

V Praze dne 25. července 2014
Čj.: 2014 / 017024 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

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

5. situační zpráva o hospodářském
a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci
III/2014)

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

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

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

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/2014)

se předkládá v souladu s kalendářem měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB a Edičním plánem ČNB. Zpráva obsahuje novou makroekonomickou prognózu zohledňující i nadále používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky. Stručné srovnání nové prognózy se 3. situační zprávou (Zprávou o inflaci II/2014) přináší následující tabulka.

Aktuální prognóza a její změny oproti 3. SZ 2014 (mzr. v %)

[illegible]

N á v r h
r o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky k materiálu

5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji (Zpráva o inflaci III/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 1. 8. 2014 do 12.00 hodin.

b) u k l á d á

řediteli sekce měnové a statistiky p. Tomáši Holubovi

- i) dopracovat část I Shrnutí materiálu na základě připomínek vznesených v průběhu jednání bankovní rady a ve spolupráci s p. Tomášem Zimmermannem, pověřeným řízením samostatného odboru komunikace, zajistit spolu s Tabulkou klíčových makroindikátorů její zveřejnění v českém i anglickém jazyce na internetu ČNB dne 1. 8. 2014
- ii) dopracovat veřejnou část materiálu na základě vznesených připomínek a předložit ji na následující jednání BR v termínu 5. 8. 2014 do 13.00 hodin.

OBSAH

OBSAH	1
I SHRNUTÍ	1
II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	4
II.1 Vnější předpoklady prognózy	4
II.2 Prognóza	6
II.3 Srovnání s minulou prognózou	17
II.4 Prognózy ostatních subjektů	20
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	22
III.1 Inflace	22
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	22
III.1.2 Současný vývoj inflace	24
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	26
III.2.1 Dovozní ceny	27
III.2.2 Ceny výrobců	27
III.3 Poptávka a nabídka	31
III.3.1 Domácí poptávka	31
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	34
III.3.3 Nabídka	34
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	36
III.4 Trh práce	37
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	38
III.4.2 Mzdy a produktivita	40
III.5 Finanční a měnový vývoj	42
III.5.1 Peníze	42
III.5.2 Úvěry	43
III.5.3 Úrokové sazby	47
III.5.4 Měnový kurz	51
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	51
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	52
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	53
III.6 Platební bilance	55
III.6.1 Běžný účet	55
III.6.2 Kapitálový účet	56
III.6.3 Finanční účet	57
<i>BOX Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci</i>	58
III.7 Vnější prostředí	59
III.7.1 Eurozóna	60
III.7.2 Spojené státy	63
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	64
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	64
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	66
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	68
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	68
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY	68
POUŽITÉ ZKRATKY	69
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	70
GLOSÁŘ POJMŮ	72

I SHRNU TÍ

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2014 zrychlila svůj meziroční růst. Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 nacházely na velmi nízkých hodnotách, hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Za nízkou inflací stál pokračující pokles regulovaných cen, odeznění růstu cen potravin a utlumený cenový vývoj v eurozóně. Protiinflační působení domácí ekonomiky naopak dle očekávání odeznělo a oslabený kurz koruny nadále působil prostřednictvím dovozních cen v proinflačním směru. V důsledku zrychlující zahraniční poptávky a uvolněných domácích měnových podmínek HDP letos vzroste téměř o 3 %. V příštích dvou letech si ekonomický růst udrží podobné tempo. Celková inflace se bude zvyšovat především vlivem rostoucí ekonomické aktivity a zrychlujícího růstu mezd, naopak protiinflační působení dovozních cen odezní. K 2% cíli ČNB se celková inflace dostane ve druhé polovině roku 2015, tzn. na horizontu měnové politiky. Měnověpolitická inflace bude ve srovnání s ní lehce nižší, a na horizontu měnové politiky se tak bude nacházet těsně pod cílem. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB.

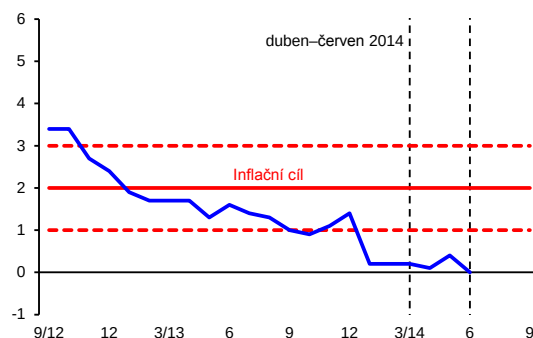
Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 2,9 % s přispěním všech složek poptávky s výjimkou zásob. Mezičtvrtletně se HDP zvyšuje již čtyři čtvrtletí v řadě, přičemž na přelomu let 2013 a 2014 růst výrazně zrychlil. Mezera výstupu se tak přivřela, nadále však zůstává záporná. Ve druhém čtvrtletí letošního roku prognóza předpokládá podobné tempo meziročního růstu HDP jako v prvním čtvrtletí.

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 nacházely na velmi nízkých hodnotách, tedy hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1). Regulované ceny setrvaly v meziročním poklesu a zároveň odezněl předchozí růst cen potravin. Ceny pohonných hmot rostly jen slabě. Zároveň však došlo k posunu korigované inflace bez pohonných hmot do kladných hodnot po téměř pěti letech jejího poklesu. V tom se projevovalo odeznění protiinflačního působení domácí ekonomiky, odrážející výrazný růst HDP a obnovení růstu mezd, spolu s proinflačním vlivem oslabeného kurzu koruny prostřednictvím dovozních cen.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně postupně zrychluje. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl její růst dosáhnout 1,5 %, v příštích dvou letech se dále zvýší ke 2 %. Cenový vývoj v eurozóně zůstává vlivem snížení cen komodit, posílení eura a zřetelně záporné mezery výstupu výrazně utlumený, když ceny průmyslových výrobců v eurozóně meziročně klesají a inflace spotřebitelských cen je velmi nízká. Dle předpokladů prognózy ale dojde k obratu a ceny v eurozóně postupně obnoví svůj růst. Nízký výhled tržních úrokových

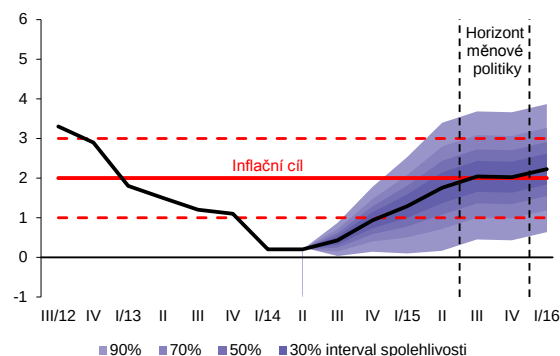
Graf I.1 Plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (meziročně v %)



Graf I.2 Prognóza celkové inflace

Celková inflace se od třetího čtvrtletí 2014 začne zvyšovat, na horizontu měnové politiky se pak bude pohybovat v blízkosti cíle (meziročně v %)



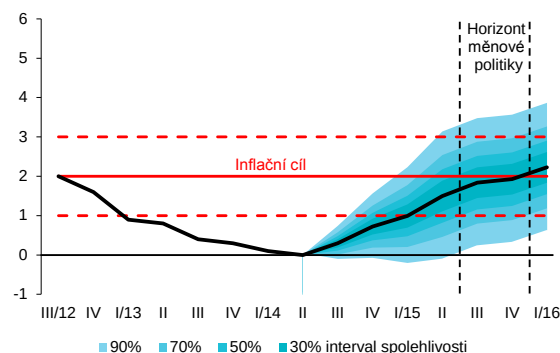
sazeb 3M EURIBOR odráží nedávné uvolnění měnové politiky ECB. Kurz eura k dolaru by měl ze současné relativně silné hodnoty pozvolna oslabovat. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá pozvolný pokles z mírně zvýšené výchozí úrovně.

Dle prognózy se celková inflace od třetího čtvrtletí 2014 začne zvyšovat směrem k 2% cíli ČNB, na horizontu měnové politiky se bude pohybovat v jeho těsné blízkosti (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. Na horizontu měnové politiky se tak bude nacházet těsně pod cílem (Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen v nejbližším období dočasně mírně poleví, neboť s ohledem na velmi slabou dynamiku zahraničních výrobních cen a pokračující stabilitu kurzu koruny k euru příspěvky dovozních cen odezní. Do vývoje cen se naopak na celém horizontu prognózy bude promítat rostoucí domácí ekonomika a zrychlující mzdový růst. To povede k plynulému nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot. Regulované ceny budou v letošním i příštím roce nadále klesat a k jen nízkému růstu se vrátí až v roce 2016. Ceny potravin v nejbližším období porostou pouze slabě a zrychlí až v příštím roce. U cen pohonných hmot se předpokládá umírněný růst do poloviny roku 2016, poté budou v návaznosti na výhled světových cen ropy a benzínu mírně klesat.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** do třetího čtvrtletí 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 závěru roku 2015, po opuštění režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky, dojde dle prognózy k nárůstu tržních sazeb v rozsahu cca 0,5 procentního bodu (Graf I.4). Úrokové sazby pak dále porostou. **Kurz koruny vůči euru** se ve druhém čtvrtletí 2014 nadále nacházel poblíž hodnoty 27,4 CZK/EUR. S ohledem na jeho nízkou pozorovanou volatilitu předpokládá prognóza v nejbližších čtvrtletích setrvání kurzu na této úrovni, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). **Následně, v souvislosti s blížícím se opuštěním kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky a s tím spojeným budováním tržních pozic, by kurz měl posílit k 27 CZK/EUR (Graf SZ I.1).** Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015. Do této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by mělo následně umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. **Prognóza tak konkrétně předpovídá, že po opuštění deklarované intervenční hladiny na konci roku 2015 měnový kurz posílí jen**

Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace

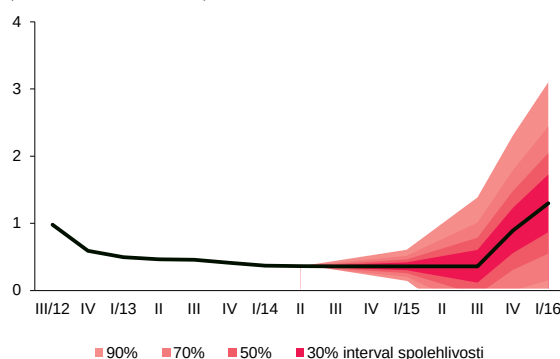
Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky bude nacházet těsně pod cílem (meziročně v %)



Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do třetího čtvrtletí 2015

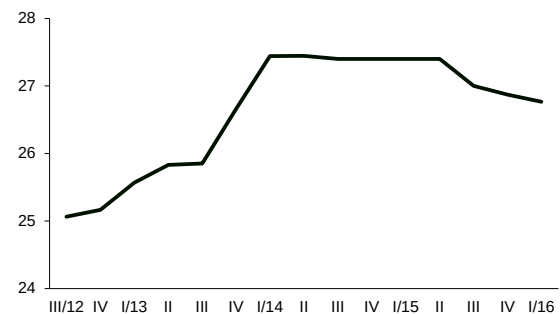
(3M PRIBOR v %)



Graf SZ I.1 Prognóza měnového kurzu

Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015

(CZK/EUR)



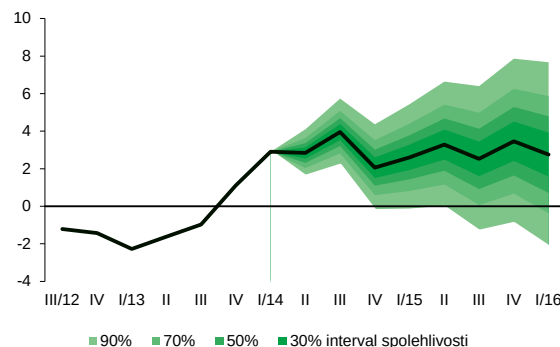
o 0,1 CZK/EUR a do konce roku 2016 bude postupně zpevňovat na hladinu 26,6 CZK/EUR.

Po poklesu **české ekonomiky** v minulých dvou letech HDP letos poroste (Graf I.5). Zrychlující dynamika zahraniční poptávky a uvolnění domácí měnové podmínky prostřednictvím slabšího kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb spolu se zvýšením vládních investic vyústí v přírůstek HDP téměř o 3 %. V následujících dvou letech ekonomika zaznamená obdobná růstová tempa, v roce 2015 se znatelně kladným, a v roce 2016 naopak lehce záporným vlivem fiskální politiky včetně čerpání EU fondů. Oživení ekonomiky se již projevuje na **trhu práce** obnoveným růstem počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky, který dále zrychlí. Míra nezaměstnanosti bude naopak postupně klesat. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se zřetelně zvýší, mzdy v nepodnikatelské sféře porostou o něco mírnějším tempem.

Na svém měnověpolitickém zasedání 31. července 2014 bankovní rada rozhodla ... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

Graf I.5 Prognóza růstu HDP

HDP zřetelně poroste zejména díky zrychlení dynamiky zahraniční poptávky, uvolněným měnovým podmínkám a zvýšení vládních investic (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

V letošním a příštím roce by tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity mělo dále postupně zrychlovat, v roce 2016 se naopak předpokládá jeho mírné zpomalení. Pozorovaný pokles cen komodit spolu s dopady předchozího vleklého útlumu ekonomické aktivity posouvají výhled dynamiky cen průmyslových výrobců v letošním roce do výrazně záporných hodnot. Výrobní ceny slabě porostou až v delším horizontu. Také spotřebitelské ceny se budou zvyšovat jen mírně v návaznosti na zvolna oživující poptávku. Utlumený cenový vývoj a na něj reagující nedávné uvolnění měnové politiky ECB se promítají do nízkého výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR. Euro by vůči americkému dolaru mělo ze současné relativně silné hodnoty pozvolna oslabovat. Výhled ceny ropy Brent předpokládá její postupný pokles z mírně zvýšené výchozí úrovně.

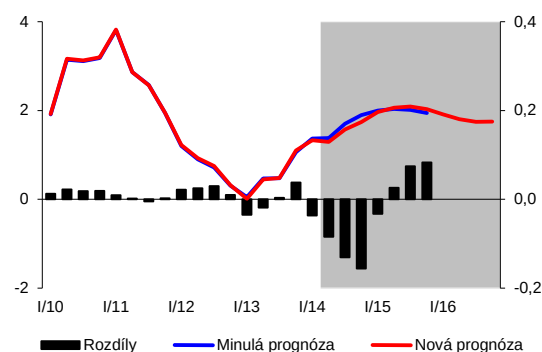
Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** ukazuje v letošním roce zrychlení tempa meziročního ekonomického růstu na 1,5 %, přičemž budou přetrvávat značné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi (Graf II.1.1).¹ V příštím roce by měl ekonomický růst v efektivní eurozóně dále zrychlit na 2 %. V roce 2016 se předpokládá jeho mírné zpomalení na 1,8 %. Ve srovnání s minulou prognózou se tak jedná o posun směrem k lehce pomalejšímu růstu zahraniční poptávky v letošním roce, v delším horizontu se výhled téměř nemění.

Pozorovaný výrazný pokles cen zemědělských komodit a energií se, spolu s dopady předchozího dlouhodobého hospodářského útlumu, odráží ve výhledu **efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2). Ten by tak měl v letošním roce – po stagnaci v roce 2013 – klesnout v průměru o 0,8 %, přičemž toto nízké číslo vedle červnového CF zohledňuje i poslední pozorované údaje zejména za Německo a Slovensko. Opětovné oživení cen průmyslových výrobců se očekává až v následujících dvou letech. V příštím roce se s postupně zrychlujícím ekonomickým oživením očekává růst výrobních cen v průměru o 1,4 % a v roce 2016 jeho další zrychlení na 2,1 %. V porovnání s minulou prognózou se výhled zejména v letošním roce výrazně snižuje.

¹ Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z červnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 7. červenci 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.

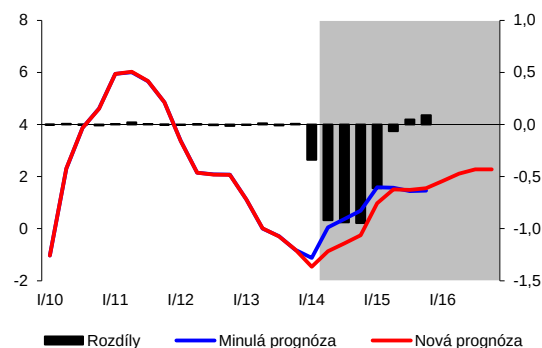
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny

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



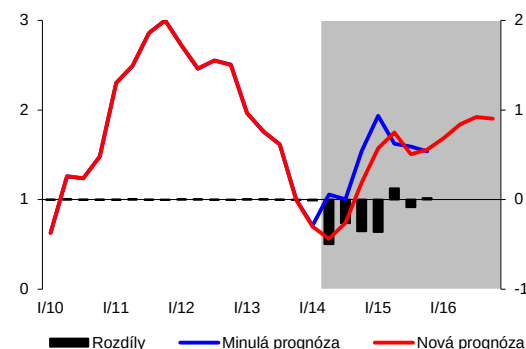
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny

Výrazný pokles cen průmyslových výrobců v letošním roce odráží zejména předchozí útlum ekonomické aktivity a nízké ceny komodit (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny

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



Očekávaná dynamika **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** zohledňuje především nízké ceny potravin a energií pro domácnosti při přetrvávající záporné mezeře výstupu a jen pozvolna oživující spotřebitelské poptávce. V průměru za celý rok 2014 se předpokládá znatelné snížení tempa růstu spotřebitelských cen na 0,8 % (Graf II.1.3). V příštím roce se spolu se zrychlující dynamikou ekonomické aktivity očekává zvýšení inflace spotřebitelských cen v průměru na 1,6 %, v roce 2016 pak na 1,8 %. Oproti minulé prognóze to představuje posun výhledu směrem dolů.

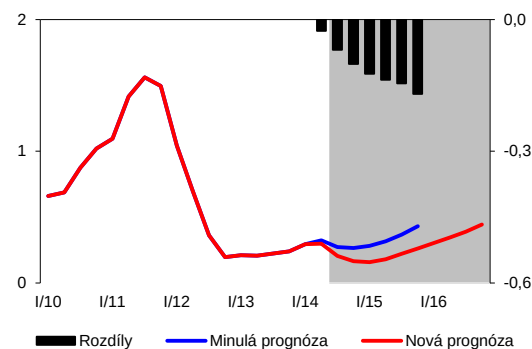
Nízké úrovně tržních úrokových sazeb **3M EURIBOR** na celém horizontu prognózy zohledňují zejména další uvolnění měnové politiky ECB. Ta v reakci na velmi utlumený cenový vývoj snížila 5. června svou hlavní refinanční sazbu o 0,25 procentního bodu na 0,15 % a depozitní sazbu do záporných hodnot (-0,10 %), přičemž zároveň oznámila i řadu dalších opatření (podrobněji viz kapitola III.7). Tržní výhled předpokládá, že v letošním i příštím roce by 3M EURIBOR měl v průměru stagnovat na hodnotě 0,2 % (Graf II.1.4). Ve srovnání s minulou prognózou dochází v letošním roce pouze k nepatrné změně, pro rok 2015 je výhled přehodnocen v průměru o 0,1 procentního bodu směrem dolů. V roce 2016 by se průměrná úroková sazba 3M EURIBOR měla mírně zvýšit na 0,4 %. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci červnového CF, kteří v horizontu 3–12 měsíců také předpokládají stagnaci úrokových sazeb 3M EURIBOR na úrovni 0,2 %. Většina analytiků zároveň očekává stabilitu základní refinanční sazby ECB na současné úrovni minimálně do konce června příštího roku.

