

V Praze dne 31. ledna 2014
Čj.: 2014 / 186 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2014)

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

1. situační zpráva o hospodářském
a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci
I/2014)

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

Petr Vojtíšek, Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Kateřina Šmídková, Kamil Galuščák

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Petr Král, Tibor Hlédik, Luboš Komárek

Zpracovala: Sekce měnová a statistiky

P ř e d k l á d a c í

z p r á v a

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2014)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu, jejíž základní scénář je poprvé založen na používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s intervenční hladinou 27 CZK/EUR. Provedené simulace potvrdily potřebu pokračujícího uvolnění měnových podmínek a současně adekvátnost zvolené intervenční hladiny kurzu. Tyto simulace nejsou součástí 1. SZ, budou však prezentovány v Měnověpolitickém doporučení pro 1. SZ 2014 a při jednání bankovní rady. Analýzy zároveň potvrdily reálnost doposud komunikovaného načasování ukončení režimu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky na počátek roku 2015, což je předpokladem základního scénáře nové prognózy. Stručné srovnání nové prognózy s alternativním scénářem ze 7. situační zprávy 2013 (Zprávy o inflaci IV/2013) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její změny oproti alternativnímu scénáři ze 7. SZ 2013 (mzr. v %)

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

* 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

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci I/2014)

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 7.2.2014 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
11.2.2014 do 13.00 hodin.

OBSAH

OBSAH	2
II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY a RIZIKA	4
II.1 Vnější předpoklady prognózy	4
II.2 Prognóza	6
<i>BOX Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)</i>	8
II.3 Srovnání s minulou prognózou	18
II.4 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	32
III.3.1 Domácí poptávka	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	50
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	51
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	52
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	52
III.6 Platební bilance	54
III.6.1 Běžný účet	54
III.6.2 Kapitálový účet	56
III.6.3 Finanční účet	56
III.7 Vnější prostředí	57
III.7.1 Eurozóna	58
III.7.2 Spojené státy	60
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	61
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	61
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	64
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	65
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	65
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	65
POUŽITÉ ZKRATKY	66
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	67
GLOSÁŘ POJMŮ	69

I SHRNUTÍ

Meziroční pokles české ekonomiky se ve třetím čtvrtletí 2013 zmírnil. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru nacházela v dolní polovině tolerančního pásma cíle, měnověpolitická inflace se pohybovala hluboko pod jeho dolní hranicí. Pokračuje protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny má vliv v opačném směru. Reálná ekonomická aktivita se v letošním roce vymaní z poklesu. V důsledku oživení zahraniční poptávky a uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny HDP vzroste o 2,2 %, v roce 2015 pak růst dále zrychlí. Celková i měnověpolitická inflace se počátkem roku 2014 sníží na velmi nízké hodnoty. Poté se s významným přispěním oslabeného kurzu vrátí do konce letošního roku k cíli ČNB a na horizontu měnové politiky se budou pohybovat v horní polovině jeho tolerančního pásma. Průměrná inflace přitom v letošním roce dosáhne 1,2 % a v příštím roce 2,6 %. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR až do počátku příštího roku. Uvedená hladina kurzu nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu.

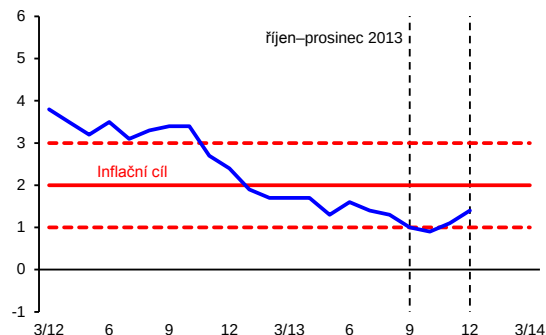
Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně klesla o 1,2 % vlivem snížení čistého vývozu a pokračujícího propadu hrubé tvorby fixního kapitálu. Ostatní složky poptávky vykázaly nulové nebo mírně kladné příspěvky. Mezičtvrtletně se HDP druhé čtvrtletí v řadě lehce zvýšil, mezera výstupu však setrvala ve výrazně záporných hodnotách. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 prognóza předpokládá nepatrné meziroční zvýšení HDP při jeho zrychlujícím mezičtvrtletním růstu.

Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru nacházela v dolní polovině tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace se pohybovala hluboko pod jeho dolní hranicí. Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odrážela zejména významně protiinflační vliv domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny začal působit prostřednictvím dovozních cen v opačném směru.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně ve druhé polovině roku 2013 mírně vzrostla. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl růst v efektivním vyjádření dosáhnout 1,5 %, v příštím roce dále zrychlí. Cenový vývoj zůstává vlivem snížení cen komodit při jen pozvolném ožívování ekonomické aktivity velmi utlumený, když ceny průmyslových výrobců v eurozóně meziročně klesají a totéž platí v některých zemích i pro spotřebitelské ceny. Dle předpokladů prognózy však ceny v eurozóně porostou, a to postupně zrychlujícím tempem. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou stávající i očekávanou měnovou politiku ECB. Kurz eura k dolaru v poslední době posílil, jeho výhled však směřuje k oslabování. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá pozvolný pokles.

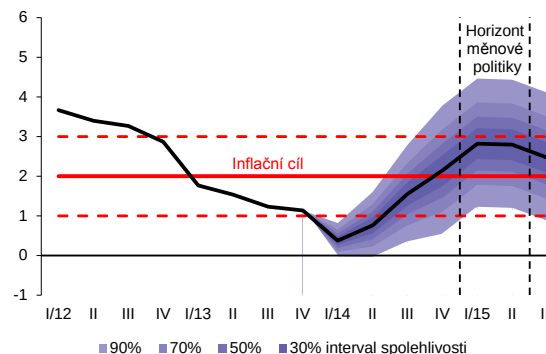
Graf I.1 Plnění inflačního cíle

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



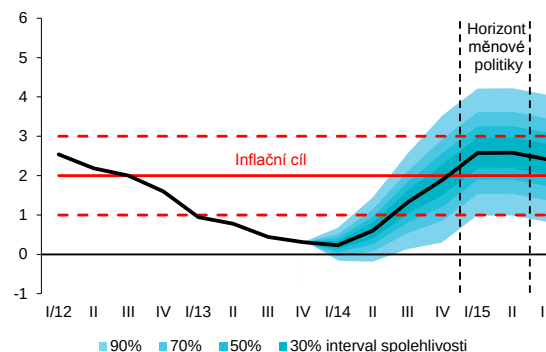
Graf I.2 Prognóza celkové inflace

Celková inflace se počátkem roku 2014 výrazně sníží, na horizontu měnové politiky se pak bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma cíle (meziročně v %)



Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace

Měnověpolitická inflace se k cíli ČNB vrátí koncem roku 2014, poté se na horizontu měnové politiky bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma cíle (meziročně v %)



Dle prognózy se celková inflace na počátku roku 2014 po odeznění dopadů změn DPH a při poklesu regulovaných cen sníží na velmi nízké hodnoty, hrozba deflace však byla díky uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny pravděpodobně odvrácena. V dalším období se bude inflace zvyšovat až do horní poloviny tolerančního pásma cíle na horizontu měnové politiky. Ve druhé polovině roku 2015 pak zvolní a bude se přibližovat shora ke 2% cíli (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude vyvíjet podobně jako celková inflace, ovšem na lehce nižší hladině (Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se budou v nejbližším období rychle zvyšovat vlivem dovozních cen, ve kterých se při velmi nízkém růstu cen zahraničních výrobců projeví oslabený kurz koruny. Jejich proinflační dopad však bude postupně slábnout a v roce 2015 již dovozní ceny budou cenový růst lehce brzdit. Aktuálně protiinflační působení domácí ekonomiky odezní do poloviny letošního roku; poté se do vývoje cen již bude promítat působení oživující domácí ekonomiky a zrychlujícího mzdového růstu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posune do kladných hodnot ve druhém čtvrtletí letošního roku a do počátku roku 2015 se bude v podmínkách oživující domácí ekonomické aktivity dále zvyšovat. Ceny potravin a pohonných hmot na horizontu prognózy mírně porostou, regulované ceny v letošním roce klesnou.

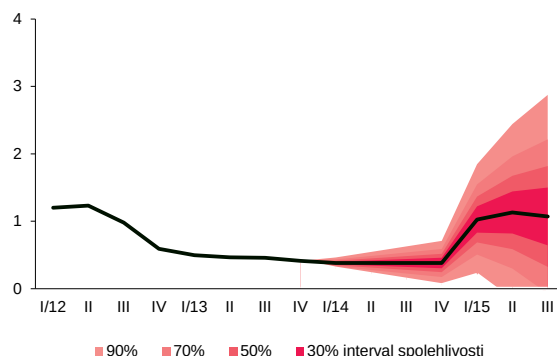
Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** do začátku roku 2015 na stávající velmi nízké úrovni (Graf I.4), která odráží ponechání 2T repo sazby na technické nule a zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu. V roce 2015 dle prognózy dojde k nárůstu tržních sazeb v rozsahu cca 0,7 procentního bodu. **Kurz koruny** vůči euru na konci roku 2013 oslabil nad hladinu 27 CZK/EUR v návaznosti na listopadové rozhodnutí ČNB začít používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky. Prognóza předpokládá návrat kurzu k hladině 27 CZK/EUR, která je nadále adekvátní k odvrácení rizika deflace a urychlení oživení ekonomiky i návratu inflace k cíli ČNB. Na této úrovni by měl kurz dle předpokladu prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015 (Graf SZ I.1). Během této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by od počátku roku 2015 mělo umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. **Prognóza tak konkrétně předpovídá, že po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 měnový kurz posílí o 0,6 CZK/EUR a do konce roku 2015 bude postupně zpevňovat na hladinu 26,2 CZK/EUR.**

Po poklesu **české ekonomiky** v minulém roce dojde v letošním roce k obratu (Graf I.5). Oživení zahraniční poptávky a uvolnění měnové podmínky prostřednictvím slabšího kurzu

Graf SZ I.4 Prognóza úrokových sazeb

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do začátku roku 2015

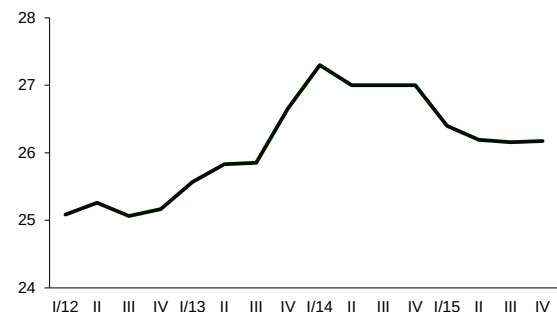
(3M PRIBOR v %)



Graf SZ I.1 Prognóza měnového kurzu

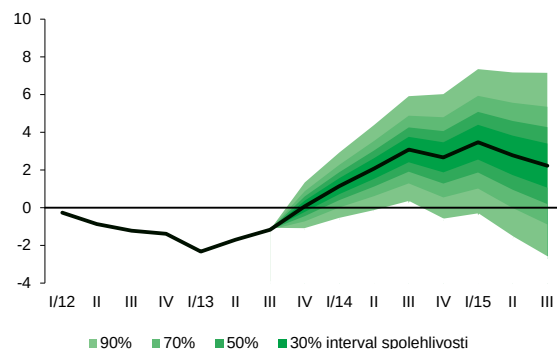
Kurz koruny vůči euru setrvává na hladině

27 CZK/EUR do počátku roku 2015, poté posílí (CZK/EUR)



Graf I.5 Prognóza růstu HDP

HDP se od počátku letošního roku vrátí k růstu díky oživení zahraniční poptávky a uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



koruny při zhruba neutrálním působení fiskální politiky vyústí v růst HDP o 2,2 %. Oslabení měnového kurzu se na tomto růstu bude podílet zhruba 1 procentním bodem, a to jak vlivem posílení cenové konkurenceschopnosti domácí produkce, tak i nižších reálných úrokových sazeb. V roce 2015 pak růst ekonomiky dále zrychlí na 2,8 %. V průběhu roku 2014 se ožívování ekonomiky s obvyklým zpožděním projeví na **trhu práce** obnoveným růstem počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. Míra nezaměstnanosti se však ještě mírně zvýší v důsledku přetrvávajícího růstu pracovní síly, a k jejímu poklesu poté dojde až ve druhém pololetí 2015. Růst mezd v podnikatelské sféře zřetelně zrychlí ze současných nízkých hodnot. Mzdy v nepodnikatelské sféře porostou o něco mírnějším tempem.

Na svém měnověpolitickém zasedání 6. února 2014 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 i příštím roce postupně zrychlovat. Aktuální pokles výrobních cen a jejich nevýrazné zrychlování na horizontu prognózy odráží jen postupné ožívování ekonomické aktivity a snížení cen průmyslových komodit. V případě spotřebitelských cen působí ve stejném směru rovněž pokles cen energií. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje stávající i očekávanou uvolněnou měnovou politiku ECB čelící výše uvedenému utlumenému vývoji cen. Euro by vůči americkému dolaru mělo ze silnější výchozí hodnoty v delším horizontu pozvolna oslabovat. Výhled ceny ropy Brent i nadále předpokládá její postupný pokles.

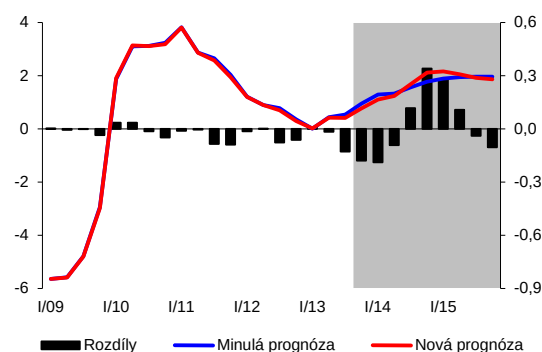
Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení tempa ekonomického růstu na 1,5 %, což je o 1,1 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2013 (Graf II.1.1)¹. Předpokládaný růst efektivního ukazatele je tažen zejména výkonem německé a slovenské ekonomiky, které mají zároveň nejvyšší podíl na českém vývozu. Další zrychlení tempa růstu ekonomické aktivity v eurozóně na 2 % se pak očekává v roce 2015. Ve srovnání s minulou prognózou se výhled z celoročního pohledu v letošním roce nemění, v příštím roce je lehce vyšší. Rizikem zůstávají stále nedořešené dluhové problémy řady zemí eurozóny a stav finančního sektoru.

Efektivní ukazatel výrobních cen eurozóny aktuálně klesá (Graf II.1.2), a to vlivem nadále utlumené ekonomické aktivity i nízkých cen průmyslových komodit. Spolu s ekonomickým oživením je v průběhu letošního roku očekáván návrat jeho dynamiky do mírně kladných hodnot, přičemž v průměru za celý rok se zvýší o 0,6 %. V roce 2015 by pak výrobní ceny měly zrychlit svůj růst v průměru na 1,5 %. V porovnání s minulou prognózou to na celém horizontu představuje výrazně menší hodnoty.

Nízký výhled **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** (Graf II.1.3) na kratším konci predikce zohledňuje především pokračující utlumenou poptávku doprovázenou výrazným poklesem cen energií. V průběhu roku 2014 však bude inflace postupně zrychlovat směrem ke 2 % a v průměru dosáhne 1,5 %. V příštím roce se již spolu s odezněním poklesu

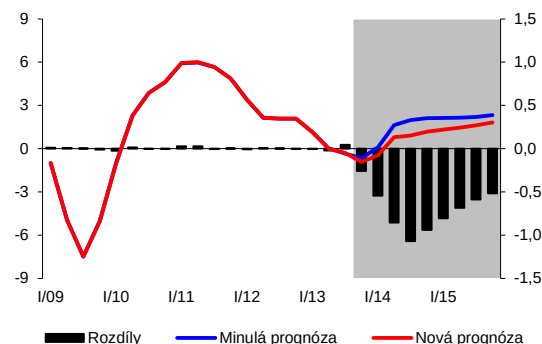
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny

Tempo růstu zahraniční poptávky by mělo v letošním a příštím roce postupně zrychlovat (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



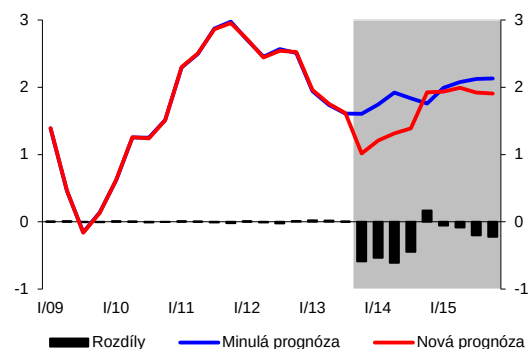
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny

Utlumený růst cen výrobců v letošním a příštím roce odráží především nízké výhledy cen průmyslových komodit (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny

Efektivní inflace je aktuálně velmi nízká a na celém horizontu prognózy nepřesahuje 2 % (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



¹ Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z lednového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů ke 13. lednu 2014. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou na minulosti jsou vedle revizí dat dány zejména aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu.

cen energií a zrychlujícím růstem ekonomické aktivity předpokládá růst spotřebitelských cen téměř 2% tempem. Oproti minulé prognóze dochází v obou letech k posunu směrem dolů, přičemž v roce 2014 je tento posun výrazný.

Nízký tržní výhled **úrokových sazeb 3M EURIBOR** na celém horizontu prognózy odráží zejména očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB odrážející deflační rizika v kratším horizontu, resp. absenci výraznějších inflačních tlaků ve střednědobém horizontu. Tržní výhled předpokládá v letošním roce 3M EURIBOR v průměru na 0,3 % a v roce 2015 na 0,5 % (Graf II.1.4). Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o posun směrem k nižším hodnotám. Trh tak zohlednil snížení základní refinanční sazby ECB z 0,5 % na 0,25 % (7. listopadu) a komunikaci možnosti ještě více uvolněné měnové politiky i jejího pokračování do budoucna. Oproti očekáváním analytiků oslovených v rámci lednového CF leží tržní výhled úrokových sazeb na celém horizontu prognózy o 0,1 procentního bodu výše. Většina analytiků očekává stagnaci základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,25 % minimálně do konce roku 2014.

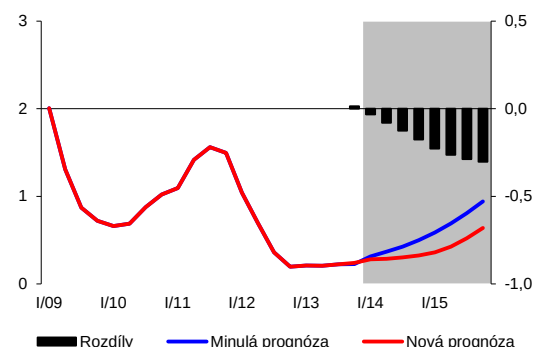
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** i nadále předpokládá trend oslabování kurzu eura na celém horizontu prognózy (Graf II.1.5). Ve výhledu oslabujícího eura se promítá očekávání solidního růstu americké ekonomiky a postupné ukončování kvantitativního uvolňování v USA, zatímco ECB je naopak připravena v případě potřeby měnovou politiku dále uvolnit. V letošním roce se tak očekává průměrná hodnota kurzu eura vůči americkému dolaru na úrovni 1,32 USD/EUR. Trend oslabování eura by měl pokračovat i v roce 2015, ve kterém se očekává průměrná hodnota kurzu eura vůči americkému dolaru 1,28 USD/EUR. Oproti minulé prognóze se jedná o posun směrem nahoru na celém výhledu v důsledku silnější výchozí hladiny eura.

Výhled **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů stále předpokládá klesající trajektorii na celém horizontu prognózy (Graf II.1.6). Do očekávaného vývoje ceny ropy se promítají faktory ekonomické (růst nabídky ropy při jen pozvolném zrychlování globálního růstu, postupné ukončování kvantitativního uvolňování v USA) i geopolitické (situace na Blízkém východě a v severní Africe). Z aktuálních hodnot okolo 106 USD/barel se očekává pokles na přibližně 98 USD/barel na konci roku 2015. Oproti minulé prognóze tak aktuální tržní výhled zůstává téměř nezměněn. Analytici oslovení v rámci lednového CF předpokládají v horizontu 12 měsíců oproti tržnímu výhledu pozvolnější klesající trend, tj. vyšší cenu ropy Brent na počátku roku 2015 o 4 USD/barel.

Graf II.1.4 3M EURIBOR

Snížení základní refinanční sazby ECB a očekávaný mírný růst cen se promítají do nízkého výhledu úrokových sazeb

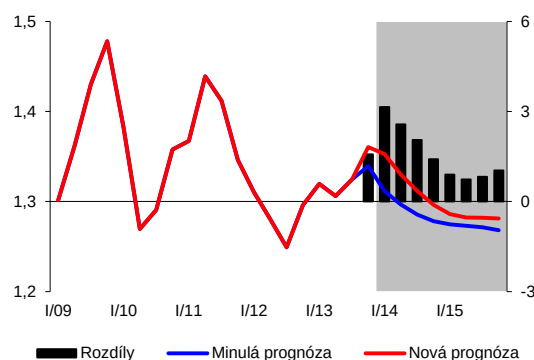
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru

Na celém horizontu prognózy se předpokládá postupné oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru z aktuálně silnější hodnoty

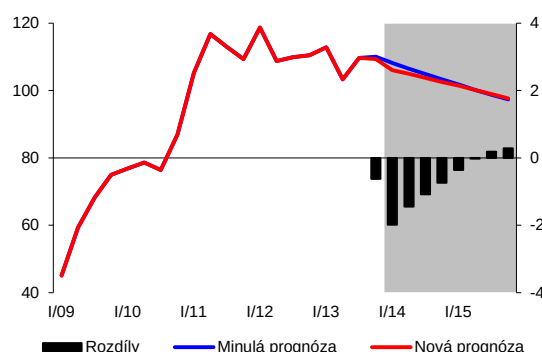
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.1.6 Cena ropy Brent

Tržní výhled ceny ropy předpokládá na celém horizontu prognózy pozvolný pokles

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



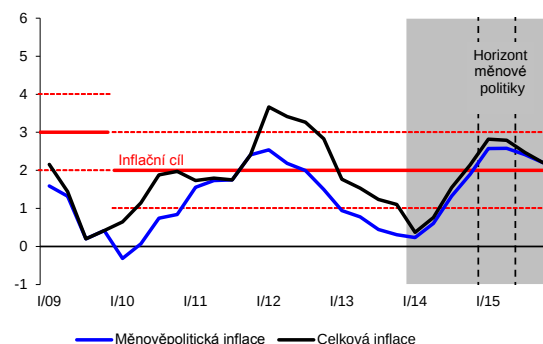
II.2 PROGNOZA

Celková meziroční inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru mírně snížila. Na začátku roku 2014 prognóza očekává její další pokles o jeden procentní bod, když mírný nárůst čisté inflace bude převážen výrazným propadem regulovaných cen a odezněním primárních dopadů změn DPH z minulého roku. Vlivem rostoucích dovozních cen bude inflace následně zrychlovat a celková i měnověpolitická inflace se na konci roku 2014 vrátí k 2% cíli ČNB. Na začátku roku 2015 se inflace při obnoveném růstu regulovaných cen dále zvýší, a na horizontu měnové politiky se tak dostane do horní poloviny tolerančního pásma, poté se bude shora navracet k cíli. V proinflačním působení dovozních cen se odráží oslabení kurzu koruny při utlumeném vývoji cen výrobců v zahraničí. Domácí ekonomika bude přispívat k růstu cen od poloviny letošního roku, a to zejména v důsledku oživení dynamiky mezd. Po poklesu HDP v minulém roce ekonomika letos vzroste o 2,2 %, a to v důsledku oživení zahraniční poptávky a uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny. V roce 2015 růst dále zrychlí na 2,8 %. Oživení ekonomiky se začne příznivě projevovat i ve vývoji na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR až do počátku příštího roku. Uvedená hladina kurzu nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu.

Meziroční **celková inflace** se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 mírně snížila v průměru na 1,1 %, a nacházela se tak těsně nad dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. V prosincových údajích (1,4 %) však již byl patrný vliv oslabení měnového kurzu, který dosáhl zhruba 0,2 procentního bodu. Na počátku roku 2014 prognóza předpokládá skokový pokles celkové inflace zhruba o jeden procentní bod, zejména vlivem odeznění vlivu změn DPH z ledna 2013 a očekávaného propadu regulovaných cen. Celková inflace se tak ještě výrazněji vzdálí od cíle ČNB a dostane se na velmi nízké hodnoty (Graf II.2.1), riziko deflace však bylo díky uvolnění měnových podmínek pravděpodobně odvráceno. K návratu inflace k cíli dojde v závěru roku 2014, a to v důsledku zrychlení všech tržních složek inflace i zmírnění poklesu regulovaných cen. Zpočátku se bude nárůst tržních složek inflace odvíjet zejména od zrychlujícího růstu dovozních cen v návaznosti na uskutečněné oslabení měnového kurzu. Od druhé poloviny letošního roku se však již bude do vývoje spotřebitelských cen výrazně promítat i působení oživující domácí ekonomiky a mzdového růstu. Počátkem příštího roku se celková inflace při obnoveném meziročním růstu regulovaných cen dočasně přiblíží k horní hranici tolerančního pásma cíle, poté ve druhé polovině roku 2015 opět zvolní a bude se přibližovat shora ke 2% cíli. Průměrná inflace tak v letošním roce dosáhne 1,2 % (jedná se o druhou nejnižší hodnotu za poslední desetiletí) a v příštím roce 2,6 %.

Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Celková i měnověpolitická inflace se počátkem roku 2014 sníží na velmi nízké úrovni, na horizontu měnové politiky se zvýší do horní poloviny tolerančního pásma (meziročně v %)



Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru 0,3 %, a setrvala tak hluboko pod dolní hranici tolerančního pásma cíle. Na prognóze se bude vyvíjet podobně jako celková inflace, ovšem na lehce nižší hladině vzhledem k primárním dopadům změn nepřímých daní.

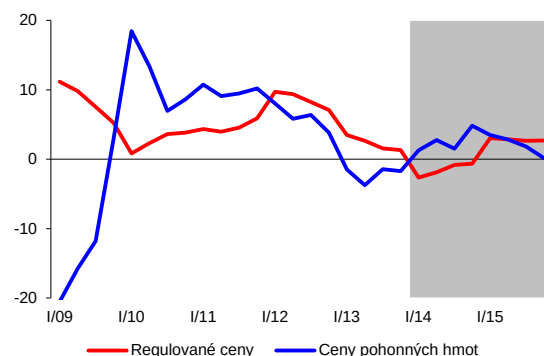
Příspěvek změn **nepřímých daní** do neregulovaných cen činil ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru 0,7 procentního bodu, primární dopad do celkové meziroční inflace pak dosáhl 0,8 procentního bodu. Jednalo se o důsledek zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod z ledna 2013 spolu se souběžným harmonizačním zvýšením spotřební daně u cigaret. Prognóza pracuje s předpokladem dalšího harmonizačního zvýšení spotřební daně u cigaret v roce 2014, jehož dopad do celkové inflace je odhadnut na cca 0,25 procentního bodu.² Z důvodu obvyklého předzásobení cigaretami prognóza očekává pozdější promítnutí uvedené daňové změny do spotřebitelských cen, přičemž toto promítnutí je stejně jako v minulých letech uvažováno v plné výši. Pro rok 2015 zatím prognóza žádné úpravy nepřímých daní nepředpokládá.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 oslabil v průměru na 1,3 % (včetně vlivu zvýšení DPH; Graf II.2.2). Na tomto vývoji se podílelo zejména zvolnění cenové dynamiky ve zdravotnictví spolu se zmírněním růstu cen elektřiny, když jeden z významných distributorů (PRE) přistoupil ke snížení cen pro konečné zákazníky již v prosinci. Počátkem roku 2014 regulované ceny skokově meziročně poklesnou o 2,7 %. Projeví se tak především razantní pokles cen elektřiny pro domácnosti, zahrnující propad cen silové elektřiny, snížení příspěvku domácností na podporu obnovitelných zdrojů i pokles poplatků za distribuci. Rovněž dojde k oslabení meziroční dynamiky vodného, stočného a cen tepla. Ceny plynu pro domácnosti setrvávají ve výrazném meziročním poklesu, který se počátkem roku ještě mírně prohloubí. Od druhého čtvrtletí 2014 se bude pokles regulovaných cen postupně zmírňovat, a to jak vlivem srovnávací základny, tak vlivem obnoveného růstu cen plynu pro domácnosti ve druhém pololetí, který souvisí s očekávaným zvolněním poklesu světových cen plynu a oslabeným kurzem CZK/USD. Počátkem roku 2015 se pak dynamika regulovaných cen vrátí k meziročně kladným, i když poměrně nízkým, hodnotám (Tab. II.2.1).

² Česká republika je povinna s účinností od 1.1.2014 splnit specifický minimální požadavek ve výši spotřební daně 90 eur na 1000 kusů cigaret. Podle směrnice je tento požadavek nutné splnit v přepočtu podle kurzu koruny vůči euru k prvnímu pracovnímu dni v říjnu 2013. Vzhledem ke slabšímu kurzu CZK/EUR oproti roku 2012, kdy byla přijata stávající právní úprava, bylo Ministerstvem financí navrženo výraznější zvýšení daně z tabákových výrobků. Úprava zákona zatím nebyla přijata, prognóza s ní však v prvním pololetí 2014 počítá.

Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH

Regulované ceny budou v letošním roce klesat, ceny pohonných hmot mírně porostou (meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Tab. II.2.1 Prognóza administrativních vlivů

Za snížením regulovaných cen v roce 2014 bude stát výrazný pokles cen elektrické energie (meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2013		2014		2015	
	skutečnost		prognóza		prognóza	
Regulované ceny ^{a)}	1,0	0,17	-0,6	-0,10	2,7	0,47
z toho (hlavní změny):						
ceny elektřiny	2,7	0,12	-10,2	-0,45	3,5	0,15
ceny zemního plynu	-7,0	-0,20	2,4	0,07	-0,5	-0,02
ceny tepla	3,8	0,08	3,5	0,07	5,0	0,10
vodné	6,6	0,06	3,5	0,03	6,0	0,06
regulované ceny ve zdravotnictví	0,2	0,00	3,0	0,05	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		0,70		0,25		0,00

^{a)} včetně dopadu změn nepřímých daní

Meziroční **čistá inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru mírně zpomalila na 0,3 %, když se korigovaná inflace bez pohonných hmot posunula k méně záporným hodnotám (Graf II.2.3). Čistá inflace byla v závěru roku již ovlivněna oslabeným kurzem koruny, přičemž její hodnota v prosinci dosáhla 0,8 %. V lednu letošního roku prognóza očekává další lehký nárůst čisté inflace, když v důsledku oslabeného kurzu koruny dále zrychlí meziroční růst cen pohonných hmot a zmírní se pokles cen v segmentu korigované inflace bez PH. Ta se do kladných hodnot posune ve druhém čtvrtletí 2014 a její další postupný nárůst se promítne do vývoje čisté inflace, která na konci letošního roku dosáhne cca 2,5 %. V blízkosti těchto hodnot se pak čistá inflace bude pohybovat i počátkem roku 2015, poté opět mírně klesne.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 posunula do méně záporných hodnot, částečně vlivem srovnávací základny, nadále však odrážela protiinflační působení domácí ekonomiky v podobě slabé spotřebitelské poptávky a pomalého růstu mezd. V nejbližším období se korigovaná inflace bez pohonných hmot přiblíží k nule a následně překmitne do kladných hodnot (Graf II.2.3). Tento posun se bude odvíjet zejména od zrychlujícího růstu dovozních cen v návaznosti na oslabení měnového kurzu. V podmínkách obnovených inflačních tlaků z domácí ekonomiky se poté bude korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně zvyšovat, a to až ke 2,4 % v polovině roku 2015. V závěru příštího roku pak mírně zpomalí.

Ceny potravin (bez primárního vlivu změn daní) ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru meziročně oslabily svůj meziroční růst, nicméně v prosinci již bylo viditelné jeho zrychlení v návaznosti na oslabení kurzu koruny. V prvním čtvrtletí 2014 se meziroční růst cen potravin udrží poblíž 3 %, mimo jiné v důsledku zrychlení růstu cen dovážených potravinářských komodit (k dovozní náročnosti spotřeby včetně potravin viz BOX níže). Ve druhé polovině letošního roku ceny potravin dále lehce zrychlí v souvislosti s obnoveným růstem cen zemědělských výrobců (Graf II.2.4) a ožiováním domácí ekonomiky. V roce 2015 se pak dynamika cen dovážených potravin i domácích cen v zemědělství znatelně zmírní; následně tak – i přes pokračující ekonomické oživení – zpomalí růst spotřebitelských cen potravin v průměru na 2,6 %.

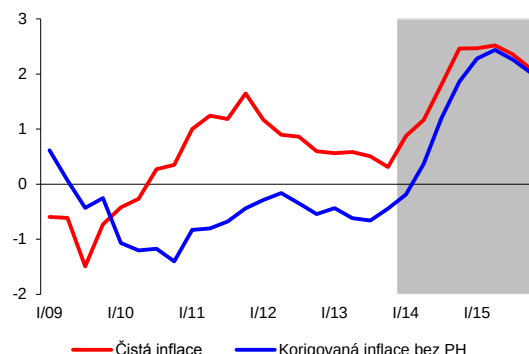
BOX

Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)

Tento box kvantifikuje nákladové dopady oslabeného kurzu koruny do cen v návaznosti na rozhodnutí ČNB používat kurz jako nástroj měnové politiky. K tomuto účely byly využity symetrické input-output tabulky ČSÚ umožňující analyzovat nominální toky mezi jednotlivými sektory ekonomiky, strukturu

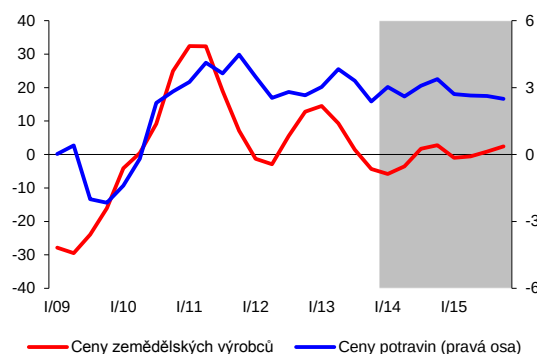
Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH

Růst tržních cen se bude poměrně rychle zvyšovat vlivem oslabeného kurzu a oživení ekonomické aktivity (meziročně v %)



Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců

Ceny potravin porostou cca 3% tempem, když v průběhu roku 2014 odezní aktuální pokles cen zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



přidané hodnoty a složek finálního užití během jednoho roku.³ Mimo jiné lze pomocí těchto tabulek kvantifikovat dovozní náročnosti jednotlivých výdajových složek HDP, ale i každého z uvažovaných odvětví či produktů ve členění CZ-CPA⁴.

Např. potraviny (Tab. 1) jsou dle těchto údajů z jedné čtvrtiny přímo dovážené, při domácí produkci potravin jsou ovšem dále využity dovážené vstupy. Celková dovozní náročnost potravin je tak více než třetinová (35 %). Nejvíce dovozně náročné jsou počítače, kovy, stroje a zařízení a léky, jejich celková váha ve spotřebním koši je však v souhrnu malá. Naproti tomu služby jsou velmi málo dovozně náročné a přitom mají ve spotřebním koši největší váhu. V souhrnu je tak přímá dovozní náročnost spotřeby domácností zhruba čtvrtinová a její celková dovozní náročnost přibližně třetinová.

Na základě odhadovaných dovozních náročností lze posoudit nákladový vliv oslabeného kurzu na ceny jednotlivých skupin produktů. Kvantifikace dopadu trvalého 5% oslabení koruny při předpokladu 100% promítnutí do cen produktů je uvedena v Tab. 2. Například ceny potravin by měly přímo vzrůst následkem takto oslabeného kurzu o 1,2 %, v delším horizontu o 1,8 %. U služeb přímé i dlouhodobé efekty nedosahují ani 1 %. Celkový dlouhodobý efekt oslabeného kurzu do indexu spotřebitelských cen je odhadován na 1,6 %.⁵

Uvedené výsledky jsou přitom jen dílčím odhadem průsaku měnového kurzu do cen. Na jednu stranu v praxi obchodníci mohou v horizontu jednoho roku růst cen brzdit prostřednictvím stlačení svých marží a průsak vyšších dovozních cen do spotřebitelských cen tak nemusí být úplný. Na druhou stranu uvedený odhad nebere v úvahu dopady oslabeného kurzu do vývoje ekonomické aktivity, mezd apod., které se v delším horizontu rovněž projeví v cenovém vývoji. Tyto dopady na marže a makroekonomický vývoj jsou komplexně zachyceny v prognózách ČNB. Data o inflaci za listopad a prosinec 2013 přitom naznačují, že dosavadní vliv oslabeného kurzu do většiny cenových okruhů probíhá zhruba v souladu s předpoklady.

Ceny pohonných hmot ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru lehce prohloubily svůj meziroční pokles, i když v prosinci již zaznamenaly obnovený meziroční růst v návaznosti na oslabení kurzu CZK/USD. V nejbližších čtvrtletích růst cen pohonných hmot posílí vlivem slabšího měnového kurzu při nepříliš výrazné meziroční dynamice světových cen ropy a benzínu.

³ ČSÚ publikuje symetrické input-output tabulky s frekvencí 5 let, v současnosti jsou k dispozici data za rok 2010.

⁴ Statistická klasifikace produkce podle činností.

⁵ Pro kalkulace dovozní náročnosti spotřeby domácností (Tab. 1) a průsaku do indexu spotřebitelských cen (Tab. 2) jsou použity přepočtené váhy CPI odpovídající produktovému členění CZ-CPA. Z tohoto důvodu se uvažované váhy odlišují od oficiálních vah spotřebního koše.

Tab. 1 (BOX) Dovozní náročnosti skupin produktů a spotřeby domácností

Nejvíce dovozně náročné jsou počítače a základní kovy, jejich váha ve spotřebním koši je však zanedbatelná; naopak je tomu u služeb (v %)

Produktová třída	Váha ve spotř. koši	Dovozní náročnost	
		Celková	Přímá
Potraviny	24,6	35	25
Energie	11,8	48	37
Suroviny bez ropy	1,6	43	36
Léky a zdravotní péče	2,3	50	44
Základní kovy	0,0	66	58
Motorová vozidla	3,5	41	30
Počítače	0,7	81	78
Stroje a zařízení	0,3	58	50
Ostatní zboží a polotovary	16,5	56	47
Služby	38,8	14	6
Spotřeba celkem	100,0	33	24

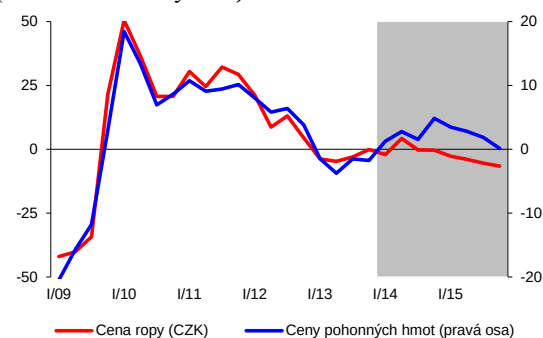
Tab. 2 (BOX) Vliv trvalého oslabení měnového kurzu o 5 % na ceny produktů a CPI

Slabší kurz má větší efekt na produkty s malou váhou ve spotřebitelském koši (v %)

Produktová třída	Váha ve spotř. koši	Dlouhodobý efekt	Přímý efekt
Potraviny	24,6	1,8	1,2
Energie	11,8	2,4	1,9
Suroviny bez ropy	1,6	2,1	1,8
Léky a zdravotní péče	2,3	2,5	2,2
Základní kovy	0,0	3,3	2,9
Motorová vozidla	3,5	2,1	1,5
Počítače	0,7	4,1	3,9
Stroje a zařízení	0,3	2,9	2,5
Ostatní zboží a polotovary	16,5	2,8	2,3
Služby	38,8	0,7	0,3
Index spotřebitelských cen	100,0	1,6	1,2

Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy

Ceny pohonných hmot mírně vzrostou při nevýrazné meziroční dynamice cen ropy (meziroční změny v %)



V průběhu roku 2015 tempo růstu cen pohonných hmot znatelně zvolní, a to v podmínkách meziročního poklesu cen ropy a benzínu na světových trzích (Graf II.2.5).

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 lehce poklesly v důsledku nárůstu přebytku korunové likvidity po intervencích ČNB na devizovém trhu. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb do začátku roku 2015 na stávající velmi nízké úrovni, která odráží ponechání 2T repo sazby na technické nule a zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu. V roce 2015 dle prognózy dojde k nárůstu tržních sazeb v rozsahu cca 0,7 procentního bodu (Graf II.2.6).

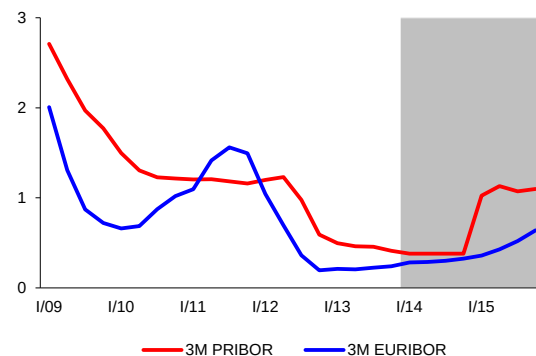
Po listopadovém rozhodnutí ČNB začít používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky **koruna vůči euru** oslabila až na hodnotu 27,7 CZK/EUR. Průměrná úroveň za čtvrté čtvrtletí 2013 se tak posunula na 26,7 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro první čtvrtletí 2014 předpokládá kurz na hladině 27,3 CZK/EUR (Graf SZ II.2.1). Tato hodnota odpovídá průměru aktuálně pozorované úrovně kurzu a předpokladu o následném návratu kurzu k hladině 27 CZK/EUR, která je dle provedených analýz nadále adekvátní k odvrácení rizika deflace a urychlení oživení ekonomiky i návratu inflace k cíli ČNB. Na této úrovni by měl kurz dle předpokladu prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Během této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by od počátku roku 2015 mělo umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. **Prognóza tak konkrétně předpovídá, že po opuštění deklarované intervenční hladiny na počátku roku 2015 měnový kurz posílí o 0,6 CZK/EUR a do konce roku 2015 bude postupně zpevňovat na hladinu 26,2 CZK/EUR.** Při výhledu postupně oslabujícího eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to v letošním roce představuje oslabení kurzu CZK/USD. **V roce 2015 bude vliv posilujícího dolaru vůči euru převážen posílením kurzu CZK/EUR, a koruna tak vůči americkému dolaru mírně posílí.**

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zrychlil z velmi nízkých hodnot v předcházejícím období (Graf II.2.7). Toto zrychlení je dáno zvýšením příspěvku dovozních cen v souvislosti s oslabením kurzu koruny na konci roku 2013. Naopak působení domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, zůstává protiinflační vlivem pokračující utlumené hospodářské aktivity a velmi pomalého růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílným růstem produktivit v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), na vývoj inflace je již

Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb

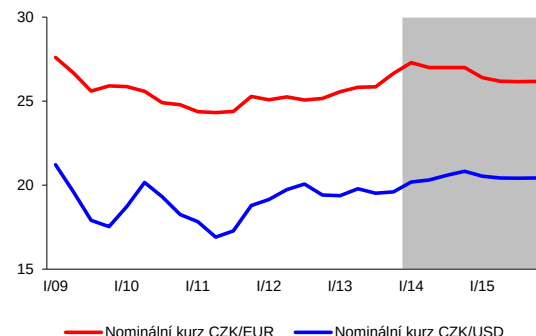
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do začátku roku 2015

(v %)



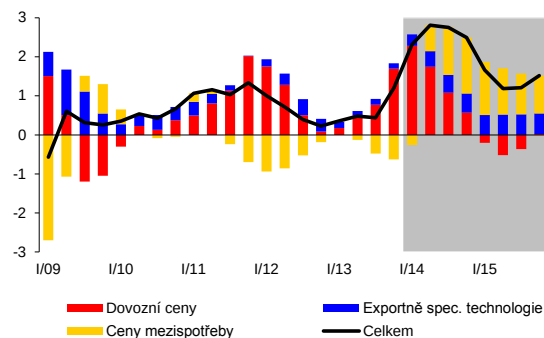
Graf SZ II.2.1 Prognóza měnového kurzu

Kurz koruny vůči euru setrvá na hladině 27 CZK/EUR do počátku roku 2015, poté posílí (CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru

Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru se zvýší, zpočátku vlivem dovozních cen, později i působením domácí ekonomiky (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



delší dobu méně znatelný ve srovnání s obdobím před nástupem krize. Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se na prognóze dále zvýší. I přes velmi nízký růst cen zahraničních výrobců budou dovozní ceny vlivem stabilního oslabeného kurzu koruny nadále přispívat ke zvyšování nákladů ve spotřebitelském sektoru, přičemž tento vliv bude nejvýraznější na začátku letošního roku. Po opuštění režimu používání devizového kurzu jako nástroje uvolňování měnové politiky – dle předpokladů prognózy začátkem roku 2015 – působení dovozních cen dočasně překmitne do lehce protiinflační polohy, přestože zahraniční ceny výrobců porostou. Protiinflační působení domácí ekonomiky do poloviny letošního roku odezní a poté bude domácí ekonomika přispívat k růstu cen vlivem předpokládaného urychlení růstu mezd a oživení ekonomické aktivity. S ním se bude zvyšovat i příspěvek exportně specifické technologie.

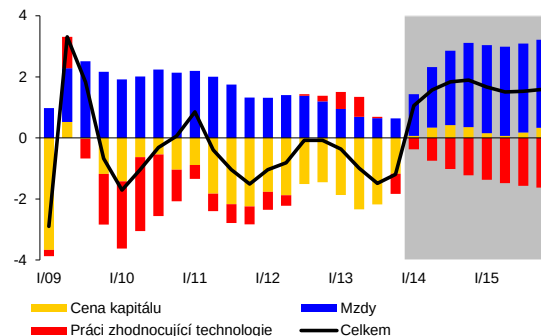
Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nadále klesaly. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře zůstal (po očištění jednorázového vlivu daňové optimalizace) velmi nízký, a byl tak převážen nadále klesající cenou kapitálu, v níž se odráží utlumená ekonomická aktivita a slabá investiční činnost (Graf II.2.8). Od začátku roku 2014 se růst domácích nominálních nákladů poměrně rychle obnoví vlivem zrychlující dynamiky mezd, k čemuž přispěje postupné oživení zahraniční poptávky a oslabený kurz. Nákladové tlaky vyplývající z růstu nominálních mezd však budou částečně vyvažovány zrychlujícím růstem produktivity. Cena kapitálu bude od počátku roku 2014 rovněž přispívat k růstu nákladů lehce kladně, a to v důsledku oživování ekonomické aktivity a oslabeného kurzu koruny.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dosáhla zhruba neutrální polohy, když se v maržích již projevilo navýšení nákladů v důsledku slabšího měnového kurzu (Graf II.2.9). Na začátku predikčního horizontu dojde k otevření mezery marží do záporných hodnot, neboť při oslabeném kurzu porostou náklady rychleji než ceny. K narovnávání marží dojde postupně v podmínkách oživující ekonomické aktivity od druhé poloviny letošního roku, kladných hodnot mezera marží dosáhne v polovině roku 2015.

Meziroční pokles národohospodářské **produktivity práce** se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále zmínil. Počátkem letošního roku překmitne dynamika produktivity práce do kladných hodnot a její růst bude postupně zrychlovat až k hodnotám okolo 3 % ve druhé polovině roku. Během příštího roku produktivita práce zmírní svůj růst k 2% hladině. Při stagnaci zaměstnanosti v roce 2014 a jejím pouze mírném růstu v následujícím roce bude trajektorie produktivity práce ovlivněna především profilem vývoje ekonomické aktivity.

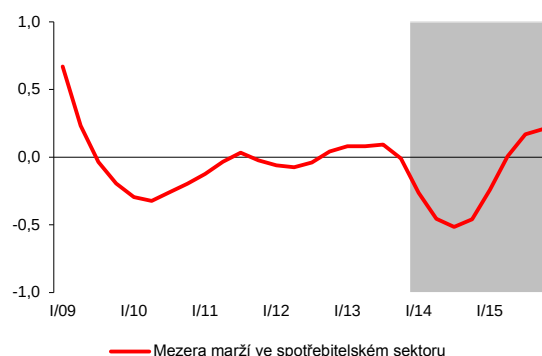
Odhadovaná tempa růstu implikované agregátní **technologie** i práci zhodnocující technologie zůstala ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziročně záporná (Graf SZ II.2.2). To odpovídá nadále

Graf II.2.8 Náklady sektoru mezispotřeby
Domácí náklady porostou zejména v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, analýzováno)



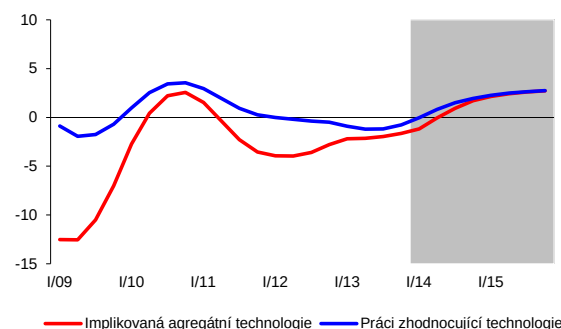
Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru

Mezera marží bude záporná do poloviny příštího roku (v %)



Graf SZ II.2.2 Technologie

Růst technologií začne pozvolna zrychlovat s oživením ekonomické aktivity (meziroční změny v %)



utlumené ekonomické aktivitě, jak naznačují také odhady vývoje potenciálního produktu a mezery výstupu (viz kapitola III.3.4). Na horizontu prognózy bude vývoj technologie dle předpokladů predikce pozvolna zrychlovat spolu s oživením ekonomické aktivity. Na počátku příštího roku se růst technologií dostane nad úroveň 2 %, ke svým dlouhodobým rovnovážným tempům se růst technologií přiblíží až koncem roku 2015. Tento předpoklad odráží především výhled postupně oživující ekonomické aktivity v eurozóně (viz kapitola II.1).

