v lednu 2014, pro rok 2015 zatím nejsou žádné změny nepřímých daní předpokládány.

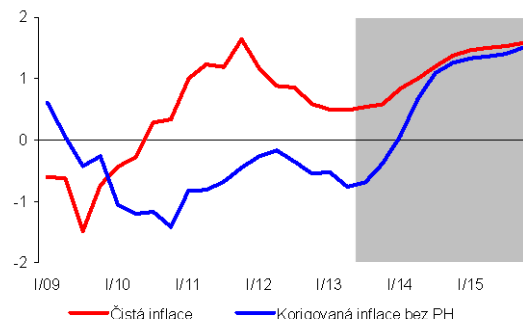
Meziroční **čistá inflace** stagnovala ve druhém čtvrtletí 2013 na průměrné hodnotě 0,5 % (Graf II.2.3), když opětovné zrychlení meziročního růstu cen potravin bylo kompenzováno prohloubením meziročního poklesu korigované inflace a cen pohonných hmot. Ve druhé polovině roku 2013 prognóza očekává nadále zhruba stagnaci čisté inflace; proti pozvolnému odeznívání meziročního poklesu cen v segmentu korigované inflace bude působit zpomalování dynamiky cen potravin. Očekávaný posun korigované inflace do kladných hodnot na počátku roku 2014 a její další postupný nárůst pak vyústí ve výraznější zrychlení čisté inflace až k hodnotám kolem 1,5 % na konci příštího roku. V blízkosti těchto hodnot se pak čistá inflace bude pohybovat i v roce 2015.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** zůstala i ve druhém čtvrtletí 2013 záporná, a nadále tak odráží protiinflační působení ekonomiky. Pokles cen v tomto segmentu se navíc dále prohloubil v souvislosti s výrazným zlevněním telekomunikačních služeb u mobilních operátorů (Graf II.2.3). Podle prognózy setrvá korigovaná inflace bez pohonných hmot na obdobně nízkých hodnotách i ve třetím čtvrtletí 2013, poté se bude vlivem obnoveného meziročního růstu dovozních cen pozvolna zvyšovat. Při postupném ožívování domácí poptávky v průběhu roku 2014 a 2015 korigovaná inflace bez pohonných hmot dále vzroste k 1,5 %.

Meziroční růst **cen potravin** (bez primárního vlivu změn daní) ve druhém čtvrtletí 2013 znatelně zrychlil zejména vlivem nárůstu cen ve skupině ovoce a zelenina. Do poloviny roku 2014 však bude růst cen potravin zpomalovat, a to především v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců, které budou

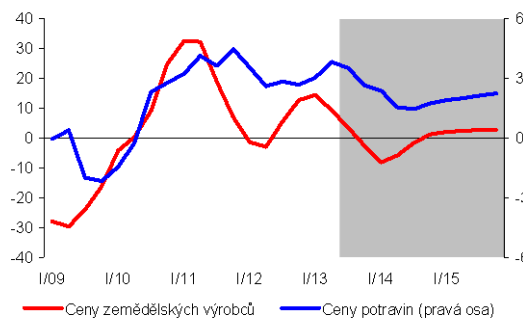
Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se do kladných hodnot posune na začátku roku 2014 a poté se bude dále zvyšovat (meziročně v %)



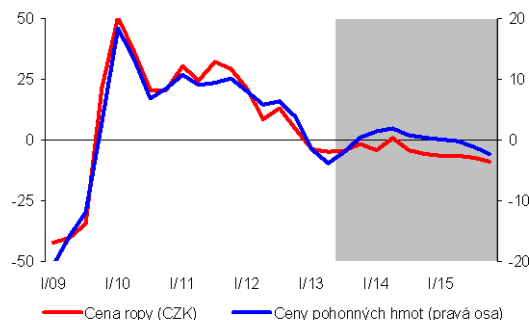
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců

Růst cen potravin bude zpomalovat až do poloviny roku 2014 v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy

Meziroční pokles cen pohonných hmot do konce roku 2013 postupně odezní (meziroční změny v %)



přechodně klesat (Graf II.2.4) v důsledku meziročně zřetelně příznivější očekávané sklizně hlavních plodin v ČR i zahraničí. Opětovné zrychlení meziroční dynamiky cen potravin tak prognóza očekává až v závěru roku 2014.

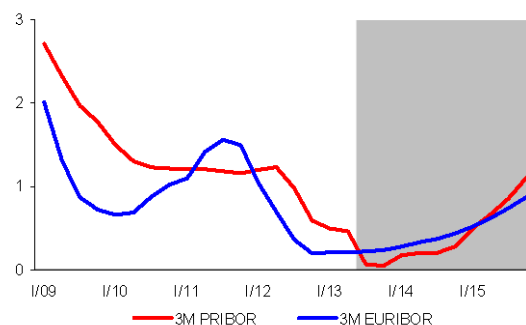
Meziroční růst **cen pohonných hmot** se ve druhém čtvrtletí 2013 posunul do více záporných hodnot, když kopíroval vývoj světových cen benzínu a ropy Brent (Graf II.2.5). Prognóza očekává v závěru letošního roku pozvolný přechod růstu cen pohonných hmot do mírně kladných hodnot, na kterých se udrží do poloviny roku 2015.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu se v průběhu druhého čtvrtletí 2013 nadále pohybovaly na nízkých úrovních, ve kterých se promítala uvolněná měnová politika v ČR odrážející protiinflační působení domácí ekonomiky a nízké úrokové sazby v eurozóně. Sazby s delší než roční splatností se zvýšily v návaznosti na růst dlouhodobých sazeb v zahraničí. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň (což vzhledem k existenci úrokové prémie implikuje hypotetickou potřebu záporné repo sazby ve výši -0,4 %) a jejich znatelný nárůst (nad hladinu úrokové prémie, tj. zpět ke kladné repo sazbě) až během roku 2015 (Graf II.2.6). To při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazuje na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Směrem k poklesu úrokových sazeb působí především nízká hladina zahraničních sazeb a pomalý růst domácích cen odrážející utlumený vývoj české ekonomiky. Prognóza předpokládá rozpětí 3M PRIBOR–2T repo ve stávající výši 0,4 procentního bodu na celém predikčním horizontu.

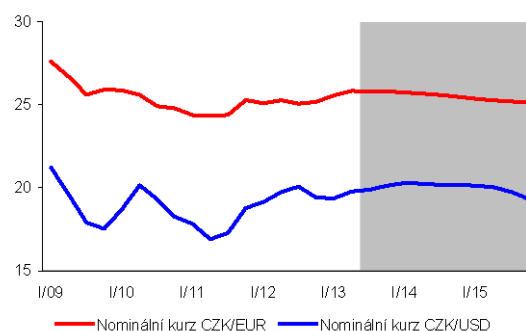
Koruna vůči euru ve druhém čtvrtletí 2013 oslabila na průměrnou úroveň 25,8 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro třetí čtvrtletí 2013 předpokládá kurz na téže hladině (Graf II.2.7). Slabší hodnoty kurzu na počátku prognózy odrážejí utlumenou zahraniční poptávku a dosavadní komunikaci ČNB ohledně připravenosti použít devizové intervence. Postupně však lehce převáží nízký výhled zahraničních úrokových sazeb a ožívování zahraniční poptávky projevující se rostoucím čistým vývozem, což vede na prognóze k velmi pozvolnému posilování kurzu k hladině 25,1 CZK/EUR ke konci roku 2015. Při výhledu postupně oslabujícího kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to znamená lehké oslabování kurzu CZK/USD do počátku roku 2014.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se ve druhém čtvrtletí 2013 pohyboval na nízké úrovni, i když oproti předchozím dvěma čtvrtletím dále zrychlil (Graf II.2.8). Vlivem pokračující utlumené hospodářské aktivity zůstává působení domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, protiinflační. Inflační tlaky z dovozních cen jsou kladné, avšak umírněné, když postupně se projevující vliv oslabení kurzu je částečně vyvažován zpomalením dynamiky zahraničních cen. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie souvisí s rozdílem ve vývoji cen

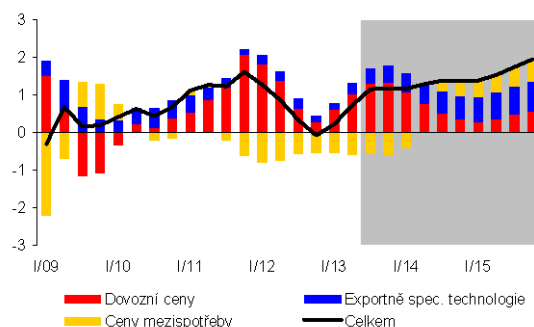
Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb
S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich znatelný nárůst až během roku 2015 (3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



Graf II.2.7 Prognóza měnového kurzu
Kurz koruny vůči euru oslabil, na prognóze bude jen velmi pozvolna posilovat (CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.8 Náklady spotřebitelského sektoru
Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru se ze současných nízkých hodnot postupně zvýší (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), jehož příspěvek k vývoji inflace je již delší dobu méně výrazný ve srovnání s obdobím před nástupem krize. Na začátku prognózy se celkové tlaky na růst spotřebitelských cen zvýší, když vlivem oslabeného kurzu koruny zesílí růst dovozních cen. Od počátku roku 2014 bude toto působení dovozních cen slábnout v důsledku velmi pozvolného posilování kurzu koruny při stabilním vývoji cen zahraničních výrobců. Protiinflační vliv domácí ekonomiky bude odeznívat jen pozvolna a mírně na růst cen začne domácí ekonomický vývoj působit až od druhé poloviny roku 2014. Příspěvek exportně specifické technologie se bude s postupným oživením ekonomické aktivity zvyšovat.

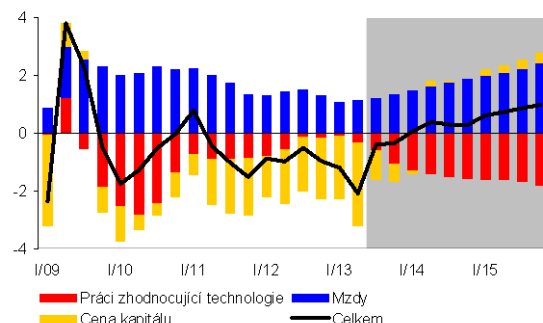
Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve druhém čtvrtletí 2013 nadále klesaly. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře zůstal (po očištění o jednorázový vliv daňové optimalizace) velmi nízký, a byl tak výrazně převážen odhadovanou klesající cenou kapitálu, v níž se odráží utlumená ekonomická aktivita a slabá investiční činnost. Příspěvky práce zhodnocující technologie jsou z důvodu slabého růstu produktivity jen mírně protiinflační (Graf II.2.9). Domácí nominální náklady budou mírně klesat až do konce roku 2013. Příspěvek ceny kapitálu bude do počátku roku 2014 nadále záporný, poté bude působit téměř neutrálně. Růst mezd zůstane v podmínkách jen postupného ožívování domácí ekonomiky nízký a z hlediska vývoje nákladů bude téměř zcela kompenzován pozvolna zrychlujícím růstem produktivity.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** ve druhém čtvrtletí 2013 dosáhla lehce kladné hodnoty (Graf II.2.10), k čemuž přispěla mimo jiné i revize dat národních účtů za rok 2012. V podmínkách slabého růstu cen spotřebitelských statků to odráží skutečnost, že odhadované náklady v tomto sektoru rostly ještě pomaleji. Na začátku predikčního horizontu dojde k opětovnému překmitnutí mezery marží do záporných hodnot, když slabá domácí poptávka neumožní zvyšovat ceny úměrně s růstem nákladů pramenícím zejména z vývoje dovozních cen. K nulové hodnotě se mezera marží opět přiblíží až v roce 2015.

Ve druhém čtvrtletí 2013 nadále pokračoval znatelný pokles národohospodářské **produktivity práce**, který bude v následujících čtvrtletích postupně odeznívat. K růstu se produktivita práce vrátí v prvním čtvrtletí 2014 a od začátku roku 2015 se její dynamika bude pohybovat kolem 3,5 %.

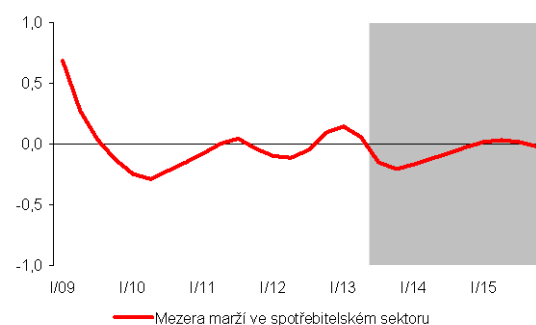
Odhadovaná tempa růstu implikované agregátní **technologie** i práci zhodnocující technologie zůstala ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně záporná (Graf SZ II.2.1). To odpovídá výrazně utlumené ekonomické aktivitě, jak naznačují také odhady vývoje potenciálního produktu a mezery výstupu (viz kapitola III.3.4). Na horizontu prognózy budou technologie dle předpokladů predikce pozvolna zrychlovat spolu s oživením ekonomické aktivity. Ke konci roku 2014 se růst technologií

Graf II.2.9 Náklady sektoru mezispotřeby
Domácí náklady budou do konce letošního roku nadále mírně klesat v důsledku nízkého růstu mezd a záporných příspěvků ceny kapitálu (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)

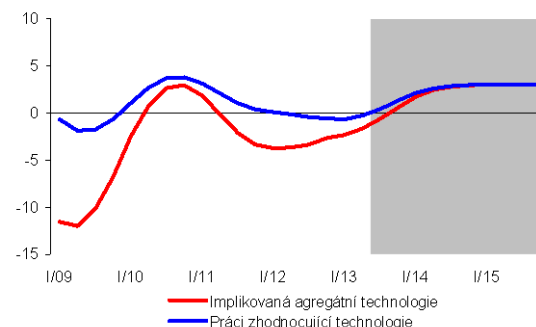


Graf II.2.10 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru

Mezera marží bude záporná po většinu predikčního horizontu (v %)



Graf SZ II.2.1 Technologie
Růst technologií začne pozvolna zrychlovat s oživením ekonomické aktivity (meziroční změny v %)



dostane na úroveň 3 %. Tento předpoklad odráží výhled postupně oživující ekonomické aktivity v eurozóně (viz kapitola II.1).

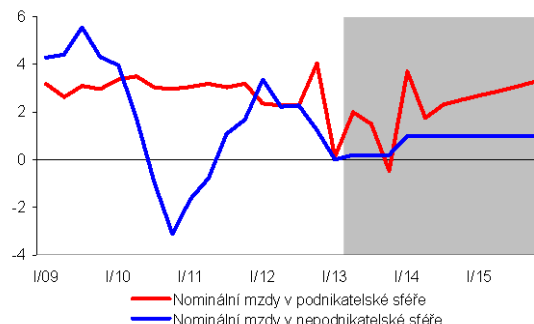
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře byla na přelomu minulého a letošního roku rozkolísaná vlivem časového přesunu mezd v důsledku daňové optimalizace související se zrušením stropu pro zdravotní pojištění a dodatečným zdaněním vyšších příjmů od počátku roku 2013. Průměrná mzda po sezonním očištění meziročně vzrostla v prvním čtvrtletí 2013 o 0,1 %², přičemž dopad daňové optimalizace je odhadován přibližně na 2 procentní body. Odezněním jednorázového vlivu daňové optimalizace ve druhém čtvrtletí 2013 růst průměrné mzdy opět zrychlí ke 2 %. Blízko této hodnoty setrvá mzdový růst očištěný o výkyvy způsobené daňovou optimalizací až do poloviny roku 2014, kdy v návaznosti na oživení ekonomické aktivity začne zrychlovat. V souhrnu tak za rok 2013 vzroste mzda v podnikatelské sféře i vlivem daňové optimalizace pouze o 0,8 %, v následujících dvou letech zrychlí na 2,7 %, resp. 3 % (Graf II.2.11).

Růst průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře bude v celém letošním roce nevýrazný. Prognóza očekává, že ve druhém čtvrtletí 2013 růst mezd v této sféře dosáhl 0,2 % a okolo této hodnoty se bude pohybovat po celý rok 2013. Utlumený mzdový růst bude pokračovat i v letech 2014 a 2015; v obou letech průměrná mzda v nepodnikatelské sféře poroste 1% tempem.

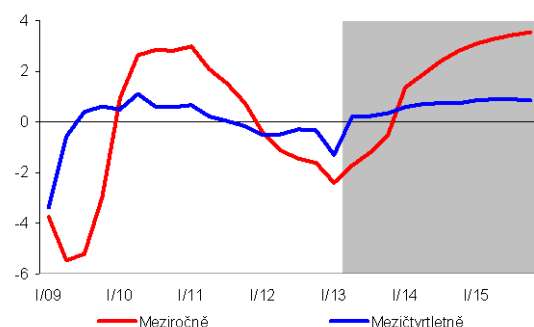
Reálný HDP v prvním čtvrtletí 2013 v meziročním srovnání klesl o 2,4 %, v mezičtvrtletním vyjádření se snížil o 1,3 % (Graf II.2.12). K meziročnímu poklesu přispěl zejména vývoj hrubé tvorby kapitálu, příspěvky ostatních složek byly celkově zanedbatelné. Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita ve druhém čtvrtletí 2013** klesla o 1,7 % meziročně (Graf II.2.13), avšak v mezičtvrtletním vyjádření vzrostla o 0,2 %. Pokračoval výrazný propad hrubé tvorby kapitálu, naopak u spotřeby domácností se očekává slabý meziroční růst. Také čistý vývoz zřejmě přispěl k vývoji ekonomické aktivity lehce kladně, a to při klesajících objemech dovozu a vývozu.

V roce 2013 reálná ekonomická aktivita celkově klesne o 1,5 % vlivem nadále restriktivní domácí fiskální politiky a jen pozvolného oživování zahraniční poptávky. Spotřeba domácností bude tlumena vývojem disponibilního důchodu, ovlivněným především nízkým růstem nominálních mezd a působením fiskální konsolidace. V důsledku mírného snížení míry úspor však spotřeba domácností lehce vzroste a k vývoji HDP bude kladně přispívat též čistý vývoz. Nad nimi však převáží výrazně záporný příspěvek hrubé tvorby kapitálu.

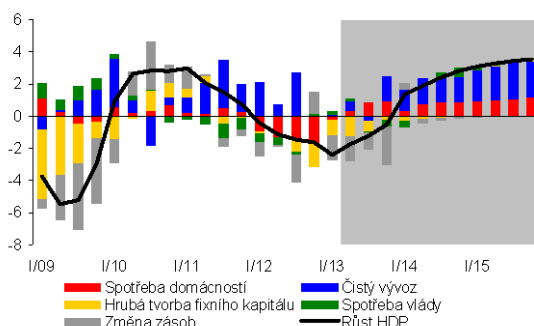
Graf II.2.11 Průměrná nominální mzda
Růst mezd bude nízký, i když rozkolísaný vlivem daňové optimalizace, zrychlovat začne až od poloviny roku 2014 (meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



Graf II.2.12 Prognóza růstu HDP
V letošním roce HDP celkově klesne, mezičtvrtletně by však již měl začít růst postupně zrychlujícím tempem (změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.13 Struktura meziročního růstu HDP
Výrazně záporný příspěvek k vývoji HDP v letošním roce vykáže hrubá tvorba kapitálu, čistý vývoz a spotřeba domácností přispějí mírně kladně (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



² Bez sezonního očištění poklesla o 0,4 %, blíže viz kapitola III.4.2.

V roce 2014 vzroste HDP o 2,1 %, když do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let. Prognóza totiž předpokládá již robustnější růst zahraniční poptávky a téměř neutrální vliv fiskální politiky. Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP bude lehce kladný a očekává se i pokračování růstu vládních investic započatého v letošním roce. V návaznosti na mírně zrychlující dynamiku mezd a odeznění působení fiskální konsolidace bude již zřetelněji růst spotřeba domácností. Vývoj hrubé tvorby kapitálu zůstane nadále utlumený. V důsledku oživení zahraniční poptávky bude čistý vývoz přispívat k růstu HDP již výrazněji, a to i z důvodu stále utlumené dovozní náročné domácí poptávky.

V roce 2015 celkový růst HDP dosáhne 3,3 %; k tomu začne výrazněji přispívat také oživení domácí poptávky, především růst spotřeby domácností. Čistý vývoz bude nadále vykazovat – vlivem pokračujícího oživení v zahraničí – nejvýraznější příspěvek k růstu HDP, a to i přes nárůst dovozu pro spotřebu a výrobu vývozních statků. Příspěvek hrubé tvorby kapitálu bude i v roce 2015 zanedbatelný, byť již slabě kladný.

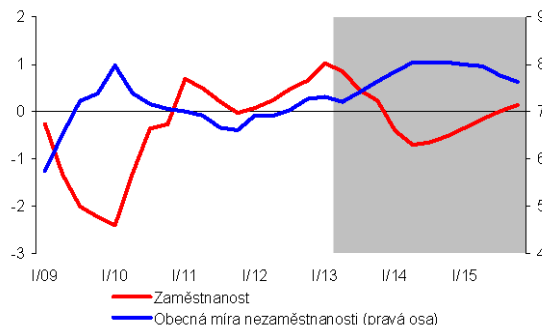
Mezičtvrtletní růst **celkové zaměstnanosti** ve druhém čtvrtletí 2013 zpomalil. Od druhé poloviny letošního roku se bude počet zaměstnaných osob snižovat a k obnovení jeho růstu dojde až v roce 2015. V meziročním vyjádření však zaměstnanost poroste po celý rok 2013 a teprve následně přejde do poklesu, který bude kulminovat v první polovině roku 2014 (Graf II.2.14). K růstu se celková zaměstnanost vrátí až v závěru roku 2015. Při přepočtu na plné úvazky se aktuálně pozorovaný meziroční pokles počtu zaměstnanců v následujících čtvrtletích dále prohloubí (Graf II.2.15). Od druhého čtvrtletí 2014 se v návaznosti na oživení ekonomické aktivity přepočtený počet zaměstnanců začne opětovně zvyšovat. Jeho růst se bude po celý rok 2015 pohybovat okolo 1,5 %.

Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během druhého čtvrtletí 2013 slabě poklesla na 7,2 %. Vzhledem k pozvolnému zpomalování růstu zaměstnanosti a přetrvávajícímu zvyšování pracovní síly však bude obecná míra nezaměstnanosti opět postupně nárůstat až k 8% úrovni ve druhém čtvrtletí 2014. Okolo této hodnoty se bude pohybovat až do poloviny roku 2015, kdy začne pozvolna klesat (Graf II.2.14). Pokračující nárůst lze očekávat i u sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV**, který se bude zvyšovat až mírně nad 8 %, a to v důsledku dalšího cyklického nárůstu počtu uchazečů o zaměstnání registrovaných na úradech práce při poklesu populace ve věku 15–64 let. Od druhé poloviny roku 2014 se bude podíl nezaměstnaných osob postupně snižovat.

Reálná **spotřeba domácností** přejde ve druhém čtvrtletí 2013 k meziročnímu růstu. Za celý rok spotřeba vzroste o 0,9 %, a to i přes slabou dynamiku nominálních i reálných disponibilních příjmů (Graf II.2.16). K růstu reálné i nominální spotřeby tak dojde především vlivem dalšího pozvolného poklesu míry

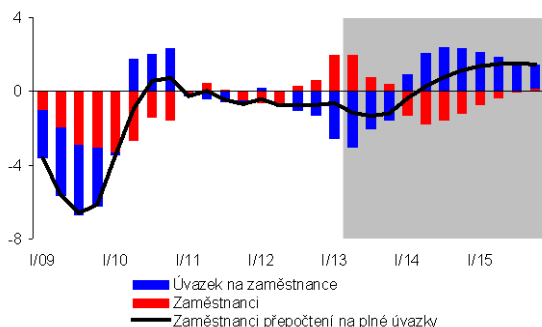
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost bude převážně klesat, míra nezaměstnanosti se dále zvýší (zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.15 Přepočtený počet zaměstnanců

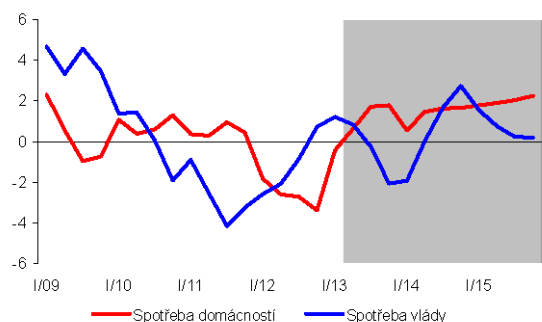
Přepočtený počet zaměstnanců se začne vlivem oživení ekonomiky zvyšovat od poloviny roku 2014 (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.16 Reálná spotřeba domácností a vlády

Spotřeba domácností obnoví svůj meziroční růst ve druhém čtvrtletí 2013

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



úspor. Mírný růst spotřebitelské poptávky v nejbližším období naznačují i dostupné předstihové indikátory, např. rostoucí indikátor spotřebitelské důvěry, který ovšem stále dosahuje nízkých úrovní, a dále vývoj tržeb v maloobchodu za duben i květen letošního roku (viz kapitola III.3). Reálnou spotřebu bude podporovat také nízká inflace, což by se mělo projevit zejména u cen statků střednědobé a dlouhodobé spotřeby. V roce 2014 a 2015 se již spotřeba domácností bude zvyšovat v důsledku oživení ekonomické aktivity a z toho vyplývajícího postupného zrychlení růstu objemu mezd, spolu s odezněním dopadů fiskální konsolidace.

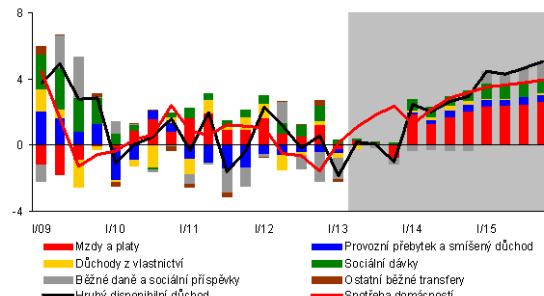
Hrubý nominální disponibilní důchod v letošním roce klesne o 0,6 % (Graf II.2.17). Jeho nejvýznamnější složka, tj. objem mezd a platů, v letošním roce přispěje lehce záporně. Od počátku příštího roku však tempo růstu této složky již zřetelně zrychlí ve vazbě na postupné ekonomické oživení a jeho zpožděný dopad na vývoj na trhu práce. Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měla vykazovat postupně rostoucí příspěvky na celém horizontu prognózy. Příspěvek provozního přebytku a smíšeného důchodu začne narůstat až v příštím roce v souvislosti s již zřetelným hospodářským oživením. Celkově tak hrubý disponibilní důchod v příštím roce nominálně vzroste o 2,5 % a v roce 2015 o 4,6 %.

Prognóza předpokládá mírný pokles **míry úspor domácností** z aktuálních hodnot okolo 10 % až do konce letošního roku (Graf II.2.18). Poté se míra úspor opět začne zvolna zvyšovat, když disponibilní zdroje domácností budou oživovat rychleji než spotřeba. Profil míry úspor tak bude odrážet postupně se zlepšující vývoj domácí ekonomiky.

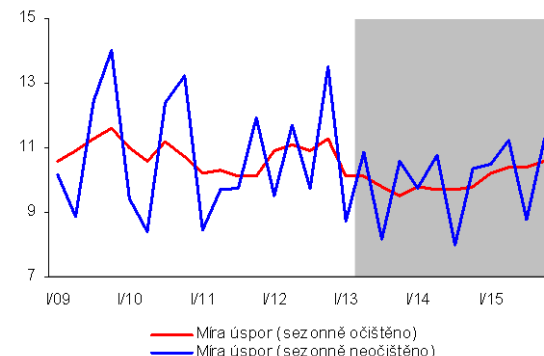
Reálná **spotřeba vlády** v letošním roce klesne o 0,1 %, v příštím roce vzroste o 0,6 % a v roce 2015 o 0,7 % (Graf II.2.16). Pro letošní rok to bude výsledkem pokračujícího úsporného chování vlády a přesměrování části prostředků z běžné spotřeby na nápravu povodňových škod při současném nízkém růstu deflátoru vládní spotřeby. Lehké oživení spotřeby vlády v letech 2014 a 2015 souvisí s postupným uvolňováním doposud restriktivní fiskální politiky na straně výdajů, avšak při nadále velmi umírněném mzdovém růstu v nepodnikatelské sféře.

Hrubá tvorba kapitálu v prvním čtvrtletí 2013 klesla meziročně o 10,9 %. Tento výsledek byl ovlivněn především výrazným poklesem stavu zásob, na němž se zčásti podílelo předzásobení cigaretami v závěru minulého roku a jejich následné vyprodávání v prvních měsících letošního roku. Nadále však klesaly i fixní investice. Prognóza pro druhé čtvrtletí 2013 očekává částečnou korekci v podobě mezičtvrtletního nárůstu stavu zásob. V meziročním srovnání však bude i nadále u hrubé tvorby kapitálu vykazován výrazný pokles, a to i přes kladný příspěvek investic ve vládním sektoru v návaznosti na realizaci projektů určených k odstranění následků povodní. Celkově v roce 2013 hrubá tvorba kapitálu

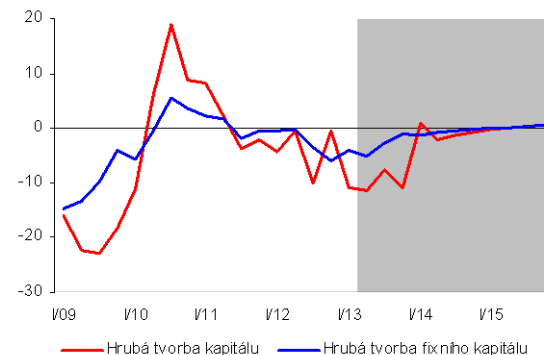
Graf II.2.17 Nominální disponibilní důchod
Disponibilní důchod se v letošním roce mírně sníží, jeho růst se obnoví v roce 2014 zejména vlivem vývoje mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.18 Míra úspor domácností
Míra úspor bude kolísat okolo hladiny 10 % (v %)



Graf II.2.19 Hrubá tvorba kapitálu
Hrubá tvorba kapitálu se v letošním roce podstatně sníží, nevýrazně ožíví až v roce 2015 (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



klesne o 10,3 % (Graf II.2.19). Pro rok 2014 prognóza stále ještě předpovídá nepatrný pokles celkových investic, když na pozvolné oživení poptávky bude možno reagovat v rámci stávajících výrobních kapacit. Hrubá tvorba kapitálu tak nevýrazně vzroste až v roce 2015, kdy se slabě obnoví růst fixních investic vlivem pokračujícího oživení zahraniční poptávky i zvyšování vládních investic.

Reálný vývoz zboží a služeb se v prvním čtvrtletí 2013 meziročně snížil o 2,9 %. Stagnace zahraniční poptávky v první polovině letošního roku se odráží v očekávaném meziročním poklesu vývozu i ve druhém čtvrtletí. Ve druhé polovině letošního roku se ale růst vývozu obnoví v souladu s pozvolným oživováním zahraniční poptávky. Za celý rok 2013 tak bude vývoz zhruba stagnovat (růst o 0,1 %). Výrazně však zvýší svou dynamiku v letech 2014 a 2015 (na 6,9 %, resp. 9,2 %) s tím, jak bude dále zrychlovat růst zahraniční poptávky (Graf II.2.20).

Také reálný dovoz zboží a služeb se v prvním čtvrtletí 2013 meziročně snížil (o 3,3 %), zřejmě i z důvodu využití naakumulovaných zásob ze závěru minulého roku. V souvislosti s pokračujícím – i když zmírňujícím se – poklesem domácí poptávky a nízkou dynamikou vývozu se dovoz v celém letošním roce sníží o 0,5 %. V roce 2014 v souvislosti s oživováním spotřeby domácností a při současném nárůstu dovozně náročného vývozu vzroste dovoz o 5,5 % a v roce 2015 dále zrychlí na 7,2 %.

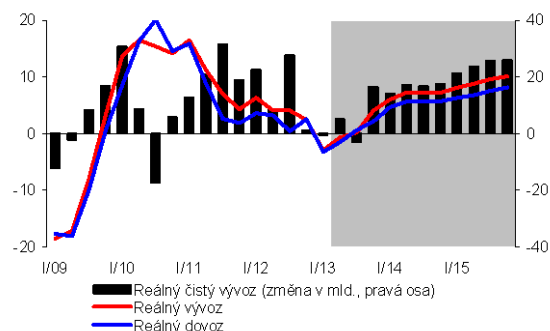
Čistý vývoz ve stálých cenách v prvním čtvrtletí 2013 vykázal jen nepatrně kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (0,1 procentního bodu). Prognóza očekává na nejbližší dvě čtvrtletí nízký či dočasně mírně záporný příspěvek čistého vývozu v důsledku utlumené zahraniční poptávky. V průměru za celý letošní rok však bude čistý vývoz přispívat k vývoji reálného HDP kladně (v rozsahu 0,5 procentního bodu). Se zrychlující zahraniční poptávkou v dalších letech se příspěvek čistého vývozu opět zvýší, a to na 1,5 procentního bodu v roce 2014 a 2,1 procentního bodu v roce 2015.