Výhled **kurzu amerického dolaru vůči euru** vychází z aktuálně relativně silné hodnoty eura, prognóza však i nadále předpokládá jeho postupné oslabování (Graf II.1.5). Oproti minulé prognóze se tak na celém horizontu očekává lehce silnější trajektorie kurzu eura, a to i přes výše zmíněné uvolnění měnové politiky ECB. V letošním roce by tak průměrná hodnota kurzu měla dosáhnout 1,36 USD/EUR. V následujících dvou letech by kurz eura vůči americkému dolaru měl oslabit k hladině 1,30 USD/EUR.

Výhled **ceny ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů předpokládá klesající trajektorii ze zvýšené výchozí hodnoty okolo 110 USD/barel na přibližně 102 USD/barel na konci roku 2016 (Graf II.1.6). Odráží tak očekávané tempo globálního růstu a geopolitická rizika na Ukrajině, spojená s nejistotami ohledně budoucích dodávek zemního plynu a ropy z Ruska, civilní nepokoje v Iráku a nižší produkci ropy v Libyi a Íránu. Na celém horizontu prognózy dochází k přehodnocení směrem nahoru přibližně o 4 USD/barel. Tržní výhled je zhruba v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci červnového CF, kteří v horizontu 12 měsíců předpokládali cenu ropy Brent na úrovni 105 USD/barel.

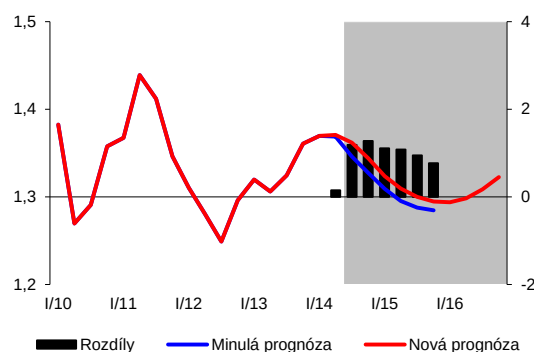
Graf II.1.4 3M EURIBOR

Nízký výhled tržních zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží velmi utlumený cenový vývoj a další uvolnění měnové politiky ECB (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



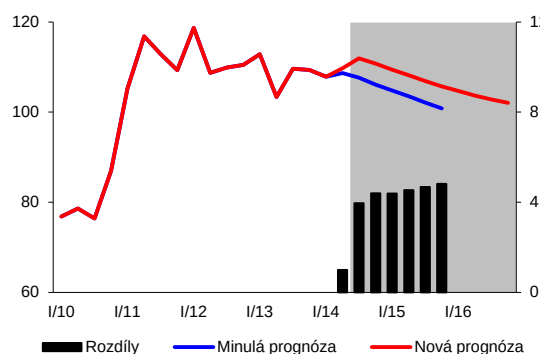
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl ze současné relativně silné hodnoty pozvolna oslabovat (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.1.6 Cena ropy Brent

Tržní výhled ceny ropy předpokládá na celém horizontu prognózy pozvolný pokles z mírně zvýšené výchozí úrovně (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



II.2 PROGNOZA

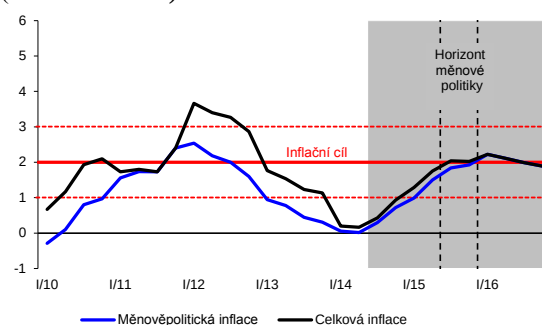
Celková meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2014 setrvala na velmi nízkých, avšak nezáporných, hodnotách. Počínaje třetím čtvrtletím 2014 bude celková inflace postupně zrychlovat a ve druhé polovině příštího roku se spolu s měnověpolitickou inflací vrátí k 2% cíli, kde se budou pohybovat i v roce 2016. Proinflační působení dovozních cen v letošním roce odezní vlivem utlumeného cenového vývoje v zahraničí při stabilním kurzu koruny. Domácí ekonomika začne od druhé poloviny letošního roku již přispívat k růstu cen, a to zejména v důsledku oživení mzdového vývoje. Po poklesu HDP v minulém roce ekonomika letos vzroste o téměř 3 %, a to v návaznosti na zrychlující dynamiku zahraniční poptávky, uvolnění domácích měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb a zvýšení vládních investic. V následujících dvou letech ekonomika zaznamená obdobná růstová tempa, v roce 2015 se ztlačí kladným, a v roce 2016 naopak s lehce záporným příspěvkem fiskální politiky, resp. čerpání EU fondů. Oživení ekonomiky se příznivě projeví i na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB. V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot², jež však nejsou natolik výrazné nebo vyhraněné, aby vedly ke zpracování alternativního či citlivostního scénáře prognózy. Celkově hodnotí Sekce měnová a statistiky rizika prognózy jako vyrovnaná.

Meziroční **celková inflace** ve druhém čtvrtletí 2014 setrvala na velmi nízkých, avšak nezáporných, hodnotách (v průměru na 0,2 %), a nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Ve třetím čtvrtletí 2014 celková inflace dle prognózy zrychlí na 0,4 % zejména vlivem pokračujícího zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot a obnovení mírného růstu cen potravin. V dalším období bude celková inflace v důsledku proinflačního působení ztlačí kladným, a od poloviny roku 2015 se bude nacházet v blízkosti 2% cíle ČNB (Graf II.2.1).

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, vykázala za druhé čtvrtletí 2014 v průměru nulovou hodnotu, a zůstala tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Na prognóze se bude vyvíjet podobně jako celková inflace, ovšem v letech 2014 a 2015 bude

Graf II.2.1 Celková a měnověpolitická inflace

Celková i měnověpolitická inflace se ze současných velmi nízkých hodnot vrátí ve druhé polovině příštího roku k 2% cíli (meziročně v %)



² Patří k nim tempo oživení fixních investic, síla inflačních tlaků spojených s trhem práce (včetně kvantifikace vlivu daňové optimalizace na vývoje mezd v minulosti) a naplnění provedeného expertního snížení cen zahraničních výrobců v roce 2014.

lehce nižší vzhledem k primárním dopadům změn nepřímých daní.

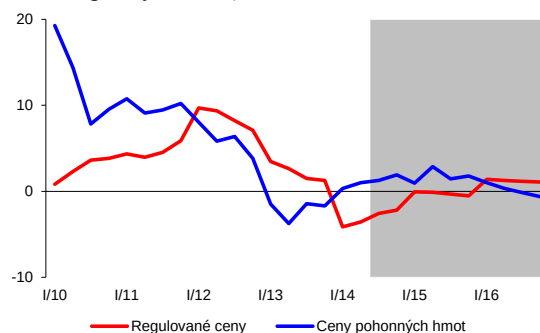
Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové inflace činil ve druhém čtvrtletí 2014 v průměru necelých 0,2 procentního bodu. Důvodem bylo dvojí harmonizační zvýšení spotřební daně z cigaret z ledna 2013 a 2014, v obou případech s dopadem do koncových cen rozloženým v čase vlivem předzásobení výrobců a prodejců cigaret. Prognóza předpokládá další harmonizační zvýšení spotřební daně z cigaret³, jehož souhrnný dopad zhruba ve výši 0,2 procentního bodu do cen by měl být – v souvislosti s legislativním omezením možnosti předzásobení – rozložen do několika posledních měsíců roku 2014. Prognóza také počítá se zavedením druhé snížené sazby DPH ve výši 10 % na léky, knihy a nenahraditelnou dětskou výživu s účinností od 1.1.2015. Primární dopad této změny do celkové inflace činí -0,07 procentního bodu a týká se především neregulovaných cen. Pro rok 2016 prognóza žádné úpravy nepřímých daní nepředpokládá.

Regulované ceny pokračovaly ve druhém čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu (Graf II.2.2), když na počátku letošního roku došlo ke skokovému snížení cen energií pro domácnosti, zrušení regulačního poplatku za pobyt v nemocnici a oslabení meziročního růstu vodného a stočného. Část tohoto propadu byla ve druhém čtvrtletí kompenzována, když se zmírnil pokles cen plynu a vzrostly ceny léků a lázeňských pobytů. Ve druhé polovině letošního roku prognóza předpokládá další zmírňování meziročního poklesu regulovaných cen, k čemuž přispěje obnovený růst cen plynu, zvýšení růstu cen tepla a další zvolnění meziročního poklesu cen ve zdravotnictví. V roce 2015 prognóza předpokládá pokles regulovaných cen o 0,3 %. Hlavním důvodem bude rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví (s výjimkou poplatku za pohotovost) s účinností od 1.1.2015 se souhrnným dopadem -0,2 procentního bodu do celkové inflace. Zároveň se v návaznosti na pokles forwardových kontraktů na silovou elektřinu očekává další mírné snížení cen elektrické energie pro domácnosti. Růst cen plynu zůstane velmi utlumený. U vodného a stočného, stejně jako u cen tepla, se předpokládá mírný nárůst. Nepatrný záporný příspěvek do regulovaných cen bude mít zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %. Teprve v roce 2016 budou regulované ceny k inflaci přispívat slabě kladně při umírněném růstu většiny jejich položek (Tab. II.2.1).

³ Česká republika je povinna s účinností od 1.1.2014 splnit specifický minimální požadavek ve výši spotřební daně 90 eur na 1000 kusů všech cigaret. Podle směrnice je specifický požadavek nutné splnit v přepočtu podle kurzu koruny vůči euru k prvnímu pracovnímu dni v říjnu 2013. Vzhledem ke slabšímu kurzu CZK/EUR oproti minulému roku, kdy byla přijata stávající právní úprava, je navrhováno další zvýšení daně z tabákových výrobků. V době dokončení prognózy novela zákona prošla druhým čtením v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR.

Graf II.2.2 Regulované ceny a ceny PH

Regulované ceny budou v letech 2014 a 2015 nadále klesat, ceny pohonných hmot mírně porostou (meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Tab. II.2.1 Prognóza administrativních vlivů

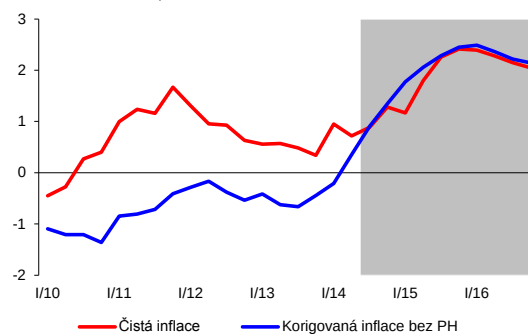
Za snížením regulovaných cen v letošním a příštím roce bude stát zejména pokles cen elektrické energie a rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2013 skutečnost	2014 prognóza	2015 prognóza	2016 prognóza
Regulované ceny ^{a)}	2,2 0,40	-3,1 -0,53	-0,3 -0,03	1,2 0,23
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	3,2 0,15	-10,4 -0,49	-3,0 -0,14	0,5 0,02
ceny zemního plynu	-3,5 -0,09	-3,5 -0,10	0,5 0,02	-0,5 -0,01
ceny tepla	4,3 0,10	0,7 0,02	4,3 0,09	2,2 0,05
vodné	6,7 0,07	3,4 0,03	4,2 0,04	2,2 0,02
regulované ceny ve zdravotnictví	2,6 0,05	-5,4 -0,06	-17,9 -0,21	3,3 0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách	0,67	0,17	0,17	0,00

^{a)} včetně dopadu změn nepřímých daní

Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH

Růst tržních cen bude dále zrychlovat nejprve vlivem oslabeného kurzu koruny a poté v důsledku oživení ekonomické aktivity a trhu práce (meziročně v %)



Meziroční **čistá inflace** ve druhém čtvrtletí 2014 zpomalila v průměru na 0,7 % (Graf II.2.3), což pramenilo především z utlumeného vývoje cen potravin. Korigovaná inflace bez pohonných hmot naopak přešla do kladných hodnot a ceny pohonných hmot pokračovaly v mírném nárůstu. Od třetího čtvrtletí 2014 prognóza očekává opětovné postupné zrychlování čisté inflace. Ta ve druhé polovině roku 2015 přesáhne 2 % a lehce nad touto hladinou se bude pohybovat i během roku 2016.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve druhém čtvrtletí 2014 posunula poprvé po téměř pěti letech do kladných hodnot, když v průměru dosáhla 0,4 %. V jejím vývoji se tak viditelně promítal vliv oslabeného kurzu koruny, k němuž se postupně přidává i působení výrazného oživení domácí ekonomiky a obnovení růstu mezd. Zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot předpokládá prognóza i v následujících čtvrtletích v prostředí pokračujícího oživení ekonomiky a trhu práce. V průběhu roku 2015 bude korigovaná inflace bez pohonných hmot vlivem domácích inflačních tlaků dále zrychlovat a na jeho konci se dostane přes 2 %, poté se mírně sníží (Graf II.2.3).

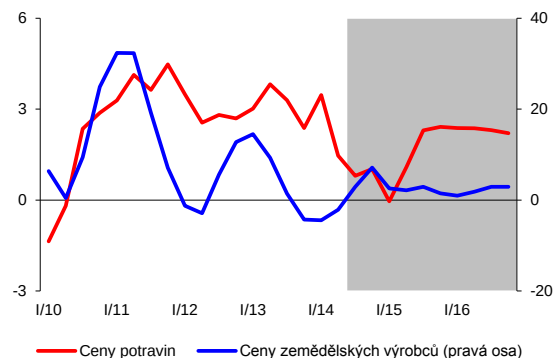
Ceny potravin (bez primárního vlivu změn daní) ve druhém čtvrtletí 2014 oslabily svůj meziroční růst; ten v červnu přešel do lehkého poklesu. Přispělo k tomu výrazné snížení cen brambor a ovoce a oslabení cenového růstu u dalších položek. Ceny zemědělských výrobců přitom setrvaly v meziročním poklesu, zatímco proinflačním směrem působilo prostřednictvím cen dovážených potravin oslabení kurzu koruny. Prognóza předpokládá nízký růst cen potravin i v následujícím období. Ten zesílí až v průběhu roku 2015, a to s přispěním dovozních cen potravin a zpožděných dopadů vyšších cen zemědělských výrobců. V roce 2016 se dynamika cen potravin bude pohybovat nad 2 % (Graf II.2.4).

Ceny pohonných hmot pokračovaly ve druhém čtvrtletí 2014 v nevýrazném meziročním růstu, do kterého se promítal mírně oslabený kurz koruny vůči dolaru a růst světových cen benzínu a ropy. V následujících čtvrtletích by měl umírněný růst cen pohonných hmot pokračovat. Na počátku roku 2016 pak růst cen pohonných hmot zvolní a od jeho poloviny přejde do slabého meziročního poklesu v návaznosti na výhled zahraničních cen benzínu a ropy a mírné posílení kurzu koruny k dolaru (Graf II.2.5).

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve druhém čtvrtletí 2014 stagnovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb do třetího čtvrtletí 2015 na stávající velmi nízké úrovni, která odráží ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu. V závěru roku 2015, po opuštění režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky, dojde dle prognózy k nárůstu tržních

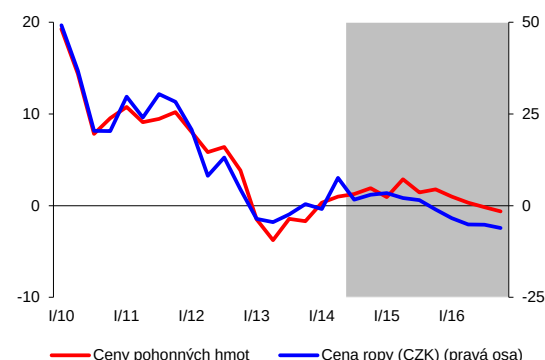
Graf II.2.4 Ceny potravin a zemědělských výrobců

Ceny potravin ztlačí až v průběhu roku 2015 a poté i v roce 2016 (meziroční změny v %)



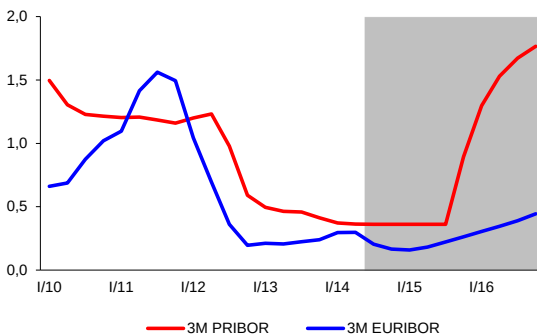
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy

Ceny pohonných hmot budou pokračovat v mírném meziročním růstu až do poloviny roku 2016 (meziroční změny v %)



Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do třetího čtvrtletí 2015 (v %)

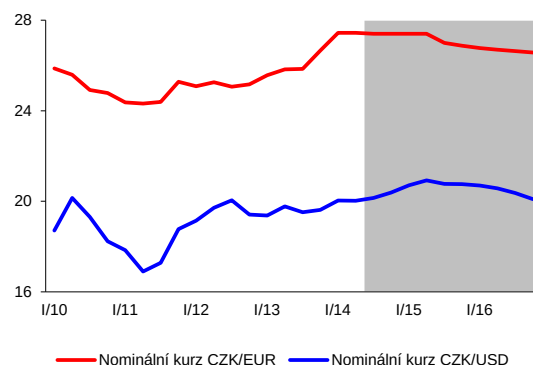


sazeb v rozsahu cca 0,5 procentního bodu (Graf II.2.6). Úrokové sazby pak dále porostou v roce 2016.

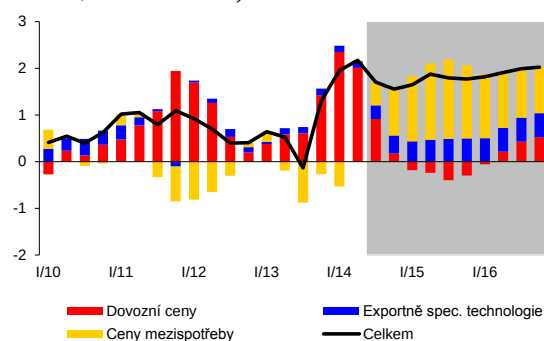
Kurz koruny vůči euru se ve druhém čtvrtletí 2014 nadále nacházel poblíž hodnoty 27,4 CZK/EUR. S ohledem na jeho nízkou pozorovanou volatilitu předpokládá prognóza v nejbližších čtvrtletích setrvání kurzu na této úrovni, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). **Následně, v souvislosti s blížícím se opuštěním kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky a s tím spojeným budováním tržních pozic, by kurz měl posílit k 27 CZK/EUR (Graf SZ II.2.1).** Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015. Do této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by mělo následně umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat by přitom neměl vést k posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. **Prognóza tak konkrétně předpovídá, že po opuštění deklarované intervenční hladiny na konci roku 2015 měnový kurz posílí jen o 0,1 CZK/EUR a do konce roku 2016 bude postupně zpevňovat na hladinu 26,6 CZK/EUR.** Při výhledu postupně oslabujícího eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to v letošním i příštím roce představuje pozvolné oslabování kurzu CZK/USD. **Po opuštění kurzového závazku bude koruna vůči dolaru v roce 2016 mírně posilovat.**

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve druhém čtvrtletí 2014 dále mírně zrychlil (Graf II.2.7). To je dáno změnou v působení domácí ekonomiky (vyjádřeno růstem cen mezispotřeby), která se posunula z protiinflační do neutrální polohy vlivem pozorovaného oživení ekonomické aktivity a obnovení růstu mezd. Příspěvek dovozních cen do růstu nákladů byl přitom nadále kladný, ale mírně se snížil v souvislosti se stabilním kurzem koruny od začátku letošního roku a aktuálně deflačním vývojem v oblasti cen zahraničních výrobců. 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 delší dobu podstatně méně znatelný ve srovnání s obdobím před nástupem krize. V dalším období celkové tlaky na růst spotřebitelských cen dočasně mírně poleví, neboť s ohledem na velmi nízkou dynamiku zahraničních výrobních cen a pokračující stabilitu kurzu koruny k euru odezní příspěvky dovozních cen a v roce 2015 překmitnou do lehce protiinflační polohy. V návaznosti na růst cen zahraničních výrobců **a při jen slabě posilujícím kurzu po opuštění režimu jeho používání jako nástroje uvolňování měnové politiky** pak začnou v roce 2016 dovozní ceny přispívat k inflaci opět lehce kladně. V proinflačním směru se bude do nákladů na celém horizontu prognózy promítat zrychlující růst mezd a pokračující oživení

Graf SZ II.2.1 Prognóza měnového kurzu
Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015 (CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru
V celkových tlacích na růst cen ve spotřebitelském sektoru začne dominovat působení domácí ekonomiky, vliv dovozních cen postupně slábne (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



ekonomické aktivity. Postupně dojde i ke zvýšení příspěvků exportně specifické technologie.