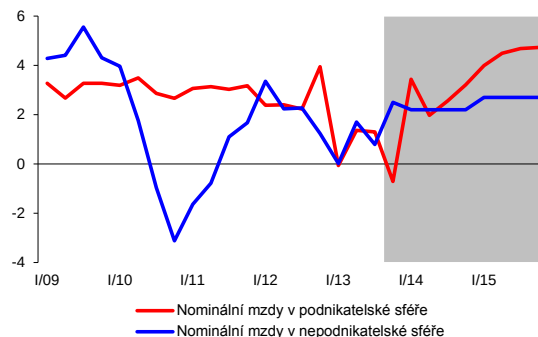
Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně vzrostla o 1,4 %. Poblíž této hodnoty setrvá mzdový růst očištěný o výkyvy způsobené daňovou optimalizací do prvního čtvrtletí 2014. V souhrnu za minulý rok po započtení vlivu daňové optimalizace vzrostla mzda v podnikatelské sféře pouze o 0,4 %. S pokračujícím oživením ekonomické aktivity v průběhu letošního roku začne mzdový růst zřetelně zrychlovat: v roce 2014 v průměru na 2,8 % a v roce 2015 na 4,5 % (Graf II.2.10). Vývoj hrubé mzdy v příštím roce bude částečně ovlivněn i změnou v odvodech na zdravotní pojištění, když 2 procentní body ze sazby zdravotního pojištění doposud placené zaměstnavateli budou nově hradit zaměstnanci. V rámci této úpravy prognóza očekává částečnou kompenzaci implikovaného poklesu čistých mezd, resp. navýšení hrubých mezd, a to v souhrnné výši 0,3 % průměrné hrubé nominální mzdy během prvního pololetí 2015. Rozsah této kompenzace je však zatížen nejistotou.

Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2013 zpomalil na 0,8 %. Podle prognózy ve čtvrtém čtvrtletí 2013 mzdový růst opětovně zrychlil na 2,5 %. V letošním roce se průměrná mzda v této sféře zvýší o 2,2 %, v roce 2015 pak její dynamika při výraznějším růstu nominálního HDP zrychlí na 2,7 %.

Reálný HDP ve třetím čtvrtletí 2013 v meziročním srovnání klesl o 1,2 %, v mezičtvrtletním vyjádření vykázal růst o 0,2 % (Graf II.2.11). K meziročnímu poklesu přispěl zejména vývoj čistého vývozu a hrubé tvorby fixního kapitálu, v opačném směru působil kladný příspěvek změny stavu zásob a vládní spotřeby (Graf II.2.12). Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita ve čtvrtém čtvrtletí 2013** vzrostla o 0,1 % meziročně, v mezičtvrtletním vyjádření o 0,9 %. Pokračoval výrazný meziroční propad hrubé tvorby kapitálu, naopak u spotřeby domácností se očekává slabý růst. Také čistý vývoz a spotřeba vlády zřejmě přispěly k meziročnímu vývoji ekonomické aktivity kladně. Významný vliv mělo i předzásobení cigaretami před zvýšením spotřební daně v roce 2014. **V roce 2013 reálná ekonomická aktivita** celkově klesla o 1,3 %, když jedinou složkou s kladným příspěvkem byla vládní spotřeba.

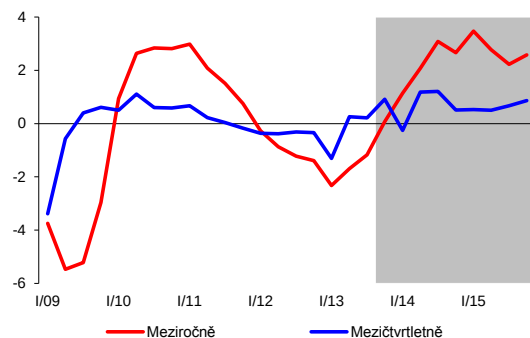
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda

Růst mezd ze současných nízkých hodnot zřetelně zrychlí s oživením ekonomické aktivity (meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP

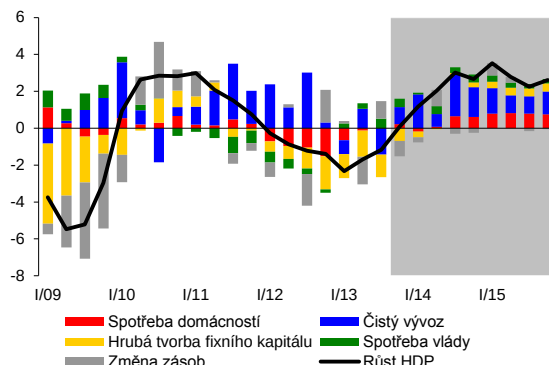
V letošním roce se HDP vrátí k růstu (změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP

K růstu HDP na prognóze přispějí kladně všechny složky poptávky

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



V roce 2014 HDP vzroste o 2,2 %⁶, když oživení ekonomiky podpoří uvolnění měnových podmínek prostřednictvím slabšího kurzu koruny, jehož efekt činí zhruba 1 procentní bod, a zároveň odezní tlumící faktory z předchozích let. Prognóza totiž předpokládá již robustnější růst zahraniční poptávky a zhruba neutrální vliv fiskální politiky. Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP bude lehce kladný a očekává se i obnovený růst vládních investic. V návaznosti na mírně zrychlující dynamiku mezd a nízkou inflaci bude již zřetelněji růst spotřeba domácností. Hrubá tvorba kapitálu bude zhruba stagnovat. V důsledku oživení zahraniční poptávky a oslabení kurzu bude čistý vývoz přispívat k růstu HDP kladně, bude však částečně tlumen postupným obnovováním růstu dovozně náročné domácí poptávky.

V roce 2015 růst HDP dosáhne 2,8 %, k čemuž přispěje výraznější oživení domácí poptávky. Vedle spotřeby domácností vykáže kladný příspěvek i hrubá tvorba kapitálu. Rovněž příspěvek čistého vývozu bude vlivem pokračujícího oživení v zahraničí kladný, a to i přes pokračující nárůst dovozu spotřebního zboží a meziproduktů pro výrobu vývozních statků.

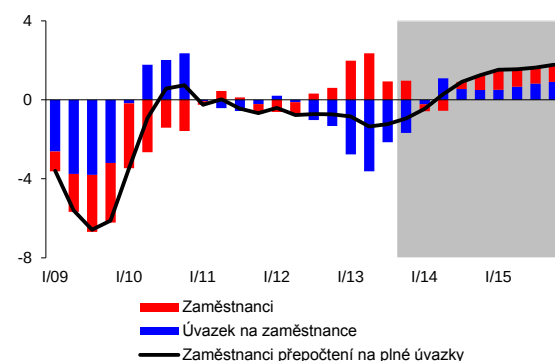
Pozorovaný meziroční pokles počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky se bude v následujících čtvrtletích postupně zmírňovat (Graf II.2.13). Od druhého čtvrtletí 2014 se pak v návaznosti na dříve započaté oživení ekonomické aktivity začne přepočtený počet zaměstnanců opětovně zvyšovat a jeho dynamika se bude přibližovat 2% hladině v závěru roku 2015. Celková zaměstnanost se v meziročním vyjádření bude zvyšovat až do prvního čtvrtletí 2014, byť výrazně mírnějším tempem než v minulém roce (Graf II.2.14). Po poklesu ve druhém čtvrtletí 2014, do jisté míry ovlivněném efektem srovnávací základny, bude následně stagnovat. K výraznějšímu růstu se v návaznosti na oživení ekonomické aktivity celková zaměstnanost vrátí až během roku 2015.

Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti během čtvrtého čtvrtletí 2013 stagnovala na úrovni 7 %. Přetrvávající růst pracovní síly bude na prognóze tlačit na mírné zvýšení obecné míry nezaměstnanosti k hodnotám okolo 7,5 % v první polovině 2015, v opačném směru bude působit pozvolný růst zaměstnanosti navazující na ekonomické oživení podpořené růstem zahraniční poptávky a uvolněním měnových podmínek. Tento faktor na delším konci prognózy převáží a obecná míra nezaměstnanosti začne pozvolna klesat (Graf II.2.14). Pokračující nárůst lze v nejbližších čtvrtletích očekávat i u sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob dle MPSV, který se bude zvyšovat až

Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců

Přepočtený počet zaměstnanců se začne vlivem oživení ekonomiky zvyšovat od druhého čtvrtletí 2014

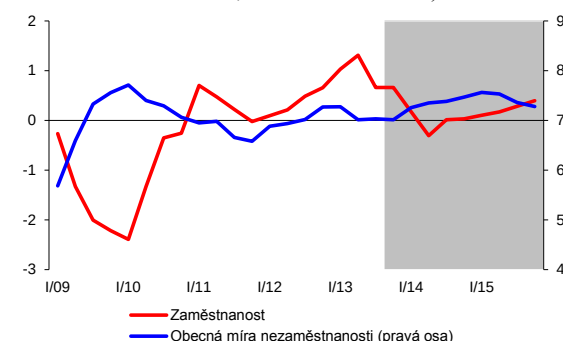
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.14 Prognóza trhu práce

Meziroční dynamika celkové zaměstnanosti se sníží, míra nezaměstnanosti se ještě mírně zvýší

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



⁶ Dynamika HDP bude výrazně ovlivněna předzásobením výrobců cigaret ke konci roku 2013 v souvislosti se zvyšováním spotřební daně na cigarety. Po očištění o tento vliv by růst HDP v letošním i příštím roce dosáhl zhruba 2,5 %.

slabě nad 8 %, a to v důsledku dalšího cyklického nárůstu počtu uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce při setrvalém poklesu populace ve věku 15–64 let. Od druhé poloviny roku 2014 se ale s oživením ekonomické aktivity začne podíl nezaměstnaných osob postupně snižovat.

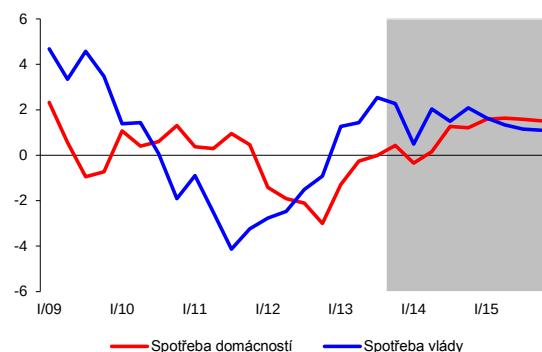
Reálná **spotřeba domácností** ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně stagnovala (Graf II.2.15). Prognóza předpokládá, že k oživení růstu spotřeby došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2013, mimo jiné i v souvislosti s oslabením kurzu koruny a s tím spojenými zvýšenými nákupy zboží dlouhodobé spotřeby. Nárůst spotřebitelské poptávky naznačují i dostupné předstihové indikátory, zejména pak vývoj maloobchodních tržeb v listopadu 2013 (viz kapitola III.3). Rovněž spotřebitelský indikátor důvěry na přelomu let 2013 a 2014 dále vzrostl. Za celý rok 2013 však došlo k poklesu spotřeby domácností o 0,3 %. Na začátku letošního roku sice spotřeba domácností přechodně zpomalí, když se předpokládá částečná kompenzace vyšších nákupů z konce roku 2013, avšak v dalších čtvrtletích ji bude podporovat nárůst reálného objemu mezd a platů. Spotřeba domácností tak v návaznosti na oživení ekonomické aktivity a odeznění dopadů fiskální konsolidace postupně zrychlí. Ve směru vyšší spotřeby domácností bude působit i pokles reálných úrokových sazeb.

Hrubý nominální disponibilní důchod v souhrnu za minulý rok nominálně klesl o 0,9 %, především z důvodu mírného poklesu objemu mezd a platů. Jeho nízká a v průběhu roku rozkolísaná meziroční dynamika byla zřejmě ovlivněna dopadem daňové optimalizace z přelomu let 2012–2013 (Graf II.2.16). Od počátku letošního roku tempo meziročního růstu mezd a platů zřetelně zrychlí; nejdříve v souvislosti s odezněním vlivu daňové optimalizace, od poloviny roku 2014 i vlivem oživení na trhu práce. Sociální dávky budou dle očekávání prognózy vykazovat kladné, i když zvolna se zmenšující, příspěvky na celém horizontu prognózy. Celkově nominální hrubý disponibilní důchod v letošním roce vzroste o 2,8 %, v roce 2015 pak jeho růst zrychlí na 4,5 %.

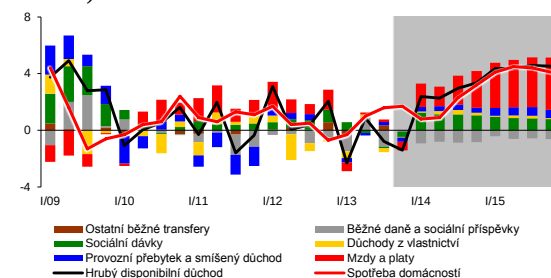
Podle prognózy na konci roku 2013 pokračoval slabý pokles sezonně očištěné **míry úspor domácností** (Graf II.2.17). Na začátku letošního roku se míra úspor vlivem oživení dynamiky mezd a platů i krátkodobého oslabení meziročního růstu nominální spotřeby domácností opětovně zvýší lehce nad úroveň 10 %. Na obdobné hladině se bude pohybovat i na celém horizontu prognózy.

Reálná **spotřeba vlády** v minulém roce dle předpokladů prognózy vzrostla o 1,9 %. O něco nižší růst si udrží i v letech 2014 a 2015 (Graf II.2.15). Tento vývoj bude přitom výsledkem na jedné straně silícího růstu nominální spotřeby vlády souvisejícího s uvolňováním doposud restriktivní fiskální politiky a na druhé straně rostoucí dynamiky jejího deflátoru ze současných nízkých hodnot.

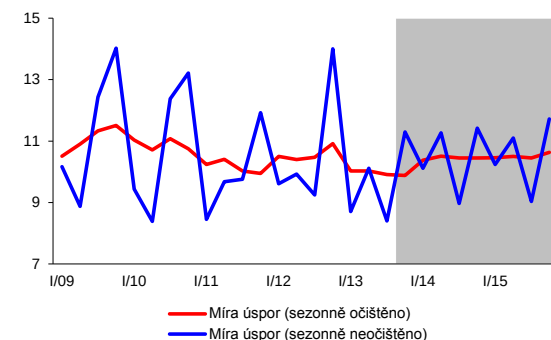
Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády
Spotřeba domácností na prognóze pozvolna poroste, stejně jako spotřeba vlády
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.16 Nominální disponibilní důchod
Růst disponibilního důchodu v letošním i příštím roce bude postupně zrychlovat zejména v důsledku vývoje mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.17 Míra úspor domácností
Míra úspor se na horizontu prognózy bude pohybovat lehce nad hladinou 10 %
(v %)



Hrubá tvorba kapitálu ve třetím čtvrtletí 2013 výrazně zmírnila svůj meziroční pokles, a to téměř výhradně v důsledku znatelného obnovení stavu zásob. Prognóza očekává postupné odeznívání meziročního poklesu fixních investic s jejich překmitem do kladných hodnot ve druhé polovině letošního roku, a to v návaznosti na oživení domácí i zahraniční poptávky a pokles reálných úrokových sazeb. Dynamika celkové hrubé tvorby kapitálu bude na přelomu let 2013 a 2014 opět výrazně ovlivněna předzásobením výrobců cigaret z důvodu dalšího zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků k 1.1.2014. Po poklesu o 6,3 % v roce 2013 bude hrubá tvorba kapitálu v letošním roce zhruba stagnovat (Graf II.2.18). V roce 2015 pak vzroste o 2,7 %, a to převážně s příspěvkem fixních investic.

Reálný **vývoz zboží a služeb** byl i ve třetím čtvrtletí 2013 značně utlumený. Pro čtvrté čtvrtletí 2013 však již prognóza očekává výrazné oživení meziročního růstu vývozu, který bude tažen pozitivním vývojem zahraničních zakázek v průmyslu (Graf II.2.19) v návaznosti na oživující zahraniční poptávku. V souhrnu za celý rok 2013 však vývoz zboží a služeb vzroste pouze nepatrně. Vyšší dynamika vývozu pak bude pozorována v roce 2014, kdy při zrychlujícím růstu zahraniční poptávky i očekávaném pozitivním efektu slabšího kurzu koruny poroste vývoz tempem okolo 9 %. V roce 2015 **po ukončení režimu používání kurzu jako měnového nástroje a následném nominálním posílení kurzu koruny** se tato hodnota zmírní na 6,6 %.

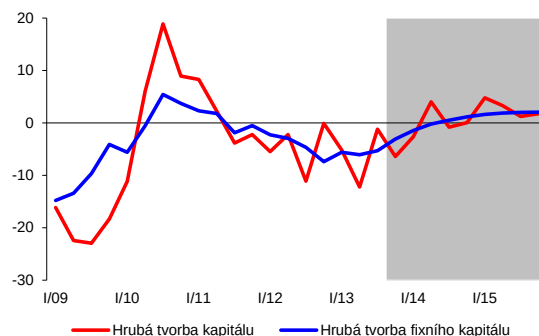
Reálný **dovoz zboží a služeb** překmitl ve třetím čtvrtletí 2013 do meziročního růstu, tento vývoj byl však dán především výrazným obnovením stavu dovozně náročných zásob. Podle prognózy se celkově za minulý rok dovoz zvýšil o 0,4 %. V souvislosti s narůstající dynamikou vývozu, jeho vysokou dovozní náročností a zmírňováním útlumu domácí poptávky zrychlí svou dynamiku také dovoz zboží a služeb, a to v roce 2014 na 7,9 % a v roce 2015 na 5,8 %. Proti jeho zvyšování bude nicméně působit – tam, kde je to možné – nahrazování dováženého zboží domácím v důsledku posílené cenové konkurenceschopnosti českých výrobců.

Čistý vývoz ve stálých cenách ve třetím čtvrtletí 2013 vykázal výrazně záporný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (1,4 procentního bodu), což však bylo do značné míry ovlivněno jednorázovým zvýšením dovozu v souvislosti s nárůstem stavu zásob z velmi nízkých úrovní. Na celém horizontu prognózy však již čistý vývoz přispěje kladně k meziročnímu růstu HDP, v roce 2014 v rozsahu 1,2 procentního bodu, v roce 2015 v rozsahu 0,8 procentního bodu.

Prognóza platební bilance předpokládá, že trend zlepšování **běžného účtu** bude pokračovat (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje přechod z deficitu ve výši -1 % HDP v roce 2013 do přebytku 0,5 % HDP v letošním a příštím roce. Příčinou tohoto vývoje v roce 2014 bude pokračující zvyšování

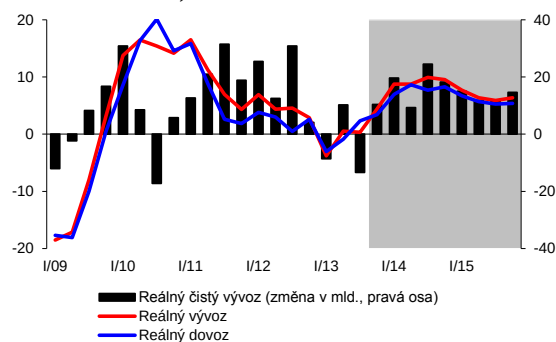
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu

Hrubá tvorba kapitálu bude v letošním roce zhruba stagnovat, k růstu se vrátí v roce 2015 (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.19 Reálný vývoz a dovoz

Dynamika vývozu a dovozu zrychlí s oživením zahraniční i domácí poptávky a v roce 2014 i s přispěním oslabeného kurzu koruny (meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



Tab. II.2.2 Prognóza vybraných veličin

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

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

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

přebytku výkonové bilance (v jejím rámci především obchodní bilance) a salda běžných převodů. Růst přebytku výkonové bilance bude spojen s očekávaným rychlejším růstem zahraniční než domácí poptávky, oslabeným kurzem koruny a mírným poklesem cen surovin na světových trzích. V roce 2015 pak za ním bude stát především růst zahraniční poptávky. V opačném směru bude na saldo běžného účtu nadále působit rostoucí deficit bilance výnosů, který bude v obou letech souviset zejména s růstem zisků nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR a v roce 2015 též se zvyšováním záporného salda úrokových výnosů. Bilance běžných převodů by měla v obou letech dosahovat historicky rekordních přebytků vlivem předpokládaného výrazně vyššího čerpání zdrojů z fondů EU ve srovnání s minulými roky.

Prognózovaný přebytek **kapitálového účtu** je spojen výhradně s čerpáním prostředků z fondů EU.⁷ Meziroční pokles přebytku oproti roku 2013 je dán odezněním jednorázové finanční transakce značného rozsahu realizované v minulém roce.

Čistý příliv **přímých investic** se v roce 2014 oproti minulému roku lehce zvýší vlivem menšího rozsahu dezinvestic nerezidentů a nižšího odlivu zdrojů formou úvěrů mateřským firmám. V roce 2015 by se v souvislosti se zrychlujícím ekonomickým růstem evropské i české ekonomiky měl zvýšit zájem nerezidentů o investice v tuzemsku. Prognóza předpokládá, že investice budou nadále v rozhodující míře ve formě reinvestovaného zisku, jehož kladné saldo se bude zvyšovat. Dalším faktorem vyššího salda přímých investic by měl být další postupný pokles odlivu ostatního kapitálu zahraničním mateřským společnostem. V oblasti **portfoliových investic** se v letošním roce očekává výrazný meziroční pokles dosud kladného salda až k nule především v souvislosti se záměrem vlády vydat nové dluhopisy denominované v eurech v menším objemu, než činí v letošním roce splatné eurové obligace. V menší míře se projeví také nižší zahraniční financování investičních potřeb firem kontrolovaných vládou a obnovený zájem rezidentů o investice v zahraničí vlivem ekonomického oživení. V roce 2015 není významnější změna salda prognózována, když rostoucí zahraniční zadlužení vlády bude z větší části kompenzováno zvýšeným zájmem rezidentů o investování v zahraničí.

Přebytek **platební bilance bez operací bankovního sektoru** v roce 2014 klesne především vlivem výše zmíněných faktorů v oblasti portfoliových investic o desítky mld. Kč na cca 80 mld. Kč.⁸ V roce 2015 by se přebytek měl opět zvýšit na přibližně 140 mld. Kč vlivem růstu zájmu o investice v ČR a vyššího

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

Od roku 2014 by běžný účet měl být v mírném přebytku
(v mld. Kč)

	2012	2013	2014	2015
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-94,0	-40,0	20,0	20,0
Obchodní bilance	145,8	195,0	245,0	260,0
Bilance služeb	49,8	50,0	55,0	60,0
Bilance výnosů	-288,7	-300,0	-320,0	-340,0
Běžné převody	-1,0	15,0	40,0	40,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	51,7	75,0	60,0	60,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	121,8	73,0	0,0	60,0
Přímé investice	181,1	25,0	40,0	75,0
Portfoliové investice	42,6	98,0	0,0	5,0
Finanční deriváty	8,6			
Ostatní investice	-110,6	-50,0	-40,0	-20,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	1,0			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-80,5			

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

⁷ Zvýšení meziročního čistého čerpání zdrojů z EU v roce 2014 o polovinu odráží snahu o minimalizaci nedočerpání těchto prostředků v souvislosti s koncem programového období 2007–2013.

⁸ Riziko ve směru nižšího přebytku představuje případné vyšší než předpokládané nedočerpání peněz z fondů EU.

podílu zahraničního financování vlády oproti roku 2014. Zejména v roce 2014 je však prognózovaný přebytek bilance nižší než očekávaná hodnota výnosů z devizových rezerv a prognózovaného čistého čerpání zdrojů EU, které se promítnou do zvýšení devizových rezerv.

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).

V **roce 2013** se podle aktuálních předpokladů vládní deficit snížil na 2,9 % HDP. Za meziročním poklesem vládního deficitu stojí především odeznění vlivu finančního vyrovnání s církvemi, které jednorázově prohloubilo schodek v sektoru vlády dle metodiky ESA 95 v roce 2012, a vliv konsolidačních opatření. Jejich příspěvek k vývoji ekonomické aktivity byl v souhrnu záporný ve výši přibližně 0,6 procentního bodu. Podle informací z pokladního plnění veřejných rozpočtů byly daňové příjmy ve srovnání s alternativním scénářem minulé prognózy spíše nižší.⁹ Vládní spotřeba v nominálním vyjádření zrychlila svůj růst, když došlo k oživení jak u náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru, tak u mezispotřeby. Vládní investice nadále klesaly, došlo nicméně ke zmírnění jejich propadu. K poklesu investic přispěla jak stále utlumená domácí složka, tak nižší realizace projektů spolufinancovaných z fondů EU. Dopady spuštění II. pilíře důchodového systému byly velmi nízké. Snížení deficitu hospodaření vládního sektoru pod 3 % HDP v roce 2013 by mělo umožnit ukončit v termínu Proceduru při nadměrném schodku (EDP).

V **roce 2014** je očekáván pokles vládního deficitu na 2,6 % HDP, což bude převážně dáno obnovením růstu ekonomické aktivity. K poklesu vládního deficitu přispěje rovněž výnos z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč. Prognóza zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (např. nižší valorizace důchodů) a harmonizační úpravy nepřímých daní, avšak jejich restriktivní působení na ekonomický růst bude vyvažováno výrazným oživením vládních investic v souvislosti s realizací projektů spolufinancovaných z fondů EU a pokračujícím mzdovým růstem ve vládním sektoru. V roce 2014 tak bude celkové působení diskrečních opatření fiskální politiky na ekonomickou aktivitu přibližně neutrální.

V **roce 2015** lze očekávat mírné zvýšení deficitu vládního sektoru na 2,8 % vlivem daňové reformy. V tomto roce totiž dle platné legislativy vstoupí v účinnost daňová reforma¹⁰, která

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

Fiskální konsolidace skončila v roce 2013, od roku 2014 začne fiskální politika působit neutrálně, resp. mírně uvolněně (v % nominálního HDP)

	2012	2013	2014	2015
	skut.	oček. skut.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	40,7	41,3	41,3
Výdaje vládního sektoru	44,5	43,6	43,9	44,1
z toho: úrokové platby	1,5	1,5	1,6	1,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-4,4	-2,9	-2,6	-2,8
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-2,9	-1,4	-1,0	-1,1
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-1,5	0,0	0,2	0,0
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-2,9	-2,9	-2,8	-2,8
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,4	-0,9	-0,7	-0,4
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-2,5	-2,0	-2,1	-2,3
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,8	0,5	-0,1	-0,2
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,4	-1,2	-0,8	-0,3
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-2,5	-1,7	-2,0	-2,5
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	0,8	0,7	-0,3	-0,5
Dluh vládního sektoru	46,2	47,5	48,5	49,3

^{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, v roce 2014 příjem z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.

^{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).

⁹ Podle dostupných informací byly oproti předpokladům minulé prognózy nižší zejména příjmy ze spotřebních daní a daně z příjmů právnických osob.

¹⁰ Reforma zahrnuje zejména změny v přímých daních, příspěvcích na sociální zabezpečení, snížení registračního limitu pro plátce DPH a zvýšení limitů daňového odpočtu z darů.

povede ke značnému poklesu příjmů z přímých daní (téměř o 0,6 % HDP). Pozitivní dopad poměrně robustního hospodářského růstu na daňový výnos tak bude daňovou reformou kompenzován, vedle toho k růstu podílu deficitu na HDP přispěje odeznění dopadu z příjmu prodeje kmitočtových pásem. Fiskální politika bude v roce 2015 mírně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,3 procentního bodu. Vzhledem k tomu, že daňová reforma zahrnuje i snížení odvodového zatížení zaměstnavatelů, ovlivní mírně expanzivní fiskální politika jak spotřebu domácností, tak investice v soukromém sektoru.

V souvislosti s konsolidačními opatřeními se očekává v roce 2013 pokles **strukturálního schodku** na 2 % HDP, který se od roku 2014 začne postupně opět zvyšovat.¹¹ Prohloubení strukturálního schodku v podmínkách očekávaného hospodářského růstu bude znamenat vzdálení se od střednědobého cíle pro strukturální schodek vládního sektoru, který je stanoven ve výši 1 % HDP.

Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k postupnému nárůstu **vládního zadlužení** na 49,3 % 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 rozpuštění v minulosti vytvořené dluhové rezervy, které úroveň dluhu snižuje.

Rizikem fiskální prognózy směrem k nižším schodkům a restriktivnějšímu působení fiskální politiky je případně slabší oživení v oblasti investiční aktivity subjektů vládního sektoru (významnější než dosud uvažované nedočerpání prostředků z EU fondů). Zdrojem nejistoty je i směřování fiskální politiky nově ustanovené vlády.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé předpovědi¹² pro rok 2014 příliš nemění, když nižší výhled regulovaných cen je kompenzován mírně vyšší čistou inflací. Pro rok 2015 je pak prognóza inflace přehodnocena lehce dolů. Oproti minulé predikci je předpokládána trajektorie měnového kurzu mírně slabší, když zohledňuje zvolenou intervenční hladinu 27 CZK/EUR do počátku roku 2015. Růst HDP je

¹¹ Strukturální schodek je očištěn o vliv hospodářského cyklu a mimořádné jednorázové operace, do kterých se v roce 2014 započítává zejména příjem z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.

¹² Pro účely této SZ/ZoI se minulou prognózou rozumí alternativní scénář používání kurzu jako nástroje měnové politiky ze 7. SZ 2013/ZoI IV/2013. Rozhodnutím bankovní rady zahájit používání kurzu ze dne 7.11.2013 se totiž tento alternativní scénář stal nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího ekonomického vývoje.

v letošním i příštím roce přehodnocen lehce směrem nahoru. V roce 2014 je to dáno vlivem vyššího výhledu investic a vládní spotřeby a v roce 2015 i výraznějšího příspěvku čistého vývozu. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se vlivem revizí a předpokládaných změn v placení zdravotního pojištění v roce 2015 posouvá mírně směrem nahoru. Trajektorie úrokových sazeb je po ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky v predikci nižší, což odráží především nižší výhled zahraničních sazeb.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se v roce 2014 příliš nemění, v roce 2015 leží mírně níže (Graf II.3.1). Podobný vývoj celkové inflace s minulou prognózou v roce 2014 je důsledkem kompenzace nižšího výhledu regulovaných cen a mírně vyšší prognózy čisté inflace, v níž se odráží rychlejší růst dovozních cen. Nižší meziroční dynamika spotřebitelské poptávky s určitým zpožděním tlumí růst čisté inflace od druhé poloviny roku 2014. Předpoklady ohledně dopadů změn nepřímých daní se nemění, a proto se výhled **měnověpolitické inflace** mění stejně jako u celkové inflace.

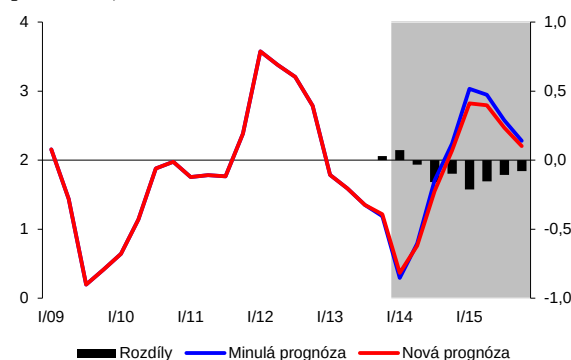
Očekávaný meziroční pokles **regulovaných cen** v roce 2014 je oproti minulé prognóze hlubší, a to zejména vlivem výraznějšího předpokládaného snížení cen elektřiny¹³ a mírnějšího nárůstu cen vodného a stočného. Ve směru nižší meziroční dynamiky regulovaných cen rovněž působí mírnější pozorovaný růst cen v oblasti dopravy, zdravotnictví a vzdělávání. V roce 2015 je obnovený růst regulovaných cen oproti minulé prognóze naopak poněkud silnější, a to vlivem výraznějšího tempa růstu cen plynu pro domácnosti, do nichž se podle předpokladu prognózy promítne se zpožděním pozorované oslabení kurzu CZK/USD.¹⁴ Ceny plynu pro domácnosti v příštím roce rovněž sledují předpokládaný mírnější pokles světových cen zemního plynu při méně výrazném meziročním posilování kurzu CZK/USD.

Meziroční **čistá inflace** se oproti minulé prognóze do poloviny roku 2014 mírně zvyšuje (Graf II.3.2). V rámci její struktury rychleji poroste korigovaná inflace bez pohonných hmot a ceny potravin s ohledem na zvyšující se dynamiku dovozních cen, kde je již patrný vliv oslabeného kurzu. Současné přehodnocení prognózy spotřeby domácností působí směrem k nižší čisté inflaci od druhé poloviny roku 2014.

U výhledu **zahraničí** byl oproti předpokladům minulé prognózy znatelně snížen očekávaný růst cen zahraničních výrobců, ve kterém se částečně promítají i snížené výhledy cen komodit na

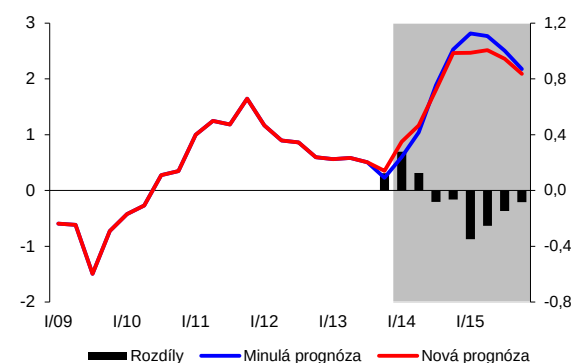
Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace

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 na začátku roku 2014 posouvá mírně výše, od poloviny letošního roku naopak níže (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



¹³ Do výhledu cen elektřiny bylo v plné míře zapracováno snížení regulovaných poplatků za distribuci na základě cenového rozhodnutí Energetického regulačního úřadu z 27.11.2013.

¹⁴ Proti slabšímu kurzu CZK/USD bude působit snížení regulované ceny za distribuci plynu na základě cenového rozhodnutí Energetického regulačního úřadu z 27.11.2013.

světových trzích. Výhled sazeb 3M EURIBOR se také posunul významně níže. Výhled růstu zahraniční poptávky byl na kratším horizontu prognózy přehodnocen mírně směrem dolů, ve vzdálenějším horizontu naopak slabě nahoru.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se v letošním roce posouvá nepatrně níže vlivem poklesu úrokové prémie, ke kterému došlo po zahájení devizových intervencí. Nižší růst sazby 3M PRIBOR od počátku roku 2015 je pak důsledkem nižšího výhledu sazeb v zahraničí (Graf II.3.3).

Kurz koruny k euru se bude v letošním roce pohybovat poblíž 27 CZK/EUR, což je mírně slabší hladina oproti alternativnímu scénáři z minulé prognózy. Také v roce 2015, kdy se již předpokládá opuštění režimu používání kurzu jako měnového nástroje, se kurz pohybuje na mírně slabších hodnotách (Graf SZ II.3.1) Toto přehodnocení odráží nižší výhled zahraničních cen a také nižší nominální čistý vývoz.

Data národních účtů za třetí čtvrtletí 2013 ukazují na hlubší propad **hrubého domácího produktu** v roce 2013. Oproti minulé prognóze se odhad pro minulý rok snížil o 0,4 procentního bodu (Graf II.3.4). Důvodem je nižší pozorovaná skutečnost za třetí čtvrtletí 2013 u spotřeby domácností a čistého vývozu. V opačném směru došlo k přehodnocení růstu vládní spotřeby, také propad investic byl nižší než předpoklad v důsledku neočekávaného zvýšení zásob. V roce 2014 je růst HDP prognózován na slabě vyšších hodnotách. Změnila se i struktura ekonomického růstu, když k oživení ve větší míře přispěje hrubá tvorba kapitálu a spotřeba vlády, méně pak – ve vazbě na slabší data za třetí čtvrtletí 2013 – spotřeba domácností. V roce 2015 se prognóza růstu HDP zvyšuje o 0,3 procentního bodu zejména v důsledku vyššího růstu vývozu, který bude tažen o něco výraznějším oživením zahraniční poptávky a **slabším kurzem koruny**.

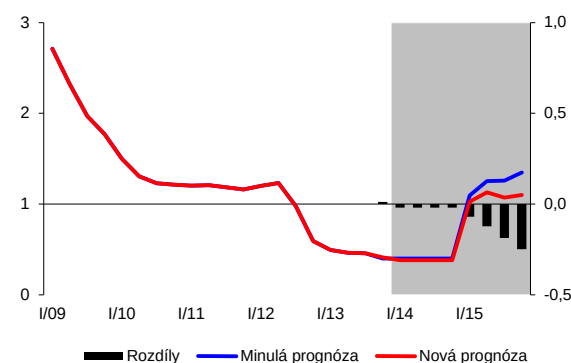
Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP byl v roce 2013 ve srovnání s minulou prognózou nižší, což převážně odráží nová data a lehce nižší růst zahraniční poptávky. Vliv nižšího vývozu a vyššího dovozu, plynoucí z posledních pozorovaných dat, je však v prognóze částečně kompenzován ve čtvrtém čtvrtletí 2013. Rostoucí počet zahraničních zakázek v průmyslu totiž naznačuje rychlejší oživení vývozního sektoru. V roce 2014 bude příspěvek čistého vývozu k růstu HDP oproti předchozí predikci nižší, naopak na delším konci prognózy bude čistý vývoz podpořen vyšší dynamikou zahraniční poptávky a **slabší trajektorií měnového kurzu**.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé prognóze mírně zvyšuje. Velmi utlumený růst mezd na minulosti byl mírně revidován směrem nahoru, v roce 2015 je navíc oproti minulé prognóze uvažován dopad do růstu hrubé mzdy ve výši 0,3 procentního bodu v souvislosti se změnou v placení zdravotního pojištění.

Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb

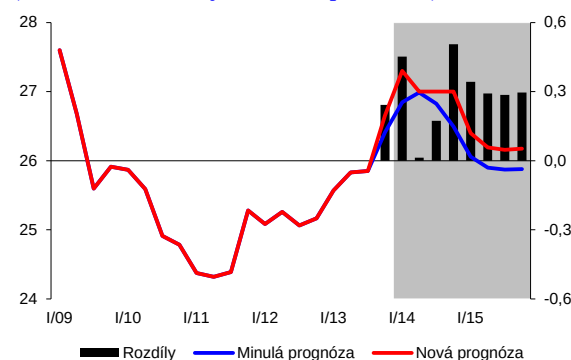
Trajektorie tržních úrokových sazeb je v roce 2015 mírně nižší vlivem nižšího výhledu zahraničních sazeb

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



Graf SZ II.3.1 Změna prognózy kurzu

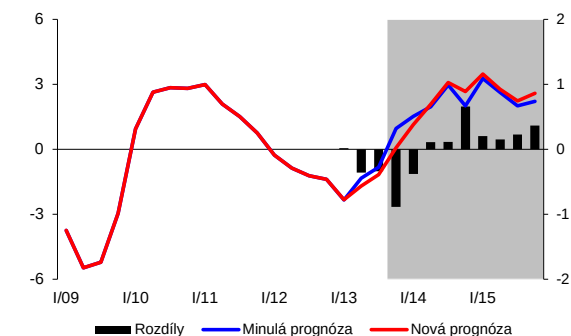
Predikce kurzu se posouvá ke slabším hodnotám (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Graf II.3.4 Změna prognózy HDP

Prognóza vývoje HDP je v letošním i příštím roce mírně vyšší

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



Vývoj implikované agregátní **technologie** je na počáteční podmínce přehodnocen mírně směrem nahoru, v čemž se odráží zejména revize dat a poslední pozorování investic a mezd. Na prognóze je tempo růstu implikované agregátní technologie naopak mírně nižší. Ke konci horizontu prognózy se podobně jako v minulé prognóze pohybuje v blízkosti 3% úrovně, odpovídající předpokládanému rovnovážnému růstu ekonomiky.

II.4 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním i tříletém horizontu se na začátku letošního roku nacházela mírně nad cílem ČNB. Indikátor domácnostmi očekávané inflace se mírně zvýšil. Analytici očekávají, že v letošním roce se ekonomika vrátí k růstu a zrychlí i dynamika mezd. Kurz koruny by podle analytiků měl v ročním horizontu posílit na hladinu 26,9 CZK/EUR. Všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB i během následujících dvanácti měsíců. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou přibližnou stabilitu sazeb, přičemž v celém horizontu se pohybuje zhruba v souladu s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se v celém roce 2013 pohybovala pod cílem ČNB, na počátku roku 2014 se zvýšila mírně nad cíl. Inflační očekávání podnikových manažerů byla stabilně těsně nad 2% cílem ČNB (Tab. II.4.1). Analytiky očekávaná inflace v tříletém horizontu se také nacházela v těsné blízkosti cíle.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** od konce roku 2011 vykazuje lehce kladné saldo (Graf II.4.1). 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. Trend jeho postupného poklesu se v posledních dvou měsících roku 2013 (tj. po oznámení ČNB, že začala používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky) zastavil a indikátor se mírně zvýšil. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že po poklesu v minulém roce HDP letos vzroste o necelá 2 % (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). V příštím roce by ekonomika měla dále zrychlit a také růst mezd by se měl zvyšovat z aktuálně velmi utlumených hodnot. V ročním horizontu očekávají analytici posílení měnového kurzu koruny těsně pod hladinu 27 CZK/EUR. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všech třináct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

Tab. II.4.1 Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků

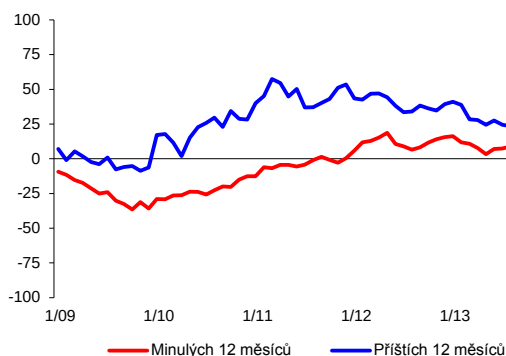
Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se počátkem roku 2014 zvýšila mírně nad cíl ČNB (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/13	10/13	11/13	12/13	1/14
IOFT:					
Index spotř. cen	1,7	1,4	1,7	1,7	2,3
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Reálný HDP v roce 2013	-0,9	-0,9	-1,1	-1,3	
Reálný HDP v roce 2014	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Nominální mzdy v roce 2013	0,8	0,7	0,7	0,8	
Nominální mzdy v roce 2014	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,1	25,1	26,8	26,9	26,9
2T repo (v %)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1R PRIBOR (v %)	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7
Podniky:					
Index spotř. cen	2,1			2,1	

Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace

Inflační očekávání domácností se na konci roku 2013 mírně zvýšila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.4.2 Očekávané ukazatele dle CF

Analytici dle CF předpokládají, že po poklesu HDP v minulém roce se letos ekonomika vrátí k růstu (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/13	10/13	11/13	12/13	1/14
Reálný HDP v roce 2013	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	
Reálný HDP v roce 2014	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
Nominální mzdy v roce 2013	0,8	0,9	1,0	0,9	
Nominální mzdy v roce 2014	2,6	2,7	2,6	2,4	2,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,4	25,4	25,8	26,8	26,9
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5

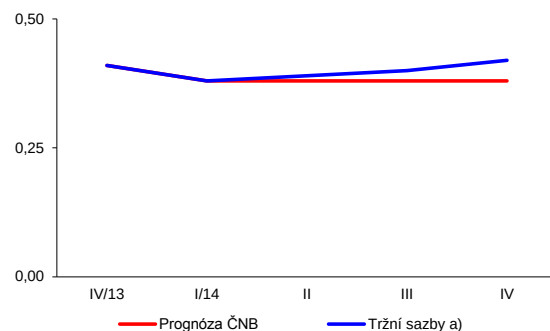
V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním i příštím roce nižší růst reálného HDP. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží níže než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou do konce tohoto roku zhruba v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s novou prognózou ČNB. **Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků pohybuje na slabších hodnotách než v predikci ČNB. Analytici tak pravděpodobně vesměs očekávají, že k ukončení devizových intervencí dojde později než v prvním čtvrtletí 2015, jak předpokládá prognóza ČNB.**

Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich očekávanou přibližnou stabilitu minimálně do konce letošního roku. To zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě a aktuální výši prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje v blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, která zohledňuje používání kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky.

Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Výhled úrokových sazeb odvozený z FRA je přibližně v souladu se sazbami konzistentními s prognózou ČNB

(v %)



^{a)} pro IV/13 a I/14 3M PRIBOR, pro II/14 až IV/14 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 24.1.2014

III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v prosinci 2013 meziroční hodnoty 1,4 %, a nacházela se tak v dolní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 0,6 % pak byla pod dolní hranicí tohoto tolerančního pásma. Na zvýšení celkové meziroční inflace v průběhu čtvrtého čtvrtletí se podílely všechny tržní složky inflace, zejména v souvislosti s oslabením kurzu koruny, ke kterému došlo na základě rozhodnutí Bankovní rady ČNB o zahájení používání devizového kurzu jako nástroje k dalšímu uvolnění měnových podmínek. Přesto se v podmínkách pokračujícího protiinflačního působení domácí ekonomiky růst tržních cen nacházel na nízkých hodnotách. Také klesající dovozní ceny energetických i neenergetických surovin přispěly k celkově nízké inflaci ve čtvrtém čtvrtletí 2013.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

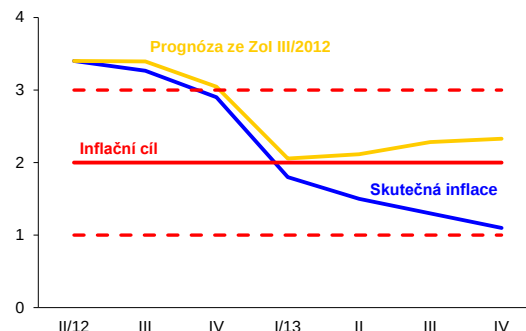
Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru nacházela těsně nad dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf III.1.1), měnověpolitická inflace se pohybovala hluboko pod ní. Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve čtvrtém čtvrtletí 2013 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od dubna do prosince 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 III/2012 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci III/2012 očekávala, že celková inflace na přelomu let 2012 a 2013 poklesne z hodnot nad 3 % k cíli ČNB. V roce 2013 se v důsledku zvýšení obou sazeb DPH měla pohybovat lehce nad inflačním cílem (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace měla na konci roku 2012 poklesnout do dolní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB, kde měla setrvat po celý rok 2013. Na začátku prognózy měl slábnout proinflační vliv dovozních cen v souvislosti se zmírněním cenového růstu v zahraničí. Protiinflační působení domácí ekonomiky mělo na počátku roku 2013 odeznít, výraznější tlaky na růst cen v domácí ekonomice však nebyly očekávány až do konce predikčního horizontu. Prognóza předpokládala, že k poklesu inflace přispěje i pomalejší růst regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot.

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** v celém období pohybovala pod prognózou, přičemž v roce 2013 se odchylka postupně zvyšovala. K rozdílu skutečné celkové inflace od predikce ve čtvrtém čtvrtletí 2013 ve výši 1,2 procentního bodu přispěla

Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nacházela výrazně pod prognózou ze ZoI III/2012 (meziročně v %)



především přetrvávající záporná hodnota korigované inflace bez pohonných hmot, oproti prognóze byl nižší také růst regulovaných cen a cen pohonných hmot. Rychleji rostoucí ceny potravin kompenzovaly tyto záporné odchylky jen v malém rozsahu (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti prognóze došlo nejprve k rychlejšímu růstu, avšak od roku 2013 naopak k pomalejšímu než očekávanému oživení zahraniční ekonomické aktivity (Tab. III.1.2). Také výrobní ceny v zahraničí zpočátku rostly vůči předpokladům o něco rychleji, od začátku roku 2013 se však jejich dynamika nacházela výrazně pod prognózou. Zahraniční úrokové sazby reagovaly na prohloubení evropské dluhové krize a zhoršený výhled ekonomické aktivity a nacházely se pod předpokládanou trajektorií. Vyšší oproti předpokladům prognózy byla pouze cena ropy. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci mírně protiinflačně.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Tržní úrokové sazby klesaly v reakci na snížení sazeb ČNB, ovšem ve druhé polovině roku 2013 již byly ovlivněny existencí nulové dolní meze sazeb. Měnový kurz byl v roce 2012 zhruba stabilní, v roce 2013 se pohyboval na slabších hodnotách v porovnání s prognózou – mimo jiné v důsledku komunikace ČNB¹⁵ a útlumu zahraniční poptávky (Tab. III.1.3). Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 pak byl kurz koruny zřetelně ovlivněn rozhodnutím ČNB začít používat devizový kurz k dalšímu uvolnění měnových podmínek.

Vývoj od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Vývoj domácího HDP byl výrazně nižší, a to z důvodu zpomalení zahraniční poptávky i výrazného útlumu domácí poptávky v reakci na nejistotu o budoucím vývoji s významně záporným příspěvkem domácí fiskální konsolidace v letech 2012 i 2013. Vývoj reálné spotřeby domácností odrážel negativní spotřebitelský sentiment a pokles reálného disponibilního důchodu zejména v důsledku zvýšení nepřímých daní a slabého růstu mezd. Rovněž vývoj investic byl v reakci na slabou domácí i zahraniční poptávku a jejich nejistý výhled významně nižší, než předpokládala prognóza. Také objemy vývozu a dovozu zaostávaly za předpoklady predikce. Srovnání aktuálních dat o struktuře vývoje HDP a tehdejší prognózy je zároveň ovlivněno výraznými revizemi národních účtů.

Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Odchylka inflace od prognózy byla dána především korigovanou inflací bez PH (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2012	Skutečnost 4.čtvrtletí 2013	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{c)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,3	1,1	-1,2
z toho:			
regulované ceny	2,8	1,3	-0,3
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,7	0,7	0,0
ceny potravin ^{b)}	1,7	2,3	0,2
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	0,3	-1,7	-0,1
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,3	-0,4	-0,9

^{a)} Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.