Prognóza platební bilance předpokládá, že snižování deficitu běžného účtu z předchozích dvou let bude pokračovat i v letošním a příštím roce, v roce 2015 by pak mělo být dosaženo vyrovnaného běžného účtu (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu z 2,4 % HDP v roce 2012 na 1,4 % v letošním roce, 0,5 % v příštím roce a na nulovou úroveň v roce 2015. Příčinou poklesu deficitu běžného účtu bude pokračující zvyšování přebytku výkonové bilance. Proti zmírňování deficitu běžného účtu bude naopak působit narůstající deficit bilance výnosů. Rostoucí přebytek obchodní bilance v roce 2013 je spojen na jedné straně s předpokládaným meziročním poklesem celkové domácí poptávky a mírným poklesem cen surovin na světových trzích, což bude zpomalovat tempo dovozu, a na druhé straně s růstem (byť velmi slabým) zahraniční poptávky, která bude přispívat ke zvýšení objemu vývozu. Rychlejší růst zahraniční než domácí poptávky se

Graf II.2.20 Reálný vývoz a dovoz

Růst vývozu a dovozu se obnoví ve druhé polovině roku 2013, následně se opět zvýší příspěvky čistého vývozu k růstu HDP

(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



Tab. II.2.2 Prognóza vybraných veličin

Reálný disponibilní důchod mírně vzroste až v roce 2014 se zrychlením růstu mezd a zvyšovat se opět začne i produktivita práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2012	2013	2014	2015
	skut.	progn.	progn.	progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	-1,4	-1,2	1,5	2,9
Zaměstnanost celkem	0,4	0,6	-0,6	-0,1
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	7,0	7,4	8,0	7,8
Produktivita práce	-1,6	-2,2	2,7	3,4
Průměrná nominální mzda	2,7	0,7	2,4	2,6
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,8	0,8	2,7	3,0
Podíl deficitu BÚ na HDP (v %)	-2,5	-1,2	-0,5	0,0
M2	5,6	3,5	3,0	3,2

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

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

Deficit běžného účtu bude klesat až k nulové hodnotě díky zvyšujícímu se přebytku obchodní bilance

(v mld. Kč)

	2012	2013	2014	2015
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-94,0	-45,0	-20,0	0,0
Obchodní bilance	145,8	200,0	230,0	265,0
Bilance služeb	49,8	65,0	70,0	75,0
Bilance výnosů	-288,6	-310,0	-320,0	-340,0
Běžné převody	-1,0	0,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	51,7	42,0	86,0	78,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	121,7	120,0	50,0	20,0
Přímé investice	181,1	90,0	65,0	75,0
Portfoliové investice	42,6	75,0	30,0	-15,0
Finanční deriváty	8,8			
Ostatní investice	-110,8	-45,0	-45,0	-40,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	1,0			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-80,5			

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

projeví také v letech 2014 a 2015. Pokračující zhoršování bilance výnosů bude téměř výhradně důsledkem rostoucích výnosů nerezidentů z přímých investic. V oblasti běžných převodů prognóza očekává stagnaci salda kolem nuly, tj. na úrovni roku 2012.

Meziroční zhoršení salda **kapitálového účtu** v letošním roce souvisí především s očekávaným mírně nižším přílivem prostředků z fondů EU. V roce 2014 prognóza naopak předpokládá rychlejší čerpání těchto prostředků a také jednorázový příjem z prodeje kmitočtů pro telekomunikace.

Přebytek **finančního účtu** se oproti předcházejícím rokům na prognóze výrazně snižuje. Vzhledem ke slabé poptávce a přebytku výrobních kapacit v Evropě je potřeba nových investic velmi omezená. V roce 2013 bude celkové saldo přímých investic ovlivněno jednou poměrně významnou akvizicí rezidenta v zahraničí, její dopad na celkové saldo však bude více než kompenzován významným navýšením základního kapitálu jedné zahraniční energetické firmy v tuzemsku. Mírné opětovné zvýšení přílivu přímých zahraničních investic prognóza očekává až v roce 2015 v souvislosti s předpokládaným zrychlujícím oživením evropské ekonomiky. Meziročně vyšší přebytek portfoliových investic v letošním roce je spojen výhradně s očekáváním poklesu držby zahraničních dluhových cenných papírů rezidenty. Naopak ve směru nižšího přebytku bude působit předpokládané mírně nižší čerpání zdrojů v zahraničí ze strany vlády a vládou kontrolovaných firem a zvýšený zájem rezidentů o držbu zahraničních akcií. Očekávaný nižší čistý příliv portfoliových investic v příštím roce pak souvisí s předpokládaným zvýšeným zájmem rezidentů o investice v zahraničí vlivem ekonomického oživení a dalším snížením zahraničního financování vlády a vládou kontrolovaných firem.

Prognóza platební bilance bez operací bankovního sektoru předpokládá po celé prognózované období přebytek okolo 100 mld. Kč. Ten by měl vlivem eliminace salda operací ČR vůči EU a zastavení prodejů výnosů z velké části končit v devizových rezervách ČNB.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a aktuální nastavení fiskální politiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2013 až 2015 (Tab. II.2.4). Přijatá konsolidační opatření povedou od roku 2013 ke snížení deficitu hospodaření vládního sektoru pod 3 % HDP, což umožní ukončit v termínu Proceduru při nadměrném schodku (EDP). Nicméně pokračování konsolidačního úsilí není pro roky 2014 a 2015 očekáváno a bez dalších opatření dojde v roce 2015 ke vzdálení se od střednědobého cíle pro strukturální schodek vládního sektoru ve výši 1 % HDP. V doporučeních Evropské komise publikovaných v červnu tohoto roku a schválených následně radou Ecofin je ČR přitom doporučeno od roku 2014 posílit a důsledně realizovat fiskální strategii vedoucí k podstatnému pokroku při dosahování střednědobého cíle.

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

Fiskální konsolidace skončí v roce 2013, od roku 2014 se začne fiskální politika naopak uvolňovat (v % nominálního HDP)

	2012	2013	2014	2015
	skut.	progn.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	40,3	41,9	42,4	41,4
Výdaje vládního sektoru	44,6	44,2	44,4	43,7
z toho: úrokové platby	1,5	1,5	1,6	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-4,4	-2,3	-2,0	-2,3
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-2,9	-0,8	-0,5	-0,7
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-1,5	0,0	-0,1	-0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-2,8	-2,4	-2,1	-2,4
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,5	-0,8	-0,7	-0,3
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-2,3	-1,4	-1,3	-1,9
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	1,0	0,9	0,2	-0,6
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,5	-1,3	-1,0	-0,2
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-2,4	-1,0	-1,0	-2,0
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	0,9	1,4	-0,1	-1,0
Dluh vládního sektoru	45,9	47,2	48,0	48,1

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

^{b)} V roce 2012 položka obsahuje vliv finančních restitucí při majetkovém vyrovnání státu s církvemi. Pro roky 2013 až 2015 je do této položky zahrnut vliv penzijní reformy.

^{c)} upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

^{d)} odhad ČNB

^{e)} Měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi).

Žádná dodatečná opatření vycházející z tohoto doporučení však zatím nebyla vládou ČR avizována.

V roce 2013 by měl vládní deficit klesnout na 2,3 % HDP v důsledku přijatých konsolidačních opatření³ při slabším protisměrném vlivu klesající ekonomiky a pokračujícího útlumu na trhu práce. Prognóza zároveň očekává oživení vládních investic jak v souvislosti se zrychlením čerpání prostředků z EU fondů,⁴ tak v jejich domácí složce. Oživení investic bude ovlivněno i nápravou povodňových škod. Prognóza však současně předpokládá, že tyto výdaje budou zčásti pokryty úsporami ve vládní spotřebě. Spotřeba vlády tak v tomto roce meziročně nepatrně klesne. V souhrnu prognóza očekává v letošním roce záporný příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,6 procentního bodu, tj. zhruba na úrovni minulého roku.⁵ Vliv konsolidačních opatření na ekonomiku se bude realizovat jak skrze cenový dopad plynoucí ze zvýšení DPH, tak prostřednictvím nižšího nominálního disponibilního důchodu, přičemž oba tyto faktory budou snižovat reálnou spotřebu domácností. Odhad výpadku pojistného na sociální zabezpečení spojeného se spuštěním II. pilíře důchodového systému byl na základě pozorovaného malého zájmu o účast v tomto pilíři výrazně snížen.

V roce 2014 je očekáván další pokles vládního deficitu na 2 % HDP, což bude převážně dáno obnovením růstu ekonomické aktivity. Prognóza na jedné straně zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (nižší valorizace důchodů, stagnace platů státních zaměstnanců), avšak jejich restriktivní působení na ekonomický růst bude na druhé straně kompenzováno očekávaným výrazným oživením vládních investic. V roce 2014 tak bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální.

V roce 2015 lze očekávat zvýšení deficitu vládního sektoru na 2,3 %, a to i navzdory pokračujícímu hospodářskému oživení. V tomto roce totiž vstupuje v účinnost daňová reforma⁶, která povede ke značnému poklesu příjmů z přímých daní (téměř o 1 procentní bod HDP). Fiskální politika tak bude v roce

³ Ve výrazném letošním snížení vládního deficitu oproti roku 2012 se odráží též finanční vyrovnání s církvemi, které jednorázově prohloubilo schodek v sektoru vlády dle metodiky ESA 95 v minulém roce.

⁴ Na prognóze došlo ke snížení podílu hrubé tvorby fixního kapitálu v sektoru vlády na čerpání EU fondů na úkor tzv. měkkých výdajových programů, což mírně snižuje růst vládních investic v roce 2013 oproti předchozí prognóze.

⁵ Souhrnný fiskální impulz se proti minulé prognóze nemění, nicméně dochází k drobným změnám v jeho struktuře v důsledku nových informací o vývoji příjmů a výdajů vládního sektoru (mj. byl započten vliv plánovaného zrychlení odpisů v roce 2013 a 2014).

⁶ Reforma zahrnuje zejména změny v přímých daních, příspěvcích na sociální zabezpečení, zrušení daní z dividend, snížení registračního limitu pro plátce DPH a zvýšení limitů daňového odpočtu z darů.

2015 mírně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,3 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2012 dosáhl zhruba 2,3 % HDP. V souvislosti s konsolidačními opatřeními se očekává jeho pokles až pod 1,5 % HDP v letech 2013 a 2014. V roce 2015 se pak zvýší zpět ke 2 % HDP. K prohloubení strukturálního schodku dojde v podmínkách očekávaného hospodářského oživení, což by znamenalo procyklické působení fiskální politiky. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu **vládního zadlužení** nepatrně nad 48 % HDP v roce 2015. V predikci tohoto poměru se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí a vedle pozitivního vlivu oživení růstu nominálního HDP projevuje i avizované rozpouštění dluhové rezervy v roce 2013.

Rizikem fiskální prognózy směrem k nižším schodkům a restriktivnějšímu působení fiskální politiky je případně slabší oživení v oblasti investiční aktivity subjektů vládního sektoru.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace leží oproti minulé předpovědi mírně níže v důsledku přehodnocení čisté inflace směrem dolů. Trajektorie úrokových sazeb se v nejbližším období snižuje pod minulou prognózu vlivem krátkodobé predikce inflace a celkově zhoršené ekonomické aktivity, v roce 2014 se pak rozdíl u sazeb dále prohlubuje v důsledku prodloužení nízkého výhledu zahraničních sazeb do roku 2015. Vývoj koruny v posledním období a zhoršený výhled zahraniční poptávky posouvají trajektorii kurzu ke slabším hodnotám na celém horizontu predikce. Prognóza růstu HDP se pro letošní rok snižuje v návaznosti na již pozorované velmi nízké hodnoty v prvním čtvrtletí a lehce slabší výhled růstu zahraniční poptávky, predikce pro rok 2014 je naopak mírně vyšší. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá směrem dolů.

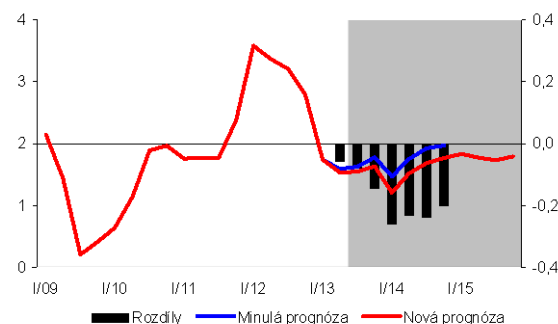
Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci posouvá na mírně nižší hladinu (Graf II.3.1). Změna je důsledkem poklesu predikce čisté inflace, v níž se odráží utlumenější ekonomická aktivita. Předpoklady ohledně změn nepřímých daní zůstávají téměř shodné s minulou prognózou, a proto se i výhled **měnověpolitické inflace** mění obdobně jako u celkové inflace.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** je v roce 2013 oproti minulé prognóze jen nepatrně nižší. Již minulá prognóza očekávala výrazný pokles komoditní složky ceny plynu pro domácnosti o více než 10 %, ve skutečnosti je však tento pokles ještě poněkud výraznější. Většina ostatních položek regulovaných cen se vyvíjela v souladu s minulou prognózou a jejich výhled se příliš nemění.

Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace

Prognóza celkové inflace je přehodnocena na mírně nižší hladinu

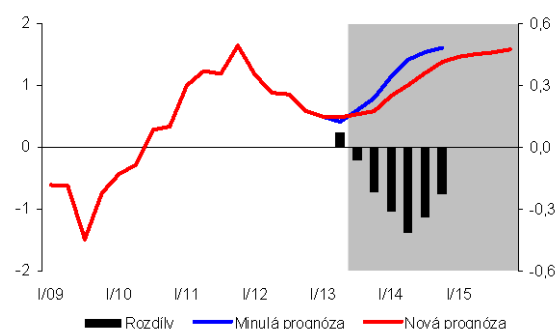
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace

Prognóza čisté inflace se posouvá směrem dolů

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



Prognóza meziroční **čisté inflace** byla oproti minulé předpovědi přehodnocena směrem dolů (Graf II.3.2). Důvodem je utlumenější domácí ekonomická aktivita i nižší krátkodobá predikce čisté inflace pro třetí čtvrtletí 2013. V té se odráží zejména výrazně nižší korigovaná inflace bez pohonných hmot (důsledek skokového snížení cen telekomunikačních služeb), jejíž vliv převáží nad mírně vyšší prognózou cen potravin. Přehodnocení cen potravin je důsledkem již pozorovaných vysokých cen ve skupině ovoce a zelenina v červnu; tento faktor je však považován do značné míry za jednorázový a propagace jeho vlivu je tudíž v prognóze tlumena.

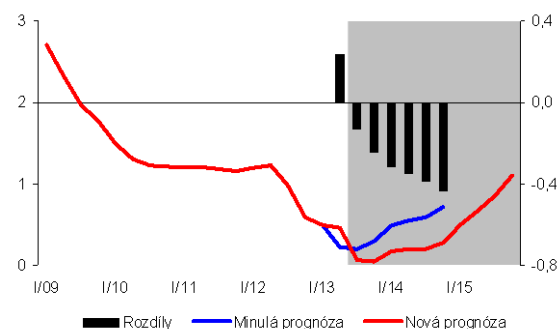
U výhledu **zahraničí** došlo oproti předpokladům minulé prognózy k mírnému poklesu trajektorie zahraniční poptávky a cen zahraničních výrobců. Výhled sazeb 3M EURIBOR se téměř nezměnil, avšak došlo k prodloužení výhledu o jeden rok do konce roku 2015. I v tomto horizontu přitom leží výhled zahraničních sazeb výrazně níže oproti svým dlouhodobým rovnovážným hodnotám, což v prognóze působí směrem k nižším domácím úrokovým sazbám.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se posouvá dolů na celém svém horizontu (Graf II.3.3). Směrem k nižším sazbám působí zejména výhled zahraničí, když vliv nižších cen zahraničních výrobců a prodloužený výhled velmi nízkých sazeb 3M EURIBOR postupně převáží nad depreciačním vlivem pomalejšího oživení zahraniční poptávky (Graf II.3.4). K nižším sazbám přispívá také krátkodobá predikce inflace a v příštím roce i více protiinflační počáteční podmínky odrážející utlumenější domácí ekonomickou aktivitu. Na nižší sazby působí v malém rozsahu též expertní úpravy snižující rovnovážnou apreciaci kurzu, jež utlumením Balassova-Samuelsonova efektu snižují inflační tlaky. Proti celkově protiinflačnímu vlivu výše zmíněných faktorů slabě působí na delším konci prognózy zapracování mírně expanzivní fiskální politiky pro rok 2015 a výhled regulovaných cen. Krátkodobá predikce měnového kurzu na sazby působí zhruba neutrálně, když její slabší hodnota oproti minulé prognóze je dána vývojem fundamentálních faktorů.

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je přehodnocena na slabší úroveň na celém svém horizontu (Graf II.3.5). K tomu vedle slabší výchozí hladiny přispívá i zhoršený výhled zahraniční poptávky převažující nad vlivem prodlouženého výhledu nízkých zahraničních úrokových sazeb. Expertní úpravy snižující rovnovážnou apreciaci také působí směrem k slabšímu kurzu oproti minulé prognóze.

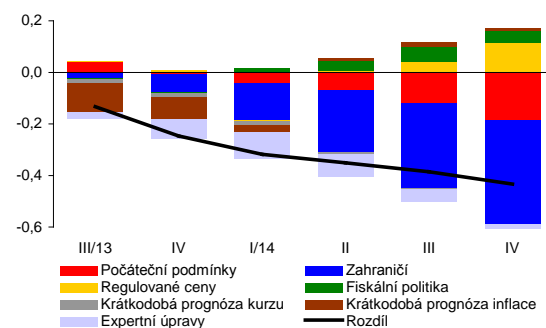
Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** pro letošní rok se snížila o 1 procentní bod (Graf II.3.6). Důvodem je zejména nižší pozorovaný růst v prvním čtvrtletí 2013 a mírně zhoršený výhled zahraniční poptávky. Predikce růstu spotřeby domácností se posouvá z lehce záporných do mírně kladných hodnot vlivem nových pozorovaných dat za první čtvrtletí 2013 a revize dat za rok 2012. V roce 2014 je prognóza

Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb
Trajektorie tržních úrokových sazeb leží v celém horizontu níže (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

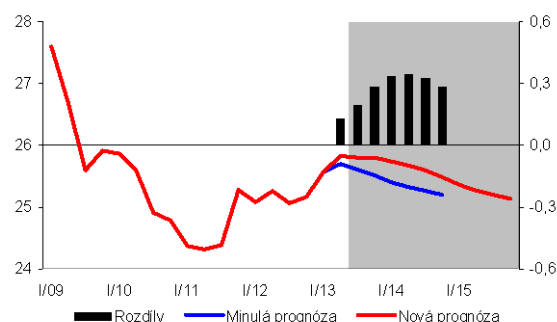


Graf II.3.4 Rozklad změn prognózy úrokových sazeb

Směrem k nižším sazbám v nejbližším období působí především krátkodobá prognóza inflace, v delším horizontu dominuje prodloužený výhled zahraničních sazeb a utlumenější domácí ekonomika (3M PRIBOR, v procentních bodech)



Graf II.3.5 Změna prognózy kurzu
Predikce kurzu se posouvá ke slabším hodnotám (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



HDP o 0,3 procentního bodu vyšší, přičemž vliv nízké srovnávací základny převažuje nad pozvolnějším ožíváním zahraniční poptávky.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP bude v letošním roce zhruba srovnatelný s minulou prognózou i při nižším celkovém objemu vývozu i dovozu, jenž je odrazem slabší zahraniční poptávky. Od konce letošního roku bude na pomalejší dynamiku dovozu působit také utlumenější vývoj dovozně náročných investic a částečně i slabší dynamika vývozu. V roce 2014 bude příspěvek čistého vývozu k růstu HDP oproti minulé prognóze mírně nižší.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru byla oproti minulé predikci snížena. Za tím stojí zejména utlumenější výhled domácí ekonomické aktivity a růstu cen. Odhad vlivu daňové optimalizace na přelomu let 2012 a 2013 související se zrušením stropu pro zdravotní pojištění a dodatečným zdaněním vyšších příjmů zůstal nezměněn.

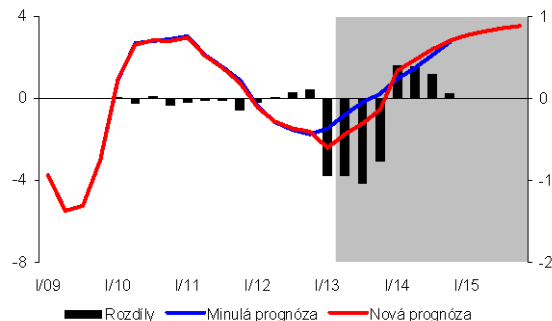
Vývoj implikované agregátní **technologie** je na počáteční podmínce přehodnocen směrem dolů zejména z důvodu pozorovaného výraznějšího propadu hrubé tvorby fixního kapitálu, jenž převládá nad vyšší spotřebou domácností. Na prognóze je tempo růstu implikované agregátní technologie taktéž mírně nižší. Ke konci horizontu prognózy je podobně jako v minulé prognóze expertně tlumeno v blízkosti 3% úrovně.

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik a nejistot. Významné riziko je nadále spojeno s možným pomalejším oživením zahraniční poptávky v podmínkách pokračující dluhové krize v eurozóně, což by implikovalo potřebu ještě uvolněnějších měnových podmínek vůči prognóze. Nejistotu představují také zveřejněná data o struktuře HDP za první čtvrtletí 2013, kde došlo k výraznému propadu tvorby zásob a naopak zřetelnému mezičtvrtletnímu zvýšení spotřeby domácností. Další nejistotou je vliv protichůdných cenových faktorů v posledním období (pokles cen telekomunikačních služeb vs. růst volatilních položek cen potravin) a jejich propagace do budoucího cenového vývoje. Uvedená rizika a nejistoty však nejsou natolik vyhraněné, aby vedly ke zpracování alternativního scénáře. *V návaznosti na pokles implikovaných úrovní repo sazby pod nulovou hranici však byly zpracovány dva scénáře, které počítají jednak s nulovým omezením úrokových sazeb, jednak s možností provádět devizové intervence s cílem uvolnit měnové podmínky a zajistit rychlejší dosažení inflačního cíle i bez poklesu sazeb pod nulovou hranici. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu.*

Graf II.3.6 Změna prognózy HDP

Prognóza vývoje HDP je v letošním roce přehodnocena zřetelně směrem dolů, naopak v příštím roce je mírně vyšší (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



II.4.1 Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb

Současná predikce ekonomického vývoje ukazuje na nutnost snižování tržních úrokových sazeb až k nulové úrovni, což implikuje zápornou hladinu repo sazby v období od třetího čtvrtletí 2013 do konce roku 2014. V návaznosti na existenci nulového omezení úrokových sazeb byly zpracovány **dva scénáře**, které kvantifikují jak dopady samotného nulového omezení, tak potenciální důsledky provádění devizových intervencí s cílem nahradit pokles měnověpolitických sazeb pod nulovou hranici a zrychlit návrat inflace k cíli.

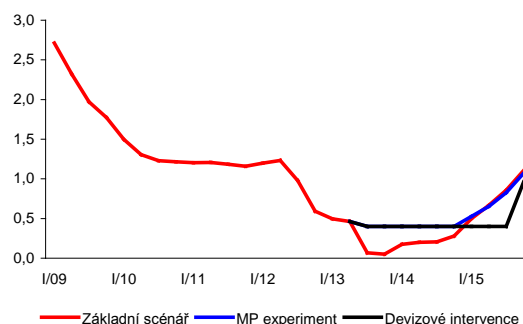
První scénář zachycuje **měnověpolitický experiment**, v rámci kterého měnová politika po dosažení nulové hranice úrokových sazeb již nepokračuje v dalším uvolňování měnových podmínek. Oproti základnímu scénáři dochází při udržování „příliš vysokých“, tj. nulových, sazeb ČNB (Graf SZ II.4.1) k rychlejšímu posílení nominálního měnového kurzu (Graf SZ II.4.4) a současně k odchýlení inflace od cíle směrem dolů v poněkud větším rozsahu než v základním scénáři (Graf SZ II.4.2). Dopad simulace na reálnou ekonomickou aktivitu je rovněž směrem dolů, avšak v malém rozsahu (Graf SZ II.4.3). V rámci složek HDP dochází k nejvýraznějšímu poklesu oproti základnímu scénáři u spotřeby domácností zejména z důvodu vyšších reálných úrokových sazeb.

Významným parametrem při generování tohoto scénáře jsou **očekávání ekonomických agentů** ohledně budoucího vývoje, resp. podíl subjektů, kteří dopředu očekávají pasivní roli měnové politiky poté, kdy úrokové sazby dosáhnou nulové hranice. SMS v základní variantě měnověpolitického experimentu předpokládá, že realizace tohoto scénáře bude očekávaná pouze částečně. Proporce vpředhledících očekávání je nastavena na 25 %, zbývajících 75 % představuje podíl subjektů, pro které by uskutečnění daného scénáře bylo překvapením. To lze z měnověpolitického hlediska interpretovat jako situaci, kdy ČNB sice nebude v praxi používat nekonvenční nástroje měnové politiky, avšak většina ekonomických agentů setrvává v přesvědčení, že je centrální banka připravena zasáhnout, bude-li to třeba. V případě dodatečného posílení expektačního kanálu, tj. ztráty důvěry veřejnosti v odhodlání ČNB opravdu použít další nástroje, by došlo k mnohem rozsáhlejšímu podstřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky při výrazněji posilující trajektorii měnového kurzu. Naopak při zachování plné kredibility inflačního cíle i měnové politiky navzdory situaci nulového omezení úrokových sazeb (varianta zcela neočekávaných MP šoků) by náklady nedostatečného uvolnění měnových podmínek byly menší než v základní variantě měnověpolitického experimentu.

Druhý scénář předpokládá **intervence na devizovém trhu**, nahrazující pokles měnověpolitických úrokových sazeb do

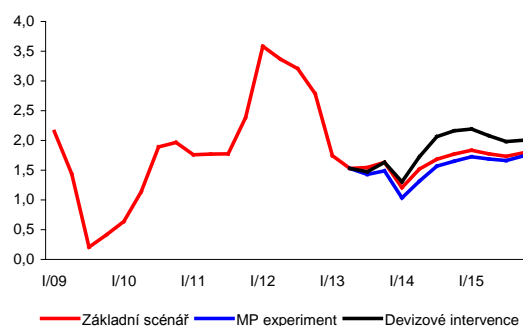
Graf SZ II.4.1 Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – 3M PRIBOR

Úrokové sazby v základním scénáři klesají na hodnoty implikující zápornou repo sazbu, další dva scénáře respektují její nulovou dolní mez (v %)



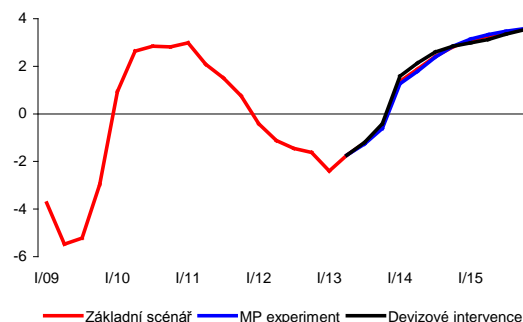
Graf SZ II.4.2 Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – celková inflace

Dosažení nulové hranice úrokových sazeb vede k výraznějšímu podstřelení inflačního cíle, pokud centrální banka nepoužije devizové intervence (meziroční změny v %)



Graf SZ II.4.3 Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – reálný HDP

Z hlediska vývoje celkového HDP se jednotlivé scénáře liší jen nevýrazně, intervence však vedou k nepatrně rychlejšímu oživení (meziroční změny v %)



záporných hodnot a urychlující prostřednictvím oslabeného měnového kurzu návrat inflace k bodovému cíli. Při tvorbě tohoto scénáře byl použit optimalizační algoritmus pro výpočet kurzových šoků, které jsou podmíněny vyhlazenou kurzovou trajektorií, udržují úrokové sazby nezáporné, a zároveň minimalizují odchylku inflace od cíle ČNB.

V tomto scénáři se **oslabení měnového kurzu vyvolané devizovými intervencemi** postupně promítá do nárůstu dovozních cen zvyšujících celkovou i měnověpolitickou inflaci. Inflace se tak ve srovnání se základním scénářem navrácí k bodovému cíli již ve druhé polovině roku 2014. Vyšší inflace v podmínkách nulového omezení úrokových sazeb implikuje nižší hladinu reálných úrokových sazeb s pozitivním dopadem do růstu spotřeby domácností, jenž postupně převáží nad negativním vlivem vyšších dovozních cen na koupěschopnou poptávku. Současně oslabení reálného kurzu vede k mírnému nárůstu reálného vývozu. V důsledku uvedených efektů působí intervence na začátku prognózy lehce prorůstově. Celkové dopady do reálných veličin však nejsou příliš výrazné.

Na rozdíl od měnověpolitického experimentu je scénář devizových intervencí simulován na základě předpokladu **vpředhledících očekávání** ekonomických subjektů, neboť tento scénář vychází z dlouhodobější přítomnosti ČNB na devizovém trhu. Možnost provádění devizových intervencí ČNB již byla od podzimu 2012 opakovaně komunikována a zahájení intervencí by navíc bylo veřejnosti oznámeno.

II.4.2 Citlivostní scénář kurzu

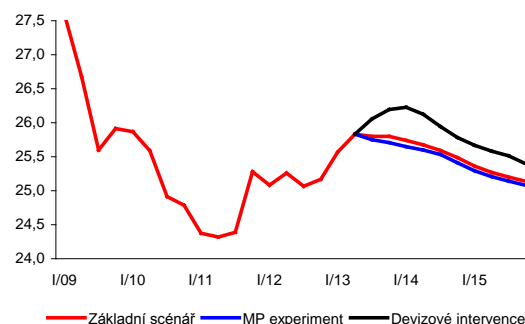
Citlivostní scénář kvantifikuje dopady možného **odlišného kurzového vývoje**. Tento standardní citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy odchylku nominálního kurzu o $\pm 3\%$ oproti prognóze při stejných úrokových sazbách v tomto čtvrtletí jako v predikci. Hodnota kurzu pro třetí čtvrtletí 2013 tak činí 26,6 CZK/EUR, resp. 25,0 CZK/EUR, oproti 25,8 CZK/EUR v predikci.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se slabším kurzem, vyjádřené v odchylkách od prognózy (Tab. II.4.1). Ve scénáři silnějšího nominálního kurzu dochází ke stejným výsledkům, jen s opačným znaménkem.

Oslabení kurzu zlepšuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a prostřednictvím vyššího čistého vývozu vede na začátku predikčního horizontu k lehce vyššímu růstu HDP oproti prognóze. Oslabený kurz také vede k růstu dovozních cen a dočasně vyšší inflaci. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti prognóze v nejbližších čtvrtletích výše. V reakci na toto zpřísnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP následně zpomaluje mírně pod úroveň prognózy.

Graf SZ II.4.4 Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – nominální měnový kurz

Měnový kurz je v MP experimentu lehce silnější než v základním scénáři, intervence ho naopak posouvají na slabší hladiny (CZK/EUR)



Tab. II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Oslabení kurzu vede k dočasně vyšší inflaci a zrychlení růstu HDP oproti prognóze, úrokové sazby se zvyšují (odchylky od prognózy)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Růst HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
III/13	0,0	0,0	0,1	0,8
IV/13	0,1	0,3	0,2	0,2
I/14	0,1	0,4	0,1	0,1
II/14	0,2	0,3	0,0	0,0
III/14	0,2	0,2	-0,2	0,0
IV/14	0,2	0,0	-0,3	0,0
I/15	0,1	0,0	-0,2	0,0
II/15	0,0	0,0	0,0	0,0
III/15	0,0	0,0	0,1	0,0
IV/15	0,0	0,0	0,1	0,0

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním horizontu pohybovala pod 2% cílem ČNB, ve tříletém horizontu se nacházela v jeho těsné blízkosti. Analytici očekávají v letošním roce pokles HDP. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Současně výrazná většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci dvoutýdenní repo sazby ČNB, resp. tržních úrokových sazeb. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou přibližnou stabilitu sazeb, přičemž v celém horizontu se pohybuje výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se od počátku roku 2013 pohybovala pod cílem ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů se mírně snížila, nadále však přesahovala 2% cíl ČNB (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků se nacházela v těsné blízkosti cíle.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** v první polovině roku 2013 vykazoval jen lehce kladné saldo (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Také indikátor **očekávané inflace** se pohybuje v kladných hodnotách, a to na mírně vyšší hladině než ukazatel vnímané inflace. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti. Oba indikátory se ve druhém čtvrtletí 2013 v průměru snížily.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že HDP letos klesne o necelé 1 %, přičemž v průběhu posledních měsíců se očekávaný pokles postupně prohluboval (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla vzrůst téměř o 2 %, zrychlit by měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z července 2013 očekávají analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF v ročním horizontu silnější kurz, a to o 2,9 %, resp. 2,6 %. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění a ani nedojde k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí⁷. Také v ročním horizontu výrazná většina analytiků předpokládá stabilitu sazeb na stávající úrovni, přičemž jejich odhady 2T repo sazby se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,25 %.

V souhrnu tak analytici **na rozdíl od nové prognózy ČNB** neočekávají v letošním roce tak výrazný pokles reálného HDP,

⁷ Pouze jeden analytik připouštěl devizové intervence, a to s 50% pravděpodobností.