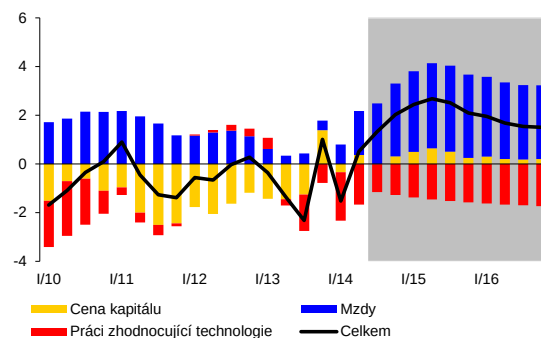
Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby dosáhly ve druhém čtvrtletí 2014 mírně kladného přírůstku. Přispěl k tomu především růst nominálních mezd v podnikatelské sféře, který však byl do značné míry kompenzován zvyšováním produktivity práce. Kladný příspěvek do vývoje mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která odráží oživení investiční aktivity a zvýšení deflátoru investic (Graf II.2.8). Růst domácích nominálních nákladů bude pokračovat i v dalších čtvrtletích vlivem zrychlující dynamiky mezd. Nákladové tlaky vyplývající z růstu nominálních mezd však budou na celém horizontu prognózy částečně tlumeny zrychlujícím růstem produktivity. K růstu nákladů bude v letech 2015 a 2016 slabě přispívat i cena kapitálu.

Odhadovaná záporná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se ve druhém čtvrtletí 2014 dále prohloubila z důvodu velmi utlumeného cenového vývoje při růstu nominálních nákladů (Graf II.2.9). Na začátku predikčního horizontu se mezera marží otevře ještě více do záporných hodnot, neboť především domácí náklady porostou rychleji než ceny, které budou do značné míry bržděny působením krátkodobých faktorů na straně nabídky (zejména poklesem tradičně volatilních položek v rámci cen potravin). K uzavírání marží dojde postupně v podmínkách pokračujícího růstu ekonomické aktivity od druhé poloviny letošního roku, a to v souvislosti s postupným průsakem rostoucích nákladů do konečných cen. Na začátku roku 2016 pak mezera marží překmitne do nepatrně kladných hodnot, kde setrvá po celý rok.

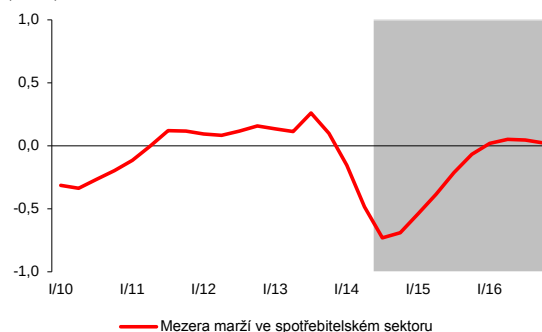
Národohospodářská **produktivita práce** v prvním čtvrtletí 2014 výrazně meziročně zrychlila až na úroveň přesahující 2 %. Obdobné tempo prognóza očekává rovněž ve druhém čtvrtletí i v průměru za celý rok 2014. V příštím roce růst produktivity zrychlí na 2,8 % a v roce 2016 naopak mírně zpomalí na 2,5 %. Trajektorie produktivity práce bude ovlivněna zrychlováním ekonomické aktivity, za kterou bude s časovým odstupem a menším tempem následovat růst zaměstnanosti.

Odhadované tempo růstu implikované agregátní **technologie** zůstalo ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně mírně kladné, přibližně na obdobných hodnotách jako od poloviny roku 2013. To odráží oživení ekonomické aktivity, což se zejména projevuje ve vývoji práci zhodnocující technologie (Graf SZ II.2.2). Naopak růst zaměstnanosti působí na agregátní technologii v opačném směru. Na horizontu prognózy bude vývoj obou technologií dle predikce pozvolna zrychlovat spolu s pokračujícím oživením ekonomické aktivity, k němuž částečně přispěje i investiční aktivita vládního sektoru. Na počátku příštího roku se růst technologií dostane do blízkosti 3% rovnovážného tempa při dynamice ekonomické aktivity v eurozóně rovněž zhruba odpovídající předpokládanému

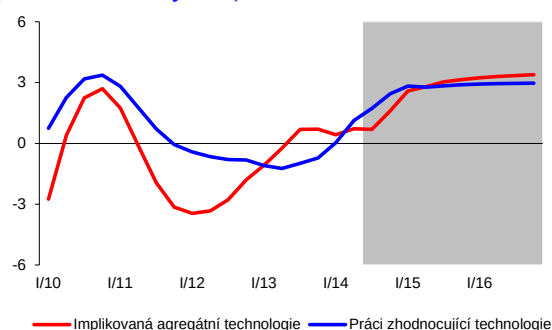
Graf II.2.8 Náklady sektoru mezispotřeby
Domácí náklady porostou zejména v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru
Mezera marží bude záporná až do začátku roku 2016 (v %)



Graf SZ II.2.2 Technologie
Růst technologií se při oživení ekonomické aktivity nachází v kladných hodnotách a bude postupně zrychlovat (meziroční změny v %)



ustálenému stavu (viz kapitola II.1). Obdobná tempa růstu si technologie udrží i v roce 2016.

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** v prvním čtvrtletí 2014 meziročně výrazně vzrostla (o 3,6 %), což ovšem bylo ovlivněno efektem daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013. Odeznění těchto efektů ve druhém čtvrtletí 2014 bude znamenat zpomalení meziročního růstu mezd na hodnotu 1,6 %. Od druhé poloviny letošního roku by pak měl růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře výrazně zrychlovat v souvislosti se zlepšující se zahraniční poptávkou, pokračujícím zřetelným oživením domácí ekonomické aktivity a postupným návratem inflace k cíli. Celkově za rok 2014 mzdový růst v podnikatelské sféře dosáhne 2,8 %. V roce 2015 dále zrychlí na 4,9 % a v roce 2016 na 5,1 % (Graf II.2.10), což zhruba odpovídá prognózovanému cca 3% reálnému hospodářskému růstu a inflaci poblíž 2% cíle.

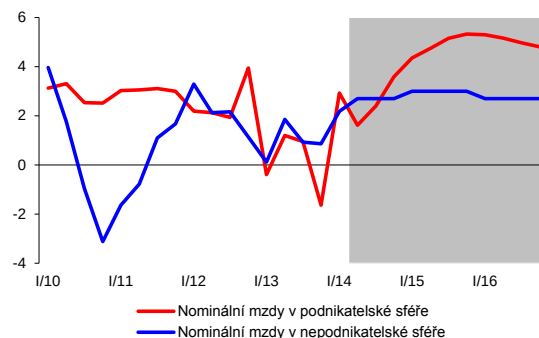
Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** v prvním čtvrtletí 2014 dosáhl 2,2 %. Prognóza očekává v letošním roce zrychlení mzdového růstu v průměru na 2,7 %. V roce 2015 by se pak dynamika mezd v nepodnikatelské sféře v podmínkách výraznějšího růstu HDP a uvolněnější fiskální politiky měla dále zvýšit na 3 %, v roce 2016 naopak zpomalit zpět na 2,7 %.

Reálný HDP v prvním čtvrtletí 2014 v meziročním srovnání vzrostl o 2,9 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 0,8 % (Graf II.2.11). Takto výrazný mezičtvrtletní růst byl přitom vykázan navzdory brzdícímu vlivu čerpání zásob cigaret vytvořených v předchozím čtvrtletí v souvislosti se zvýšením spotřební daně. Po očištění o tento vliv by tedy byl růst HDP ještě vyšší. K meziročnímu růstu nejvíce přispěly fixní investice, kladný byl však i příspěvek všech ostatních složek poptávky s výjimkou změny stavu zásob (Graf II.2.12).

Podle prognózy **ekonomická aktivita ve druhém čtvrtletí 2014** vzrostla o 2,8 % meziročně a o 0,2 % mezičtvrtletně. Naznačují to již zveřejněné údaje o průmyslové a stavební produkci a maloobchodních tržbách. Uvedený předpoklad se opírá rovněž o pozorovaný růst zakázek v průmyslu, a to jak nových zakázek z tuzemska, tak především ze zahraničí. Indikátory ekonomického sentimentu firem a domácností signalizují zlepšující se vnímání ekonomické situace i pozitivní očekávání budoucího vývoje. Také výsledky šetření úvěrových podmínek bank potvrzují nástup fáze znatelného oživení úvěrového trhu, taženého poptávkou firem po úvěrech na financování investic, provozního kapitálu i zásob a domácností po úvěrech na bydlení. Předpokládanému růstu HDP napomáhá pokračující výrazně kladná meziroční dynamika hrubé tvorby fixního kapitálu a již delší dobu meziročně rostoucí spotřeba domácností. Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP se ve druhém čtvrtletí 2014 zvýší, naopak příspěvek čistého vývozu bude dočasně záporný.

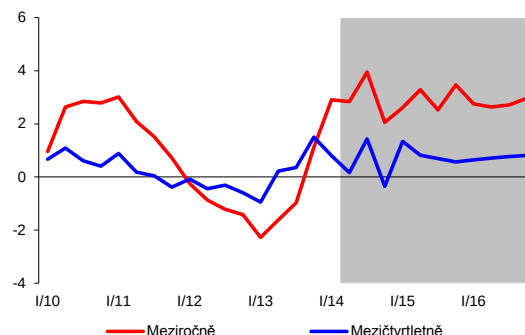
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda

Růst mezd zřetelně zrychlí především díky oživení ekonomické aktivity a návratu inflace směrem k cíli (meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



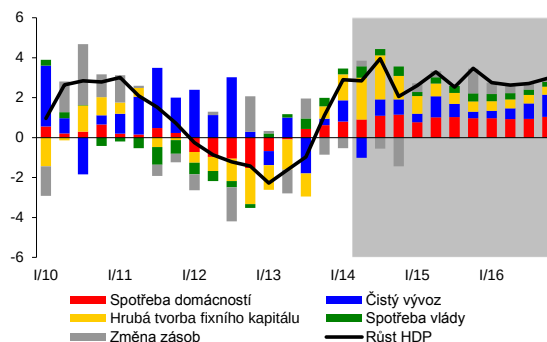
Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP

Na horizontu prognózy HDP poroste cca 3% tempem (změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP

K růstu HDP na prognóze budou kladně přispívat všechny složky poptávky (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



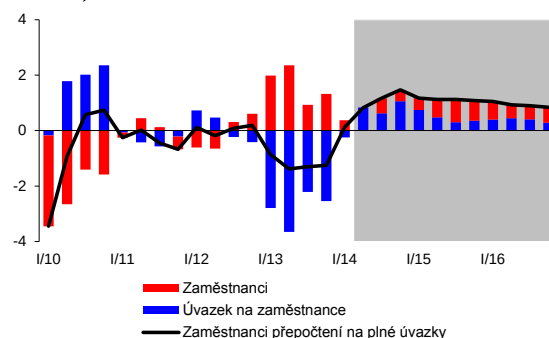
Za celý rok 2014 vzroste HDP o 2,9 %, přičemž růst ekonomiky bude podpořen oživující zahraniční poptávkou, uvolněnými domácími měnovými podmínkami prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb a částečně i fiskální politikou. Prognóza očekává pokračování růstu fixních investic v průběhu celého roku 2014, zejména ve zpracovatelském průmyslu. Vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu by měl být podpořen rovněž pokračujícím růstem investic vládního sektoru v návaznosti na dočerpávání EU fondů i výrazným růstem vládních investic z domácích zdrojů.⁴ Vliv na dynamiku HDP budou mít také efekty předzásobení cigaretami, které ji výrazně rozkmitají. V návaznosti na zrychlující růst mezd v podmínkách nízké inflace se bude nadále zřetelně zvyšovat spotřeba domácností. V důsledku oživení zahraniční poptávky a oslabení kurzu koruny bude (s výjimkou druhého čtvrtletí 2014) čistý vývoz přispívat k růstu HDP kladně, a to i při postupném obnovování dynamiky dovozně náročné domácí poptávky.

V roce 2015 se HDP zvýší o 3 %, k čemuž přispěje další mírné zrychlení ekonomického růstu v zahraničí v první polovině roku a již poměrně robustní růst domácí poptávky při expanzivnějších působení fiskální politiky. Za ním bude stát předpokládané další zrychlení dynamiky vládních investic financovaných z domácích i evropských zdrojů. Vedle spotřeby domácností vykáže kladný příspěvek i hrubá tvorba kapitálu. Rovněž čistý vývoz bude přispívat kladně vlivem zvyšující se zahraniční poptávky, a to i přes pokračující nárůst dovozu spotřebního zboží, strojů i meziproductů pro výrobu vývozních statků.

V roce 2016 růst HDP lehce zvolní na 2,8 % v důsledku předpokládaného mírného zpomalení zahraniční i domácí poptávky při lehce restriktivním působení vývoje ve fiskální oblasti. Hrubá tvorba kapitálu nadále poroste, její tempo však bude bržděno výrazným zpomalením růstu investic vládního sektoru. Kladné příspěvky k vývoji HDP vykáží rovněž ostatní složky, tj. spotřeba domácností a vlády i čistý vývoz. Mírné zpomalení vývozní dynamiky bude odrážet především výše uvedený výhled zahraniční poptávky.

Na trhu práce se na počátku letošního roku již příznivě projevil vliv pokračujícího ekonomického oživení. **Počet zaměstnanců přepočtených na plné úvazky** v prvním čtvrtletí 2014 po dlouhém období poklesu meziročně lehce vzrostl. Další zrychlování jeho růstu se pak očekává ve zbytku letošního roku, k čemuž přispěje zejména prodloužení průměrného úvazku na zaměstnance (Graf II.2.13). V průměru za celý rok 2014 by tak měl růst počtu zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky

Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců
Přepočtený počet zaměstnanců se vlivem oživení ekonomiky bude plynule zvyšovat (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



⁴ Pozitivní nabídkový efekt vyplývající z vyšších investic z evropských fondů z programového období 2007–2013 je v prognóze částečně tlumen, protože u těchto projektů se nepředpokládá tak výrazný a okamžitý dopad na tvorbu nových výrobních kapacit a na růst technologií jako u investic soukromého sektoru.

dosáhnout 0,9 % a v roce 2015 dále zrychlit na 1,1 %. Pro rok 2016 se předpokládá mírné zpomalení jeho tempa. Meziroční růst **celkové zaměstnanosti** se bude do konce letošního roku udržovat přibližně na úrovni prvního čtvrtletí a za celý rok dosáhne v průměru 0,9 % (Graf II.2.14). V roce 2015 a 2016 prognóza počítá s jeho mírným zpomalením, které však bude doprovázeno obnoveným meziročním růstem průměrného úvazku na zaměstnance.

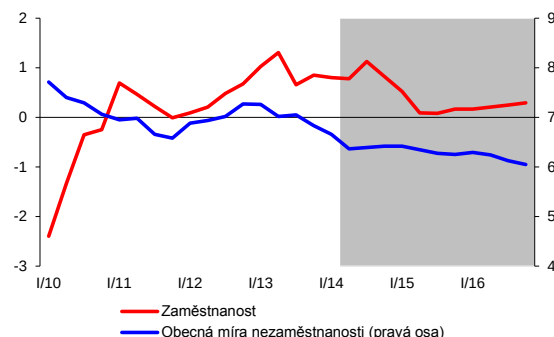
Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během druhého čtvrtletí 2014 dále poklesla na 6,4 %. Okolo této úrovně se bude pohybovat až do začátku roku 2015, přičemž se zhruba vykompenzuje přetrvávající zvyšování pracovní síly i zaměstnanosti. Poté však převáží růst zaměstnanosti navazující na pokračující ekonomický růst a obecná míra nezaměstnanosti začne opět pozvolna klesat (Graf II.2.14). Na celém horizontu prognózy lze očekávat i postupné snižování sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV** z aktuálních hodnot lehce pod 8 %, mimo jiné i v důsledku již pozorované zvolna se zvyšující nabídky volných pracovních míst. V důsledku ekonomického oživení a částečně i vlivem administrativních změn (zvýšení počtu sankčně vyřazených) by se počet registrovaných nezaměstnaných měl dále snižovat až k hranici 7 % na konci roku 2016, a to i při mírném poklesu populace ve věku 15–64 let.

Reálná **spotřeba domácností** v prvním čtvrtletí 2014 zrychlila svůj meziroční růst na 1,5 % (Graf II.2.15), když po více než dvou letech vzrostly výdaje za služby a pokračoval růst výdajů na zboží krátkodobé a střednědobé spotřeby. Zrychlování meziročního růstu spotřeby domácností prognóza očekává i ve zbývajících částech letošního roku. Udržitelnost dlouhodobějšího nárůstu spotřebitelské poptávky naznačuje setrvalé se zvyšující spotřebitelský indikátor důvěry (viz kapitola III.3) a obnovený růst disponibilního důchodu. Spotřeba domácností tak v návaznosti na znatelné oživení ekonomické aktivity, zrychlení meziročního růstu mezd a platů a odeznění vlivu fiskální konsolidace vzroste v roce 2014 o 1,9 %. Obdobným tempem pak spotřeba poroste i v letech 2015 a 2016.

Hrubý nominální disponibilní důchod v prvním čtvrtletí 2014 překmitl zpět do kladné dynamiky, a to především v důsledku obnoveného růstu vyplacených mezd a platů (Graf II.2.16). Výrazný příspěvek této váhově nejvýznamnější položky byl ovlivněn efekty daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013, ale rovněž počínajícím oživením na trhu práce. Díky tomuto oživení si položka mezd a platů udrží nejvýznamnější příspěvek k meziročnímu růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu i na celém horizontu prognózy. Rovněž sociální dávky a zisky podnikatelů budou přispívat kladně. Celkově tak nominální hrubý disponibilní důchod v letošním roce vzroste o 3,2 %, v letech 2015 a 2016 pak jeho růst dále zrychlí na hodnoty okolo 4,5 %.