^{b)} Rozumní se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

^{c)} Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí

Zahraniční veličiny působily na domácí inflaci v souhrnu mírně protiinflačně (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		III/12	IV/12	I/13	II/13	III/13	IV/13
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	0,2	0,2	0,0	0,9	1,8	2,2
	s	0,7	0,3	0,0	0,4	0,4	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	1,8	1,7	1,0	1,5	2,4	2,8
	s	2,1	2,1	1,1	0,0	-0,3	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
	s	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,25	1,25	1,24	1,24	1,24	1,24
	s	1,25	1,30	1,32	1,31	1,32	1,36
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	99,0	97,0	96,9	96,6	96,3	95,8
	s	109,9	110,5	112,9	103,3	109,7	109,4

p - předpoklad, s - skutečnost

^{a)} ve stálých cenách

^{b)} sezonně očištěno

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

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin

Pozorovaný vývoj HDP se téměř v celém období pohyboval výrazně pod prognózou

		III/12	IV/12	I/13	II/13	III/13	IV/13
3M PRIBOR (v %)	p	0,8	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2
	s	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,5	25,3	25,2	25,1	25,1	25,0
	s	25,1	25,2	25,6	25,8	25,9	26,7
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	1,5	2,3
	s	-1,2	-1,4	-2,3	-1,7	-1,2	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	3,0	2,9	2,9	2,9	3,2	3,4
	s	1,6	4,0	-0,4	1,1	1,4	-

p - prognóza, s - skutečnost

^{a)} sezonně očištěno

^{b)} v podnikatelském sektoru

¹⁵ Na svém zasedání v září 2012 se bankovní rada shodla, že v případě potřeby použití jiných nástrojů měnové politiky než úrokových sazeb by tímto nástrojem byl pravděpodobně měnový kurz. V listopadu 2012 bankovní rada současně se snížením úrokových sazeb na tzv. technickou nulu rozhodla o přerušení programu prodeje částí výnosů z investování devizových rezerv, neboť by nebylo možné vyloučit potenciální rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy měnověpolitické úrokové sazby jsou na technické nule.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** i dalších nástrojích měnové politiky je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na jednáních ve druhém čtvrtletí 2012 byla rizika prognózy označena za proinflační pro celkovou inflaci, resp. vychýlená směrem k alternativnímu scénáři (ten předpokládal nižší měnověpolitickou inflaci i úrokové sazby než základní scénář); na červnovém zasedání bankovní rada snížila 2T repo sazbu o 0,25 procentního bodu. Ve třetím čtvrtletí 2012 byla rizika posouzena jako vyrovnaná, resp. protiinflační; na zářijovém zasedání byla 2T repo sazba snížena o 0,25 procentního bodu. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 pak bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako vyrovnaná, resp. slabě protiinflační; na listopadovém zasedání byla 2T repo sazba snížena o 0,20 procentního bodu na tzv. technickou nulu.

V souhrnu lze měnovou politiku v rozhodném období hodnotit následujícím způsobem. Tržní úrokové sazby klesaly v reakci na vývoj sazeb ČNB. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 i přes významné dopady daňových změn v průměru pohybovala těsně nad dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB, měnověpolitická inflace se pohybovala hluboko pod ní. V rozhodném období se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu převažovala protiinflační rizika. Domácí protiinflační rizika přitom částečně kompenzoval slabší kurz koruny ovlivněný komunikací ČNB, která tak působila ve směru uvolňování měnových podmínek. Nicméně i tak se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od dubna do prosince 2012 měla být ještě výrazně uvolněnější.

III.1.2 Současný vývoj inflace

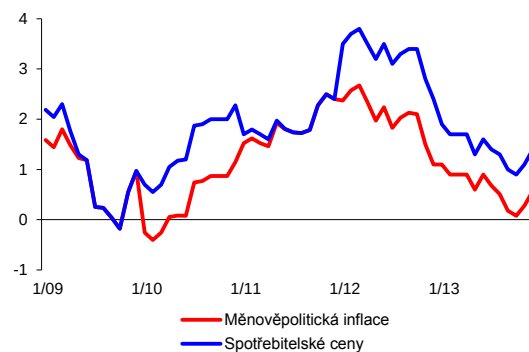
V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 se **meziroční inflace**¹⁶ zvýšila, když v prosinci byla o 0,4 procentního bodu vyšší než v září a dosáhla 1,4 % (Graf III.1.2). Nicméně na počátku tohoto čtvrtletí byl ještě patrný pokračující trend klesající inflace, která se v říjnu snížila pod úroveň 1 %. Zrychlení meziroční inflace v listopadu a prosinci pak bylo vedle vlivu srovnávací základny spojeno s oslabením měnového kurzu, který se promítl do všech tržních složek inflace, zatímco růst regulovaných cen se zmírnil (Graf III.1.3).

Za těchto okolností došlo zejména v prosinci ke znatelnému zvýšení podílu tržních cen ve **struktuře meziroční inflace** ze zhruba nulových hodnot zaznamenaných v říjnu. Na tomto vývoji se podílel zejména posun meziroční korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot (Graf III.1.4). Přesto podíl administrativních vlivů na inflaci, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen, byl i na konci roku 2013 vyšší než u tržních cen.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen činil ke konci roku 2013 zhruba 0,7 procentního bodu

Graf III.1.2 Inflace

V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 se inflace zvýšila (meziročně v %)



¹⁶ Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

v důsledku zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod a zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky z počátku roku 2013. Celkový primární dopad daňových změn do inflace včetně regulovaných cen dosáhl zhruba 0,8 procentního bodu.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu všech změn nepřímých daní, ještě v říjnu dosáhla pouhých 0,1 %, v následujících dvou měsících se pak zvýšila na 0,6 % (Graf III.1.2). Stále se tedy nacházela znatelně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB a byla výrazně nižší než celková inflace.

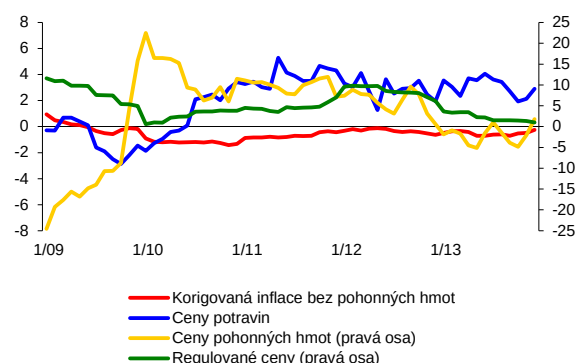
Meziroční růst **regulovaných cen** na konci roku 2013 dále oslabil (z 1,4 % v září na 1 % v prosinci; včetně vlivu změny DPH; Graf III.1.3). Přispělo k tomu zejména zpomalení růstu cen elektřiny, vzdělávání a položek s regulovanými cenami ve zdravotnictví. Na dosaženém meziročním růstu regulovaných cen se přitom nadále nejvíce podílely ceny elektřiny a tepla, jejichž příspěvek byl však zcela kompenzován pokračujícím poklesem cen zemního plynu pro domácnosti. Také rostoucí ceny vodného a stočného, odvozu odpadů a dopravy přispěly k celkovému růstu regulovaných cen ve sledovaném období. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek tržní inflace bez dopadu změn daní.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, na konci roku 2013 znatelně zrychlil (na 0,8 % v prosinci) z nulových hodnot zaznamenaných v říjnu. Zvýšení čisté inflace bylo důsledkem posunu korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot spolu se zrychlením růstu cen potravin a obnovením meziročního růstu cen pohonných hmot, mimo jiné v souvislosti s meziročním oslabením měnového kurzu. Přesto byl dosažený růst tržních cen i nadále nízký a odrážel zejména přetrvávající výrazný útlum domácí ekonomiky včetně pomalého růstu mezd v podnikatelské sféře. K nízké dynamice tržních cen přispěly též klesající dovozní ceny energetických a neenergetických surovin.

Působení těchto protiinflačních faktorů se promítalo zejména do vývoje meziroční **korigované inflace bez pohonných hmot**, která se dlouhodobě pohybuje v záporných hodnotách (Graf III.1.5). Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se posunula směrem k nulovým hodnotám (na -0,3 % v prosinci). K tomuto vývoji přispěl především obnovený meziroční růst cen **neobchodovatelných ostatních statků**¹⁷ (na 0,5 %), kde bylo patrné zesílení meziročního růstu nájemného a zmírnění poklesu cen telekomunikačních služeb. Ve stejném směru působilo lehké zmírnění meziročního poklesu cen **ostatních obchodovatelných statků** bez potravin a pohonných hmot (na -1,6 %), které jsou více ovlivňovány vývojem měnového kurzu a zahraničních cen. V tomto segmentu došlo zejména ke znatelnému zmírnění meziročního poklesu cen dopravních prostředků.

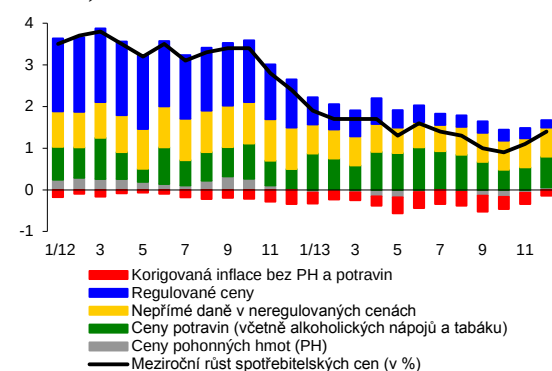
Graf III.1.3 Vývoj složek inflace

Ke zvýšení inflace přispěly během čtvrtého čtvrtletí 2013 všechny složky tržních cen (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



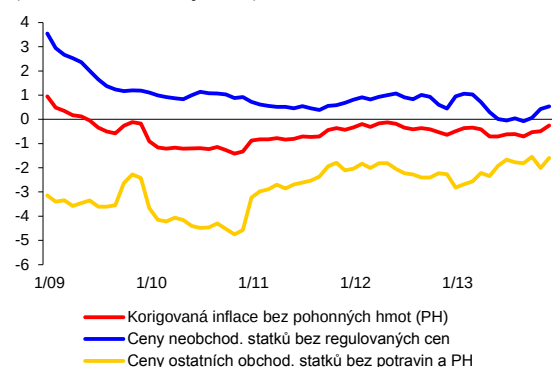
Graf III.1.4 Struktura inflace

Přestože se podíl tržních cen na inflaci zvýšil, podíl administrativních vlivů byl nadále vyšší (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.1.5 Korigovaná inflace bez pohonných hmot

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 posunula k méně záporným hodnotám (meziroční změny v %)



¹⁷ Tento segment zahrnuje především služby.

Nejrychleji rostly ve čtvrtém čtvrtletí 2013 stejně jako doposud **ceny potravin**, jejichž meziroční tempo růstu zrychlilo na 2,9 %¹⁸ v prosinci (tj. oproti září o 0,2 procentního bodu, resp. oproti říjnu o 1 procentní bod). V prosinci přitom nejvíce zrychlily svůj růst maloobchodní ceny zeleniny a výrobků z mléka. Do spotřebitelských cen potravin se vedle vývoje cen potravinářských komodit na zahraničních trzích promítl i vliv oslabeného měnového kurzu. Ten byl v prosinci také patrný ve zmírnění meziročního poklesu cen domácích výrobců v zemědělství a mírném obnovení růstu cen v potravinářském průmyslu (Graf III.1.6).

Ceny pohonných hmot zaznamenaly v prosinci obnovený meziroční růst (o 1,8 %), který se odvíjel od zmírnění meziročního poklesu světových cen benzínů (resp. od obnoveného růstu světových cen ropy), a to v podmínkách oslabení kurzu CZK/USD.

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Obnovení meziročního růstu dovozních cen v listopadu 2013, ovlivněné oslabením měnového kurzu, se nejvíce projevilo ve vývoji cen dovážených polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování. Také zřetelné zmírnění meziročního poklesu cen dovážených energetických a neenergetických surovin významně přispělo k obratu ve vývoji dovozních cen. Růst cen průmyslových výrobců se rovněž obnovil. Ceny zemědělských výrobců meziročně klesaly v důsledku výrazných propadů cen komodit rostlinného původu. Ceny stavebních prací a tržních služeb v podnikatelské sféře při přetrvávající nízké domácí poptávce setrvaly v meziročním poklesu.

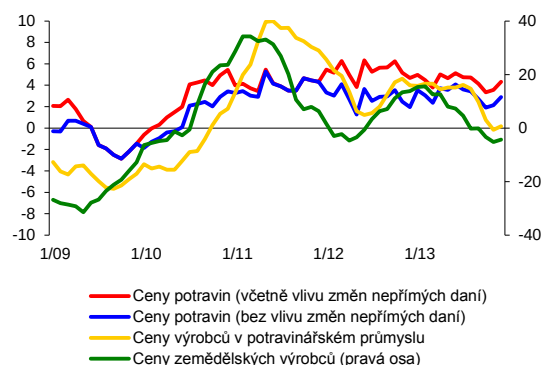
III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny v říjnu 2013 ještě poměrně rychle meziročně klesaly. V listopadu se však v jejich vývoji ztlačně projevila dopad oslabení měnového kurzu a dovozní ceny meziročně vzrostly o 1 % (Graf III.2.1). Na této změně trendu se zejména podílely rychleji rostoucí dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování a obnovený růst dovozních cen polotovarů.

Dovozní ceny **minerálních paliv** pokračovaly v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2013 v meziročním poklesu, který byl pozorován od počátku roku 2013 (Graf III.2.2). Jejich vývoj byl nadále určován především klesajícími světovými cenami hlavních energetických komodit – ropy a zemního plynu. Meziroční pokles cen ropy i zemního plynu na světových trzích se v říjnu a listopadu pohyboval na úrovni jednociferných hodnot, které byly v případě zemního plynu výraznější

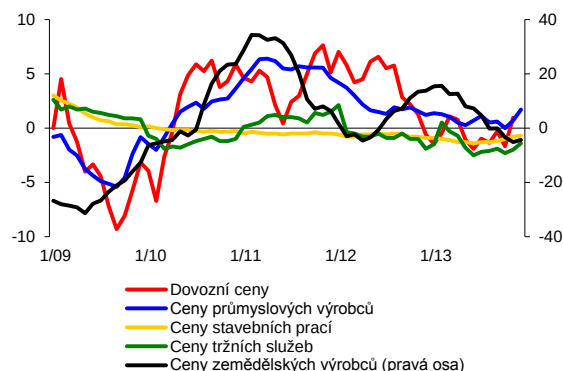
Graf III.1.6 Ceny potravin

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



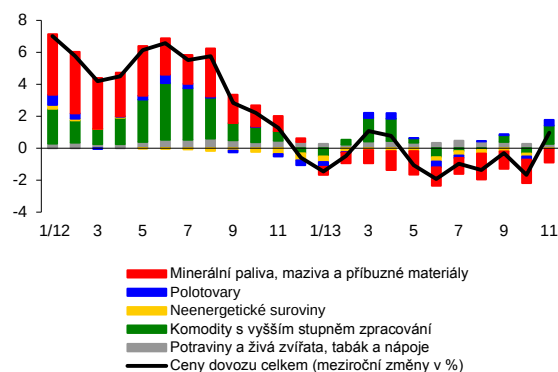
Graf III.2.1 Dovozní ceny a ceny výrobců

Růst dovozních cen a cen průmyslových výrobců se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 obnovil, ceny výrobců v ostatních odvětvích klesaly (meziroční změny v %)



Graf III.2.2 Dovozní ceny

Na obnovení růstu dovozních cen se nejvíce podílely komodity s vyšším stupněm zpracování a polotovary (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



¹⁸ Ceny potravin včetně vlivu nepřímých daní se v prosinci meziročně zvýšily o 4,3 %.

(Graf III.2.3).¹⁹ Dynamika dovozních cen minerálních paliv byla zároveň ovlivňována vývojem kurzu CZK/USD, který ve sledovaném období kolísal v meziročním srovnání kolem nulových hodnot.²⁰ Listopadové oslabení kurzu CZK/USD přispělo ke zmírnění meziročního poklesu dovozních cen minerálních paliv (na -5,2 %). Jejich záporný příspěvek k celkovému meziročnímu růstu dovozních cen se tak v listopadu oproti říjnu snížil o necelou polovinu a dosáhl -0,9 procentního bodu.

Poměrně rychlé promítnutí vlivu oslabení kurzu koruny do vývoje dovozních cen bylo patrné i v ostatních skupinách dovozu. Dovozní ceny **neenergetických surovin**, které již více než rok klesají, v listopadu výrazně zmírnily svůj meziroční pokles (z -6,1 % v říjnu na -1,2 % v listopadu); jejich příspěvek k meziroční dynamice dovozních cen byl ale při jejich nízké váze zanedbatelný. Také u dovozních cen **chemikálií** došlo v listopadu ke zmírnění meziročního poklesu (Tab. III.2.1). Dovozní ceny **polotovarů**, které kolísaly v uplynulých měsících kolem nulových hodnot a v říjnu meziročně poklesly o více než 1 %, v listopadu opět vzrostly (o 1,9 %). Pouze růst dovozních cen **potravin a živých zvířat** v listopadu setrval – po předchozím říjnovém zpomalení – na úrovni 4 %. Jejich dosažený růst byl především ovlivněn meziročně vyššími zahraničními cenami masa a zeleniny a částečně i ořechů a kakaa. Ceny obilnin a olejnin na světových trzích naopak klesaly. Polotovary a potraviny se podílely na meziročním růstu dovozních cen v prosinci shodně 0,3 procentními body.

Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu dovozních cen však zaznamenaly **komodity s vyšší přidanou hodnotou** (1,1 procentního bodu). Růst cen v této skupině zrychlil v listopadu nejvýrazněji u strojů a dopravních prostředků, rovněž ceny průmyslového spotřebního zboží se znatelně meziročně zvýšily (Tab. III.2.1). U těchto dovážených komodit se rovněž projevil efekt listopadového oslabení měnového kurzu CZK/EUR.²¹

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Zpomalování meziročního růstu **cen průmyslových výrobců** v průběhu druhé poloviny roku 2013 až k nulové hodnotě dosažené v říjnu bylo vystřídáno opětovným růstem, který v prosinci dosáhl 1,7 % (Graf III.2.4). Na jejich celkově stále

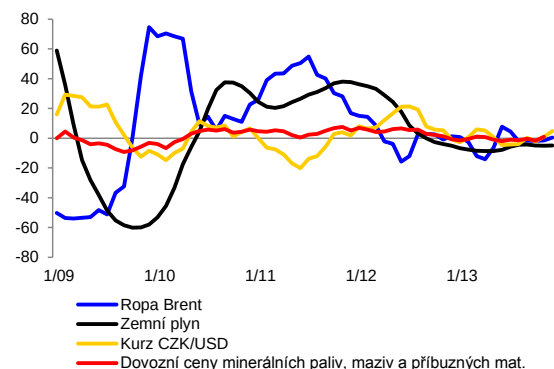
¹⁹ V říjnu dosáhl meziroční pokles světových cen ropy -1,9 %, v listopadu -1,5 %. Ve stejném období se ceny zemního plynu meziročně snížily o - 4,8 %, resp. -5,1 %.

²⁰ Kurz CZK/USD v říjnu meziročně posílil o 2,0 %, v listopadu pak oslabil o 0,9 %.

²¹ Kurz CZK/EUR v říjnu meziročně oslabil o 2,9 %, v listopadu pak o 6,2 %.

Graf III.2.3 Minerální paliva

Ceny dovážených minerálních paliv a maziv v říjnu a listopadu klesaly zejména vlivem vývoje světových cen zemního plynu (meziroční změny v %)



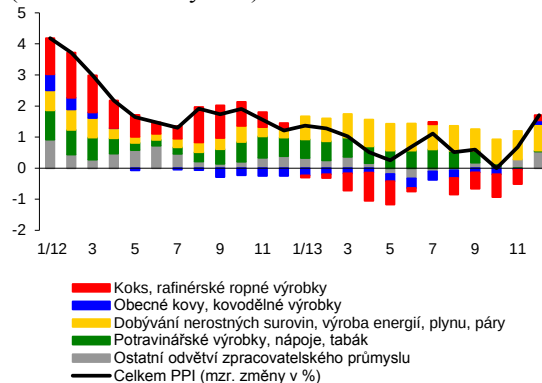
Tab. III.2.1 Struktura vývoje dovozních cen

Dovozní ceny surovin klesaly, zatímco dovozní ceny potravin a průmyslového spotřebního zboží rostly (meziroční změny v %)

	8/13	9/13	10/13	11/13
DOVOZ CELKEM	-1,4	-0,3	-1,7	1,0
z toho:				
potraviny a živá zvířata	7,0	6,2	4,1	4,0
nápoje a tabák	9,2	8,8	7,5	8,6
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-7,2	-6,4	-6,1	-1,2
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-9,7	-6,6	-9,0	-5,2
živočišné a rostlinné oleje	-10,8	-10,9	-14,4	-14,2
chemikálie a příbuzné výrobky	-1,1	-0,6	-2,2	-0,8
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	0,1	0,4	-1,1	1,9
stroje a dopravní prostředky	-0,3	0,8	-0,6	2,5
průmyslové spotřební zboží	1,3	1,8	1,3	3,3

Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců

Růst cen průmyslových výrobců opět zrychlil (meziroční změny v %)



mírném růstu se nejvíce podílely ceny elektřiny, plynu a páry a ceny výrobců produktů s vyšší přidanou hodnotou. V ostatních odvětvích ceny výrobců mírně rostly, resp. klesaly a dosažený růst cen průmyslových výrobců výrazně neovlivnily.

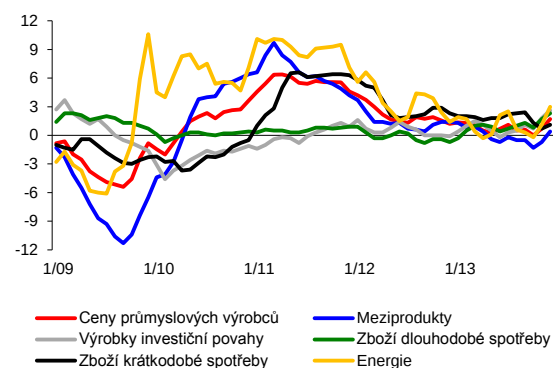
Ze **struktury růstu cen** průmyslových výrobců (a dovozních cen) je dále patrné, že k jeho nízkým tempům nadále přispíval pokračující pokles světových cen energetických surovin, jehož dopad do cen výrobců primárního zpracování ropy byl však v závěru roku 2013 znatelně korigován oslabením měnového kurzu. Podobně tomu bylo i u cen výrobců v odvětví primárního zpracování kovů, kde došlo na konci roku 2013 rovněž k obnovení mírného cenového růstu. Vliv slabšího měnového kurzu na ceny výrobců byl patrný i v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, kde byla zřejmá úzká souvislost s rozvinutou zahraniční kooperací u řady výrob a nárůstem cen dílů a příslušenství pro motorová vozidla, která se v převážné míře obchodují v eurech. Vývoj cen v těchto odvětvích však byl zároveň nadále ovlivňován celkově utlumenou poptávkou. Proinflačně působil také růst domácích cen energií (elektřiny) a služeb spojených s vodou (Graf III.2.5). Opačným směrem působilo snižování cen agrárních vstupů, které přispělo ke zpomalení růstu cen výrobců v potravinářském průmyslu. Bylo však částečně korigováno stále ještě poměrně rychle rostoucími cenami dovážených potravin.

Mírně klesající světové ceny ropy se v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2013 odrážely v pokračujícím meziročním poklesu cen výrobců v **odvětví koksu a rafinérských ropných produktů**. V prosinci pak při souběhu obnoveného mírného růstu světových cen ropy a meziročního oslabení měnového kurzu CZK/USD ceny výrobců v tomto odvětví po delším období opět vzrostly (o 2 %; Graf III.2.6). V důsledku toho se příspěvek tohoto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců v prosinci zvýšil na 0,2 procentního bodu. Obnovený růst cen výrobců v **odvětví obecných kovů a kovárenských výrobků** (na 1,1 % v prosinci) zřejmě souvisel se zrychleným tempem meziročního růstu dovozních cen polotovarů v listopadu. Naopak v **potravinářském průmyslu** rostly ceny výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v průměru pomaleji než v předchozím čtvrtletí, zejména vlivem již klesajících cen domácích agrárních vstupů rostlinného původu (ceny produktů živočišného původu naopak rostly).

Stabilní cenový růst vykazovalo po celý rok 2013 **odvětví elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch**, kde ceny výrobců v prosinci vzrostly o 3,5 %. Rovněž v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami byl od počátku roku 2013 vykazován víceméně stabilní cenový meziroční růst lehce pod 6 %.²² V odvětví **těžby a dobývání**,

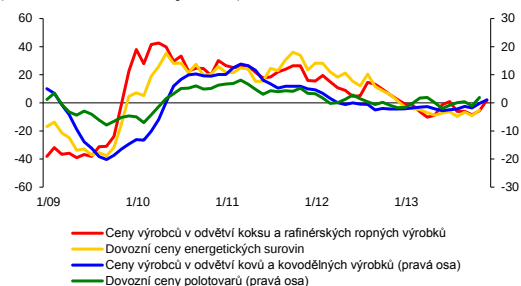
Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin

Koncem čtvrtého čtvrtletí 2013 se růst cen všech podskupin obnovil, respektive mírně zrychlil (meziroční změny v %)



Graf III.2.6 Ceny kovů a rafinérských výrobků

V prosinci došlo k obnovení růstu cen výrobců v odvětví koksu a rafinérských ropných výrobků i odvětví kovů a kovárenských výrobků (meziroční změny v %)



²² V těchto odvětvích jsou cenová ujednání uzavírána zpravidla na jeden rok.

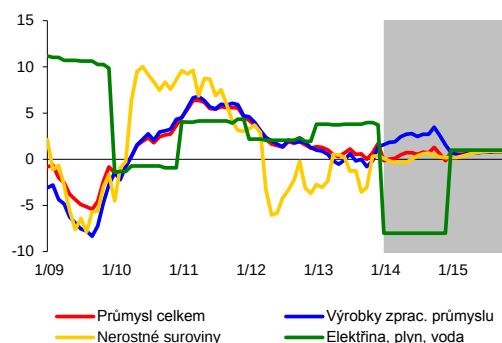
kde ceny od počátku roku 2012 víceméně klesaly²³, v listopadu a prosinci přešly do mírného meziročního růstu.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, růst cen ve čtvrtém čtvrtletí 2013 postupně zrychloval (Graf III.2.4). K vyššímu růstu cen došlo téměř ve všech odvětvích zpracovatelského průmyslu, nejvíce pak u dopravních prostředků, PC a elektronických a optických přístrojů. Do značné míry se zde projevil vliv oslabení kurzu koruny. Nadále však klesaly ceny výrobců v odvětví chemických látek a farmaceutických výrobků.

Meziroční růst cen průmyslových výrobců byl v průměru za čtvrté čtvrtletí 2013 zhruba v souladu s alternativním scénářem prognózy ze 7. SZ (i když údaje za prosinec byly oproti němu vyšší). Ten předpokládal postupné zrychlování růstu cen výrobců ve zbytku roku 2013, od ledna 2014 však mělo dojít k poklesu cen v důsledku výrazného snížení cen elektřiny. Ve druhé polovině roku pak měl být růst cen výrobců pouze mírný a postupně zrychlovat až v roce 2015. **Nová prognóza** nadále předpokládá snížení cen ve skupině elektřina, plyn a pára až o 8 %, toto snížení by však mělo být ve větší míře kompenzováno vyšším růstem cen ve zpracovatelském průmyslu. Předpoklad o jejich rychlejším růstu je dán očekávaným silnějším vlivem depreciae kurzu na ceny výrobců, což se odrazilo již v datech za prosinec, a mírně slabší výchozí úrovni měnového kurzu. Za předpokladu stagnace cen nerostných surovin se tak v souhrnu prognóza růstu cen průmyslových výrobců posouvá v roce 2014 zhruba o 0,6 procentního bodu nahoru (Graf SZ III.2.1), a dosáhne tak v průměru hodnoty 0,5 %. V roce 2015 pak prognóza předpokládá pouze nepatrné zrychlení růstu cen výrobců na úroveň mírně pod 1 % dané rychlejším růstem zahraničních cen při silnější úrovni měnového kurzu.

Graf SZ III.2.1 Prognóza cen průmyslových výrobců

Prognózovaný růst cen průmyslových výrobců je výrazně tlumen předpokládaným poklesem cen elektrické energie (meziroční změny v %, vybraná odvětví)

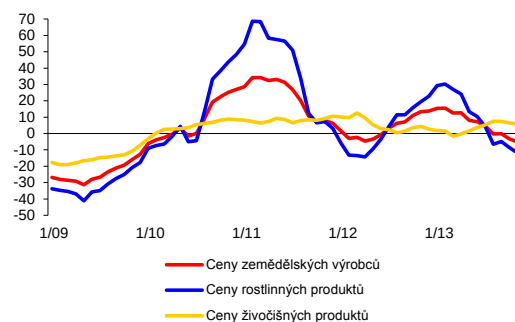


Ceny zemědělských výrobců

Postupné zpomalování meziročního růstu **cen zemědělských výrobců** z hodnot okolo 15 % na počátku roku 2013 vyústilo ve druhé polovině roku v meziroční pokles, který v prosinci dosáhl -4,3 % (Graf III.2.7). Za přechodem cen zemědělských výrobců z vysokého růstu do zřetelného poklesu byly výrazné změny ve vývoji cen rostlinné výroby v průběhu roku 2013. Zatímco na počátku roku 2013 dosahovalo meziroční tempo růstu cen rostlinné výroby až 30 %, jeho následné rychlé zpomalování vyústilo v srpnu v meziroční pokles, který se dále prohluboval (na -11,5 % v prosinci). Trajektorie vývoje cen živočišných produktů byla odlišná, neboť v první polovině roku 2013 jejich meziroční růst osciloval kolem nulových hodnot,

Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců

Pokles cen zemědělských výrobců se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále prohloubil (meziroční změny v %)



²³ Kromě krátké epizody duben až červen 2013, kdy ceny nepatrně rostly.

zatímco ve druhé polovině roku zrychloval až k hodnotám přesahujícím úroveň 7 %. V prosinci pak jejich meziroční růst mírně zpomalil na 6,4 %.

Hlavní příčinou uvedených výrazných změn v dynamice cen produktů rostlinné výroby v průběhu roku 2013 (zpomalení vysokého růstu a následný pokles cen) byl vliv loňské sklizně, a to zejména z domácího pohledu váhově nejvýznamnějších skupin obilovin a olejnin. Z dlouhodobého pohledu byla jejich sklizeň jak ve světě, tak i v ČR v roce 2013 nadprůměrná, na rozdíl od velmi slabého roku 2012. Proti tomu působilo na domácí ceny ve druhé polovině roku 2013 oslabení kurzu koruny vůči EUR i USD, a dále též růst cen některých produktů živočišné výroby (zejména mléka).

Růst cen zemědělských výrobců byl ve čtvrtém čtvrtletí 2013 mírně pod prognózou z alternativního scénáře ze 7. SZ. Tento rozdíl byl dán výraznějším poklesem cen produktů rostlinné výroby. **Nová prognóza** pracuje oproti minulé prognóze s mírně slabším kurzem koruny, výhled cen agrárních komodit na světových trzích je naproti tomu pro letošní rok mírně nižší. V souhrnu se tak nová prognóza cen zemědělských výrobců významně neliší od alternativy prognózy ze 7. SZ. Meziroční pokles cen zemědělských výrobců se tedy v nejbližších dvou čtvrtletích v důsledku vlivu vysoké srovnávací základny počátku roku 2013 zřetelně prohloubí až na hodnoty okolo -6 % (Graf SZ III.2.2). K obnovení meziročního růstu cen zemědělských výrobců dojde až ve druhé polovině roku 2014.

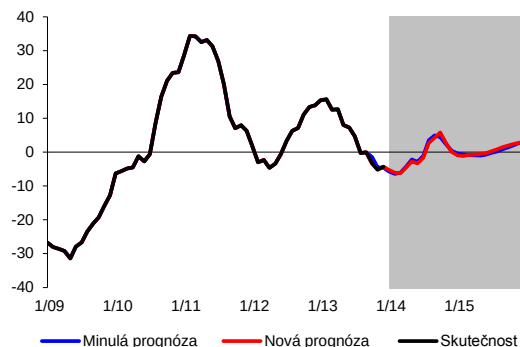
Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách přetrvávající nízké poptávky po stavebních investicích pokračovaly **ceny stavebních prací** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v meziročním poklesu, který je pozorován již od roku 2010 (Graf III.2.8). Oproti předchozímu čtvrtletí se ale jejich meziroční pokles částečně zmínil (na -0,7 % v prosinci). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví vykázaly v listopadu i prosinci, po sedmi měsících poklesu, slabý meziroční růst.

Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 zmírnily svůj meziroční pokles (na -1,4 % v prosinci; Graf III.2.8). Nejvýrazněji klesaly ceny u telekomunikačních služeb, skladování a pozemní a potrubní dopravy. U více než poloviny sledovaných odvětví však ceny služeb převážně mírně rostly. Nejvýrazněji se ceny služeb v prosinci meziročně zvýšily u poštovních a kurýrních služeb a u reklamních služeb a průzkumu trhu, přičemž v obou těchto skupinách jejich meziroční růst přesáhl úroveň 8 %.

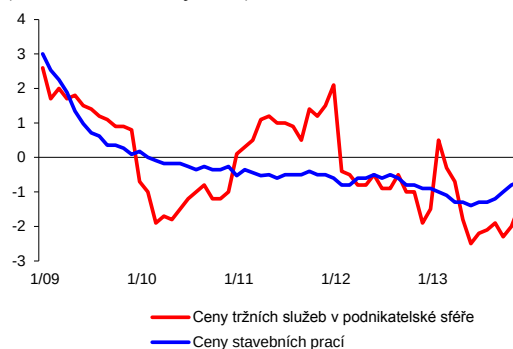
Graf SZ III.2.2 Prognóza CZV

Ceny zemědělských výrobců budou dočasně pokračovat v poklesu (meziroční změny v %)



Graf III.2.8 Ostatní cenové okruhy

Ceny stavebních prací a ceny tržních služeb setrvaly v poklesu (meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve třetím čtvrtletí 2013 se meziroční pokles reálného hrubého domácího produktu zmírnil na -1,2 %, když v mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita již druhé čtvrtletí v řadě lehce rostla. Na meziročním poklesu produktu se podílely dlouhodobě klesající fixní investice a nově i čistý vývoz. Kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity naopak vykazala výrazná změna stavu zásob a spotřeba vlády. Na straně nabídky podpořila tvorbu produktu kladným růstovým příspěvkem pouze některá odvětví služeb, naproti tomu ve zpracovatelském průmyslu hrubá přidaná hodnota stále meziročně klesala. Mezera výstupu je nadále výrazně záporná.

III.3.1 Domácí poptávka

Dlouhodobější meziroční pokles **domácí poptávky** přešel ve třetím čtvrtletí 2013 ve slabý růst. Na tom se nejvíce podílela změna stavu zásob (Graf III.3.2). Příspěvek spotřeby vlády, jejíž mírný meziroční růst dále zrychlil, byl výrazně nižší. Také přechod spotřeby domácností z meziročního poklesu do stagnace příznivě ovlivnil vývoj domácí poptávky v tomto období. Fixní investice nadále klesaly, avšak mírněji než v předchozím čtvrtletí.

Konečná spotřeba

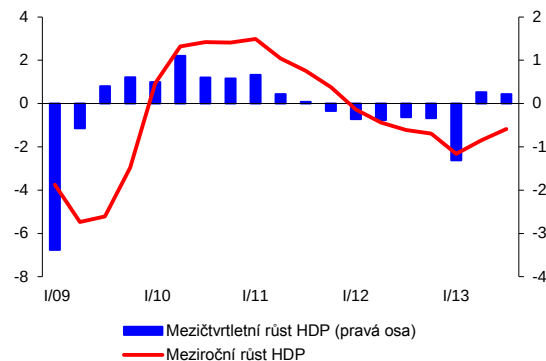
Pokles **výdajů domácností na konečnou spotřebu**, pozorovaný od počátku předchozího roku, byl ve třetím čtvrtletí 2013 vystřídán jejich meziroční stagnací.²⁴ K zastavení dosavadního nepříznivého trendu spotřeby domácností došlo, i když se hrubý reálný disponibilní důchod opět meziročně snížil. Důvěra domácností měřená indikátorem spotřebitelské důvěry se přitom dále zvýšila.

Meziroční dynamika **hrubého nominálního disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, od roku 2010 víceméně kolísá kolem nulových hodnot. V samotném třetím čtvrtletí 2013 opět překmitla z růstu předchozího čtvrtletí do mírného poklesu. Jeho **reálná kupní síla**²⁵ se pak snížila o 1,9 % (Graf III.3.3).

Ze **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu je přitom patrné, že příspěvek mezd a platů, které představují objemově největší složku hrubého disponibilního důchodu domácností, zůstal i ve třetím čtvrtletí 2013 vlivem slabého růstu průměrné mzdy²⁶ a klesajícího počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky velmi mírný (0,2 procentního bodu; Graf III.3.4). Podobně tomu bylo i u váhově poměrně

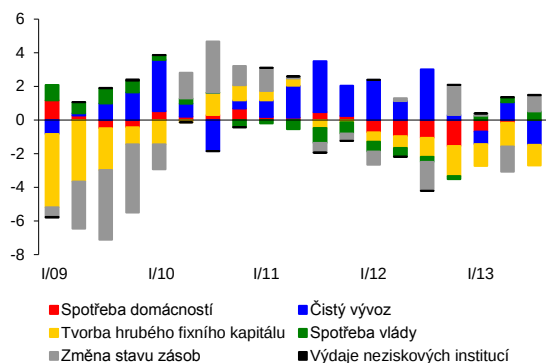
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt

Meziroční pokles HDP se ve třetím čtvrtletí 2013 zmírnil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



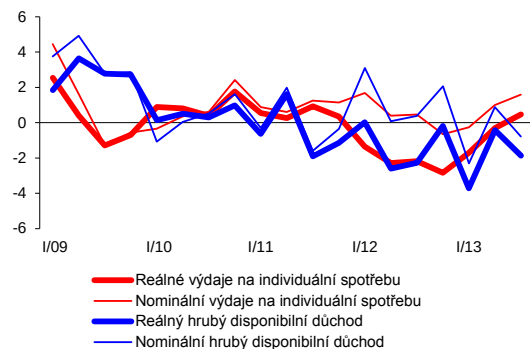
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP

Na meziročním poklesu HDP se podílely fixní investice a čistý vývoz, příspěvek zásob byl kladný (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu

Reálné výdaje domácností překmitly v meziročním srovnání do kladných hodnot, reálný disponibilní důchod však klesal (meziroční změny v %, sezonně neočištěno)



²⁴ Podle sezonně očištěných údajů. Dle sezonně neočištěných údajů byl však zaznamenán mírný meziroční nárůst (Graf III.3.3).

²⁵ Měřena deflátorem spotřeby domácností.

²⁶ Viz kapitola III.4 Trh práce.

významných příjmů podnikatelů (důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu). Příjmy ze sociálních dávek přitom již druhé čtvrtletí v řadě klesaly. Ještě výrazněji působily ke snížení hrubého disponibilního důchodu domácností klesající důchody z vlastnictví a odváděné daně a sociální příspěvky.

Při meziročním poklesu hrubého nominálního disponibilního důchodu a nárůstu spotřebních výdajů domácností se **míra úspor** ve třetím čtvrtletí 2013 snížila pod úroveň 10 % (Graf II.2.17). Zájem domácností o financování spotřeby pomocí úvěru se při trvajících nejistotách na trhu práce ani ve třetím čtvrtletí 2013 nezvyšoval, růst spotřebitelských úvěrů se nadále pohyboval na nízké úrovni (kolem 2 %).

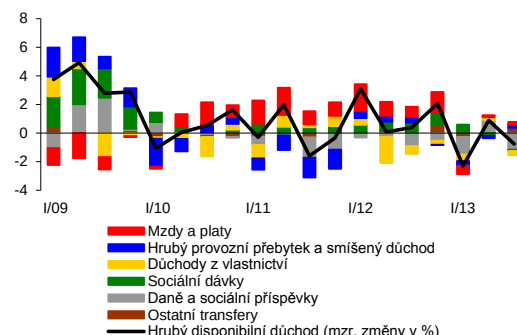
Spotřební chování domácností charakterizují ve sledovaném období také změny ve **struktuře jejich spotřebních výdajů**. Domácnosti obdobně jako v předchozích čtvrtletích meziročně snižovaly ve třetím čtvrtletí 2013 své výdaje na statky krátkodobé spotřeby, zahrnující zejména běžné výdaje na potraviny, energie, léčiva, provoz osobního dopravního prostředku (Graf III.3.5). Také výdaje na služby domácnosti se ve třetím čtvrtletí opět snížily. Meziroční pokles těchto dvou klíčových výdajových položek domácností, tvořících cca 80 % jejich spotřebních výdajů, byl však již mírný (-0,8 %, resp. -0,4 % ve třetím čtvrtletí 2013). Na druhé straně domácnosti realizovaly své výdaje na statky střednědobé a dlouhodobé spotřeby, dynamika jejich meziročního růstu ale nepřesáhla ve třetím čtvrtletí 2013 úroveň 3 %.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** došlo ke zlepšení vývoje maloobchodního prodeje v říjnu i listopadu. Prodej v maloobchodu meziročně celkově vzrostl²⁷, přičemž zejména v listopadu meziroční růst tržeb výrazně zrychlil. Přibližně ze dvou třetin k tomuto růstu přispěl motoristický segment, který zahrnuje rovněž prodeje firemním zákazníkům. V nemotoristickém segmentu se sice prodej zboží v říjnu meziročně snížil, v listopadu však sezonně očištěný objem tržeb zřetelně vzrostl, zejména vlivem nárůstu tržeb z prodeje nepotravinářského zboží. Je přitom pravděpodobné, že tento nárůst byl zčásti ovlivněn oslabením kurzu koruny ze strany ČNB. Zároveň se dále zvyšoval indikátor spotřebitelské důvěry (Graf III.3.6), i když ještě nedosáhl předkrizové úrovně.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve třetím čtvrtletí 2013 dále zrychlily svůj meziroční růst z předchozích dvou čtvrtletí, a to na 2,5 %.

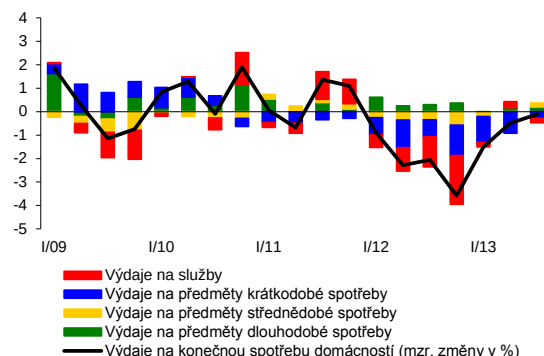
Graf III.3.4 Disponibilní důchod

Dynamika nominálního hrubého disponibilního důchodu ve třetím čtvrtletí 2013 překmitla do záporných hodnot (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny)



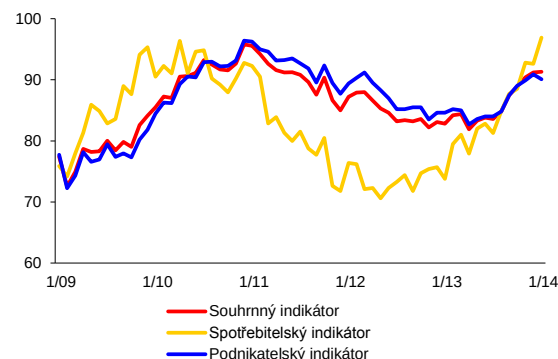
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností

Výdaje na statky krátkodobé spotřeby a služby klesaly, zatímco výdaje na statky středně a dlouhodobé spotřeby se mírně zvýšily (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



Graf III.3.6 Indikátory důvěry

Důvěra spotřebitelů se dále zvýšila (průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



²⁷ Podle sezonně očištěných údajů.

Investice

V podmínkách trvající nízké úrovně ekonomické aktivity a nejistot podniků a domácností o budoucím vývoji ekonomiky byl vývoj investic i ve třetím čtvrtletí 2013 utlumený (Graf III.3.7). Podle sezonně očištěných údajů ČSÚ **fixní investice** již dva roky meziročně klesají, avšak intenzita jejich poklesu se ve třetím čtvrtletí 2013 zmírnila (na -5,3 %) ²⁸.

Zmírnění poklesu investic bylo zaznamenáno v převážné většině sektorů ekonomiky. Pouze v sektoru finančních institucí investice dále rostly, jejich kladný příspěvek k meziroční dynamice fixních investic byl ale jen nepatrný. Nejvíce se na zmírnění poklesu fixních investic ve třetím čtvrtletí 2013 podílel **sektor nefinančních podniků**, ²⁹ ve kterém se realizuje zhruba 60 % z celkových investic. Zřetelné snížení záporného příspěvku tohoto sektoru k celkové meziroční změně fixních investic ve třetím čtvrtletí 2013 (na -1,2 procentního bodu z -3,1 procentního bodu ve druhém čtvrtletí 2013; Graf III.3.7) souviselo zejména s oslabením poklesu investic do strojů a zařízení a dopravních prostředků, zatímco investice do budov a staveb klesaly přibližně stejným tempem jako ve druhém čtvrtletí (Graf III.3.8).

Podle posledních výsledků **konjunkturního šetření** ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z prosince 2013 vnímají podniky jako největší omezující faktor růstu investic nejen nejistotu ohledně budoucí poptávky, ale také nízkou výnosnost investic. Snižující se záporné vážené saldo odpovědí respondentů na otázku očekávaného vývoje investic v horizontu šesti i dvanácti měsíců zároveň indikuje postupné mírné zlepšování náhledu podniků na realizaci investic.

Také v **sektoru domácností** se meziroční pokles fixních investic ve třetím čtvrtletí 2013 zřetelně zmírnil (z -10,1 % ve druhém čtvrtletí 2013 na -5,9 %). ³⁰ Přispěl k tomu částečně vývoj investic do obydlí, jejichž meziroční pokles opět zvolnil (Graf III.3.9). Hlavní příčinou přetrvávající nízké poptávky domácností po investicích do bydlení zůstávají nejisté výhledy hospodářského vývoje a nezaměstnanosti, přestože podmínky financování byly příznivé. Na straně developerů byl ale patrný pozvolna rostoucí zájem o nové investice do bydlení, o čemž svědčil po více než dvou letech vykázaný meziroční nárůst počtu zahájených bytů. Podmínkou silnějšího oživení trhu s byty však nadále zůstává zlepšení situace na trhu práce a vývoje příjmů domácností.

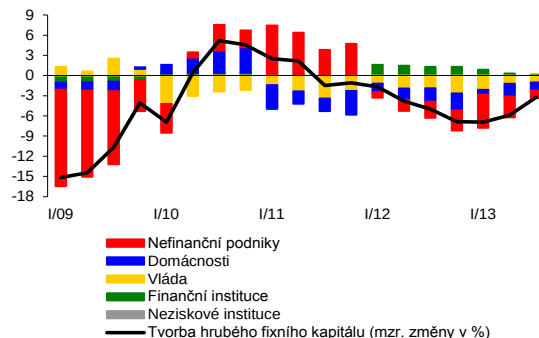
²⁸ Podle sezonně očištěných údajů. Dle sezonně neočištěných údajů, na nichž jsou založeny Grafy III.3.7 a III.3.8, jejich pokles činil 3,2 %.

²⁹ Meziroční pokles fixních investic se v tomto sektoru zmírnil z -4,9 % ve druhém čtvrtletí 2013 na -1,9 % ve třetím čtvrtletí 2013.

³⁰ V důsledku toho se jejich záporný příspěvek k meziroční dynamice fixních investic snížil z 1,9 procentního bodu ve druhém čtvrtletí 2013 na 1,2 procentního bodu ve třetím čtvrtletí 2013.

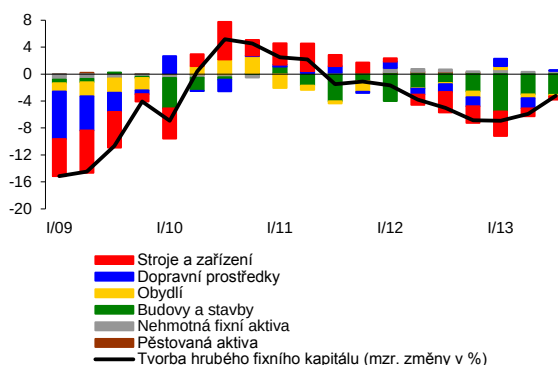
Graf III.3.7 Investice podle sektorů

Investice nadále klesaly ve většině sledovaných sektorů, jejich pokles se však zmírnil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



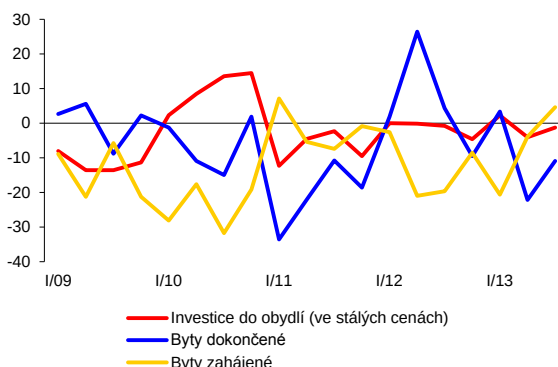
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu

Na poklesu fixních investic se podílely zejména investice do budov a staveb (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



Graf III.3.9 Investice do obydlí

Počet zahájených bytů po více než dvou letech meziročně vzrostl (meziroční změny v %)



Mírněji klesaly ve třetím čtvrtletí 2013 i investice v **sektoru vlády**. Nicméně jejich meziroční pokles byl stále ještě hluboký (-7,2 %) a jejich příspěvek k celkovému poklesu fixních investic poměrně výrazný, i když investice sektoru vlády tvoří jen necelou pětinu celkových investic. Celkový útlum investiční aktivity vlády, ovlivněný úspornými rozpočtovými opatřeními a problémy při realizaci projektů spolufinancovaných z evropských fondů, se významně promítal do investic do budov a staveb, jejichž meziroční pokles dosáhl ve třetím čtvrtletí 2013 téměř 10 % (Graf III.3.8).