Tab. II.5.1 Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků

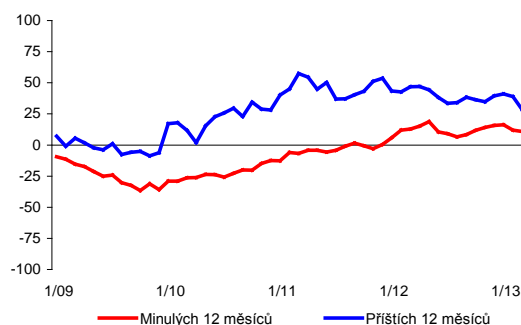
Inflační očekávání analytiků se v ročním horizontu nacházela pod cílem ČNB (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/13	4/13	5/13	6/13	7/13
IOFT:					
Index spotř. cen	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
Index spotř. cen v horizontu 3R	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1
Reálný HDP v roce 2013	0,0	-0,1	-0,3	-0,7	-0,8
Reálný HDP v roce 2014	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7
Nominální mzdy v roce 2013	2,2	2,1	1,9	1,5	1,1
Nominální mzdy v roce 2014	2,9	2,9	2,8	2,8	2,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,1	25,2	25,2	25,1	25,2
2T repo (v %)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1R PRIBOR (v %)	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Podniky:					
Index spotř. cen	2,4			2,2	

Graf II.5.1 Vnímaná a očekávaná inflace

Inflační očekávání domácností se ve druhém čtvrtletí 2013 mírně snížila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2 Očekávané ukazatele dle CF

Analytici dle CF předpokládají v letošním roce pokles ekonomiky

(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

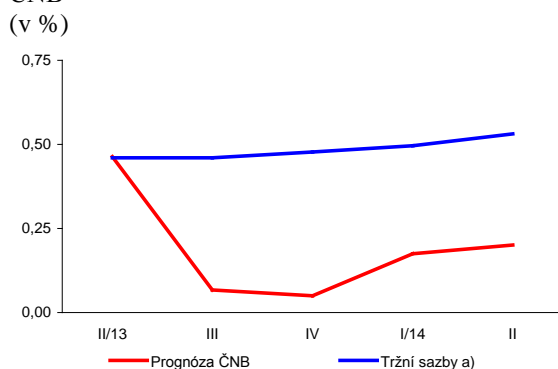
	3/13	4/13	5/13	6/13	7/13
Reálný HDP v roce 2013	0,0	-0,1	-0,3	-0,7	-0,9
Reálný HDP v roce 2014	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
Nominální mzdy v roce 2013	2,3	2,1	1,7	1,5	1,0
Nominální mzdy v roce 2014	3,0	2,9	2,7	2,7	2,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,3	25,3	25,3	25,5	25,3
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6

naopak v příštím roce by podle nich měla ekonomika růst pomalejším tempem, než předpovídá ČNB. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží nepatrně výše než v prognóze ČNB. Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků pohybuje na mírně silnějších hodnotách než v predikci ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu se nacházejí na vyšší hladině, než jakou implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s novou prognózou ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich očekávanou přibližnou stabilitu do konce letošního roku a poté jen lehký nárůst, což zhruba odpovídá očekávání ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě při zachování stávající výše prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, když tržní výhled zohledňuje nulovou dolní hranici pro pohyb měnověpolitických sazeb, zatímco v prognóze ČNB hypoteticky záporné měnověpolitické sazby ukazují na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

Graf II.5.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Výhled sazeb odvozený z FRA se v celém horizontu pohybuje nad sazbami konzistentními s prognózou ČNB



^{a)} pro II/13 a III/13 3M PRIBOR, pro IV/13 až II/14 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 19.7.2013

III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v červnu 2013 meziroční hodnoty 1,6 %, a nacházela se tak pod cílem ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 0,9 % pak byla těsně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Na dalším nepatrném snížení meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2013 oproti čtvrtletí předchozímu se podílely regulované ceny a korigovaná inflace bez pohonných hmot. Naopak zrychlil růst cen potravin, a to zejména v závěru čtvrtletí. Celkově se v podmínkách utlumené ekonomické aktivity a pokračujícího protiinflačního působení domácí ekonomiky růst tržních cen nadále nacházel na nízkých hodnotách. Také klesající ceny ropy přispěly k nízké inflaci ve druhém čtvrtletí 2013.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

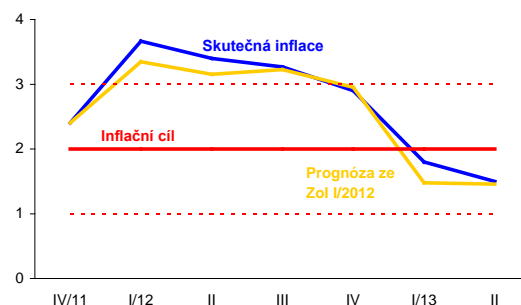
Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 nacházela pod úrovní cíle ČNB (Graf III.1.1), měnověpolitická inflace se pohybovala mírně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí 2013 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od října 2011 do června 2012 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředí na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se však z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci I/2012 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci I/2012 očekávala, že celková inflace se v důsledku daňových změn bude v roce 2012 nacházet těsně nad 3 % a měnověpolitická inflace se bude pohybovat poblíž inflačního cíle. V roce 2013 měly celková i měnověpolitická inflace klesnout pod inflační cíl (Graf III.1.1). Na začátku prognózy měl přetrvávat proinflační vliv dovozních cen, měl ale postupně odeznívat s návratem měnového kurzu k posilování. Nákladové tlaky z domácí ekonomiky, které na počátku prognózy působily protiinflačně, se měly začít obnovovat od konce roku 2012 spolu s ožíváním zahraniční i domácí ekonomické aktivity. Prognóza předpokládala, že k poklesu inflace mírně pod cíl přispěje i výrazné zpomalení růstu cen potravin a pohonných hmot.

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** téměř v celém predikčním horizontu pohybovala lehce nad prognózou. Ve druhém čtvrtletí 2013 se s ní pak shodovala, přičemž však prognóza nepočítala se zvýšením obou sazeb DPH od začátku roku 2013. Tento vývoj byl výsledkem protichůdných odchylek jednotlivých složek inflace. Primární dopady změn nepřímých

Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 nacházela pod cílem, a to v souladu s prognózou ze ZOI I/2012 (meziročně v %)



Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Korigovaná inflace bez PH byla výrazně nižší ve srovnání s prognózou, u primárních dopadů změn nepřímých daní a u cen potravin tomu bylo naopak (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zoi I/2012	Skutečnost 2.čtvrtletí 2013	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{c)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,5	1,5	0,1
z toho:			
regulované ceny	3,0	2,6	-0,1
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	-0,2	0,6	0,9
ceny potravin ^{b)}	1,1	3,8	0,7
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	-1,2	-3,7	-0,1
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,8	-0,6	-1,3

^{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.

daní zvyšující celkovou inflaci byly více než kompenzovány výrazně nižší korigovanou inflací bez PH, která nadále setrvala v záporných hodnotách zejména vlivem domácích protiinflačních tlaků. Oproti očekávání rychleji rostly ceny potravin, naopak regulované ceny a ceny pohonných hmot byly ve srovnání s prognózou mírně nižší (Tab. III.1.1). Měnověpolitická inflace se tak v souhrnu nacházela zřetelně pod prognózou.

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti prognóze došlo nejprve k rychlejšímu růstu a poté od konce roku 2012 naopak k výraznějšímu než očekávanému útlumu zahraniční ekonomické aktivity (Tab. III.1.2). Výrobní ceny v zahraničí v roce 2012 rostly vůči předpokladům rychleji, jejich dynamika se však snižovala a na začátku roku 2013 již ležela výrazně pod prognózou. Zahraniční úrokové sazby reagovaly na prohloubení evropské dluhové krize a zhoršený výhled ekonomické aktivity a nacházely se hluboko pod předpokládanou trajektorií. V souhrnu vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci mírně protiinflačně.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Tržní úrokové sazby až do poloviny roku 2012 zůstaly stabilní a poté poklesly v reakci na snížení sazeb ČNB. Měnový kurz se v roce 2012 pohyboval kolem hodnoty 25,2 CZK/EUR, a nedošlo tedy k prognózou očekávanému postupnému posilování. V roce 2013 pak kurz – mimo jiné v důsledku útlumu zahraniční poptávky a komunikace ČNB – dále oslabil (Tab. III.1.3).

Vývoj od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Růst domácího HDP byl téměř v celém období výrazně nižší, a to z důvodu výrazného zvolnění dynamiky zahraniční poptávky od konce roku 2012 ovlivněného dluhovou krizí v eurozóně. Negativně přispívalo též utlumení domácí poptávky jako reakce na nejistotu o budoucím vývoji a výrazný záporný příspěvek domácí fiskální konsolidace v roce 2012. Tyto vlivy se projeví především v prognózu neočekávaném propadu spotřeby a investic a ve zpomalení růstu mezd. Srovnání aktuálních dat o struktuře vývoje HDP a tehdejší prognózy je zároveň ovlivněno výraznými revizemi národních účtů. Uvedené faktory byly jen částečně kompenzovány uvolněnějšími domácími měnovými podmínkami, zejména v jejich kurzové složce.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležitá i posouzení jejích rizik. Na jednáních ve čtvrtém čtvrtletí 2011 byla podle bankovní rady rizika prognózy vychýlená směrem ke stabilitě úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře (oproti poklesu sazeb v základním scénáři), resp. mírně proinflační. V prvním čtvrtletí 2012 byla rizika prognózy hodnocena jako vyrovnaná. Ve druhém čtvrtletí 2012 pak byla rizika prognózy označena za proinflační pro celkovou inflaci, resp. vychýlená směrem

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí
Zahraniční veličiny působily na domácí inflaci mírně protiinflačně
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		I/12	II/12	III/12	IV/12	I/13	II/13
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	0,9	0,3	-0,1	0,4	1,0	1,7
	s	1,3	0,9	0,7	0,3	-0,1	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	3,0	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
	s	3,8	2,3	2,2	2,2	1,3	-
3M EURIBOR (v %)	p	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
	s	1,0	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,29	1,28	1,29	1,30	1,30	1,31
	s	1,31	1,28	1,25	1,30	1,32	1,31
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	112,4	111,9	110,9	109,7	108,5	107,2
	s	118,7	108,7	109,9	110,5	112,8	103,3

p - předpoklad, s - skutečnost

^{a)} ve stálých cenách

^{b)} sezonně očištěno

^{c)} výhled efektivního ukazatele ze Zol I/2012

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin
Pozorovaný vývoj HDP se v celém období pohyboval výrazně pod prognózou

		I/12	II/12	III/12	IV/12	I/13	II/13
3M PRIBOR (v %)	p	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8
	s	1,2	1,2	1,0	0,6	0,5	0,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,5	24,9	24,6	24,5	24,4	24,3
	s	25,1	25,3	25,1	25,2	25,6	25,8
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	0,0	-0,4	-0,1	0,5	1,1	1,9
	s	-0,4	-1,1	-1,4	-1,6	-2,4	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	2,8	2,5	2,4	2,5	2,9	3,3
	s	3,3	2,2	1,6	4,0	-0,4	-

p - prognóza, s - skutečnost

^{a)} sezonně očištěno

^{b)} v podnikatelském sektoru

k alternativnímu scénáři (ten předpokládal nižší měnověpolitickou inflaci i úrokové sazby než základní scénář).

V souhrnu lze měnovou politiku v rozhodném období **hodnotit** následujícím způsobem. Tržní úrokové sazby až do poloviny roku 2012 zůstaly stabilní a poté poklesly v reakci na červnové snížení sazeb ČNB – zhruba v souladu s prognózami. Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 i přes významné dopady daňových změn pohybovala pod cílem, měnověpolitická inflace se pohybovala pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. V rozhodném období se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu převažovala protiinflační rizika. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od října 2011 do června 2012 měla být uvolněnější.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve druhém čtvrtletí 2013 se **meziroční inflace**⁸ celkově nepatrně snížila. V červnu byla meziroční inflace o 0,1 procentního bodu nižší než v březnu 2013 a dosáhla 1,6 % (Graf III.1.2). Na uvedené změně se podílelo pokračující oslabování růstu regulovaných cen a výrazně nižší korigovaná inflace bez pohonných hmot. Vyšší růst cen potravin však tyto vlivy z velké části kompenzoval (Graf III.1.3).

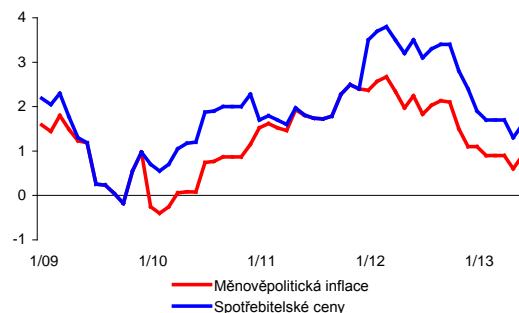
I když se příspěvek tržních cen k meziroční inflaci ve druhém čtvrtletí 2013 částečně zvýšil, ve **struktuře meziroční inflace** bylo nadále významné působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen. Jejich podíl na celkovém meziročním růstu spotřebitelských cen se však ztlačil (Graf III.1.4).

V důsledku zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod a zatím jen nevýrazného dopadu zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky z počátku letošního roku dosáhl příspěvek změny **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen 0,63 procentního bodu. Celkový primární dopad daňových změn do inflace včetně regulovaných cen pak dosáhl zhruba 0,76 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez vlivu všech změn nepřímých daní, se nadále nacházela výrazně pod celkovou meziroční inflací, přičemž v červnu dosáhla 0,9 % (Graf III.1.2).

Meziroční růst **regulovaných cen** v průběhu druhého čtvrtletí 2013 dále oslabil, když v červnu byl ve srovnání s březnem o více než 1 procentní bod nižší a dosáhl 2,2 % (Graf III.1.3). Na této změně se podílelo výrazné zlevnění komoditní složky ceny plynu pro domácnosti dominantním dodavatelem, na které následně reagovala – při stupňujícím se konkurenčním boji – většina ostatních prodejců plynu pro domácnosti. Přesto si položky spojené s bydlením udržely hlavní podíl na meziročním

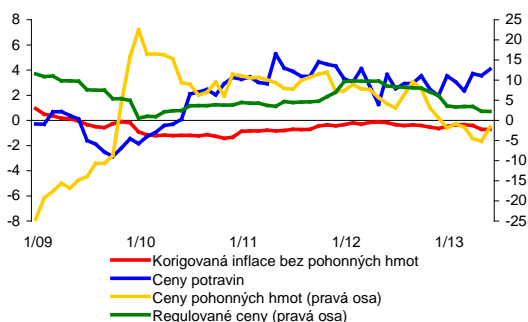
Graf III.1.2 Inflace

Ve druhém čtvrtletí 2013 se inflace celkově nepatrně snížila (meziročně v %)



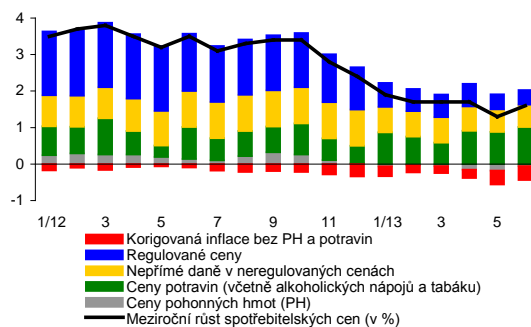
Graf III.1.3 Vývoj složek inflace

Ke snížení inflace přispěly regulované ceny a korigovaná inflace bez pohonných hmot (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



Graf III.1.4 Struktura inflace

Podíl administrativních vlivů na inflaci se snížil, vzrostl naopak příspěvek cen potravin (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



⁸ Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

růstu regulovaných cen, neboť rostly poměrně rychle další výdaje na bydlení – ceny elektřiny, vodné a stočné, cena tepla i odvozu odpadů. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek tržní inflace bez dopadu změn daní.

U **tržních cen**, měřených čistou inflací, došlo v průběhu druhého čtvrtletí 2013 ke zrychlení tempa jejich meziročního růstu (z 0,4 % v březnu na 0,7 % v červnu). Zvýšení meziroční čisté inflace bylo výsledkem protisměrného vývoje korigované inflace bez pohonných hmot a meziročního růstu cen potravin, přičemž vliv nárůstu cen potravin ve druhém čtvrtletí 2013 převážil.

Celkově nadále nízká meziroční **čistá inflace** a zejména prohlubující se pokles cen v rámci korigované inflace ve druhém čtvrtletí 2013 svědčily o přetrvávajícím protiinflačním vlivu utlumené domácí ekonomické aktivity. K nízké čisté inflaci přispělo též výrazné snižování dynamiky ceny ropy na světových trzích, které se zastavilo až v závěru sledovaného období. Naopak dovozní ceny finálních produktů pro spotřebitelský trh mírně rostly vlivem meziročního oslabení kurzu CZK/EUR. Nejvýrazněji však směrem ke zvýšení čisté inflace působil vývoj cen potravin.

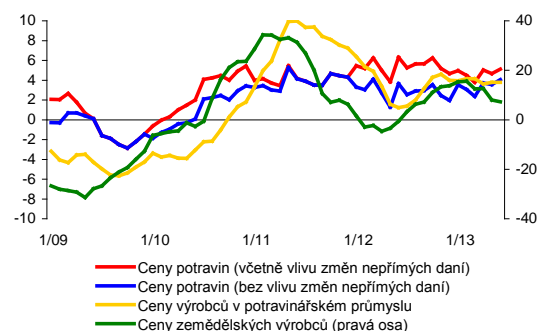
Zřetelné zrychlení meziročního růstu **cen potravin** ve druhém čtvrtletí 2013 (z 2,4 % v březnu na 4,1 % v červnu; Graf III.1.5) bylo důsledkem několika faktorů. Růst cen zemědělských výrobců v rostlinné výrobě již sice začal zřetelně zpomalovat, na ceny potravin však ještě se zpožděním působily jeho předchozí vysoké hodnoty. Ještě výrazněji ovlivnil vývoj cen potravin růst cen ve skupině zeleniny, zejména brambor, jejichž výrazný meziroční nárůst ve druhém čtvrtletí 2013 přispěl ke zvýšení meziroční inflace v průměru o 0,2 procentního bodu.⁹

Působení utlumené domácí ekonomické aktivity a nízké spotřebitelské poptávky bylo nadále nejvíce patrné v meziroční **korigované inflaci bez pohonných hmot**, jejíž záporné hodnoty se ve druhém čtvrtletí 2013 prohloubily (z -0,3 % v březnu na -0,7 % v červnu; Graf III.1.6). Tato změna souvisela se zastavením meziročního růstu cen neobchodovatelných statků zejména vlivem zlevnění telekomunikačních služeb mobilními operátory. Meziroční růst cen ostatních obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot se naopak posunul do méně záporných hodnot, především v důsledku zmírnění meziročního poklesu cen v oddíle odívání a obuv.

Meziroční vývoj **cen pohonných hmot** odrážel kolísavý vývoj cen ropy a benzínů na světových trzích ve druhém čtvrtletí 2013. Zatímco v dubnu ještě ceny ropy i benzínů meziročně klesaly dvouciferným tempem, v červnu překmitly vlivem

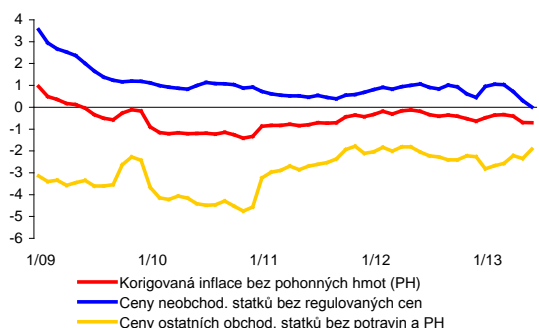
Graf III.1.5 Ceny potravin

Růst cen potravin ve druhém čtvrtletí 2013 zrychlil (meziroční změny v %)



Graf III.1.6 Korigovaná inflace bez pohonných hmot

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posunula do více záporných hodnot vlivem zastavení růstu cen neobchodovatelných statků (meziroční změny v %)



⁹ K tomuto meziročnímu cenovému nárůstu brambor (v průměru za druhé čtvrtletí 2013 o 75 %) došlo z velké části vlivem odložení sklizně ranných brambor v důsledku nepříznivého počasí.

srovnávací základny do kladných hodnot. Meziroční pokles cen pohonných hmot se tak v dubnu a květnu dále prohloubil, ale v červnu se opět vrátil k mírnějším hodnotám (-1,6 %; Graf III.1.3).

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Dovozní ceny v dubnu a květnu 2013 kolísaly v meziročním srovnání blízko nulových hodnot. Ceny energetických a neenergetických surovin v návaznosti na vývoj cen surovin na světových trzích nadále klesaly. Růst dovozních cen polotovarů byl pouze mírný, zatímco dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování rostly vlivem oslabeného měnového kurzu výrazněji, stejně jako ceny dovážených potravin. Růst cen průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí 2013 dále zpomalil. Při klesajících cenách surovin a trvajících nízké poptávce převažovala odvětví s klesajícími nebo jen mírně rostoucími cenami. Růst cen zemědělských výrobců rovněž zpomalil, a to poměrně výrazně. Ceny stavebních prací a tržních služeb v podnikatelské sféře při přetrvávající nízké domácí poptávce prohloubily svůj meziroční pokles.

III.2.1 Dovozní ceny

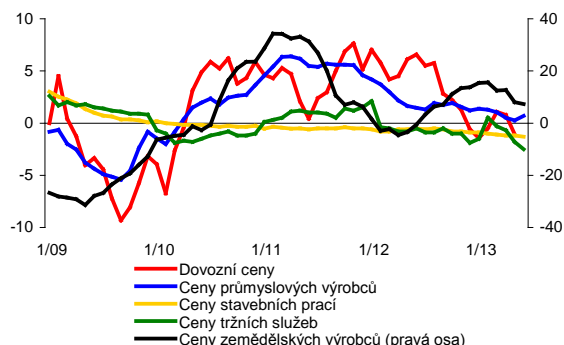
Podobně jako v prvním čtvrtletí 2013 se meziroční vývoj **dovozních cen** pohyboval v dubnu a květnu kolem nulové hodnoty (Graf III.2.1). Podle posledních údajů za květen dovozní ceny meziročně poklesly o 1,1 % (v dubnu naopak vzrostly o 0,8 %). Za jejich kolísavým vývojem stály zejména rostoucí ceny komodit s vyšším stupněm zpracování, jejichž dopad do dynamiky dovozních cen byl tlumen zesilujícím poklesem dovozních cen minerálních paliv a maziv.

Dovozní ceny **minerálních paliv**, které se od ledna 2013 trvale snižují, prohloubily svůj meziroční pokles až na -8,8 % v květnu (Graf III.2.2). Došlo k tomu v důsledku klesajících dolarových cen ropy i zemního plynu na světových trzích. Kurz CZK/USD sice v průběhu prvního i druhého čtvrtletí 2013 mírně meziročně oslaboval, tato změna však pouze zmírnila dopad klesajících cen uvedených energetických komodit do dovozních cen (Graf III.2.3)¹⁰. Příspěvek dovozních cen minerálních paliv k celkovému meziročnímu vývoji dovozních cen byl tak od ledna 2013 trvale záporný a ve druhém čtvrtletí 2013 se dále zvýšil až na -1,5 procentního bodu v květnu.

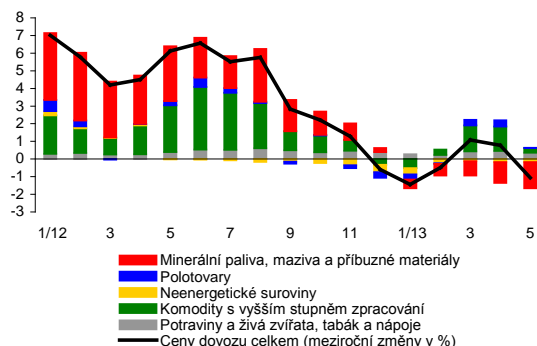
Také dovozní ceny **neenergetických surovin** setrvaly v dubnu a květnu 2013 v poklesu, který je pozorován již rok. Ten se navíc opět prohloubil (v květnu na -5,7 %). Dovozní ceny **polotovarů** v březnu obnovily svůj meziroční růst, který v dubnu zejména vlivem působení oslabeného měnového kurzu

¹⁰ Kurz CZK/USD v dubnu 2013 meziročně oslabil (o 5,2 %), v květnu pak oslabil pouze nepatrně (o 0,6 %).

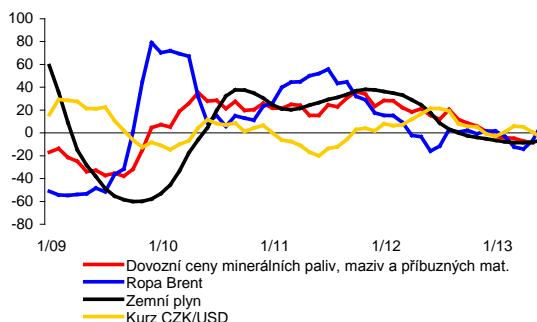
Graf III.2.1 Dovozní ceny a ceny výrobců
Vývoj dovozních cen i cen průmyslových výrobců byl ve druhém čtvrtletí 2013 utlumený, růst cen zemědělských výrobců zpomaloval (meziroční změny v %)



Graf III.2.2 Dovozní ceny
Vývoj dovozních cen kolísal kolem nulové hodnoty (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.3 Minerální paliva
Ceny dovážených minerálních paliv a maziv klesaly, zejména vlivem vývoje světových cen ropy a zemního plynu (meziroční změny v %)



mírně zrychlil; v květnu se však opět přiblížil nulové hodnotě (Tab. III.2.1).

Na rozdíl od surovin a polotovarů pokračovaly dovozní ceny **potravin a živých zvířat** ve výrazném meziročním růstu, který v dubnu dosáhl 7,2 %; v květnu se pak zmírnil na 5,5 %. Jejich rychlý meziroční růst byl podpořen slabším měnovým kurzem k euru i dolaru a vývojem cen některých kolísavých položek (zejména zeleniny), zatímco světové ceny hlavních potravinářských komodit již klesaly. Dovozní ceny **chemikálií** a příbuzných výrobků po předchozím již velmi mírném růstu v květnu meziročně klesaly, zejména v souvislosti s poklesem světových cen ropy.

Dovozní ceny **komodit s vyšší přidanou hodnotou**¹¹ pokračovaly i v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2013 v meziročním růstu, který za poslední tři měsíce celkově zesílil (Tab. III.2.1). Při nízké úrovni zahraniční inflace bylo toto zrychlení ovlivněno především meziročním oslabením kurzu CZK/EUR.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Ve druhém čtvrtletí 2013 v souhrnu pokračovalo zpomalování meziročního růstu **cen průmyslových výrobců**, které je patrné od čtvrtého čtvrtletí předchozího roku. Poté, co byl v květnu dosažen nejnižší růst v posledních třech letech (0,3 %), v červnu bylo zaznamenáno mírné zrychlení (na 0,7 %; Graf III.2.4).

Bližší pohled do **struktury růstu cen** naznačuje, že působení protiinflačních faktorů mělo víceméně plošný charakter, což dokládá více než polovina hlavních odvětví s klesajícími cenami a jen malý počet odvětví se zřetelným růstem cen. K nízkému růstu cen průmyslových výrobců přispíval zejména pokračující pokles světových cen energetických surovin a i cen dovážených neenergetických vstupů, zatímco v opačném směru působilo oslabení měnového kurzu a prozatím ještě rychlý růst cen v potravinářském průmyslu. Náklady výrobců současně zvyšoval růst cen energií (Graf III.2.5), zejména elektřiny. Od května klesající ceny výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu zároveň potvrzovaly jejich úzkou souvislost s celkově utlumenou poptávkou a klesajícími cenami většiny hlavních výrobních vstupů.

V návaznosti na zmíněný vývoj dolarových cen ropy a kurzu CZK/USD prohloubily ceny výrobců v **odvětví koksu a rafinérských ropných produktů** svůj meziroční pokles až na

¹¹ Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží. Jejich ceny ovlivňuje zejména kurz CZK/EUR, který v květnu a červnu meziročně oslabil o 2,2 %, resp. 0,5 %.

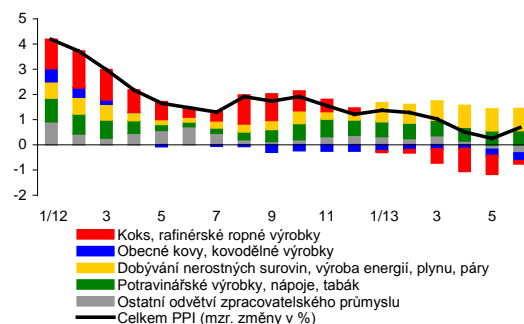
Tab. III.2.1 Struktura vývoje dovozních cen

Dovozní ceny surovin klesaly, zatímco dovozní ceny potravin, komodit s vyšším stupněm zpracování a polotovarů rostly (meziroční změny v %)

	2/13	3/13	4/13	5/13
DOVOZ CELKEM	-0,5	1,1	0,8	-1,1
z toho:				
potraviny a živá zvířata	3,3	6,8	7,2	5,5
nápoje a tabák	8,3	11,1	11,4	9,7
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-7,6	-3,9	-5,4	-5,7
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-4,0	-4,8	-7,0	-8,8
živočišné a rostlinné oleje	1,6	0,0	-4,3	-8,2
chemikálie a příbuzné výrobky	0,3	1,4	0,5	-2,3
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	-0,2	1,7	1,9	0,1
stroje a dopravní prostředky	0,3	2,7	2,8	0,8
průmyslové spotřební zboží	1,0	3,3	3,1	2,2

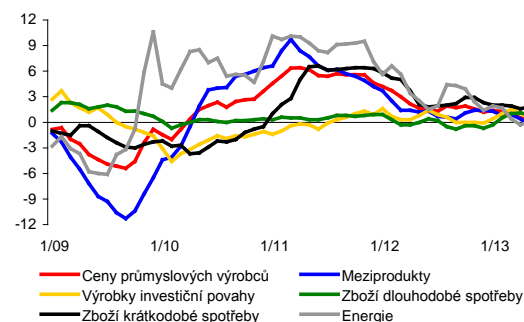
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců

Růst cen průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí 2013 v souhrnu dále zpomalil, rostly především ceny elektřiny a potravin (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin

Klesaly zejména ceny meziproductů, naopak ceny nejvíce rostly u energií a zboží krátkodobé spotřeby (meziroční změny v %)



-8,8 % v květnu; v červnu se pak tento pokles zmírnil na -1,4 %¹² (Graf III.2.4). Ceny výrobců v **odvětví obecných kovů a kovárenských výrobků** se i ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně snižovaly tempem kolem -2 %. V **potravinářském průmyslu** růst cen výrobců zvolnil mírně pod úroveň 4 %, což pravděpodobně souviselo s postupným odezníváním vysokého růstu cen agrárních vstupů rostlinného původu při slabém oživení růstu cen živočišné produkce.

Zřetelný cenový růst vykazuje od počátku roku 2013 také **odvětví elektřiny, plynu a páry a zásobování vodou**, kde ceny výrobců v červnu vzrostly o 3,6 %. Nejrychleji rostly ceny v rámci této skupiny v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami, které od počátku roku 2013 vykazují víceméně stabilní meziroční růst lehce pod 6 %.¹³ V odvětví těžby a dobývání došlo v dubnu letošního roku k obnovení cenového růstu, který se však udržel i v květnu a červnu na nízké úrovni (0,2 % v červnu).

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, meziroční růst cen výrobců postupně zpomaloval a v květnu i červnu dosáhl lehce záporných hodnot (Graf III.2.4). K poklesu cen nebo ke zpomalení jejich růstu došlo ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu. Jen mírný či nepatrný cenový růst vykázala pouze tři odvětví¹⁴.

Meziroční růst cen průmyslových výrobců se v průběhu druhého čtvrtletí 2013 nacházel mírně pod **minulou prognózou**. Tato odchylka byla způsobena nižším než očekávaným růstem cen výrobců v celé řadě odvětví zpracovatelského průmyslu. **Nová prognóza** očekává ve zbylých čtvrtletích letošního roku zhruba stagnaci meziročního růstu cen v průmyslu a jejich postupné zrychlování v roce 2014 na hodnoty okolo 1,5 % (Graf SZ III.2.1). V porovnání se 3. SZ 2013 tak dochází k přehodnocení prognózy cen průmyslových výrobců směrem dolů, a to zejména v roce 2013 a na počátku roku 2014. Toto přehodnocení je z hlediska zpracovatelského průmyslu dáno aktuálně nižší výchozí úrovní domácích cen výrobců a utlumenějším výhledem cen zahraničních výrobců na prognóze, zatímco v opačném směru působí slabší úroveň měnového kurzu vůči euru i dolaru. V letošním roce je nadále předpokládán záporný růst cen výrobců v odvětví těžby a dobývání jako důsledek dlouhodobě klesajících cen uhlí. Růst cen ve skupině elektřina, plyn a voda očekává prognóza v letošním roce na úrovni zhruba 3,8 %, v příštím roce pak zpomalení jejich růstu na 2 %.

¹² Přispěl k tomu zejména meziroční vývoj cen ropy – viz Graf III.2.3.

¹³ V těchto odvětvích jsou cenová ujednání uzavírána zpravidla na jeden rok.

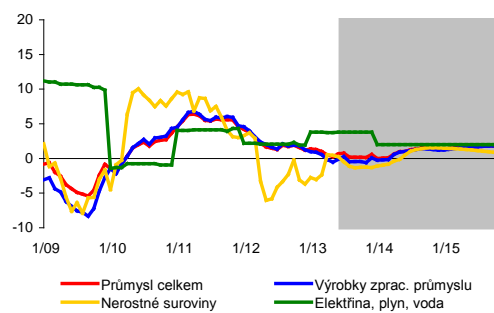
¹⁴ V odvětví nábytek, ostatní výrobky zpracovatelského průmyslu ceny meziročně vzrostly o 1 %, v odvětví stroje a zařízení to bylo o 0,1 % a v odvětví textil, oděvy, usně o 0,2 %.