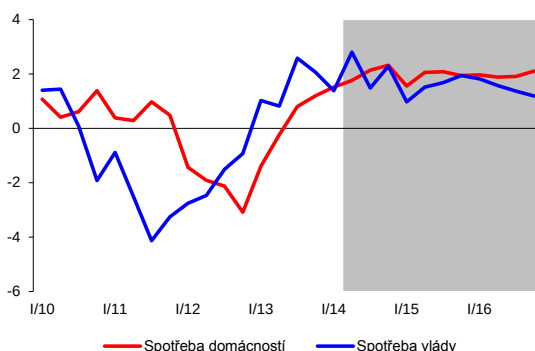
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce

Celková zaměstnanost dále pozvolna poroste, míra nezaměstnanosti bude nejprve stabilní a od roku 2015 začne opět klesat (zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



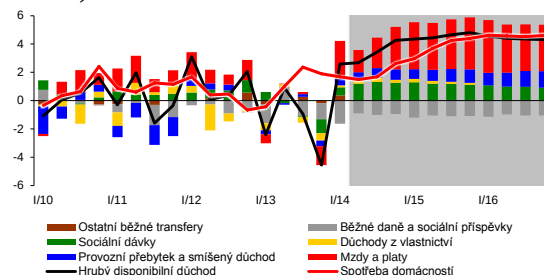
Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády

Spotřeba domácností poroste, stejně jako spotřeba vlády (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.16 Nominální disponibilní důchod

Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku vývoje mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Po znatelném poklesu v závěru minulého roku se sezonně očištěná **míra úspor domácností** na počátku roku 2014 lehce zvýšila, i nadále však setrvala znatelně pod úrovní 10 %. Na prognóze bude míra úspor pozvolna narůstat, a to především vlivem oživení dynamiky mezd a platů (Graf II.2.17). Při pokračující o něco rychlejší dynamice hrubého nominálního disponibilního důchodu než nominální spotřeby domácností tak míra úspor v letech 2015 i 2016 opět přesáhne 10% hranici.

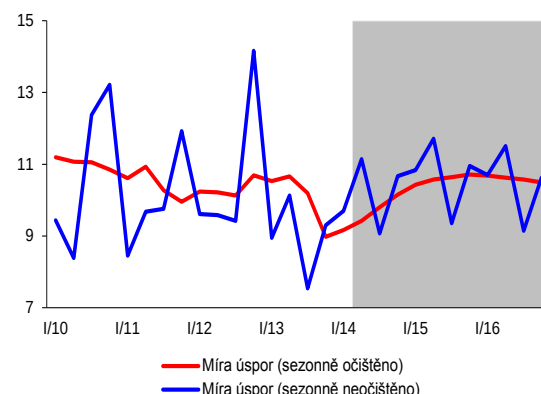
Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** počátkem letošního roku mírně zpomalil. V souhrnu spotřeba vlády letos vzroste o 2 % zejména v návaznosti na meziročně vyšší výdaje ve zdravotnictví. Kladnou, avšak o něco nižší, dynamiku si udrží i v následujících dvou letech (Graf II.2.15), když silící růst nominální spotřeby vlády v důsledku oživení růstu náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru i mezispotřeby vlády bude převážen mírně zrychlujícím deflátorem.

Meziroční tempo **hrubé tvorby kapitálu** překmitlo v prvním čtvrtletí 2014 po více než dvou letech do kladných hodnot, a to i přes výrazný pokles stavu zásob.⁵ Oživení hrubé tvorby kapitálu tak bylo taženo pokračujícím posilováním meziroční dynamiky fixních investic. Také ve druhém čtvrtletí 2014 prognóza očekává výrazný meziroční nárůst hrubé tvorby kapitálu podpořený obnovováním zásob pro výrobu i pokračujícím oživováním fixních investic. V jejich rámci porostou jak soukromé investice v důsledku rostoucí efektivní zahraniční poptávky a uvolněných měnových podmínek, tak vládní investice převážně vlivem dočerpávání prostředků z EU fondů z programového období 2007–2013. Celkově proto hrubá tvorba kapitálu vzroste v roce 2014 o 5,1 %. Kladný, i když o něco nižší, růst si hrubá tvorba kapitálu udrží i v letech 2015 a 2016 (Graf II.2.18).

Reálný **vývoz zboží a služeb** v prvním čtvrtletí 2014 znatelně zrychlil až k úrovni okolo 10 %. V návaznosti na zrychlující zahraniční poptávku, příznivý vývoj zahraničních zakázek v průmyslu a přetrvávající pozitivní vliv oslabeného kurzu koruny tempo růstu vývozu ve zbývajících částech letošního roku ještě lehce zrychlí (Graf II.2.19) a za celý rok dosáhne v průměru cca 11 %. V roce 2015 se zmírní v průměru na 9,5 %. V roce 2016 v důsledku mírně nižší dynamiky zahraniční poptávky a předchozího posílení koruny, souvisejícího s exitem z režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky, růst vývozu dále klesne na 7,7 %.

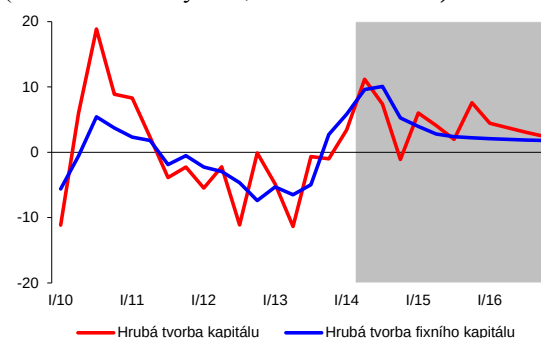
Graf II.2.17 Míra úspor domácností

Míra úspor po znatelném poklesu koncem roku 2013 na horizontu prognózy vzroste mírně nad 10 % (v %)



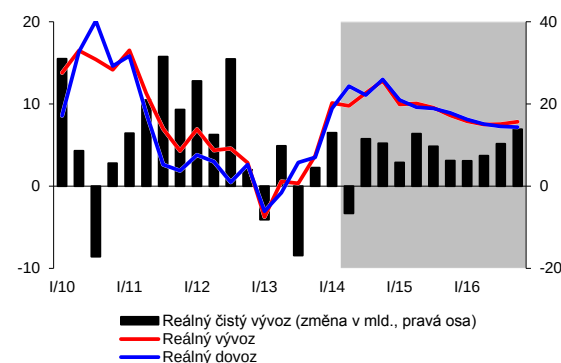
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu

Hrubá tvorba kapitálu poroste, i když rozkolísaným tempem (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.19 Reálný vývoz a dovoz

Reálný vývoz a dovoz se zvýší s oživením zahraniční i domácí poptávky a rovněž s přispěním oslabeného kurzu koruny (meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



⁵ Předzásobení cigaretami v závěru roku 2013 v reakci na zvýšení spotřební daně v roce 2014 negativně působilo na vývoj zásob v první polovině letošního roku. Ve druhé polovině roku s největší pravděpodobností dojde k další vlně předzásobení, jeho rozsah však již bude menší s ohledem na navrhovanou změnu legislativy, která umožní následné čerpání zásob pouze po dobu 2 měsíců.

Také reálný **dovoz zboží a služeb** se v prvním čtvrtletí 2014 znatelně zvýšil. V souvislosti s narůstající dynamikou vývozu, jeho vysokou dovozní náročností a obnoveným růstem domácí poptávky poroste letos také dovoz zboží a služeb dvouciferným tempem, v souhrnu za rok 2014 o 11 %. V následujících dvou letech pak prognóza očekává částečné zpomalení jeho dynamiky v návaznosti na vývoj vývozu.

Čistý vývoz ve stálých cenách přispěl k meziročnímu růstu HDP v prvním čtvrtletí 2014 více než 1 procentním bodem. V důsledku obnovení dovozní náročných zásob pro výrobu však jeho příspěvek překmitne ve druhém čtvrtletí dočasně do záporných hodnot. Poté již bude přispívat opět kladně. V souhrnu za rok 2014 čistý vývoz přispěje k meziročnímu růstu HDP v rozsahu 0,4 procentního bodu, v roce 2015 ve výši 0,6 procentního bodu a v roce 2016 pak 0,7 procentního bodu.

Prognóza platební bilance předpokládá výrazné zmírnění deficitu **běžného účtu** z 1,4 % HDP v roce 2013 na 0,4 % HDP v letošním roce a jeho přechod do mírného přebytku ve výši cca 0,2 % HDP v následujících dvou letech (Tab. II.2.3). Příčinou tohoto vývoje bude pokračující zvyšování přebytku výkonové bilance (a v jejím rámci především obchodní bilance) a zvýšení kladného salda běžných převodů oproti roku 2013. Růst přebytku výkonové bilance bude spojen s očekávaným růstem zahraniční poptávky, oslabeným kurzem koruny a mírným poklesem cen surovin na světových trzích. V opačném směru než výkonová bilance bude na saldo běžného účtu nadále působit rostoucí deficit bilance výnosů, který bude souviset zejména s růstem zisků nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR a v příštích dvou letech též se zvyšováním záporného salda úrokových výnosů. Bilance běžných převodů by měla v letech 2014 a 2015 dosahovat historicky rekordních přebytků vlivem předpokládaného intenzivního dočerpávání zdrojů z fondů EU z programového období 2007–2013. V roce 2016 by se přebytek běžných převodů měl opět snížit v důsledku nižšího čerpání těchto zdrojů po přechodu na nové programové období.

Prognózovaný přebytek **kapitálového účtu** je spojen výhradně s čerpáním prostředků z fondů EU. Meziroční pokles přebytku oproti roku 2013 je dán odezněním jednorázové finanční transakce značného rozsahu v plynárenském odvětví realizované v minulém roce. Další pokles přebytku v roce 2016 má stejné důvody jako předpokládaný pokles salda běžných převodů.

Čistý příliv **přímých investic** se v roce 2014 oproti minulému roku výrazně zvýší vlivem očekávaného znatelně menšího rozsahu investic rezidentů v zahraničí, mírného růstu hodnoty reinvestovaných zisků v ČR a jednorázové úvěrové operace mimořádného rozsahu mezi zahraniční mateřskou společností a tuzemskými dceřinými firmami bez vazby na reálné investiční aktivity v ČR. V letech 2015 a 2016 by se v souvislosti se zrychlujícím ekonomickým růstem evropské i české ekonomiky měl zvýšit zájem nerezidentů o investice v tuzemsku i rezidentů

Tab. II.2.2 Prognóza vybraných veličin

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

	2013	2014	2015	2016
	skut.	progn.	progn.	progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	-2,9	3,3	2,6	1,8
Zaměstnanost celkem	1,0	0,9	0,2	0,2
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	7,0	6,4	6,3	6,2
Produktivita práce	-1,8	1,8	3,0	2,9
Průměrná nominální mzda	0,0	2,7	4,6	4,6
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	-0,2	2,8	4,9	5,1
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	-1,4	-0,4	0,2	0,2
M2	4,4	4,5	5,7	5,1

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

Tab. II.2.3 Prognóza platební bilance

V příštím roce by se běžný účet měl dostat do mírného přebytku (v mld. Kč)

	2013	2014	2015	2016
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-56,0	-15,0	10,0	10,0
Obchodní bilance	188,0	235,0	255,0	290,0
Bilance služeb	53,0	65,0	70,0	75,0
Bilance výnosů	-312,4	-355,0	-355,0	-375,0
Běžné převody	15,4	40,0	40,0	20,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	74,8	60,0	60,0	40,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	185,4	65,0	35,0	75,0
Přímé investice	33,2	160,0	85,0	115,0
Portfoliové investice	91,9	-15,0	0,0	-10,0
Finanční deriváty	4,7			
Ostatní investice	55,6	-80,0	-50,0	-30,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-14,7			
E. ZMĚNA REZERV (–nárůst)	189,5			

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

v zahraničí při růstu celkového kladného salda. Prognóza předpokládá, že investice budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku, jehož kladné saldo se bude zvyšovat. V oblasti **portfoliových investic** se v letošním roce očekává přechod z výrazně kladného salda do mírného deficitu v souvislosti se splacením vládních obligací denominovaných v eurech.⁶ Vedle toho se projeví i zvýšený zájem rezidentů o investice v zahraničí a v menší míře také nižší zahraniční financování investičních potřeb firem kontrolovaných vládou. V roce 2015 a 2016 se očekává přibližná rovnováha bilance portfoliových investic při mírně rostoucím zájmu rezidentů o investování v zahraničí a výraznějším růstu zájmu nerezidentů o tuzemské vládní dluhopisy.

Prognózovaný přebytek **platební bilance bez operací bankovního sektoru** v letech 2014–2016 přesáhne 100 mld. Kč. Přebytek však bude v letošním i příštím roce zřejmě nižší než očekávaná hodnota výnosů z devizových rezerv a prognózovaného čistého čerpání zdrojů z EU, které se standardně promítnou do zvýšení devizových rezerv. Neměl by tak být spojen s apreciačními tlaky na korunu.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a aktuální nastavení fiskální politiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2014 až 2016 (Tab. II.2.4).⁷

V **roce 2014** je očekáván další mírný pokles vládního deficitu na 1,2 % HDP, ke kterému přispěje zejména zrychlující ekonomický růst a související nárůst daňových příjmů. V témže směru bude působit též mimořádný výnos z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč. Prognóza vedle toho zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (např. nižší valorizace důchodů) a harmonizační úpravy spotřební daně z cigaret. Mírně restriktivní působení těchto opatření na ekonomický růst bude převáženo výrazným oživením vládních investic v souvislosti s realizací projektů spolufinancovaných z fondů EU i z domácích zdrojů a pokračujícím mzdovým růstem ve vládním sektoru. V roce 2014 tak bude celkové působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu mírně expanzivní s příspěvkem k ekonomickému růstu ve výši přibližně 0,2 procentního bodu (Tab. II.2.5).

V **roce 2015** se deficit vládního sektoru i přes pokračující svižný ekonomický růst zvýší na 1,5 % HDP. V tom se bude odrážet rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví, zavedení druhé

Tab. II.2.4 Fiskální prognóza

Fiskální politika bude působit v letech 2014 a 2015 expanzivně, v roce 2016 lehce restriktivně (v % nominálního HDP)

	2013	2014	2015	2016
	skut.	progn.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	40,9	41,0	41,4	41,1
Výdaje vládního sektoru	42,3	42,2	42,9	42,1
z toho: úrokové platby	1,4	1,4	1,4	1,4
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-1,5	-1,2	-1,5	-1,0
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-0,1	0,3	-0,1	0,4
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,0	0,2	-0,2	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-1,4	-1,4	-1,3	-1,1
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-1,1	-0,6	-0,1	0,1
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-0,3	-0,8	-1,2	-1,2
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	1,8	-0,5	-0,4	0,0
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-1,2	-0,8	-0,3	0,0
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-0,2	-0,6	-1,0	-1,1
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	2,0	-0,4	-0,4	-0,1
Dluh vládního sektoru	46,0	45,4	44,9	43,9

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

^{b)} Do této položky je zahrnut vliv penzijní reformy a očekávané příjmy z prodeje emisních povolenek, v roce 2014 příjem z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům, a v roce 2015 dopad prodloužení pronájmu stíhacích letounů.

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

^{d)} odhad ČNB

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

Tab. II.2.5 Fiskální impuls

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

	2013	2014	2015	2016
	skut.	progn.	progn.	progn.
Fiskální impuls	-1,0	0,2	0,5	-0,2
z toho dopad skrze:				
spotřebu domácností	-0,7	0,0	0,1	0,0
soukromé investice	0,0	0,0	0,0	0,0
vládní investice domáci	-0,3	0,0	0,1	0,0
vládní investice z EU fondů	0,0	0,2	0,3	-0,2

⁶ Posun okamžiku ukončení asymetrického kurzového závazku bude znamenat i menší zájem nerezidentů o korunové dluhopisy. Jejich nabídka bude navíc v letošním roce omezena vzhledem k příznivému vývoji veřejných financí a značnému objemu emitovaných dluhopisů v prvním pololetí.

⁷ V roce 2013 dosáhl deficit vládního sektoru 1,5 % HDP. V důsledku toho Rada Ecofin ukončila s Českou republikou Proceduru při nadměrném schodku (EDP).

snížené sazby DPH ve výši 10 %, zvýšení dávek a odpočitatelných položek na dítě a obnovení schématu plné valorizace penzí. K vyššímu deficitu přispěje také pokračující rychlý růst vládních investic, který bude tažen snahou o maximální vyčerpání prostředků evropských fondů z uplynulého programového období. Na navýšení celkového deficitu bude působit také účetní dopad prodloužení pronájmu nadzvukových stíhacích letounů ve výši 0,2 % HDP, které však nebude mít významný reálný dopad a je považováno za mimořádné, resp. jednorázové opatření. Na druhou stranu již prognóza nadále nepočítá s opatřeními daňové reformy z roku 2011, která budou s velkou pravděpodobností změněna nebo zrušena. Z uvedených skutečností celkově vyplývá předpokládané znatelně expanzivní působení fiskální politiky v příštím roce⁸ s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,5 procentního bodu.

V roce 2016 lze očekávat snížení deficitu vládního sektoru na 1 % HDP v důsledku pokračujícího hospodářského růstu a odeznění jednorázového dopadu pronájmu stíhacích letounů. Růst vládních investic znatelně zpomalí v souvislosti s ukončením předchozího a náběhem nového programového období pro čerpání prostředků z EU fondů. Z tohoto důvodu bude fiskální politika v roce 2016 slabě restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,2 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2013 prudce klesl na zhruba 0,3 % HDP. Od letošního roku se začne opět zvyšovat a v letech 2015 a 2016 mírně překročí hodnoty střednědobého cíle ve výši 1 % HDP.

Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k poklesu **poměru vládního zadlužení k HDP** ke konci roku 2016 na úroveň kolem 44 %. V predikci tohoto poměru se přitom vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí projevuje pozitivní vliv zřetelného růstu nominálního HDP.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé předpovědi snižuje z důvodu nižšího výhledu regulovaných cen i čisté inflace. Oproti minulé predikci je předpokládána trajektorie měnového kurzu mírně slabší. Růst HDP je v letošním roce přehodnocen směrem nahoru, a to zejména v důsledku předpokládané rychlejší obnovy investiční aktivity v soukromém sektoru a vyšší spotřeby domácností. Naopak v roce 2015 poroste HDP pomaleji v důsledku méně expanzivního působení fiskální politiky. Očekávané tempo růstu

⁸ Prognóza pracuje s návrhy legislativních změn směřujících k naplňování programového prohlášení vlády, které byly vládou již schváleny a postoupeny Parlamentu ČR.

nominálních mezd v podnikatelské sféře se v letošním roce posouvá výše, když zohledňuje výraznější růst mezd počátkem roku a vyšší dynamiku ekonomické aktivity. Nižší trajektorie úrokových sazeb odráží zejména více protiinflační působení zahraničí a regulovaných cen a s tím související posun předpokládaného ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky do vzdálenějšího horizontu.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se v roce 2014 i v prvním pololetí 2015 pohybuje oproti minulé predikci na značně nižších hodnotách (Graf II.3.1). Příčinou je snížený výhled regulovaných cen i čisté inflace, ve které se vedle krátkodobých faktorů na straně nabídky (slabší dynamika cen potravin) odráží přehodnocení cen zahraničních výrobců výrazně směrem dolů. Tyto faktory jen částečně kompenzuje vyšší růst mezd a slabší kurz, setrvávající mírně nad úrovní kurzového závazku ČNB. Předpoklady ohledně dopadů změn nepřímých daní se mění jen nevýrazně (v důsledku zapracování zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %), a proto je výhled **měnověpolitické inflace** přehodnocen obdobně jako u celkové inflace.

Výhled **regulovaných cen** na rok 2014 se oproti minulé prognóze změnil jen nepatrně. Pro rok 2015 se prognóza regulovaných cen posouvá z kladných hodnot meziročního růstu do lehkého poklesu, a to především vlivem zapracování vládou plánovaného rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví, které převážilo nad očekávaným méně výrazným poklesem cen elektřiny.