Nejvýraznější změnou na výdajové straně HDP ve třetím čtvrtletí 2013 byl překmit příspěvku **změny stavu zásob** k meziročnímu vývoji HDP ze záporných do kladných hodnot (z -1,5 procentního bodu ve druhém čtvrtletí 2013 na 0,9 procentního bodu; Graf III.3.2). V absolutním vyjádření to znamenalo zvýšení stavu zásob o více než 16 mld. Kč (v běžných cenách) z neobvykle nízkých úrovní v předchozích čtvrtletích. Nelze přitom vyloučit souvislost tohoto vývoje s oživením růstu zakázek a produkce v průmyslu v posledních dvou čtvrtletích.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

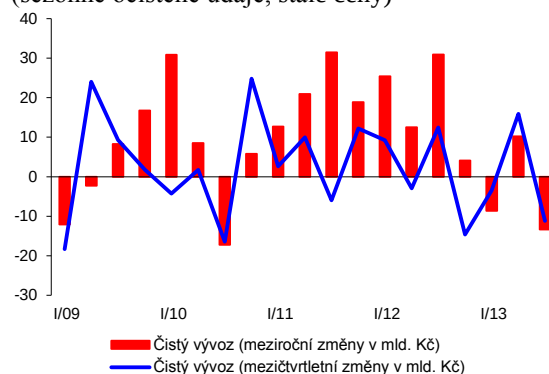
Ve třetím čtvrtletí 2013 se **čistý vývoz zboží a služeb**³¹ po meziročním růstu v předchozím čtvrtletí opět snížil. Dosažený přebytek čistého vývozu meziročně klesl o více než 13 mld. Kč. V mezičtvrtletním srovnání byl jeho pokles jen mírně nižší (přes 11 mld. Kč; Graf III.3.10). Obnovený pokles čistého vývozu byl zejména důsledkem vývoje bilance služeb, jejíž přebytek se již třetí čtvrtletí v řadě snižoval. Přispělo k němu však i snížení přebytku obchodní bilance, který v předchozím čtvrtletí rostl. Za těchto okolností byl příspěvek čistého vývozu k vývoji hrubého domácího produktu ve třetím čtvrtletí 2013 – oproti předchozímu čtvrtletí, kdy byl kladný – opět záporný (-1,4 procentního bodu).

Meziroční pokles čistého vývozu byl ve třetím čtvrtletí 2013 dosažen při obnoveném předstihu růstu dovozu před růstem vývozu (o 2 procentní body), zatímco v předchozím čtvrtletí byla zaznamenána opačná relace ve prospěch vývozu (Graf III.3.11). **Celkový vývoz** přitom rostl jen slabě (meziročně o 0,3 %), přičemž ve srovnání s předchozím čtvrtletím jeho růst nepatrně zpomalil (o 0,2 procentního bodu). Jen nevýrazné zvýšení celkového vývozu souviselo s pokračujícím mírným růstem vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Růst celkového vývozu byl přitom spojen pouze s růstem vývozu zboží (o 1,8 %), zatímco vývoz služeb klesal, a výrazně tak přispěl ke zmírnění růstu celkového vývozu.

Na straně **celkového dovozu** došlo k výraznější změně růstové dynamiky, když se po dvou čtvrtletích meziročního poklesu

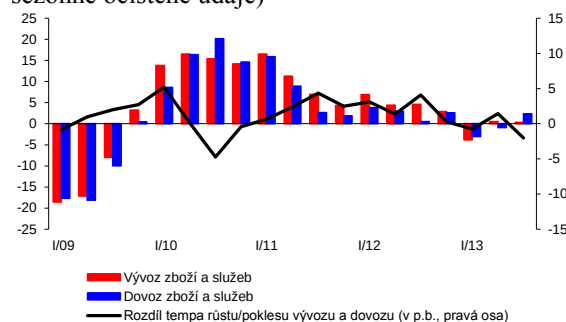
Graf III.3.10 Čistý vývoz

Ve třetím čtvrtletí 2013 se čistý vývoz opět snížil (sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



Graf III.3.11 Vývoz a dovoz

Růst obrátu zahraničního obchodu se ve třetím čtvrtletí 2013 obnovil, dovoz však rostl rychleji než vývoz (meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



³¹ V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

dovoz ve třetím čtvrtletí 2013 zvýšil o 2,3 %. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím to znamenalo zrychlení růstové dynamiky o 3,2 procentního bodu. Za touto zřetelnou změnou zřejmě stálo zvýšení stavu zásob související s obnoveným růstem zakázek a průmyslové produkce (viz výše) a slabé oživení konečné spotřeby, což se projevilo ve zvýšení dovozu zboží a komodit pro mezispotřebu a konečnou spotřebu. Dovozy pro investiční účely však v důsledku trvajících útlumu investiční aktivity v domácí ekonomice meziročně klesaly. Také klesající dovoz služeb působil ke zmírnění růstu celkového dovozu. **Celkový obchodní obrat** tak sice po dvou čtvrtletích meziročního poklesu ve třetím čtvrtletí 2013 opět vzrostl, avšak především vlivem rostoucího dovozu.

III.3.3 Nabídka

Ve třetím čtvrtletí 2013 se meziroční pokles **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách dále zmírnil (na -1,1 %). V mezičtvrtletním srovnání nicméně přidaná hodnota poklesla o 0,4 %. Slabá domácí i zahraniční poptávka se nadále promítala do výkonů jednotlivých odvětví s rozdílnou intenzitou, přičemž převažoval trend zmírňujícího se poklesu (Graf III.3.12). Kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty zaznamenala jen některá odvětví služeb.

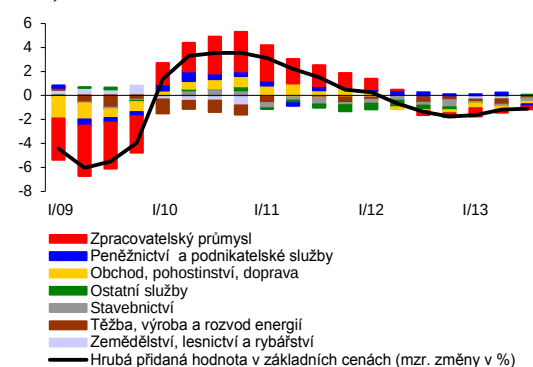
Nejvíce ovlivnilo pokračující zmírňování meziročního poklesu hrubé přidané hodnoty odvětví **průmyslu**, jehož záporný příspěvek se ve třetím čtvrtletí 2013 snížil na -0,5 procentního bodu. Přispělo k tomu váhově méně významné **odvětví těžby a dobývání a výroby a rozvodu energií**, kde došlo k výraznému zvolnění meziročního poklesu přidané hodnoty oproti předchozímu čtvrtletí (na -5,6 %). Ve zpracovatelském průmyslu se naopak pokles přidané hodnoty opět mírně prohloubil (na -1,1 %).

Přestože hrubá přidaná hodnota v průmyslu ve třetím čtvrtletí 2013 ještě celkově klesala (meziročně o 1,5 %), údaje o reálném vývoji **průmyslové produkce** (Graf III.3.13)³² v průběhu třetího čtvrtletí 2013 svědčily o postupném ožívání růstu produkce ve zpracovatelském průmyslu.³³ V odvětví těžby a dobývání a výroby a rozvodu energií produkce zmírnila svůj pokles. Po zhruba ročním období poklesu vzrostla sezonně očištěná produkce v celém průmyslu ve třetím čtvrtletí 2013 o 1,3 %. V samotném zpracovatelském průmyslu byl přitom její meziroční reálný nárůst ještě výraznější a dosáhl 2,7 %.

Oživení růstu produkce bylo zaznamenáno ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu (zhruba u tří čtvrtin sledovaných odvětví). Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** poměrně rychlý reálný růst průmyslové produkce

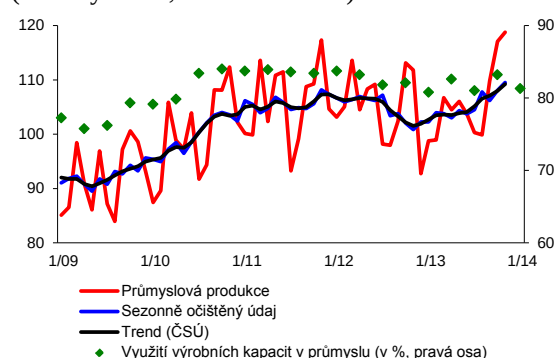
Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH

Pokles hrubé přidané hodnoty se zmírnil (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Graf III.3.13 Průmyslová produkce

Data za listopad potvrdila rychlé oživení průmyslové produkce (bazický index, rok 2010 = 100)



³² Podle sezonně očištěných údajů.

³³ Příčinou rozdílného vývoje přidané hodnoty a produkce byl vývoj deflátoru přidané hodnoty.

pokračoval i v říjnu a listopadu (o 8,6 % v listopadu; Graf III.3.13).³⁴ Největší kladný příspěvek dosáhlo v listopadu odvětví výroby motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů (příspěvek 2,3 procentního bodu, růst o 13,7 %). Negativně k vývoji průmyslové produkce naopak nejvíce přispělo odvětví těžby a dobývání (příspěvek -0,4 procentního bodu při poklesu o 8,2 %). Kromě toho poslední dostupné údaje o rychle rostoucích tržbách z přímého vývozu (v listopadu o 10,8 % v běžných cenách) indikovaly zlepšení dynamiky vývozu ve čtvrtém čtvrtletí 2013.

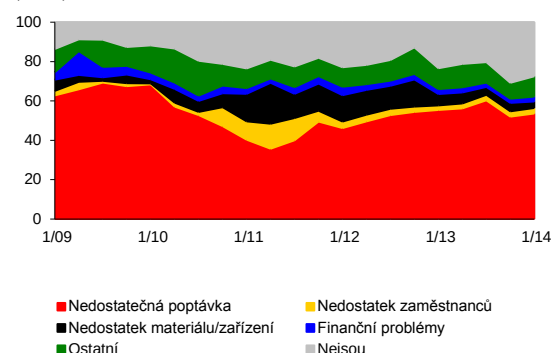
Podle lednových výsledků konjunkturního šetření ČSÚ se v průmyslu po poklesu v předchozím čtvrtletí opět lehce zvýšil vliv nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu v průmyslu** (Graf III.3.14). Přesto se význam této bariéry nadále nachází pod úrovní předchozích pěti čtvrtletí³⁵. Také **využití výrobních kapacit** se mírně snížilo. Zároveň však pokračující meziroční nárůst zahraničních i domácích **nových průmyslových zakázek** v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2013 naznačuje zlepšování podmínek pro vývoj průmyslové produkce v dalším období (Graf III.3.15).

Příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl záporný (-0,3 procentního bodu). Tento výsledek nejvíce ovlivnilo odvětví činnosti v oblasti nemovitostí, kde se hrubá přidaná hodnota ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně snížila o téměř 5 %. Také v odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství přidaná hodnota nadále klesala. V odvětví peněžnictví a pojišťovnictví naopak pokračoval rychlý meziroční růst přidané hodnoty přesahující úroveň 10 %.³⁶ Poslední předstihové statistiky ČSÚ signalizují růst přidané hodnoty v obchodu ve čtvrtém čtvrtletí 2013, a to ve větší míře v motoristickém segmentu než v ostatních segmentech maloobchodního prodeje.

Ve **stavebnictví** byl vývoj hrubé přidané hodnoty i ve třetím čtvrtletí 2013 nepříznivě ovlivněn přetrvávajícím silným útlumem poptávky po stavebních pracích, zejména ze strany vlády. Za těchto okolností hrubá přidaná hodnota v meziročním srovnání setrvala v poklesu, který se dále prohloubil (na -4,8 %; Graf III.3.12). Hlavní příčinou byl pokračující meziroční pokles stavební produkce, který v inženýrském stavitelství stále ještě dosahoval dvouciferných hodnot (téměř 12 %). Rovněž poslední dostupné údaje ČSÚ nesignalizují zlepšení dosavadního trendu, neboť v listopadu nadále výrazně klesala nejen stavební produkce, ale i počet vydaných stavebních povolení.

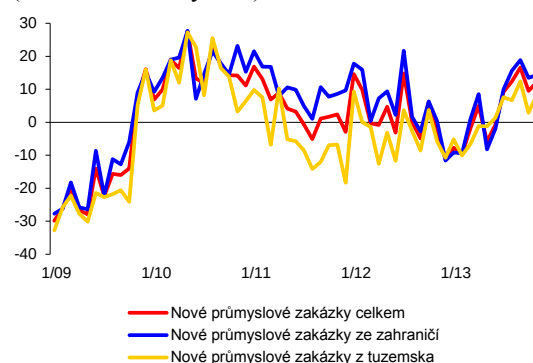
Graf III.3.14 Bariéry růstu v průmyslu

Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se po delším období v závěru roku 2013 poněkud snížil (v %)



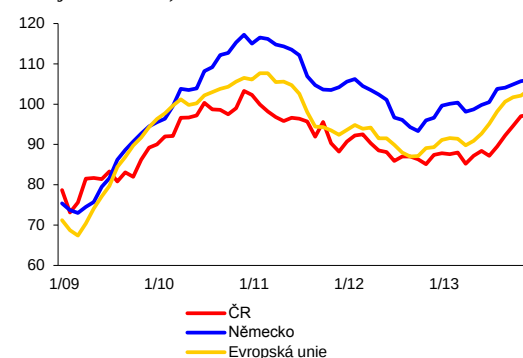
Graf III.3.15 Nové průmyslové zakázky

Růst nových průmyslových zakázek pokračoval (meziroční změny v %)



Graf III.3.16 Ekonomický sentiment

Ekonomický sentiment v ČR, Německu a EU se nadále zlepšuje (dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



³⁴ Podle sezonně očištěných údajů.

³⁵ S výjimkou výsledku předchozího šetření, kde byla hodnota nedostatečné poptávky nižší.

³⁶ Mírně také meziročně vzrostla hrubá přidaná hodnota v odvětví veřejná správa a obrana, vzdělávání, zdravotní a sociální péče (o 0,2 %) a v ostatních činnostech (o 2,3 %).

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu, vycházející z údajů za prosinec, potvrzuje trendy vývoje tohoto indikátoru z předchozích období jak v ČR, tak v Německu a v EU jako celku. Pokračuje tak rostoucí trend, který je v Německu a EU patrný od druhé poloviny roku 2012 (Graf III.3.16). Obdobný vývoj zaznamenal také ekonomický sentiment v ČR.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

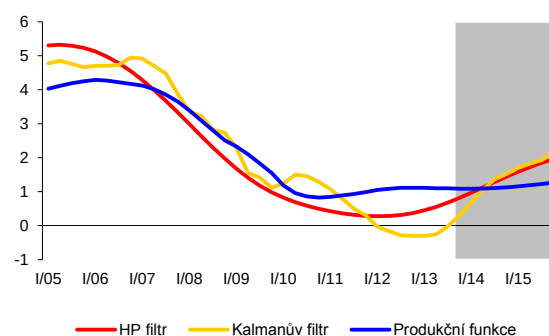
Ve třetím čtvrtletí 2013 se meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** nadále nacházelo jen mírně nad 1% hranicí (Graf III.3.17). Jen nevýrazný mezičtvrtletní růst ekonomické aktivity pozorovaný ve třetím čtvrtletí 2013 pak vyústil v lehké otevření mezery výstupu, která se tak stále nacházela v hluboko záporných hodnotách (-3,7 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). V letošním roce naznačuje tato metoda stabilní meziroční vývoj potenciálního produktu s jeho opětovným pozvolným oživováním na vzdálenějším horizontu prognózy. Mezera výstupu by se pak při obnovení ekonomického růstu měla postupně uzavírat, přičemž k nulové hodnotě se přiblíží až v závěru roku 2015.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce ukazuje na stabilní vývoj zaměstnanosti a růst příspěvku produktivity na úkor příspěvku kapitálu v porovnání s druhým čtvrtletím 2013. Na prognóze dojde k dalšímu postupnému zmírňování jak příspěvku kapitálu, tak příspěvku zaměstnanosti, zatímco pozvolna zvyšující se kladný příspěvek produktivity bude oba tyto vlivy kompenzovat. V souhrnu tak meziroční dynamika potenciálního produktu zrychlí jenom nepatrně k hodnotám kolem 1,3 % v roce 2015 (Graf III.3.19).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³⁷ indikuje ještě nižší tempo růstu potenciálního produktu (0,7 % ve třetím čtvrtletí 2013) než výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je podle této metody v nejbližším období uzavřenější a HP filtr naznačuje při mírně zrychlujícím tempu růstu potenciálního produktu její o něco dřívější uzavření v roce 2015. **Kalmanův filtr** indikuje ve třetím čtvrtletí 2013 setrvání meziročního růstu potenciálního produktu na nulových hodnotách. Na prognóze se růst potenciálního produktu opět obnovuje 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 výstupu do záporných hodnot, ale zároveň její pomalejší uzavírání na horizontu prognózy.

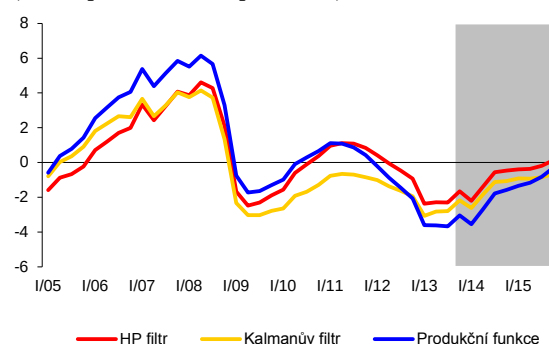
Graf III.3.17 Potenciální produkt

Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce se ve třetím čtvrtletí 2013 nadále nacházelo jen těsně nad 1 % (meziroční změny v %)



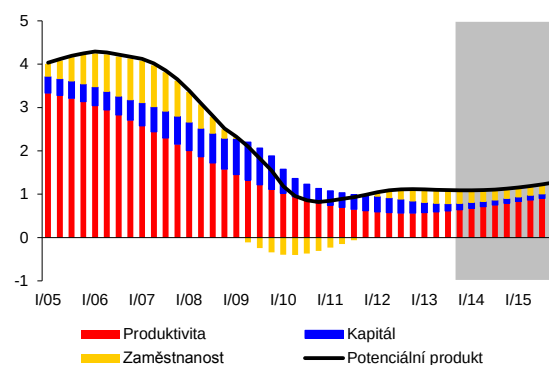
Graf III.3.18 Mezera výstupu

Mezera výstupu je nadále výrazně záporná (v % z potenciálního produktu)



Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu

Příspěvek produktivity se bude na horizontu prognózy pozvolna zvyšovat (základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



³⁷ V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda = 1600$.

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce ve třetím čtvrtletí 2013 navazoval na předchozí útlum ekonomické aktivity. Meziroční růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců se zmírnil. Zároveň pokračovalo zkracování pracovních úvazků v řadě odvětví v důsledku nízké poptávky, takže počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky dále meziročně klesal. Při stejném růstu pracovní síly a celkové zaměstnanosti obecná míra nezaměstnanosti meziročně stagnovala. Podíl nezaměstnaných osob se vlivem souběhu snižování populace v produktivním věku a nárůstu počtu nezaměstnaných osob naopak zvýšil. Růst nominálních mezd byl nadále nízký, reálně se průměrná mzda jen nepatrně zvýšila. Výrazné zmírnění propadu ekonomické aktivity vedlo ke zvolnění poklesu národohospodářské produktivity práce a zpomalení tempa růstu mzdové náročnosti produktu.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

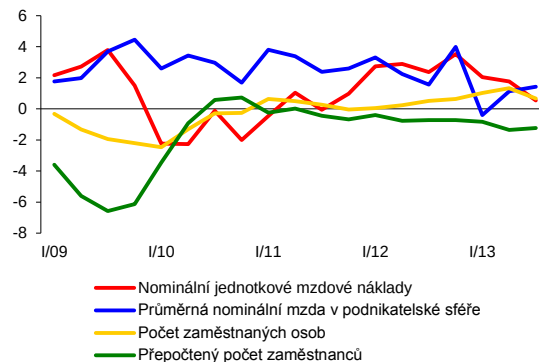
Více než rok trvající pozvolný růstový trend **celkové zaměstnanosti**³⁸ se ve druhém čtvrtletí 2013 zastavil. Ve třetím čtvrtletí se pak její meziroční růst ztlačil na 0,7 % (z 1,3 % na 0,7 %; Graf III.4.1). V mezičtvrtletním srovnání se celková zaměstnanost po očištění od sezonních vlivů po šesti čtvrtletích růstu snížila (o 0,3 %). Celkově mírný meziroční růst celkové zaměstnanosti byl nadále tažen rostoucími počty zaměstnanců, i když v menší míře než v předchozím čtvrtletí, zatímco počty podnikatelů setrvaly v meziročním poklesu.

V rámci sektorů byl dosažený meziroční růst zaměstnanosti zajišťován výhradně **terciárním sektorem** (Graf III.4.2). Nicméně i zde byl její růst ve třetím čtvrtletí 2013 (meziročně o 2 %) mírnější než v předchozím čtvrtletí. V netržních službách totiž již odezněly vyšší nárůsty zaměstnanosti z předchozích čtvrtletí, což zcela nevykompenzoval ani současně zesilující růst zaměstnanosti v tržních službách. Meziroční zvyšování počtu zaměstnaných osob v tržních službách se přitom koncentrovalo především do dvou odvětví, a to do informačních a komunikačních činností a do administrativních a podpůrných činností.

V **sekundárním sektoru** se zaměstnanost dále meziročně snižovala. Pokles zaměstnanosti se prohloubil zejména ve zpracovatelském průmyslu. Podle posledních údajů ČSÚ za listopad se obnovený růst zakázek a průmyslové produkce zatím ztlačil neprojev ve vývoji evidenčního počtu zaměstnanců³⁹, který mírně meziročně klesal (o 0,3 %). Současně přetrvával jeho výrazný pokles ve stavebnictví. V **primárním sektoru** zaměstnanost po dvou čtvrtletích meziročního růstu opět klesala.

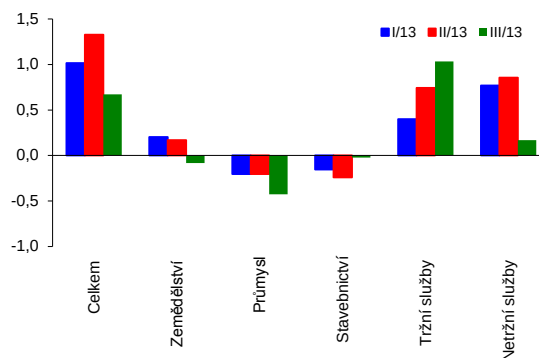
Graf III.4.1 Indikátory trhu práce

Počty zaměstnanců přepočtené na plné pracovní úvazky ve třetím čtvrtletí 2013 nadále klesaly, počet zaměstnaných osob ale stále rostl (meziroční změny v %)



Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se podílely výhradně služby (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



³⁸ Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS

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

Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl vývoj celkové zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2013 významně ovlivňován využíváním alternativních forem zaměstnávání, zejména v podobě kratších pracovních úvazků. Nasvědčovala tomu rozdílná trajektorie vývoje počtu zaměstnanců a **přepočteného počtu zaměstnanců na plné úvazky**. Přetrvávající meziroční pokles druhého zmíněného indikátoru (Graf III.4.3) byl zaznamenán v podnikatelském sektoru, zejména v průmyslu a stavebnictví. V nepodnikatelském sektoru se přepočtené počty zaměstnanců naopak dále meziročně zvýšily.

Prostřednictvím zkracování pracovních úvazků tak zaměstnavatelé nadále řešili otázku **přizpůsobení zaměstnanosti** při nejistotách o budoucím vývoji poptávky. Tím racionalizovali mzdové náklady při útlumu produkce a současně snižovali riziko ztráty stálých kvalifikovaných pracovníků, které by bylo obtížné hledat ve fázi oživení. Zkrácené úvazky byly využívány i v jiných případech, zejména při návratu do práce po rodičovské dovolené. Meziročně se tak ve třetím čtvrtletí zvýšil počet úvazků na kratší pracovní dobu o 15,4 %.

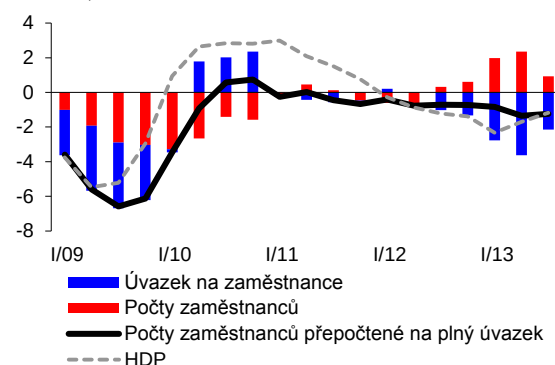
Při obdobném meziročním růstu pracovní síly a celkové zaměstnanosti **obecná míra nezaměstnanosti**⁴⁰ stagnovala v meziročním srovnání na hodnotě 7 % (Graf III.4.4).⁴¹ Meziroční růst pracovní síly byl při pokračujícím poklesu populace výsledkem rostoucí **míry ekonomické aktivity**⁴² ve všech věkových skupinách, když celková míra ekonomické aktivity dosáhla nejvyšších hodnot v historii ČR (72,9 % po sezonním očištění). K jejímu zvýšení přispělo mimo jiné prodlužování hranice odchodu do důchodu, demografický vývoj, a také využívání zkrácených pracovních úvazků. Podle říjnových a listopadových údajů se sezonně očištěná míra nezaměstnanosti nepatrně snížila na 6,9 % a míra ekonomické aktivity dále lehce vzrostla.

Výraznou změnu ale zaznamenal **podíl nezaměstnaných osob**⁴³, který ve třetím čtvrtletí 2013 dále meziročně i mezičtvrtletně vzrostl (Graf III.4.4). Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se pak tento indikátor nezaměstnanosti (sezonně očištěný) dále zvýšil až na hodnotu 8 %, což bylo způsobeno jak vyšším počtem registrovaných nezaměstnaných, tak pokračujícím poklesem populace v dané věkové skupině.

Poslední údaje za čtvrté čtvrtletí 2013 naznačují, že se zhoršování situace na trhu práce zřejmě blíží ke konci, když se

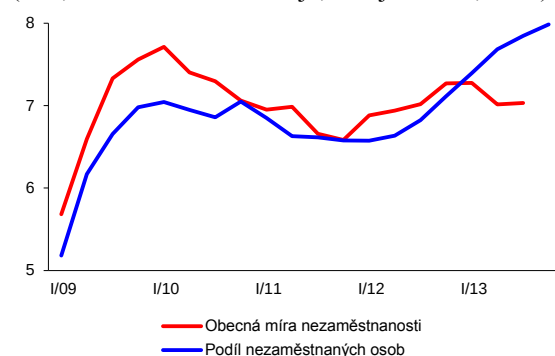
Graf III.4.3 Přepočtené počty zaměstnanců

Pokles průměrného pracovního úvazku se dále neprohluboval (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



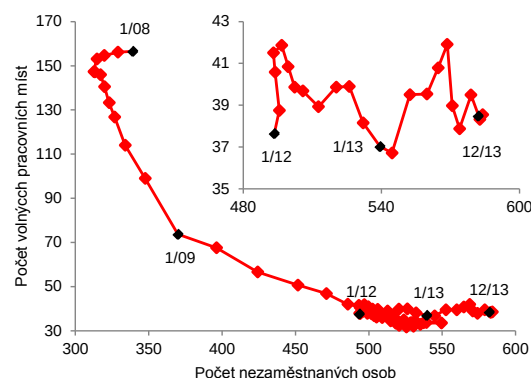
Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti

Obecná míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně stagnovala, avšak podíl nezaměstnaných osob vzrostl (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



Graf III.4.5 Beveridgeova křivka

Růst počtu nezaměstnaných osob se zastavil (sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)



⁴⁰ Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.

⁴¹ Po sezonním očištění stagnovala i v mezičtvrtletním srovnání.

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 ukazatel MPSV.

postupný posun **Beveridgeovy křivky**⁴⁴ zhruba východním směrem v posledních měsících zastavil. Bylo to dáno již jen pozvolným nárůstem počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání při stagnujícím nízkém počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

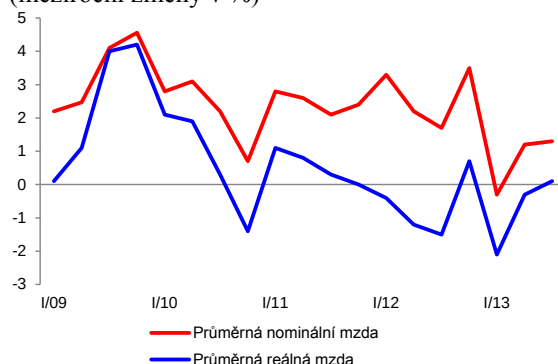
Celkově mírný meziroční růst **průměrné nominální mzdy** pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2013. Oproti předchozímu čtvrtletí jen nepatrně zrychlil na 1,3 % (Graf III.4.6). Přispělo k tomu mírné zesílení tempa růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře, neboť v nepodnikatelské sféře mzdový růst naopak zřetelně zvolnil. Při snižující se meziroční inflaci pak **reálná průměrná mzda** – po slabém poklesu v předchozím čtvrtletí – nepatrně vzrostla (o 0,1 %; Tab. III.4.1).

Meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** se i po zrychlení ve třetím čtvrtletí 2013 pohyboval na nízké úrovni, když dosáhl 1,4 %. Z dlouhodobějšího pohledu se přitom v této sféře – přes dílčí výkyvy⁴⁵ – doposud prosazoval trend ke zpomalení tempa růstu průměrné mzdy, který je pozorován od počátku roku 2009. Pokračující nízká dynamika mezd tak nadále svědčila o dopadech nízké úrovně ekonomické aktivity a převahy nabídky nad poptávkou na trhu práce. Tento názor podporuje i meziroční vývoj **průměrné mzdy v jednotlivých odvětvích**, neboť s výjimkou odvětví vzdělávání a ubytování a stravování byl i ve třetím čtvrtletí 2013 meziroční růst průměrné mzdy nízký a zhruba ve třetině odvětví průměrná mzda meziročně klesala. Reálná průměrná mzda v podnikatelské sféře se po předchozích poklesech opět meziročně zvýšila, avšak jen nevýrazně (o 0,2 %; Tab. III.4.1).

Průměrná nominální mzda v **nepodnikatelské sféře** naopak rostla ve třetím čtvrtletí 2013 výrazně pomaleji než v předchozím čtvrtletí (meziročně zvolnila o téměř 1 procentní bod na 0,8 %). Za tímto pokračujícím růstem stál zřetelný meziroční nárůst průměrné mzdy v ústředních vládních institucích (o 2,7 %), zatímco v místních vládních institucích mzdy poklesly. V souhrnu tak inflace převýšila v tomto sektoru nominální růst průměrné mzdy, což se projevilo v opětovném meziročním poklesu reálné průměrné mzdy ve třetím čtvrtletí (o -0,4 %; Tab. III.4.1).

Graf III.4.6 Průměrná mzda

Při nízkém tempu růstu průměrné nominální mzdy reálná mzda nepatrně vzrostla (meziroční změny v %)



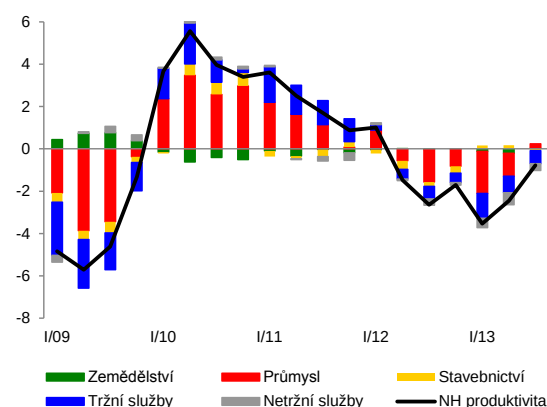
Tab. III.4.1 Mzdy, produktivita, NJMN

Průměrná nominální mzda rostla ve třetím čtvrtletí 2013 jen slabě (meziroční změny v %)

	IV/12	I/13	II/13	III/13
Průměrná mzda v ČR				
nominální	3,5	-0,3	1,2	1,3
reálná	0,7	-2,1	-0,3	0,1
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	4,0	-0,4	1,1	1,4
reálná	1,2	-2,3	-0,4	0,2
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	1,2	0,0	1,7	0,8
reálná	-1,6	-1,8	0,4	-0,4
NHPP	-1,8	-3,9	-2,9	-0,9
NJMN	3,5	2,0	1,8	0,5

Graf III.4.7 Vývoj produktivity v NH

Na zmírnění poklesu národohospodářské produktivity práce se nejvíce podílelo odvětví průmyslu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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.

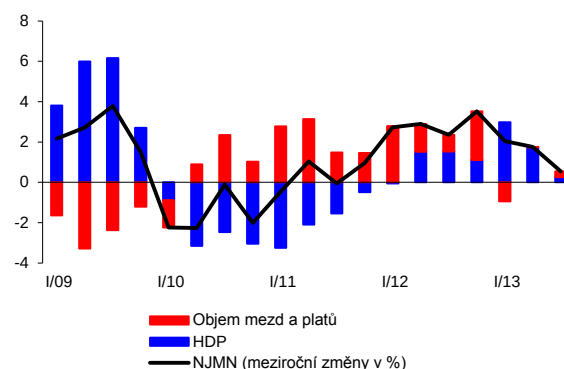
⁴⁵ Na přelomu let 2012 a 2013 byl například výrazně ovlivněn jednorázovými dopady způsobenými změnami daní a odvodů od 1.1.2013 (zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně a zároveň zrušení stropu pro odvody na zdravotní pojištění).

Při souběhu výrazného zmírnění meziročního poklesu reálného hrubého domácího produktu a zpomalení růstu zaměstnanosti došlo ve třetím čtvrtletí 2013 ke zřetelnému zvolnění poklesu **národohospodářské produktivity práce**⁴⁶ (meziročně na -0,9 %; Graf III.4.7). Přispěl k tomu nejvíce průmysl, kde výrazný meziroční pokles produktivity z první poloviny roku 2013 přešel do slabě kladných hodnot (Graf III.4.8⁴⁷). Za touto změnou stál především obnovený (sezonně neočištěný) růst přidané hodnoty v tomto odvětví. Ve třetím čtvrtletí 2013 pokračovalo také postupné snižování záporného příspěvku k vývoji národohospodářské produktivity u služeb, především netržních.

Uvedený vývoj ekonomické aktivity měřený HDP se při jen slabém nárůstu objemu mezd a platů projevil v dalším zpomalení meziročního růstu **mzdové náročnosti produktu**⁴⁸ k hodnotám blízkým nule (ve třetím čtvrtletí 2013 na 0,5 %; Graf III.4.8). V rámci odvětví rostly NJMN především ve stavebnictví a v menší míře i ve službách. Naopak v průmyslu, zejména zpracovatelském, NJMN meziročně klesaly.

Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu

Meziroční růst NJMN se dále zmínil, a to na velmi nízkou úroveň (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

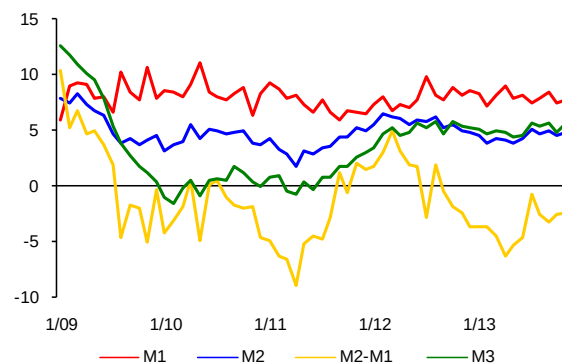


III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se v závěru roku 2013 pohybovala lehce pod úrovní 5 %, rychlost jeho obratu však nadále výrazně klesala. Peněžní agregát M1 přitom zůstal jedinou složkou přispívající k růstu M2, a to v důsledku zvýšení jednodenních vkladů podniků i domácností. Vliv devizových intervencí ČNB na peněžní zásobu byl zatím okrajový. Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru vzrostla zejména v důsledku zvýšené poptávky po úvěrech u podniků. Dynamika úvěrů domácnostem se rovněž mírně zvýšila. Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům dále rostla při přetrvávajícím růstu jejich čistých finančních aktiv. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů domácnostem, resp. podnikům v závěru roku zhruba stagnovaly, resp. lehce rostly. Úroková sazba 3M PRIBOR se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 slabě snížila. Ukazatele hospodaření nefinančních podniků se zlepšily. Ke konci roku 2013 došlo k oživení cen bytů v Praze, realizované ceny mimo Prahu nadále klesaly.

Graf III.5.1 Peněžní agregáty

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 výrazněji neměnila (roční míry růstu v %)



⁴⁶ Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

⁴⁷ Jak jednotlivé příspěvky v tomto grafu, tak i součtová čára jsou spočteny jako podíl hrubé přidané hodnoty a zaměstnanosti (tedy bez vlivu daní z produktů a dotací na produkty). Proto se uvedené součty mohou odlišovat od dat uvedených v Tab. III.4.1.

⁴⁸ Výpočet mzdové náročnosti produktu měřený nominálními jednotkovými náklady (NJMN) byl proveden na sezonně neočištěných datech.

III.5.1 Peníze

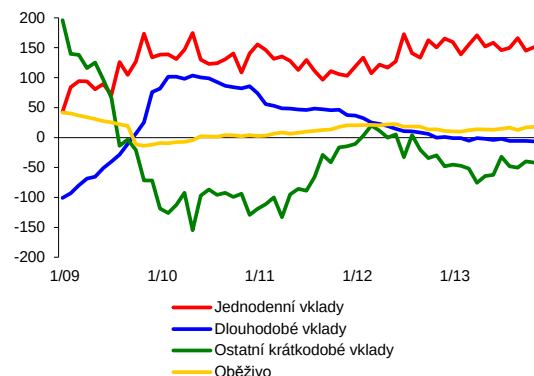
Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** se v listopadu 2013 mírně zvýšila na 4,8 %, přičemž zhruba na této hladině se pohybuje v posledních několika měsících (Graf III.5.1). Oproti předkrizovému období přitom dynamika M2 zůstává na výrazně nižší hladině. Při meziročním růstu nominálního HDP ve třetím čtvrtletí 2013 pouze o 0,4 % rychlost obrátu peněz nadále výrazně klesala. Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se vyvíjela obdobně, ve srovnání s průměrem za eurozónu je vyšší zhruba o čtyři procentní body. Růst peněžní zásoby byl na straně aktiv podporován zejména růstem úvěrů soukromému sektoru a čistých zahraničních aktiv. **Vývoj M2 byl v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 mírně nad minulou prognózou (resp. jejím základním scénářem), která očekávala, že růst M2 by měl pozvolna zpomalit na 4,4 % oproti 4,9 % ve třetím čtvrtletí 2013.**

Preference likvidity udržovala růst peněžního agregátu M1 na vysoké úrovni 7,8 % (Graf III.5.1). To bylo ovlivňováno růstem **jednodenních vkladů** podniků i domácností (Graf III.5.2). Růst oběživa vykazoval tendenci k pozvolnému zrychlování. Pokles krátkodobých termínovaných vkladů (zahrnutých v agregátu M2-M1) se zmínil, což odráželo vývoj vkladů s dohodnutou splatností do dvou let při umírněném růstu vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Dlouhodobé vklady zahrnuté do M2 v podmínkách nízkých úrokových sazeb nadále klesaly.

Z hlediska **sektorové struktury vkladů** přispívaly k růstu M2 téměř rovnoměrně vklady domácností, nefinančních podniků i finančních neměnových institucí jiných než pojišťoven a penzijních fondů (Graf III.5.3). Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků se v listopadu 2013 zvýšila na 6,2 %, což korespondovalo s přetrvávající zvýšenou pohotovou likviditou podniků. Dynamika vkladů domácností rovněž nepatrně vzrostla na 2,6 %. Emise státních spořicíků dluhopisů se projevila odlivem vkladů domácností do těchto instrumentů ve výši cca 21 mld. Kč v samotném závěru loňského roku.

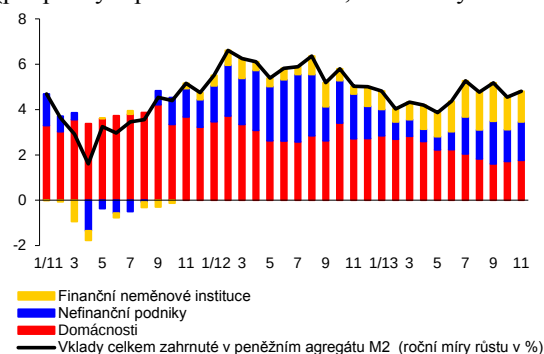
Vliv devizových **intervencí** ČNB na peněžní agregát M2 byl zatím okrajový. Podíl cizoměnových rezidentských vkladů na celkových rezidentských vkladech zahrnutých v M2 se snížil z 8,7 % v říjnu na 8,2 % v listopadu 2013 při současném zvýšení podílu korunových vkladů na 91,8 %. Prodej části cizoměnových vkladů během intervencí byl zaznamenán u nefinančních podniků. V rámci čistých zahraničních aktiv se zvýšily korunové vklady a úvěry nerezidentů u tuzemských bank o 150 mld. Kč, což bylo více než kompenzováno zvýšením devizových rezerv ČNB. Dodatečně vytvořená likvidita, která vznikla tím, že ČNB nakoupila cizí měnu od tuzemských bank v hodnotě zhruba 200 mld. Kč, byla těmito bankami uložena u ČNB v rámci standardních operací.

Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2
Jednodenní vklady zůstávají hlavní složkou přispívající k růstu M2
(roční toky v mld. Kč)



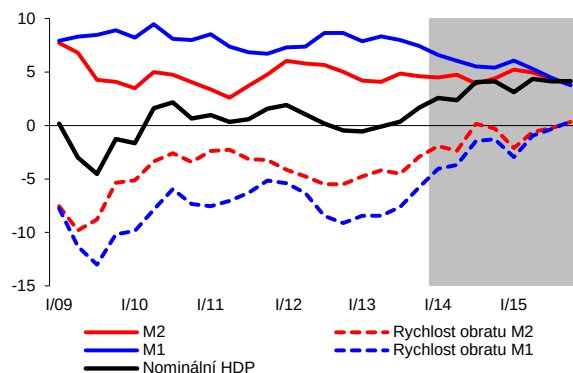
Graf III.5.3 Struktura vkladů peněžního agregátu M2

Příspěvky všech sledovaných sektorů k růstu M2 jsou na rozdíl od minulosti rovnoměrně rozloženy (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Graf SZ III.5.1 Prognóza M2

Peněžní agregát M2 poroste v letech 2014 a 2015 cca 4 až 5% tempem, což při oživení HDP povede ke zmírnění poklesu rychlosti obrátu peněz (roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



Roční míra růstu peněžního agregátu M2 by měla podle nové **prognózy** na počátku roku 2014 při poklesu celkové inflace mírně zpomalit (v prvním čtvrtletí by měla dosáhnout 4,5 %). V průběhu roku 2014 by se měl růst M2 pohybovat v průměru ve výši 4,4 % a v roce 2015 dosáhnout 4,6 % (Graf SZ III.5.1). Růst M2 bude na celém horizontu prognózy doprovázen pozvolna oživujícím růstem reálného HDP a zvýšením celkové inflace na přelomu let 2014 a 2015, která se však bude následně snižovat směrem k cíli. Meziroční pokles rychlosti obratu peněz se zmírní, přičemž v závěru prognostického horizontu začne rychlost obratu peněz již meziročně slabě růst. Roční míra růstu vysoce likvidních peněz by se měla vyvíjet obdobně. Peněžní agregát M1 vzroste v roce 2014 o 5,9 % a v roce 2015 o 4,9 %.

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** zrychlila a v listopadu 2013 dosáhla 4,1 %. Dle Šetření úvěrových podmínek bank se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zvýšila poptávka po úvěrech zejména u podniků. Na straně nabídky se úvěrové standardy při schvalování úvěrů neměnily v žádném z hlavních segmentů úvěrového trhu (Tab. III.5.1).⁴⁹

Úvěry nefinančním podnikům se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 meziročně zvýšily o 2,8 %. Více rostly zejména úvěry s delší splatností při nepatrném oživení krátkodobých úvěrů (Graf III.5.4). To bylo zaznamenáno u domácích podniků i u podniků pod zahraniční kontrolou. K růstu úvěrů přispívaly zejména úvěry poskytované developerům. Jednalo se o čerpání eurových úvěrů z dříve uzavřených úvěrových smluv určených k financování výstavby obchodních a nákupních center. V menší míře zrychlila i dynamika úvěrů průmyslu (zejména v odvětví energetiky, těžby a dobývání) a v odvětví činností spojených například s poradenstvím v oblasti řízení podniků. Rostla poptávka po úvěrech u velkých podniků a poprvé za poslední rok nepatrně i u malých a středních podniků. Na poptávku příznivě působilo financování fúzí a akvizic (především v energetice), fixních investic (zejména u developerů), zásob a provozního kapitálu. Na druhou stranu nově poskytnuté podnikové úvěry klesaly.

Tab. III.5.1 Změny úvěrových podmínek bank

Poptávka podniků po úvěrech se zvýšila, úvěrové standardy banky ponechaly prakticky beze změny (čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

	Nabídka			Poptávka
	Úvěrové podmínky: z toho			Poptávka po úvěrech
	Úvěrové standardy	Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	
Úvěry nefinančním podnikům				
I/13 ^{a)}	0 (22)	7	46	23 (-21)
II/13 ^{b)}	17 (9)	-36	3	19 (-1)
III/13 ^{c)}	0 (20)	-21	0	-7 (23)
IV/13 ^{d)}	-2 (0)	-20	2	27 (-8)
I/14 ^{e)}	(2)			(29)
Úvěry na bydlení				
I/13 ^{a)}	-6 (-7)	-27	-26	12 (-19)
II/13 ^{b)}	4 (-26)	-43	-4	67 (17)
III/13 ^{c)}	-4 (-22)	-53	20	61 (-7)
IV/13 ^{d)}	0 (27)	22	8	11 (6)
I/14 ^{e)}	(-4)			(-2)
Spotřebitelské úvěry				
I/13 ^{a)}	-1 (2)	23	1	5 (9)
II/13 ^{b)}	26 (30)	7	7	69 (-7)
III/13 ^{c)}	0 (0)	-9	0	-34 (-15)
IV/13 ^{d)}	0 (-7)	-9	-9	-9 (2)
I/14 ^{e)}	(16)			(-28)

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 čtvrtém čtvrtletí 2012.

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

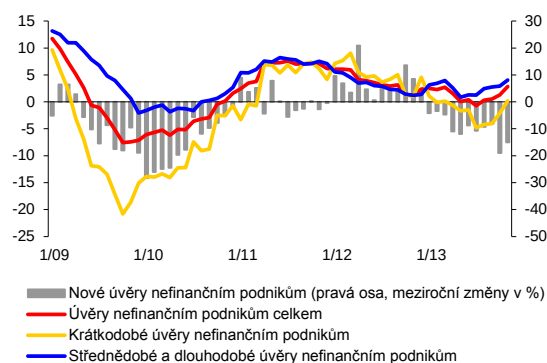
c) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve druhém čtvrtletí 2013.

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

e) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve čtvrtém čtvrtletí 2013.

Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům

Úvěry nefinančním podnikům vzrostly zejména v důsledku zvýšení dlouhodobých úvěrů (roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



⁴⁹V eurozóně výsledky Šetření úvěrových podmínek bank ve třetím čtvrtletí 2013 ukazují na pokračující, byť méně plošný, pokles poptávky podniků po úvěrech v návaznosti na vývoj poptávky po úvěrech na financování fixních investic. Poptávka domácností po úvěrech začala růst. Úvěrové standardy u úvěrů podnikům a domácnostem na bydlení se dále zpříšňovaly, ale již nikoliv plošně. Pokles úvěrů soukromému sektoru se stabilizoval (pokles cca o 2 %), což je víceméně v souladu se současnou fází hospodářského cyklu doprovázenou nízkou poptávkou po úvěrech a zpřísněnými úvěrovými standardy a podmínkami ze strany bank (v některých zemích eurozóny zejména vlivem kapitálových pozic bank). Určité zpoždění vlivu cyklu na úvěry lze přitom připsat spoléhání podniků na využívání vnitřních zdrojů financování (viz *Monthly Bulletin ECB*, January 2014).

Úvěrové standardy bank při schvalování podnikových úvěrů se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 neměnily. Zpříšňování spojené s vnímaným rizikem ohledně výhledu specifických odvětví a podniků pozorované v předchozích šesti čtvrtletích se zastavilo.

Z hlediska velikosti podniků se objem celkových úvěrů v období 2008-2012 nejvýrazněji snižoval u velkých podniků a v menší míře u středních a mikropodniků (do 9 zaměstnanců) při nezměněném objemu úvěrů u malých podniků (Graf III.5.5). U **velkých podniků** byl tento pokles doprovázen zvyšováním emise dluhopisů, jejichž objem dosáhl v roce 2012 již zhruba jedné čtvrtiny objemu úvěrů. Emise podnikových dluhopisů na agregované úrovni ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně rostla (cca o 29 %), i když mírněji než v předchozím období.

U **malých a středních podniků** objem emise dluhopisů dosahuje zhruba desetiny úvěrů. Úrokové sazby z malých úvěrů poskytovaných obvykle menším podnikům jsou přitom oproti sazbám z velkých úvěrů nadále vyšší. Navíc u těchto podniků byl v roce 2012 zaznamenán nejvýraznější pokles účetní přidané hodnoty, čímž se jejich dluhové zatížení většinou dále zvýšilo, zatímco u velkých podniků stagnovalo.⁵⁰ I při tomto poklesu byl ale podíl malých a středních podniků na tvorbě celkové účetní přidané hodnoty významný a v roce 2012 činil cca 40 %.

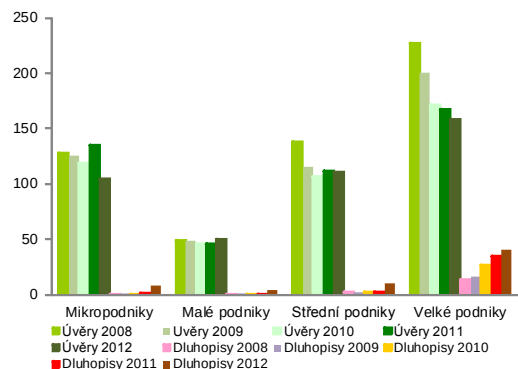
Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** v listopadu 2013 dosáhla 5 %. Růst stavu úvěrů domácnostem celkem i obou jejich hlavních složek, tj. úvěrů na bydlení i spotřebitelských úvěrů, byl však doprovázen snížením dynamiky nových úvěrů v obou zmíněných segmentech (Graf III.5.6).