Graf III.2.6 Ceny kovů a rafinérských výrobků
Ceny v odvětví kovu a rafinérských ropných výrobků i v odvětví kovů a kovárenských výrobků nadále klesaly (meziroční změny v %)



Graf SZ III.2.1 Prognóza cen průmyslových výrobců

Růst cen průmyslových výrobců bude na prognóze pouze velmi pozvolně zrychlovat (meziroční změny v %, vybraná odvětví)



Ceny zemědělských výrobců

Ve druhém čtvrtletí 2013 se meziroční růst **cen zemědělských výrobců** dále zmírnil z vysokých hodnot předchozího čtvrtletí (přesahujících 15 %) na 7,3 % v červnu. Hlavní příčinou bylo výrazné snižování dynamiky růstu cen rostlinné produkce z úrovně kolem 30 % v prvním čtvrtletí 2013 na hodnoty blízké 10 % v závěru druhého čtvrtletí. Naproti tomu u váhově významnější živočišné výroby se ceny po mírném meziročním poklesu vrátily během druhého čtvrtletí k mírnému růstu (o 3,7 % v červnu).

Mezi **hlavní faktory** výrazného zpomalování růstu cen zemědělských výrobců v první polovině letošního roku patří zejména významná změna situace na trzích agrárních komodit rostlinné výroby. Zatímco v roce 2012 byla ve světě i v ČR vykázána jedna z nejnižších sklizní v posledních letech a při zřetelném poklesu zásob došlo k výraznému nárůstu cen, v letošním roce se situace zásadně mění. Důvodem je očekávaná výrazně nadprůměrná letošní úroda, a to zejména v Evropě a v oblasti černomořského regionu a v menší míře též v Severní Americe. Dopad těchto vlivů na ceny zemědělských výrobců v ČR částečně tlumil slabší kurz koruny.

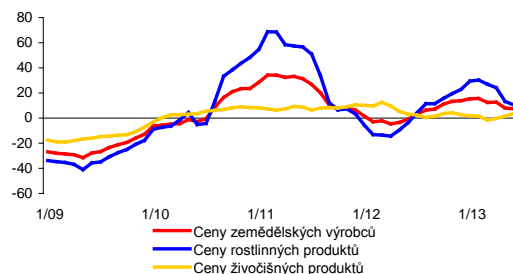
Růst cen zemědělských výrobců byl ve druhém čtvrtletí 2013 v průměru jen nepatrně pod prognózou z 3. SZ. **Nová prognóza** pracuje se slabším nominálním kurzem koruny. Naproti tomu ceny agrárních komodit na světových trzích jsou na prognóze zhruba stabilní, avšak oproti minulé prognóze na zřetelně nižší hladině. K poklesu domácích agrárních cen by měla v průběhu třetího čtvrtletí přispívat i jejich aktuálně vyšší úroveň oproti zahraničí. Jejich meziroční růst tak oproti minulé prognóze překmitne v letošním roce o něco dříve a výrazněji do meziročního poklesu, kde se udrží i po převážnou část roku 2014.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

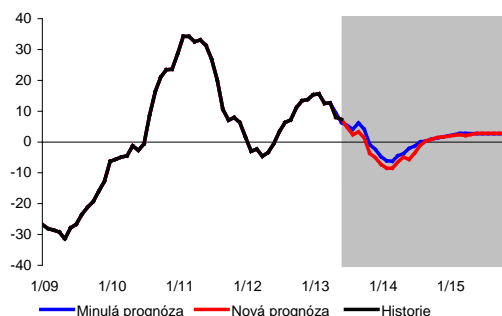
V podmínkách trvající nízké poptávky po stavebních investicích pokračovaly **ceny stavebních prací** v dlouhodobém snižování, které je pozorováno již od roku 2010. V samotném druhém čtvrtletí 2013 se jejich meziroční pokles dále prohloubil (na -1,3 %; Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví se v tomto čtvrtletí rovněž slabě meziročně snížily.

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru v průběhu druhého čtvrtletí 2013 výrazně prohloubily svůj meziroční pokles (oproti březnu 2013 o 2,2 procentního bodu na -2,5 % v červnu; Graf III.2.8). Nejvýrazněji se ceny snížily u telekomunikačních služeb, skladování a pozemní a potrubní dopravy. U většiny ostatních skupin tržních služeb byl zaznamenán mírnější pokles cen či jen slabý meziroční růst nepřesahující 1 %. Pouze u reklamních služeb a průzkumu trhu

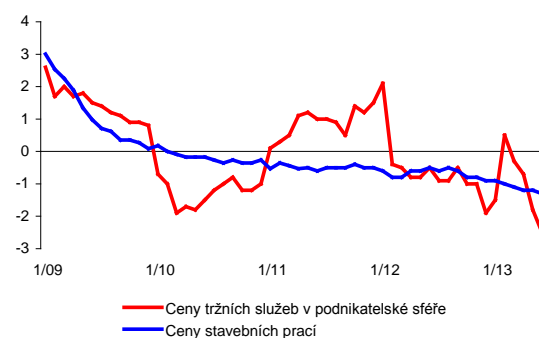
Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců
Růst cen zemědělských výrobců v průběhu druhého čtvrtletí 2013 postupně zpomaloval (meziroční změny v %)



Graf SZ III.2.2 Prognóza CZV
Tempo růstu cen zemědělských výrobců přejde dočasně do záporných hodnot (meziroční změny v %)



Graf III.2.8 Ostatní cenové okruhy
Pokles cen stavebních prací i tržních služeb pro podnikatelskou sféru ve druhém čtvrtletí 2013 zesílil (meziroční změny v %)



a pojištění rostly ceny služeb v červnu výrazněji (o 3,3 %, resp. 2,4 %).

III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

V prvním čtvrtletí 2013 se meziroční pokles reálného hrubého domácího produktu dále prohloubil na -2,4 %.¹⁵ V mezičtvrtletním srovnání se HDP snížil o 1,3 %. Na meziročním poklesu se nejvíce podílela tvorba hrubého kapitálu a v menší míře i spotřeba domácností. Kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity naopak vykazala spotřeba vlády. Čistý vývoz působil při poklesu objemu vývozu i dovozu téměř neutrálně. Na straně nabídky měla kladný příspěvek k dynamice produktu pouze některá odvětví služeb, zatímco ve zpracovatelském průmyslu již třetí čtvrtletí v řadě přidaná hodnota meziročně klesala. Pokračovalo rozevírání odhadované mezery výstupu do záporných hodnot.

III.3.1 Domácí poptávka

V prvním čtvrtletí 2013 se meziroční pokles **domácí poptávky** výrazně prohloubil. Na dosaženém propadu se nejvíce podílela změna stavu zásob (Graf III.3.2). Významný byl také záporný příspěvek fixních investic, zatímco v případě spotřeby domácností byl již nevýrazný. Pouze mírně rostoucí spotřeba vlády působila slabě v opačném směru.

Konečná spotřeba

V prvním čtvrtletí 2013 setrvaly **výdaje domácností na konečnou spotřebu** v meziročním poklesu, pozorovaném od počátku předechozího roku v souvislosti s probíhající fiskální konsolidací, pozvolna rostoucí nezaměstnaností a nejistotami o budoucím ekonomickém vývoji. Jeho intenzita se ale zřetelně snížila (meziročně na -0,5 %; Graf III.3.3) a mezičtvrtletně se spotřeba domácností zvýšila o 1,7 %. Meziročně se nadále snižovaly výdaje na většinu spotřebních statků a na služby, avšak nákupy statků dlouhodobé spotřeby po dlouhé době vzrostly (Graf III.3.5).

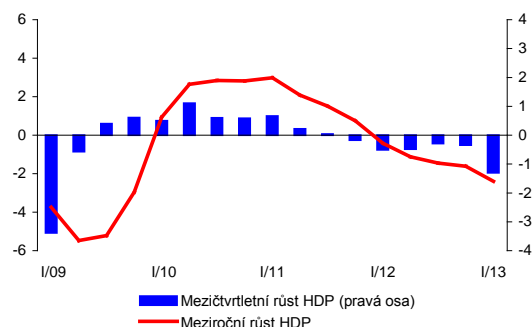
Fiskální konsolidace a útlum na trhu práce významně ovlivňovaly vývoj disponibilního důchodu domácností. Po mírném nárůstu v závěru roku 2012 se **nominální hrubý disponibilní důchod**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, v prvním čtvrtletí 2013 meziročně snížil (o 1,8 %). Pokles jeho **reálné kupní síly**¹⁶ pak vlivem meziroční inflace dosáhl -2,8 % (Graf III.3.3).

¹⁵ Hodnocení výdajů i zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů čtvrtletních národních účtů revidovaných podle publikace ročních národních účtů za roky 2010-2012.

¹⁶ Měřeno deflátorem spotřeby domácností.

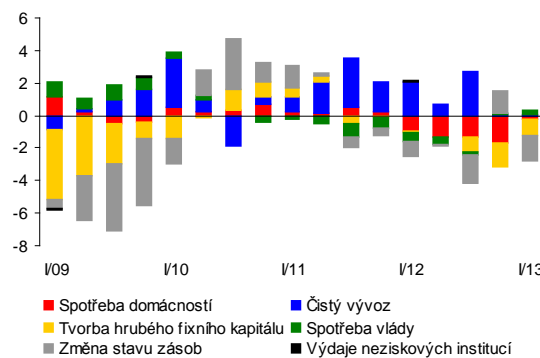
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt

Pokles HDP se v prvním čtvrtletí 2013 dále prohloubil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



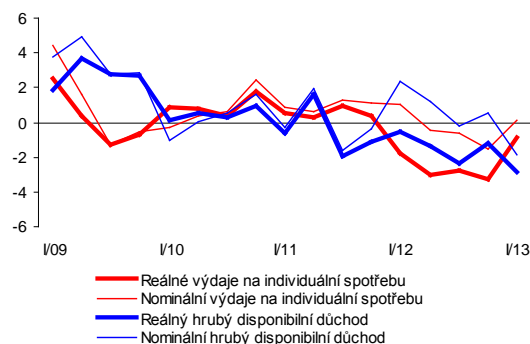
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP

Slabě kladný příspěvek spotřeby vlády a čistého vývozu k vývoji HDP byl převážen poklesem ostatních složek domácí poptávky (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu

Pokles reálných výdajů domácností se zřetelně zmírnil (meziroční změny v %)



Pohled do **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu ukazuje, že k jeho meziročnímu poklesu v prvním čtvrtletí 2013 přispěla v podmínkách slábnoucí ekonomické aktivity většina jeho složek. Především to byly mzdy a platy, jejichž meziroční vývoj ovlivnil na přelomu let 2012 a 2013 také časový posun výplat mimořádných odměn v některých odvětvích za předchozí rok již do čtvrtého čtvrtletí 2012 z důvodu tzv. daňové optimalizace¹⁷ (Graf III.3.4). Meziročně klesaly i váhově poměrně významné příjmy podnikatelů a ostatní transfery. Pouze příjmy ze sociálních dávek (bez naturálních transferů) pokračovaly v růstu, avšak mírnějším tempem než v předchozím čtvrtletí.

Při prohloubení poklesu nominálního hrubého disponibilního důchodu v prvním čtvrtletí 2013 se meziroční stagnace spotřebních výdajů odrazila ve snížení **míry úspor** domácností z loňských nadprůměrných hodnot (na 10,1 %; viz kapitola II.2).¹⁸ Podrobněji se vývojem sklonu domácností ke spotřebě a úsporám dle jednotlivých příjmových skupin v roce 2012 zabývá BOX 1.

BOX 1

Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012

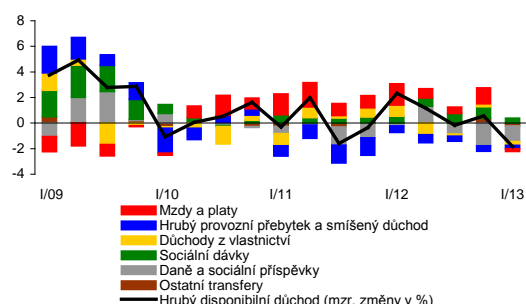
Reálná spotřeba domácností se meziročně již více než rok snižuje, i když se tento pokles na začátku letošního roku zmírnil a spotřeba se v mezičtvrtletním vyjádření zvýšila. Míra hrubých úspor se při poklesu nominálního disponibilního důchodu v roce 2012 pohybovala nad svým dlouhodobým průměrem. Tento box se zaměřuje na analýzu chování jednotlivých příjmových skupin domácností v oblasti spotřeby, úspor a dluhu, a to s využitím nejnovějších údajů za rok 2012.

V roce 2012 **spotřeba** v nominálním vyjádření klesala u většiny příjmových skupin domácností. Přitom se spotřeba snižovala nejvýrazněji u domácností s nejvyššími příjmy (Graf 1)¹⁹, zatímco příjmy této skupiny po předchozím snížení v nominálním i reálném vyjádření vzrostly. Pouze u nízkopříjmových skupin se nominální spotřeba zvýšila.

Ve srovnání s předkrizovým obdobím klesl poměr spotřeby k příjmům, a to u všech příjmových skupin domácností. Zatímco v roce 2009 reagovaly na zhoršení hospodářské situace opatrnostním chováním ve spotřebě středněpříjmové a nízkopříjmové domácnosti, v roce 2012 to byly zejména domácnosti ve dvou nejvyšších decilech. Oproti předkrizovému období většině skupin středněpříjmových a všem skupinám vysokopříjmových domácností zbyla o něco větší část jejich

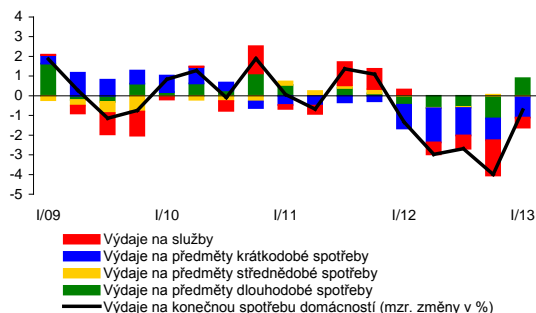
Graf III.3.4 Disponibilní důchod

V prvním čtvrtletí 2013 se nominální hrubý disponibilní důchod meziročně snížil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny)



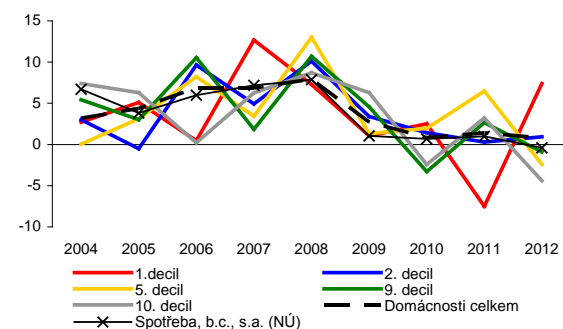
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností

Domácnosti zvýšily výdaje na dlouhodobou spotřebu, výdaje za ostatní statky klesaly (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny)



Graf 1 (BOX) Spotřební výdaje vybraných příjmových skupin domácností

Spotřeba klesala v roce 2012 nejvýrazněji u vysokopříjmových domácností (meziroční změny v %, v nominálním vyjádření)



¹⁷ Blíže viz kapitola III.4 Trh práce.

¹⁸ Mezičtvrtletně se míra úspor snížila o 1 procentní bod, v meziročním srovnání o 0,8 procentního bodu.

¹⁹ Údaje vycházejí z rodinných účtů domácností ČSÚ za rok 2012.

příjmů po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů. **Zatížení** splátkami úvěrů (poměr splátek úroků a jistin k příjmům) přitom vzrostlo, a to téměř u všech skupin domácností (Graf 2).²⁰

Míra peněžních úspor se v roce 2012 zvýšila. Její růst byl však nerovnoměrně rozdělen mezi příjmové skupiny (Graf 3). Zatímco míra úspor u vysokopříjmových domácností byla nejvyšší a dále rostla, u nízkopříjmových byla nejnižší (lehce záporná) a dále klesala. Nejchudší domácnosti použily své nespotřebované příjmy zcela na splátky úvěrů a vklady netvořily. Tyto domácnosti se nejčastěji dostávají do předlužení a jsou vysoce citlivé na ekonomické šoky. Domácnosti v pátém až osmém decilu většinou snížily v roce 2012 čerpání nových úvěrů, zvýšilo se jejich zatížení splátkami úvěrů, ale současně tyto skupiny domácností ve vyšší míře vytvářely úspory.

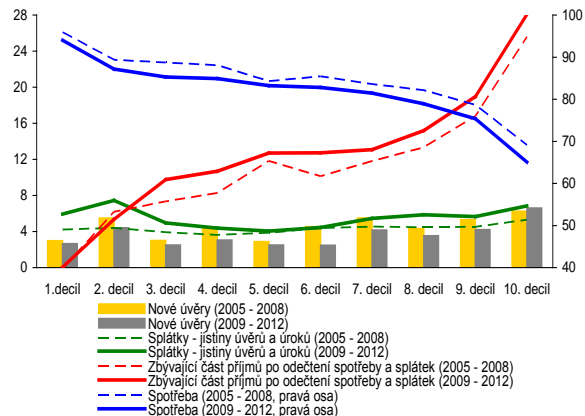
Dluh domácností k hrubému disponibilnímu důchodu dosahuje historicky nejvyšší hodnoty (65 %). Poměr finančních a nefinančních aktiv k příjmům domácností je třikrát, resp. čtyřikrát vyšší než jejich zadlužení, aktiva jsou však nerovnoměrně rozdělena mezi jednotlivé skupiny domácností.

Ze šetření životních podmínek provedeného ČSÚ v první polovině roku 2012 vyplývá, že domácnosti vnímaly svoji **finanční situaci** jako obtížnější než v roce 2011. Zvýšil se podíl domácností, které vycházely s příjmy s obtížemi, a to na 31 %. Současně vzrostl podíl výdajů domácností na bydlení na 18,2 %, přičemž téměř třetina domácností vnímala náklady na bydlení jako velkou zátěž. Celých 44 % domácností si nemohlo dovolit zaplatit neočekávaný výdaj ve výši 9300 Kč. To bylo patrné zejména u nízkopříjmových a středněpříjmových domácností. Rostly i obavy domácností z dalšího zadlužování.²¹

Tvar **Lorenzovy křivky** ukazuje, že v roce 2012 se zvýšila nerovnoměrnost v tvorbě peněžních úspor. Na domácnosti s vyššími než mediánovými příjmy připadalo cca 90 % z celkových úspor a cca 60 % z celkové spotřeby (Graf 4). Tomu odpovídal i vývoj Giniho koeficientu, měřícího míru

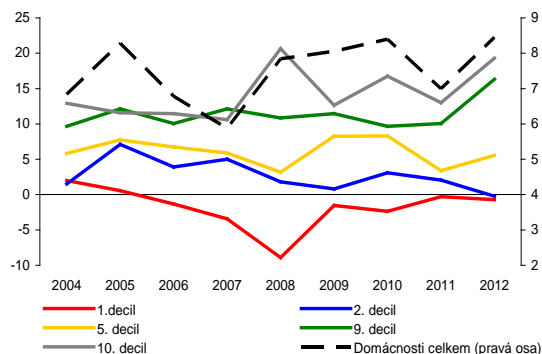
Graf 2 (BOX) Zatížení příjmů domácností spotřebními výdaji a splátkami úvěrů

Ve srovnání s předkrizovým obdobím většinu středněpříjmových a všem vysokopříjmovým domácnostem zbývá o něco větší část příjmů po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů (poměry k čistému peněžnímu příjmu v %)



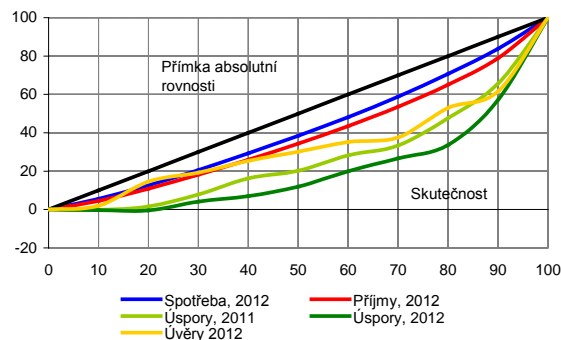
Graf 3 (BOX) Peněžní úspory vybraných příjmových skupin domácností

Vzrostla míra peněžních úspor vysokopříjmových domácností (poměry úspor k čistému peněžnímu příjmu v %)



Graf 4 (BOX) Lorenzova křivka

V roce 2012 se zvýšila nerovnoměrnost v rozdělení peněžních úspor, nerovnoměrnost u nově přijatých úvěrů byla oproti úsporám o něco nižší (v % na obou osách, výpočty ČNB)



Poznámka: Osa x je procentní kumulativní podíl domácností podle příjmů a osa y je procentní kumulativní podíl domácností na příjmech, spotřebě, úsporách a úvěrech.

²⁰ V roce 2012 dosáhl podíl ročního úhrnu spotřeby na příjmech 78 %, splátek úvěrů 6 %, resp. po snížení o získané zdroje z nových úvěrů 3 % (tj. v souhrnu spotřeba a splátky 81 % příjmů) a podíl zbývající části příjmů činil 19 %. Z toho 10 % tvořily ostatní výdaje (např. investiční výdaje na výstavbu či rekonstrukci domu, které jsou obvykle financované úvěry) a 9 % peněžní úspory ve formě různých finančních instrumentů.

²¹ Svědčí o tom snížení podílu domácností s úvěry na celkovém počtu domácností v jednotlivých příjmových skupinách. Hypotéky využívá celkově cca 14 % domácností, nejvíce vysokopříjmové domácnosti (necelá čtvrtina). U spotřebitelských úvěrů je to celkově 16 % domácností, zejména v nízkopříjmové skupině (24 %).

relativní nerovnosti, který se u úspor zvýšil na 0,58 z hodnoty 0,46 v roce 2011.²² V roce 2012 přetrvávala o něco nižší nerovnoměrnost u spotřeby oproti příjmům. Nerovnoměrnost byla patrná i u nových úvěrů – na domácnosti s vyššími než mediánovými příjmy připadá cca 70 % těchto úvěrů, což bylo nepatrně méně než v roce 2011.

Poslední dostupné **předstihové indikátory** naznačují mírné zlepšení vývoje spotřeby domácností v nejbližším období, které však nebude znamenat její zřetelné oživení. Maloobchodní prodej se v květnu meziročně zvýšil o 0,8 %, ²³ avšak jeho nárůst se koncentroval pouze do motoristického segmentu. V nemotoristickém segmentu prodej zboží po poklesu v dubnu v květnu meziročně stagnoval. Vedle toho konjunkturální šetření ČSÚ ukazují, že indikátor spotřebitelské důvěry se během letošního roku trendově zvyšuje, i když se nadále nachází na nízké úrovni (Graf III.3.6).

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** pokračovaly v prvním čtvrtletí 2013 v obnoveném mírném růstu z předchozího čtvrtletí. Oproti čtvrtému čtvrtletí 2012 jejich meziroční dynamika zrychlila o 0,6 procentního bodu na 1,2 %.

Investice

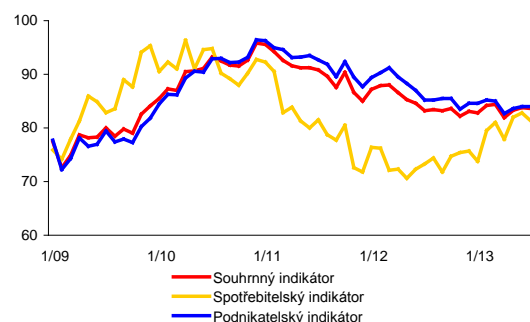
V podmínkách slábnoucí ekonomické aktivity a přetrvávajících značných nejistot podniků a domácností o budoucím vývoji ekonomiky byl vývoj investic v prvním čtvrtletí 2013 nadále utlumený (Graf III.3.7). Podle sezonně očištěných údajů meziroční pokles **fixních investic** v prvním čtvrtletí 2013 dosáhl -4,1 %.

Ve struktuře byly přitom patrné zřetelné změny ve vývoji fixních investic některých sektorů oproti předchozím čtvrtletím. K významné změně došlo zejména v sektoru **nefinančních podniků**, kde se meziroční pokles fixních investic v prvním čtvrtletí 2013 výrazně prohloubil (na -7,7 %). Jejich záporný příspěvek k meziročnímu vývoji celkových fixních investic se tak zvýšil téměř o 5 procentních bodů (Graf III.3.7). Tomu odpovídalo zřetelné prohloubení meziročního poklesu investic do strojů a zařízení (Graf III.3.8). Pokračující oslabování investiční aktivity v sektoru nefinančních podniků lze vidět zejména jako důsledek trvajících nízké poptávky po produkci a z toho plynoucí nízké důvěry podnikatelů.

Také v **sektoru vlády** byla zaznamenána ztuhlá změna meziroční dynamiky fixních investic, avšak opačným směrem než v sektoru nefinančních podniků. Výrazné zmírnění

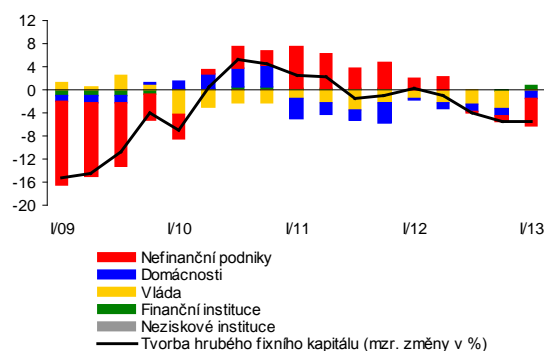
Graf III.3.6 Indikátory důvěry

Důvěra spotřebitelů se trendově zvyšuje, ale stále dosahuje nízkých hodnot (průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



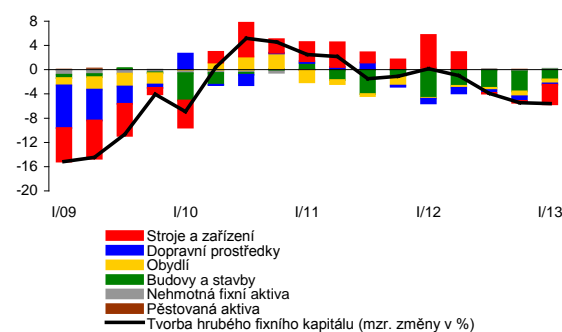
Graf III.3.7 Investice podle sektorů

Investice klesaly ve většině sledovaných sektorů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu

Fixní investice klesaly ve všech skupinách, nejvýrazněji do strojů a zařízení (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



²² Nejvyšší hodnota Giniho koeficientu byla v posledních několika letech zaznamenána v roce 2008, a to ve výši 0,67.

²³ Podle sezonně očištěných údajů.

meziročního poklesu investic (z -20,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012 na -1,2 % v prvním čtvrtletí 2013) však bylo především důsledkem nízké srovnávací základny roku 2012. Fixní investice vlády se totiž v minulém roce dostaly (v absolutním vyjádření) na nízkou úroveň mimo jiné v důsledku problémů při čerpání finančních prostředků z evropských fondů.

V **sektoru domácností** se investice v prvním čtvrtletí 2013 meziročně snížily o 6,6 %. Přispěly k tomu zejména investice do obydlí, jejichž meziroční pokles se však částečně zmírnil (na -4,1 %; Graf III.3.9). Hlavní příčinou trvající nízké poptávky po investicích do bydlení zůstávají nejisté výhledy hospodářského vývoje a nezaměstnanosti. Svědčil o tom i zpomalující růst hypotečních úvěrů, i když se sazby z těchto úvěrů snížily (viz kapitola III.5.2). Vývoj předstihových indikátorů zatím nesignalizuje znatelné oživení investic do bydlení v dalším období, neboť meziroční pokles počtu zahájených bytů se dále prohloubil (na -20,6 %). Zanedbatelně kladný příspěvek k meziroční dynamice celkových investic vykázal pouze sektor **finančních institucí**.

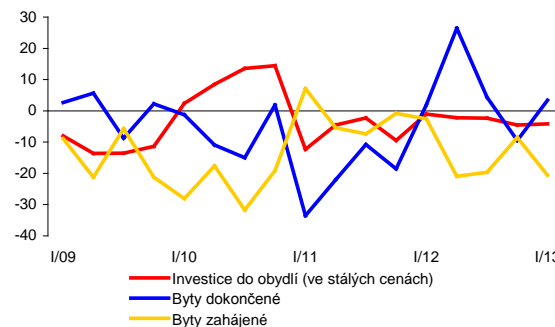
V prvním čtvrtletí 2013 se také výrazně změnila meziroční dynamika **změny stavu zásob** (Graf III.3.2). Opětovný pokles tvorby zásob v tomto čtvrtletí pravděpodobně souvisel s poklesem zásob ve velkoobchodě a v některých odvětvích průmyslu (výroba tabákových výrobků, potravinářský průmysl). Příspěvek změny stavu zásob k vývoji HDP byl tak výrazně záporný (-1,5 procentního bodu). Na základě posledních výsledků konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu nelze vyloučit opětovné doplňování stavu zásob po jejich poklesu v prvním čtvrtletí 2013.²⁴

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

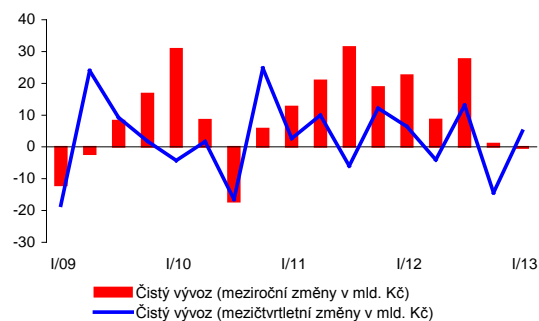
Meziroční růst **čistého vývozu zboží a služeb**²⁵ se v prvním čtvrtletí 2013 po více než dvou letech zastavil. Přebytek čistého vývozu dosáhl 89 mld. Kč a meziročně se nepatrně snížil (o 0,3 mld. Kč). V mezičtvrtletním srovnání se však zvýšil o 5 mld. Kč (Graf III.3.10). Přebytek obchodní bilance se po devíti čtvrtletích meziročního růstu snížil. Jeho pokles byl však téměř vyvážen meziročním růstem přebytku bilance služeb, který se naopak po předchozím zhruba ročním období meziročního poklesu zvýšil. Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu vývoji hrubého domácího produktu se oproti předchozímu čtvrtletí, kdy byl neutrální, nepatrně zvýšil na 0,1 procentního bodu (Graf III.3.2).

K zastavení meziročního růstu čistého vývozu došlo při dalším oslabení dynamiky **obchodního obratu**, které vyústilo po více než třech letech v jeho meziroční pokles. Předstih růstové

Graf III.3.9 Investice do obydlí
Investice do obydlí nadále zřetelně klesaly (meziroční změny v %)



Graf III.3.10 Čistý vývoz
V prvním čtvrtletí 2013 se čistý vývoz meziročně téměř nezměnil (sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



²⁴ Respondenti v saldu očekávají mírné meziroční zvýšení stavu zásob ve druhém čtvrtletí 2013.

²⁵ V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

dynamiky vývozu před dovozem (o 0,4 procentního bodu; Graf III.3.11) se však obnovil, neboť dovoz klesal výrazněji než vývoz. **Celkový vývoz** se meziročně snížil o 2,9 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím jeho dynamika klesla o 5,3 procentního bodu. Pokles vývozu souvisel s přechodem vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů z růstu do slabého poklesu. Pokles celkového vývozu byl přitom spojen s poklesem vývozu zboží, zatímco vývoz služeb zaznamenal pozvolný růst.

Celkový dovoz se meziročně snížil o 3,3 %, což bylo o 5,9 procentního bodu slabší číslo než v předchozím čtvrtletí. Pokles dovozu byl spojen s pokračujícím oslabováním celkové domácí i zahraniční poptávky při vysoké dovozní náročnosti vývozu, což se projevilo zejména ve vývoji dovozu zboží pro mezispotřebu. Ke snížení celkového dovozu přispěl také pokles dovozu služeb.

III.3.3 Nabídka

V prostředí slábnoucí domácí i zahraniční poptávky se v prvním čtvrtletí 2013 meziroční pokles **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách dále prohloubil (na -2,0 %; Graf III.3.12). Působení slabé poptávky se nadále promítalo do výkonů většiny odvětví s rozdílnou intenzitou, kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty zaznamenala jen některá odvětví služeb.

V **průmyslu** byl příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2013 záporný a prohloubil se na -1,1 procentního bodu. Přispěla k tomu ostatní odvětví průmyslu zahrnující odvětví těžby a dobývání a výroby a rozvodu energií. Ve zpracovatelském průmyslu, jehož produkce je ve značné míře směřována na vývoz, se naopak pokles hrubé přidané hodnoty zmírnil (meziročně na -2,2 %; Graf III.3.12).