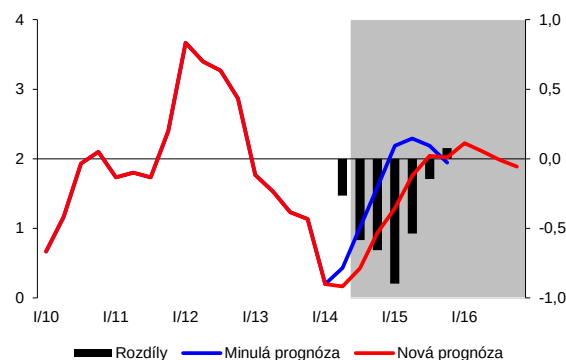
Meziroční **čistá inflace** se oproti minulé prognóze snižuje až do poloviny roku 2015 (Graf II.3.2), a to i přes rychlejší růst ekonomické aktivity a slabší kurz. Uvedené dva faktory se sice projeví vyššími hodnotami korigované inflace bez pohonných hmot, nad nimi však převáží utlumenější vývoj cen potravin a pohonných hmot. Až koncem roku 2015 se čistá inflace posouvá mírně výše vlivem vyššího růstu mezd v předchozím období a pozdějšího opuštění kurzového závazku.

U **zahraničních předpokladů** byl oproti minulé prognóze snížen výhled cen výrobců v efektivní eurozóně, ve kterém se silněji promítá předchozí dlouhodobý útlum ekonomické aktivity, pokles cen zemědělských komodit i energií na zahraničních trzích a silnější trajektorie kurzu eura vůči dolaru. Výhled sazeb 3M EURIBOR se posunul na nižší hladinu (zejména ve vzdálenějším období) v důsledku dalšího uvolnění měnové politiky ECB. Také výhled růstu zahraniční poptávky se pro letošní rok lehce snižuje, v delším horizontu se téměř nemění.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se v roce 2015 posouvá níže (Graf II.3.3) v souvislosti s tím, že minulé prognóza předpokládala návrat do standardního režimu měnové politiky na počátku roku 2015, zatímco nová prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky až

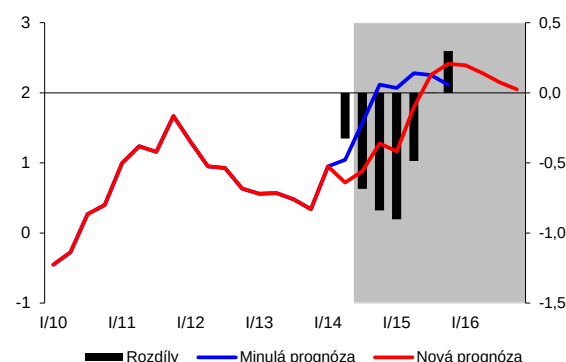
Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace

Prognóza celkové inflace se do poloviny roku 2015 posouvá značně níže (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



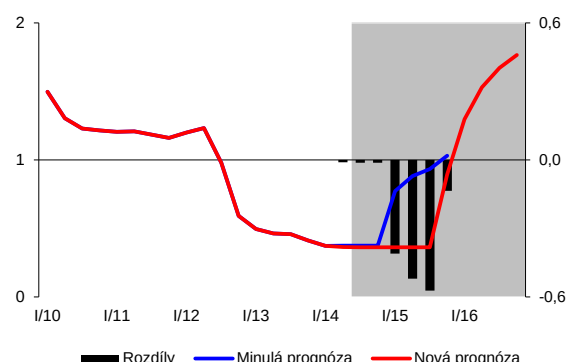
Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace

Prognóza čisté inflace je přehodnocena na nižší hladinu až do poloviny roku 2015 (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb

Trajektorie tržních úrokových sazeb se posouvá níže při předpokládaném pozdějším návratu do standardního režimu měnové politiky (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



do třetího čtvrtletí 2015. Důvodem je zejména snížený výhled zahraničních výrobních cen i domácích regulovaných cen. Směrem dolů na trajektorii 3M PRIBORu působí rovněž nižší výhled zahraničních úrokových sazeb.

Kurz koruny k euru je v současnosti i ve výhledu na nejbližších několik čtvrtletí mírně slabší oproti předpokladům minulé prognózy, když se ustálil kolem 27,4 CZK/EUR. Prognóza předpokládá setrvání v režimu používání kurzu až do třetího čtvrtletí 2015, tedy déle oproti minulé predikci. Předpokládaný výhled kurzu tudíž leží výše oproti minulé prognóze. Také po opuštění režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky se kurz pohybuje na slabších hodnotách ve srovnání s minulou predikcí (Graf SZ II.3.1). Toto přehodnocení zohledňuje snížený výhled zahraničních výrobních cen a nižší domácí úrokové sazby.

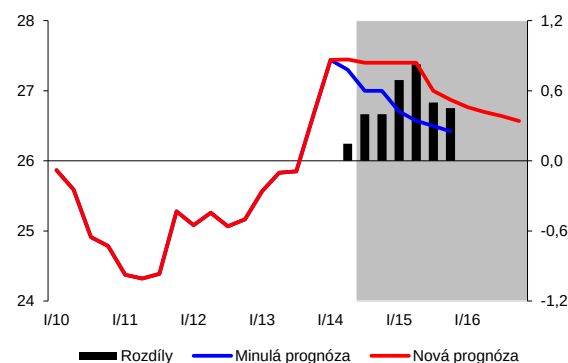
Údaje z národních účtů za první čtvrtletí 2014 znamenají výraznější urychlení růstu **hrubého domácího produktu**, než předpokládala minulé predikce. Důvodem je vyšší pozorovaná skutečnost u spotřeby domácností, čistého vývozu a spotřeby vlády. V opačném směru působil nižší růst hrubé tvorby kapitálu, u které převládl nečekaně výrazný pokles stavu zásob nad zřetelnějším zvýšením fixních investic. Pro letošní rok je prognózován o 0,3 procentního bodu vyšší růst HDP. K rychlejšímu ekonomickému růstu povede výraznější příspěvek hrubé tvorby kapitálu a spotřeby domácností podpořené vyšší dynamikou objemu mezd a platů. V roce 2015 se prognóza růstu HDP **navzdory slabšímu kurzu** naopak snižuje o 0,3 procentního bodu, zejména v důsledku méně výrazné fiskální expanze oproti minulé prognóze (Graf II.3.4).

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP byl začátkem roku 2014 ve srovnání s minulou prognózou vyšší. I přes výrazný – a slabším měnovým kurzem podpořený – růst vývozu bude ale příspěvek čistého vývozu po zbytek prognostického horizontu oproti předchozí predikci nižší z důvodu přehodnocení růstu dovozně náročných složek domácí poptávky směrem nahoru.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře se v letošním roce oproti minulé prognóze mírně zvyšuje z důvodu vyšší skutečnosti pozorované na minulosti a rychlejšího oživení domácí ekonomiky. Pro rok 2015 prognóza nepřináší výrazné přehodnocení dynamiky mezd.

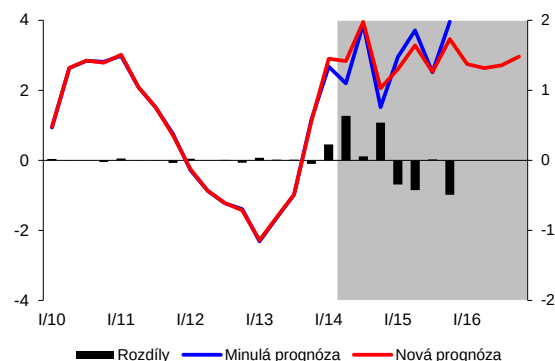
Vývoj implikované agregátní **technologie** je na počáteční podmínce přehodnocen směrem nahoru, v čemž se odráží zejména poslední pozitivní pozorování hrubé tvorby fixního kapitálu ve zpracovatelském průmyslu. V opačném směru posouvá odhadovanou agregátní technologii pozorovaný růst zaměstnanosti. Pro rok 2015 není agregátní technologie významně přehodnocena, když se předpokládá zhruba podobný vývoj zahraniční poptávky jako v minulé prognóze.

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 roce mírně vyšší, v příštím roce naopak mírně nižší (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



II.4 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním, resp. tříletém horizontu, se v posledních měsících nacházejí lehce nad cílem ČNB, resp. na jeho úrovni. Indikátor domácnostmi vnímané i očekávané inflace se lehce snižuje. Analytici předpovídají, že v letošním roce ekonomika poroste více než 2% tempem a v příštím roce její růst dále zrychlí, podobný vývoj očekávají i v případě mezd. Kurz koruny by podle analytiků měl v ročním horizontu posílit k hladině 27 CZK/EUR, a měl by se tak nacházet na podobných hodnotách jako v prognóze ČNB. Analytici tak pravděpodobně v průměru očekávají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve třetím čtvrtletí 2015. Téměř všichni analytici očekávají stabilitu úrokových sazeb během následujících dvanácti měsíců. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou přibližnou stabilitu úrokových sazeb, přičemž na celém horizontu se pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se v posledních měsících pohybuje lehce nad 2% cílem ČNB, inflační očekávání podnikových manažerů se v dosavadním průběhu letošního roku naopak nacházejí mírně pod ním (Tab. II.4.1). Analytiky očekávaná inflace v tříletém horizontu je stabilně na úrovni cíle či v jeho těsné blízkosti.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** již delší dobu vykazuje lehce kladné saldo (Graf II.4.1). Domácnosti tedy v průměru míní, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Také indikátor **očekávané inflace** se pohybuje v kladných hodnotách. To znamená, 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. Nicméně po mírném nárůstu v posledních dvou měsících roku 2013 (tj. po oznámení ČNB, že začala používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky) se od počátku letošního roku indikátor očekávané inflace opět převážně snižuje.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce více než 2% růst HDP (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). V příštím roce by růst ekonomiky měl dále zrychlit a v souvislosti s tím se zvýší také dynamika mezd. V ročním horizontu očekávají analytici posílení měnového kurzu koruny k hladině 27 CZK/EUR. Před červencovým zasedáním bankovní rady ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu téměř všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %, přičemž jejich odhady se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,25 %.

V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním i příštím roce mírně nižší růst reálného HDP. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží

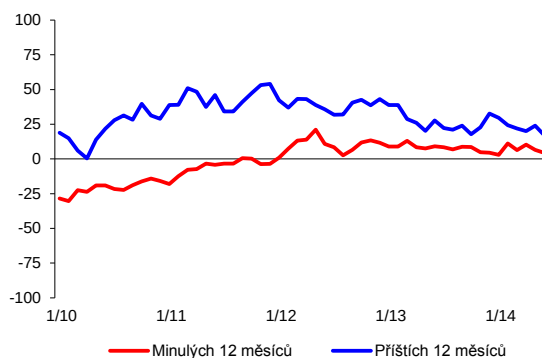
Tab. II.4.1 Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se od počátku roku 2014 snižovala směrem k cíli ČNB (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/14	4/14	5/14	6/14	7/14
IOFT:					
Index spotř. cen	2,4	2,3	2,1	2,2	2,1
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2014	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2015	2,6	2,5	2,6	2,7	2,7
Nominální mzdy v roce 2014	2,2	2,2	2,0	2,4	2,6
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	3,1	3,0	2,9	3,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,9	27,0	27,0	27,0	27,1
2T repo (v %)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1R PRIBOR (v %)	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Podniky:					
Index spotř. cen	1,9			1,8	

Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace

Vnímaná inflace i inflační očekávání domácností se ve druhém čtvrtletí letošního roku lehce snížily (zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.4.2 Očekávané ukazatele dle CF

Analytici dle CF předpokládají, že letos ekonomika poroste více než 2% tempem (v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

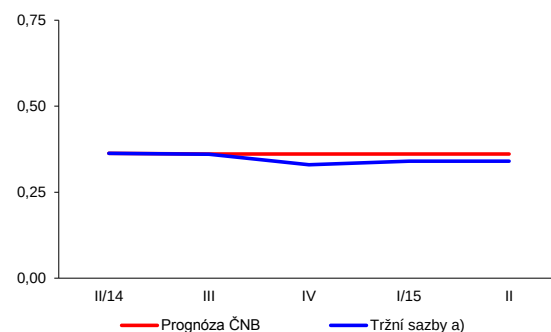
	3/14	4/14	5/14	6/14	7/14
Reálný HDP v roce 2014	2,0	2,1	2,1	2,3	-
Reálný HDP v roce 2015	2,6	2,6	2,6	2,7	-
Nominální mzdy v roce 2014	2,0	2,3	2,0	2,2	-
Nominální mzdy v roce 2015	3,2	3,4	3,4	3,2	-
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,9	26,8	26,9	26,9	27,0
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,5	-

naopak nepatrně výše než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou zhruba v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s novou prognózou ČNB. **Měnový kurz se v ročním výhledu v předpovědích analytiků pohybuje na podobných hodnotách jako v prognóze ČNB. Analytici tak pravděpodobně očekávají, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve třetím čtvrtletí 2015; prognóza ČNB předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015.**

Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb z nové prognózy ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich očekávanou stabilitu minimálně do poloviny roku 2015. To odpovídá výše uvedenému výhledu analytiků v ročním horizontu očekávajících stabilitu měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě při zachování aktuální výše premie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB

Výhled úrokových sazeb odvozený z FRA je v celém horizontu v souladu s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB (v %)



^{a)} pro II/14 a III/14 3M PRIBOR, pro IV/14 až II/15 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 18.7.2014

III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Rozhodnutí ČNB z listopadu 2013 začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky významně přispělo k odvrácení hrozby deflace tažené nedostatečnou poptávkou a útlumem ekonomiky. Celková inflace se od začátku letošního roku pohybuje na nízkých, avšak nezáporných hodnotách, když ve druhém čtvrtletí 2014 v průměru dosáhla meziroční hodnoty 0,2 %. Po očistění o dopady změn nepřímých daní se cenová hladina ve druhém čtvrtletí v meziročním srovnání nezměnila. Inflace se tak nadále nachází hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Oslabený kurz koruny se do inflace prozatím promítl zejména prostřednictvím vyšších dovozních cen, přispěl však i k urychlení růstu domácí ekonomiky a pozitivnímu obratu ve vývoji na trhu práce. Jejich předchozí dlouhodobé protiinflační působení tak v poslední době v souladu s prognózou ČNB rychle vyprchalo. Tyto faktory jsou aktuálně patrné zejména ve vývoji korigované inflace bez pohonných hmot, která po svém návratu do kladných hodnot dále postupně zrychluje. Na snížení meziroční inflace ve druhém čtvrtletí se tak podílelo výrazné snížení dynamiky cen potravin.

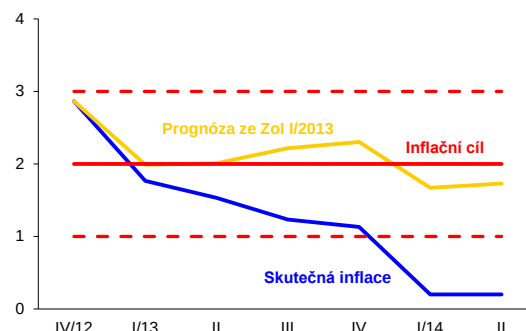
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková i měnověpolitická inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 v průměru nacházely hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí 2014 je přitom nutné zkoumat období zhruba od října 2012 do března 2014, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky promítá do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy tímto nástrojem jsou úrokové sazby. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se nicméně z důvodu srovnatelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci I/2013 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci I/2013 očekávala, že celková inflace se v roce 2013 i přes zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod bude nacházet v blízkosti 2% cíle, po odeznění vlivu této daňové změny na počátku roku 2014 se inflace měla snížit mírně pod cíl (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace se měla až do konce roku 2014 pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma cíle, a to v souvislosti s celkově utlumenou ekonomickou aktivitou. Působení domácí ekonomiky mělo zůstat lehce protiinflační až do poloviny roku 2014. Naopak lehce proinflační příspěvek dovozních cen měl přetrvávat na celém horizontu prognózy v souvislosti se stabilním růstem cen zahraničních výrobců a jen pozvolným

Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 nacházela výrazně pod prognózou ze ZOI I/2013 (meziročně v %)



posilováním měnového kurzu. Prognóza předpovídala zpomalení růstu regulovaných cen a cen potravin a přechodný pokles cen pohonných hmot.

Celková **inflace** se **ve skutečnosti** v celém období pohybovala pod prognózou, přičemž odchylka se postupně zvyšovala. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce ve druhém čtvrtletí 2014 dosáhl 1,5 procentního bodu. Byl dán neočekávaným propadem regulovaných cen a nízkou hodnotou korigované inflace bez pohonných hmot, odrážející nečekaně silně protiinflační působení domácí ekonomiky po většinu predikčního horizontu. Ceny potravin a pohonných hmot se vyvíjely v souladu s prognózou (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti prognóze došlo k pomalejšímu než očekávanému oživení zahraniční ekonomické aktivity (Tab. III.1.2). Dynamika výrobních cen v zahraničí se nacházela výrazně pod prognózou, když v polovině roku 2013 klesla až do záporných hodnot. Zahraniční úrokové sazby se pohybovaly lehce níže, a to i přesto, že prognóza předpokládala pokračování uvolněné měnové politiky ECB. Mírně vyšší oproti předpokladům prognózy byla pouze cena ropy. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci na přelomu let 2013 a 2014 lehce protiinflačně, resp. ve směru potřeby zřetelně uvolněnějších měnových podmínek.

Domácí tržní **úrokové sazby** vykazovaly přibližnou stabilitu, když byly ovlivněny existencí nulové dolní meze u měnověpolitických sazeb při přetrvávající rizikové prémii na peněžním trhu. **Měnový kurz** se pohyboval na výrazně slabších hodnotách v porovnání s prognózou – mimo jiné v důsledku komunikace ČNB a od listopadu 2013 i využití kurzu koruny jako dalšího nástroje uvolnění měnové politiky (Tab. III.1.3).

Vývoj české ekonomiky od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Vývoj domácího HDP byl v roce 2013 nižší, a to i přes vyšší než očekávanou spotřebu vlády. Důvodem byl výrazný útlum domácí poptávky v reakci na nejistotu o budoucím ekonomickém vývoji spolu s výrazně restriktivnějším působením fiskální politiky, přičemž tyto faktory se projeví zejména nečekaně významným poklesem investic. Mírně nižší oproti predikci ale byla i zahraniční poptávka. Od konce roku 2013 naopak HDP rostl rychleji, především díky růstu reálné spotřeby domácností i vlády a investic. Vývoj reálné spotřeby domácností v roce 2013 překmitl do kladné dynamiky, a to i přes snižující se reálné mzdy odrážející jejich nečekaně zpomalující nominální růst, resp. pokles ke konci roku 2013. Také vývoz a dovoz v roce 2013 zaostávaly za predikcí, naopak v roce 2014 dosahovaly vyšších hodnot, mimo jiné díky oslabení kurzu koruny.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** i **dalších nástrojích měnové politiky** je vedle prognózy

Tab. III.1.1 Naplnění prognózy inflace

Odchylka inflace od prognózy byla dána nečekaným propadem regulovaných cen a nízkou korigovanou inflací bez PH (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol I/2013	Skutečnost 2. čtvrtletí 2014	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTREBITELSKÉ CENY	1,7	0,2	-1,5
z toho:			
regulované ceny	3,0	-3,6	-1,1
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,1	0,2	0,1
ceny potravin ^{b)}	1,5	1,4	0,0
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	1,0	1,0	0,0
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,3	0,4	-0,5

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

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

Tab. III.1.2 Naplnění předpokladů o zahraničí

Zahraniční veličiny působily na domácí inflaci v souhrnu lehce protiinflačně, resp. ve směru potřeby zřetelně uvolněnějších měnových podmínek (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	-0,2	0,4	0,7	1,5	1,7	1,7
	s	0,0	0,5	0,5	1,1	1,3	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	1,3	1,8	2,0	2,1	2,2	2,2
	s	1,1	0,0	-0,3	-0,8	-1,5	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
	s	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,28	1,25	1,26	1,25	1,24	1,23
	s	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	111,5	109,6	107,9	106,2	104,8	103,5
	s	112,9	103,3	109,7	109,4	107,9	109,8

p - předpoklad, s - skutečnost

^{a)} ve stálých cenách

^{b)} sezonně očištěno

^{c)} výhled efektivního ukazatele ze Zol I/2013

Tab. III.1.3 Naplnění prognózy klíčových veličin

Pozorovaný vývoj HDP se zpočátku pohyboval pod prognózou, od konce roku 2013 byl růst rychlejší

		I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14
3M PRIBOR (v %)	p	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4
	s	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,5	25,3	25,2	25,1	25,1	25,0
	s	25,6	25,8	25,9	26,7	27,4	27,4
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	-1,1	-0,6	0,0	0,4	1,3	1,8
	s	-2,3	-1,6	-1,0	1,1	2,9	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	1,4	1,8	2,0	1,9	2,9	2,8
	s	-0,6	1,0	1,5	-2,3	3,6	-

p - prognóza, s - skutečnost

^{a)} sezonně očištěno

^{b)} v podnikatelském sektoru

důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz buď jako vyrovnaná, nebo jako mírně protiinflační. S ohledem na dosažení nulové dolní meze úrokových sazeb byla od počátku roku 2013 komunikována připravenost ČNB použít kurz koruny jako nástroj v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky. K tomu bankovní rada přistoupila na základě prognózy ze 7. SZ/ZoI IV/2013 v listopadu 2013. V souladu s vyzněním alternativního scénáře této prognózy byla zvolena intervenční hladina 27 CZK/EUR. Hlavní parametry kurzového závazku a související komunikace ČNB se na dalších měnověpolitických jednáních v rozhodném období neměnily.