Roční míra růstu **úvěrů na bydlení** stagnovala. Dynamika hypoték po předchozím zvýšení v listopadu 2013 zůstala na úrovni 6,4 % při přetrvávajícím poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Zvyšování poptávky domácností po úvěrech na bydlení vnímané v předchozích čtvrtletích velkou částí bankovního trhu se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 utlumilo. Příznivě na poptávku působily lepší vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí a zlepšování spotřebitelské důvěry. Úvěrové standardy u úvěrů na bydlení banky ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nadále neměnily. Růst počtu a objemu nových hypoték v prosinci 2013 zpomalil na 7 %, resp. na 3,2 %. Podle Hypoindexu klesl v závěru roku 2013 **počet nových hypoték** na výstavbu nemovitostí, snížil se růst hypoték na nákup nemovitostí a růst ostatních hypoték spojených mimo jiné s refinancováním starých úvěrů byl již jen umírněný (Graf III.5.7). Podíl počtu hypoték určených na

Graf III.5.5 Úvěry a emitované dluhopisy podle velikosti nefinančních podniků

V období 2008-2012 byl pokles objemu úvěrů nejvýraznější u velkých podniků, což bylo částečně kompenzováno vyšší emisí dluhopisů ze strany těchto podniků

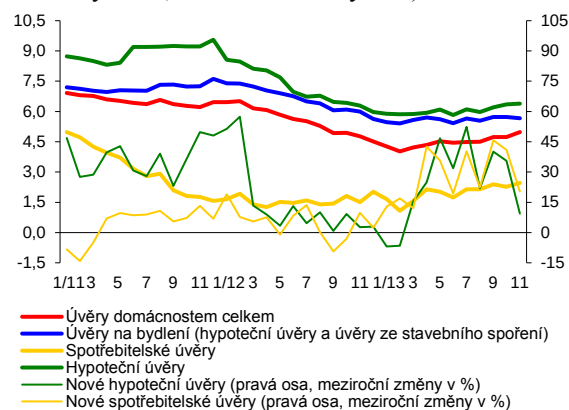
(objemy v mld. Kč, zdroj: databáze Bach, Bank de France, výpočty ČNB)



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 9156 podniků v posledních pěti letech.

Graf III.5.6 Úvěry domácnostem

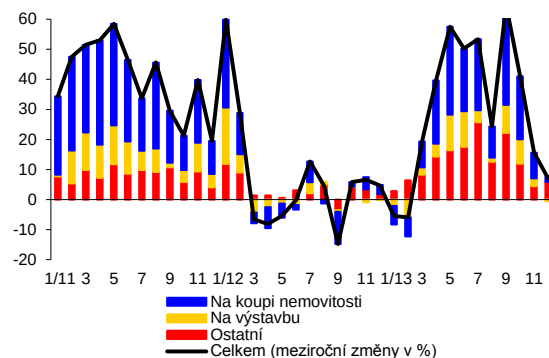
Roční míra růstu úvěrů domácnostem pozvolna rostla (roční míry růstu, meziroční změny v %)



Graf III.5.7 Struktura počtu nových hypoték

Příspěvek počtu nových hypoték spojených zejména s refinancováním starých úvěrů i s koupí a výstavbou nemovitostí se snížil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %, zdroj: Fincentrum Hypoindex)



⁵⁰ Poměr úvěrů a dluhopisů k účetní přidané hodnotě nadále klesá s velikostí podniků. V roce 2012 dosáhl u mikropodniků 400 %, u malých podniků 76 %, u středních podniků 39 % a u velkých podniků 28 %.

refinancování dosahuje cca 23 % oproti 29 % v polovině loňského roku.⁵¹

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** u bank se lehce zvýšila a v listopadu 2013 dosáhla 2,5 %, tyto úvěry čerpané domácnostmi od nebankovních institucí meziročně stagnovaly. Dynamika nových spotřebitelských úvěrů se po předchozím značném růstu, který byl tažen též konsolidací starých úvěrů, snížila (Graf III.5.6). Poptávka po spotřebitelských úvěrech dle vnímání bank poklesla, a to vlivem stále nízké spotřebitelské důvěry a dostupnosti jiných zdrojů financování.

Ve třetím čtvrtletí 2013 se poměr celkové **zadluženosti domácností** ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu dále zvýšil na 60 %, včetně ostatních závazků pak tento poměr činil cca 66 %. Obdobný poměr v eurozóně v poslední době stagnuje na hodnotě zhruba 100 %. Úrokové zatížení českých domácností se v čistém vyjádření zvýšilo na 2 %, což je úroveň, okolo které zatížení kolísá od roku 2010. V uvedeném vývoji se projevoval zejména pokles přijatých úrokových plateb od bank při stagnaci placených úroků (Graf III.5.8).

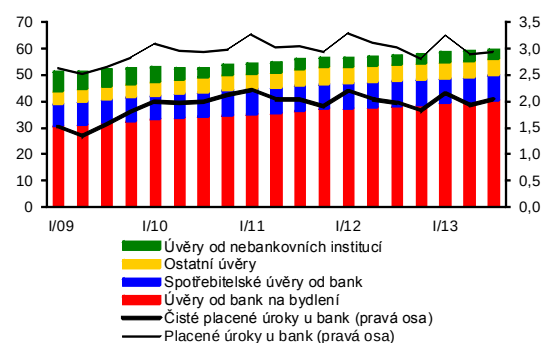
III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2013 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Se základním scénářem této prognózy a jejími předpoklady byl konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň, což při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické sazby ukazovalo na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Bankovní rada na listopadovém jednání jednomyslně ponechala **základní úrokové sazby**⁵² beze změny na tzv. technicky nulové úrovni (Graf III.5.9). Zároveň rozhodla, že ČNB začne používat **kurz koruny jako nástroj dalšího uvolnění měnové politiky** a bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tímto rozhodnutím bankovní rady se alternativní scénář minulé prognózy, v němž stabilizační úlohu měnové politiky převzal kurz koruny, stal nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího vývoje. Kurzový závazek ČNB je přitom dle rozhodnutí bankovní rady jednostranný, tj. ČNB bude bránit přílišnému posílení kurzu koruny pod úroveň 27 CZK/EUR. Na prosincovém zasedání pak bankovní rada rovněž ponechala jednomyslně základní úrokové

Graf III.5.8 Zadluženost domácností

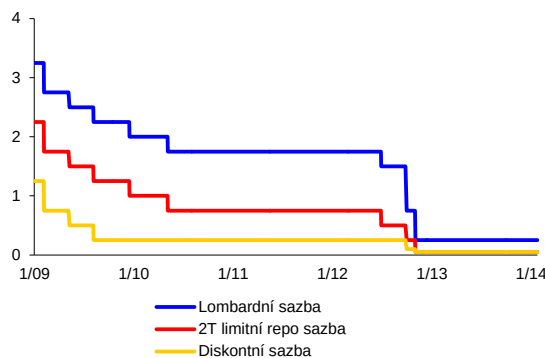
Zadluženost a zatížení domácností čistými úrokovými platbami ve vztahu k příjmům ve třetím čtvrtletí 2013 dále rostly (poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)



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

Graf III.5.9 Základní sazby ČNB

ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2013 ponechala své základní úrokové sazby na "technicky nulové" úrovni (v %)



⁵¹V prvním čtvrtletí 2014 banky předpokládají, že úvěrové standardy i poptávka domácností po úvěrech na bydlení zůstanou nadále zhruba nezměněné.

⁵² S účinností od 2. listopadu 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek.

Na svém měnověpolitickém zasedání 6. února 2014 bankovní rada rozhodla ... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako

Úrokové sazby na finančním trhu

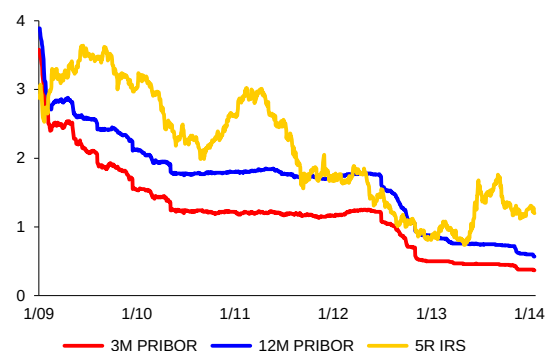
Úrokové sazby na peněžním trhu se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 lehce snížily vlivem nárůstu přebytku korunové likvidity⁵³ poté, co ČNB začala používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky. Úrokové sazby PRIBOR se tak ve všech splatnostech pohybovaly na historicky nejnižších hodnotách (Graf III.5.10). Derivátové sazby FRA po listopadovém zasedání bankovní rady klesly o 0,1 až 0,2 procentního bodu. Vedle přebytku korunové likvidity se ve sníženém výhledu těchto sazeb zřejmě promítly také údaje o HDP a inflaci zveřejněné v první polovině listopadu. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce ledna implikuje očekávanou přibližnou stabilitu sazby 3M PRIBOR minimálně do konce letošního roku. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje zhruba v souladu s trajektorií úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou (viz kapitola II).

V úrokových sazbách s delší splatností se také projevila vyšší korunová likvidita. Snaha o její umístění (zesílená faktem, že na konci roku se již nekonaly aukce státních dluhopisů) tlačila níže výnosy státních dluhopisů a částečně také sazby IRS, a to při vysokých objemech obchodů. Ze zahraničních faktorů se do vývoje tuzemských úrokových sazeb krátkodobě promítlo listopadové uvolnění měnové politiky ECB a především oznámené utlumování programu kvantitativního uvolňování v USA na prosincovém zasedání Fedu. Zveřejněné zahraniční makroekonomické ukazatele však z hlediska globálního a návazně domácího růstu vyznívaly smíšeně, a proto zahraniční i domácí úrokové sazby nevykazovaly jednoznačný směr. Celkově v porovnání s koncem září tuzemské sazby IRS s kratší splatností (do 4R) klesly o 0,1 procentního bodu, sazby s delší splatností se naopak ve stejném rozsahu zvýšily.

Průměrná sazba 3M PRIBOR za čtvrté čtvrtletí 2013 dosáhla 0,4 %, tj. byla v souladu s hodnotou předpovídanou alternativním scénářem minulé prognózy, který zahrnoval používání kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky. Kreditní prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba v průměru dosáhla 0,4 procentního bodu. Po zahájení devizových intervencí toto rozpětí lehce pokleslo a pohybovalo se těsně nad 0,3 procentního bodu.

Graf III.5.10 Tržní úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu se vlivem zvýšené likvidity v důsledku devizových intervencí ČNB lehce snížily (v %)



⁵³ Banky ve větší míře začaly využívat dvoutýdenní repooperace i O/N depozitní facilitu, prostřednictvím kterých ukládaly přebytečnou likviditu. ČNB při intervencích nakoupila devizy v hodnotě cca 200 mld. Kč.

Výnosová křivka PRIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zmírnila svůj kladný sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR dosahovalo v prosinci 2013 v průměru 0,4 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 posunovala na nižší hladinu, zároveň se snižoval její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R-1R činilo v prosinci 0,8 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 1,6 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely lehký pokles tuzemských sazeb a jen nevýrazné změny sazeb na zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se proto mírně snížily směrem k již jen nepatrně kladným hodnotám (Graf III.5.11). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2013 činil průměrně 0,2 procentního bodu, na konci ledna 2014 dosahoval 0,1 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 a v lednu 2014 uskutečnilo devět aukcí dluhopisů s pevným kuponem a jedna aukce dluhopisu s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 49,6 mld. Kč⁵⁴. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 2,1. Státní dluhopisy byly nadále upisovány s velmi nízkými výnosy poblíž jejich historických minim. Ministerstvo financí také vydalo pátou emisi státních spořicí dluhopisů ve výši 21,3 mld. Kč. Výnosová křivka státních dluhopisů se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 – podobně jako křivka IRS – nejdříve posunula lehce níže a poté opět výše, obdobně jako tomu bylo na zahraničních dluhopisových trzích. Její kladný sklon se příliš neměnil (Graf III.5.12).

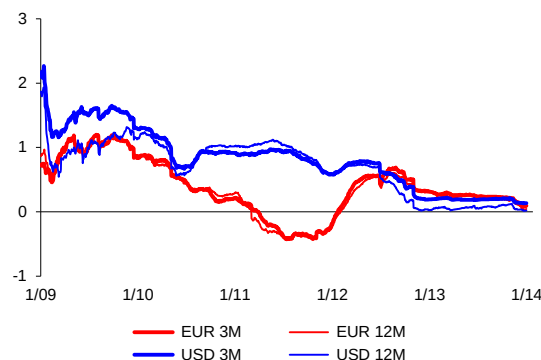
Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem se v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 většinou výrazněji neměnily, resp. rostly jen u úvěrů domácnostem s dlouhodobou fixací. Ex ante reálné úrokové sazby zůstaly v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 celkově nezměněné u podnikových úvěrů a u úvěrů na bydlení, zatímco u spotřebitelských úvěrů vzrostly.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v listopadu 2013 v nominálním vyjádření lehce vzrostla na 2,1 %. V tom se projevovalo zvýšení sazeb s krátkodobou fixací, za které je poskytována převážná většina podnikových úvěrů

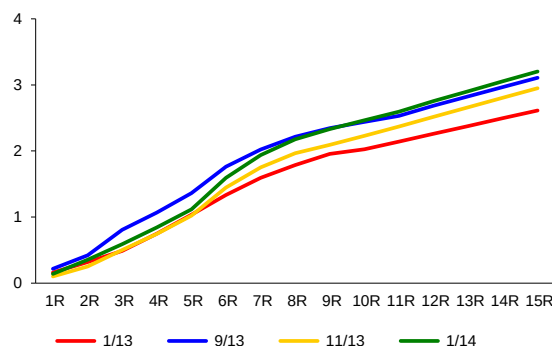
Graf III.5.11 Úrokové diferenciály

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru se mírně snížily směrem k nulovým hodnotám (v procentních bodech)



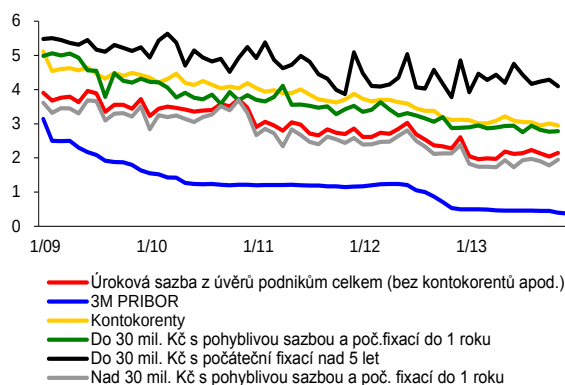
Graf III.5.12 Výnosová křivka státních dluhopisů

Výnosová křivka státních dluhopisů od září příliš nezměnila svůj tvar a sklon (v %)



Graf III.5.13 Úrokové sazby z úvěrů podnikům

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se v průměru slabě zvýšila (nové obchody, v %)



⁵⁴ Celkově v roce 2013 dosáhly prodeje státních dluhopisů na primárním trhu 136,1 mld. Kč; revidovaná Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2013 přitom předpokládala emise v rozsahu 96,7 až 170,7 mld. Kč.

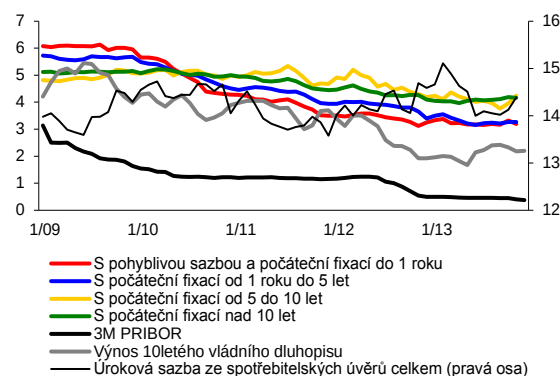
(Graf III.5.13). Průměrná sazba z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč nepatrně vzrostla na 2 %, sazba z malých úvěrů dosáhla 3 %. Rozpětí mezi uvedenými sazbami se dále snížilo, i když zůstává lehce nad svým dlouhodobým trendem. Při slabém snížení 3M PRIBORu se spread mezi krátkodobou sazbou z velkých i malých úvěrů a sazbou 3M PRIBOR mírně zvýšil (Graf III.5.15). V eurozóně některé sazby rovněž vzrostly a jsou nadále vyšší oproti sazbám v ČR (v průměru sazba v eurozóně dosáhla 2,8 %).

U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** dosáhla v listopadu 2013 v průměru 3,4 % (u hypoték 3,2 %). Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují 76 % všech úvěrů na bydlení, stagnovala na úrovni 3,3 % (Graf III.5.14). Obdobně se vyvíjela i pohyblivá a fixní sazba do jednoho roku. Naopak některé sazby s fixací nad pět let se dále zvýšily, a to zřejmě vlivem předchozího nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb finančního trhu. Banky přitom v současnosti vnímají polevování konkurenčního tlaku. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 výrazněji neměnilo (Graf III.5.15). Naopak rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu vlivem listopadového poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu vzrostlo. Průměrná marže bank se poprvé za poslední rok dle vnímání bank zvýšila. V prosinci 2013 se dle Hypoindexu úroková sazba z nových hypoték nepatrně snížila. V eurozóně se úroková sazba z úvěrů na bydlení dle posledních údajů za listopad zvyšovala, v průměru se pohybovala úrovni 3,1 %.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů dále vzrostla a v listopadu 2013 dosáhla 14,4 % při poklesu sazby RPSN zahrnující navíc neúrokové poplatky na 14,9 % (Graf III.5.14). Banky úvěrové standardy při schvalování těchto úvěrů ve čtvrtém čtvrtletí 2013 neměnily. V rámci podmínek malá část bankovního úvěrového trhu snížila průměrné marže u amerických hypoték, dále pak marže u rizikovějších úvěrů a neúrokové poplatky. Úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů mírně vzrostla na 14,7 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet na 24,2 %. V eurozóně se sazba ze spotřebitelských úvěrů rovněž slabě zvýšila, v průměru je však nadále výrazně nižší (6,6 %) než v ČR.

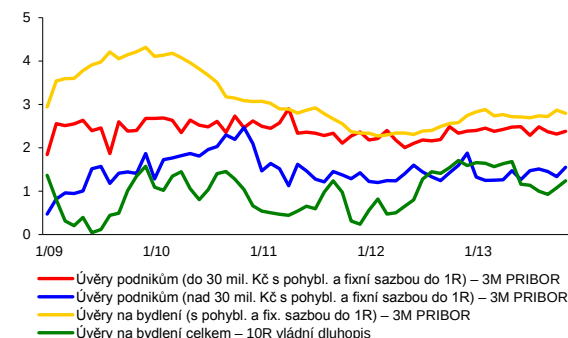
Úrokové sazby z vkladů domácností a podniků se ve sledovaném období vyvíjely diferencovaně, v dlouhodobější perspektivě spíše klesaly. Úroková sazba z jednodenních vkladů přetrvávala u domácností na úrovni 0,5 % a u nefinančních podniků činila 0,2 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců zahrnující relativně vysoce úročené vklady ze stavebního spoření se slabě snížila (cca na 2 %). Naopak krátkodobá sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností do dvou let vzrostla vlivem snahy bank o jejich zatraktivnění při poklesu úrokové sazby z dlouhodobých vkladů. Obě uvedené sazby dosahují aktuálně stejné úrovně 1,4 % (Graf III.5.16).

Graf III.5.14 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem
Úrokové sazby z úvěrů domácnostem s dlouhodobými fixacemi rostly, s kratšími fixacemi stagnovaly (nové obchody, v %)



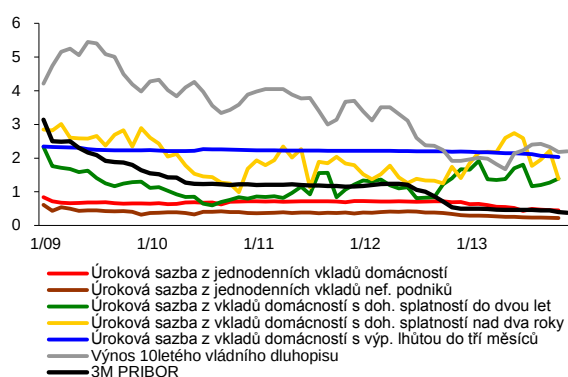
Graf III.5.15 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb

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



Graf III.5.16 Úrokové sazby z vkladů

Úrokové sazby z termínovaných vkladů domácností nadále většinou pozvolna klesaly (v %)



Reálné klientské úrokové sazby⁵⁵ se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 celkově příliš nezměnily vzhledem k přibližné stabilitě nominálních sazeb i očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů v listopadu dosáhly 4,4 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů 0,1 % (Graf III.5.17).

III.5.4 Měnový kurz

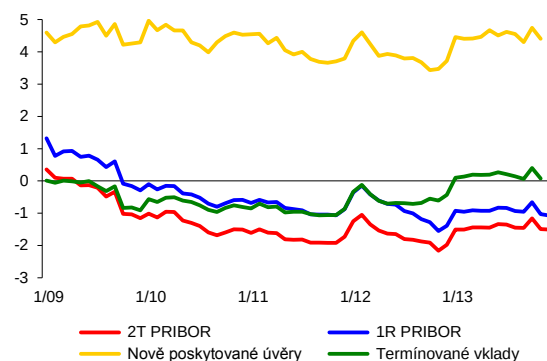
Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2013 hodnoty 26,7 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 5,9 % a mezičtvrtletní oslabení o 3,1 % (Graf III.5.18). Ke skokovému oslabení koruny na cca 27 CZK/EUR (po předcházejícím pohybu kurzu mezi 25,5 – 26,0 CZK/EUR) došlo v návaznosti na rozhodnutí ČNB dne 7. listopadu 2013. Poté koruna jevila tendenci k dalšímu oslabování až na 27,7 CZK/EUR v polovině prosince. Následně se toto oslabování zastavilo a v dalším období se koruna pohybovala kolem 27,5 CZK/EUR. V důsledku uvedeného vývoje patřila koruna ve čtvrtém čtvrtletí 2013 k výrazněji oslabujícím volně směnitelným měnám. Oslabení obdobného rozsahu zaznamenaly např. australský dolar, jihoafrický rand, turecká lira a thajský baht. Ještě mnohem více oslabil japonský jen. Na počátku třetí lednové dekády 2014 se kurz koruny nadále pohyboval kolem hodnoty 27,5 CZK/EUR.

Hlavním faktorem ovlivňujícím kurzový vývoj koruny ve čtvrtém čtvrtletí 2013 byly **devizové intervence** ČNB uskutečněné na základě rozhodnutí BR oslabit korunu do blízkosti 27 CZK/EUR a bránit jejímu případnému následnému posílení výrazněji pod tuto hodnotu. Další oslabení koruny nad tuto hranici v průběhu listopadu a v první polovině prosince bylo však již způsobeno výhradně devizovým trhem bez dalších intervencí ČNB.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 činil 19,6 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 0,9 % (a mezičtvrtletní oslabení o 0,5 %). V průběhu čtvrtletí koruna oslabila z hodnoty 19,0 CZK/USD na počátku čtvrtletí až na 19,9 CZK/USD na jeho konci. Oslabení koruny vůči dolaru bylo méně výrazné než vůči evropským měnám vlivem oslabení dolaru na světových trzích ve sledovaném období. Na počátku třetí lednové dekády se koruna vůči dolaru pohybovala kolem 20,3 CZK/USD (vlivem mírného posílení dolaru na světových trzích na počátku letošního roku).

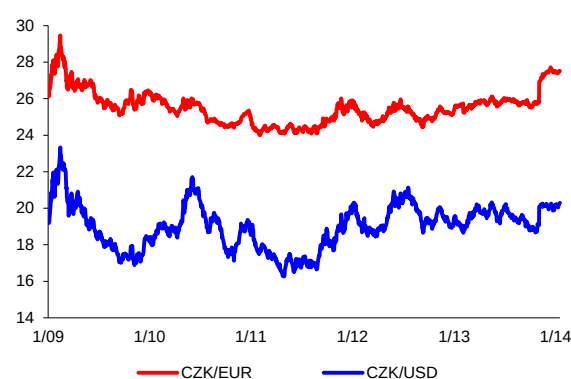
Graf III.5.17 Ex ante reálné sazby

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů i vkladů nezaznamenaly významné změny (v %)



Graf III.5.18 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Koruna vůči euru ve čtvrtém čtvrtletí 2013 oslabila



⁵⁵ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Vývoj výsledků finančního hospodaření **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**⁵⁶ ve třetím čtvrtletí 2013 naznačoval slabé oživení ekonomické aktivity. Výkony a tržby oproti předchozímu čtvrtletí dále zmírnily svůj meziroční pokles (na -1,5 %, resp. -0,2 %). Při zmírnění poklesu výkonové spotřeby pak došlo ke zrychlení meziročního růstu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.19). Rovněž hrubý provozní přebytek se meziročně zvýšil, i když růst osobních nákladů mírně zrychlil oproti předchozímu čtvrtletí.

Při rychleji klesající výkonové spotřebě oproti výkonům se **materiálová náročnost výkonů**⁵⁷ ve třetím čtvrtletí 2013 dále meziročně snížila (o 1,9 procentního bodu; Tab. III.5.2). Došlo především k prudkému poklesu výkonové spotřeby v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, který dosáhl -32,2 %. Významný pokles výkonové spotřeby byl zaznamenán také v odvětví těžby a dobývání a činnostech v oblasti nemovitostí.

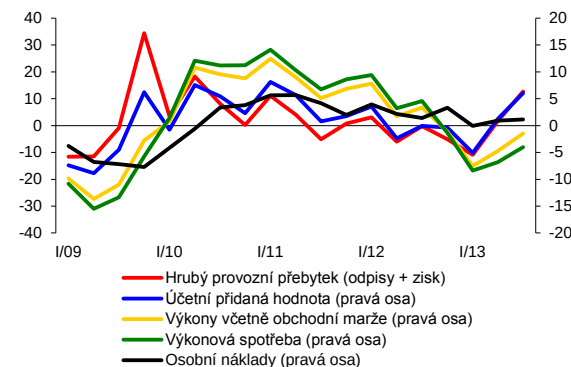
Mzdová náročnost výkonů⁵⁸ se ve třetím čtvrtletí 2013 naopak dále mírně meziročně zvýšila (o 0,4 procentního bodu; Tab. III.5.2). Hlavní příčinou byl pokračující – i když mírnější – meziroční pokles výkonů v důsledku trvající nízké poptávky, doprovázený mírným zesílením meziročního růstu osobních nákladů.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵⁹ ukazují ve třetím čtvrtletí 2013 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků, míra poklesu výkonové spotřeby a výkonů včetně obchodní marže však u nich byla ještě výraznější.

Ve výběru 2000 nefinančních podniků s největšími aktivy **výsledek hospodaření před zdaněním** zaznamenal mírný meziroční růst (o 0,9 %), zejména v důsledku meziročního růstu provozního výsledku, a to i přes pokles finančního výsledku hospodaření těchto podniků.

Graf III.5.19 Základní ukazatele hospodaření

Ve třetím čtvrtletí 2013 došlo k opětovnému růstu či zmírnění poklesu hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)



Tab. III.5.2 Ukazatele hospodaření podniků

Materiálová náročnost výkonů se dále snižovala a mzdová náročnost se zvýšila

	3. čtvrtletí 2012	3. čtvrtletí 2013	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1382,9	1362,5	-1,5
Osobní náklady (mld. Kč)	202,8	205,1	1,1
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1032,2	990,7	-4,0
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	350,7	371,8	6,0
Tržby (mld. Kč)	1809,1	1805,8	-0,2
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	57,8	55,2	-2,7
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	74,6	72,7	-1,9
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	14,7	15,1	0,4
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	25,4	27,3	1,9

^{a)} propočet ČNB

Tab. SZ III.5.1 Výsledek hospodaření před zdaněním

Výsledek hospodaření před zdaněním se meziročně zvýšil i přes nižší finanční výsledek (meziroční změny v %)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	3. čtvrtletí 2012	3. čtvrtletí 2013	Meziroční změny v %
Výsledek hospodaření před zdaněním (mld. Kč) ^{a)}	72,6	73,2	0,9
- z toho: provozní výsledek hospodaření (mld. Kč)	70,4	72,3	2,8
- z toho: finanční výsledek hospodaření (mld. Kč)	2,4	0,7	-71,2

^{a)} propočet ČNB

⁵⁶ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2013 téměř 9,3 tisíce nefinančních podniků.

⁵⁷ Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

⁵⁸ Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.

⁵⁹ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2013 téměř 1,7 tisíce nefinančních podniků.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Finanční závazky nefinančních podniků ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně mírně poklesly (Graf III.5.20). K mírnému poklesu finančních závazků přispěly zejména kótované akcie, a to vlivem přecenění hodnoty těchto akcií, a rovněž ostatní závazky. Pozitivní příspěvky byly zaznamenány u dluhových cenných papírů a u účastí mimo kótované akcie. Na straně **aktiv nefinančních podniků** ve třetím čtvrtletí vzrostl zejména objem účastí a hotovosti a vkladů. Kladně přispěly k meziročnímu růstu finančních aktiv podniků také další cenné papíry (jiné než účasti).⁶⁰ Ve třetím čtvrtletí dále došlo k nárůstu ostatních pohledávek. Popsaný vývoj jednotlivých stran rozvahy ovšem ani v tomto čtvrtletí výrazně nezměnil celkovou čistou finanční pozici podniků, která je dlouhodobě záporná a dosahuje -88 % HDP.

Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí ve finančních ukazatelích; pohotová likvidita podniků se ve třetím čtvrtletí 2013 v meziročním vyjádření zvýšila. Poměrový ukazatel tržního financování mírně poklesl. Solventnost podniků v loňském třetím čtvrtletí vzrostla po předchozím nevýrazném vývoji.

Domácnosti jsou čistými věřiteli v národním hospodářství a jejich čistá finanční pozice dosahuje 70 % HDP. **Čistá finanční aktiva domácností** rostla ve třetím čtvrtletí meziročním tempem 4,5 % (Graf III.5.21). Obdobně jako v předchozích čtvrtletích rostly všechny složky finančních aktiv vyjma kategorie ostatní. Nejvíce k růstu finančních aktiv přispěly oběživo a vklady, ačkoliv jejich růst i v tomto čtvrtletí zpomaloval. Dluhové cenné papíry a pojistné rezervy v penzijních fondech si zachovaly obdobnou dynamiku růstu jako v minulém čtvrtletí.⁶¹ Růst **finančních závazků domácností** mírně zrychlil. Nadále dominantní příspěvek (necelé 4 procentní body) k meziročnímu růstu finančních pasiv měly dlouhodobé půjčky. Meziroční přírůstek čistých finančních aktiv domácností dosáhl i ve třetím čtvrtletí 2013 hodnoty 5,5 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

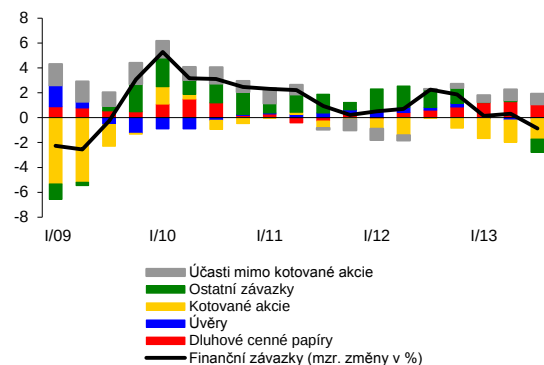
Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 pokračovalo oživení růstu **nabídkových cen starších bytů**. Tyto ceny dle údajů ČSÚ poprvé po pěti letech rostly jak v meziročním srovnání

⁶⁰ Na straně aktiv nefinančních podniků dochází již tři čtvrtletí k poklesu stavu těchto podniků poskytnutých půjček, což naznačuje, že splátky uvedených půjček ze strany dlužníků, jimiž jsou nefinanční i finanční podniky, předstihují objem nově poskytnutých půjček.

⁶¹ Ke kladnému příspěvku účastí přispěly nejvíce investice domácností do investičních fondů a do kótovaných akcií vydaných nerezidenty. Přibližně třetinový podíl na nárůstu hodnoty těchto kategorií mělo přecenění.

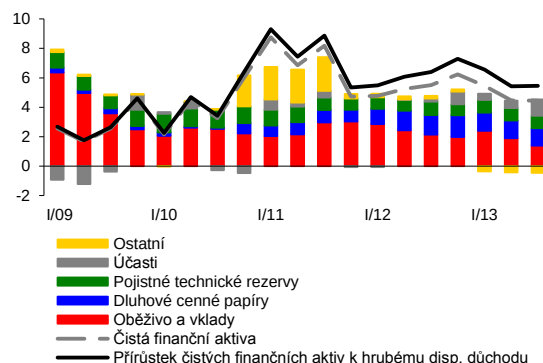
Graf III.5.20 Finanční závazky nefinančních podniků

Finanční závazky podniků ve třetím čtvrtletí 2013 mírně poklesly (meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech)



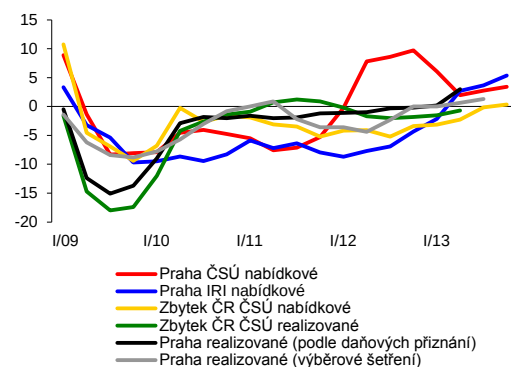
Graf III.5.21 Struktura finančních aktiv domácností

Čistá finanční aktiva rostla i nadále svižným tempem (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



Graf III.5.22 Realizované a nabídkové ceny bytů

Ke konci roku 2013 došlo k oživení růstu cen bytů v Praze, realizované ceny mimo Prahu dále klesají (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



(v Praze o 3,4 %, mimo Prahu o 0,3 %; Graf III.5.22), tak v mezičtvrtletním srovnání (Praha o 1,5 %, ČR bez Prahy o 0,8 %). Oživení nabídkových cen potvrzují i alternativní datové zdroje, například meziroční růst cen dle Institutu regionálních informací činil v Praze o 5,4 %, mimo Prahu pak v průměru 1,9 %.

U **realizovaných cen** nově dostupné údaje z **výběrového šetření ČSÚ** za třetí čtvrtletí 2013 indikují pro Prahu výrazně mírnější růsty cen (pro starší byty meziroční růst o 1,3 %, u nových bytů o 0,4 %), ve zbytku ČR pak pokračuje pokles cen (meziročně o 4,4 %). U **indexu realizovaných cen z daňových přiznání** k dani z převodu nemovitostí ČSÚ revidoval směrem nahoru své předchozí odhady za rok 2012. Zatímco předchozí odhady indikovaly pro Prahu meziroční pokles cen o 3,8 % a pro zbytek ČR o výrazných 10,7 %, nově tyto poklesy činí pouze -0,2 % resp. -1,8 %.⁶² Tato revize přitom přiblížila historický vývoj realizovaných cen z daňových přiznání ostatním ukazatelům cen, takže ji lze vnímat jako určité snížení datové nejistoty. Vedle revize předchozích odhadů ČSÚ publikoval také nové odhady vývoje realizovaných cen z daňových přiznání pro první pololetí roku 2013. Tyto nové odhady v zásadě odpovídají vývoji realizovaných cen dle jiných zdrojů, když v Praze ke konci pololetí 2013 rostly meziročně o 3 %, zatímco ve zbytku ČR naopak klesaly o 0,7 %. V souhrnu nabídkové i realizované ceny indikují mírné ožívování trhu po dlouhém období jejich poklesů, přičemž toto oživení je výrazně diferencované podle regionů.

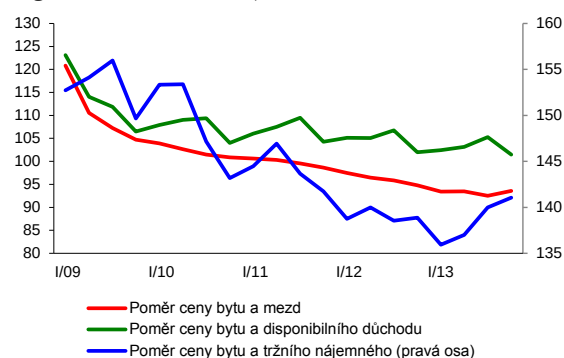
Rozdílné regionální situaci na trhu nemovitostí nasvědčuje i vývoj **počtu transakcí na nemovitostním trhu**, když v roce 2013 počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva pro domy a byty v Praze rostl o 2,5 %⁶³, zatímco ve zbytku ČR poklesl o 10,4 %. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2013 pak počet transakcí s budovami a byty v Praze vzrostl o 15,4 %⁶⁴, mimo Prahu naopak klesl o 8,3 %. Oživení poptávky na trhu s byty v Praze pak potvrzují i údaje o prodeích nových bytů z developerských projektů, které v roce 2013 vzrostly zhruba o čtvrtinu.

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí ke konci roku 2013 převážně rostly (Graf III.5.23). **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) dle IRI se v reakci na nárůst cen bytů mezičtvrtletně zvýšil o 0,7 %, v porovnání se svojí minimální hodnotou z počátku roku 2013 je vyšší o 3,8 %.

Graf III.5.23 Ukazatele udržitelnosti cen bytů

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí rostly s výjimkou poměru ceny k disponibilnímu důchodu

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



⁶² Součástí revize bylo přepočítání indexu cen na nový základ a změny vah v indexu, takže došlo ke změnám indexu i pro předchozí roky, největší revize se však týkala roku 2012.

⁶³ Zdrojem je ČÚZK.

⁶⁴ Část z nárůstu počtu transakcí ke konci roku lze přisoudit jednorázovým transakcím souvisejícím s daňovými změnami (platba DPH u stavebních pozemků). Tyto změny se ale týkají především stavebních pozemků a transakcí podnikatelských subjektů.

Poměr ceny bytu a mezd mezičtvrtletně vzrostl o 1,1 %, **poměr ceny bytu a disponibilního důchodu domácností** naopak mezičtvrtletně klesl o 3,6 %.⁶⁵ Úroveň všech tří indexů je v porovnání s jejich hodnotami z roku 2008 stále poměrně nízká, což spolu s alternativními odhady indikuje mírné podhodnocení cen nemovitostí. V souvislosti s těmito poznatky a postupným oživováním domácí ekonomické aktivity, vývojem na trhu práce a demografickým vývojem lze pro ČR jako celek předpokládat nejprve stagnaci a následně pomalé oživování cen. V rámci tohoto oživení však bude pokračovat diferencovaný vývoj podle jednotlivých regionů (relativně vyšší růst cen v Praze).

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním až třetím čtvrtletí 2013 byl nadále charakteristický vysoký schodek bilance výnosů, spojený zejména s hodnotou dividend z přímých investic vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však z velké části vyvážen přebytkem výkonové bilance v důsledku rostoucího přebytku obchodní bilance při stagnujícím přebytku bilance služeb. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyššího přebytku portfoliové investice, a to zejména vlivem zahraničních emisí dluhopisů, a dále pak přímé investice. Jejich čistý příliv byl však převážen čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným rychlým růstem dlouhodobých depozit a úvěrů měnových finančních institucí v zahraničí a vysokým čistým odlivem v sektoru podniků.

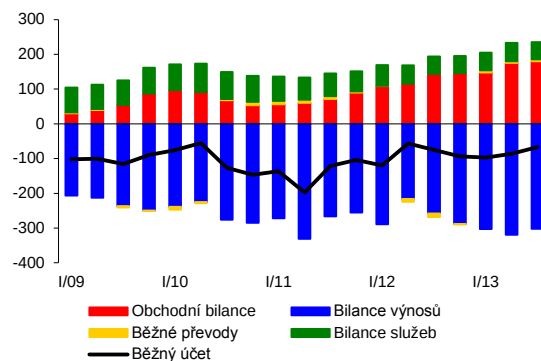
III.6.1 Běžný účet

V prvním až třetím čtvrtletí 2013 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 30,2 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo jeho snížení o více než 27 mld. Kč. Pokles celkového schodku byl spojen zejména s meziročním zvýšením přebytku obchodní bilance. Roční klouzávkový schodek běžného účtu se ve srovnání s předchozím čtvrtletím zmínil o více než 19 mld. Kč (Graf III.6.1). Také roční klouzávkový schodek běžného účtu v poměru k HDP se druhé čtvrtletí v řadě snižoval a dosáhl 1,7 %.

Přebytek **obchodní bilance** se za první až třetí čtvrtletí 2013 meziročně zvýšil o více než 34 mld. Kč na 154,4 mld. Kč. Růst obchodního přebytku souvisel převážně s cenovým vlivem, tj. s kladnou meziroční změnou směnných relací. Zhruba z jedné pětiny k němu přispěl i vývoj v reálném vyjádření. Po zřetelném meziročním poklesu v prvním čtvrtletí se v průběhu druhého čtvrtletí obnovil nejprve růst vývozu a poté ve třetím čtvrtletí i růst dovozu. Slabý růst vnější poptávky se odrazil ve velmi

Graf III.6.1 Běžný účet

Roční klouzávkový schodek běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2013 snížil především vlivem snížení schodku bilance výnosů (roční klouzávkové úhrny v mld. Kč)



⁶⁵ U obou indexů došlo ke změnám jejich úrovní za rok 2012 směrem vzhůru v souvislosti s výše uvedenými revizemi realizovaných cen ČSÚ.

mírném zvýšení vývozu. Nominální meziroční růst vývozu zboží dosáhl za první až třetí čtvrtletí necelé 1 %. Dovoz zboží se za tři čtvrtletí ještě celkově snížil o více než 1 %. K poklesu dovozu přispěl útlum celkové domácí poptávky v první polovině roku a dále též pokles cen energetických vstupů. Vývoj dovozu byl ovlivněn i útlumem růstu stabilně vysoce dovozně náročného vývozu. V důsledku meziročního oslabování kurzu koruny vůči euru však bylo snížení nominálního obrátu zahraničního obchodu jen nepatrné. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku nejvýrazněji přispěl meziroční růst přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V opačném směru působilo zejména prohloubení schodku nerostných paliv. V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2013 pokračoval meziroční růst obchodního přebytku z předchozích čtvrtletí, přičemž tento růst za říjen až listopad přesáhl 12 mld. Kč.

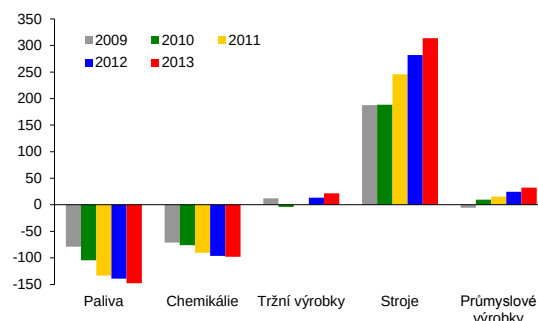
V prvním až třetím čtvrtletí dosáhl přebytek **balance služeb** 39,6 mld. Kč a meziročně se téměř nezměnil (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se podílela zejména dílčí balance cestovního ruchu a dále též balance dopravy. Jejich přebytky se však meziročně snížily, a to více v případě cestovního ruchu, především v důsledku vyšších výdajů rezidentů na soukromé cesty. Ostatní služby zaznamenaly mírný schodek, který se však hlavně vlivem rychlého růstu příjmů meziročně snížil, a tím téměř kompenzoval pokles přebytků cestovního ruchu a dopravy. Zmírnění schodku ostatních služeb souviselo zejména s vývojem balance dílčí položky ziskové operace spojené se zbožím.

Na rozdíl od přebytkové výkonové balance skončila **balance výnosů** schodkem 223,9 mld. Kč, který se meziročně prohloubil o více než 13 mld. Kč. Rozhodující složku celkové balance nadále představoval schodek dílčí balance výnosů z přímých investic (-216,2 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a v menším rozsahu s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR. Také meziroční zvýšení celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno růstem schodku výnosů z přímých investic při výrazně vyšších dividendách vyplacených nerezidentům, zatímco výše zisku reinvestovaného v ČR i úroků vyplacených nerezidentům se naopak meziročně snížila. Schodkem skončily i výnosy z portfoliových investic. Výnosy z ostatních investic a náhrady zaměstnancům dosáhly naopak mírného přebytku.

V případě **běžných převodů** byl za první až třetí čtvrtletí zaznamenán nepatrný schodek 0,2 mld. Kč, který se v meziročním srovnání zmínil o téměř 7 mld. Kč. Přebytek vládních převodů ve výši 13,5 mld. Kč byl jen velmi mírně převážen schodkem převodů ostatních sektorů. Vyplýval především z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a EU, který dosáhl 15,3 mld. Kč. Rovněž meziroční snížení celkového schodku běžných převodů bylo spojeno hlavně s vyššími vládními příjmy z rozpočtu EU.

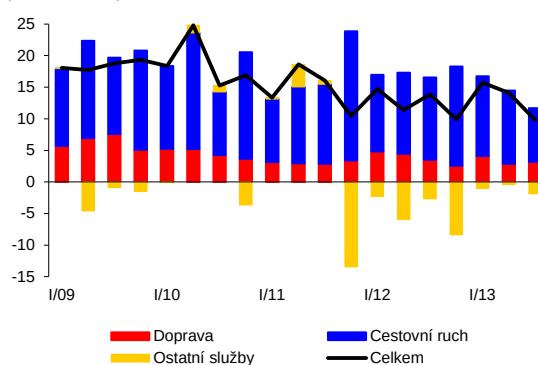
Graf III.6.2 Obchodní balance

Meziroční změna obchodní balance byla v prvním až třetím čtvrtletí 2013 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku strojů (kumulace od počátku roku v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)



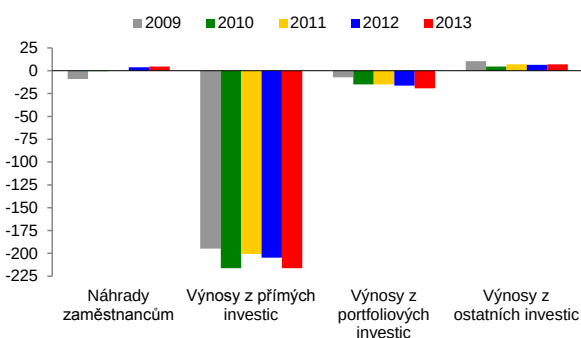
Graf III.6.3 Balance služeb

K přebytku balance služeb v prvním až třetím čtvrtletí 2013 přispěly cestovní ruch a doprava (v mld. Kč)



Graf III.6.4 Balance výnosů

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



III.6.2 Kapitálový účet

Vysoký přebytek 54,7 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 48 mld. Kč, zaznamenal v důsledku vývoje ve třetím čtvrtletí **kapitálový účet**. Celkový přebytek i jeho výrazné meziroční zvýšení souvisely s čerpáním příjmů z rozpočtu EU (ve výši 26,1 mld. Kč) a s jednorázovým příjmem spojeným s výsledkem mezinárodní arbitráže mezi nefinančními podniky v plynárenském odvětví.

III.6.3 Finanční účet

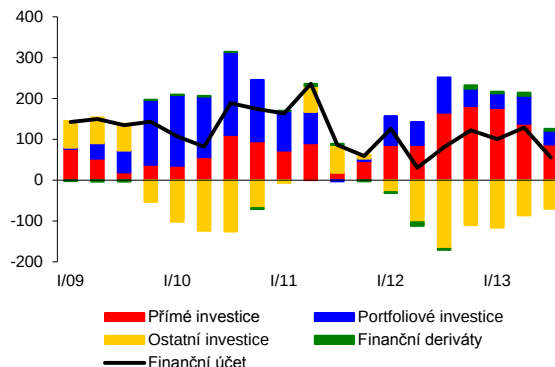
Za první až třetí čtvrtletí 2013 zaznamenal **finanční účet** platební bilance mírný schodek 5,6 mld. Kč související s čistým odlivem ostatních investic (Graf III.6.5). Čistý odliv ostatních investic byl nicméně ve velkém rozsahu kompenzován přebytky ostatních tří bilancí, zejména čistým přílivem portfoliových a přímých investic.

Přímé investice dosáhly v prvním až třetím čtvrtletí přebytku 29 mld. Kč (Graf III.6.6), který se v důsledku nižšího přílivu investic do ČR a současně i vyššího odlivu investic do zahraničí meziročně snížil o téměř 94 mld. Kč. Celkový hrubý příliv dosáhl 79,5 mld. Kč a ve stejné výši k němu přispěly investice do základního kapitálu, související zejména s navýšením základního jmění [dceřiné společnosti RWE Grid holding v ČR](#) v důsledku jednorázové operace zahraniční energetické firmy [RWE Transgas International R.W.](#), a předpokládaná hodnota zisku reinvestovaného v ČR (65,5 mld. Kč). Jejich příspěvek byl však v úvěrových vztazích významně redukován převahou splátek zahraničním mateřským podnikům tuzemskými dceřinými společnostmi. Zároveň došlo k meziročnímu nárůstu hrubého odlivu ostatního kapitálu, který nejvýznamněji přispěl ke zmírnění celkového čistého přílivu přímých investic. České přímé investice v zahraničí byly nejvýrazněji ovlivněny odlivem do základního kapitálu v důsledku významné zahraniční akvizice české firmy ([nákup části energetické firmy Slovenský plynárenský průmysl českým Energetickým a průmyslovým holdingem](#)) a navýšení majetkových účastí. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (tj. bez reinvestic) především do administrativních činností a dále do obchodních služeb. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do finančních a pojišťovacích činností.

Také **portfoliové investice** skončily čistým přílivem, a to ve výši 59,2 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly emise dluhopisů tuzemských, především nefinančních, institucí na zahraničních trzích. Při výrazném růstu zájmu zahraničních investorů o tuzemské dluhopisy se držba akcií nerezidenty zvýšila jen velmi mírně. Celkově dosáhl příliv portfoliových investic na straně pasiv téměř 62 mld. Kč. Rovněž v obchodování se zahraničními cennými papíry celkově mírně převážily nákupy. Souvisely však pouze s růstem držby zahraničních akcií. Držba zahraničních dluhopisů rezidenty se naopak snížila a nákupy akcií ve velkém rozsahu kompenzovala.