K dalšímu oslabení meziroční dynamiky hrubé přidané hodnoty v průmyslu došlo při reálném poklesu **průmyslové produkce**, který v prvním čtvrtletí 2013 dále zesílil (Graf III.3.13)²⁶. Ve většině odvětví průmyslu produkce stále klesala.²⁷ Největší vliv na nepříznivý vývoj průmyslové produkce mělo nadále odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů, kde se pokles produkce prohloubil na úroveň dvouciferných hodnot (na -11,9 %). Růst produkce z předchozího čtvrtletí si udržela jen výroba potravinářských výrobků, výroba oděvů a ostatní zpracovatelský průmysl. V prvním čtvrtletí 2013 pak ještě došlo k mírnému oživení růstu produkce v některých dalších váhově méně významných odvětvích.²⁸

²⁶ Podle sezonně očištěných údajů.

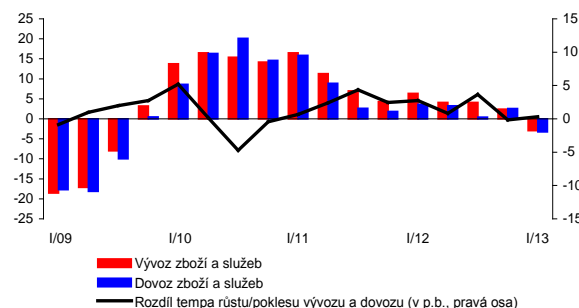
²⁷ Ve zpracovatelském průmyslu klesala reálně produkce u téměř 70 % sledovaných odvětví.

²⁸ Odvětví zpracování dřeva, výroby farmaceutických výrobků a výroba ostatních dopravních prostředků.

Graf III.3.11 Vývoz a dovoz

Obrat zahraničního obchodu se v prvním čtvrtletí 2013 snížil, vývoz však klesal poněkud méně než dovoz

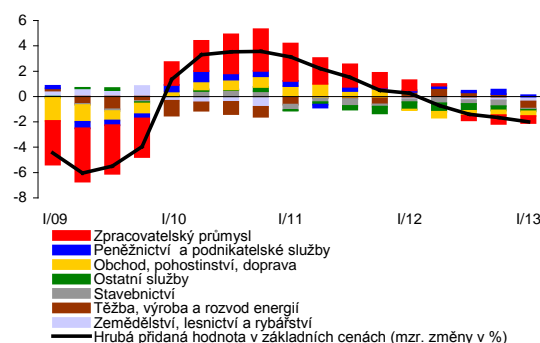
(meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH

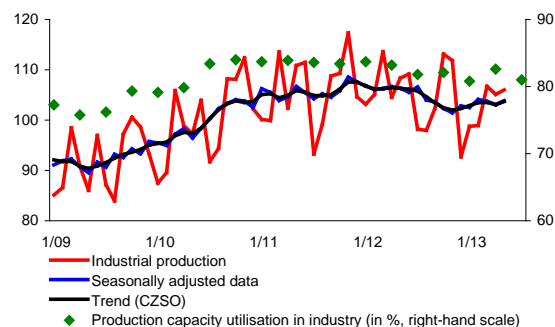
V prvním čtvrtletí 2013 se pokles hrubé přidané hodnoty dále prohloubil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Graf III.3.13 Průmyslová produkce

Sezonně očištěný objem průmyslové produkce ve druhém čtvrtletí 2013 víceméně stagnoval (bazický index, rok 2010 = 100)



Působení nízké domácí i zahraniční poptávky na vývoj produkce v průmyslu se v prvním čtvrtletí 2013 projevilo také v prohloubení poklesu **tržeb** z přímého vývozu (v běžných cenách meziročně na -3,2 %). Pokles domácích tržeb²⁹ byl ještě výraznější, když dosáhl téměř dvojnásobných hodnot.³⁰

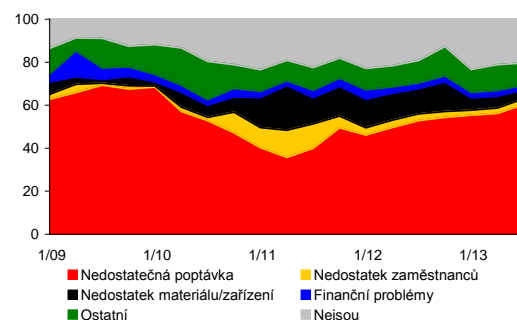
I v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2013 průmyslová produkce podle sezonně očištěných údajů reálně meziročně klesala, i když objem průmyslové výroby zůstal od konce prvního čtvrtletí víceméně nezměněný (Graf III.3.13). Podle červencových výsledků konjunkturního šetření ČSÚ v průmyslu dále zesílil vliv nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu v průmyslu** (Graf III.3.14). **Využití výrobních kapacit se mírně snížilo. Rozkolísaný meziroční vývoj nových průmyslových zakázek**, zejména ze zahraničí, v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2013 rovněž nesignalizuje zřetelné zlepšení podmínek pro vývoj průmyslové produkce v dalším období (Graf III.3.15).

Také příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl již v prvním čtvrtletí 2013 záporný (-0,4 procentního bodu). Za tímto výsledkem stál záporný příspěvek většiny odvětví tržních i netržních služeb, přičemž kladný příspěvek zaznamenalo pouze peněžnictví a pojišťovnictví a ostatní služby. Podle posledních květnových statistik ČSÚ již druhý měsíc v řadě jen mírně rostoucí tržby v maloobchodu zatím nesignalizují znatelné oživení vývoje přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2013.

Vývoj hrubé přidané hodnoty ve **stavebnictví** byl i v prvním čtvrtletí 2013 nepříznivě ovlivňován přetrvávajícím silným útlumem poptávky. Za těchto okolností setrvala hrubá přidaná hodnota v meziročním poklesu (-2,2 %; Graf III.3.12). Přitom meziroční pokles produkce pozemního i inženýrského stavitelství se v tomto období ještě dále prohloubil a dosáhl již dvouciferných hodnot. Také poslední dostupné údaje ČSÚ nesignalizují zlepšení dosavadního trendu, neboť v květnu klesala dvouciferným tempem nejen stavební produkce, ale i počet a orientační hodnota vydaných stavebních povolení.

Z mezinárodního srovnání ekonomického sentimentu je patrné, že jak v ČR, tak v Německu a v EU jako celku došlo v dubnu 2013 ke krátkodobému zhoršení vývoje tohoto indikátoru. V květnu a červnu se však ve sledovaných zemích ekonomický sentiment shodně vrátil na úroveň z konce předchozího čtvrtletí (Graf III.3.16). Nadále se přitom udržel záporný rozdíl mezi ekonomickým sentimentem v ČR a v Evropské unii jako celku.

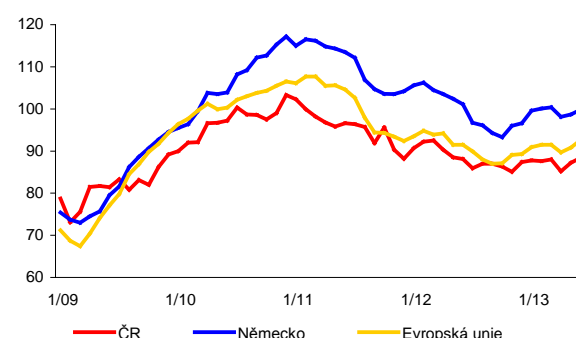
Graf III.3.14 Bariéry růstu v průmyslu
Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se dále zvýšil (v %)



Graf III.3.15 Nové průmyslové zakázky
Vývoj nových průmyslových zakázek byl v dubnu a květnu 2013 značně rozkolísaný (meziroční změny v %)



Graf III.3.16 Ekonomický sentiment
Ekonomický sentiment v ČR, Německu a EU se po dubnovém poklesu opět zlepšoval (dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



²⁹ Do domácích tržeb je také zahrnován nepřímý vývoz realizovaný prostřednictvím neprůmyslových podniků.

³⁰ Zatímco tržby z přímého vývozu klesaly u necelé poloviny odvětví zpracovatelského průmyslu, u domácích tržeb to bylo cca 80 % odvětví.

Obdobný vývoj zaznamenal **souhrnný indikátor důvěry** podle výsledků konjunkturního šetření ČSÚ (Graf III.3.6).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

V prvním čtvrtletí 2013 meziroční tempo růstu potenciálního produktu nepatrně vzrostlo, i nadále se však nacházelo jen lehce nad 1% hranicí. Dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**³¹ tempo růstu potenciálního produktu činilo v poslední době 1,2 %³² (Graf III.3.17). Znatelné prohlubění poklesu ekonomické aktivity vyústilo ve zřetelný propad mezery výstupu až k hodnotě -3,9 % z potenciálního produktu (Graf III.3.18). V letošním roce tato metoda naznačuje mírné zpomalení růstu potenciálního produktu s jeho opětovným oživením na vzdálenějším horizontu prognózy. Mezera výstupu by se při obnovení ekonomického růstu měla pozvolna uzavírat, přičemž k jejímu úplnému uzavření a přechodu do nepatrně kladných hodnot by ale mělo dojít v závěru roku 2015.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce³³ ukazuje na jejich stabilní vývoj v porovnání s předchozím obdobím. Na prognóze ale odhad naznačuje postupné odeznívání jak příspěvku kapitálu, tak i příspěvku zaměstnanosti, zatímco kladný příspěvek produktivity bude pozvolna narůstat. Tento vývoj tak vyústí v poměrně stabilní meziroční dynamiku potenciálního produktu v základní variantě (Graf III.3.19).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³⁴ indikuje ještě o něco nižší tempo růstu potenciálního produktu (0,4 % v prvním čtvrtletí 2013) než výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je tak mírně uzavřenější. Na prognóze HP filtr naznačuje při mírně vyšším tempu růstu potenciálního produktu její o něco dřívější uzavření v roce 2015. **Kalmanův filtr** indikuje v prvním čtvrtletí 2013 setrvání meziročního růstu potenciálního produktu v záporných hodnotách. Na prognóze se však růst potenciálního produktu opětovně obnoví a jeho tempo zrychlí nad úroveň 2 % v roce 2015. V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce indikuje také Kalmanův filtr v současné době mírnější otevření mezery

³¹ Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Zatímco první (základní) varianta pracuje s rovnovážnou zaměstnaností, do druhé varianty vstupuje celková zaměstnanost. Třetí varianta se od základní liší použitím mírně odlišných koeficientů α (podíl práce na HDP). Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient $\lambda = 10000$. Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku.

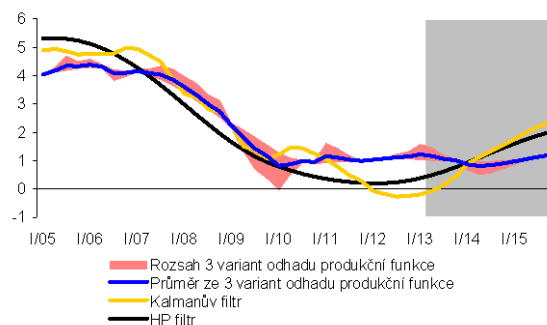
³² Průměry ze tří variant výpočtu.

³³ V její základní variantě

³⁴ V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda = 1600$.

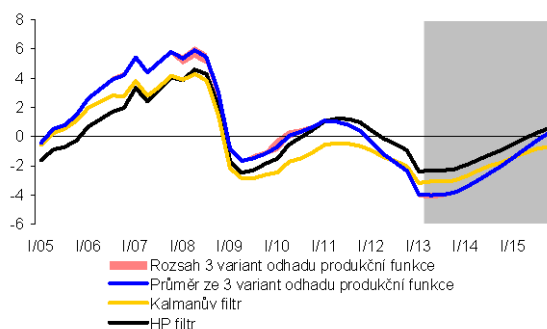
Graf III.3.17 Potenciální produkt

Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce v prvním čtvrtletí 2013 nepatrně vzrostlo (meziroční změny v %)



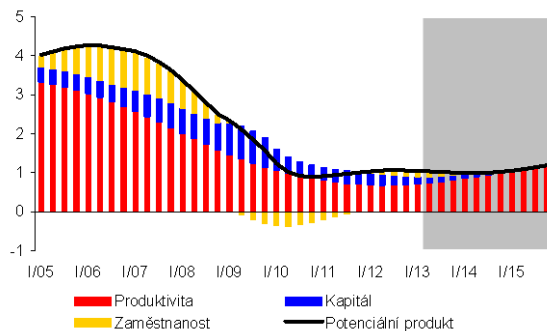
Graf III.3.18 Mezera výstupu

Mezera výstupu se v prvním čtvrtletí 2013 znatelně rozevřela do více záporných hodnot (v % z potenciálního produktu)



Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu

Příspěvek souhrnné produktivity bude i nadále hlavním faktorem růstu potenciálního produktu, který však bude nízký (základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



výstupu, ale zároveň její pomalejší uzavírání na horizontu prognózy.

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i v prvním čtvrtletí 2013 ovlivňován oslabováním ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců sice vzrostly, nicméně při pokračujícím zkracování pracovních úvazků v řadě odvětví v důsledku nízké poptávky počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky dále klesal. Při souběhu rychlejšího růstu pracovní síly než zaměstnanosti se obecná míra nezaměstnanosti meziročně zvýšila. Vzrostl i podíl nezaměstnaných osob. Mírnější pokles průměrné mzdy ve srovnání s propadem národohospodářské produktivity práce vedl k pokračujícímu zvyšování mzdové náročnosti produktu.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

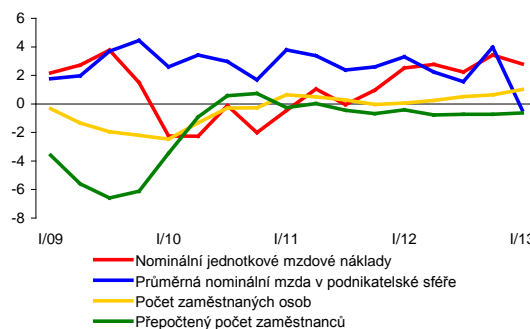
Meziroční růst **zaměstnanosti**³⁵ v prvním čtvrtletí 2013 dále zrychlil (na 1 %; Graf III.4.1) a rovněž v mezičtvrtletním srovnání (po sezonním očištění) se zaměstnanost zvýšila (o 0,4 %). Na pokračujícím zrychlování meziročního růstu zaměstnanosti se podílela skupina zaměstnanců³⁶, jejichž růst zesílil z 0,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012 na 2 %. Počty podnikatelů však již na počátku roku 2013 meziročně klesaly.

Za zřetelným nárůstem počtu zaměstnanců stálo i na počátku roku 2013 zejména častější využívání alternativních forem zaměstnávání v období recese, především v podobě kratších pracovních úvazků. Nasvědčuje tomu trvajícím meziročním pokles **přepočteného počtu zaměstnanců** (Graf III.4.2), který zohledňuje i výši průměrného úvazku zaměstnanců. Tento indikátor, který věrohodněji odráží cyklickou pozici domácí ekonomiky než vývoj zaměstnanosti, se v prvním čtvrtletí 2013 meziročně snížil o 0,6 %. Na tomto poklesu se podílel podnikatelský sektor (zejména v průmyslu a stavebnictví),³⁷ neboť v nepodnikatelské sféře přepočtený počet zaměstnanců po předchozím poklesu opět vzrostl.³⁸

Zkracování pracovních úvazků lze vnímat jako projev obezřetnosti zaměstnavatelů při trvajících značných nejistotách o budoucím vývoji poptávky a současně způsob racionalizace mzdových nákladů při snížené poptávce. Zaměstnavatelé tak současně řeší riziko ztráty stálých kvalifikovaných pracovníků, které by ve fázi oživení případně obtížně hledali.

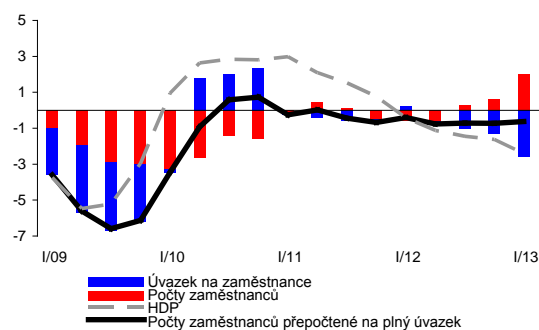
Graf III.4.1 Indikátory trhu práce

Počty zaměstnanců přepočtené na plné pracovní úvazky v prvním čtvrtletí 2013 nadále klesaly (meziroční změny v %)



Graf III.4.2 Přepočtené počty zaměstnanců

Při nízké poptávce zaměstnavatelé nadále zkracovali průměrné pracovní úvazky na zaměstnance (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



³⁵ Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

³⁶ Včetně členů produkčních družstev.

³⁷ V některých tržních službách však přepočtené počty zaměstnanců také klesaly. Týkalo se to odvětví dopravy a skladování, stravování a pohostinství, obchodu a vzdělávání.

³⁸ Snížení přepočteného počtu zaměstnanců se koncentrovalo především do středních (20-100 zaměstnanců) a větších (500-1000 zaměstnanců) podniků.

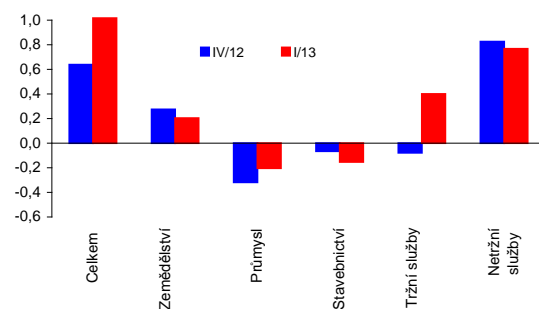
V rámci jednotlivých odvětví se na dosaženém meziročním růstu zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2013 podílel převážně terciární sektor. V jeho rámci to byly především **netržní služby** (Graf III.4.3), kde vzrostly počty zaměstnaných zejména v odvětvích vzdělávání a ostatní činnosti, resp. veřejná správa a obrana. Také v sektoru **tržních služeb** se počty zaměstnaných po předchozím poklesu opět zvýšily. Jejich nárůst se přitom koncentroval především do administrativních a podpůrných činností a do peněžnictví a pojišťovnictví. Podíl zvyšující se zaměstnanosti v **zemědělství** na celkovém růstu zaměstnanosti byl oproti službám nadále méně významný (Graf III.4.3). V ostatních výrobních odvětvích – **průmyslu a stavebnictví** – naopak zaměstnanost v podmínkách trvalého nepříznivého vývoje poptávky v prvním čtvrtletí 2013 nadále klesala. V průmyslu k tomu přispělo zejména snížení počtu zaměstnanců ve zpracovatelském průmyslu. Podle posledních údajů ČSÚ se pokles počtu zaměstnanců v průmyslu v dubnu a květnu 2013 opět prohloubil (na -1,8 % v květnu).³⁹ Ve stavebnictví byl jejich pokles ještě výraznější, když v květnu dosáhl -8,5 %.

Pokračující rychlejší růst pracovní síly⁴⁰ než zaměstnanosti vyústil v meziroční zvýšení **obecné míry nezaměstnanosti**⁴¹ v prvním čtvrtletí 2013 (Graf III.4.4). Mezičtvrtletní nezaměstnanost po sezonním očištění setrvala na hodnotě 7,3 %. Meziroční růst pracovní síly byl především výsledkem rostoucí míry ekonomické aktivity⁴² ve všech věkových skupinách, když celková míra ekonomické aktivity dosáhla historicky nejvyšších hodnot (72,6 % po sezonním očištění). Podle dubnových a květnových údajů sezonně očištěná míra nezaměstnanosti mírně poklesla na 7,2 % a byl zaznamenán další nárůst míry ekonomické aktivity.

V prvním čtvrtletí 2013 pokračoval meziroční i mezičtvrtletní nárůst **podílu nezaměstnaných osob**⁴³. Tento ukazatel se pohyboval mírně nad obecnou mírou nezaměstnanosti (Graf III.4.4). Ve druhém čtvrtletí 2013 se sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob dále zvýšil, a to na hodnotu 7,7 %. To bylo způsobeno jak nárůstem registrovaných nezaměstnaných, tak i pokračujícím poklesem populace v dané věkové skupině.

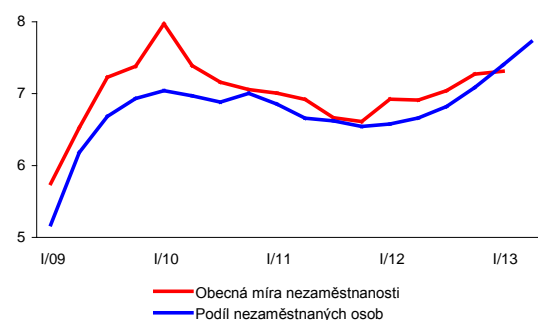
Graf III.4.3 Zaměstnanost podle odvětví

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se nejvíce podílelo odvětví netržních služeb (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



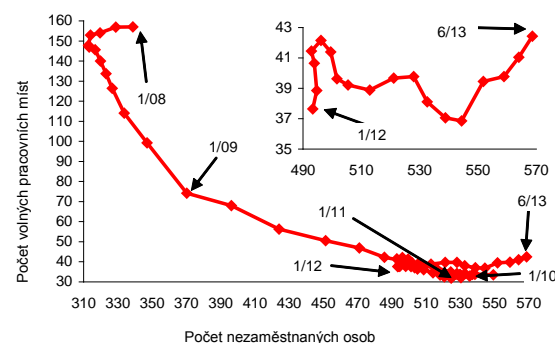
Graf III.4.4 Míra nezaměstnanosti

Podíl nezaměstnaných osob ve druhém čtvrtletí 2013 pokračoval v růstu (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



Graf III.4.5 Beveridgeova křivka

Počet nezaměstnaných osob se dále zvyšuje (sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)



³⁹ Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

⁴⁰ Pracovní síla vzrostla ve všech věkových kategoriích.

⁴¹ Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.

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

⁴³ Podíl nezaměstnaných osob je výsledkem poměru dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15-64 let k populaci stejného věku. Jedná se o nový ukazatel MPSV.

I ve druhém čtvrtletí 2013 pokračoval postupný posun **Beveridgeovy křivky**⁴⁴ zhruba východním směrem, když byl pokračující výrazný nárůst registrovaných uchazečů o zaměstnání doprovázen pouze mírným nárůstem počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Značně rozkolísaný meziroční vývoj **průměrné nominální mzdy**⁴⁵ na přelomu let 2012 a 2013 byl zejména důsledkem jednorázového vlivu, který ovlivnil vývoj mezd v podnikatelské sféře (Tab. III.4.1). V nepodnikatelské sféře byly změny dynamiky průměrné nominální mzdy méně výrazné. Za těchto okolností se průměrná nominální mzda v prvním čtvrtletí 2013 poprvé od roku 2001 celkově meziročně snížila (o 0,4 %). I přes zpomalení meziroční inflace tak **průměrná reálná mzda** klesala v prvním čtvrtletí 2013 výrazněji než v předchozích čtvrtletích⁴⁶ (meziročně o 2,2 %).

Výrazné zrychlení meziročního růstu průměrné nominální mzdy v **podnikatelské sféře** až na 4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012 a její následný pokles o 0,4% v prvním čtvrtletí 2013 byl zejména ovlivněn přesunem výplaty mimořádných odměn za výsledky uplynulého roku v některých odvětvích do čtvrtého čtvrtletí 2012 v důsledku tzv. daňové optimalizace.⁴⁷ Týkalo se to odvětví, která obvykle vykazují nejvyšší podíl těchto mimořádných odměn až v prvním čtvrtletí následujícího roku. V důsledku tohoto přesunu se průměrná nominální mzda například v peněžnictví a pojišťovnictví meziročně snížila v prvním čtvrtletí 2013 o výrazných 11,1 %. Průměrná nominální mzda však na počátku roku 2013 klesala i ve většině ostatních odvětví, kde byla zřejmá souvislost se slábnoucí produktivitou. Průměrná mzda klesala zejména ve velkých podnicích,⁴⁸ avšak i u malých a středních podniků byl zaznamenán mírnější pokles mezd. Reálná průměrná mzda v podnikatelské sféře se tak v důsledku výrazného poklesu její nominální dynamiky opět meziročně snížila (o 2,2 %).

V **nepodnikatelské sféře** průměrná nominální mzda v prvním čtvrtletí 2013 po předchozím mírném růstu meziročně stagnovala. Za tímto vývojem stálo zvýšení průměrné mzdy v ústředních vládních institucích, které bylo kompenzováno snížením průměrné mzdy v místních vládních institucích. Vlivem zpomalení nominálního růstu mezd při mírnějším

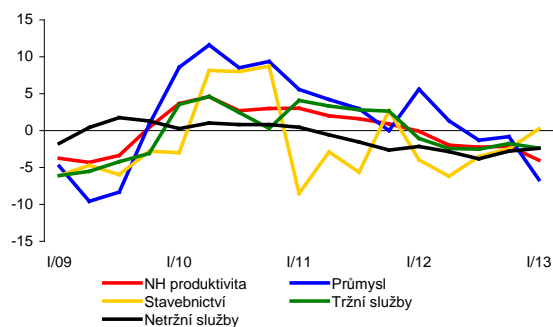
Tab. III.4.1 Mzdy, produktivita, NJMN

Průměrné nominální mzdy se v prvním čtvrtletí 2013 mírně snížily, částečně vlivem časového přesunu výplaty odměn (meziroční změny v %)

	II/12	III/12	IV/12	I/13
Průměrná mzda v ČR				
nominální	2,2	1,7	3,5	-0,4
reálná	-1,2	-1,5	0,7	-2,2
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	2,2	1,6	4,0	-0,4
reálná	-1,2	-1,6	1,2	-2,2
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	2,2	2,3	1,2	0,0
reálná	-1,2	-1,0	-1,6	-1,8
NHPP	-2,0	-2,2	-2,1	-4,0
NJMN	2,8	2,2	3,4	2,8

Graf III.4.6 Vývoj produktivity v NH

Národohospodářská produktivita klesala ve většině sledovaných odvětví, zejména v průmyslu (meziroční změny v %)



⁴⁴ 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.

⁴⁵ Jde o průměrnou hrubou mzdu na přepočtené počty zaměstnanců.

⁴⁶ S výjimkou čtvrtého čtvrtletí 2012, kdy průměrná reálná mzda dočasně vzrostla.

⁴⁷ Od 1.1.2013 došlo ke 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.

⁴⁸ Mezi velké podniky patří podniky s více než 1 000 zaměstnanci.

snížení inflace se reálný pokles průměrné reálné mzdy v nepodnikatelské sféře meziročně prohloubil (na -1,8 %; Tab. III.4.1).

Výrazné prohloubení poklesu reálného hrubého domácího produktu, doprovázené nárůstem zaměstnanosti, se projevilo v dalším zesílení poklesu **národohospodářské produktivity práce**⁴⁹ v prvním čtvrtletí 2013 (meziročně na -4 %; Graf III.4.6). Přispěl k tomu nejvíce průmysl, kde byl jen mírný pokles produktivity ve čtvrtém čtvrtletí 2012 vystředán výrazným meziročním propadem (o 6,6 %). Příčinou zesíleného poklesu produktivity bylo zřetelné prohloubení propadu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2013, doprovázené pomalejším přizpůsobením zaměstnanosti. **Hodinová produktivita práce**, která vzhledem k využívaným přizpůsobovacím mechanismům lépe vyjadřuje skutečný vývoj produktivity, však v prvním čtvrtletí 2013 meziročně vzrostla (Graf III.4.7). Vyšší produktivitu zaznamenaly s výjimkou průmyslu všechny sledované sektory.

Výraznější snížení ekonomické aktivity v porovnání s pouze mírným poklesem objemu mezd a platů znamenalo pokračující meziroční růst **mzdové náročnosti produktu**⁵⁰ v prvním čtvrtletí 2013 téměř 3% tempem (Graf III.4.8). I na této veličině se projevily dopady daňové optimalizace, jejíž efekt byl ale téměř vyvážen výrazným prohloubením poklesu ekonomické aktivity. Nejrychleji rostly NJMN v průmyslu, kde byl pokles hrubé přidané hodnoty nejsilnější. Mírněji se zvýšily NJMN v netržních službách, zatímco v tržních službách stagnovaly.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

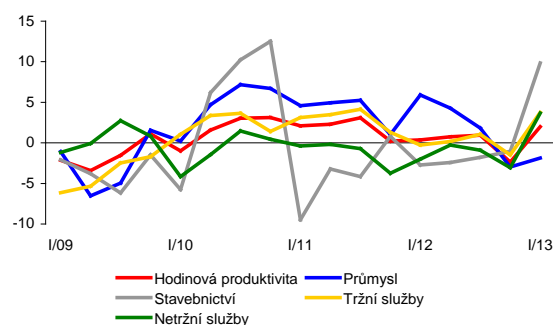
Roční míra růstu peněžního agregátu M2 v průběhu druhého čtvrtletí 2013 dále zpomalila. Přes mírné zvýšení poptávky po úvěrech v některých segmentech úvěrového trhu zpomalila i roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru. To bylo dáno nižším růstem podnikových úvěrů při mírném oživení dynamiky úvěrů domácnostem. Zadluženost domácností ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu dále stoupala, celková finanční aktiva domácností rostla stabilním tempem. Klientské úrokové sazby se u úvěrů nefinančním podnikům slabě zvýšily, u hypoték však dále poklesly na nové historické minimum. Ukazatele hospodaření nefinančních podniků se zhoršily. Přetrvával diferencovaný vývoj nabídkových cen bytů podle regionů, když v Praze tyto ceny meziročně rostly, zatímco ve zbytku ČR klesaly.

⁴⁹ Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

⁵⁰ Výpočet mzdové náročnosti produktu je proveden na sezonně neočištěných datech.

Graf III.4.7 Hodinová produktivita práce

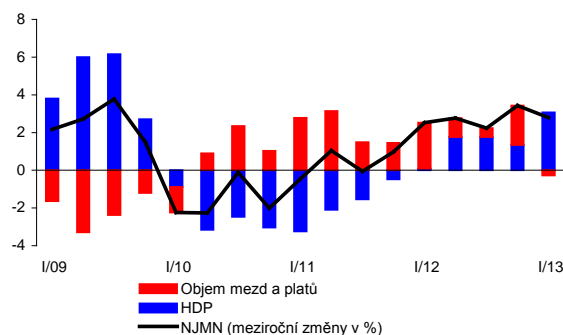
Hodinová produktivita však v prvním čtvrtletí 2013 vzrostla, pouze v průmyslu klesala (meziroční změny v %)



Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu

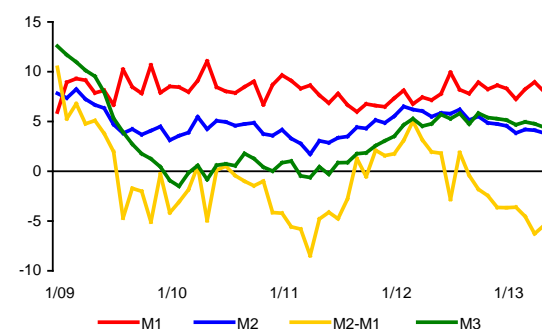
Došlo ke zmírnění růstu NJMN, které však bylo zčásti ovlivněno časovým posunem výplat odměn za rok 2012

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Graf III.5.1 Peněžní agregáty

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 dále zpomalila (roční míry růstu v %)



III.5.1 Peníze

Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** dále zpomalila a v květnu 2013 dosáhla 3,8 % (Graf III.5.1). **Růst M2 je v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí v souladu s minulou prognózou, podle které by se měl v celém čtvrtletí pohybovat v blízkosti 4 %.** Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se rovněž snížila na 4,4 % a byla o jeden a půl procentního bodu vyšší než v eurozóně. Rychlost obrátu peněz v prvním čtvrtletí 2013 zmírnila svůj pokles. Z hlediska zdrojů tvorby peněz se snížila dynamika čistých zahraničních aktiv i domácích úvěrů.

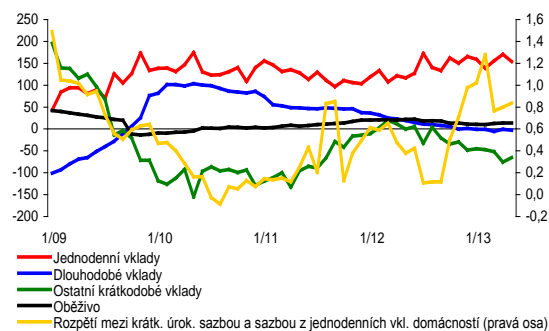
V růstu M2 se nadále projevovala zvýšená **preferenci likvidity**. Dynamika peněžního agregátu M1 kolísala v posledních měsících kolem úrovně 8 %, a to především vlivem růstu jednodenních vkladů. Od počátku letošního roku zrychlila dynamika i u oběživ, což zřejmě souviselo se zmírňováním poklesu spotřeby domácností. Termínované krátkodobé vklady se dále snižovaly v důsledku poklesu vkladů s dohodnutou splatností do dvou let při pozvolném zvyšování vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Pokles dlouhodobých vkladů se stabilizoval vlivem snahy bank o jejich ztraktivnění. Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných a jednodenních vkladů domácností se nepatrně zvýšilo v důsledku poklesu sazeb u druhé uvedené kategorie (Graf III.5.2).

Z hlediska **sektorové struktury** vkladů zahrnutých v M2 se v průběhu druhého čtvrtletí 2013 snížil příspěvek vkladů domácností a nepatrně též nefinančních podniků k růstu M2, zatímco příspěvek vkladů finančních neměnových institucí vzrostl (Graf III.5.3). Roční míra růstu vkladů domácností zpomalila na 3,3 %. To bylo při poklesu reálného disponibilního důchodu ovlivňováno i další emisí státních spořicíků dluhopisů projevující se odlivem vkladů domácností do těchto instrumentů (ve výši 17,5 mld. Kč). Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků se rovněž snížila, a to na 2,1 %. Uvedený vývoj koresponduje s aktuálním poklesem pohotové likvidity podniků.