V souhrnu lze měnovou politiku v rozhodném období hodnotit následujícím způsobem. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu jednoznačně převažovala protiinflační rizika. Silnější domácí protiinflační faktory a utlumenější cenový vývoj v eurozóně byly přitom jen částečně kompenzovány slabším kurzem koruny ovlivněným nejprve komunikací a od listopadu 2013 i kurzovým závazkem ČNB. Oslabený kurz se prozatím promítá do cenového vývoje dle předpokladů ČNB, když celková inflace se od počátku letošního roku pohybuje na velmi nízkých, avšak nezáporných, hodnotách. Inflační cíl je tak v současné době sice výrazně podstřelován, ale rozhodnutí začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky významně přispělo k odvrácení hrozby nedostatečnou poptávkou a útlumem ekonomiky tažené deflace. Bez tohoto opatření by celková inflace v první polovině letošního roku byla výrazně záporná, když odhadovaný vliv oslabeného kurzu koruny do vývoje inflace dosahuje přibližně 1 procentního bodu. Celkově se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od října 2012 do března 2014 měla být ještě výrazně uvolněnější, resp. k uvolnění měnové politiky prostřednictvím oslabení kurzu mělo být přikročeno dříve, případně s ještě větší razancí.

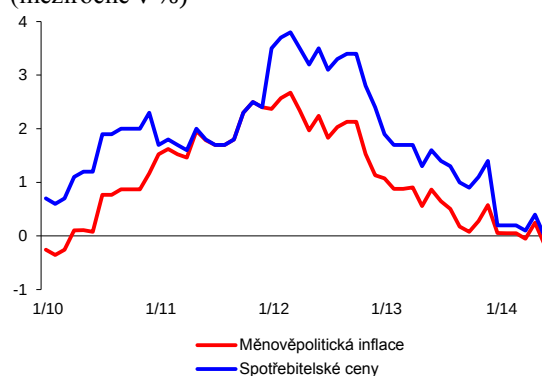
III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve druhém čtvrtletí 2014 se **meziroční inflace**⁹ pohybovala na nízkých hodnotách, které byly oproti očekávání ještě o něco menší. Po mírném nárůstu v květnu (na 0,4 % z dubnových 0,1 %) cenová hladina v červnu meziročně stagnovala (Graf III.1.2). Na tomto vývoji se významně podílel nečekaně nízký růst cen potravin, které v červnu přešly do lehkého meziročního poklesu. Ve směru nízké inflace nadále působil i výrazný meziroční pokles regulovaných cen od počátku roku 2014.

Ve **struktuře meziroční inflace** byl v dubnu a květnu pokles regulovaných cen kompenzován zejména růstem cen potravin, který se však v červnu zastavil (Graf III.1.3). Nejvýznamnější proinflační složkou tak byly tržní ceny bez cen potravin

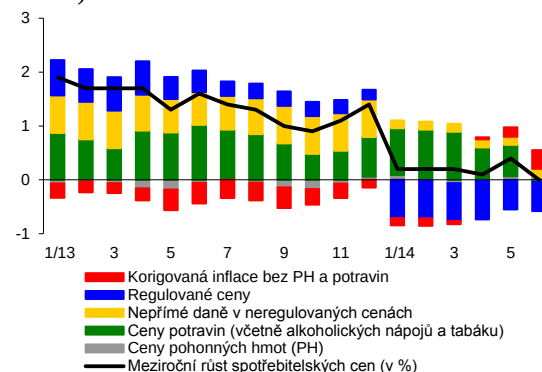
Graf III.1.2 Inflace

Meziroční inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 pohybovala na velmi nízkých hodnotách (meziročně v %)



Graf III.1.3 Struktura inflace

K velmi nízké inflaci přispívá pokles regulovaných cen spolu s odezněním růstu cen potravin v červnu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



⁹ Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

a pohonných hmot, které se v dubnu po velmi dlouhém období meziročního poklesu vrátily k růstu. Mírný proinflační vliv měly i změny nepřímých daní související s harmonizačním zvýšením spotřební daně na cigarety a tabák z ledna 2014.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu cen ve druhém čtvrtletí 2014 činil necelých 0,2 procentního bodu a souvisel výlučně s harmonizačními úpravami spotřební daně na cigarety a tabák z počátku let 2013 a 2014. Jejich dopad do spotřebitelských cen je přitom rozložen v čase vlivem výrazného předzásobení prodejců tabákovými výrobky.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu všech změn nepřímých daní, poklesla v červnu do mírně záporných hodnot (-0,2 %), a nadále se tedy nacházela výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB.

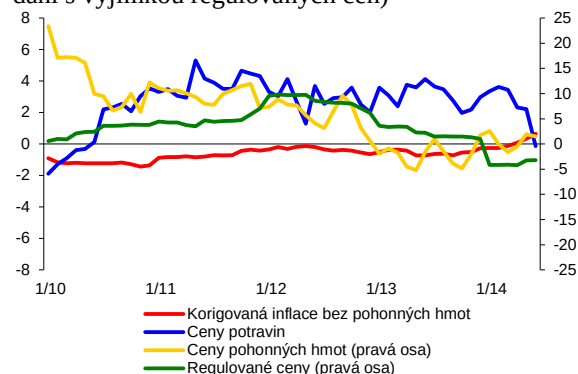
Ve druhém čtvrtletí 2014 pokračovaly **regulované ceny** v meziročním poklesu způsobeném skokovým propadem ze začátku letošního roku. Jeho tempo se ale oproti předchozímu čtvrtletí částečně zmírnilo a v červnu dosáhlo -3,2 % (Graf III.1.4). Jak bylo již zmíněno v předchozí Zprávě o inflaci, meziroční pokles regulovaných cen byl způsoben snížením cen energií pro domácnosti (pokles cen elektřiny a zemního plynu, výrazné oslabení růstu cen tepla) a zrušením regulačního poplatku za pobyt v nemocnici při současně nízkém nárůstu vodného a stočného na počátku roku 2014. Tento vývoj byl postupně mírně kompenzován ostatními položkami regulovaných cen, zejména v oblasti zdravotnictví, kde nejvýznamněji přispělo zvýšení cen léků a lázeňských pobytů. Následující text popisuje meziroční vývoj hlavních složek tržní inflace bez vlivu daňových změn.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, ve druhém čtvrtletí 2014 oslabil (z 0,9 % v březnu na 0,4 % v červnu). Snížení meziroční čisté inflace bylo způsobeno výrazně nižším růstem cen potravin ve srovnání s předchozím čtvrtletím. Návrat korigované inflace bez pohonných hmot do kladných hodnot a obnovení mírného růstu cen pohonných hmot působily naopak proinflačním směrem. Celkově byl i ve druhém čtvrtletí 2014 dosažený meziroční růst tržních cen nízký. Ve své struktuře však již znatelně odrážel působení oslabeného kurzu koruny a pokračujícího ekonomického oživení na vývoj spotřebitelských cen.

Složkou s nejsilnějším příspěvkem k inflaci byly v dubnu a květnu **ceny potravin**, v červnu však jejich meziroční růst přešel do lehce záporných hodnot (z 2,2 % v květnu na -0,1 % v červnu). Tento propad, který přišel po velmi dlouhém období růstu trávajícím od poloviny roku 2010, byl především dán červnovým meziročním poklesem cen nových brambor

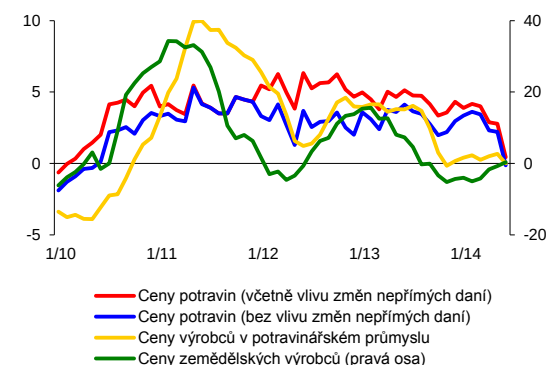
Graf III.1.4 Vývoj složek inflace

Regulované ceny setrvaly ve druhém čtvrtletí 2014 v poklesu, růst cen potravin se v červnu skokově snížil, korigovaná inflace bez PH zrychlila (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



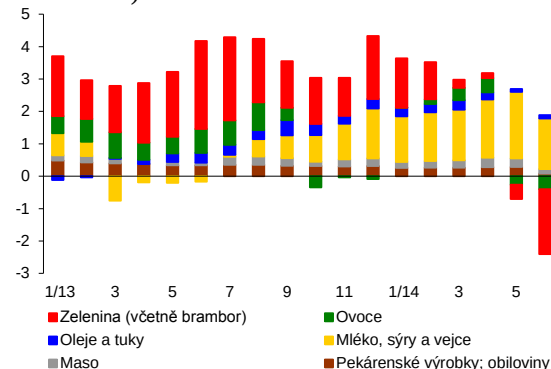
Graf III.1.5 Ceny potravin

Meziroční růst cen potravin překmitl v červnu do lehkého poklesu (meziroční změny v %)



Graf III.1.6 Struktura vývoje cen potravin

Na červnovém poklesu cen potravin se podílely nejvíce ceny zeleniny (vč. brambor) a ovoce (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %)



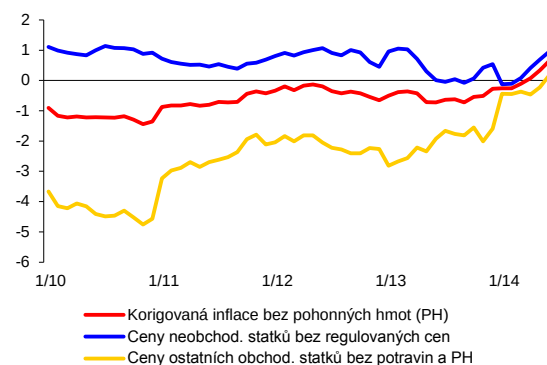
o výrazných 53,3 %.¹⁰ Nicméně tendence k poklesu dynamiky cen potravin byla patrná napříč jejich složkami, a odrážela tak déletrvající pokles cen zemědělských výrobců (Graf III.1.5) a výrazné zmírnění růstu dovozních cen potravin. Výrazně zpomalil meziroční růst cen mléčných výrobků a drůbeže (Graf III.1.6). Meziroční pokles cen zaznamenaly ceny ovoce a běžného pečiva (o 5,5 %, resp. 1,0 %).

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se v dubnu vrátila po téměř pěti letech do kladných hodnot, v květnu a červnu se pak dále zvýšila (na 0,3 %, resp. 0,7 %; Graf III.1.7). Přispěl k tomu návrat **cen ostatních obchodovatelných statků** k meziročnímu růstu (v červnu o 0,2 %) po dlouhém období poklesu. V jejich vývoji se tak již znatelně projevilo oslabení měnového kurzu. Na zvýšení korigované inflace se ve druhém čtvrtletí navíc podílely i **ceny neobchodovatelných statků**¹¹, když zrychlily svůj meziroční růst na 1,0 %. Na jejich vývoj přitom působily především faktory spojené se zřetelným oživením domácí ekonomické aktivity.

Ceny pohonných hmot se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 vrátily k meziročnímu růstu, který v červnu dosáhl 1,5 %. Jejich vývoj se odvíjel od světových cen benzínu, které odrážely nárůst ceny ropy Brent v souvislosti s probíhajícími konflikty na Ukrajině a Blízkém východě.

Graf III.1.7 Korigovaná inflace bez pohonných hmot

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se ve druhém čtvrtletí 2014 vrátila do kladných hodnot s přispěním obou svých složek (meziroční změny v %)

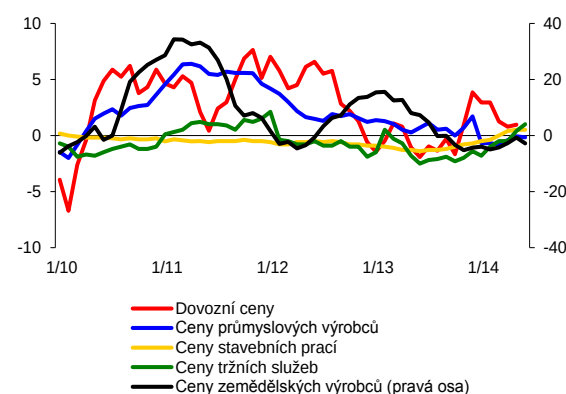


III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Meziroční růst dovozních cen v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2014 dále zvolnil. K této změně nejvíce přispělo zpomalení růstu cen komodit s vyšším stupněm zpracování a v menší míře též obnovený meziroční pokles dovozních cen neenergetických surovin. Ceny průmyslových výrobců postupně zmírňovaly svůj meziroční pokles, který byl v červnu již jen slabý. To bylo výsledkem pokračujícího meziročního poklesu cen výrobců v odvětví energetiky při obnoveném meziročním růstu cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru i ceny stavebních prací již v průběhu druhého čtvrtletí 2014 v podmínkách pokračujícího oživení ekonomické aktivity překmitly do růstu.

Graf III.2.1 Dovozní ceny a ceny výrobců

Růst dovozních cen dále zpomalil, v průmyslu se ceny celkově mírně snížily, ve stavebnictví a tržních službách došlo k obnovení jejich růstu (meziroční změny v %)



¹⁰ Meziměsíční nárůst cen (nových) brambor v červnu minulého roku byl vlivem špatné úrody výrazně vyšší (85,9 %), než je obvyklé. V letošním červnu došlo naopak ke korekci cen brambor jejich meziměsíčním poklesem o 10 %.

¹¹ Tento segment zahrnuje především služby.

III.2.1 Dovození cen

Po výrazném meziročním zrychlení v závěru roku 2013, ovlivněném listopadovým oslabením kurzu koruny, se tempo růstu **dovozních cen** v dosavadním průběhu roku 2014 zpomalilo na 1 % v květnu (Graf III.2.1).

Na tomto zpomalení se nejvíce podílely **komodity s vyšším stupněm zpracování**. Přesto byl v květnu jejich příspěvek k celkovému meziročnímu růstu dovozních cen stále nejvyšší (Graf III.2.2). V rámci této dovozní skupiny došlo ve sledovaném období ke zmírnění meziročního růstu dovozních cen jak ve skupině strojů a dopravních prostředků, tak průmyslového spotřebního zboží. V první jmenované skupině zmírnil meziroční růst dovozních cen až na 1,6 % v dubnu, poté se v květnu zvýšil na 2 %.¹² Meziroční růst dovozních cen průmyslového spotřebního zboží byl ztlačně nižší, když dosáhl v květnu jen 0,3 % (Tab. III.2.1).

Také zpomalující meziroční růst dovozních cen **polotovarů**, pozorovaný od počátku roku 2014, přispěl ztlačně ke snížení dynamiky dovozních cen od počátku letošního roku (Graf III.2.2). V květnu oproti dubnu se jejich růst jen mírně zvýšil na 2 %. Dovození cen **potravin a živých zvířat** však rostly stále ještě poměrně rychlým tempem (v květnu o 4,8 %), i když se dynamika jejich růstu rovněž ztlačně zvolnila.

Dovození cen **neenergetických surovin**, které se po listopadovém oslabení měnového kurzu přechodně vrátily k růstu, od března opět meziročně klesaly (v květnu o 5,3 %). Také dovození cen **minerálních paliv** přispěly k oslabení meziroční dynamiky dovozních cen, když se jejich meziroční pokles prohloubil na -4,5 % v květnu. Jejich vývoj ovlivnil zejména pokračující pokles světových cen plynu a uhlí. Jen nevýrazně v opačném směru působil oslabený kurz CZK/USD, když oslabení kurzu koruny vůči euru bylo z velké části kompenzováno meziročním posílením eura vůči dolaru. Zároveň světové ceny ropy po předchozím poklesu překmitly v dubnu do meziročního růstu (Graf III.2.3).

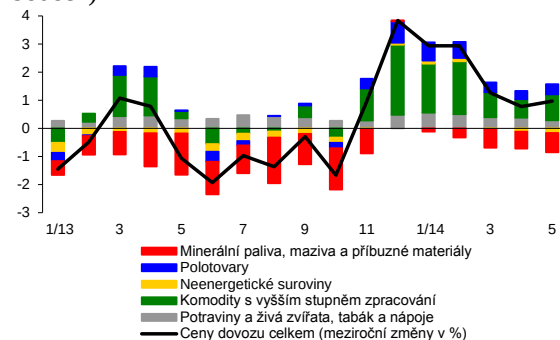
III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Po výraznějším meziročním snížení v prvním čtvrtletí 2014, zejména vlivem klesajících cen elektřiny, plynu a páry,

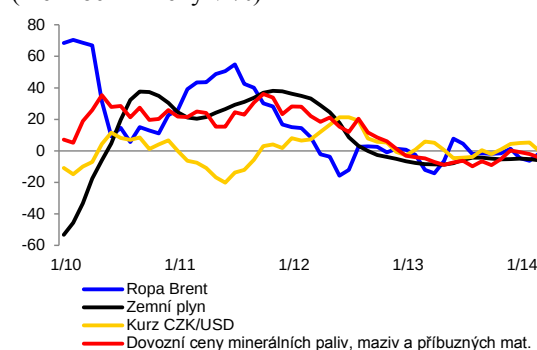
Graf III.2.2 Dovození cen

Ke zmírnění růstu dovozních cen nejvíce přispěly komodity s vyšší přidanou hodnotou a minerální paliva (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.3 Minerální paliva a maziva

Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel klesající ceny zemního plynu při protisměrném působení cen ropy a kurzu koruny vůči dolaru (meziroční změny v %)



Tab. III.2.1 Struktura vývoje dovozních cen

Dovození cen rostly v převážné většině skupin, avšak ceny energetických i neenergetických surovin klesaly (meziroční změny v %)

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

¹² V rámci této skupiny byl však meziroční vývoj dovozních cen značně diferencovaný, když v květnu rostly nejrychleji dovozní ceny strojů a zařízení všeobecně užívaného v průmyslu (o 4,7 %) a elektrických zařízení (o 4,2 %), zatímco ve skupině silničních vozidel byl jejich růst mírný (o 0,5 %) a ve skupině kancelářských strojů a zařízení k automatickému zpracování dat dovozní ceny klesaly (-0,9 %).

zaznamenaly **ceny průmyslových výrobců** ve druhém čtvrtletí 2014 opětovné zmírnění poklesu. Za touto změnou stál především obnovený růst cen výrobců v odvětví primárního zpracování ropy při současném zrychlení růstu cen komodit s vyšší přidanou hodnotou. Podle posledních údajů za červen byl již pokles cen průmyslových výrobců celkově slabý (na -0,2 %; Graf III.2.4).