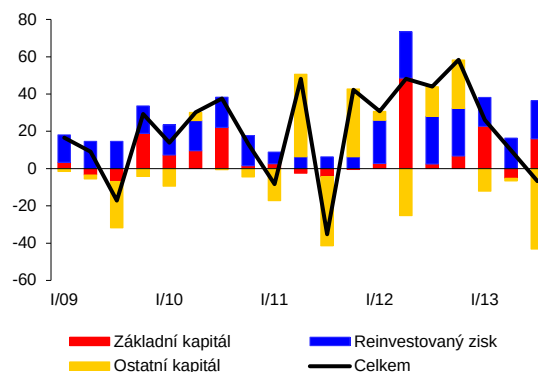
Graf III.6.5 Finanční účet

Roční klouzávý přebytek finančního účtu se ve třetím čtvrtletí 2013 snížil zejména vlivem poklesu přebytku přímých a portfoliových investic (roční klouzávé úhrny v mld. Kč)



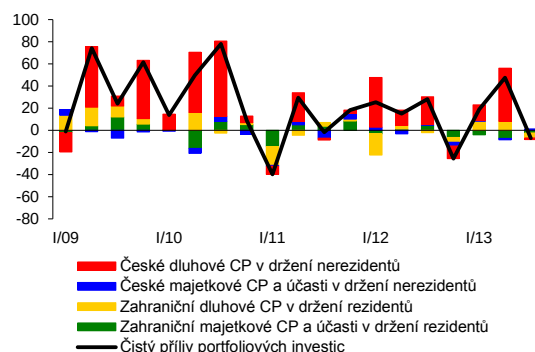
Graf III.6.6 Přímé investice

K přebytku přímých investic v souhrnu za první až třetí čtvrtletí 2013 nejvýznamněji přispěl reinvestovaný zisk, u ostatního kapitálu nastal odliv (v mld. Kč)



Graf III.6.7 Portfoliové investice

V prvním až třetím čtvrtletí 2013 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu zejména vlivem zahraničních emisí dluhopisů (v mld. Kč)



Meziroční snížení čistého přílivu portfoliových investic o více než 9 mld. Kč bylo ovlivněno zejména absencí významnější emise vládních dluhopisů na zahraničních trzích.

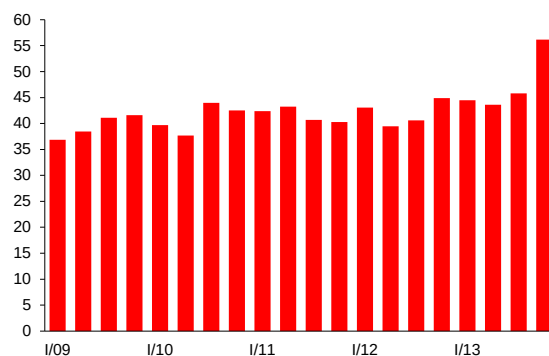
Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 2,6 mld. Kč, který se meziročně o necelé 4 mld. Kč snížil.

U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán vysoký čistý odliv v rozsahu 96,5 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru podniků (-51,6 mld. Kč), spojený se splácením dříve čerpaných obchodních a finančních úvěrů ze zahraničí a současným poskytováním úvěrů a růstem prostředků na účtech v zahraničí. Čistý odliv kapitálu byl dále zaznamenán v sektoru měnových finančních institucí (-46 mld. Kč), hlavně v souvislosti s nárůstem dlouhodobých půjček a vkladů v zahraničí. Mírným schodkem souvisejícím především se splátkou zahraničního úvěru od EIB skončily i ostatní investice v sektoru vlády. Mírný čistý příliv byl zaznamenán pouze v případě ČNB. K meziročnímu zmírnění celkového čistého odlivu přispěla hlavně změna ve vývoji krátkodobé pozice měnových finančních institucí.

Ke konci roku 2013 dosáhly **devizové rezervy ČNB** 1116,9 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní zvýšení o více než 244 mld. Kč. Výrazný nárůst devizových rezerv souvisel především s vlastními transakcemi ČNB, tj. s devizovými intervencemi na oslabení kurzu koruny. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření ve stejném období vzrostly o 10,4 mld. USD na 56,1 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly téměř 45 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci třetího čtvrtletí 2013.

Graf III.6.8 Devizové rezervy ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 proti předchozímu čtvrtletí výrazně zvýšily (v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ve třetím čtvrtletí 2013 se meziroční hospodářský pokles eurozóny dále zmírnil a oproti předchozímu čtvrtletí ekonomika eurozóny nepatrně vzrostla. Eurozóna se tak jen pozvolna odráží ode dna, čemuž odpovídají přetrvávající výrazně utlumené cenové tlaky a očekávání pouze mírného hospodářského růstu v roce 2014. Příznivěji se vyvíjí ekonomika Spojených států, která v průběhu roku 2013 zrychlovala své tempo růstu při relativně utlumeném cenovém vývoji. V prosinci proto Fed oznámil snížení měsíčních nákupů dluhopisů, v čemž pokračoval i v lednu, a očekává se jeho úplné opuštění politiky kvantitativního uvolňování v průběhu roku 2014. V souladu s tímto vývojem bude v horizontu dvou let pravděpodobně docházet k pozvolnému posilování amerického dolaru vůči euru. Cena ropy Brent se na začátku roku 2014 snížila a její mírně klesající trend je očekáván i v budoucnosti.

III.7.1 Eurozóna

Ve třetím čtvrtletí 2013 byl mezičtvrtletní růst HDP v eurozóně o 0,2 procentního bodu pomalejší než ve druhém čtvrtletí 2013 a dosáhl 0,1 %, v meziročním srovnání však HDP ještě poklesl o 0,4 % (Graf III.7.1). Mezičtvrtletní růst byl tažen domácí poptávkou, naopak u čistého vývozu byl poprvé od roku 2010 příspěvek k růstu produktu záporný. Ze složek domácí poptávky přispěla k růstu HDP kladně tvorba zásob a fixní investice; spotřeba domácností a vlády měla na růst neutrální vliv. Dynamika vývozu i dovozu ve třetím čtvrtletí zvolnila a čistý vývoz přispěl k mezičtvrtletnímu růstu záporně v rozsahu 0,3 procentního bodu.

Údaje za poslední čtvrtletí v souhrnu naznačují další, i když mírné, **oživení v eurozóně**. Průmyslová produkce, stejně jako produkce ve stavebnictví, sice v říjnu druhý měsíc v řadě meziměsíčně klesala, v listopadu však již průmyslová produkce vzrostla, a to o zřetelných 1,8 %. Nezaměstnanost stále zůstává na rekordních hodnotách, ale od dubna se stabilizovala a v listopadu dosáhla 12,1 %. Zaměstnanost se ve třetím čtvrtletí 2013 meziročně snížila o 0,8 %. Dostupné ukazatele signalizují zlepšení ekonomické situace v posledním čtvrtletí roku 2013, např. PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v prosinci nejvyšší hodnoty v posledních více než dvou letech. Oživení ve spotřebě domácností se odráží v maloobchodních tržbách, které v listopadu rostly překvapivě silným tempem.

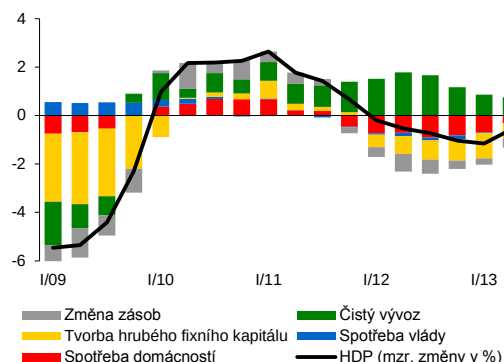
Výhledy růstu HDP pro rok 2014 počítají s mírným oživením, když hospodářský růst by v tomto roce měl dosáhnout přibližně 1 % (Graf III.7.2). Lednový výhled CF se tak oproti říjnu nepatrně zlepšil. V roce 2015 by pak oživení mělo zrychlit, a to o necelých 0,5 procentního bodu.

Celková **inflace v eurozóně** se v prosinci snížila na 0,8 % a jádrová inflace na 0,7 %, přičemž největší záporný příspěvek zaznamenaly ceny telekomunikačních služeb, paliv a zdravotních služeb. Nízké inflační tlaky se odrážejí také v cenách výrobců, které v listopadu již druhý měsíc v řadě klesaly (Graf III.7.3). V letošním roce se očekává inflace těsně nad 1 %, v příštím roce by měla sice zrychlit, ale pohybovat by se měla stále pod 1,5 %.

ECB na svém listopadovém zasedání snížila základní úrokovou sazbu a sazbu mezní zápůjční facility o 25 bazických bodů na 0,25 %, resp. na 0,75 %, zatímco depozitní sazba byla ponechána na 0 %. Banka tak reagovala především na nízké hodnoty inflace. Na lednovém zasedání nicméně ECB zdůraznila, že inflační očekávání jsou ve střednědobém horizontu pevně ukotvená, přestože v krátkém horizontu eurozónu čekají nízké hodnoty inflace podobné těm prosincovým. Byl zopakován závazek (forward guidance) ponechat sazby na stávajících nebo nižších hodnotách po delší časové období. Banka je přitom připravena reagovat použitím různých nástrojů na výrazné zhoršení výhledu inflace směrem

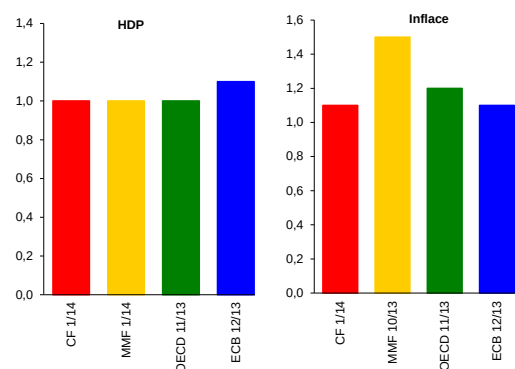
Graf III.7.1 HDP v eurozóně

Zlepšení dynamiky domácí poptávky v eurozóně vedlo ve třetím čtvrtletí 2013 ke zmírnění meziročního poklesu jejího HDP (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2014

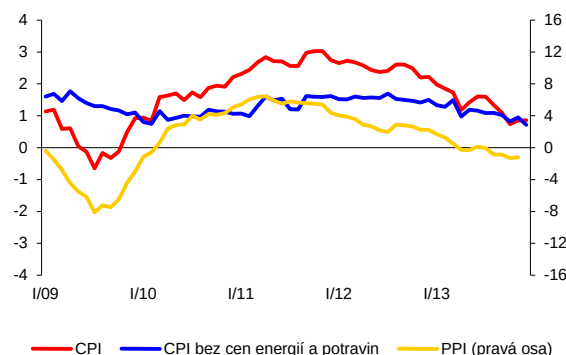
Růst HDP v eurozóně by v roce 2014 měl dosáhnout přibližně 1 %. Inflace by měla být nízká (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



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

Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 snížila. Ceny výrobců klesaly (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



dolů nebo na neopodstatněné zvýšení sazeb na peněžním trhu, které by ohrozilo tempo oživení v eurozóně.

V prosinci 2013 vystoupilo Irsko po třech letech z mezinárodního záchranného programu a v lednu úspěšně vydalo desetileté vládní dluhopisy. To podpořilo důvěru mezi investory a **rozpětí výnosů dluhopisů periferních zemí eurozóny** oproti německým dluhopisům v průběhu ledna poklesla na nejnižší úroveň za poslední nejméně dva roky.

Tempo růstu německé ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2013 mezičtvrtletně zpomalilo o 0,4 procentního bodu na 0,3 %. Příčinou bylo snížení příspěvku čistého vývozu, které bylo výraznější než vliv zesilující domácí poptávky. V meziročním srovnání přitom nárůst domácí poptávky převážil nad poklesem čistého vývozu a meziroční tempo růstu HDP se mírně zvýšilo na 0,6 % (Graf III.7.4). Za čtvrté čtvrtletí 2013 lze očekávat další mezičtvrtletní zpomalení a současné meziroční zrychlení hospodářského růstu. Vývoj průmyslové výroby a maloobchodního obratu poskytuje poněkud smíšené signály, neboť v říjnu se jejich meziměsíční pokles dále prohloubil, avšak v listopadu došlo ke zřetelnému meziměsíčnímu i meziročnímu nárůstu obou uvedených veličin. Není přitom zřejmé, zda se jedná pouze o jednoměsíční výkyv, nebo významnou změnu trendu. Nezaměstnanost se v listopadu nezměnila a zůstala na 5,2 %.

Podle předběžného odhadu dosáhl **ekonomický růst Německa** v celém roce 2013 výše 0,4 %. Oproti předchozímu roku, kdy růst HDP činil 0,7 %, došlo k poklesu čistého vývozu. Zvýšení spotřeby domácností a vlády kompenzovalo tento pokles z hlediska dynamiky HDP pouze částečně. Lednový CF zvýšil své očekávání růstu HDP pro rok 2014 na 1,8 %. Oproti roku 2013 by měl zrychlit růst domácí poptávky (zejména investic) i vývozu, který bude těžit z očekávaného příznivějšího ekonomického vývoje v globální ekonomice i v eurozóně. Obdobný výhled zveřejnily i další instituce (německá vláda, Bundesbank a EK). Obrat k rychlejšímu hospodářskému růstu, přinejmenším v první polovině letošního roku, indikuje i zvýšení hodnot téměř všech předstihových ukazatelů.

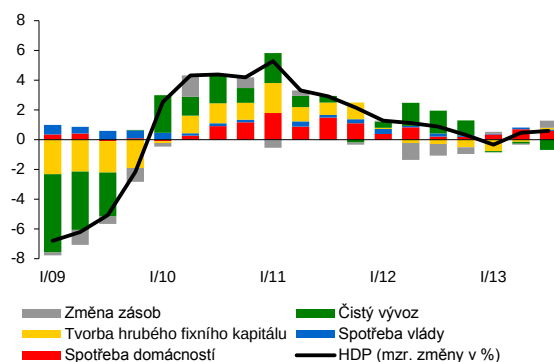
V prosinci 2013 **německá inflace** vzrostla na 1,4 % (Graf III.7.5). Za celý rok 2013 dosáhla průměrné hodnoty 1,5 %. Lednový CF očekává v roce 2014 její mírný nárůst na 1,6 % a další zvýšení v roce 2015 na 2 %.

Mezičtvrtletní i meziroční **dynamika slovenské ekonomiky** se ve třetím čtvrtletí 2013 proti předchozímu období téměř nezměnila. Mezičtvrtletně vzrostla ekonomika o 0,2 % a v meziročním vyjádření dosáhl růst 0,7 %. Mezičtvrtletní poklesy fixních investic a čistého vývozu byly vyváženy růstem vládní spotřeby a zásob. Také meziroční propad fixních investic byl kompenzován růstem zásob. Tempo růstu HDP za celý rok 2014 dosáhne podle lednového CF pouze 0,9 %, avšak v roce 2015 by mělo dojít k jeho výraznému zrychlení na 2,2 %.

Graf III.7.4 HDP v Německu

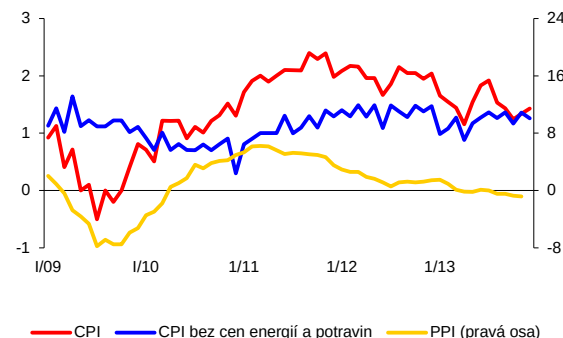
Všechny složky německé domácí poptávky přispěly k dalšímu mírnému zrychlení růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2013

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



Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 snižovala, zejména kvůli cenám energií a potravin, ceny průmyslových výrobců klesaly (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Hlavními faktory příznivějšího hospodářského vývoje by měly být obnovení růstu investic a rychlejší růst spotřeby domácností.

Slovenská inflace v prosinci dále poklesla na 0,4 %, a pokračovala tak v již déle než jeden rok trvajícím zvolňování. V celém roce 2013 dosáhla její průměrná výše 1,4 % a v letošním roce by se měla zvýšit na 1,5 %. O nízkých inflačních tlacích svědčí také listopadový pokles cen průmyslových výrobců, který se dále prohloubil na -2 %.

III.7.2 Spojené státy

Ve třetím čtvrtletí 2013 se meziroční **hospodářský růst Spojených států** dále zvýšil z 1,6 % ve druhém čtvrtletí 2013 na 2 % (Graf III.7.6). Zároveň výrazně zrychlil mezičtvrtletní růst HDP na 1 % z předchozích 0,6 %. Na vyšším meziročním růstu se nejvíce podílela spotřeba domácností, která vzrostla o 1,9 %, a investice, které se zvýšily o 5,5 %. Navíc celkový vývoz rostl vyšším tempem než dovoz, takže čistý vývoz rovněž mírně přispěl k celkovému růstu HDP. Negativně působil pouze pokles vládních výdajů, které se meziročně snížily o 2,7 %. Zároveň došlo ve třetím čtvrtletí 2013 k dalšímu zlepšení vnější nerovnováhy Spojených států, když roční kumulovaný deficit běžného účtu platební bilance poklesl na 2,4 % HDP.

Ve druhé polovině roku 2013 **zrychlilo tempo růstu průmyslové výroby**. V říjnu a listopadu průmyslová produkce meziročně vzrostla o 3,4 %, resp. 3,2 %. Pokračující příznivý vývoj v průmyslu potvrzuje také vývoj předstihového indikátoru PMI. Také oba indikátory spotřebitelské důvěry (Conference Board a University of Michigan) se v prosinci výrazně zlepšily, což by se mohlo projevit v dalším zvýšení spotřebitelské poptávky. Přispět by k tomu měla i postupně se snižující míra nezaměstnanosti, která v prosinci dosáhla 6,7 %. Maloobchodní tržby (v běžných cenách) se v průběhu roku 2013 vyvíjely stabilně a za celý rok vzrostly o 4,3 %.

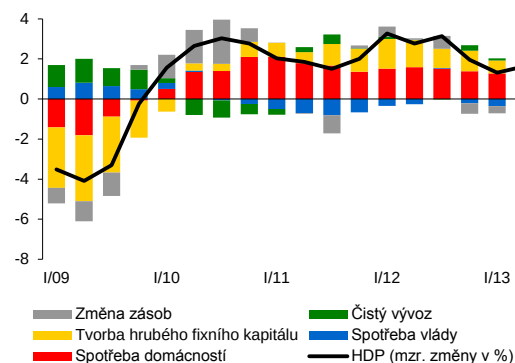
Podle lednového CF by měl **růst HDP v roce 2014** dosáhnout 2,8 %, což je přehodnocení směrem nahoru oproti předchozím předpovědím CF (Graf III.7.7). Je to také více ve srovnání s rokem 2013, který byl negativně ovlivněn vládními úspornými opatřeními (budget sequestration).

Meziroční **inflace** se od října postupně zvyšovala až na 1,5 % v prosinci. Přesto zůstává celková inflace již od druhého čtvrtletí 2012 poměrně utlumená, stejně jako inflace bez cen energií a potravin (Graf III.7.8). Rovněž výhledy inflace pro rok 2014 nepředpokládají dosažení 2% hodnoty (Graf III.7.7).

V prosinci **Fed rozhodl o snížení měsíčních nákupů dluhopisů** o 10 mld. USD z celkové výše 85 mld. USD. Na svém lednovém zasedání na toto rozhodnutí navázal dalším snížením nákupů o 10 mld. USD od února letošního roku. Fed tak v průběhu roku 2014 pravděpodobně zcela opustí politiku kvantitativního uvolňování. Ke zvýšení svých základních sazeb,

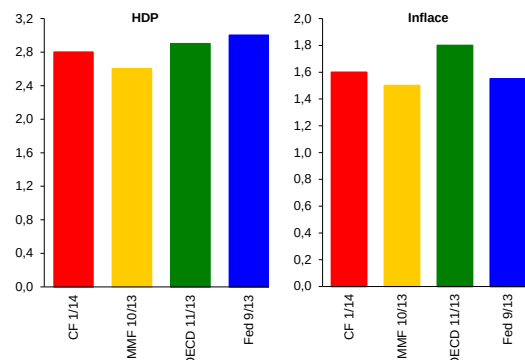
Graf III.7.6 HDP ve Spojených státech

Růst HDP se ve třetím čtvrtletí 2013 dále zvýšil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2014

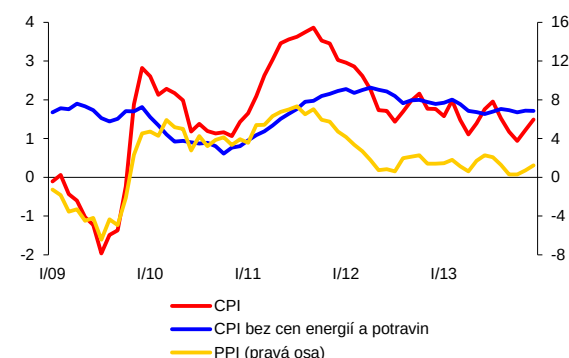
V roce 2014 bude růst HDP pravděpodobně poměrně rychlý při utlumených inflačních tlacích (meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



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 se od druhého čtvrtletí 2012 pohybuje na relativně nízkých hodnotách (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



i podle vyjádření jeho představitelů, ale pravděpodobně přistoupí nejdříve v roce 2015 v závislosti na dalším vývoji ekonomických podmínek. Tomu odpovídá i tržní výhled krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu, který pro rok 2014 setrvává na rekordně nízkých úrovních.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 **kurz eura vůči hlavním světovým měnám** pokračoval v trendech předchozího čtvrtletí (Graf III.7.9). Vůči americkému dolaru a japonskému jenu euro dále posílilo, zatímco vůči britské libře je patrné další oslabení jednotné evropské měny. Jedním z hlavních faktorů kurzového vývoje přitom zůstávala opatření centrálních bank. V listopadu ECB snížila základní sazbu na nové historické minimum s cílem dále uvolnit měnovou politiku. Na druhou stranu oživení ve Spojených státech, které je patrné ve více sektorech ekonomiky, vedlo v prosinci i v lednu Fed k oznámení snížení měsíčních nákupů dluhopisů.

Na konci prosince se kurz eura vůči americkému dolaru pohyboval na úrovni 1,37 USD/EUR, což představuje meziroční posílení eura o 4,5 %. Meziroční posílení vůči japonskému jenu přesáhlo dokonce 27 %, když tempo oslabování jenu vůči hlavním světovým měnám se v závěru roku zvýšilo. Ačkoli jsou patrné náznaky oživení japonské ekonomiky v důsledku reformních kroků vlády, přetrvává nejistota, zda se vytýčené cíle podaří naplnit. Potvrzuje se robustnost oživení ve Velké Británii, které patří mezi nejvýraznější ve vyspělých ekonomikách. V návaznosti na to britská libra v závěru roku 2013 vůči hlavním světovým měnám posílila. Zároveň inflace ve Velké Británii poklesla blíže k cíli centrální banky, což utlumilo očekávání ohledně brzkého ukončení podpůrných programů BoE.

V první polovině ledna 2014 byl kurz eura vůči hlavním měnám bez výrazného trendu. ECB ponechala stávající nastavení měnové politiky, ale nevyločila další kroky na podporu ekonomiky. Naopak Fed se ve své diskuzi a následné komunikaci zaměřil na negativní efekty kvantitativního uvolňování (např. destabilizaci finančního sektoru) a další omezení jeho rozsahu v následujících měsících nelze vyloučit.

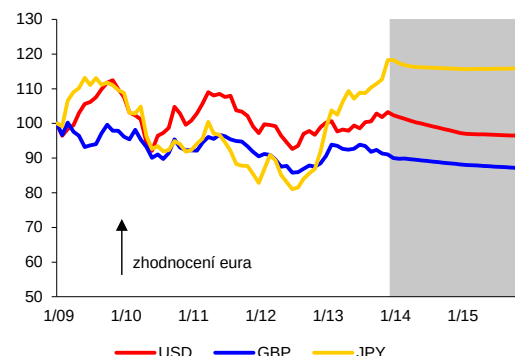
Lednový CF očekává v horizontu jednoho roku mírné oslabení eura vůči americkému dolaru (na 1,29 USD/EUR). Britská libra by měla dále vůči euru posilovat s tím, jak se zvýšil výhled růstu ve Velké Británii. Kurz japonského jenu vůči euru nedozná dle nového CF výrazných změn.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent ve druhé polovině října 2013 klesala a na začátku listopadu zaznamenala nejnižší hodnotu za více než čtyři měsíce (103,5 USD/barel; Graf III.7.10). Během následujících 14 dnů ale rychlým růstem předchozí pokles vykompenzovala a ve zbytku roku se držela převážně nad

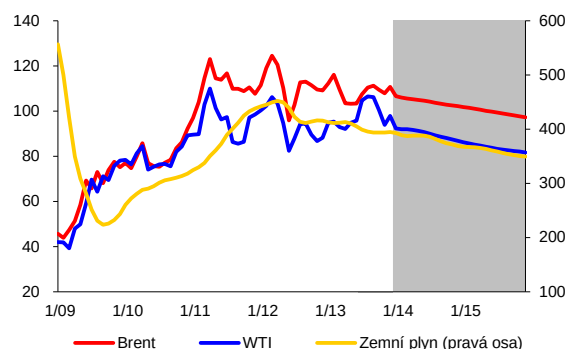
Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám

Euro ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nejvýrazněji posílilo vůči japonskému jenu (leden 2009 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu

Cena ropy Brent v prosinci stagnovala, ale na začátku ledna 2014 prudce poklesla. Její výhled je nadále mírně klesající (ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF)



hranicí 110 USD/barel. Začátek letošního roku však přinesl pokles na úroveň cca 107 USD/barel, pod kterou se cena ropy Brent udržovala během celé první poloviny ledna.

K listopadovému nárůstu cen došlo v důsledku oživení poptávky po ropě a výpadků dodávek ze zemí OPEC, zejména Libye. Podporou pro cenu ropy byly i příznivé ekonomické zprávy ze Spojených států a Číny a rozhodnutí kartelu OPEC nezvyšovat pro první pololetí 2014 stávající cíl těžby. Prudký pokles na začátku ledna byl naopak motivován optimismem ohledně politického vývoje v severní Africe a posílením amerického dolaru. Proti výraznějšímu růstu ceny ropy bude v nejbližší budoucnosti působit několik **faktorů**, a to jednak rychlý růst globální těžby (zejména ve Spojených státech a Kanadě), který by měl převyšovat očekávaný růst spotřeby, jednak postupné omezování měnového stimulu ve Spojených státech, které by s sebou mělo přinést další posílení amerického dolaru a odliv investic z komoditních trhů. Výraznějšímu poklesu ceny naopak brání nadále napjatá politická situace v severní Africe a na Blízkém Východě.

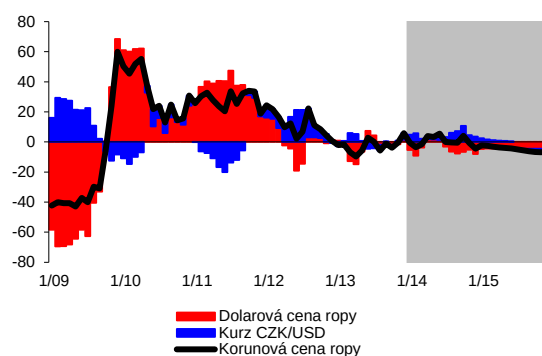
Vývoj cen ropy WTI byl po celý rok 2013 ovlivňován odlišnými fundamenty, než cena ropy Brent. V důsledku přetrvávajících logistických problémů při dopravě ropy na severoamerickém kontinentu cenu po většinu roku tlačovala rychle rostoucí lokální těžba ropy. S odlišným vývojem se měnilo rozpětí mezi cenou Brent a WTI. To sice v polovině loňského července dočasně pokleslo k nule, od té doby však postupně opět narůstá. Ropu WTI se sice stále více daří dopravit z amerického vnitrozemí do rafinérií na pobřeží Mexického zálivu, kvůli zákazu vývozu surové ropy ze Spojených států se však tato ropa nemůže dostat na globální trh. Výsledkem je tedy zatím jen skutečnost, že ceny ropy v Mexickém zálivu, reprezentované benchmarkem LLS (Louisiana Light Sweet), se přestaly odvíjet od globální ceny (ropy Brent), a sblížily se více s cenou ropy WTI. Americká EIA ve své lednové zprávě zvýšila odhad rozpětí Brent-WTI pro rok 2014 o 3 USD na 12 USD/barel.

Poptávka po ropě rostla ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zejména ve Spojených státech díky zvýšené produkci tamních rafinérií, zatímco v Číně byl růst poptávky spíše utlumený. Rostoucí poptávka v zemích OECD vedla agenturu IEA k dalšímu zvýšení odhadu růstu globální spotřeby jak v uplynulém roce (na 1,2 mil. barelů/den), tak v roce 2014 (na 1,3 mil. barelů/den). Produkce mimo země OPEC by však dle EIA měla v roce 2014 růst ještě rychleji, a to o 1,9 mil. barelů/den. Rovnováhu na trhu tak zřejmě zajistí omezování těžby v zemích OPEC.

Výhled cen ropy Brent dle lednového Consensus Forecasts stagnuje v horizontu jednoho roku těsně pod hodnotou 106 USD/barel, aktuální předpověď americké EIA předpokládá pro letošní a příští rok postupné snižování ceny v průměru na 105 USD/barel letos a 102 USD/barel v příštím roce. Klesající

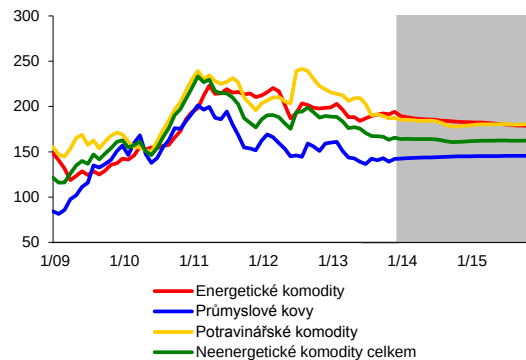
Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy

Korunová cena ropy by měla v roce 2014 zhruba stagnovat, když pokles dolarové ceny bude kompenzován oslabením kurzu CZK/USD (ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



Graf III.7.12 Ceny komodit

Výhled cen energetických a potravinářských komodit je mírně klesající, zatímco předpověď indexů cen průmyslových kovů je mírně rostoucí (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 (0,2).

tržní výhled na základě futures kontraktů je jen nepatrně strmější v roce 2015 s průměrnou cenou nepatrně pod 100 USD/barel.

Komoditní trhy se v prosinci zotavily z mírného listopadového poklesu, v první polovině ledna 2014 se však začaly opět snižovat vlivem energetických a potravinářských surovin, jejichž ceny jsou mírně klesající i na výhledu. Index cen průmyslových kovů si v polovině ledna udržel svoji prosincovou hodnotu a jeho výhled je naopak mírně rostoucí (Graf III.7.12). V poslední době je možné pozorovat přesun růstu poptávky po komoditách z rozvíjejících se zemí do vyspělých zemí a tento trend by měl zatím pokračovat. Rostoucí ekonomická aktivita v zemích OECD by však mohla přispět k opětovnému oživení růstu rozvíjejících se ekonomik a k dalšímu zvýšení poptávky po komoditách i z jejich strany.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1 Plnění inflačního cíle	1	Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH	36
Graf I.2 Prognóza celkové inflace	1	Graf III.3.13 Průmyslová produkce	36
Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace	1	Graf III.3.14 Bariéry růstu v průmyslu	37
Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb	2	Graf III.3.15 Nové průmyslové zakázky	37
Graf I.5 Prognóza růstu HDP	2	Graf III.3.16 Ekonomický sentiment	37
		Graf III.3.17 Potenciální produkt	38
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny	4	Graf III.3.18 Mezera výstupu	38
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny	4	Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu	38
Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny	4	Graf III.4.1 Indikátory trhu práce	39
Graf II.1.4 3M EURIBOR	5	Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví	39
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru	5	Graf III.4.3 Přepočtené počty zaměstnanců	40
Graf II.1.6 Cena ropy Brent	5	Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti	40
Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace	6	Graf III.4.5 Beveridgeova křivka	40
Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH	7	Graf III.4.6 Průměrná mzda	41
Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	8	Graf III.4.7 Vývoj produktivity v NH	41
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců	8	Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu	42
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy	9	Graf III.5.1 Peněžní agregáty	42
Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb	10	Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2	43
Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru	10	Graf III.5.3 Struktura vkladů peněžního agregátu M2	43
Graf II.2.8 Náklady sektoru mezispotřeby	11	Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům	44
Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	11	Graf III.5.5 Úvěry a emitované dluhopisy podle velikosti nefinančních podniků	45
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda	12	Graf III.5.6 Úvěry domácnostem	45
Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP	12	Graf III.5.7 Struktura počtu nových hypoték	45
Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP	12	Graf III.5.8 Zadluženost domácností	46
Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců	13	Graf III.5.9 Základní sazby ČNB	46
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce	13	Graf III.5.10 Tržní úrokové sazby	47
Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády	14	Graf III.5.11 Úrokové diferenciály	48
Graf II.2.16 Nominální disponibilní důchod	14	Graf III.5.12 Výnosová křivka státních dluhopisů	48
Graf II.2.17 Míra úspor domácností	14	Graf III.5.13 Úrokové sazby z úvěrů podnikům	48
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu	15	Graf III.5.14 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	49
Graf II.2.19 Reálný vývoz a dovoz	15	Graf III.5.15 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	49
Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace	19	Graf III.5.16 Úrokové sazby z vkladů	49
Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace	19	Graf III.5.17 Ex ante reálné sazby	50
Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb	20	Graf III.5.18 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	50
Graf II.3.4 Změna prognózy HDP	20	Graf III.5.19 Základní ukazatele hospodaření	51
Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace	21	Graf III.5.20 Finanční závazky nefinančních podniků	52
Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	22	Graf III.5.21 Struktura finančních aktiv domácností	52
		Graf III.5.22 Realizované a nabídkové ceny bytů	52
Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností	23	Graf III.5.23 Ukazatele udržitelnosti cen bytů	53
Graf III.1.2 Inflace	25	Graf III.6.1 Běžný účet	54
Graf III.1.3 Vývoj složek inflace	26	Graf III.6.2 Obchodní bilance	54
Graf III.1.4 Struktura inflace	26	Graf III.6.3 Bilance služeb	55
Graf III.1.5 Korigovaná inflace bez pohonných hmot	26	Graf III.6.4 Bilance výnosů	55
Graf III.1.6 Ceny potravin	27	Graf III.6.5 Finanční účet	56
Graf III.2.1 Dovožní ceny a ceny výrobců	27	Graf III.6.6 Přímé investice	56
Graf III.2.2 Dovožní ceny	27	Graf III.6.7 Portfoliové investice	56
Graf III.2.3 Minerální paliva	28	Graf III.6.8 Devizové rezervy ČNB	57
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců	28	Graf III.7.1 HDP v eurozóně	58
Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	29	Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2014	58
Graf III.2.6 Ceny kovů a rafinérských výrobků	29	Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně	58
Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců	30	Graf III.7.4 HDP v Německu	59
Graf III.2.8 Ostatní cenové okruhy	31	Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu	59
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt	32	Graf III.7.6 HDP ve Spojených Státech	60
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP	32	Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2014	60
Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu	32	Graf III.7.8 Inflace a ceny výrobců v USA	60
Graf III.3.4 Disponibilní důchod	33	Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám	61
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností	33	Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu	61
Graf III.3.6 Indikátory důvěry	33	Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	62
Graf III.3.7 Investice podle sektorů	34	Graf III.7.12 Ceny komodit	62
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu	34		
Graf III.3.9 Investice do obydlí	34		
Graf III.3.10 Čistý vývoz	35		
Graf III.3.11 Vývoz a dovoz	35		

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	7	Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	24
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	15	Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	24
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	16	Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	24
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	17	Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	28
Tab. II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	21	Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	41
Tab. II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	21	Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	44
			Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	51

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Graf SZ I.1	Prognóza měnového kurzu	2	Graf SZ III.2.1	Prognóza cen průmyslových výrobců	30
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	10	Graf SZ III.2.2	Prognóza CZV	31
Graf SZ II.2.2	Technologie	11	Graf SZ III.5.1	Prognóza M2	43
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	20			

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	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
DPH	daň z přidané hodnoty	NH	národní hospodářství
ECB	Evropská centrální banka	NHPP	národohospodářská produktivita
EDP	Excessive Deficit Procedure (Procedura při nadměrném schodku)	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIB	Evropská investiční banka	O/N	overnight
EK	Evropská komise	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
ESA 95	Evropský systém národních účtů	PH	pohonné hmoty
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EU	Evropská unie	PPI	ceny průmyslových výrobců
EUR	euro	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
Fed	centrální banka USA	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	USA	Spojené státy americké
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	USD	americký dolar
HPH	hrubá přidaná hodnota	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 jejích složek v letech 2012 a 2013	(box)	III/2011
Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení	(box)	III/2011
Dluhová situace Itálie	(box)	III/2011
Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu)	(příloha)	III/2011
Reforma penzijního systému	(box)	IV/2011
Ratingové hodnocení České republiky	(box)	IV/2011
Německo – hlavní obchodní partner ČR	(box)	IV/2011
Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011	(box)	I/2012
Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů	(box)	I/2012
Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011	(box)	I/2012
Revize spotřebního koše	(box)	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	(box)	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	(box)	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	(box)	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	(box)	III/2012
Vývoj míry úspor domácností	(box)	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	(box)	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	(box)	IV/2012
Revize čtvrtletních národních účtů	(box)	I/2013

Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012	(box)	III/2013
Avizované omezování kvantitativního uvolňování v USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek	(box)	III/2013
Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	(box)	IV/2013
Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	(box)	IV/2013
Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví vývoje reinvestic	(box)	IV/2013
Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	(box)	IV/2013
Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)	(box)	I/2014

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 přebytkové 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 restrikcí, záporná hodnota fiskální expanzi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Platební bilance: zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Základní struktura platební bilance zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet 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. Index počítán z realizačních cen nemovitostí, nejnovější údaje jsou odhadnuty z cen nabídkových.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Forecast Summary

	13:I	13:II	13:III	13:IV	14:I	14:II	14:III	14:IV	15:I	15:II	15:III	15:IV
<i>Inflation</i>												
CPI Inflation (YoY)	%pa	1.8	1.6	1.4	1.2	0.4	0.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.2
CPI Inflation (QoQ)	%pa	4.5	0.4	-0.2	0.2	1.1	2.0	2.9	2.6	3.8	1.9	1.5
CNB Target (YoY)	%pa	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
MP Inflation (YoY)	%pa	1.0	0.8	0.6	0.4	0.2	0.6	1.3	1.9	2.6	2.4	2.2
Net Inflation (YoY)	%pa	0.6	0.6	0.5	0.4	0.9	1.2	1.8	2.5	2.5	2.4	2.1
Net Inflation (QoQ)	%pa	0.5	0.9	-0.0	0.1	2.6	2.0	2.5	2.8	2.6	2.2	1.7
Adm. Price Inflation (YoY)	%pa	3.5	2.6	1.5	1.3	-2.7	-1.9	-0.8	-0.7	3.0	2.8	2.7
Adm. Price Inflation (QoQ)	%pa	10.7	-1.9	-3.0	-0.2	-5.5	1.2	1.3	0.5	9.3	0.5	0.7
<i>Nominal Interest Rate</i>												
Interest Rate	%pa	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	1.1	1.1
2W REPO	%pa	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.8	0.8
Premium	%pa	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<i>Nominal Exchange Rate</i>												
CZK/EUR	%pa	25.6	25.8	25.9	26.7	27.3	27.0	27.0	27.0	26.4	26.2	26.2
Nominal Depreciation (YoY)	%pa	1.9	2.3	3.1	5.9	6.8	4.5	4.4	1.3	-3.3	-3.0	-3.0
Nominal Depreciation (QoQ)	%pa	6.5	4.2	0.3	13.0	10.0	-4.3	-0.0	0.0	-8.6	-3.1	0.3
<i>Nominal Wage</i>												
Nom. Wage Growth (YoY)	%pa	-0.1	1.4	1.3	-0.7	3.4	2.0	2.6	3.2	4.0	4.5	4.7
Nom. Wage Growth (QoQ)	%pa	-13.5	9.0	1.4	1.6	1.9	3.0	3.7	4.2	5.0	4.5	4.4
<i>Real Sector</i>												
Real GDP Growth (YoY)	%pa	-2.3	-1.7	-1.2	0.1	1.1	2.1	3.1	2.7	3.5	2.8	2.6
Real GDP Growth (QoQ)	%pa	-5.1	1.0	0.9	3.7	-1.0	4.8	4.9	2.1	2.1	2.0	3.5

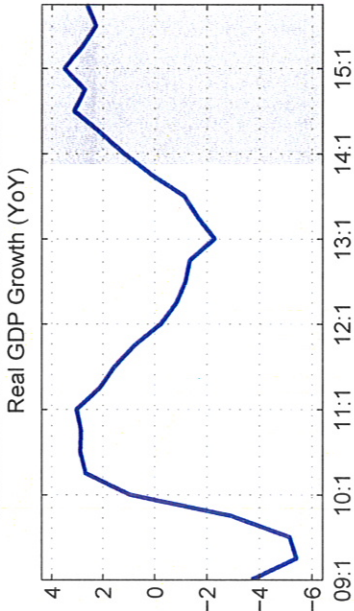
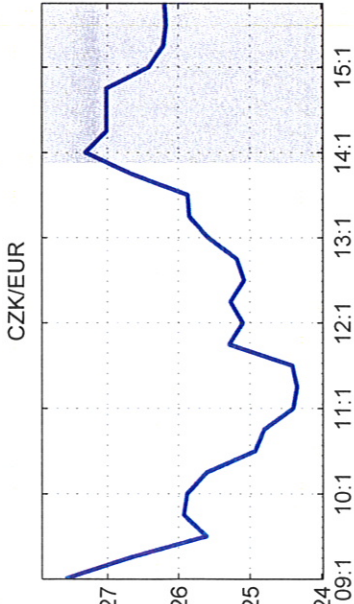
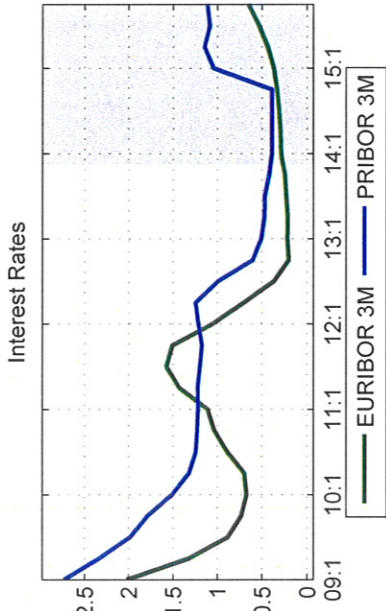
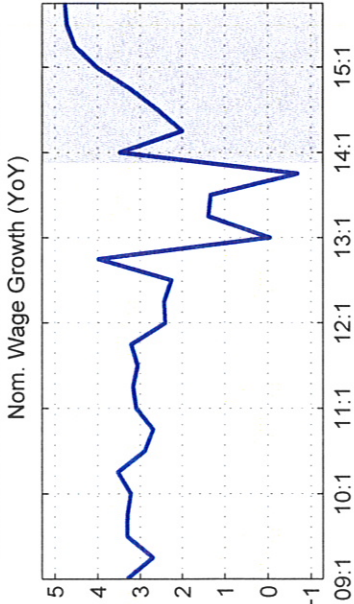
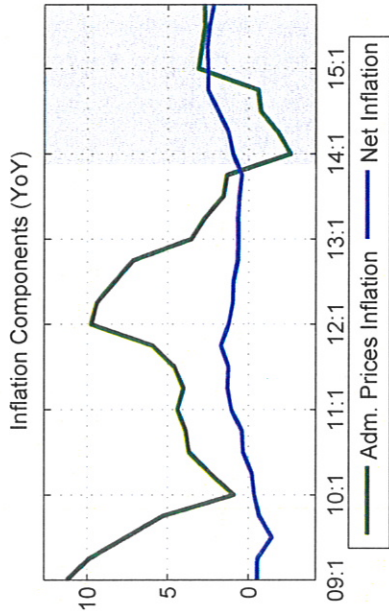
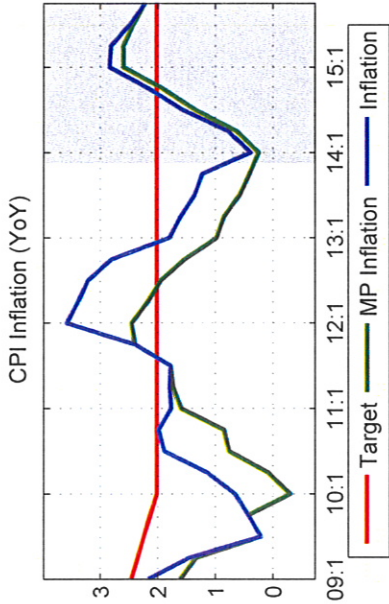
Forecast Summary

	13:I	13:II	13:III	13:IV	14:I	14:II	14:III	14:IV	15:I	15:II	15:III	15:IV
Real Sector Variables												
Real GDP Growth (YoY)	%pa	-2.3	-1.7	-1.2	0.1	1.1	2.1	3.1	2.7	3.5	2.2	2.6
Real Consumption Growth (YoY)	%pa	-1.3	-0.3	-0.0	0.4	-0.4	0.2	1.3	1.2	1.6	1.6	1.5
Real Investment Growth (YoY)	%pa	-5.2	-12.3	-1.2	-6.4	-2.7	4.0	-0.8	0.0	4.8	3.3	1.8
Real Export Growth (YoY)	%pa	-3.8	0.5	0.3	4.4	8.8	8.7	10.0	9.6	7.7	6.4	6.3
Real Import Growth (YoY)	%pa	-3.1	-0.9	2.3	3.4	6.9	8.7	7.7	8.3	6.7	5.7	5.4
Real Government Cons. growth (YoY)	%pa	1.3	1.4	2.5	2.3	0.5	2.0	1.5	2.1	1.6	1.3	1.1
Foreign Variables												
Foreign Policy Rate	%pa	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
Foreign Inflation (Foreign Curr.) (YoY)	%pa	1.1	-0.0	-0.3	-0.9	-0.5	0.8	0.9	1.2	1.3	1.5	1.8
Foreign Demand Growth (YoY)	%pa	0.1	1.7	1.7	3.1	4.5	5.1	6.9	8.7	9.0	8.5	7.7
Productivities												
Implied Aggregate Growth Trend (YoY)	%pa	-2.2	-2.1	-2.0	-1.6	-1.2	-0.1	0.9	1.7	2.1	2.4	2.7
Labor Augmented Technology Growth (YoY)	%pa	-0.9	-1.2	-1.2	-0.8	-0.0	0.8	1.5	2.0	2.3	2.5	2.7
Export Specific Technology Growth (YoY)	%pa	0.9	0.7	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5
Willingness to Work Growth (YoY)	%pa	2.6	1.9	1.3	1.1	0.9	0.7	0.5	0.2	0.1	0.1	0.0
Government Specific Technology Growth (YoY)	%pa	-1.0	1.3	5.2	8.8	8.3	6.4	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Openness Technology Growth (YoY)	%pa	1.9	1.9	2.6	4.0	5.0	5.4	5.3	4.6	4.1	3.7	3.2
Quality Change Growth (YoY)	%pa	-0.6	-1.0	-0.8	-0.7	-0.4	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Transient Technology Shock	%pa	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

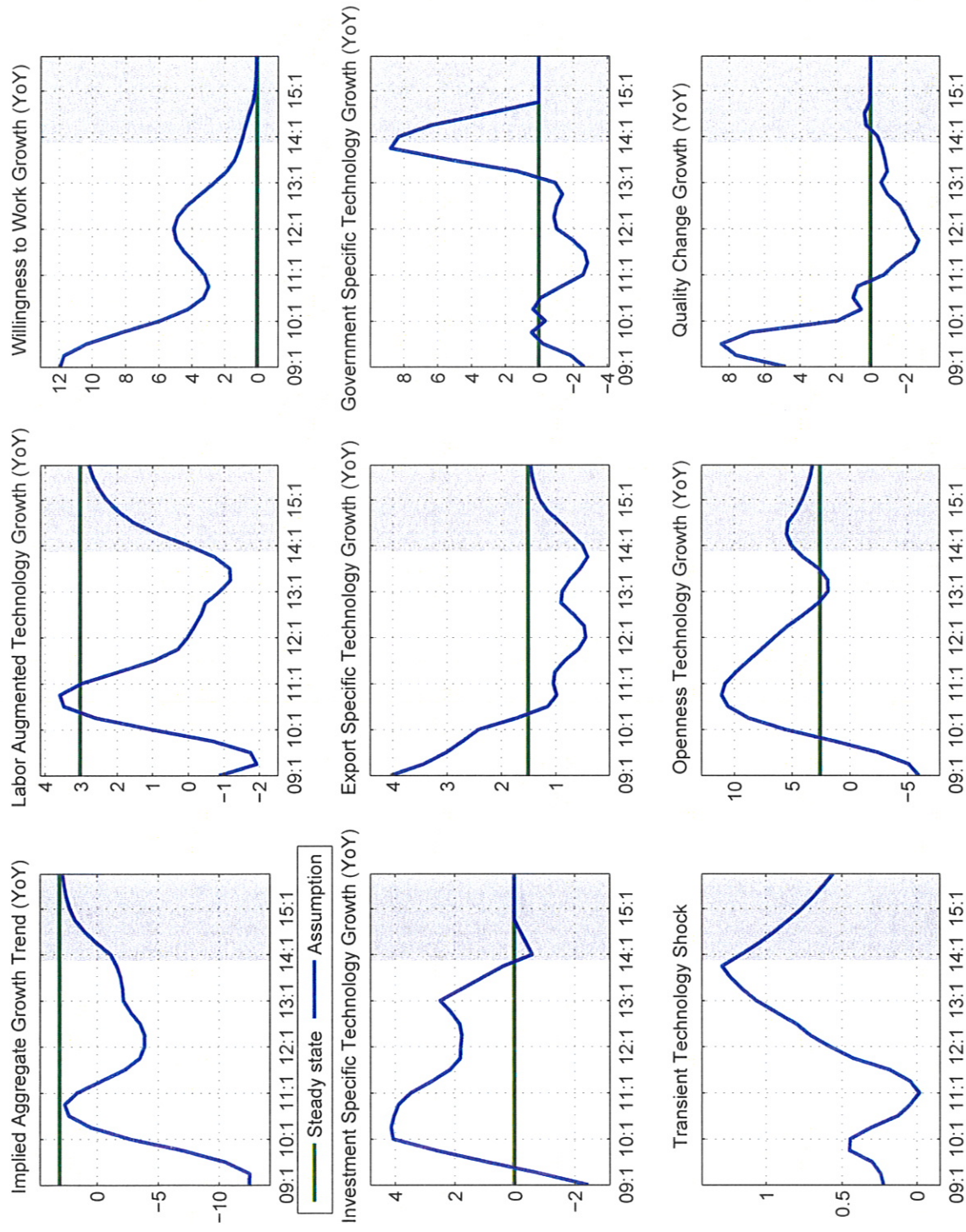
Forecast Summary

	13:I	13:II	13:III	13:IV	14:I	14:II	14:III	14:IV	15:I	15:II	15:III	15:IV
<i>Inflation and RMC</i>												
Net Inflation (QoQ)	%pa	0.5	0.9	-0.0	0.1	2.6	2.0	2.5	2.8	2.6	2.2	1.7
Real Marginal Costs (Consumption)	%pa	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.2	-0.0	-0.2
Net Inflation incl. Taxes (YoY)	%pa	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0	1.4	2.1	2.8	2.8	2.8	2.1
Net Inflation incl. Taxes (QoQ)	%pa	3.2	1.0	0.4	0.3	2.6	2.2	3.3	3.0	2.6	2.2	1.7
<i>Nominal Wage Growth and RMC</i>												
Nom. Wage Growth (QoQ)	%pa	-13.5	9.0	1.4	1.6	1.9	3.0	3.7	4.2	5.0	5.0	4.4
Real Marginal Costs (Wages)	%	-1.7	-2.0	-1.7	-1.1	1.6	1.8	1.8	1.6	1.1	0.9	0.6
<i>UIP</i>												
Nom. Interest Rate Diff.	%pa	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.5
Debt Elastic Premium	%pa	0.1	0.0	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