Podle nové **prognózy** by měla roční míra růstu peněžního agregátu M2 zůstat ve druhé polovině roku 2013 umírněná s tendencí k nepatrnému zpomalování. Její dynamika bude ovlivňována pokračujícím meziročním poklesem reálného HDP při přetrvávající nízké celkové inflaci. Ve třetím čtvrtletí 2013 by se roční míra růstu M2 měla pohybovat v blízkosti 3 % a jen mírně nad touto úrovní by se měl nacházet i průměr pro rok 2013 (3,5 %). V průběhu roku 2014 bude růst M2 vlivem oživení ekonomické aktivity nepatrně zrychlovat, v celoročním vyjádření však M2 poroste tempem pouze okolo 3 %. V blízkosti této úrovně by se měla dynamika M2 pohybovat v průměru i v roce 2015 (Graf SZ III.5.1). Při obnoveném růstu HDP bude rychlost obrátu peněz nejprve zmírňovat svůj pokles a ve druhé polovině prognostického horizontu se začne postupně meziročně zvyšovat. Roční míra růstu vysoce likvidních peněz v nejbližších čtvrtletích zpomalí. Peněžní agregát M1 vzroste

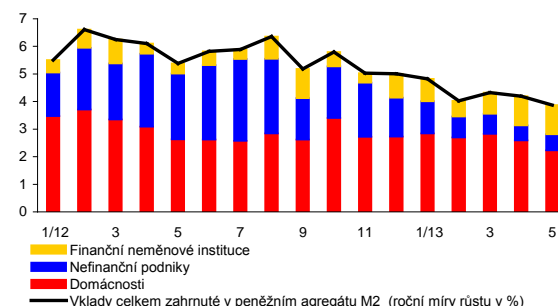
Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb

Preferenci likvidity udržuje růst jednodenních vkladů na vysoké úrovni (roční toky v mld. Kč, rozpětí v procentních bodech)



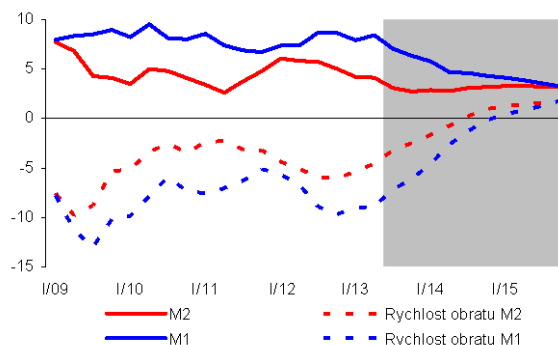
Graf III.5.3 Struktura vkladů peněžního agregátu M2

Ke zpomalení růstu M2 přispívaly vklady domácností a nefinančních podniků, zatímco příspěvek vkladů finančních neměnových institucí vzrostl (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Graf SZ III.5.1 Prognóza M2

Peněžní agregát M2 poroste poměrně stabilním tempem, což při oživení ekonomické aktivity povede nejprve ke zmírnění poklesu a ve druhé polovině prognostického horizontu k meziročnímu zvýšení rychlosti obrátu peněz (roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



v roce 2013 v průměru o cca 7 %, v roce 2014 o zhruba 5 % a v roce 2015 o cca 4 %.

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** v květnu zpomalila na 2,6 %. V tom se projevoval nižší růst podnikových úvěrů vlivem slabé ekonomické aktivity. Dle šetření úvěrových podmínek bank se však poptávka po úvěrech ve druhém čtvrtletí 2013 zvýšila, i když s rozdílnou intenzitou v jednotlivých segmentech úvěrového trhu. Na straně nabídky se úvěrové standardy u části úvěrového trhu zpřísnily (Tab. III.5.1).⁵¹

Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům** v květnu poklesla k nulovým hodnotám (Graf III.5.4). Ke zpomalení dynamiky přispívaly úvěry poskytované většině odvětví a podnikům všech velikostí. Krátkodobé úvěry dále klesaly a míra růstu střednědobých a dlouhodobých úvěrů oslabila. Nově sjednané úvěry se snižovaly. Poptávku po úvěrech dle šetření úvěrových podmínek nadále zvyšovalo financování fúzí a akvizic velkých podniků, nově také restrukturalizace dluhů a financování zásob a provozního kapitálu při výrazně méně plošném poklesu poptávky po úvěrech na financování fixních investic. Celkově u podniků převládá snaha o racionalizaci nákladů a úvěrového zatížení. Úvěrové standardy při schvalování podnikových úvěrů se vlivem přetrvávajícího nepříznivého výhledu celkové ekonomické aktivity a některých odvětví u části úvěrového trhu zpřísnily. U podmínek při poskytování úvěrů banky snížily průměrné marže, což bylo doprovázeno zvýšením požadavku na zajištění úvěrů.

Od roku 2008 se objem celkových úvěrů nejvýrazněji snížil u **velkých podniků** s 250 a více zaměstnanci a v menší míře u středních podniků při nezměněném objemu úvěrů u malých podniků (Graf III.5.5). Nižší poptávka velkých podniků po úvěrech souvisela mimo jiné se zvýšenou emisí dluhopisů jako alternativního zdroje vnějšího financování (viz též část III.5.6). Jednalo se zejména o dlouhodobé dluhopisy. Aktuální údaje ukazují, že na agregované úrovni vzrostla emise podnikových dluhopisů od roku 2008 do prvního čtvrtletí 2013 o 86 %, zatímco celkové úvěry poklesly o 2 %.

Na druhou stranu **malé a střední podniky** mají obvykle omezený přístup k alternativním formám vnějšího financování, a jsou tudíž oproti velkým podnikům obvykle více závislé na bankovních úvěrech. Dle šetření úvěrových podmínek bank se průměrné marže u této skupiny podniků snížily, nicméně úrokové sazby z malých úvěrů poskytovaných obvykle menším podnikům jsou oproti sazbám z velkých úvěrů vyšší. Segment

⁵¹ V eurozóně dle šetření úvěrových podmínek bank pro první čtvrtletí 2013 poptávka po úvěrech klesala; ve druhém čtvrtletí banky v eurozóně očekávají zmírnění jejího poklesu.

Tab. III.5.1 Změny úvěrových podmínek bank
Poptávka po úvěrech se zvýšila, úvěrové standardy se u části úvěrového trhu zpřísnily (čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

	Nabídka			Poptávka
	Úvěrové standardy	Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	Poptávka po úvěrech
Úvěry nefinančním podnikům				
IV/12 ^{a)}	37 (19)	8	1	17 (-6)
I/13 ^{b)}	0 (22)	7	46	23 (-21)
II/13 ^{c)}	17(9)	-36	3	19(-1)
III/13 ^{d)}	(20)			(23)
Úvěry na bydlení				
IV/12 ^{a)}	-28 (-44)	-30	17	21 (24)
I/13 ^{b)}	-6 (-7)	-27	-26	12 (-19)
II/13 ^{c)}	4(-26)	-43	-4	67(17)
III/13 ^{d)}	(-22)			(-7)
Spotřebitelské úvěry				
IV/12 ^{a)}	0 (0)	0	7	51 (7)
I/13 ^{b)}	-1 (2)	23	1	5 (9)
II/13 ^{c)}	26(30)	7	7	69(-7)
III/13 ^{d)}	(0)			(-15)

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.

a) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve třetím čtvrtletí 2012.

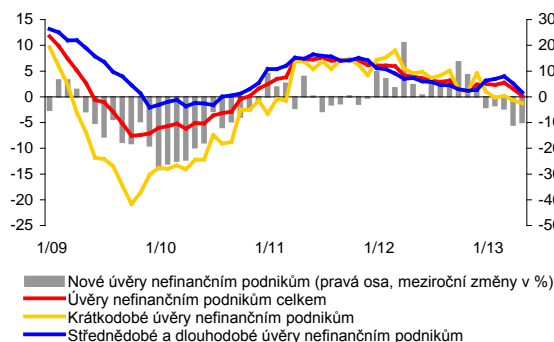
b) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve čtvrtém čtvrtletí 2012.

c) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané v prvním čtvrtletí 2013.

d) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve druhém čtvrtletí 2013.

Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům

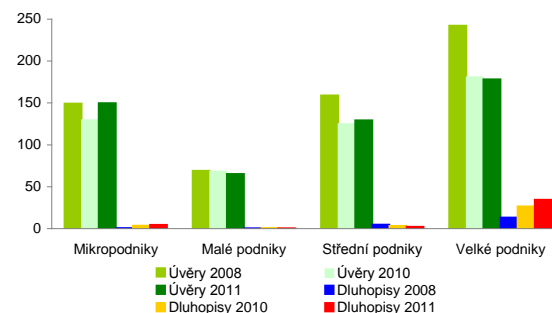
Růst úvěrů nefinančním podnikům poklesl k nule (roční míry růstu %, meziroční změny v %)



Graf III.5.5 Úvěry podle velikosti nefinančních podniků

Zejména u velkých podniků došlo k částečnému přechodu od úvěrového financování k emitování dluhopisů

(objemy v mld. Kč, zdroj: databáze Bach, Bank de France, výpočty ČNB)



Poznámka: Mikropodniky - 0 až 9 zaměstnanců, malé podniky - 10 až 49 zaměstnanců, střední podniky - 50 až 249 zaměstnanců a velké podniky - 250 a více zaměstnanců. Jedná se o výběr 14588 podniků v posledních čtyřech letech.

malých a středních podniků se přitom poměrně významně podílí na tvorbě celkové účetní přidané hodnoty – a to ve výši cca 40 % oproti 60 % u velkých podniků. Ve vztahu k vytvořené účetní přidané hodnotě jsou však malé a střední podniky více zadlužené.⁵²

Poptávka **domácností po úvěrech** mírně oživila. Roční míra růstu těchto úvěrů zrychlila od března 2013 o 0,3 procentního bodu a v květnu dosáhla 4,5 %. K výraznému zvýšení došlo v počtu a objemu nových hypoték a spotřebitelských úvěrů (Graf III.5.6).

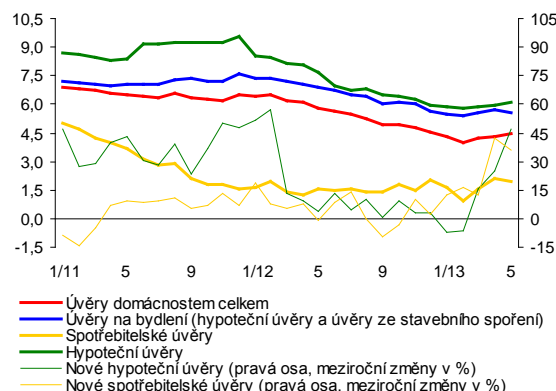
Roční míra růstu **úvěrů na bydlení** se stabilizovala, v její struktuře však mírně zrychlila dynamika hypoték na 6,1 % při prohloubení poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Úvěrové standardy banky výrazněji neměnily a průměrné marže snížily. Počet a objem nových hypoték výrazně vzrostl. Poptávka po úvěrech na bydlení se zvýšila vlivem refinancování starých úvěrů, příznivějšího výhledu týkajícího se trhu rezidenčních nemovitostí a zlepšení spotřebitelské důvěry. Alternativní zdroj Fincentra Hypoindexu ukazuje, že k růstu **počtu nových hypoték** přispívaly hypotéky na nákup nemovitostí, na výstavbu a ostatní hypotéky zahrnující mimo jiné i refinancování (Graf III.5.7). Příspěvek poslední uvedené skupiny byl přitom nejvyšší od roku 2009. Podíl počtu ostatních hypoték má rostoucí trend a aktuálně se pohyboval na úrovni 25 %. Podle údajů Hypoindexu se meziroční růst objemu a počtu nových hypoték v červnu 2013 mírně snížil. Ve třetím čtvrtletí 2013 se úvěrové standardy dle očekávání bank u úvěrů na bydlení uvolní.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** od bank se rovněž mírně zvýšila na 2 % při obnovení růstu spotřebitelských úvěrů čerpaných od nebankovních institucí (6,1 %). Nové spotřebitelské úvěry výrazně vzrostly mimo jiné v důsledku konsolidace starých úvěrů (Graf III.5.6). Poptávka po spotřebitelských úvěrech byla zřejmě ovlivňovaná i zvýšením výdajů na předměty dlouhodobé spotřeby.

Celková **zadluženost domácností** ve vztahu k disponibilnímu důchodu se v prvním čtvrtletí 2013 zvýšila na 59 %, včetně ostatních závazků pak na 65 %. V uvedeném vývoji se projevoval pokles hrubého disponibilního důchodu. Tento pokles se i přes snížení úrokových sazeb odrážel i ve vyšší relativní úrokové zátěži domácností v podobě čistých placených úroků, které se zvýšily na cca 2 % disponibilního důchodu (Graf III.5.8). Poměr dluhu domácností k HDP vzrostl na 33 %. Analýzu chování domácností v oblasti spotřeby, peněžních

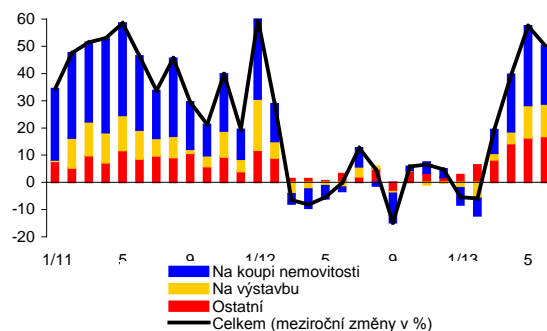
Graf III.5.6 Úvěry domácnostem

Roční míra růstu úvěrů domácnostem se mírně zvýšila (roční míry růstu, meziroční změny v %)



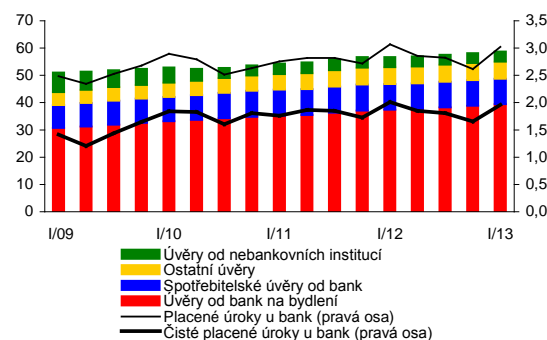
Graf III.5.7 Struktura počtu nových hypoték

Ve druhém čtvrtletí 2013 rostly počty nových hypoték na koupi a výstavbu nemovitosti a počty ostatních hypoték zahrnující též refinancování starých úvěrů (příspěvky v procentních bodech a meziroční změny v %, zdroj: Fincentrum Hypoindex)



Graf III.5.8 Zadluženost domácností

Zadluženost a úrokové zatížení domácností ve vztahu k disponibilnímu důchodu v prvním čtvrtletí 2013 vzrostly (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.

⁵² Poměr úvěrů k účetní přidané hodnotě klesá s velikostí podniků. V roce 2011 dosáhl u mikropodniků 419 %, u malých podniků 49 %, u středních podniků 35 % a u velkých podniků 22 %.

úspor a dluhu zachycuje BOX 1 „Spotřeba, úspory a dluhové zatížení podle jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012“ v kapitole III.3.1.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2013 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulém Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014. Rizika minulých prognóz byla na květnovém zasedání bankovní rady posouzena jako protiinflační, přičemž v tomto směru působil výhled zahraničí, vývoj domácí ekonomiky a nárůst konkurence v oligopolních odvětvích. Tato rizika byla do značné míry zmírňována slabším kurzem koruny. Bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. S účinností od 2. listopadu 2012 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 % (Graf III.5.9). Na červnovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika jako celkově protiinflační, resp. jdoucí ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek ve srovnání s minulou prognózou. Tímto směrem působila nižší domácí inflace. Bankovní rada jednomyslně rozhodla o ponechání základních úrokových sazeb beze změny, zároveň vyhodnotila situaci tak, že se zvyšuje pravděpodobnost zahájení devizových intervencí.

Na svém měnověpolitickém zasedání 1. srpna 2013 bankovní rada rozhodla ... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako

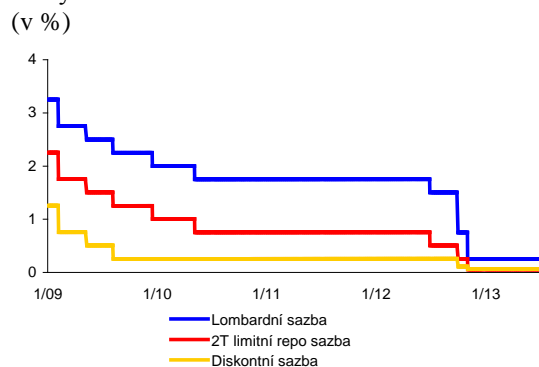
Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu se ve druhém čtvrtletí 2013 nadále udržovaly na rekordně nízkých hodnotách. Důvodem bylo nastavení základních úrokových sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni a komunikace ponechání sazeb na této úrovni po delší dobu. Úrokové sazby PRIBOR stagnovaly ve všech splatnostech (Graf III.5.10). Ke změnám však došlo u derivátových sazeb FRA. Ty se nejprve zhruba v polovině června zvýšily o 0,1 až 0,2 procentního bodu v návaznosti na obdobný vývoj na evropských trzích, na začátku července však částečně korigovaly. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce července tak implikuje očekávanou přibližnou stabilitu uvedených sazeb do konce letošního roku a poté jen lehký nárůst. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje výše než trajektorie úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou (viz kapitola II).

Úrokové sazby s delší splatností na konci dubna dosáhly historicky nejnižší hladiny. Od začátku května však začaly růst v návaznosti na obdobný vývoj v zahraničí. Ten zřejmě souvisel

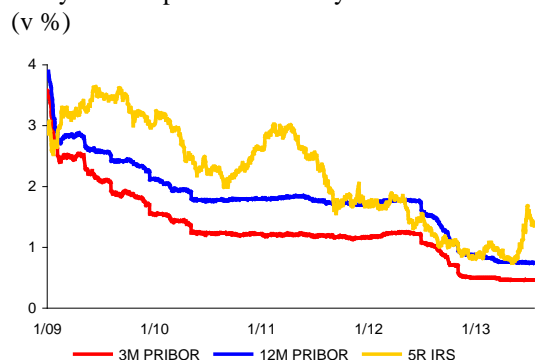
Graf III.5.9 Základní sazby ČNB

ČNB ve druhém čtvrtletí 2013 své základní úrokové sazby nezměnila



Graf III.5.10 Tržní úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly, sazby s delší splatností vzrostly



se spekulacemi ohledně utlumení programu kvantitativního uvolňování v USA⁵³ a se splácením půjček čerpaných finančními institucemi od ECB v rámci programu LTRO. Vliv mohly mít také některé příznivé makroekonomické údaje ukazující na náznaky oživení globálního růstu a výprodej dluhopisů zemí střední a východní Evropy v souvislosti s růstem averze vůči riziku. Během července došlo k částečné korekci, když hlavní centrální banky (Fed, ECB) oznámily, že současnou uvolněnou měnovou politikou zachovají dlouhou dobu. I přesto od začátku května tuzemské sazby IRS vzrostly (Graf III.5.10), a to v jednotlivých splatnostech až o 0,6 procentního bodu.

Průměrná **sazba 3M PRIBOR** za druhé čtvrtletí 2013 dosáhla 0,5 %, tj. byla výše než hodnota předpokládaná minulou prognózou, která by však vyžadovala hypotetický pokles 2T repo sazby mírně do záporných hodnot. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Tato premie měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba se nepatrně snížila, v průměru za druhé čtvrtletí 2013 dosáhla hodnoty 0,4 procentního bodu, a byla tak v souladu s předpoklady minulé prognózy.

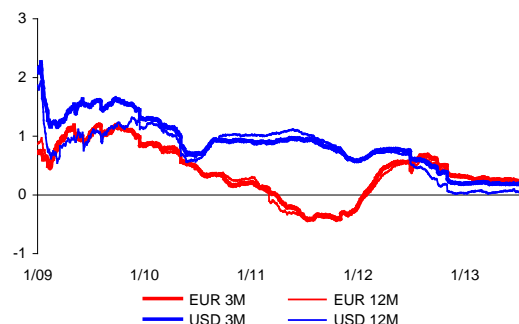
Kladně skloněná **výnosová křivka PRIBOR** se ve druhém čtvrtletí 2013 nezměnila. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR stagnovalo na 0,5 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu druhého čtvrtletí 2013 nejdříve posunovala na mírně nižší hladinu a zároveň se lehce snížil její kladný sklon. Během května se však začala posouvat výše a její sklon značně zestrměl. Průměrné rozpětí 5R-1R činilo v červnu 0,8 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 1,3 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely jen nevýrazné změny sazeb v ČR i na zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se proto téměř neměnily (Graf III.5.11). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve druhém čtvrtletí 2013 činil průměrně 0,3 procentního bodu, stejné hodnoty dosahoval i k 19.7.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku dubna uskutečnilo osm aukcí dluhopisů s pevným kuponem a čtyři aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 35 mld. Kč. Téměř ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 2,6. Ministerstvo financí upisovalo státní dluhopisy s velmi nízkými výnosy, a to i přes nárůst výnosů na sekundárním trhu. Ministerstvo financí také vydalo čtvrtou emisi státních spořicí dluhopisů ve výši 17,5 mld. Kč; výnos činil 1,7 až 3,1 % v závislosti na splatnosti (1,5R až 7R). Výnosová křivka státních

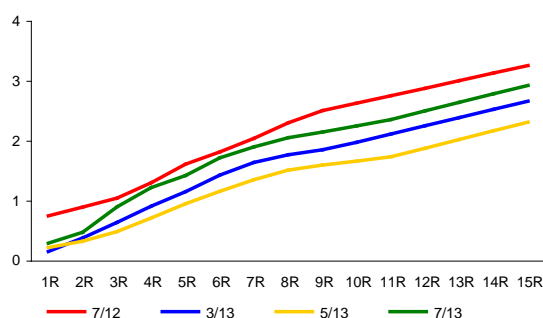
Graf III.5.11 Úrokové diferenciály

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru stagnovaly na nízkých hodnotách (v procentních bodech)



Graf III.5.12 Výnosová křivka státních dluhopisů

Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula oproti předchozím měsícům výše (v %)



⁵³ Blíže viz BOX 2 v kapitole III.7.

dluhopisů se ve druhém čtvrtletí 2013 – podobně jako křivka IRS – nejdříve posunula lehce níže a poté opět výše, převážně vlivem vývoje na zahraničních dluhopisových trzích. Její kladný sklon zůstal přibližně zachován (Graf III.5.12).

Klientské úrokové sazby

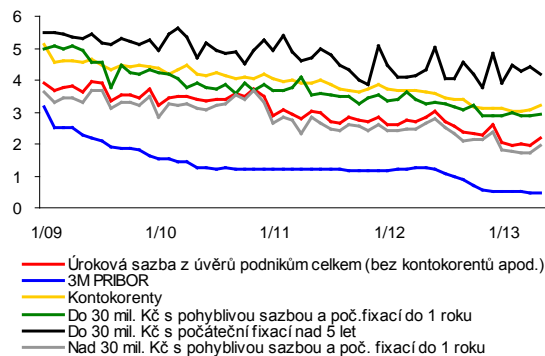
Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2013 vyvíjely diferencovaně. Zatímco u nefinančních podniků se mírně zvýšily, u domácností klesaly. Krátkodobé fixace sazeb u nových úvěrů za oba uvedené sektory stagnovaly či mírně rostly, dlouhodobé se naopak dále snižovaly.

Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům se v průběhu druhého čtvrtletí v průměru mírně zvýšila a v květnu dosáhla 2,2 %. V tom se projevoval růst krátkodobých sazeb, zatímco dlouhodobá sazba z podnikových úvěrů se snížila (Graf III.5.13). Průměrná sazba z malých úvěrů s objemem do 30 mil. Kč dosáhla 3,2 % a z velkých úvěrů mírně vzrostla na 1,9 %. Rozpětí mezi uvedenými sazbami kolísalo lehce nad 1 % a naznačovalo, že úvěrové podmínky u malých úvěrů zůstávají přísnější oproti velkým úvěrům. Při stagnaci 3M PRIBORu se rozpětí mezi krátkodobou sazbou z velkých podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBORu slabě zvýšilo (Graf III.5.15). Obdobně se vyvíjely i sazby v eurozóně, které jsou však aktuálně mírně vyšší oproti sazbám v ČR.

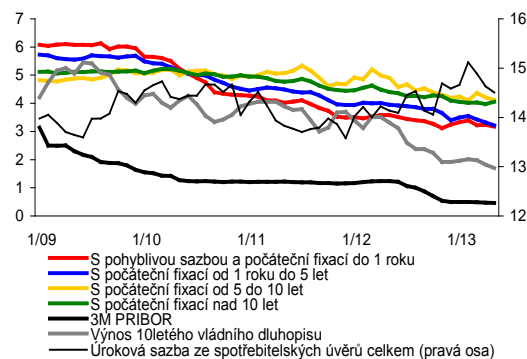
U domácností **úroková sazba z nových úvěrů na bydlení** dále klesala a v květnu dosáhla v průměru 3,4 % (u hypoték 3,1 %). Nejvýrazněji se snížily sazby z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let (3,2 %), které představují tři čtvrtiny všech úvěrů na bydlení a dále sazby s fixací od pěti do deseti let (Graf III.5.14). Sazby z úvěrů na bydlení tak dosáhly svého nového historického minima. Pohyblivá a fixní sazba do jednoho roku stagnovala. Rozpětí mezi krátkodobou a tržní sazbou se po zvýšení v roce 2012 následně v letošním roce stabilizovalo (Graf III.5.15). Obdobně se vyvíjelo i rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu. Marže z nových úvěrů na bydlení se v průměru vlivem snížení sazby z úvěrů při stagnaci sazby z vkladů dále slabě snížila na 2,5 procentního bodu. V červnu 2013 dle Hypoindexu se úroková sazba z nových hypoték jen lehce snížila. V eurozóně úroková sazba z úvěrů na bydlení rovněž klesala a pohybuje se okolo 3 %.

Úroková sazba i sazba RPSN ze spotřebitelských úvěrů po minulém zvyšování následně poklesly na 14,5 %, resp. 15,5 % v květnu (Graf III.5.14). Podle informací bank se však dostupnost těchto úvěrů vlivem zhoršené bonity klientů snížila. Banky zvýšily průměrné marže i marže u rizikovějších úvěrů a naopak snížily neúrokové poplatky. Podíl spotřebitelských úvěrů v selhání přitom vzrostl na 12,5 %, což je nejvyšší úroveň dosažená za posledních několik let. Úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů poklesla na 14,4 %

Graf III.5.13 Úrokové sazby z úvěrů podnikům
Úroková sazba z podnikových úvěrů se mírně zvýšila (nové obchody, v %)

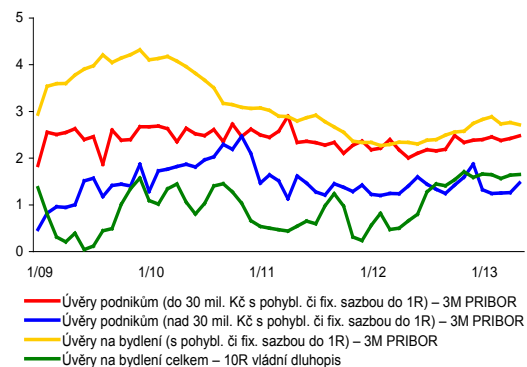


Graf III.5.14 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem
Úrokové sazby z úvěrů domácnostem klesaly, přičemž u bydlení dosáhly historického minima (nové obchody, v %)



Graf III.5.15 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb

Rozpětí mezi krátkodobou sazbou z velkých podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se mírně zvýšilo (v procentních bodech)



a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet stagnovala na úrovni 24,1 %. V eurozóně se úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů pohybuje na nižší úrovni 6 – 8 %.

Úrokové sazby z vkladů domácností a podniků přetrvávaly na nízké úrovni. Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností se dále slabě snížila na 0,5 %, u nefinančních podniků zůstala na úrovni 0,3 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou se vlivem významného podílu vkladů ze stavebního spoření dlouhodobě pohybuje kolem 2 %. Krátkodobá sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností do dvou let se stabilizovala (na úrovni 1,4 %), zatímco dlouhodobá sazba dále rostla (na 2,6 %).

Reálné klientské úrokové sazby⁵⁴ se v průběhu druhého čtvrtletí 2013 mírně zvýšily v souvislosti s růstem nominálních sazeb i poklesem očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů v květnu dosáhly 4,7 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů 0,2 % (Graf III.5.16).

III.5.4 Měnový kurz

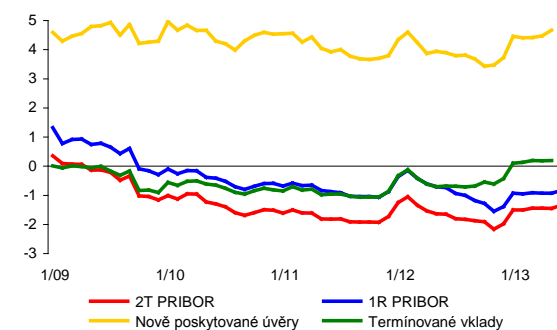
Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve druhém čtvrtletí 2013 hodnoty 25,8 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 2,3 % a mezičtvrtletní oslabení o 1,0 % (Graf III.5.17). Trend oslabování koruny vůči euru byl patrný od poloviny září 2012 až do poloviny letošního května. V tomto období koruna oslabila až o 7,4 % na 26,2 CZK/EUR. Poté došlo k dočasné korekci na 25,6 CZK/EUR. V první polovině července kurz koruny osciloval kolem hodnoty 26 CZK/EUR. V průběhu druhého čtvrtletí 2013 koruna stejně jako ostatní evropské měny na světových finančních trzích poměrně výrazně posilovala vůči neevropským měnám s výjimkou čínského renminbi. V Evropě posilovala vůči měnám konsolidovaných ekonomik jako švýcarský frank, norská a švédská koruna, a ztrácela vedle měn zemí navázaných na euro například i vůči maďarskému forintu a chorvatské kuně.

Hlavními faktory ovlivňujícími kurzový vývoj koruny v evropském kontextu ve druhém čtvrtletí 2013 byla měnová politika ČNB (přetrvávající nastavení měnověpolitických sazeb na velmi nízkých úrovních a komunikace připravenosti intervenovat proti koruně) a poměrně nepříznivé údaje o domácím hospodářském vývoji. K dočasnému posílení koruny v poslední květnové dekádě a na počátku června však došlo i přes zprávy o ještě hlubším hospodářském poklesu, než jaký byl dříve očekáván, a při nezměněné politice ČNB. Pravděpodobným vysvětlením bylo ukončení většího množství „carry trades“ operací a návrat investorů do korun; oslabení vůči koruně o cca 5 % přitom bylo v tomto období patrné u polského

Graf III.5.16 Ex ante reálné sazby

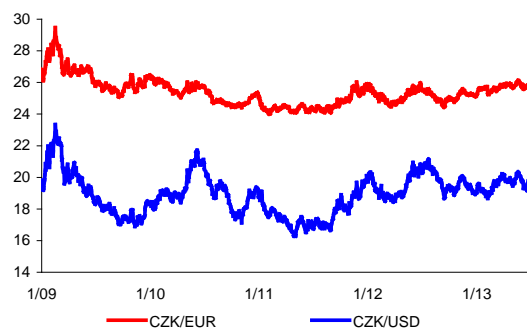
Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů i vkladů se mírně zvýšily

(v %)



Graf III.5.17 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Ve druhém čtvrtletí 2013 koruna vůči euru i dolaru meziročně mírně oslabila



⁵⁴ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

zlatého a maďarského forintu. Posilování evropských měn na světových finančních trzích bylo důsledkem růstu optimismu finančních trhů ohledně budoucího vývoje v Evropě.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve druhém čtvrtletí 2013 činil 19,8 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 0,2 % (a mezičtvrtletní oslabení o 2,1 %). V průběhu tohoto čtvrtletí kurz koruny kolísal v intervalu 19,2 až 20,3 CZK/USD bez známky jasného trendu. Oproti počátku čtvrtletí dolar vůči koruně, podobně jako vůči ostatním evropským měnám, vlivem výše zmíněného optimismu trhů ohledně budoucího vývoje v Evropě velmi mírně oslabil.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

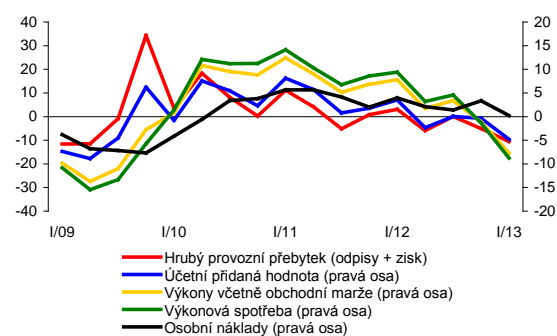
Výsledky finančního hospodaření **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**⁵⁵ v prvním čtvrtletí 2013 korespondovaly s pokračujícím poklesem ekonomické aktivity. Meziroční růst výkonů se zřetelně snížil a tržby překmitly poprvé od roku 2009 do meziročního poklesu (o 6,8 %). Za těchto okolností – i přes výrazné snížení výkonové spotřeby – došlo k prohloubení meziročního poklesu hrubé přidané hodnoty (Graf III.5.18). Rovněž hrubý provozní přebytek se meziročně snížil, i když meziroční růst osobních nákladů se téměř zastavil.