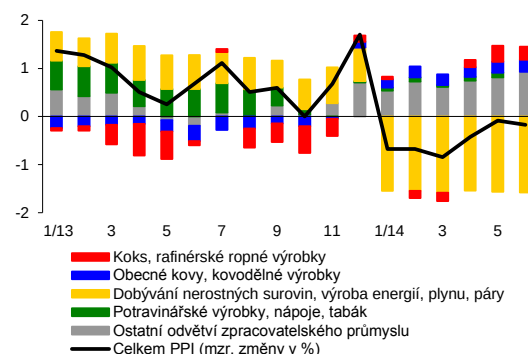
Ze **struktury růstu cen** průmyslových výrobců je patrné, že jejich nevýrazný meziroční pokles na konci druhého čtvrtletí letošního roku byl výsledkem souběhu pokračujícího poklesu cen výrobců energií (Graf III.2.5) a na druhé straně pokračujícího růstu cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Jak bylo již zmíněno v předchozích Zprávách o inflaci, klesající ceny elektrické energie byly ovlivněny změnami na evropském trhu s uhlím a elektřinou.¹³ Tento faktor se dotknul i cen uhlí na domácím trhu, které setrvaly ve druhém čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu. Světové ceny ropy, jejichž dopad do domácích cen je ovlivněn i oslabením měnového kurzu, však v dubnu obnovily svůj meziroční růst a přispěly tak k opětovnému růstu cen výrobců primárního zpracování ropy. Naopak vliv stále ještě poměrně rychle rostoucích dovozních cen potravin se ve vývoji cen výrobců potravinářského průmyslu znatelně neprojevil, když jejich ceny v červnu stagnovaly. Mírné zrychlení růstu cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu ve druhém čtvrtletí 2014 zřejmě odráželo vliv oslabení koruny i postupného oživení poptávky po jejich produkci.

V rámci **jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu** tak ve druhém čtvrtletí 2014 rostly nejrychleji ceny výrobců v odvětví koku a rafinérských ropných produktů. Ty po téměř 3% poklesu v březnu vzrostly v červnu o 4,2 %, a to z výše uvedených důvodů. K meziročnímu zvýšení cen v tomto odvětví přispěl částečně i vliv srovnávací základny. Mírný meziroční růst cen výrobců v potravinářském průmyslu přešel v červnu do stagnace, zejména vlivem stále ještě klesajících cen domácích vstupů rostlinného původu. V odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků pokračoval mírný meziroční cenový růst (v červnu o 2,2 %). V ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, bylo ve druhém čtvrtletí 2014 patrné mírné zrychlení cenového růstu (Graf III.2.4), k němuž přispělo několik odvětví.¹⁴

V odvětví **těžby a dobývání** přetrvával ve druhém čtvrtletí 2014 meziroční pokles cen z předchozího čtvrtletí, který se dále mírně

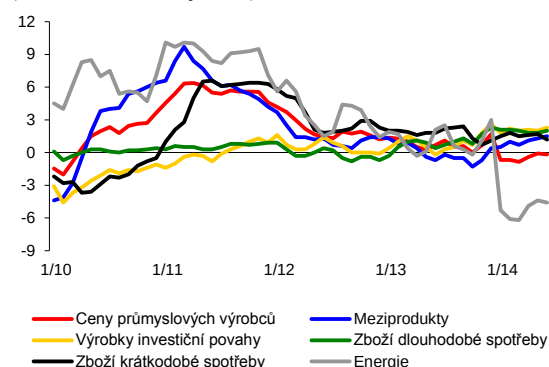
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců

V červnu byl již meziroční pokles cen průmyslových výrobců slabý (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



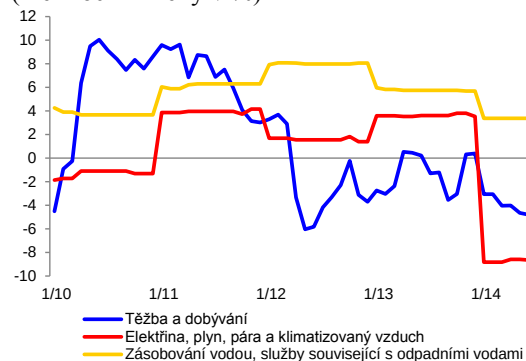
Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin

Pokles cen průmyslových výrobců byl důsledkem propadu cen výrobců energií, ceny ostatních skupin rostly (meziroční změny v %)



Graf III.2.6 Ceny energií a služeb souvisejících s vodou

Ceny elektřiny od počátku roku 2014 výrazně klesají (meziroční změny v %)



¹³ Blíže viz BOX 4, Zpráva o inflaci IV/2013.

¹⁴ Zřetelně meziročně vzrostly ceny v odvětví dřevozpracovatelského průmyslu (o 4,4 %). Také v odvětví chemické látky a výrobky a stroje a zařízení se ceny výrobců zvýšily (o 2,3 %, resp. 0,8 %). Meziroční růst cen v odvětví dopravních prostředků se v červnu navrátil ke 4 %.

prohloubil (na -4,8 % v červnu). Vývoj v tomto odvětví ovlivnily především ceny uhlí, které od počátku letošního roku klesají. S tím korespondoval propad cen výrobců v **odvětví elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch**, jenž se od počátku roku 2014 pohybuje na hodnotě dosahující téměř 9 % (v červnu -8,6 %; Graf III.2.6). Naopak v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami, jejichž činnost a zdroje jsou obtížně zastupitelné, pokračoval meziroční růst cen (v červnu o 3,4 %).

Meziroční dynamika cen průmyslových výrobců byla v průměru za druhé čtvrtletí 2014 ve srovnání s prognózou ze 3. SZ slabší, a to především vlivem výraznějšího oživení růstu cen ve zpracovatelském průmyslu. Aktuálně pozorovaný slabý pokles cen průmyslových výrobců bude podle **nové prognózy** v průběhu letošního roku postupně odeznívat. Počátkem roku 2015 přejdou ceny výrobců k mírnému růstu, který bude následně zrychlovat až ke 2 % ve druhé polovině roku 2016. Nová prognóza předpokládá mírnější snížení cen ve skupině elektřina, plyn a pára (o 2,5 %) v roce 2015. To je dáno především pozorovaným mírnějším poklesem cen forwardových kontraktů silové elektřiny. Pokračující rychlejší oživení růstu cen ve zpracovatelském průmyslu ale vede k přehodnocení prognózy cen výrobců směrem nahoru, a to i přes výraznější pokles cen výrobců v odvětví nerostných surovin a jejich pouze slabé oživení očekávané zhruba od druhého čtvrtletí 2015. V souhrnu se tak růst cen průmyslových výrobců posouvá již v roce 2015 do kladných hodnot (Graf SZ III.2.1), když se tyto ceny zvýší meziročně v průměru o 0,7 %. V roce 2016 pak prognóza předpokládá další zrychlení jejich dynamiky až mírně pod 2% hladinu.

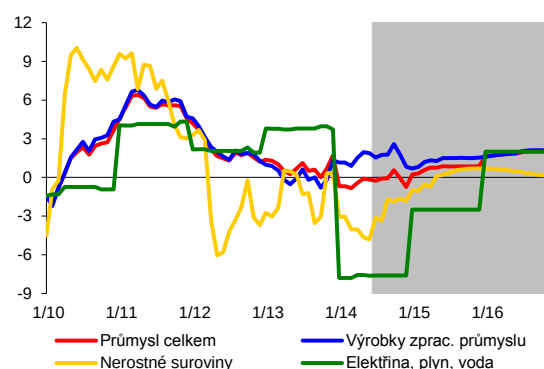
Ceny zemědělských výrobců

Ve druhém čtvrtletí 2014 se zmírnil meziroční pokles **cen zemědělských výrobců**, pozorovaný od srpna předchozího roku (Graf III.2.7). V červnu dosáhl -2,8 %, což znamenalo zvolnění meziročního poklesu o 1,4 procentního bodu oproti závěru předchozího čtvrtletí. Ve struktuře cen zemědělských výrobců byl však nadále patrný velmi rozdílný vývoj jejich dvou hlavních složek. Ceny produktů živočišné výroby pokračovaly v zřetelném meziročním růstu (v červnu o 8,6 %), který byl téměř výhradně ovlivněn cenami mléka. Naopak u cen rostlinné výroby přetrvával meziroční pokles, který se však ve druhém čtvrtletí 2014 zmírnil (na -11,6 % v červnu). Tento vývoj byl pozorován zejména u obilovin a olejnin, které v předchozím období významně přispěly k výraznému poklesu cen rostlinných produktů. Současně došlo v závěru druhého čtvrtletí 2014 k překmitu u cen brambor do meziročního poklesu z výrazného růstu v předchozích téměř dvou letech.

Hlavní příčinou klesajících cen zemědělských výrobců ve druhé polovině předchozího a na počátku letošního roku byla nadprůměrně příznivá sklizeň v roce 2013, a to zejména u obilovin a olejnin, a to jak v ČR, tak v zahraničí. Tento faktor

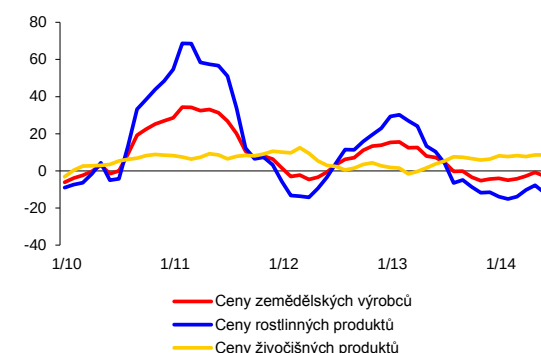
Graf SZ III.2.1 Prognóza cen průmyslových výrobců

Prognózovaný vývoj cen průmyslových výrobců je výrazně ovlivněn předpokládaným pokračujícím poklesem cen elektrické energie (meziroční změny v %, vybraná odvětví)



Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců

Pokles cen zemědělských výrobců se ve druhém čtvrtletí 2014 zmírnil (meziroční změny v %)



byl částečně kompenzován meziročním oslabením kurzu koruny v závěru roku 2013, které se v průběhu první poloviny letošního roku postupně promítalo do domácích cen zemědělských výrobců. Dále se na zmírnění poklesu cen zemědělských komodit v první polovině letošního roku podílely i krátkodobé faktory, zejména extrémně tuhá zima v USA a nestabilní geopolitická situace na Ukrajině. Jejich dopad byl však tlumen příznivými výhledy produkce rostlinné výroby pro letošní rok, kdy má dojít k nárůstu celosvětových zásob, a to i přes očekávaný růst světové spotřeby. V případě cen živočišné výroby se na jejich růstu dominantně podílely ceny mléka, na jejichž zvýšení měla přitom vliv setrvale rostoucí světová poptávka v kombinaci s výpadky světové produkce ve druhé polovině minulého roku.

Nová prognóza cen zemědělských výrobců pracuje s výhledem jen velmi mírného zvýšení hladiny cen agrárních komodit na světových trzích, zatímco výhled minulé prognózy očekával jejich výrazný růst ve druhé polovině letošního roku. To je ve srovnání s minulou prognózou jen částečně kompenzováno slabším kurzem koruny. V souhrnu se tak prognóza cen zemědělských výrobců posouvá směrem dolů. I nadále ale bude působení cen zemědělských výrobců proinflační, když jejich meziroční růst bude postupně zrychlovat až k hodnotám mírně pod 10% hranicí na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí letošního roku (Graf SZ III.2.2). Posléze se zmírní na jen slabě kladné meziroční hodnoty v průběhu příštího roku.

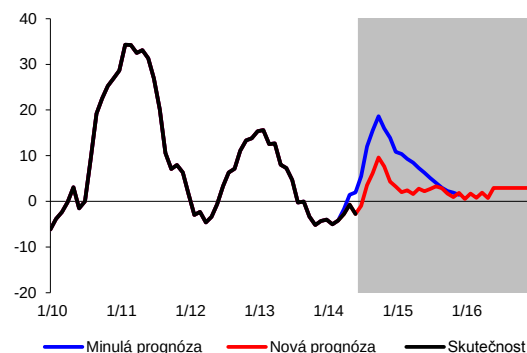
Ostatní cenové okruhy produkční sféry

Ve vývoji **cen stavebních prací** byl i ve druhém čtvrtletí 2014 patrný vliv oživení stavební produkce, pozorovaného od přelomu let 2013 a 2014. Po dlouhodobém poklesu tak ceny stavebních prací překmitly do mírného meziročního růstu, který v červnu dosáhl 0,5 % (Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví pokračovaly v mírném růstu, který v červnu činil 1 %.

Rovněž u **cen tržních služeb** pro podnikatelskou sféru došlo k obnovení meziročního růstu po více než dvouletém období poklesu (na 1 % v červnu; Graf III.2.8). V červnu již rostly nebo stagnovaly ceny u převážné většiny služeb. Nejrychleji rostly ceny poštovních a kurýrních služeb (meziročně o 8,2 %), u ostatních služeb byl jejich růst mírný a nepřesáhl úroveň 3 %. Ceny již klesaly pouze v odvětví reklamní služby a průzkum trhu a ve službách v oblasti pronájmu a operativního leasingu.

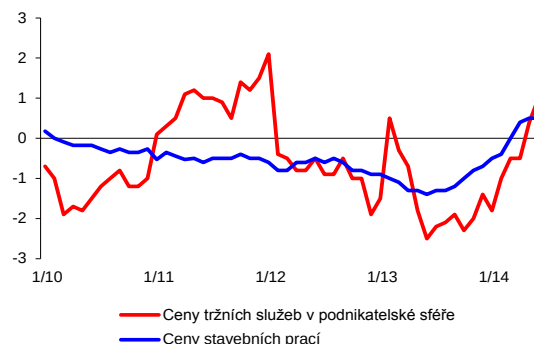
Graf SZ III.2.2 Prognóza cen zemědělských výrobců

Ceny zemědělských výrobců v letošním roce zrychlí, ale méně výrazně oproti minulé prognóze (meziroční změny v %)



Graf III.2.8 Ostatní cenové okruhy

Ceny stavebních prací i tržních služeb se začaly po dlouhé době mírně meziročně zvyšovat (meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu v prvním čtvrtletí 2014 zřetelně zrychlil na 2,9 %. V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 0,8 %. Na dosaženém meziročním zvýšení produktu se podílela většina složek domácí poptávky, pouze příspěvek změny stavu zásob byl záporný. Kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity vykázal též čistý vývoz při zvýšení předstihu růstu vývozu před dynamikou dovozu. Na straně nabídky nejvíce podpořilo tvorbu produktu kladným růstovým příspěvkem odvětví zpracovatelského průmyslu. Mezera výstupu se začala postupně uzavírat.

III.3.1 Domácí poptávka

V prvním čtvrtletí 2014 zrychlila **domácí poptávka** svůj meziroční růst na úroveň 2 %. Její růst byl nejvíce tažen fixními investicemi, jejichž dynamika zřetelně zrychlila ve srovnání s předchozím čtvrtletím (Graf III.3.2). Také kladný příspěvek spotřeby domácností se zvýšil, zatímco u spotřeby vlády byl mírně nižší než v předchozím čtvrtletí. Meziroční pokles tvorby zásob působil nadále ke zmírnění růstu domácí poptávky, avšak v menší míře než v předchozím čtvrtletí.

Konečná spotřeba

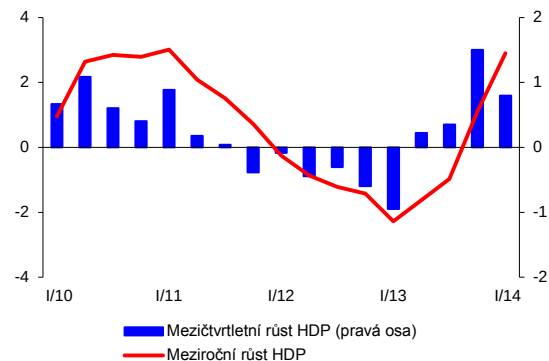
Reálné **výdaje domácností na konečnou spotřebu** pokračovaly v prvním čtvrtletí 2014 v růstu započatém ve třetím čtvrtletí minulého roku. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl přitom jejich meziroční růst rychlejší o 0,3 procentního bodu a dosáhl 1,5 %.¹⁵ Ke zrychlení spotřeby domácností došlo při obnovení růstu reálného hrubého disponibilního důchodu; zastavil se tak trend jeho poklesu pozorovaný od roku 2011 (Graf III.3.3).

Tato výrazná změna vývoje **hrubého nominálního disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, byla do určité míry ovlivněna daňovou optimalizací na přelomu let 2012 a 2013. Ta v důsledku efektu srovnávací základny výrazně ovlivnila i meziroční dynamiku mezd na konci minulého a na počátku letošního roku. Růst objemu mezd byl však v úvodu letošního roku tažen též rostoucí produktivitou a zvyšující se poptávkou po práci v podmínkách pokračujícího oživení ekonomiky (viz kapitola III.4.2). V prvním čtvrtletí 2014 nominální hrubý disponibilní důchod meziročně vzrostl o 2,6 %. Jeho **reálná kupní síla** se pak při nízké inflaci¹⁶ meziročně zvýšila o 2,3 %.

Ve **struktuře** meziročního růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností dominovaly v prvním čtvrtletí 2014 mzdy a platy, které také tvoří jeho objemově

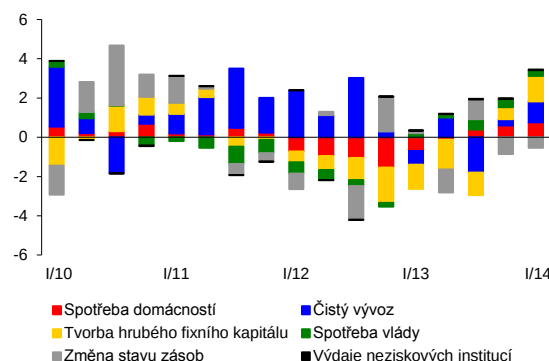
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt

V prvním čtvrtletí 2014 došlo ke zřetelnému zrychlení meziročního růstu HDP (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



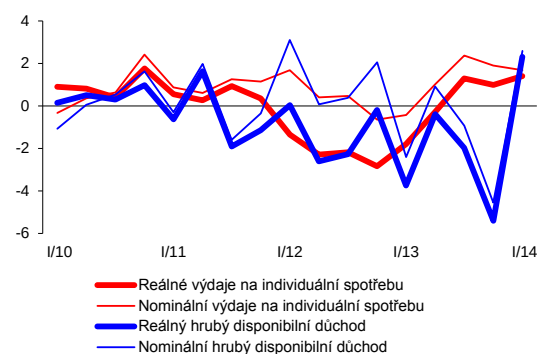
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP

K meziročnímu růstu HDP v prvním čtvrtletí 2014 přispěly všechny složky poptávky s výjimkou zásob (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu

V prvním čtvrtletí 2014 došlo k obnovení růstu hrubého disponibilního důchodu (meziroční změny v %, sezonně neočištěno)



¹⁵ Podle sezonně očištěných údajů ČSÚ.