Baseline Summary

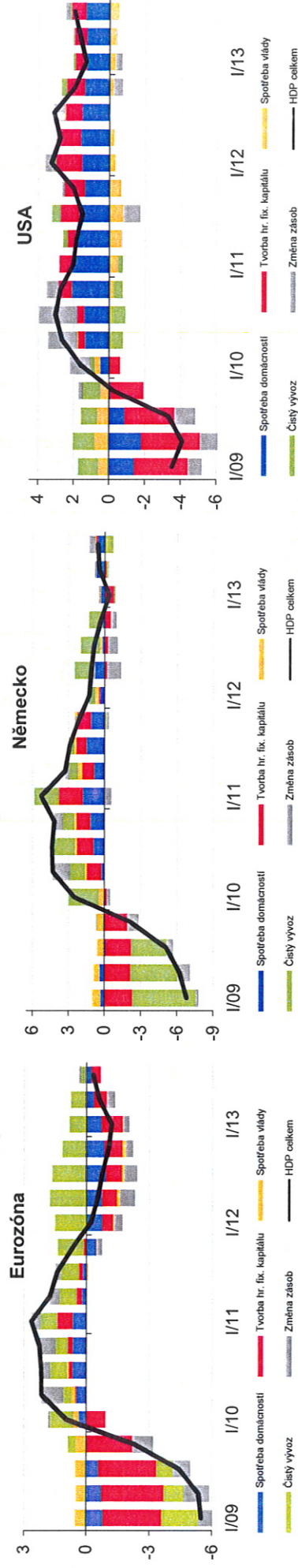


Baseline - Technology

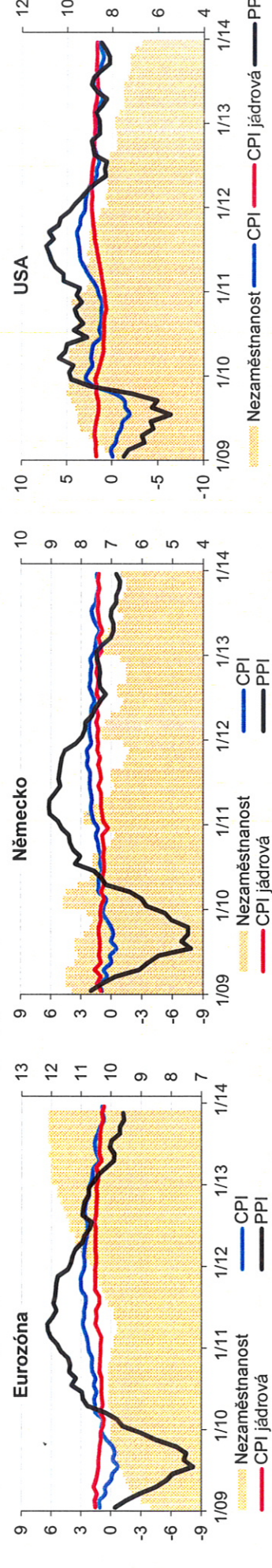


Vyspělé země

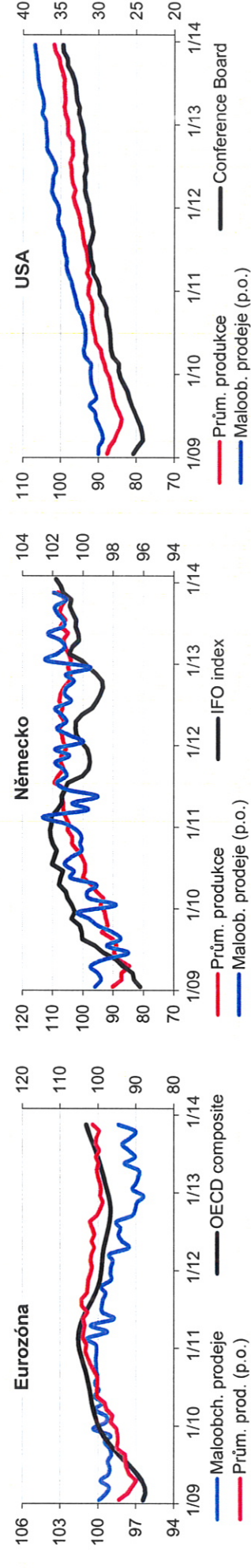
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



Inflace (meziroční změny v %) a míra nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

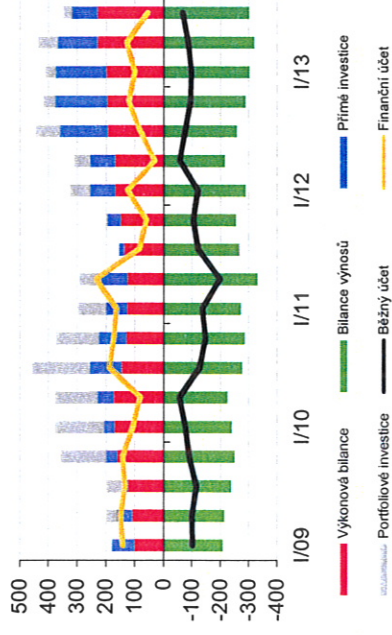


Předstihové ukazatele (p.o. = pravá osa)

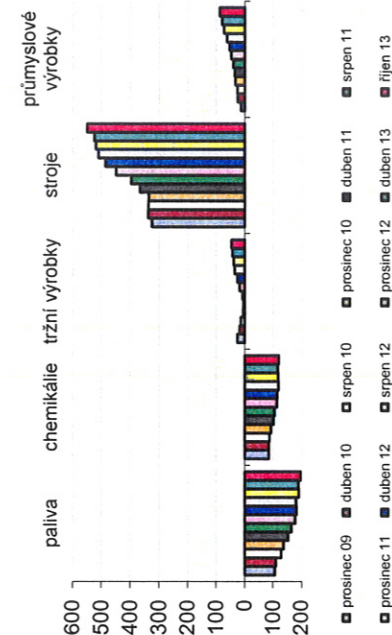


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

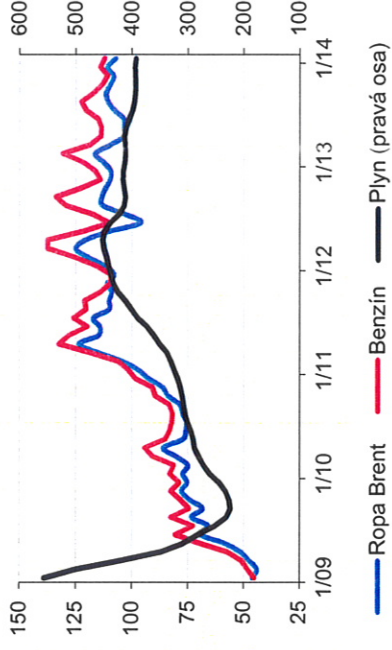
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. CZK)



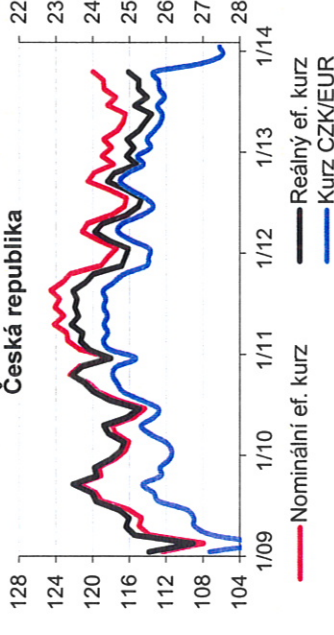
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR dle SITC (mld. CZK)



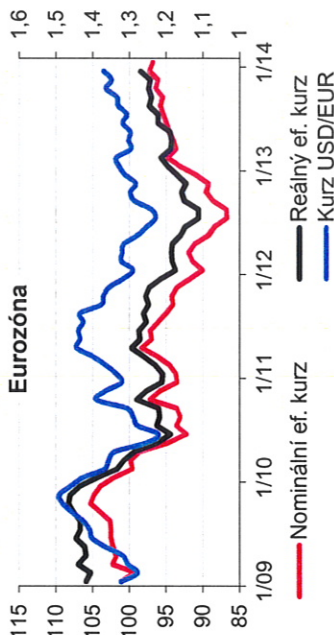
Ceny ropy a benzínu (USD/b) a plynu (USD/1000 m³)



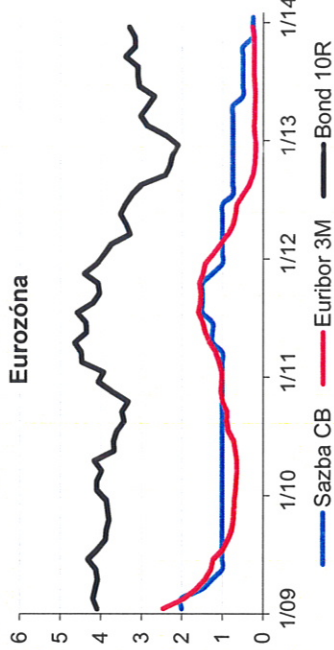
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (pravá osa)



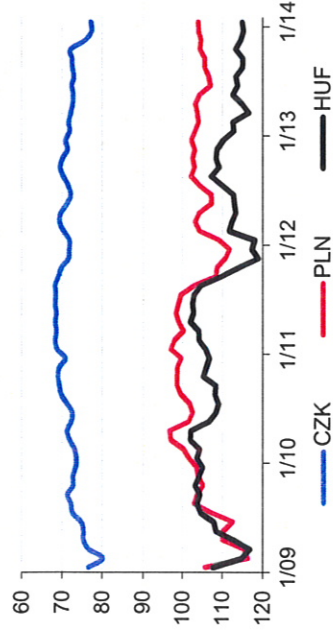
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (pravá osa)



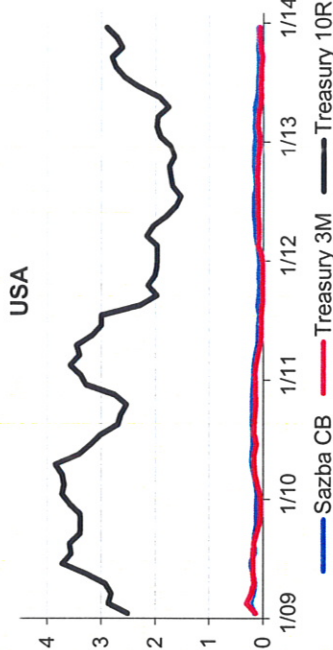
Úrokové sazby (%)



Měnové kurzy stř. evropských zemí k EUR (r.2000 = 100), Úrokové sazby středoevropských centrálních bank (%)

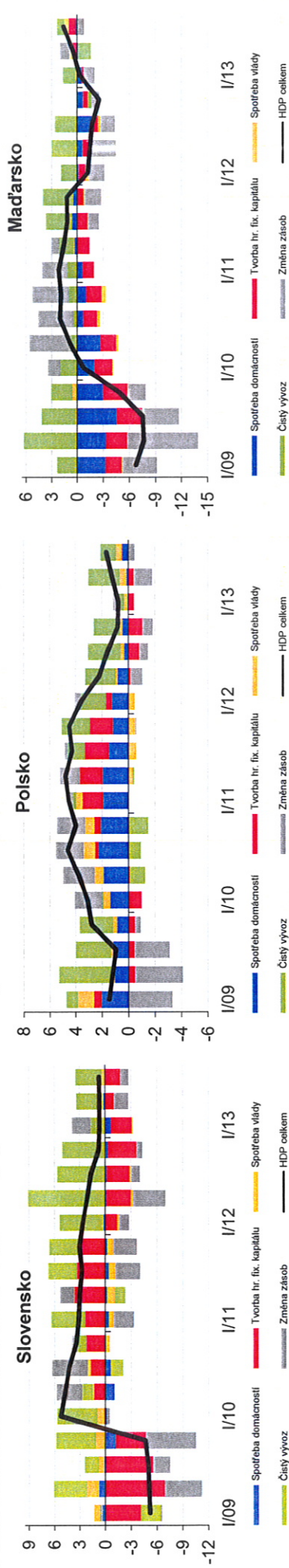


Úrokové sazby (%)

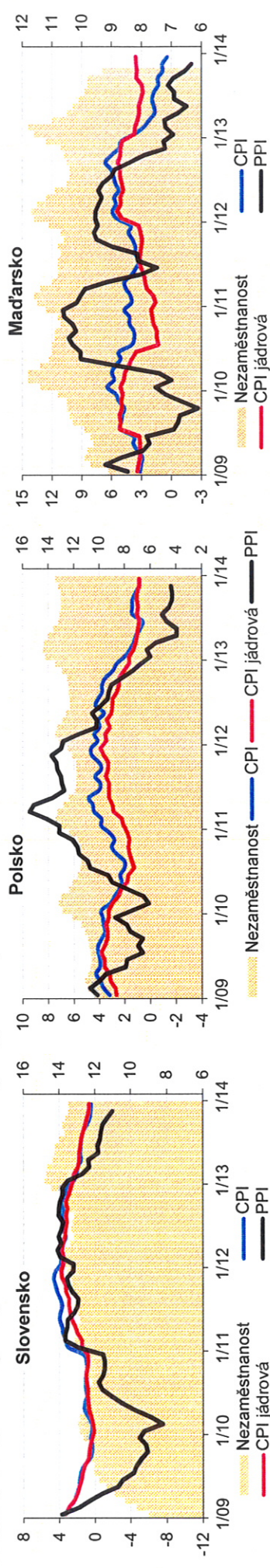


Středoevropské země

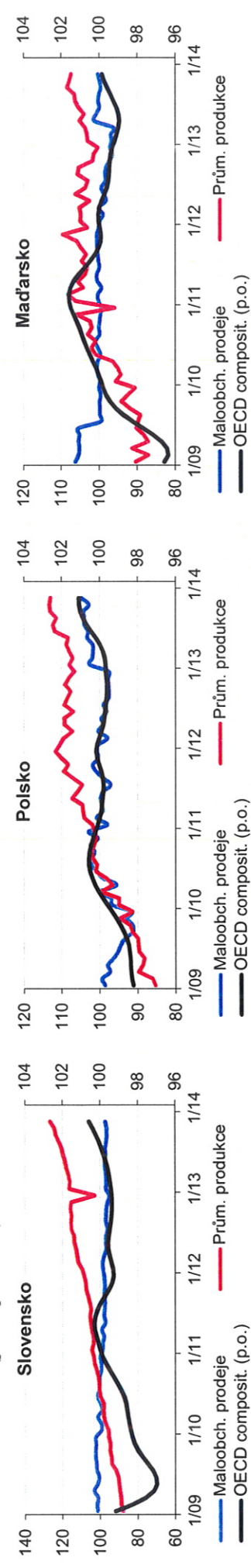
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



Inflace (meziroční změny v %) a míra nezaměstnanosti (v %, pravá osa)

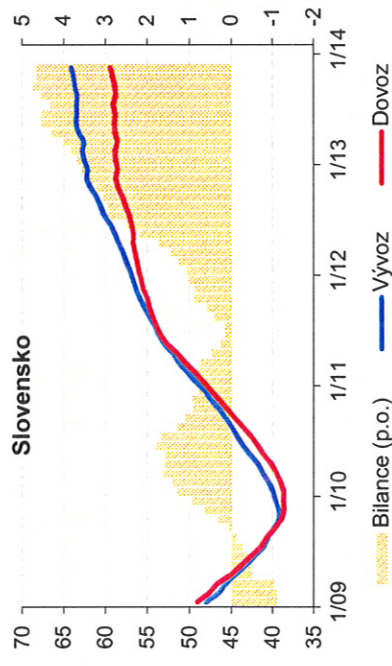


Předstihové ukazatele (p.o. = pravá osa)

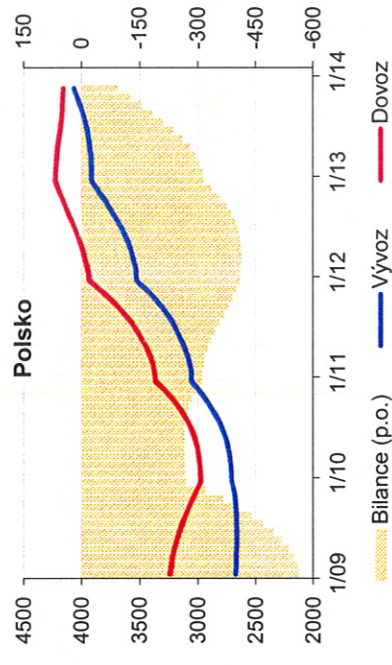


Obchodní bilance středoevropských zemí a zahraniční vývoj v efektivním vyjádření

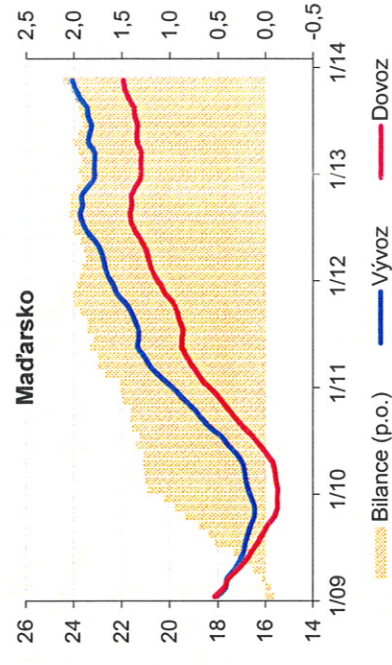
Obchodní bilance (mld. EUR)



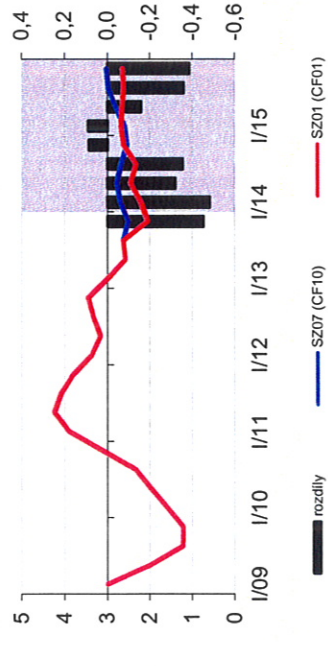
Obchodní bilance (mld. PLN)



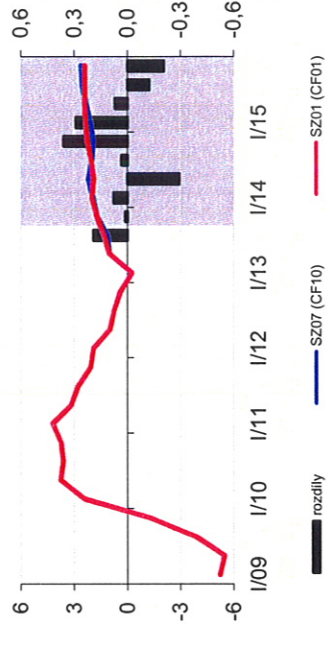
Obchodní bilance (tril. HUF)



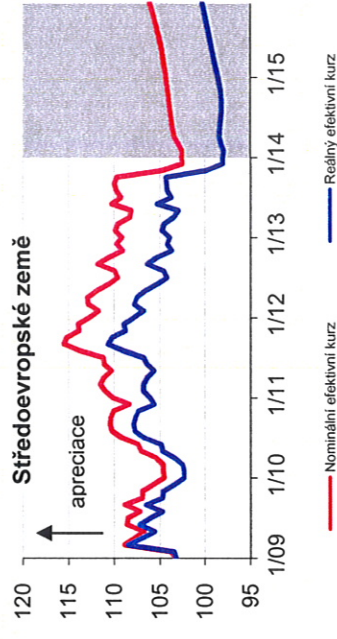
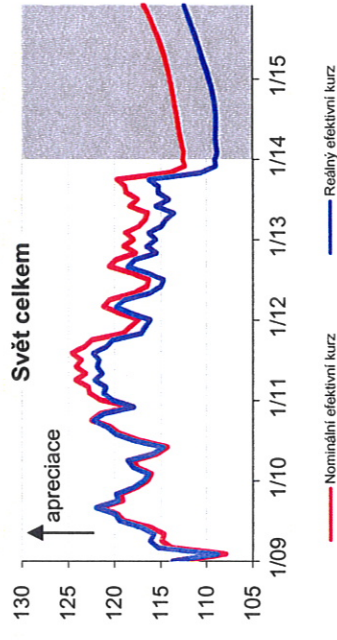
Efektivní CPI – svět (meziročně v %, rozdíly v p.b.)



Efektivní HDP – svět (meziročně v %, rozdíly v p.b.)



Efektivní kurzy (průměr roku 2005 = 100, předpověď CF10)



Referenční scénář exogenních faktorů na základě 1. Consensus Forecasts a tržních výhledů z 13. ledna 2014

Zahraníční cenový vývoj	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	1,1	0,0	-0,3	-0,9	-0,5	0,8	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	2,4	0,0	0,6	1,5
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾	2,0	1,8	1,6	1,0	1,2	1,3	1,4	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	2,6	1,6	1,5	1,9
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	112,9	103,3	109,7	109,4	106,1	104,9	103,7	102,5	101,4	100,2	98,9	97,7	112,0	108,8	104,3	99,6
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)	-4,9	-5,0	-0,2	-1,0	-6,0	1,5	-5,4	-6,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	0,8	-2,8	-4,0	-4,6
cena benzínu (USD/l) ⁴⁾	1027,9	962,9	1009,9	944,2	947,8	980,3	928,4	872,2	889,1	914,2	876,6	826,7	1032,8	986,2	932,2	876,6
mzr. změna ceny benzínu (v %)	-2,5	-6,8	-4,6	-4,1	-7,8	1,8	-8,1	-7,6	-6,2	-6,7	-5,6	-5,2	5,4	-4,5	-5,4	-5,9
Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾	0,0	0,4	0,4	0,8	1,1	1,2	1,7	2,1	2,2	2,1	1,9	1,9	0,8	0,4	1,5	2,0
Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,320	1,306	1,324	1,361	1,353	1,330	1,312	1,296	1,286	1,282	1,282	1,281	1,284	1,328	1,323	1,283
3M Euribor ⁷⁾	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,2	0,3	0,5

Poznámky:

- 1) vážený průměr harmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- 2) vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- 3) výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- 4) předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- 5) vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- 6) zdrojem předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- 7) předpověď je odvozena od implikovaných tržních sazeb

Porovnání aktualizovaných údajů s referenčním scénářem pro 7. situační zprávu 2013

Zahraníční cenový vývoj	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	2012	2013	2014	2015
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)				-0,3	-0,5	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	0,0	-0,1	-0,9	-0,6
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)				-0,6	-0,5	-0,6	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,1
cena ropy Brent (USD/barel)				-0,7	-2,1	-1,5	-1,1	-0,8	-0,4	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,2	-1,4	0,0
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b)				-0,6	-1,9	-1,5	-1,0	-0,1	1,6	1,4	1,2	1,0	0,0	-0,2	-1,1	1,3
cena benzínu (USD/l)				-3,1	-22,5	-19,4	-27,0	-32,2	-33,0	-34,8	-39,0	-43,1	0,0	-0,8	-25,3	-37,5
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)				-0,3	-2,2	-2,0	-2,7	-3,1	-1,2	-1,7	-1,4	-1,4	0,0	-0,1	-2,5	-1,4
Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)			-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1
Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR				0,021	0,041	0,033	0,026	0,018	0,011	0,009	0,010	0,013	0,000	0,005	0,030	0,011
3M Euribor				0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,3

Fiskální politika

Hospodaření vládního sektoru - prognóza ČNB (metodika ESA 95)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013		2014		2015	
	CSU	CSU	CSU	CSU	CSU	7.SZ	1.SZ	7.SZ	1.SZ	7.SZ	1.SZ
Saldo vládního sektoru (v % HDP) (v mid. Kč)	-2,2	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4d)	-2,6	-2,9	-2,5	-2,6	-2,6	-2,8
Upravené saldo ^{a)} (v % HDP)	-85,0	-217,4	-177,1	-121,9	-169,4d)	-102,6	-112,4	-99,9	-104,3	-107,9	-115,3
Strukturalní saldo ESCB ^{b)} (v % HDP)	-2,2	-6,1	-4,5	-3,0	-2,9	-2,6	-2,9	-2,5	-2,8	-2,6	-2,8
Fiskální pozice ESCB ^{b)} (v p.b.)	-3,5	-6,2	-4,7	-3,3	-2,5	-1,8	-2,0	-1,8	-2,1	-2,3	-2,3
Strukturalní saldo EK ^{b)} (v % HDP)	-1,5	-2,7	1,5	1,4	0,8	0,7	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2
Fiskální pozice EK ^{b)} (v p.b.)	-3,9	-5,6	-4,5	-3,3	-2,5	-1,5	-1,7	-1,5	-2,0	-2,2	-2,5
Dluh vládního sektoru (v % HDP) (v mid. Kč)	-1,7	-1,7	1,1	1,2	0,8	0,9	0,7	0,0	-0,3	-0,7	-0,5
	28,7	34,6	38,4	41,4	46,2	46,9	47,5	48,4	48,5	48,7	49,3
	1104,3	1299,3	1454,4	1583,3	1775,4	1814,8	1834,2	1913,8	1936,2	2022,8	2047,3

a) Upraveno o mimořádné jednorázové operace; b) cyklicky očištěné saldo upravené o mimořádné jednoráz. operace; c) meziroční změn struk. salda, kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, záporná hodnota expanzi; d) zahrnuje jednorázový dopad fin. kompenzace (církvní restituce) 59,0 mld. Kč, tj. 1,5% HDP.

Hospodaření vládního sektoru - výhledy MF ČR (metodika ESA 95)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP)											
KOPR duben 2013							-4,4	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Notif. ČSÚ 10/2013 - Fisk. výhled 11/2013	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8
Makropredikce - 10/2013	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3	-4,4	-2,9	-2,9		
Díln vládního sektoru - EDP (v % HDP)											
Notif. ČSÚ 10/2013 - Makropredikce 10/2013	28,3	27,9	28,7	34,6	38,4	41,4	46,2	46,1	47,9		

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS

V mlrd. Kč:	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1-12/2012	1-12/2013
- DPH	184,2	208,4	217,8	236,4	255,2	253,6	269,6	275,4	278,2	278,2	308,5
- spotřební daně	96,0	110,5	119,6	139,0	133,0	131,1	138,3	146,6	146,8	146,8	143,4
- daně z příjmu PO	112,0	142,3	135,4	162,8	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5	182,5
- daně z příjmu FO	133,2	143,7	136,9	152,0	143,3	126,7	130,0	133,4	136,3	136,3	141,6
- ostatní daně, cla a poplatky	32,4	26,4	28,3	31,8	32,8	29,5	32,2	35,3	37,7	37,7	36,5
Celkem	557,9	631,3	638,0	721,9	746,9	660,6	693,9	708,8	727,2	727,2	750,7
Meziroční změny v %:											
- DPH	11,8	13,2	4,5	8,5	8,0	-0,6	6,3	2,2	1,0	1,0	10,9
- spotřební daně	13,9	15,1	8,2	16,2	-4,3	-1,5	5,5	6,0	0,1	0,1	-2,3
- daně z příjmu PO	1,5	27,0	-4,8	20,2	12,1	-34,5	3,6	-4,6	8,4	8,4	-5,7
- daně příjmu FO	7,5	7,8	-4,7	11,0	-5,7	-11,6	2,6	2,6	2,2	2,2	3,9
- ostatní daně, cla a poplatky	-10,2	-18,6	7,2	12,4	3,1	-10,0	8,9	9,6	6,8	6,8	-3,2
Celkem	7,4	13,2	1,1	13,2	3,5	-11,6	5,0	2,1	2,6	2,6	3,2

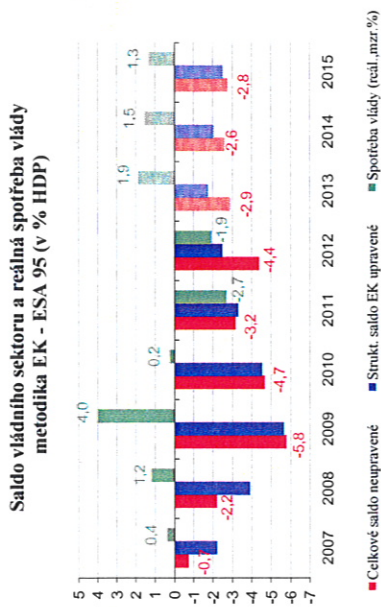
Pokladní plnění státního rozpočtu - metodika GFS

	SR 2013 zář. 504/2012	Skutečnost		Rozdíl 2013-2012
		1-12/2012	1-12/2013	
SR běžné hospodaření (v mil. Kč)	-100,0	-101,0	-81,3	19,7
v tom: náklady dluhové služby *)	67,9	57,1	57,8	0,7
průměrné saldo SR	-32,2	-43,9	-23,5	20,4

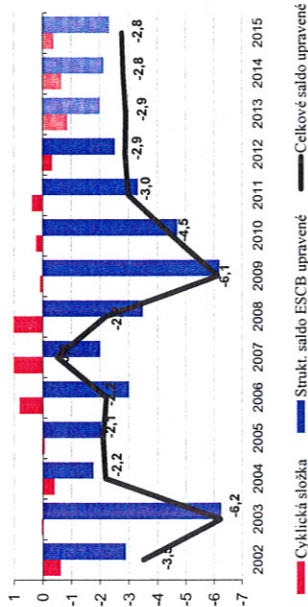
*) Položka zahrnuje výdaje kapitoly Státní dluh, tj. úrokové výdaje na vnitřní dluh (na státní pokladniční poukázky, středně- a dlouhodobé dluhopisy a kraikodové půjčky), úrokové výdaje na vnější dluh (na zahraniční emise dluhopisů a půjčky od EIB), výdaje na úmor státního dluhu, realizovanou kurzovou ztrátu a související poplatky a transferové platby.

Výnosy státních dluhopisů - mezinárodní srovnání (%)

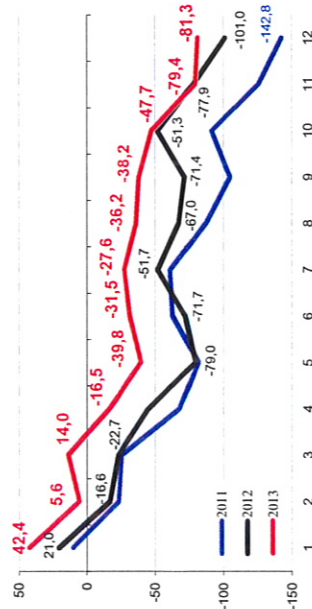
		12/2006	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	3/2013	6/2013	9/2013	12/2013
ČR	-2R	3,14	4,20	3,81	2,23	1,90	1,99	0,28	0,39	0,51	0,42	0,25
	-10R	3,73	4,66	4,42	4,21	3,95	3,83	1,97	1,98	2,17	2,44	2,26
	-2R	3,89	4,08	1,83	1,33	0,87	0,14	-0,02	0,04	0,20	0,17	0,21
Německo	-10R	3,77	4,21	3,05	3,14	2,91	1,35	1,73	1,78	1,94	1,91	1,78
	-2R	5,10	4,34	1,51	1,44	1,03	0,33	0,31	0,16	0,42	0,51	0,72
	-10R	4,63	4,52	3,39	4,20	3,62	2,10	1,88	1,89	2,82	2,76	3,16
USA	-2R	4,67	3,12	0,82	0,87	0,62	0,26	0,26	0,26	0,33	0,40	0,34
	-10R	4,56	4,10	2,42	3,59	3,29	1,98	1,72	1,96	2,30	2,81	2,90



**Strukturální, cyklické a celkové saldo vládního sektoru,
metodika ESCB - ESA 95 (v % HDP)**



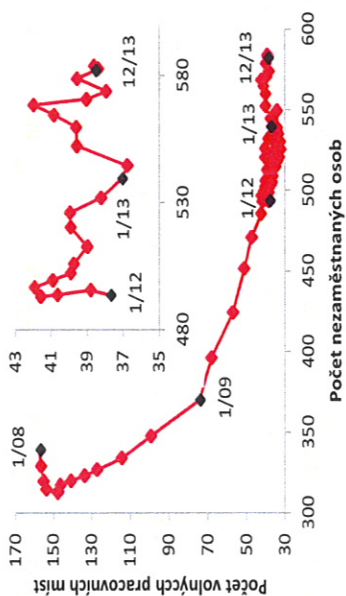
**Pokladní plnění státního rozpočtu,
metodika GFS (v mld. Kč)**



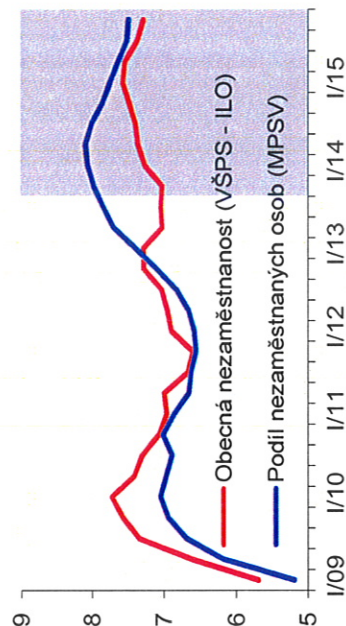
Pozn.: Salda upravená o mimořádné jednorázové operace; metoda výpočtu dle ESCB.

Trh práce (1)

Ukazatele nezaměstnanosti (v %)

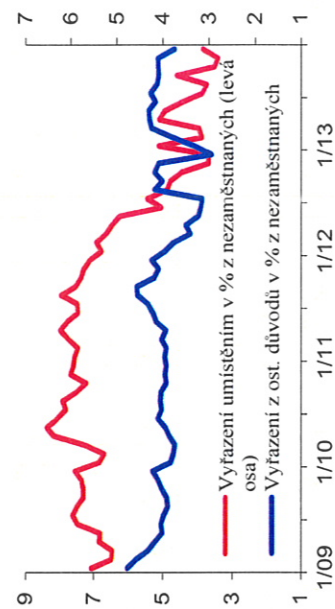


Pramen: MPSV, propočten ČNB
Poznámka: sezonně očištěné počty v tis.



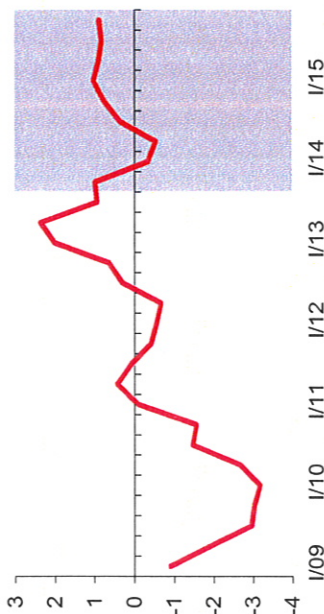
Pramen: MPSV, ČSÚ, propočten ČNB
Poznámka: sezonně očištěno, u VŠPS -ILO věk 15-64

Toky nezaměstnaných



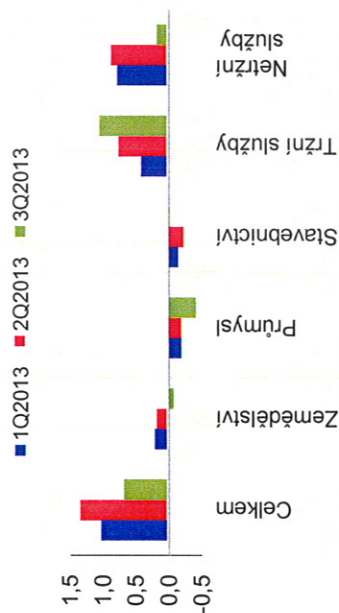
Pramen: MPSV, propočten ČNB
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD (meziroční změna v %)



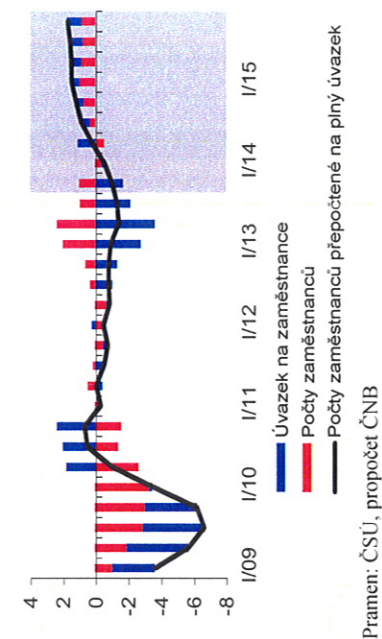
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Příspěvky k růstu počtu zaměstnaných (v procentních bodech)



Poznámka: meziroční změna pro celek, příspěvky pro jednotlivé části v p.b.

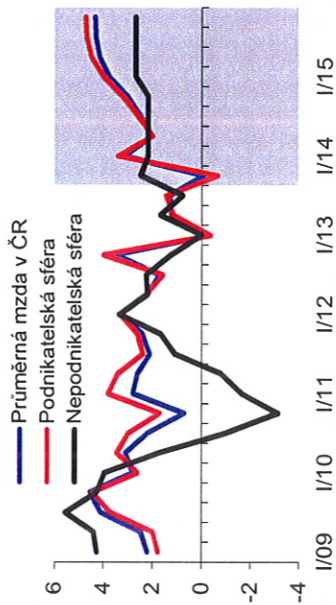
Příspěvky k růstu přepočteného počtu zaměstnanců



Pramen: ČSÚ, propočten ČNB

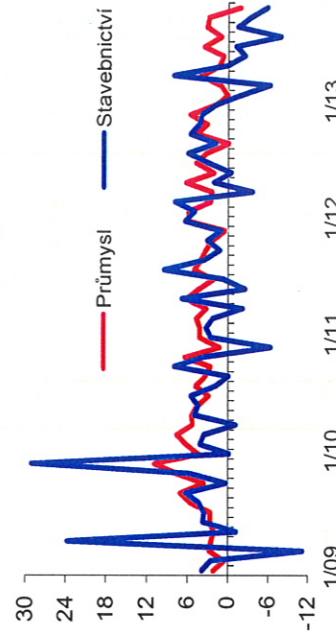
Trh práce (2)

Vývoj nominálních mezd
(meziroční změny v %)



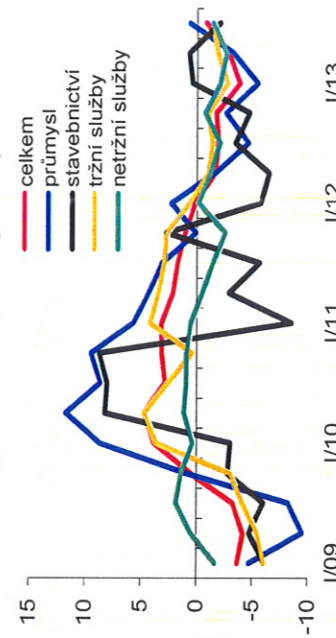
Pramen: ČSÚ

Nominální mzda v průmyslu a stavebnictví
(meziroční změny v %)



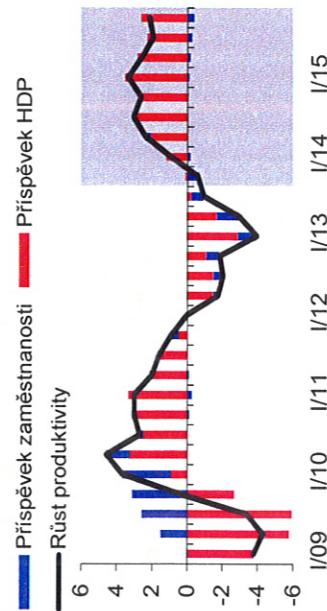
Pramen: ČSÚ

Produktivita práce
(meziroční změny v %)



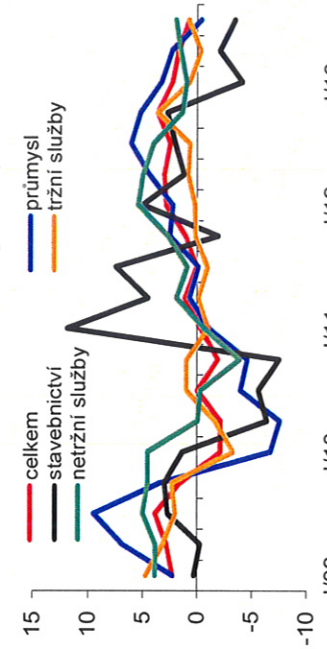
Poznámka: ESA 95

Příspěvky k růstu produktivity



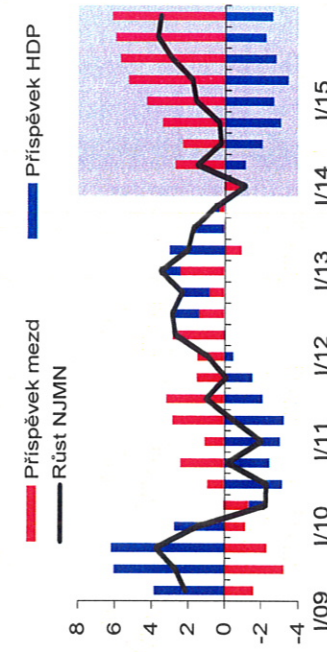
NJMN

(meziroční změny v %)



Poznámka: ESA 95

Příspěvky k růstu NJMN



Poznámka: meziroční změna pro produktivitu
příspěvky pro HDP a zaměstnanost v p.b.

Poznámka: objem mezd a platů na přidanou hodnotu ve s.c.

Poznámka: meziroční změny pro NJMN, příspěvky pro
HDP a zaměstnanost v p.b.