Při rychleji klesající výkonové spotřebě oproti výkonům se **materiálová náročnost výkonů**⁵⁶ v prvním čtvrtletí 2013 dále meziročně snížila (o 0,9 procentního bodu; Tab. III.5.2). Její snížení bylo zaznamenáno zejména v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu a u činností v oblasti nemovitostí. V odvětví těžby a dobývání a v oblasti profesních a vědeckých činností se ale materiálová náročnost výkonů vyvíjela opačným směrem. Ve váhově významném zpracovatelském průmyslu materiálová náročnost výkonů po mírném nárůstu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 v následujícím čtvrtletí meziročně stagnovala.

Mzdová náročnost výkonů⁵⁷ se však v prvním čtvrtletí 2013 dále meziročně zvýšila (Tab. III.5.2). Hlavní příčinou bylo zesílení meziročního poklesu účetní přidané hodnoty v důsledku přetrvávající nízké poptávky, neboť osobní náklady se v meziročním srovnání téměř nezměnily.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci⁵⁸) ukazují v prvním čtvrtletí 2013 obdobný vývoj

Graf III.5.18 Základní ukazatele hospodaření
V prvním čtvrtletí 2013 došlo k dalšímu zhoršení vývoje hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)



Tab. III.5.2 Ukazatele hospodaření podniků
Materiálová náročnost výkonů se dále snížila

	1. čtvrtletí 2012	1. čtvrtletí 2013	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1407.4	1298.6	-7.7
Osobní náklady (mld. Kč)	197.9	198.3	0.2
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1036.6	945.6	-8.8
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	370.8	353.0	-4.8
Tržby (mld. Kč)	1811.1	1688.3	-6.8
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	53.4	56.2	2.8
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	73.7	72.8	-0.9
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	14.1	15.3	1.2
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	26.3	27.2	0.9

^{a)} propočten ČNB

⁵⁵ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2013 téměř 9,3 tisíce nefinančních podniků.

⁵⁶ Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

⁵⁷ Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.

⁵⁸ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2013 téměř 1,7 tisíce nefinančních podniků.

hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků, míra poklesu těchto indikátorů je však ještě o něco výraznější.

Ve výběru 2000 nefinančních podniků s největšími aktivy meziroční růst **výsledku hospodaření před zdaněním** setrval v záporných hodnotách (-5,9 %), zejména v důsledku znatelného meziročního oslabení provozního výsledku hospodaření, a to i přes výrazně pozitivní finanční výsledek hospodaření těchto podniků (v němž mělo kladný vliv ve výši 18 mld. Kč zaúčtování prodeje 100% podílu v dceřiných společnostech čtyř energetických a plynárenských firem).

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Meziroční růst **finančních závazků nefinančních podniků** byl v prvním čtvrtletí 2013 velmi mírný a oproti předchozím dvěma čtvrtletím zpomalil (Graf III.5.19). K růstu finančních závazků již několik čtvrtletí přispívají dluhové cenné papíry (emitované firemní dluhopisy⁵⁹) a téměř zanedbatelně též úvěry. Záporně přispěly kótované akcie (tj. základní kapitál), přičemž se jedná o přecenění hodnoty těchto akcií. Na straně **aktiv nefinančních podniků** se v prvním čtvrtletí nadále zvyšoval podíl hotovosti a vkladů, i když pomaleji než v předchozím období, a vzrostl objem dlouhodobých dluhových cenných papírů vlivem nákupů dluhopisů podniky. Protistranami transakcí byly jak domácí vládní instituce, tak nefinanční podniky samotné.⁶⁰ V posledních několika čtvrtletích tak narůstá nejen podíl emitovaných dluhopisů na financování podniků, ale i ochota podniků držet firemní i vládní dluhopisy ve svých rozvahách. Celková čistá finanční pozice podniků je dlouhodobě záporná a dosahuje -91 % HDP.

Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí ve finančních ukazatelích; pohotová likvidita podniků v prvním čtvrtletí 2013 zpomalila a poměrový ukazatel tržního financování mírně poklesl. Solventnost podniků oproti předchozímu čtvrtletí zůstala téměř nezměněna a nacházela se zhruba na úrovni roku 2011.

⁵⁹ Emise firemních dluhopisů zaznamenaly nárůst zejména koncem roku 2012, kdy bylo daňově výhodné emitovat dluhopisy s nominální hodnotou jedné koruny (platilo do 31.12.2012). Velké množství takto motivovaných emisí se uskutečnilo v závěru roku 2012 a protistranami těchto emisí se staly zejména domácnosti. Objem emise firemních dluhopisů za rok 2012 jako celek byl v důsledku daňového zvýhodnění i zvýšené běžné emisní aktivity dvojnásobný oproti průměru třech předchozích let.

⁶⁰ Zvýšená držba dlouhodobých cenných papírů nefinančními podniky v prvním čtvrtletí 2013 může být způsobena nárůstem počtu emisí dluhopisů koncem roku 2012 s jejich připsáním na majetkové účty vlastníků až v prvním čtvrtletí 2013 (viz předchozí poznámka pod čarou).

Tab. SZ III.5.1 Výsledek hospodaření před zdaněním

Výsledek hospodaření před zdaněním se meziročně snížil

(meziroční změny v %)

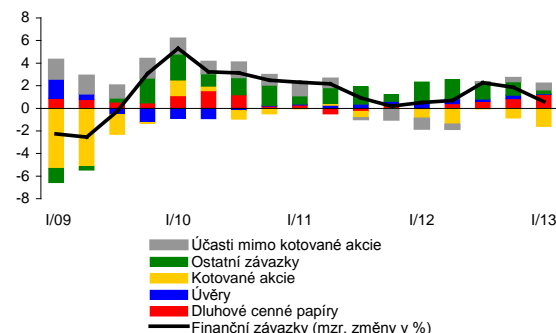
Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	1. čtvrtletí 2012	1. čtvrtletí 2013	Meziroční změny v %
Výsledek hospodaření před zdaněním (mld. Kč) ⁹⁾	99,4	93,5	-5,9
- z toho: provozní výsledek hospodaření (mld. Kč)	99,3	83,0	-16,4
- z toho: finanční výsledek hospodaření (mld. Kč)	-0,4	10,5	-

⁹⁾ propočet ČNB

Graf III.5.19 Finanční závazky nefinančních podniků

Finanční závazky podniků v prvním čtvrtletí 2013 rostly meziročně jen velmi mírně

(meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech)



Domácnosti jsou z finančního hlediska čistými věřiteli v národním hospodářství a jejich čistá finanční pozice dosahuje 71 % HDP. Meziroční růst čistých finančních aktiv v posledních několika čtvrtletích dosahuje téměř 6 %. Rostly všechny složky finančních aktiv, přičemž největší příspěvek měly tradičně oběživo a vklady, dlouhodobé cenné papíry⁶¹ a pojistné rezervy v penzijních fondech. Finanční závazky domácností nadále mírně rostou, jejich růst však oproti předchozím čtvrtletím zvolnil. Dominantní příspěvek (zhruba 3 procentní body) k meziročnímu růstu finančních pasiv měly dlouhodobé půjčky. Meziroční přírůstek čistých finančních aktiv domácností pak dosahuje v posledních čtvrtletích zhruba 7 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.20).

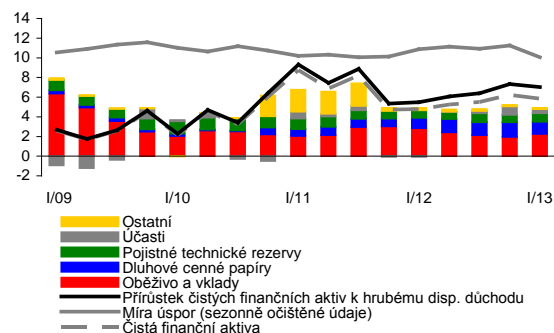
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve druhém čtvrtletí 2013 pokračoval diferencovaný vývoj **nabídkových cen starších bytů** mezi jednotlivými regiony. Zatímco dle ČSÚ nabídkové ceny bytů v Praze meziročně rostly o 2 %, za ČR mimo Prahu klesaly o 2,3 % (Graf III.5.21). Pozorované zpomalení dynamiky nabídkových cen v Praze dle ČSÚ⁶² v roce 2013 znamená narovnání předchozího nesouladu růstu cen z tohoto zdroje s alternativními údaji. Ke konci prvního pololetí 2013 vykazovaly všechny zdroje nabídkových cen pro Prahu podobné růsty (Institut regionálních informací meziroční růst o 2,7 %).

U **realizovaných cen** ČSÚ nově aktualizoval svůj odhad cen vypočtených z údajů **z daňových přiznání** k dani z nemovitosti za rok 2012 (Graf III.5.21). Tyto realizované ceny byly k prvnímu pololetí 2012 revidovány oproti předchozímu odhadu směrem dolů o 6,2 % (v Praze o 1,4 %, mimo Prahu o 8,4 %). Za celý rok 2012 se pak výrazně prohloubil jejich meziroční pokles především za ČR mimo Prahu na 10,7 %, zatímco v Praze klesly o 3,8 %. Údaje ČSÚ o realizovaných cenách **z výběrového šetření** za první čtvrtletí 2013 ukazují na mírnější poklesy cen. V ČR mimo Prahu se realizované ceny meziročně snížily o 6,2 %, v Praze ceny nových bytů klesaly o 1 %. **Realizované ceny bytů podle HB indexu, které využívají údaje přímo od bank a které jsou dostupné pouze za ČR celkem, klesaly v prvním čtvrtletí 2013 stejně jako ceny podle údajů ČSÚ o 3,8 %.** I přes určité známky oživení v Praze vykazuje celorepublikový trh nemovitostí nižší poptávku, což je v souladu

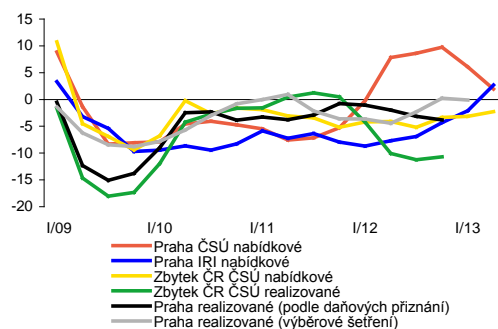
Graf III.5.20 Struktura finančních aktiv domácností

Finanční aktiva domácností rostou stabilním tempem (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



Graf III.5.21 Realizované a nabídkové ceny bytů

Ve druhém čtvrtletí 2013 pokračoval rozdílný vývoj nabídkových cen bytů podle regionů (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



⁶¹ V samotném prvním čtvrtletí 2013 došlo pouze k drobným nákupům dluhopisů domácnostmi (jarní emise spořicíh dluhopisů ovlivní rozvahy domácností až ve druhém čtvrtletí 2013). Ve vyšším meziročním přírůstku stavů cenných papírů se však začátkem letošního roku projevily mimořádně zvýšené nákupy firemních dluhopisů a emise vládních spořicíh dluhopisů v závěru roku loňského.

⁶² Ještě ke konci roku 2012 rostly ceny dle tohoto zdroje téměř 10% tempem.

se zhoršeným makroekonomickým prostředím, situací na trhu práce i s demografickým vývojem.

Rozdílný vývoj trhu mezi Prahou a zbytkem ČR potvrzuje i srovnání **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Zatímco v ČR bez Prahy pokračoval v prvním pololetí 2013 pokles počtu předmětů řízení o vkladu vlastnického práva pro domy a byty o 14,3 % (zdroj ČÚKZ), v Praze tento ukazatel ve stejném období vzrostl o 8,1 %. Pokračuje rovněž oživení poptávky po nových bytech v developerských projektech v Praze, kde se například dle údajů společnosti Ekospol meziročně zvýšil počet prodaných bytů za první pololetí 2013 o 36 %.

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí zůstaly ve druhém čtvrtletí 2013 na nízkých hodnotách (Graf III.5.22). **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) se sice v reakci na nárůst cen v Praze dle IRI mezičtvrtletně zvýšil o 0,8 %, meziročně se však snížil o 2,2 %. **Poměr ceny bytu a mezd** meziročně poklesl o 3,6 % (mezičtvrtletně o 0,1 %) ⁶³, **poměr ceny bytu a disponibilního důchodu domácností** se meziročně snížil o 1,7 %. Všechny tři indexy jsou nadále blízko svých hodnot z období před posledním cenovým nárůstem v letech 2006-2008, takže ukazují na mírné podhodnocení cen nemovitostí. V souvislosti s makroekonomickým výhledem nicméně pro ČR jako celek však lze nadále očekávat spíše stagnaci, případně mírný pokles cen. Vývoj cen bude však i nadále rozdílný podle regionů.

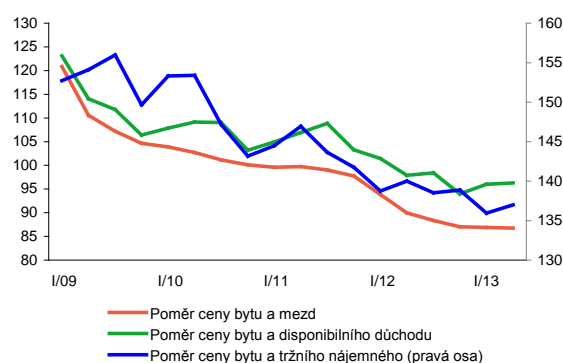
III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním čtvrtletí 2013 byl charakteristický vysoký přebytek výkonové bilance, související zejména s přebytkem obchodní bilance. Jeho dopad do běžného účtu byl nicméně z velké části kompenzován rostoucím schodkem bilance výnosů v důsledku vysokých výnosů z přímých investic – především dividend placených nerezidentům. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyššího přebytku přímé investice, a to zejména v souvislosti s navýšením základního kapitálu podniků pod zahraniční kontrolou v ČR. Jejich přebytek spolu s čistým přílivem portfoliových investic byl však ve velkém rozsahu vyvážen čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným především vývojem toků kapitálu v sektoru podniků.

III.6.1 Běžný účet

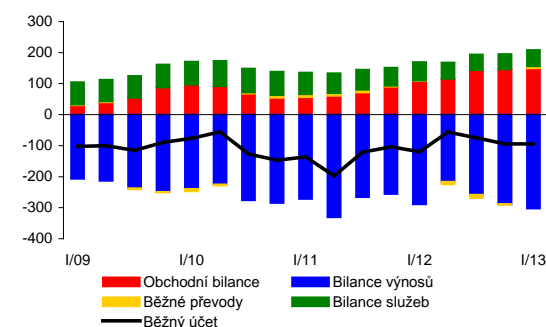
V prvním čtvrtletí 2013 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 16,8 mld. Kč. Po meziročním prohloubení schodku běžného účtu v předchozích dvou čtvrtletích se v prvním čtvrtletí jeho přebytek vlivem protichůdného vývoje bilance výnosů a ostatních tří bilancí meziročně téměř nezměnil.

Graf III.5.22 Ukazatele udržitelnosti cen bytů
Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí jsou blízko svých minimálních hodnot (průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



Graf III.6.1 Běžný účet

Roční klouzavý schodek běžného účtu se v prvním čtvrtletí 2013 téměř nezměnil (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



⁶³ Podíl ceny bytu a mzdy za rok 2012 byl opět revidován směrem dolů zhruba o 7 %, především vzhledem k výše zmíněné revizi odhadu realizovaných cen podle ČSÚ.

Rovněž roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP se ve srovnání s předchozím čtvrtletím nezměnil a setrval na -2,5 %.

Přebytek **obchodní bilance** zaznamenal v prvním čtvrtletí 55 mld. Kč a jeho meziroční zvýšení přesáhlo 3 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispěl v tomto čtvrtletí cenový vývoj, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, který však byl zhruba z poloviny korigován vývojem v reálném vyjádření. Přechod vnější poptávky z meziročního růstu do nepatrného snížení se odrazil ve vývoji nominálního vývozu, jenž překmitl z dosavadního meziročního růstu do poklesu přesahujícího 3 %. Dovoz zboží klesal ještě rychleji (o téměř 4 %). Tento vývoj byl ovlivněn vedle snížení tradičně vysoce dovozně náročného vývozu pokračujícím útlumem celkové domácí poptávky a dále i poklesem cen energetických vstupů. Snižování obchodního obrátu bylo naproti tomu částečně bržděno oslabováním kurzu koruny. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku nejvýrazněji přispělo snížení schodku minerálních paliv. Růst celkového přebytku byl naopak nejvýrazněji tlumen poklesem přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu druhého čtvrtletí 2013 se meziroční růst celkového přebytku výrazně zrychlil a za duben až květen dosáhl téměř 18 mld. Kč.

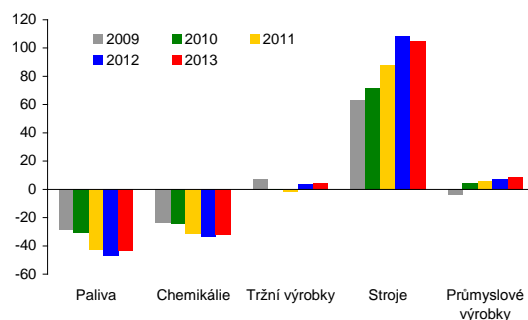
V prvním čtvrtletí 2013 se přebytek **bilance služeb** meziročně mírně zvýšil na 17,4 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se podílel rostoucí přebytek cestovního ruchu a dále přetrvávající přebytek dopravy. Mírné zvýšení přebytku cestovního ruchu souviselo s rychlým růstem příjmů ČR v položce soukromých cest. Ostatní služby zaznamenaly nepatrný schodek, který se ale v důsledku rychlého růstu příjmů meziročně zmínil. K poklesu schodku ostatních služeb přispěl zejména vývoj dílčích bilancí ziskové operace se zbožím a technické služby. Zmírnění schodku ostatních služeb současně i nejvýrazněji ovlivnilo meziroční vývoj celkového přebytku.

Oproti přebytkové výkonové bilanci dosáhla **bilance výnosů** schodku 64,5 mld. Kč, který se meziročně prohloubil o téměř 14 mld. Kč. Rozhodující složku celkové bilance představoval schodek bilance výnosů z přímých investic (-67,5 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a dále s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR. Rovněž meziroční prohloubení celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno zvýšením schodku výnosů z přímých investic, a to v důsledku vyšších vyplacených dividend, zatímco hodnota zisku reinvestovaného v ČR a vyplacených úroků se snížila. Do nepatrného schodku přešly i výnosy z portfoliových investic. Výnosy z ostatních investic a náhrady zaměstnancům skončily naopak mírnými přebytky.

Běžné převody zaznamenaly v prvním čtvrtletí 2013 přebytek 8,9 mld. Kč, který se meziročně o necelých 8 mld. Kč zvýšil. Přebytek vládních převodů dosáhl 13,9 mld. Kč a téměř zcela vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR

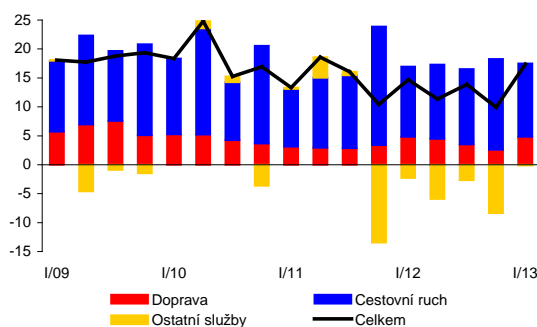
Graf III.6.2 Obchodní bilance

Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním čtvrtletí 2013 nejvýrazněji ovlivněna zmírněním schodku minerálních paliv (roční kumulace v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)



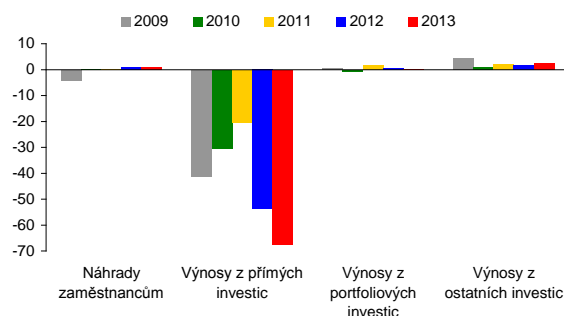
Graf III.6.3 Bilance služeb

K přebytku bilance služeb v prvním čtvrtletí 2013 přispěly opět cestovní ruch a doprava (v mld. Kč)



Graf III.6.4 Bilance výnosů

V rámci bilance výnosů došlo v prvním čtvrtletí 2013 zejména k meziročnímu zvýšení schodku výnosů z přímých investic (kumulace od počátku roku v mld. Kč)



a rozpočtem EU (14 mld. Kč). Částečně byl však korigován schodkem převodů ostatních sektorů. Meziroční růst celkového přebytku souvisel hlavně s vyšším čerpáním příjmů z rozpočtu EU.

III.6.2 Kapitálový účet

Nepatrným přebytkem (0,4 mld. Kč), který se meziročně téměř nezměnil, skončil rovněž **kapitálový účet**. Celkový přebytek byl spojen zejména s čerpáním příjmů z rozpočtu EU ve výši 0,3 mld. Kč.

III.6.3 Finanční účet

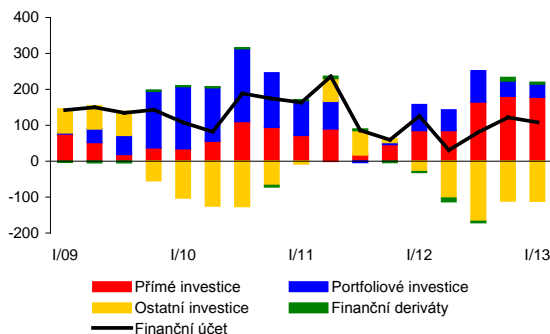
V prvním čtvrtletí 2013 skončil **finanční účet** platební bilance přebytkem 6,5 mld. Kč, souvisejícím zejména s čistým přílivem přímých a dále portfoliových investic (Graf III.6.5). Jejich souhrnný přebytek byl však z velké části kompenzován čistým odlivem ostatních investic.

Přímé investice dosáhly v prvním čtvrtletí 2013 přebytku 28,4 mld. Kč, který se v meziročním srovnání mírně snížil (Graf III.6.6). Celkový hrubý příliv přesáhl 56 mld. Kč a byl v tomto čtvrtletí spojen zejména s navýšením základního kapitálu v důsledku jednorázové operace zahraniční energetické firmy. Významnou součástí hrubého přílivu dále představovala předpokládaná hodnota reinvestovaného zisku. V úvěrových vztazích mezi spřízněnými podniky naopak převážil odliv prostředků do zahraničí, který přispěl ke zmírnění celkového přebytku. Rovněž české přímé investice v zahraničí byly nejvýrazněji ovlivněny odlivem do základního kapitálu, a to v důsledku významné zahraniční akvizice české firmy. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (tj. bez reinvestic) především do výroby a rozvodu elektřiny a plynu. Také odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do odvětví energetiky.

Rovněž **portfoliové investice** zaznamenaly čistý příliv – na rozdíl od předchozího čtvrtletí, kdy skončily čistým odlivem – a to ve výši 18,9 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy vládních dluhopisů a krátkodobých bankovních instrumentů peněžního trhu zahraničními investory. K velmi mírným nákupům nerezidenty došlo i v případě tuzemských akcií. V obchodování tuzemských investorů se zahraničními cennými papíry převážily prodeje vlivem poklesu držby dluhopisů, který byl vyvážen nákupem akcií pouze z poloviny. Meziročně se čistý příliv portfoliových investic zmírnil o více než 6 mld. Kč. Pokles hrubého přílivu na straně pasiv v důsledku absence významné emise vládních dluhopisů na zahraničních trzích v tomto čtvrtletí byl z velké části kompenzován změnou toků na straně aktiv, spojenou se ztrátou zájmu tuzemských investorů o zahraniční dluhopisy.

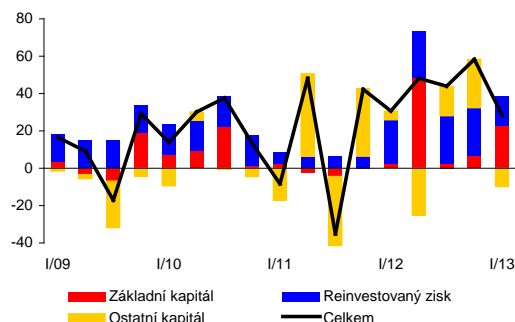
Graf III.6.5 Finanční účet

Roční klouzávý přebytek finančního účtu se v prvním čtvrtletí 2013 zmírnil zejména vlivem poklesu přebytku portfoliových investic (roční klouzávé úhrny v mld. Kč)



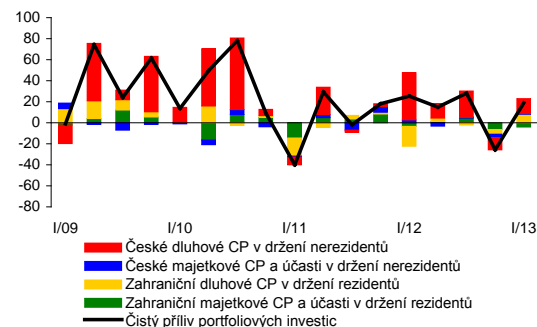
Graf III.6.6 Přímé investice

K přebytku přímých investic v prvním čtvrtletí 2013 nejvýznamněji přispěl čistý příliv investic do základního kapitálu (v mld. Kč)



Graf III.6.7 Portfoliové investice

V prvním čtvrtletí 2013 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu zejména vlivem nákupu tuzemských dluhopisů nerezidenty (v mld. Kč)



Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** vedlo k nepatrnému čistému přílivu (0,1 mld. Kč), který se meziročně snížil o téměř 5 mld. Kč.

U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán čistý odliv zdrojů v rozsahu 41 mld. Kč, který se meziročně téměř nezměnil. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru podniků (-27,3 mld. Kč) v souvislosti se splácením krátkodobých finančních a obchodních úvěrů přijatých ze zahraničí a současným poskytováním úvěrů do zahraničí. Čistý odliv kapitálu, spojený především s růstem dlouhodobých depozit a úvěrů v zahraničí, zaznamenal dále sektor měnových finančních institucí. Mírným schodkem souvisejícím hlavně s navýšením majetkové účasti ČR v EIB skončily i ostatní investice v sektoru vlády.

Ke konci druhého čtvrtletí 2013 dosáhly **devizové rezervy ČNB** 868,3 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní snížení o téměř 25 mld. Kč, ovlivněné zejména záporným saldem transakcí pro klienty ČNB. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve stejném období snížily o 0,7 mld. USD na 43,8 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 45 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci prvního čtvrtletí 2013.

III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

V prvním čtvrtletí 2013 setrvávala ekonomika eurozóny nadále v recesi, i když se její mezičtvrtletní pokles zmírnil, zatímco v USA pokračoval hospodářský růst. Ve druhém čtvrtletí 2013 by se již měl pokles HDP v eurozóně zastavit a v roce 2014 by její ekonomika měla přejít k meziročnímu růstu, ačkoli výrazně slabšímu než v USA. K červnovému růstu spotřebitelských cen v eurozóně i USA přispěly zejména ceny energií, resp. pohonných hmot. Nicméně situace na komoditních trzích je díky uspokojivé nabídce a stále nevýrazné poptávce stabilizovaná a neměla by být v nejbližší budoucnosti zdrojem inflačních tlaků. Odhady růstu spotřebitelských cen za celý rok 2013 se tak snížily zhruba na 1,5 % v eurozóně i USA. Vývoj kurzu eura vůči dolaru byl rozkolísaný z důvodu zvýšené nejistoty ohledně dalšího směřování měnových politik ECB a Fedu.

III.7.1 Eurozóna

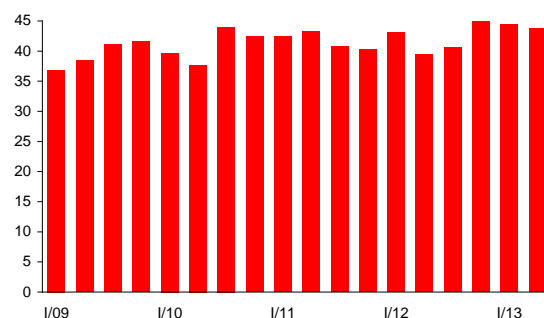
Mezičtvrtletní pokles **HDP eurozóny** se v prvním čtvrtletí 2013 oproti předchozímu období zmírnil o 0,4 procentního bodu na -0,2 %, zejména díky přechodu spotřeby domácností z poklesu k slabému růstu. Meziroční pokles HDP se naopak mírně prohloubil na -1,1 %, když snížení všech složek domácí poptávky bylo jen částečně kompenzováno kladným – avšak snižujícím se – příspěvkem čistého vývozu (Graf III.7.1).

Odhad ekonomického růstu pro druhé čtvrtletí se dle červencového CF oproti dubnovému sice zhoršil, přesto by mělo

Graf III.6.8 Devizové rezervy ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve druhém čtvrtletí 2013 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření mírně snížily

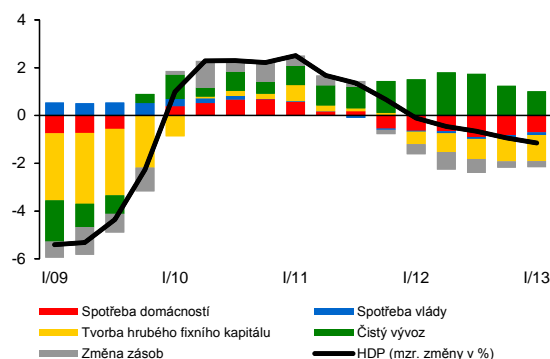
(v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)



Graf III.7.1 HDP v eurozóně

Meziroční pokles HDP daný vývojem všech složek domácí poptávky se v prvním čtvrtletí 2013 dále mírně prohloubil

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



již dojt k zastavení mezičtvrtletního poklesu ekonomiky a ke zmírnění jejího meziročního útlumu na -0,9 %. Tento výhled podporují i údaje z průmyslu a maloobchodu, kde v dubnu a květnu zvolnil jejich pokles oproti prvnímu čtvrtletí. Naopak míra nezaměstnanosti v květnu dále vzrostla o 0,1 procentního bodu na 12,2 % a ve srovnání s předchozím rokem byla téměř o 1 procentní bod vyšší. Ve druhé polovině letošního roku by již HDP měl dle předpovědi CF přejít k mezičtvrtletnímu růstu. Toto očekávání podporuje i vývoj předstihových ukazatelů, které se v květnu a červnu převážně zvýšily. Odhad vývoje HDP za celý rok 2013 byl v červencovém CF oproti dubnovému přehodnocen o 0,2 procentního bodu směrem dolů na -0,6 %, což odpovídá i předpovědím mezinárodních institucí (Graf III.7.2). Pro rok 2014 pak CF předpokládá růst HDP o 0,8 %.

Inflace se v červnu zvýšila o 0,2 procentního bodu na 1,6 % (Graf III.7.3) v důsledku výrazného zvýšení meziročního růstu cen energií. Červencový CF však očekává pro třetí i čtvrté čtvrtletí letošního roku opětovné zpomalení inflace. Odhad průměrného tempa růstu cen pro celý rok 2013 se proti dubnu snížil o 0,2 procentního bodu na 1,5 %.

V květnu letošního roku **ECB snížila svou základní úrokovou sazbu** z 0,75 % (platných od července 2012) na 0,5 % a znovu komunikovala možnost dalších kroků včetně záporných depozitních sazeb. Banka nepředpokládá obnovení inflačních tlaků ani ve střednědobém horizontu, čemuž nasvědčuje též nízký růst peněžní zásoby a klesající objem úvěrů soukromému sektoru. V červenci navíc ECB nově použila tzv. forward guidance, když uvedla, že „Rada guvernérů očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na stávající nebo nižší úrovni po delší dobu“⁶⁴. Podnětem k využití tohoto nástroje byl globální nárůst výnosů vládních dluhopisů poté, co představitelé amerického Fedu naznačili, že by mohlo v dohledné době dojt k omezování nákupu dluhopisů ze strany Fedu (viz BOX 2).

BOX 2

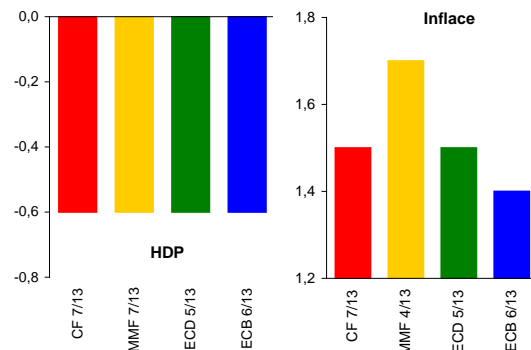
Avizované omezování kvantitativního uvolňování v USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek

Květnové zasedání FOMC a řada vyjádření čelních představitelů americké centrální banky vedly k četným spekulacím o možném brzkém zvolnění tempa nákupu dluhopisů Fedem. To mělo za následek prudký nárůst výnosů dluhopisů ve světovém měřítku, zatímco akciové trhy poklesly a měny rozvíjejících se ekonomik

⁶⁴ Pro některé centrální banky je zveřejňování výhledu úrokových sazeb běžnou praxí. První centrální bankou s pravidelně zveřejňovaným výhledem sazeb se stala v roce 1997 Reserve Bank of New Zealand, kterou následovaly centrální banky Norska, Švédska a ČR. Jako nekonvenční nástroj měnové politiky začal forward guidance používat americký Fed. Současně s ECB začíná nyní využívat tento nástroj i Bank of England.

Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2013

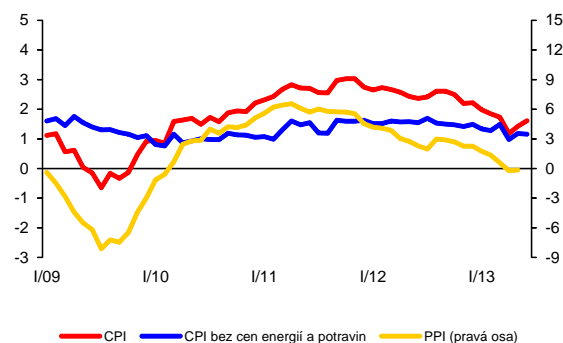
Pro HDP eurozóny je v roce 2013 očekáván pokles o 0,6 %, inflace by se měla pohybovat okolo 1,5 % (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



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

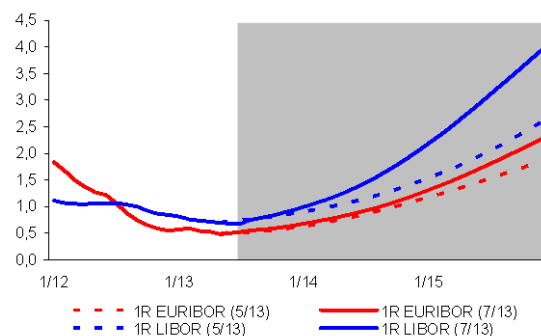
Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 zvýšila, ceny výrobců lehce klesaly (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf 1 (BOX) Vývoj a výhled sazeb EURIBOR a LIBOR

Tržní výhled sazeb se po oznámení omezování kvantitativního uvolňování Fedu posunul výše (v %, měsíční průměry denních dat, zdroj: Datastream a Bloomberg, předpověď z tržních výhledů)



oslabily. Byly přehodnoceny zejména výhledy delších úrokových sazeb, ale v závěru června došlo ke korekci a výnosy dluhopisů opět mírně poklesly. Někteří představitelé Fedu navíc mírnili spekulace s tím, že odklon od kvantitativního uvolňování závisí na dalším výhledu růstu v USA. Přesto implikovaný výhled sazeb EURIBOR i LIBOR s jednoletou splatností zůstává nad trajektorií, kterou trhy očekávaly v květnu, posun je znatelný zejména v případě dolarových sazeb LIBOR (Graf 1). V eurozóně byla korekce výraznější, především v důsledku komunikace ECB po červnovém zasedání. Ta oznámila, že uvolněná měnová politika bude akomodativní tak dlouho, jak bude potřeba, a že klíčové sazby zůstanou na současné nebo nižší úrovni po delší období (tzv. forward guidance). Na tuzemském finančním trhu se tyto faktory také projeví zejména u střednědobých a dlouhodobých sazeb, zatímco výhled krátkodobých sazeb se zvýšil jen lehce.

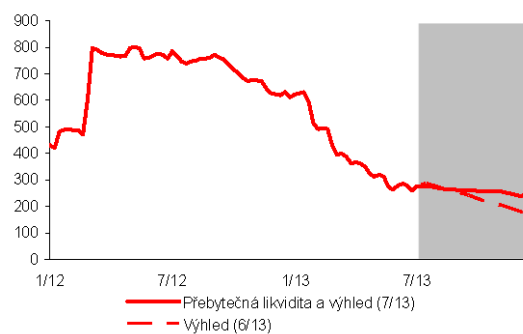
V eurozóně mají na vývoj tržních sazeb vliv také dlouhodobé operace ECB, přičemž objem tříletých půjček a tedy i přebytečná likvidita od ledna 2013 stabilně klesá (Graf 2). Rychlejší pokles přebytečné likvidity v prvním čtvrtletí 2013 byl veden snahou bank předčasně splatit dlouhodobé úvěry, přičemž hlavním důvodem byly nižší potřeba likviditních polštářů a lepší možnosti financování na trhu. V následujících měsících pokles zpomalil a v prvním červencovém týdnu dosahovala přebytečná likvidita výše 275 mld. EUR.

Ještě v červnu 2013 trh očekával pokles přebytečné likvidity pod 200 mld. EUR do konce letošního roku, ale v červenci se výhled posunul mírně nahoru. Hlavním faktorem byla komunikace ECB, že měnová politika zůstane delší dobu uvolněná. Dle odhadu ECB při přebytečné likviditě ve výši 100 až 200 mld. EUR zůstanou tržní sazby jen lehce nad její depozitní sazbou.

Po mezičtvrtletním poklesu o 0,7 % v závěru roku 2012 vykázal v prvním čtvrtletí 2013 **německý HDP** růst o 0,1 %. Jeho vývoj byl příznivě ovlivněn především zvýšenými výdaji domácností na konečnou spotřebu. Příspěvek fixních investic a vládní spotřeby byl v tomto období záporný, vliv čistého exportu na růst HDP byl zanedbatelný. Meziročně HDP poklesl o 0,3 % v důsledku snížení kladného příspěvku čistého vývozu při pokračujícím poklesu investic (Graf III.7.4). Pro druhé čtvrtletí 2013 červencový CF očekává obnovení kladného meziročního ekonomického růstu. Naznačují to i meziroční údaje o průmyslové výrobě za první dva měsíce druhého čtvrtletí, kdy výroba po téměř 2,5% poklesu v prvním čtvrtletí 2013 zaznamenala opět mírný růst. Na druhou stranu tempo růstu maloobchodního obrátu se oproti prvnímu čtvrtletí 2013 poněkud zmírnilo a pohybuje se okolo 0,7 %.

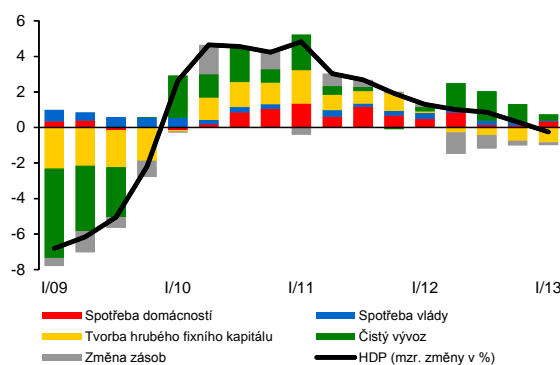
Pro druhou polovinu letošního roku červencový CF předpovídá další mírné zrychlení hospodářského růstu. Jeho zdrojem bude zejména spotřeba domácností, která bude kompenzovat pokles investic a snížení příspěvku čistého

Graf 2 (BOX) Přebytečná likvidita v eurozóně
Pokles přebytečné likvidity byl výrazný v prvním čtvrtletí 2013, do konce letošního roku by jeho tempo mělo zvolnit (v mld. EUR, týdenní údaje, zdroj: Datastream, předpověď na základě EONIA forwardů)



Graf III.7.4 HDP v Německu

V prvním čtvrtletí 2013 HDP meziročně poklesl, když růst čistého vývozu zpomalil a pokles fixních investic zůstal na úrovni z předchozího čtvrtletí (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



vývozu, k němuž dochází hlavně vlivem pokračujícího zpomalování hospodářského vývoje v eurozóně (kam směřuje zhruba polovina německého exportu) a rozvíjejících se ekonomikách (Čína, Indie aj.). Hodnoty většiny předstihových ukazatelů se přitom na konci druhého čtvrtletí 2013 zvýšily. Pro celý letošní rok červencový CF ve srovnání s dubnovým CF očekává zejména hlubší propad fixních investic, a proto snížil výhled růstu HDP za rok 2013 o 0,3 procentního bodu na 0,4 %. Hlavním zdrojem růstu zůstane spotřeba domácností. V příštím roce se pak očekává zvýšení ekonomické aktivity o 1,6 %.

Inflace v Německu v červnu vzrostla na 1,8 % (Graf III.7.5). Vyšší meziroční tempo růstu spotřebitelských cen bylo způsobeno především růstem cen potravin a energií (včetně 12% růstu cen elektřiny od začátku roku 2013 kvůli příplatku na obnovitelné zdroje energie). Pro celý letošní rok očekává CF inflaci 1,6 %, pro rok 2014 pak 1,7 %.

V prvním čtvrtletí 2013 se lehce zvýšilo mezičtvrtletní tempo růstu HDP na **Slovensku** na 0,2 % hlavně díky vyššímu kladnému příspěvku čistého vývozu při poklesu domácí poptávky. Meziroční růst HDP naopak zpomalil o 0,2 procentního bodu na 0,8 %. Červencový CF snížil proti dubnovému odhad růstu HDP pro celý rok 2013 o 0,2 procentního bodu na 0,8 % a pro příští rok na 2,1 %. Nezaměstnanost se v posledních třech měsících pohybovala těsně nad 14 % a ve srovnání s předchozím rokem se zvýšila o 0,3 procentního bodu. V červnu se slovenská **inflace** oproti květnu nepatrně snížila na 1,6 %, zejména díky zlevnění pohonných hmot. Na slabě inflační tlaky ukazuje i vývoj cen průmyslových výrobců, které v květnu přešly v meziroční pokles (o 0,6 %). Červencový CF očekává pro celý letošní rok průměrnou inflaci na úrovni 1,8 %.

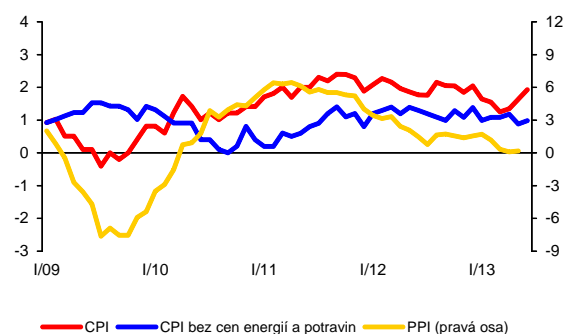
III.7.2 Spojené státy

V prvním čtvrtletí 2013 se meziroční **hospodářský růst Spojených států** nepatrně snížil z 1,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012 na 1,6 % (Graf III.7.6). Mezičtvrtletní anualizovaný růst naopak zaznamenal zrychlení na 1,8 % z předchozích 0,4 %. Na jeho zrychlení se nejvíce podílela soukromá spotřeba, která anualizovaně vzrostla o 2,6 %, investice se zvýšily o 7,2 %. Nepříznivě působily vládní výdaje, které se snížily o 4,9 %. Slabší zahraniční poptávka se projevila na snížení vývozu o 1,1 %, což bylo částečně kompenzováno poklesem dovozu o 0,4 %. Celkový příspěvek čistého vývozu k vývoji HDP dosáhl -0,1 procentního bodu.

Po mírném zpomalení v dubnu se **růst průmyslové výroby** v květnu a červnu znovu dostal nad úroveň 2 %. Předstihový indikátor PMI v průmyslu se však nachází jen těsně nad hranicí 50 bodů, která odděluje očekávané zlepšení ekonomické aktivity od zhoršení. Tržby v maloobchodě v červnu nenaplnily očekávání, jejich meziroční růst se však nadále pohybuje kolem 5 %. Přispívá k tomu rychle rostoucí spotřebitelská důvěra

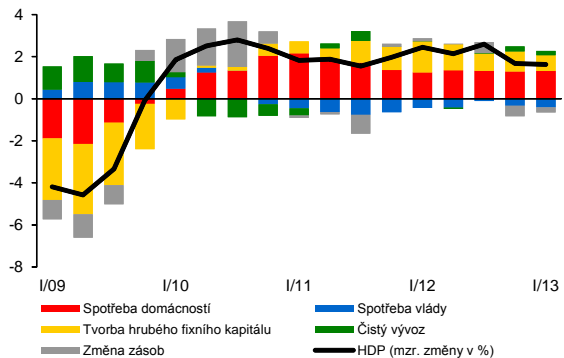
Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu

Inflace ve druhém čtvrtletí 2013 postupně rostla, zejména kvůli cenám energií a potravin. Růst cen průmyslových výrobců se přiblížil k nulové hodnotě (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf III.7.6 HDP ve Spojených Státech

V prvním čtvrtletí 2013 růst HDP mírně zvolnil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



a relativně nízká míra nezaměstnanosti, která v červnu stagnovala na úrovni 7,6 %.

Podle nových odhadů MMF se plošné škrty vládního rozpočtu, které byly zavedeny na začátku března 2013⁶⁵, projeví ve snížení hospodářského růstu Spojených států v rozmezí 1,25 až 1,75 procentního bodu. Stále nedošlo ke shodě napříč politickým spektrem, jak snížit vysoké rozpočtové schodky. Slabá vnější poptávka bude také působit na snížení dynamiky růstu HDP. Motorem amerického růstu by nadále měla být domácí poptávka, podpořená rostoucím bohatstvím domácností díky zotavení trhu s nemovitostmi. Podle červencového CF je očekáváno **zpomalení růstu HDP** z 2,2 % v roce 2012 na 1,8 % v roce 2013. Fed si udržuje optimističtější odhad růstu HDP přes 2 %, zatímco MMF předpokládá horší vývoj HDP (Graf III.7.7). CF očekává zrychlení hospodářského růstu v roce 2014 na 2,7 %.

Po dubnovém výrazném snížení meziroční **inflace** postupně rostla a v červnu dosáhla svého čtyřměsíčního maxima 1,8 %. Celé dvě třetiny nárůstu celkové inflace byly způsobeny zvyšujícími se cenami pohonných hmot. Jádřová inflace (bez cen energií a potravin) naopak od února pozvolně klesá a v červnu dosáhla v meziročním vyjádření 1,6 %, což představuje nejnižší hodnotu za poslední dva roky. Jen velmi mírný růst byl zaznamenán u indexu cen výrobců (Graf III.7.8). CF pro tento rok předpovídá průměrný nárůst spotřebitelských cen ve výši 1,5 %. Odhad Fedu je výrazně nižší, a to 1 %.

Předseda Fedu Bernanke po červnovém měnovém zasedání prohlásil, že by **Fed mohl omezit stimulační opatření** později tento rok a úplně ukončit program odkupu dluhopisů (ve výši 85 mld. USD měsíčně) v polovině roku 2014, pokud růst ekonomiky bude v souladu s předpovědí. Z následných vyjádření představitelů Fedu je však patrné, že není pravděpodobné rychlé ukončení měnové stimulace (viz BOX 2). Meziroční růst měnového agregátu M2 v květnu mírně zpomalil na 5,8 %.

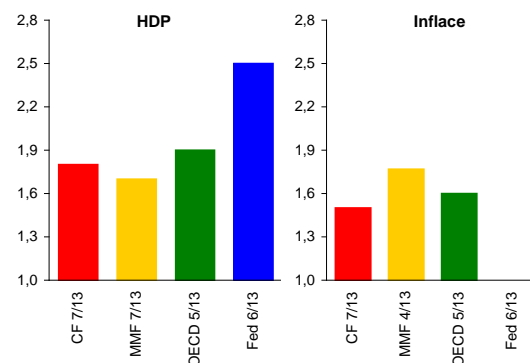
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Ve druhém čtvrtletí roku 2013 se vyvíjel **kurz eura vůči hlavním světovým měnám** bez jednoznačného trendu (Graf III.7.9). Na začátku května euro vůči americkému dolaru oslabilo, ale v závěru měsíce se trend obrátil a společná evropská měna posilovala až do konce druhé červnové dekády. Hlavním důvodem byla nejistota ohledně budoucího směřování

⁶⁵ Automatické rozpočtové škrty ve Spojených státech (tzv. sequester) byly zahájeny 1. března 2013. Rozpočtové škrty ve federálních rozpočtech jsou rovnoměrně rozloženy mezi výdaje na obranu a ostatní výdaje. Velké vládní programy jsou z nich nicméně vyloučeny (Social Security, Medicaid).

Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro USA na rok 2013

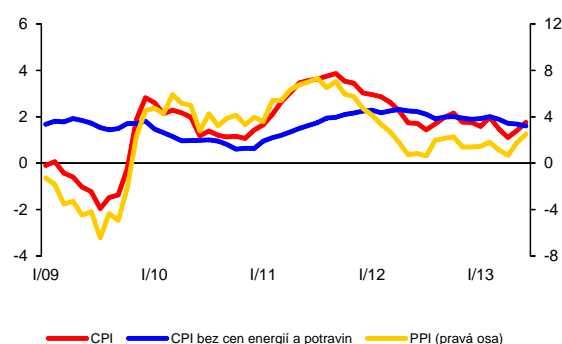
Růst HDP by měl být okolo 2 %, inflace by se měla nacházet pod 2% hladinou (meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



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

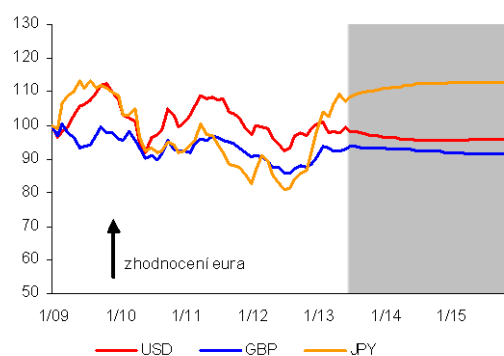
Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců v USA

Inflace v květnu a červnu 2013 postupně rostla (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám

Euro by mělo v horizontu jednoho roku posílit vůči japonskému jenu a oslavit vůči americkému dolaru a britské libře (leden 2009 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



měnových politik eurozóny i Spojených států, která zvýšila i citlivost kurzu na nová data z obou ekonomik.

Na květnovém zasedání ECB snížila hlavní refinanční sazbu o 25 bodů na 0,50 %, závěr měsíce pak přinesl spekulace ohledně brzkého začátku snižování objemu nakupovaných dluhopisů Fedem. V průběhu června ale **Fed i ECB** potvrdily současné nastavení měnové politiky. Z ostatních měn euro od začátku dubna do konce června nejvíce posílilo vůči japonskému jenu (o 8 %). Výrazně uvolněná fiskální a měnová politika se začínají projevovat na tamní ekonomice, ale přetrvávají obavy, zda se podaří dosáhnout 2% inflačního cíle. Tempo oslabování japonského jenu vůči hlavním světovým měnám, patrně od loňského září, zvolnilo. Posílení eura vůči britské libře (stejně jako vůči dolaru) bylo za období duben až červen menší než 2 %. I britská ekonomika vykazuje náznaky oživení, ale stejně jako v případě eurozóny zůstává růst křehký.

V první polovině července 2013 euro vůči hlavním měnám dále mírně posílilo. V reakci na červnový nárůst úrokových sazeb v souvislosti se spekulacemi ohledně dalších kroků Fedu se ECB a Bank of England rozhodly zveřejnit výhled budoucího vývoje sazeb, a změnily tak formu komunikace s cílem jasně indikovat další směřování své měnové politiky.

Červencový CF očekává v horizontu jednoho roku mírné oslabení eura vůči americkému dolaru (na 1,27 USD/EUR). Podobně by měla vůči euru posílit i britská libra, když růstové výhledy Velké Británie předčí výhledy pro eurozónu. Současný trend oslabování jenu vůči euru bude pokračovat až do konce roku 2014.

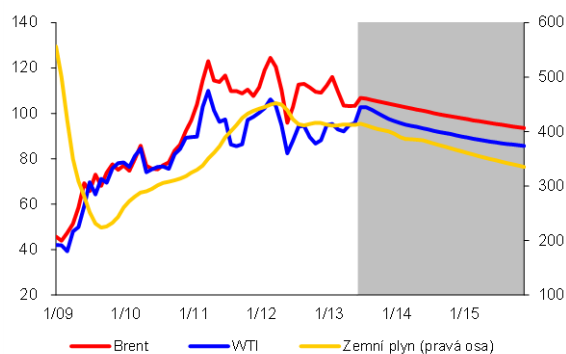
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent (Graf III.7.10) kolísala od poloviny dubna do konce června bez patrného trendu v rozmezí 100 – 106 USD za barel. Směrem k nižším hodnotám ji posouvaly četné zprávy o zpomalující čínské ekonomice, posilující dolar nebo rostoucí těžba ropy. Rovněž obavy z postupného snižování měnového stimulu v USA působily proti růstu cen ropy (i jiných komodit). Naopak směrem k vyšším hodnotám tlačily cenu ropy příznivé zprávy z americké ekonomiky a politické nepokoje v Sýrii. Koncem června cena ropy Brent začala rychle růst (navzdory současně posilujícímu dolaru i navzdory nadále nevýraznému výhledu globálního růstu) a v polovině července se již nacházela těsně pod úrovní 110 USD/barel. Důvodem bylo zejména vyostření politické situace v Egyptě, ale i příznivá data z americké ekonomiky, která by mohla znamenat růst poptávky v USA. V korunovém vyjádření je cena na výhledu ovlivněna zejména vývojem očekávané dolarové ceny (Graf III.7.11), která je mírně klesající.

Na vývoj ceny ropy Brent již několik měsíců zprostředkovaně působí i **situace na trhu s ropou v USA**. Díky zlepšování tamní ropné dopravní infrastruktury se zvýšil objem železniční

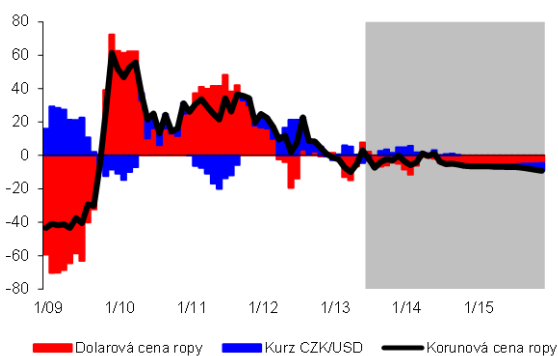
Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu

Cena ropy Brent od poloviny dubna kolísala bez výrazného trendu, v první polovině července rostla. Její výhled je lehce klesající. (ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF)



Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy

Kurz koruny k dolaru má v současnosti i na předpovědi jen malý vliv na korunovou cenu ropy (ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



a silniční dopravy z vnitrozemí do rafinérií na pobřeží a nové ropovody odvádí ropu WTI z terminálu Cushing na pobřeží Mexického zálivu. Během dvou let by jejich kapacita měla ještě výrazně vzrůst, což povede v kombinaci s rostoucí produkcí v USA a Kanadě ke sníženému dovozu lehké ropy do USA.

V důsledku toho dochází již delší dobu k opětovnému **sblížení cen obou benchmarků** (postupným poklesem ceny Brentu a růstem ceny WTI). Pokles rozpětí obou cen se ještě urychlil od konce června, kdy cena WTI prudce rostla kvůli výpadku dodávek ropy na americký trh z Kanady v důsledku tamních silných dešťů a povodní. Cenu WTI zvyšoval od konce června i silný pokles komerčních zásob ropy a benzínu v USA (i když tyto zásoby nadále zůstávají výrazně nad pětiletým průměrem). Peněžní fondy začaly redukovat své pozice na ropu Brent a zvyšovat nákupy termínovaných kontraktů na ropu WTI.

Světová spotřeba ropy by se dle nejnovější zprávy OPEC letos měla zvýšit o 0,8 mil. barelů denně, v roce 2014 se očekává růst o 1 mil. na 90,7 mil. barelů denně. Odhad americké vládní agentury EIA je mírně vyšší a uvádí, že v roce 2014 by měla spotřeba ropy v zemích mimo OECD (45,9 mil. barelů denně) poprvé převýšit spotřebu v zemích OECD (45,4 mil. barelů denně). Neoptimističtější je však Mezinárodní energetická agentura (IEA), která revidovala očekávaný růst poptávky v letošním roce vzhůru na 0,93 mil. barelů denně (v důsledku studeného počasí v první polovině roku) a pro rok 2014 by růst globální poptávky měl činit 1,2 mil. barelů denně. Nicméně nabídka by měla růst ještě rychleji.

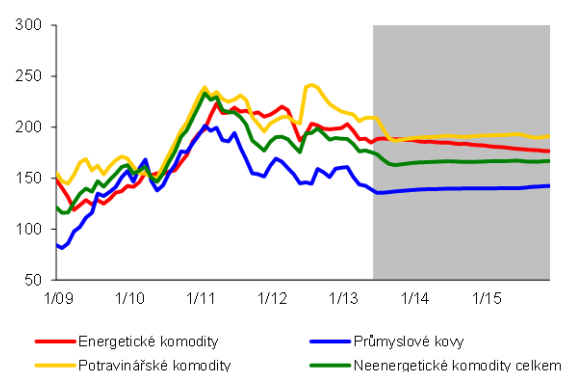
Výhled cen ropy na základě futures kontraktů je klesající z důvodu očekávaného převisu nabídky nad poptávkou a růstu volných těžebních kapacit. Cena ropy Brent by tak měla v průběhu roku 2014 poklesnout pod hranici 100 USD/barel a na konci roku 2015 by se měla nacházet pod 95 USD/barel. EIA očekává ve druhém pololetí 2013 cenu ropy Brent v průměru 102 USD/barel a pro rok 2014 její pokles na průměrných 100 USD/barel. Červencový CF pak předpokládá v tříměsíčním i ročním horizontu hodnotu těsně nad 104,5 USD/barel.

Celkový **index energetických surovin** v uplynulém čtvrtletí stagnoval v souladu s předchozí předpovědí (Graf III.7.12), na výhledu se jen mírně zvětšil sklon klesající trajektorie.

Rovněž **index cen neenergetických komodit** v souladu s očekáváním v uplynulém období víceméně stagnoval, když ceny průmyslových kovů mírně poklesly a ceny potravinářských komodit v souhrnu naopak vzrostly. Výhled indexu se posunul níže, neboť v nejbližších měsících je očekáván výraznější pokles cen alternativních energetických plodin (sója, kukuřice).

Graf III.7.12 Ceny komodit

Ceny energetických i neenergetických komodit ve druhém čtvrtletí 2013 v souhrnu stagnovaly (leden 2007 = 100, zdroj: Bloomberg)



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.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1 Plnění inflačního cíle	1	Graf III.3.9 Investice do obydlí	35
Graf I.2 Prognóza celkové inflace	1	Graf III.3.10 Čistý vývoz	35
Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace	1	Graf III.3.11 Vývoz a dovoz	36
Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb	2	Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH	36
Graf I.5 Prognóza měnového kurzu	2	Graf III.3.13 Průmyslová produkce	36
Graf I.6 Prognóza růstu HDP	2	Graf III.3.14 Bariéry růstu v průmyslu	37
		Graf III.3.15 Nové průmyslové zakázky	37
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny	4	Graf III.3.16 Ekonomický sentiment	37
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny	4	Graf III.3.17 Potenciální produkt	38
Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny	4	Graf III.3.18 Mezera výstupu	38
Graf II.1.4 3M EURIBOR	5	Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu	38
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru	5	Graf III.4.1 Indikátory trhu práce	39
Graf II.1.6 Cena ropy Brent	5	Graf III.4.2 Přepočtené počty zaměstnanců	39
Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace	6	Graf III.4.3 Zaměstnanost podle odvětví	40
Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH	6	Graf III.4.4 Míra nezaměstnanosti	40
Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	7	Graf III.4.5 Beveridgeova křivka	40
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců	7	Graf III.4.6 Vývoj produktivity v NH	41
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy	7	Graf III.4.7 Hodinová produktivita práce	42
Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb	8	Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu	42
Graf II.2.7 Prognóza měnového kurzu	8	Graf III.5.1 Peněžní agregáty	42
Graf II.2.8 Náklady spotřebitelského sektoru	8	Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2	
Graf II.2.9 Náklady sektoru mezispotřeby	9	a rozpětí úrokových sazeb	43
Graf II.2.10 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	9	Graf III.5.3 Struktura vkladů peněžního agregátu M2	43
Graf II.2.11 Průměrná nominální mzda	10	Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům	44
Graf II.2.12 Prognóza růstu HDP	10	Graf III.5.5 Úvěry podle velikosti nefinančních podniků	44
Graf II.2.13 Struktura meziročního růstu HDP	10	Graf III.5.6 Úvěry domácnostem	45
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce	11	Graf III.5.7 Struktura počtu nových hypoték	45
Graf II.2.15 Přepočtený počet zaměstnanců	11	Graf III.5.8 Zadluženost domácností	45
Graf II.2.16 Reálná spotřeba domácností a vlády	11	Graf III.5.9 Základní sazby ČNB	46
Graf II.2.17 Nominální disponibilní důchod	12	Graf III.5.10 Tržní úrokové sazby	46
Graf II.2.18 Míra úspor domácností	12	Graf III.5.11 Úrokové diferenciály	47
Graf II.2.19 Hrubá tvorba kapitálu	12	Graf III.5.12 Výnosová křivka státních dluhopisů	47
Graf II.2.20 Reálný vývoz a dovoz	13	Graf III.5.13 Úrokové sazby z úvěrů podnikům	48
Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace	16	Graf III.5.14 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	48
Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace	16	Graf III.5.15 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	48
Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb	17	Graf III.5.16 Ex ante reálné sazby	49
Graf II.3.4 Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	17	Graf III.5.17 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	49
Graf II.3.5 Změna prognózy kurzu	17	Graf III.5.18 Základní ukazatele hospodaření	50
Graf II.3.6 Změna prognózy HDP	18	Graf III.5.19 Finanční závazky nefinančních podniků	51
Graf II.5.1 Vnímaná a očekávaná inflace	21	Graf III.5.20 Struktura finančních aktiv domácností	52
Graf II.5.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	22	Graf III.5.21 Realizované a nabídkové ceny bytů	52
		Graf III.5.22 Ukazatele udržitelnosti cen bytů	53
Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností	23	Graf III.6.1 Běžný účet	53
Graf III.1.2 Inflace	25	Graf III.6.2 Obchodní bilance	54
Graf III.1.3 Vývoj složek inflace	25	Graf III.6.3 Bilance služeb	54
Graf III.1.4 Struktura inflace	25	Graf III.6.4 Bilance výnosů	54
Graf III.1.5 Ceny potravin	26	Graf III.6.5 Finanční účet	55
Graf III.1.6 Korigovaná inflace bez pohonných hmot	26	Graf III.6.6 Přímé investice	55
Graf III.2.1 Dovozní ceny a ceny výrobců	27	Graf III.6.7 Portfoliové investice	55
Graf III.2.2 Dovozní ceny	27	Graf III.6.8 Devizové rezervy ČNB	56
Graf III.2.3 Minerální paliva	27	Graf III.7.1 HDP v eurozóně	56
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců	28	Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace pro eurozónu	
Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	28	na rok 2013	57
Graf III.2.6 Ceny kovů a rafinérských výrobků	29	Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně	57
Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců	30	Graf III.7.4 HDP v Německu	58
Graf III.2.8 Ostatní cenové okruhy	30	Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu	59
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt	31	Graf III.7.6 HDP ve Spojených Státech	59
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP	31	Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro USA na rok 2013	60
Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu	31	Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců v USA	60
Graf III.3.4 Disponibilní důchod	32	Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám	60
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností	32	Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu	61
Graf III.3.6 Indikátory důvěry	34	Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové	
Graf III.3.7 Investice podle sektorů	34	ceny ropy	61
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu	34	Graf III.7.12 Ceny komodit	62

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	6	Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	23
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	13	Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	24
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	13	Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	24
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	14	Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	28
Tab. II.4.1	Citlivostní scénář kurzu	20	Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	41
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	21	Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	44
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	21	Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	50

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ II.2.1	Technologie	9	Graf SZ II.4.4	Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – nominální měnový kurz	20
Graf SZ II.4.1	Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – 3M PRIBOR	19	Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	29
Graf SZ II.4.2	Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – celková inflace	19	Graf SZ III.2.2	Prognóza CZV	30
Graf SZ II.4.3	Scénáře související s nulovým omezením úrokových sazeb – reálný HDP	19	Graf SZ III.5.1	Prognóza M2	43

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	51
-----------------	------------------------------------	----

POUŽITÉ ZKRATKY

CF	Consensus Forecasts	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CP	cenné papíry	IRI	Institut regionálních informací
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CZK, Kč	česká koruna	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	LTRO	Long Term Refinancing Operations (dlouhodobé refinanční operace)
ČSÚ	Český statistický úřad	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MF	Ministerstvo financí
DPH	daň z přidané hodnoty	MMF	Mezinárodní měnový fond
ECB	Evropská centrální banka	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
EDP	Excessive Deficit Procedure (Procedura při nadměrném schodku)	NH	národní hospodářství
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NHPP	národohospodářská produktivita
EIB	Evropská investiční banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EONIA	Euro Over-Night Index Average	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PH	pohonné hmoty
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PPI	ceny průmyslových výrobců
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednorocní)
FOMC	Federal Open Market Committee	PZI	přímé zahraniční investice
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
GBP	britská libra	RPSN	roční procentní sazba nákladů
HDP	hrubý domácí produkt	SRN	Spolková republika Německo
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	USA	Spojené státy americké
HPH	hrubá přidaná hodnota	USD	americký dolar
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI

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 jejich 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

GLOSÁŘ POJMŮ

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, ostatní investice a operace s finančními deriváty.

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

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

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

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

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

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

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

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

Lombardní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. záůjční 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 diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

Peněžní trh: část finančních trhů, která slouží k získávání krátkodobých úvěrů a na které se obchoduje s finančními instrumenty se splatností do jednoho roku. Typickými cennými papíry obchodovanými na tomto trhu jsou státní pokladniční poukázky. V rámci tohoto trhu provádí ČNB repo operace.

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

Poměr ceny bytu a mezd (také ukazatel price-to-wage): podíl ceny bytu a součtu roční mzdy za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny.

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.

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.

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

Realizované ceny nemovitosti: ceny pocházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním.

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.

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.