UKAZATEL	I/11	II/11	III/11	IV/11	2011	I/12	II/12	III/12	IV/12	2012	I/13	II/13	III/13	IV/13	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015
Zaměstnanost celkem	0.6	0.5	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2	0.5	0.6	0.4	1.0	1.3	0.7	0.7	0.9	0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2
z toho : zaměstnanci a)	-0.2	0.4	0.1	-0.5	0.0	-0.6	-0.6	0.3	0.6	-0.1	2.0	2.4	0.9	1.0	1.6	-0.4	-0.5	0.4	0.7	0.1	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
ostatní zaměstnaní	4.5	0.7	1.0	1.9	2.0	3.1	4.3	1.4	0.8	2.4	-3.2	-3.2	-0.5	-0.7	-1.9	2.6	0.8	-1.6	-3.2	-0.3	-3.9	-3.0	-2.1	-1.8	-2.7
Podíl nezaměstnaných osob v % - průměr za období	7.4	6.5	6.4	6.4	6.7	7.1	6.5	6.6	7.0	6.8	8.0	7.5	7.5	7.8	7.7	8.7	7.9	7.7	7.7	8.0	8.4	7.4	7.2	7.3	7.6
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr (15-64 let)	7.2	6.8	6.6	6.5	6.8	7.2	6.8	7.0	7.2	7.0	7.5	6.8	7.0	6.9	7.1	7.6	7.2	7.3	7.4	7.4	7.9	7.3	7.3	7.2	7.4
Průměrná mzda v ČR celkem (nominální) b)	2.8	2.6	2.1	2.4	2.5	3.3	2.2	1.7	3.5	2.7	-0.3	1.2	1.3	-0.1	0.5	3.2	2.0	2.5	3.0	2.7	3.8	4.2	4.3	4.2	4.2
Průměrná mzda v ČR celkem (reálná)	1.1	0.8	0.3	0.0	0.6	-0.4	-1.2	-1.5	0.7	-0.6	-2.1	-0.3	0.1	-1.3	-0.9	2.8	1.2	0.9	0.9	1.5	0.9	1.3	1.8	2.1	1.5
z toho: podnikatelská sféra	3.8	3.4	2.4	2.6	3.0	3.3	2.2	1.6	4.0	2.8	-0.4	1.1	1.4	-0.7	0.3	3.4	2.0	2.6	3.2	2.8	4.0	4.5	4.7	4.7	4.5
z toho: nepodnikatelská sféra	-1.6	-0.8	1.1	1.7	0.1	3.4	2.2	2.3	1.2	2.2	0.0	1.7	0.8	2.5	1.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Mzdy a platy podle NÚ	2.8	3.2	1.5	1.5	2.2	2.8	1.4	0.8	2.4	1.8	-0.9	0.0	0.3	-1.0	-0.4	2.7	2.3	3.4	4.3	3.2	5.3	5.8	6.0	6.2	5.8
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	-0.5	1.0	-0.1	1.0	0.4	2.7	2.9	2.4	3.5	2.9	2.0	1.8	0.5	-1.1	0.8	1.5	0.2	0.3	1.6	0.9	1.8	2.9	3.7	3.5	3.0
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	3.0	2.0	1.6	0.9	1.9	0.1	-1.7	-2.0	-1.8	-1.4	-3.9	-2.9	-0.9	-0.6	-2.1	1.0	2.4	3.1	2.6	2.3	3.4	2.6	1.9	2.2	2.5

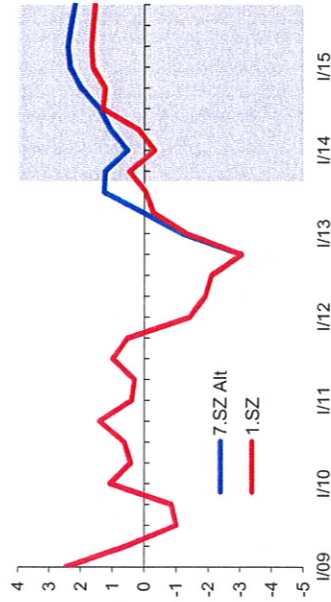
Pramen: ČSÚ, MPSV, propočty ČNB

a) Zaměstnanost dle VŠPS s jediným nebo hlavním zaměstnáním včetně členů produkčních družstev

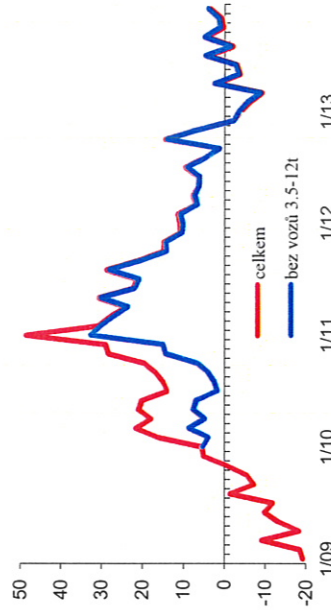
b) Jedná se o mzdy zúčtované k výplatě, nikoli skutečně vyplacené

Ekonomický růst (1)

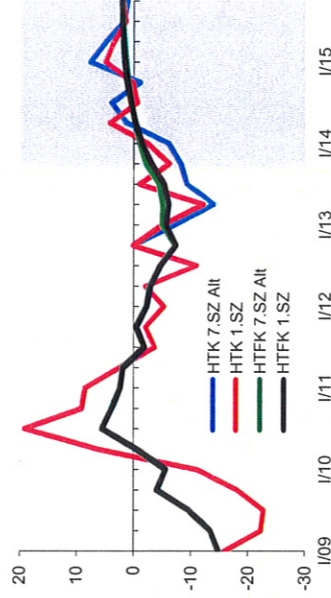
Spotřeba domácností (s.o., mizr. v %)



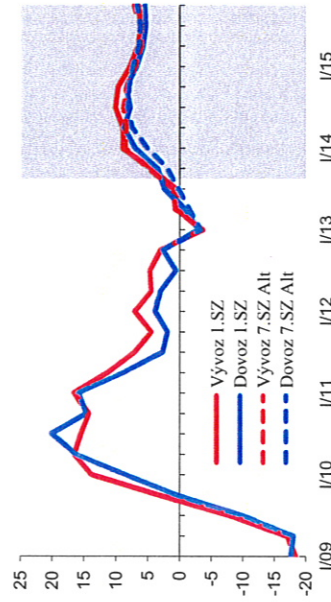
Vybrané mýtné (mizr. v %)



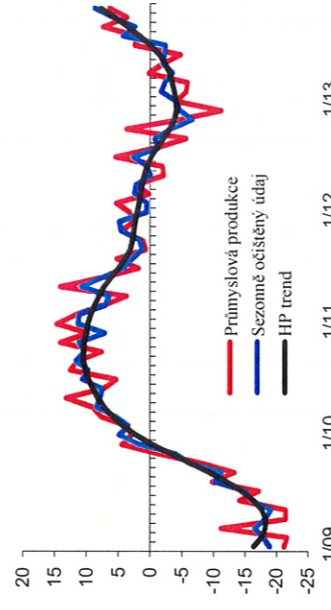
Hrubá tvorba kapitálu (s.o., mizr. v %)



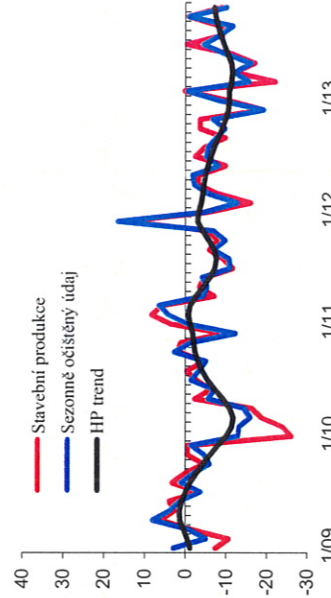
Vývoz a dovoz (s.o., mizr. v %)



Index průmyslové produkce (mizr. v %)



Index stavební produkce (mizr. v %)

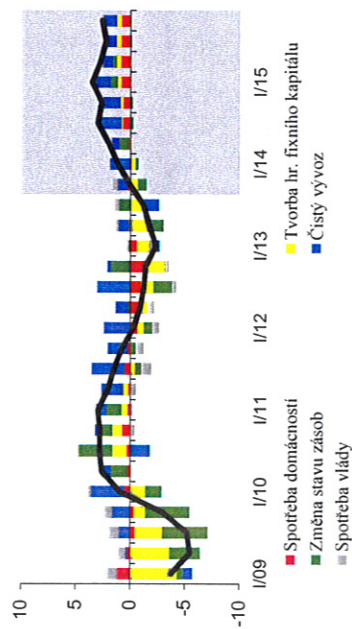


HDP a jeho složky (s.c., sez. oč., mizr. změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza

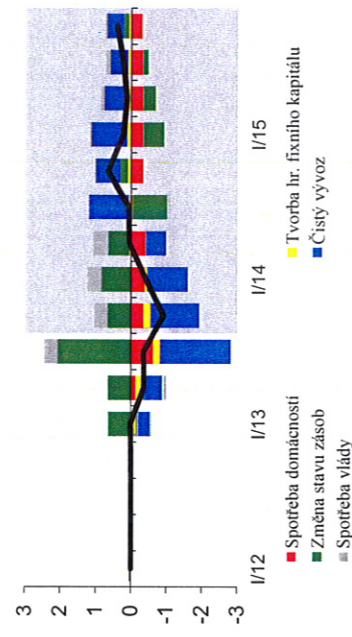
	2009	2010	I/11	II/11	III/11	IV/11	2011	I/12	II/12	III/12	IV/12	2012	I/13	II/13	III/13	IV/13	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015
Hrubý domácí produkt	-4.4	2.3	3.0	2.1	1.5	0.8	1.8	-0.3	-0.9	-1.2	-1.4	-0.9	-2.3	-1.7	-1.2	0.1	-1.3	1.1	2.1	3.1	2.7	2.2	3.5	2.8	2.2	2.6	2.8
Spotřeba domácností	0.3	0.9	0.4	0.3	1.0	0.5	0.5	-1.4	-1.9	-2.1	-3.1	-2.1	-0.9	-1.3	-0.3	-0.1	0.4	-0.3	-0.3	0.2	1.3	1.2	0.6	1.6	1.6	1.5	1.6
Spotřeba vlády	4.0	0.2	-0.9	-2.5	-4.1	-3.2	-2.7	-2.8	-2.5	-1.5	-0.9	-1.9	1.3	1.4	2.5	2.3	1.9	0.5	2.0	1.5	2.1	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1	1.3
Tvorba hrubého kapitálu	-20.0	5.1	8.3	2.3	-3.9	-2.2	0.9	-5.5	-2.2	-11.1	-0.1	-4.8	-5.2	-12.3	-1.2	-6.4	-6.3	-2.7	4.0	-0.8	0.0	0.1	4.8	3.3	1.2	1.8	2.7
Tvorba hrubého fixního kapitálu	-10.7	0.7	2.3	1.8	-1.9	-0.5	0.4	-2.3	-2.9	-4.7	-7.4	-4.3	-5.6	-6.1	-5.3	-3.1	-5.0	-1.4	-0.2	0.5	1.2	0.0	1.6	1.9	2.0	2.1	1.9
Vývoz zboží a služeb	-10.5	15.0	16.5	11.3	7.0	4.3	9.6	6.9	4.4	4.6	2.9	4.7	-3.8	0.5	0.3	4.4	0.3	8.8	8.7	9.9	9.6	9.3	7.7	6.4	5.9	6.3	6.6
Dovoz zboží a služeb	-11.7	14.9	15.9	8.9	2.6	1.9	7.0	3.8	3.0	0.5	2.6	2.5	-3.1	-0.9	2.3	3.4	0.4	7.0	8.7	7.7	8.3	7.9	6.7	5.7	5.3	5.4	5.8
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	185.3	213.3	66.8	76.7	70.8	83.0	297.2	92.2	89.2	101.7	87.1	370.1	83.6	99.5	88.3	97.4	368.8	103.2	108.7	112.8	115.6	440.3	118.2	120.5	124.4	130.2	493.3
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	5.3	6.0	7.4	8.5	7.8	9.2	8.2	10.2	9.9	11.4	9.8	10.3	9.5	11.3	10.0	10.9	10.4	11.6	12.1	12.4	12.6	12.2	12.8	13.0	13.3	13.9	13.3

Ekonomický růst (2)

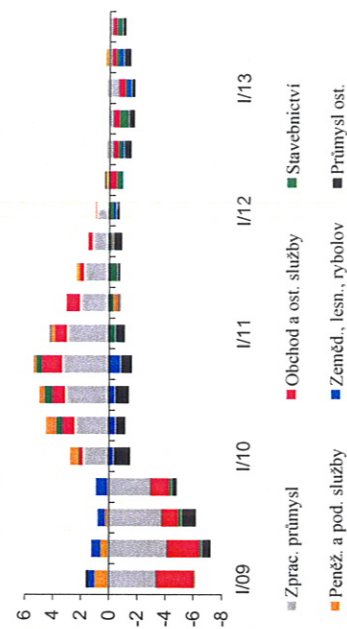
Příspěp. k mizr. růstu HDP - skutečnost



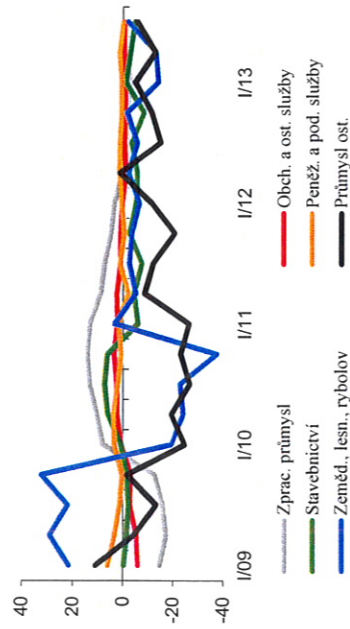
Růst HDP 1.SZ - 7.SZ Alt, rozdíl příspěvků v p.b.



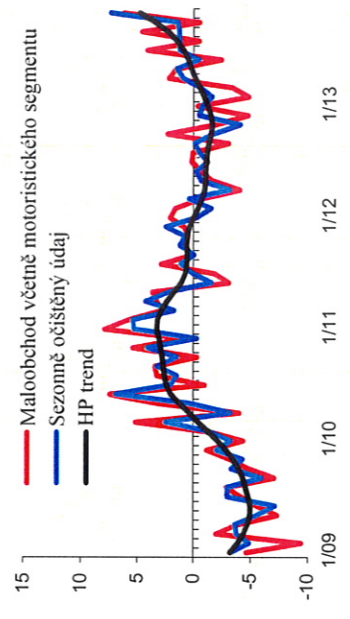
Příspěvky odvětví k mizr. růstu HPH, sez. oč.



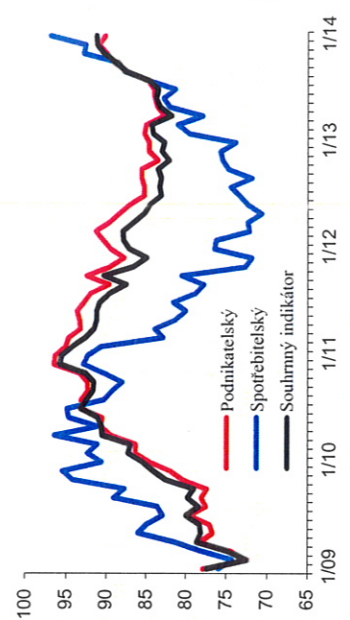
Růst HDP v odvětvích (sez. oč., mizr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c., mizr. v %)

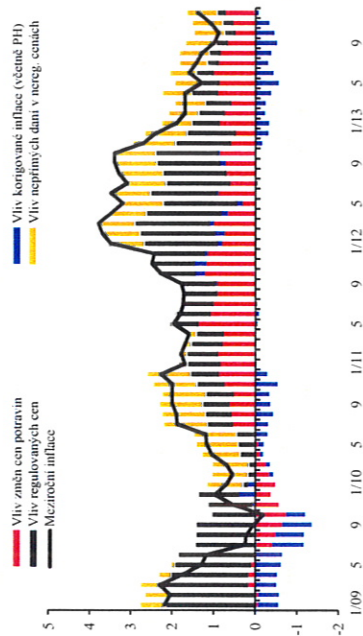


Indikátory důvěry (2005 = 100)

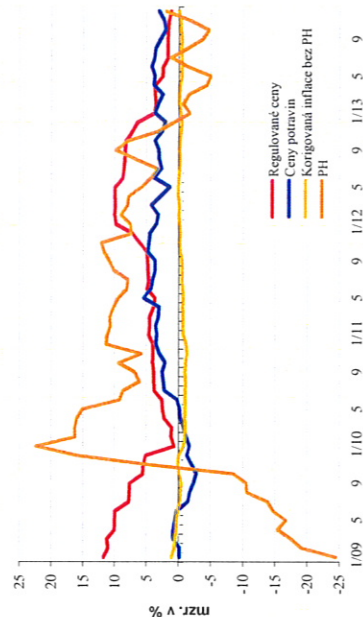


Inflace (1)

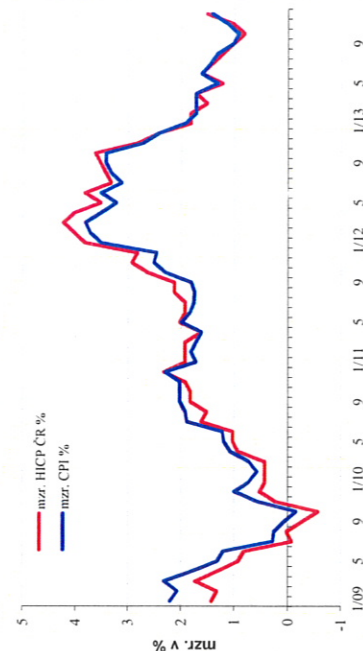
Struktura mzd. růstu spotřebitelských cen



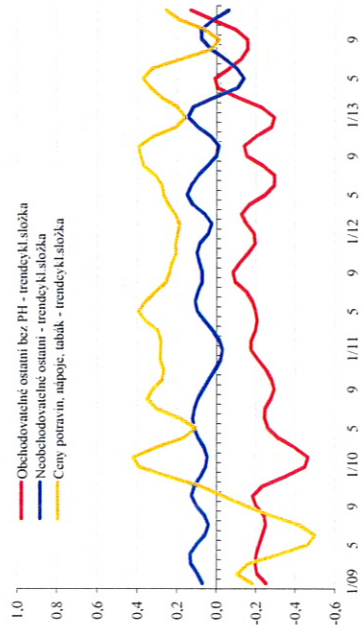
Vývoj složek inflace (mzr., v %)



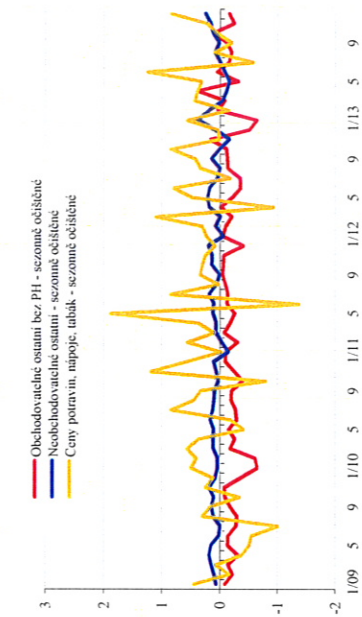
HICP a CPI v ČR (mzr., v %)



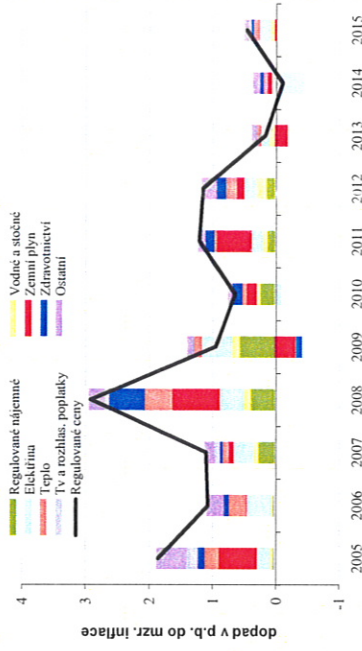
Trendové složky tržních částí inflace (mzr., v %)



Sezonně očištěné tržní částí inflace (mzr., v %)



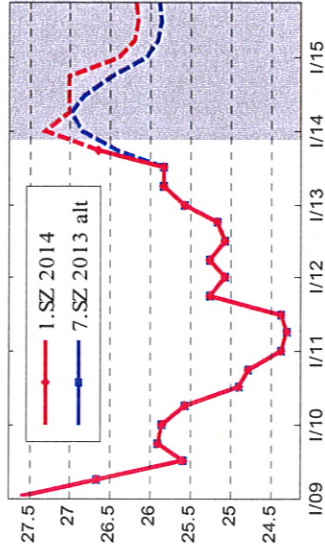
Struktura mzd. růstu regulovaných cen



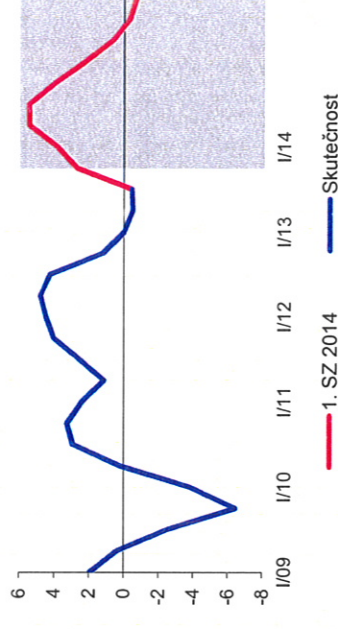
	Skutečnost		Průměrné mizr. růsty (příspěvky)										Predikce 1. SZ 2014									
	2012	2013	1.Q 13	2.Q 13	3.Q 13	4.Q 13	říjen 13	list 13	pros 13	leden 14	únor 14	břež 14	1.Q 14	2.Q 14	3.Q 14	4.Q 14	1.Q 15	2.Q 15	3.Q 15	4.Q 15		
Index spotřebitelských cen	3,3	1,4	1,8	1,5	1,2	1,1	0,9	1,1	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,8	1,5	2,1	2,8	2,8	2,5	2,2		
Regulované ceny	8,6	2,2	3,5	2,6	1,5	1,3	1,5	1,4	1,0	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-1,9	-0,8	-0,7	3,0	2,8	2,6	2,7		
Přímámi dopady změn daní v <u>REGUL</u> cenách v p.b.	0,28	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Přímámi dopady změn daní v <u>NEREGUL</u> cenách v p.b.	0,94	0,67	0,70	0,63	0,66	0,70	0,70	0,70	0,70	0,14	0,14	0,14	0,14	0,15	0,23	0,25	0,25	0,21	0,05	0,00		
ČISTÁ INFLACE	1,0	0,5	0,6	0,6	0,5	0,3	0,0	0,2	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2	1,8	2,5	2,5	2,5	2,4	2,1		
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	2,9	3,1	3,0	3,8	3,3	2,4	2,0	2,2	3,0	2,9	3,3	2,9	3,0	2,6	3,1	3,4	2,7	2,6	2,6	2,5		
Korigovaná inflace bez PH	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,4	1,2	1,9	2,3	2,4	2,3	2,0		
Ceny pohonných hmot - čisté	6,0	-2,1	-1,5	-3,8	-1,4	-1,7	-4,9	-2,0	1,8	2,8	0,4	0,7	1,3	2,8	1,5	4,8	3,5	2,8	1,8	0,1		
Měnověpolitická inflace	2,1	0,6	0,9	0,8	0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	1,3	1,9	2,6	2,6	2,4	2,2		

Inflace (2)

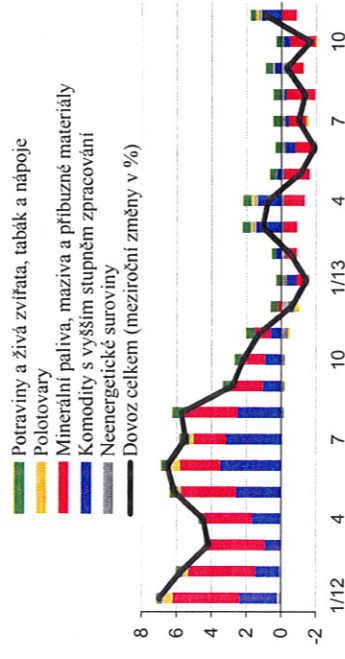
Úrokový diferenciál 3M domácích a zahraničních nominálních sazeb



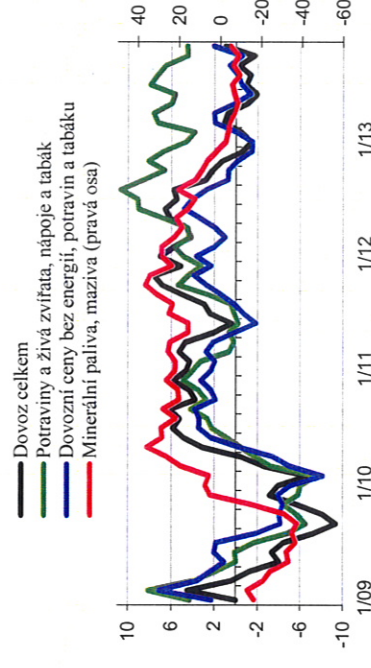
Deflátor dovozu (mzr. v %)



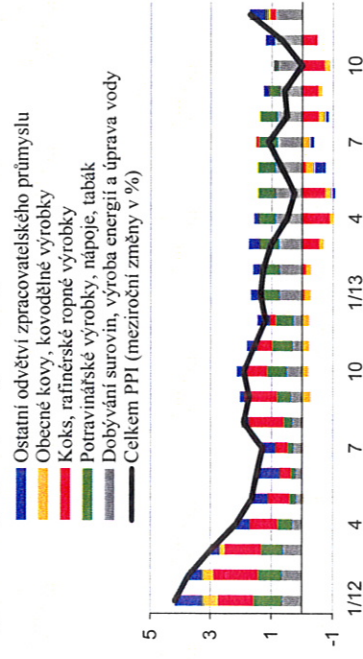
Struktura meziročního růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



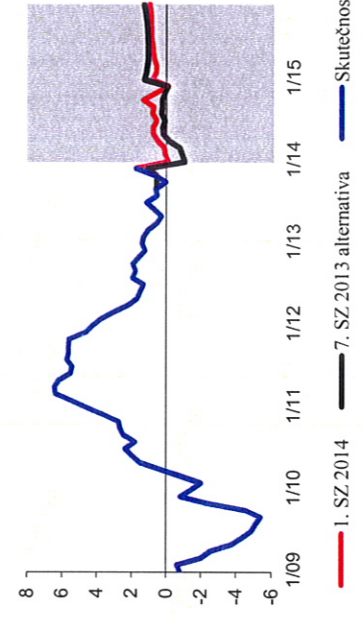
Mzr. růst dovozních cen (v %)



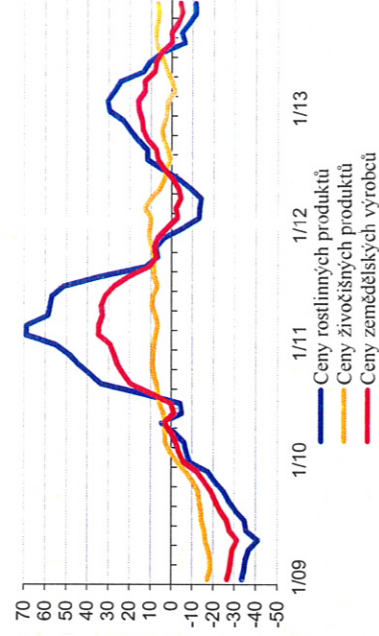
Struktura mzr. růstu cen průmyslových výrobců (v p.b., resp. v %)



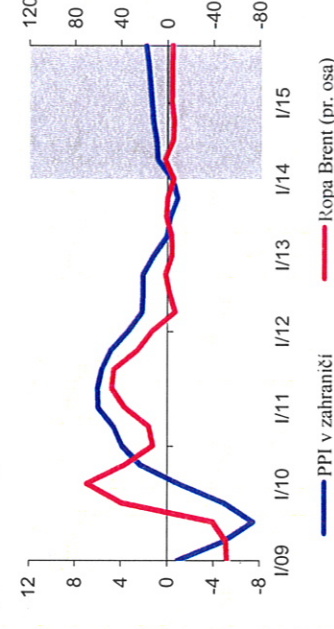
Predikce cen průmyslových výrobců (mzr. v %)



Mzr. růst cen zemědělských výrobců (v %)

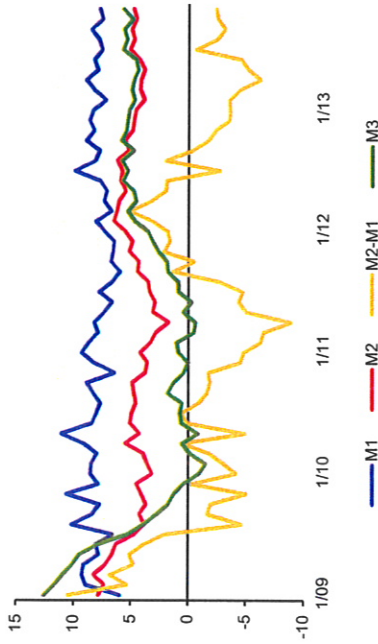


Determinanty dovozních cen (mzr. v %)

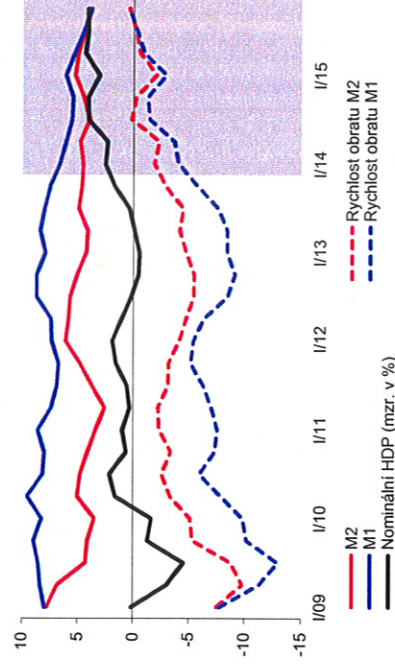


Peníze a úvěry (1)

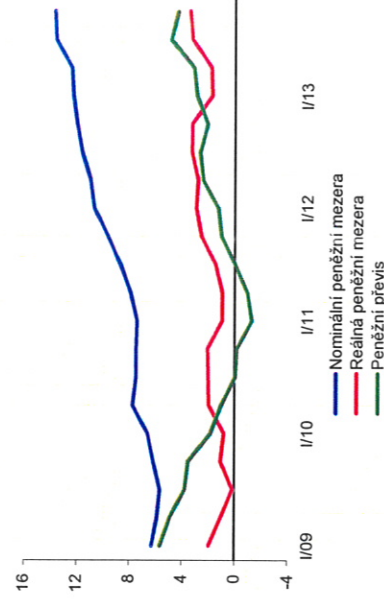
Peněžní agregáty
(roční míry růstu v %)



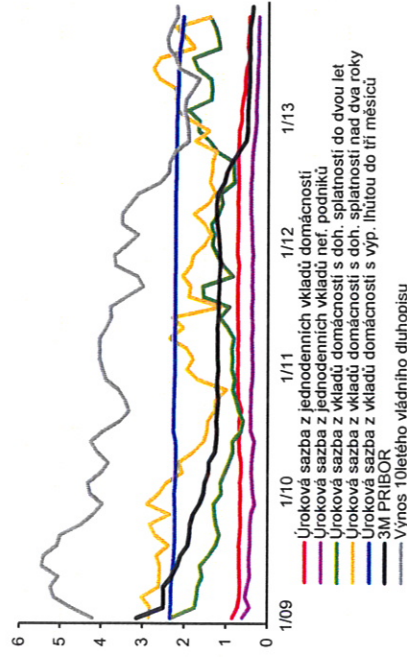
Prognóza M2 a rychlost obrátu peněz
(roční míry růstu v %, mizr. v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



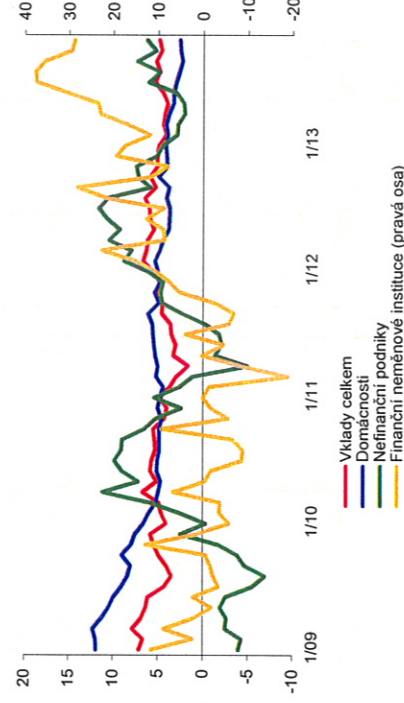
Peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera
(v %)



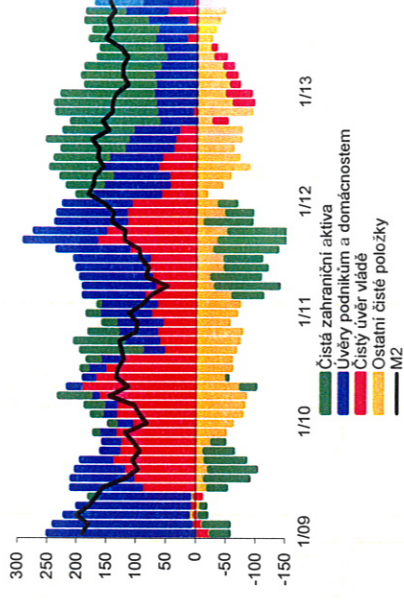
Vybrané úrokové sazby z vkladů domácností a podniků
(nové obchody, v %)



Struktura vkladů peněžního agregátu M2
(roční míry růstu v %)



Faktory nabídky peněžního agregátu M2
(roční toky v mld. Kč)



Struktura peněžních agregátů

(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, roční míry růstu v %)

	IV/12	I/13	II/13	III/13	10/13	11/13	Podíly na M2 v % 11/13
M1	8,6	7,9	8,4	8,0	7,5	7,8	72,6
Oběživo	3,4	2,9	3,5	3,8	4,4	4,5	12,5
Jednodenní vklady	9,8	9,1	9,5	8,9	8,2	8,5	60,1
M2-M1 (kvazi peníze)	-2,6	-3,9	-2,2	-2,2	-2,6	-2,4	27,4
Vklady s dohod. splatností	-6,5	-10,2	-14,2	-10,7	-10,1	-10,4	15,5
do 2 let	-13,1	-17,9	-24,3	-17,9	-16,9	-17,8	7,8
nad 2 roky	2,6	0,2	-0,5	-1,8	-2,2	-1,6	7,7
Vklady s výpovědní lhůtou	1,0	2,9	4,8	4,2	3,3	2,8	10,7
do 3 měsíců	2,6	4,2	5,8	4,6	3,8	4,1	9,6
nad 3 měsíce	-9,8	-7,0	-2,8	0,7	-0,2	-6,8	1,1
Repo operace	250,0	299,5	259,8	376,0	130,8	225,0	1,2
M2	5,0	4,2	4,1	4,9	4,5	4,8	100,0

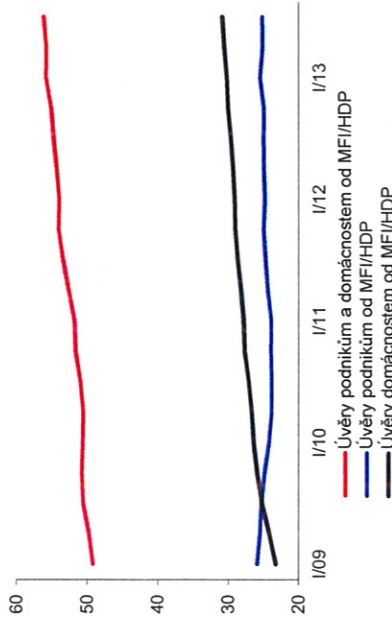
Struktura klientských úvěrů

(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, roční míry růstu v %)

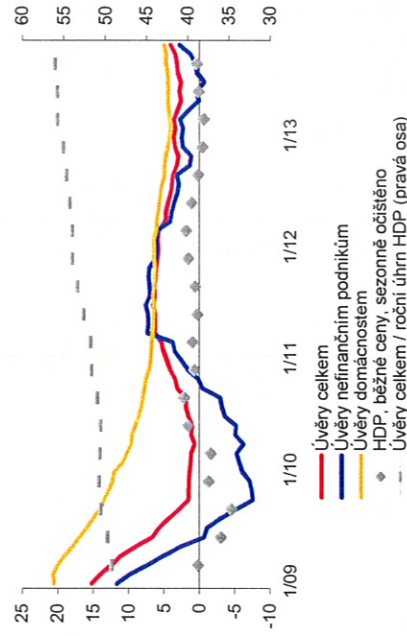
	IV/12	I/13	II/13	III/13	10/13	11/13	Podíly na celkových úvěrech v % 11/13
Nefinanční podniky	1,6	2,5	0,7	0,0	1,3	2,8	39,8
Úvěry do 1 roku	2,3	0,4	-1,3	-4,3	-2,1	0,2	12,4
Úvěry od 1 roku do 5 let	0,7	5,8	1,1	3,0	5,5	5,3	7,4
Úvěry nad 5 let	1,6	2,7	1,8	1,9	2,0	3,6	20,1
Domácnosti	4,7	4,2	4,4	4,6	4,7	5,0	54,7
Spotřebitelské úvěry	1,8	1,4	2,0	2,2	2,3	2,5	9,1
Úvěry na bydlení	5,9	5,5	5,6	5,6	5,7	5,7	39,4
Ostatní	2,4	0,4	1,2	1,6	2,3	4,5	6,2
Finanční neměn. instituce	-1,4	3,9	1,8	7,0	4,8	4,2	5,5
Úvěry celkem	3,1	3,5	2,8	2,9	3,4	4,1	100,0

Peníze a úvěry (2)

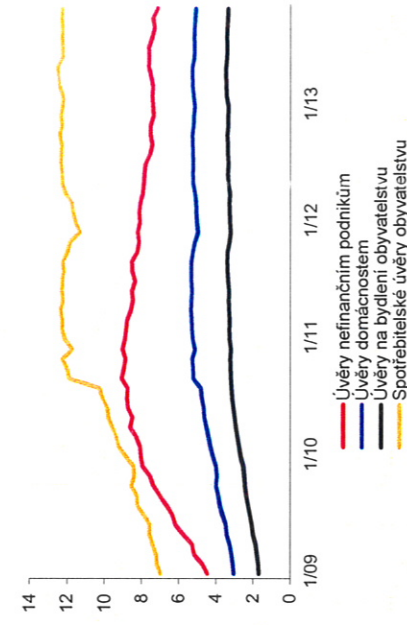
Poměry úvěrů podniků a domácností (stavy úvěrů od MFI, v %)



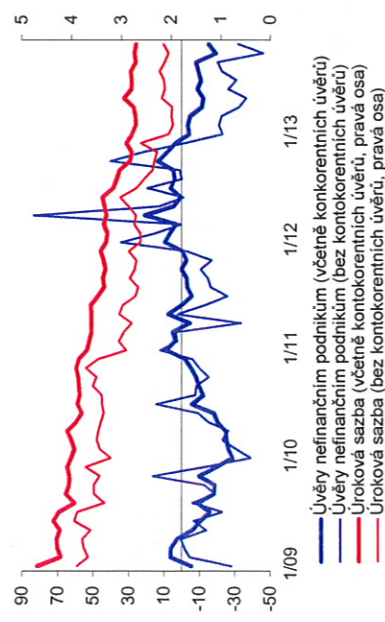
Úvěry podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %, poměry v %)



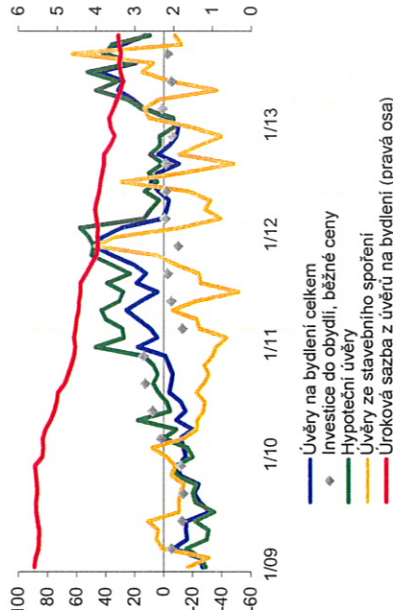
Úvěry v selhání podniků a domácností (podíly na celku v daném segmentu, v %)



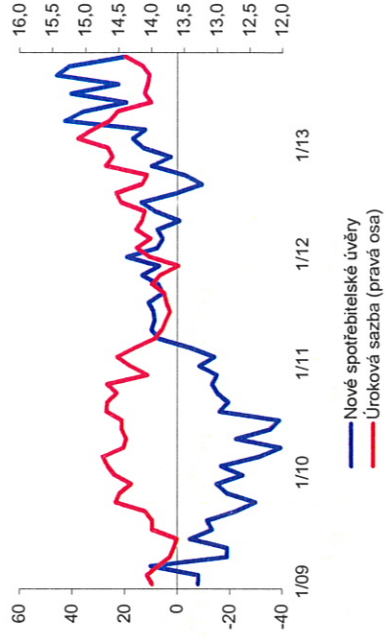
Nové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)



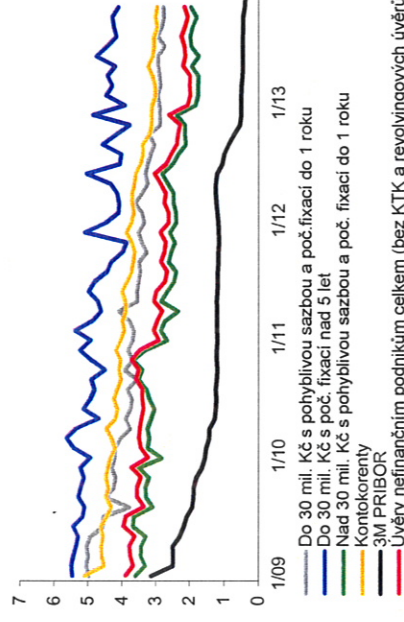
Nové úvěry na bydlení (mzr. v %, úroková sazba v %)



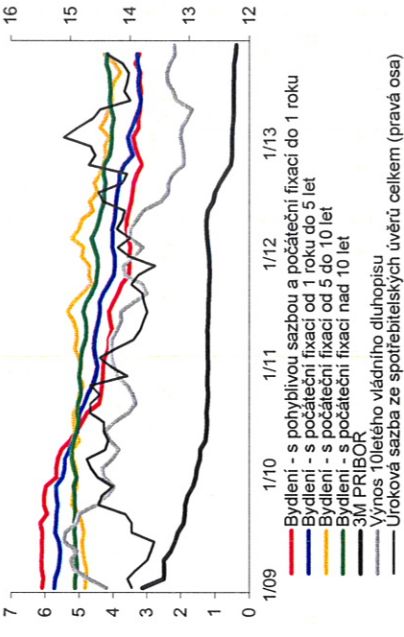
Nové spotřebitelské úvěry (mzr. v %, úroková sazba v %)



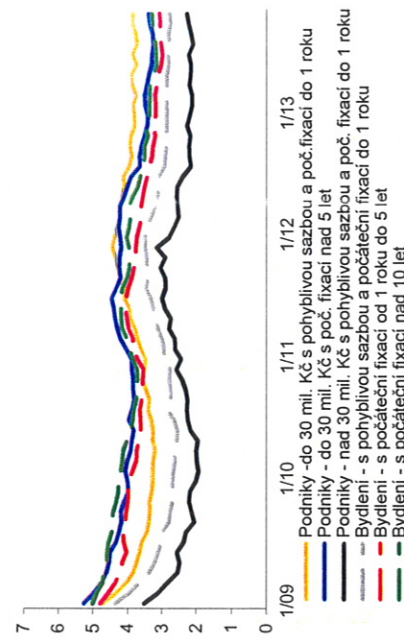
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody, v %)



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

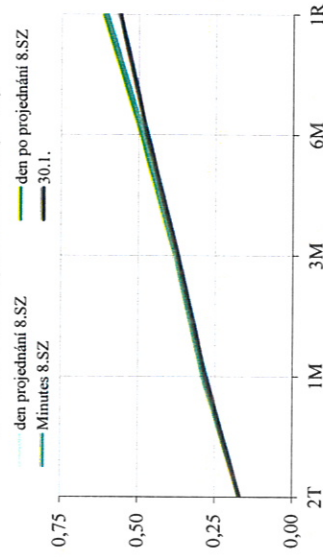


Vybrané klientské úrokové sazby z úvěrů v eurozóně (nové obchody, v %)

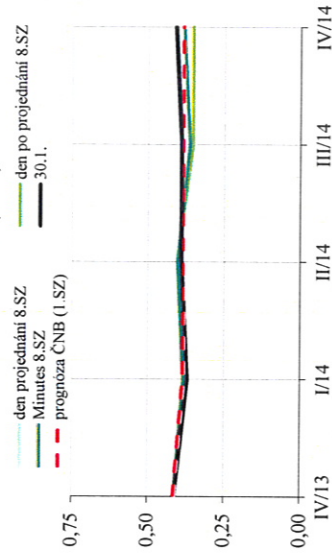


Úrokové sazby a kurz

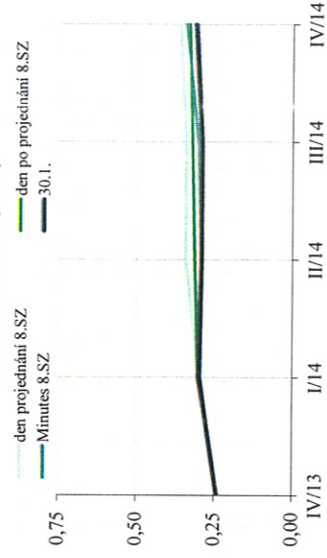
Výnosové křivky PRIBOR (v %)



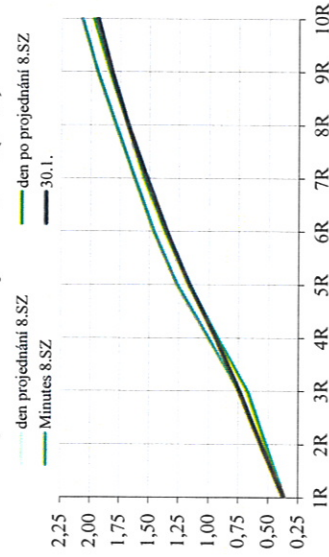
3M FRA CZK (v %)



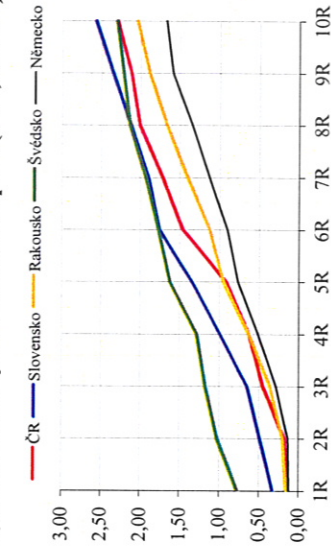
3M FRA EUR (v %)



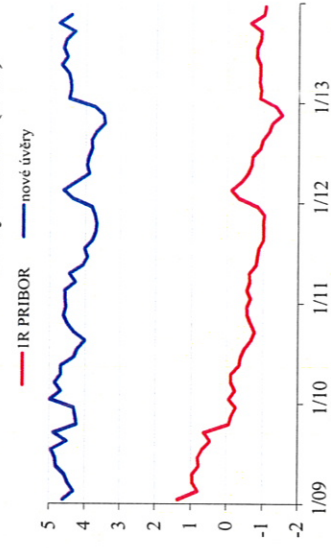
Výnosové křivky IRS CZK (v %)



Výnosové křivky státních dluhopisů (v %, 1/2014)

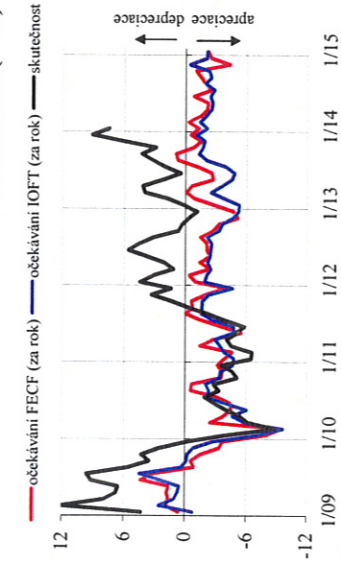


Reálné úrokové sazby ex ante (v %)



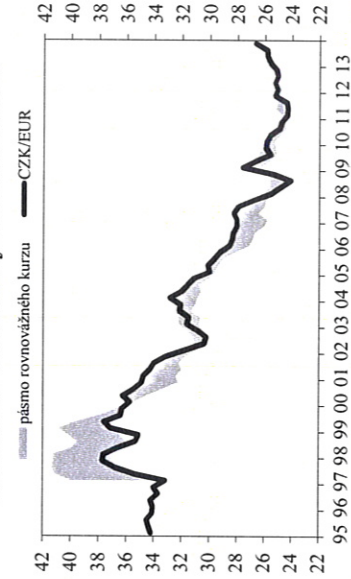
Poznámka: deflováno indexem spotřebitelských cen, který je očekáván účastníky fin. trhu

Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok (v %)



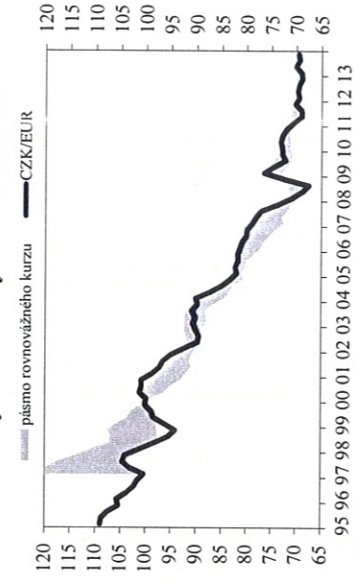
Poznámka: FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts
IOFT - Inflační očekávání finančního trhu

Nominální rovnovážný kurz CZK/EUR



Poznámka: Rovnovážné pásmo dle modelu BEER a FEER.

Reálný rovnovážný kurz CZK/EUR



Poznámka: Rovnovážné pásmo dle modelu BEER a FEER,
deflováno indexem cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu.

Finanční pozice nefinančních podniků a domácností

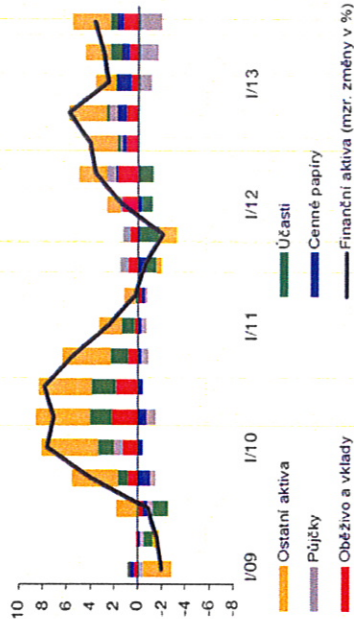
Finanční indikátory podniků

Podniky celkem ^{a)}	IV/12	I/13	II/13	III/13	III/13
					Stav v mld. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti celkem)					3931,3
Úvěry	-1,1	-2,2	-1,9	-1,7	1529,3
Dluhové cenné papíry	1,6	-0,4	-1,0	-0,3	397,4
Kotované akcie	26,0	37,5	36,0	29,2	457,4
Ostatní závazky	-11,2	-21,2	-25,8	-23,5	2496,0
Financování celkem ¹⁾	4,1	0,2	0,4	-3,5	8353,9
Finanční aktiva	1,9	0,1	0,3	-0,9	4991,3
Finanční aktiva	5,8	2,6	0,0	0,0	
Podniky celkem ^{a)}					Indikátory v %
Pohotovost likvidita ²⁾	15,5	7,6	9,1	11,8	181,5
Solventnost ³⁾	1,3	0,3	0,7	4,1	112,9
Poměr tržního financování ⁴⁾	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	9,8

¹⁾ propočet ČNB
²⁾ Oběživo + převoditelné vklady + krátk. dluhové cenné papíry + poskytnuté krátk. půjčky / krátk. emitované dluhové cenné papíry + přijaté krátk. půjčky
³⁾ Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti
⁴⁾ Emitované dluhopisy + emitované kotované akcie / celkové závazky

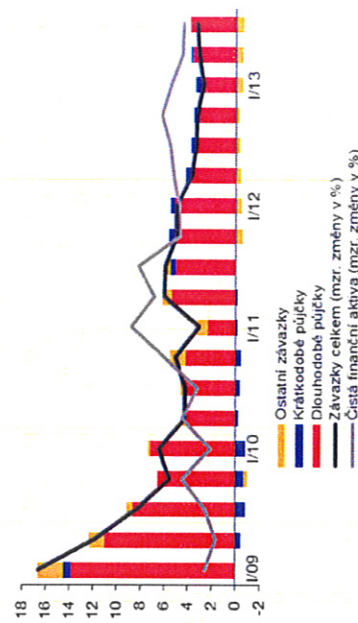
Struktura aktiv firem

(mzr. změny v %, příspěvky v p.b.)



Struktura pasiv domácností

(mzr. změny v %, příspěvky v p.b.)



													čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014				čtvrtletí roku 2015			
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA																																
Hrubý domácí produkt																																
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	3113,5	3338,4	3529,4	3632,1	3473,9	3554,0	3619,0	3585,0	3539,0	3618,3	3718,2	903,5	905,5	905,8	904,3	901,0	897,6	894,7	891,7	880,0	882,3	884,3	892,4	890,1	900,6	911,5	916,1	921,0	925,6	931,8	939,8
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,8	-0,9	-1,3	2,2	2,8	3,0	2,1	1,5	0,8	-0,3	-0,9	-1,2	-1,4	-2,3	-1,7	-1,2	0,1	1,1	2,1	3,1	2,7	3,5	2,8	2,2	2,6
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	3,0	4,4	4,1	2,9	0,3	0,9	0,5	-2,1	-0,3	0,6	1,6	0,4	0,3	1,0	0,5	-1,4	-1,9	-2,1	-3,1	-1,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	0,2	1,3	1,2	1,6	1,6	1,6	1,5
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	1,6	-0,6	0,4	1,2	4,0	0,2	-2,7	-1,9	1,9	1,5	1,3	-0,9	-2,5	-4,1	-3,2	-2,8	-2,5	-1,5	-0,9	1,3	1,4	2,5	2,3	0,5	2,0	1,5	2,1	1,6	1,3	1,2	1,1
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	4,5	10,6	15,5	1,5	-20,0	5,1	0,9	-4,8	-6,3	0,1	2,7	8,3	2,3	-3,9	-2,2	-5,5	-2,2	-11,1	-0,1	-5,2	-12,3	-1,2	-6,4	-2,7	4,0	-0,8	0,0	4,8	3,3	1,2	1,8
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	11,9	14,3	11,2	3,5	-10,5	15,0	9,6	4,7	0,3	9,3	6,6	16,5	11,3	7,0	4,3	6,9	4,4	4,6	2,9	-3,8	0,5	0,3	4,4	8,8	8,7	9,9	9,6	7,7	6,4	5,9	6,3
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	6,1	11,2	12,8	2,3	-11,7	14,9	7,0	2,5	0,4	7,9	5,8	15,9	8,9	2,6	1,9	3,8	3,0	0,5	2,6	-3,1	-0,9	2,3	3,4	7,0	8,7	7,7	8,3	6,7	5,7	5,3	5,4
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	84,8	156,3	139,3	174,7	185,3	213,3	297,2	370,1	368,8	440,3	493,3	66,8	76,7	70,8	83,0	92,2	89,2	101,7	87,1	83,6	99,5	88,3	97,4	103,2	108,7	112,8	115,6	118,2	120,5	124,4	130,2
Koincidenční ukazatele																																
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálně	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-	-	-	10,8	8,2	2,3	2,6	2,6	-0,8	-0,9	-4,1	-5,4	-2,4	3,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Stavební produkce	%, meziročně, reálně	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-	-	-	5,7	-5,3	-9,1	-0,9	-10,0	-6,0	-6,2	-9,0	-12,7	-13,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálně	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	-	-	-	5,2	1,1	0,3	0,7	0,9	-2,2	-1,1	-1,7	-3,0	0,3	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
CENY																																
Hlavní cenové ukazatele																																
Míra inflace	%, konec období	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	-	-	1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	-	
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4																						

zvýrazněná data = prognóza ČNB