¹⁶ Měřeno deflátorem spotřeby domácností.

největší složku (Graf III.3.4).¹⁷ V menší míře pak přispěly k růstu disponibilního důchodu příjmy podnikatelů (důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu), které ještě v předchozím čtvrtletí meziročně klesaly. Podobně tomu bylo i u rostoucích důchodů z vlastnictví, sociálních dávek a ostatních transferů, které se předtím ve čtvrtém čtvrtletí 2013 také snížily. Pouze příspěvek odváděných daní a sociálních příspěvků k meziroční dynamice hrubého disponibilního důchodu byl v prvním čtvrtletí 2014 jako obvykle záporný.

Při rychlejším růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu než spotřebních výdajů domácností vzrostla **míra úspor** v prvním čtvrtletí 2014 mírně nad úroveň 9 % (Graf II.2.17). Růst spotřebitelských úvěrů mírně meziročně zrychlil (o 0,3 procentního bodu na 2,7 % oproti prosinci 2013), byl však nadále umírněný (viz kapitola III.5).

Pokračující růst spotřeby domácností byl za uvedených okolností doprovázen dílčími změnami ve **struktuře jejich spotřebních výdajů**. Zatímco ve čtvrtém čtvrtletí 2013 realizovaly domácnosti zvýšení svých výdajů nejvíce ve skupině statků krátkodobé spotřeby, v prvním čtvrtletí letošního roku to byly výdaje za služby, které nejvíce vzrostly (Graf III.3.5). Zároveň pokračoval meziroční růst výdajů na předměty krátkodobé a střednědobé spotřeby. Na druhé straně domácnosti omezovaly své výdaje na statky dlouhodobé spotřeby. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 a v prvním čtvrtletí 2014 se tak domácnosti v souhrnu zaměřily nejvíce na zvýšení svých výdajů na statky běžné spotřeby (služby, statky krátkodobé spotřeby),¹⁸ které předtím dlouhodobě převážně klesaly.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** pokračovala v dubnu a květnu 2014 kladná meziroční dynamika sezonně očištěných maloobchodních tržeb, i když se oproti předchozím měsícům zmírnila. Bylo to patrné nejen v dosud rychle rostoucím motoristickém segmentu, ale v menší míře i ve zbytku maloobchodu. V rámci nemotoristického segmentu pokračoval pozvolný meziroční růst tržeb¹⁹ za prodej nepotravinářského zboží, zatímco meziroční dynamika tržeb za potravinářské zboží kolísala od zřetelně kladných do mírně záporných hodnot v důsledku efektu Velikonoc. Indikátor spotřebitelské důvěry se i nadále postupně zvyšoval. Zejména se zlepšilo vnímání výhledu hospodářské a finanční situace domácností, a také nezaměstnanosti (Graf III.3.6).

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** v prvním čtvrtletí 2014 mírně zpomalily svůj meziroční růst z předchozího čtvrtletí, a to na 1,4 %.

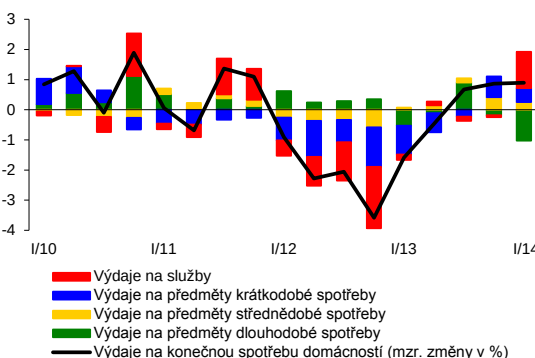
Graf III.3.4 Disponibilní důchod

Na obnovení růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu se podílely všechny složky příjmů domácností (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny)



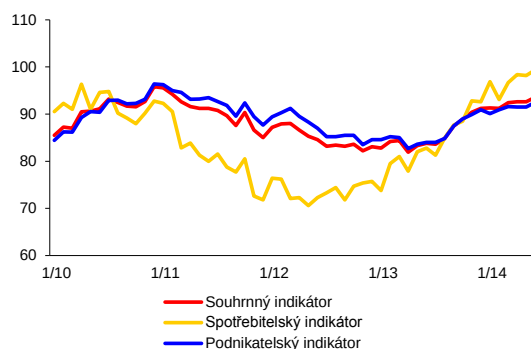
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností

V prvním čtvrtletí 2014 domácnosti realizovaly své zvýšené výdaje nejvíce ve službách (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



Graf III.3.6 Indikátory důvěry

Důvěra spotřebitelů i podnikatelů se dále zvyšovala (průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



¹⁷ Podíl mezd a platů domácností na celkovém hrubém disponibilním důchodu v prvním čtvrtletí 2014 činil 62 %.

¹⁸ Tyto výdaje tvoří téměř 90 % všech spotřebních výdajů domácností.

¹⁹ Podle sezonně neočištěných údajů.

Investice

V podmínkách probíhajícího oživení hospodářské aktivity zrychlil meziroční růst **fixních investic** v prvním čtvrtletí 2014 na 5,8 %²⁰ (Graf III.3.7). V mezičtvrtletním srovnání se růst investic po předchozím výrazném zesílení částečně zmírnil, i tak ale dosáhl téměř 2 %.

Pokračující oživení investiční aktivity bylo v prvním čtvrtletí 2014 převážně taženo sektorem **nefinančních podniků** (Graf III.3.7). Meziroční růst fixních investic v tomto sektoru o 8,5 % souvisel zejména s výrazným zvýšením investic do strojů a zařízení. Nefinanční podniky se pravděpodobně podílely také na rychle rostoucích investicích do dopravních prostředků i do budov a staveb (Graf III.3.8). Pokračující růst investic v tomto sektoru byl zejména odrazem zlepšujícího se náhledu podniků na budoucí vývoj poptávky, který byl podpořen příznivým vývojem zakázek v průmyslu. Podle posledních výsledků konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z června 2014 očekávají nefinanční podniky růst investic i v horizontu šesti a dvanácti měsíců.²¹

Celkový růst investic podpořily v prvním čtvrtletí 2014 také investice **sektoru vlády**, které v posledních dvou letech převážně klesaly (Graf III.3.7). V pozadí obnoveného růstu investic vlády (meziročně o 11,2 %) bylo zejména zvýšené úsilí o urychlené čerpání zdrojů z evropských fondů, které je časově omezené. Výsledkem byl nárůst veřejných zakázek uzavřených ve druhé polovině roku 2013, jejichž realizace započala v roce 2014.

V **sektoru domácností** však investice v prvním čtvrtletí 2014 stále ještě klesaly (meziročně o 9,3 %). Předstihové indikátory naznačují zatím jen pozvolné zlepšování vývoje investic domácností do obydlí,²² které jsou hlavní složkou investic domácností. Hlavním faktorem zůstává důvěra domácností v budoucí vývoj ekonomiky, zaměstnanosti a mezd, která se s pokračujícím oživením ekonomiky postupně zlepšuje. Podmínky financování investic do obydlí přitom zůstávají příznivé. Na straně developerů je patrné určité zlepšení náhledu na budoucí vývoj poptávky domácností po investicích do bydlení, což indikuje obnovený nárůst počtu zahájených bytů v prvním čtvrtletí 2014 (meziročně na 4,8 %).

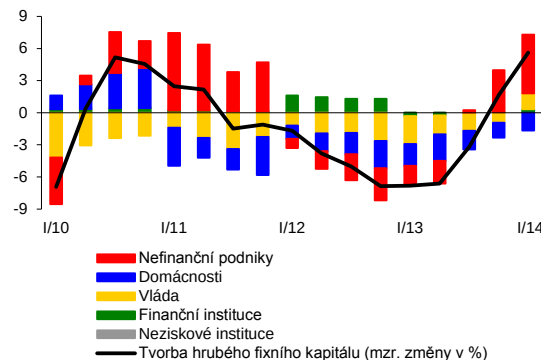
²⁰ Podle sezonně očištěných údajů. Dle sezonně neočištěných údajů, na nichž jsou založeny Grafy III.3.7 a III.3.8, jejich růst činil 5,6 %.

²¹ Ve zbývající části letošního roku se zejména očekává další nárůst investiční aktivity z důvodu výstavby LTE sítí trojicí největších mobilních operátorů.

²² Investice domácností do obydlí v prvním čtvrtletí 2014 meziročně poklesly o 1,8 %.

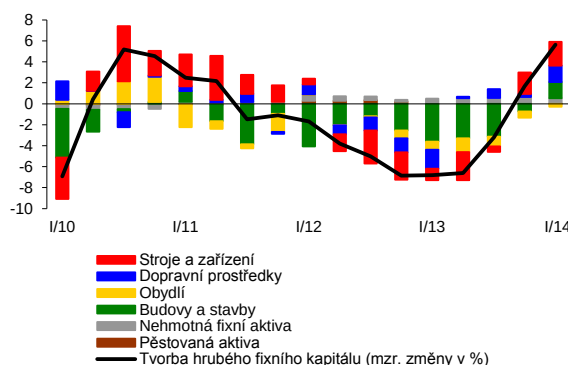
Graf III.3.7 Investice podle sektorů

Pokračující růst fixních investic byl nadále tažen sektorem nefinančních podniků (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



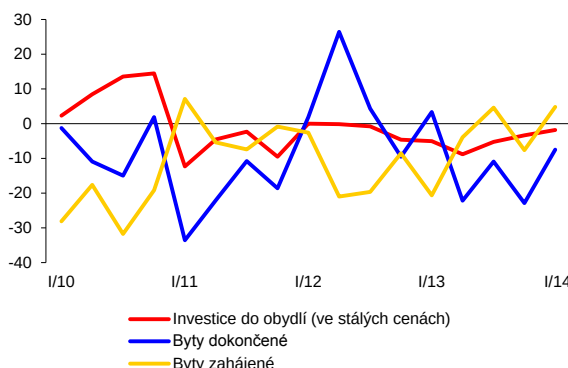
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu

Rostly investice do strojů a zařízení, dopravních prostředků i budov a staveb (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěno)



Graf III.3.9 Investice do obydlí

Pokles investic do obydlí se v prvním čtvrtletí 2014 zmírnil a počet zahájených bytů se zvýšil (meziroční změny v %)



Příspěvek **změny stavu zásob** k meziročnímu vývoji HDP byl i v prvním čtvrtletí 2014 záporný (-0,5 procentního bodu), avšak méně než v předchozím čtvrtletí. Je pravděpodobné, že byl výsledkem souběhu vyprodávání zásob tabákových výrobků z předchozího čtvrtletí a neočekávaného poklesu zásob pro výrobu v důsledku vyšší než očekávané zahraniční poptávky. Trvající příznivé údaje o vývoji nových průmyslových zakázek a výsledky posledního konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu ale naznačují, že lze očekávat poměrně výrazný nárůst stavu zásob ve druhém čtvrtletí 2014.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

V prvním čtvrtletí 2014 pokračoval **čistý vývoz zboží a služeb**²³ druhé čtvrtletí v řadě v meziročním růstu (Graf III.3.10). Přebytek čistého vývozu meziročně vzrostl o 13 mld. Kč a zvýšil se i v mezičtvrtletním srovnání (o více než 7 mld. Kč). K meziročnímu zvýšení čistého vývozu přispěla jak obchodní bilance, tak bilance služeb, jejichž přebytky rostly ve srovnání s předchozím čtvrtletím znatelně rychleji. Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu byl tak, podobně jako v předchozím čtvrtletí, kladný a zvýšil se na 1,1 procentního bodu (Graf III.3.2).

Meziroční růst čistého vývozu byl dosažen při zvýšení předstihu růstu vývozu před růstem dovozu (z 0,2 procentního bodu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 na 0,7 procentního bodu v prvním čtvrtletí 2014; Graf III.3.11). Meziroční růst celkového obchodního obrátu přitom výrazně zrychlil. **Celkový vývoz** meziročně vzrostl o 10,1 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím zrychlil o 6,4 procentního bodu. Výraznější růst celkového vývozu odrážel další zrychlení růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů a vliv oslabení kurzu koruny. Zvýšení celkového vývozu bylo spojeno především s rychlým růstem vývozu zboží (o 10,8 %). Současně k němu přispěl i obnovený růst vývozu služeb po čtyřech čtvrtletích poklesu.

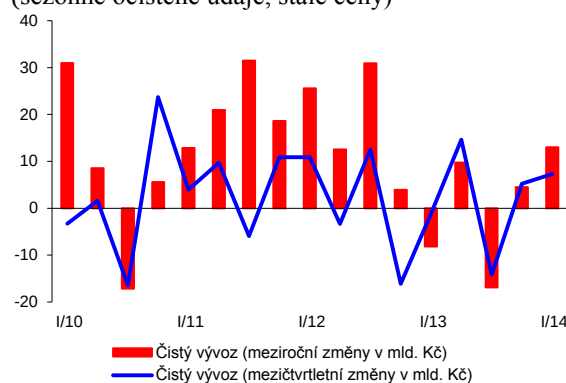
Rovněž meziroční dynamika **celkového dovozu** se v prvním čtvrtletí 2014 výrazně zvýšila (o 6 procentních bodů). Rychlý meziroční růst celkového dovozu (o 9,5 %) byl spojen se zesilujícím růstem domácí poptávky i vývozu s ohledem na jeho tradičně vysokou dovozní náročnost. Zvýšil se přitom především dovoz zboží, v jehož rámci nejrychleji rostl dovoz komodit pro investiční užití. Po dvou čtvrtletích poklesu ale přispěly mírně k růstu celkového dovozu také služby.

III.3.3 Nabídka

V prvním čtvrtletí 2014 pokračovala **hrubá přidaná hodnota** v základních cenách v obnoveném růstu z předchozího čtvrtletí. Jeho meziroční tempo přitom zřetelně zrychlilo, když ve srovnání s předchozím čtvrtletím bylo vyšší o 2 procentní body

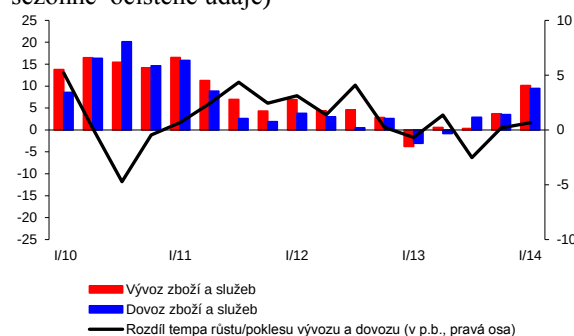
Graf III.3.10 Čistý vývoz

V prvním čtvrtletí 2014 se čistý vývoz dále zvýšil (sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



Graf III.3.11 Vývoz a dovoz

Meziroční růst celkového obchodního obrátu v prvním čtvrtletí 2014 výrazně zrychlil, předstih růstu vývozu před růstem dovozu se mírně zvýšil (meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



²³ V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

a dosáhlo 2,8 %. V mezičtvrtletním srovnání rostla přidaná hodnota již čtvrté čtvrtletí v řadě, přičemž v samotném prvním čtvrtletí 2014 její růst dosáhl 1,1 %. Pokračující oživení domácí i zahraniční poptávky se promítlo nejvíce do výkonů odvětví zpracovatelského průmyslu, avšak i ve většině ostatních odvětví již přidaná hodnota vykazovala růst (Graf III.3.12). Záporný příspěvek k meziročnímu vývoji přidané hodnoty zaznamenala jen odvětví těžby, výroby a rozvodu energií a pojišťovnictví a peněžnictví.

Příspěvek odvětví **průmyslu** k celkovému meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty dosáhl v prvním čtvrtletí 2014 celkově 1,4 procentního bodu (Graf III.3.12). Přispělo k tomu váhově významnější **odvětví zpracovatelského průmyslu**, kde došlo ke zřetelnému meziročnímu nárůstu přidané hodnoty o 5,9 %.

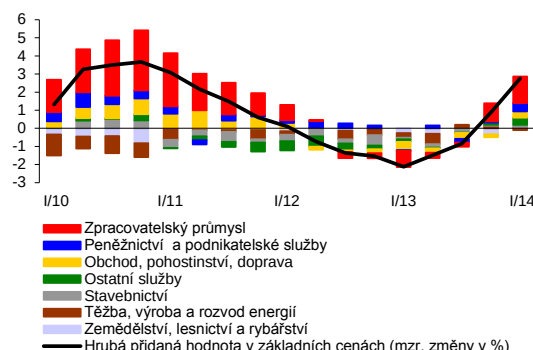
Růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu v prvním čtvrtletí letošního roku korespondoval s údaji o vývoji **průmyslové produkce** (Graf III.3.13)²⁴, která meziročně reálně vzrostla o 6,1 %. Na jejím růstu se nejvíce podílela rychle rostoucí produkce ve **zpracovatelském průmyslu**, jejíž meziroční tempo dosáhlo výrazných 9,1 %. Přitom zvyšování produkce bylo poměrně plošné a týkalo se téměř 90 % všech sledovaných odvětví. Z pohledu užití byl patrný zejména rychlý růst produkce pro investice a dlouhodobou spotřebu (o 11,7 %, resp. 9,3 %). Produkce pro krátkodobou spotřebu rostla nejpomaleji. Pouze ve výrobě energií se produkce meziročně snížila.

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** pokračoval poměrně rychlý reálný růst **průmyslové produkce** i v dubnu a květnu letošního roku, i když v květnu jeho dynamika zpomalila (Graf III.3.13).²⁵ Největší kladný příspěvek k meziročnímu reálnému růstu průmyslové produkce dosáhlo v květnu odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů (1,9 procentního bodu, růst o 11,9 %). Poslední údaje o **tržbách** z přímého vývozu naznačovaly udržení vysoké dynamiky vývozu i ve druhém čtvrtletí 2014 (v květnu o 10,7 % v běžných cenách), avšak růst domácích tržeb se zřetelně zmírnil k nízkým hodnotám.²⁶

Poslední informace o nových **průmyslových zakázkách** z dubna a května také naznačují pokračování růstu průmyslové produkce, když nové zakázky celkově vzrostly o 8,7 %; byly přitom taženy nadále rostoucími zakázkami ze zahraničí, neboť domácí zakázky v květnu mírně poklesly (Graf III.3.14).

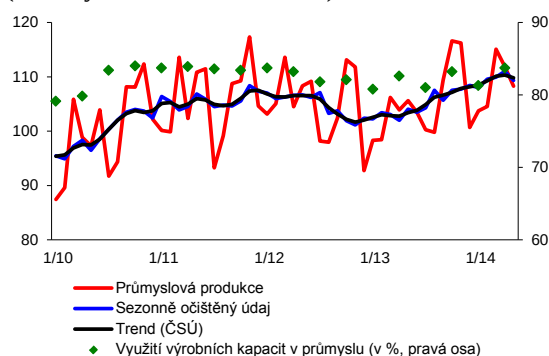
Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH

Na zrychlení růstu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2014 se nejvíce podílel zpracovatelský průmysl (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.3.13 Průmyslová produkce

Pokračuje rychlý meziroční růst průmyslové produkce, i když v květnu došlo k jeho zmírnění (bazický index, rok 2010=100)



Graf III.3.14 Nové průmyslové zakázky

Rychlý růst nových průmyslových zakázek ze zahraničí pokračoval, i když poněkud zpomalil (meziroční změny v %)



²⁴ Podle sezonně očištěných údajů.

²⁵ Podle sezonně očištěných údajů v dubnu vzrostla průmyslová produkce o 8,9 % a v květnu o 5,1 %.

²⁶ Domácí tržby zahrnují i nepřímý vývoz prostřednictvím neprůmyslových podniků.

Podle červencových²⁷ výsledků konjunkturního šetření ČSÚ se v průmyslu snížil vliv **bariéry nedostatečné poptávky** (Graf III.3.15). Proti tomu se zároveň lehce zvýšila bariéra nedostatku zaměstnanců, což je v souladu s obrázkem oživení ekonomiky. **Využití výrobních kapacit** bylo nicméně v červenci mírně nižší než v předchozím čtvrtletí.

Souhrnný příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl již v prvním čtvrtletí 2014 kladný (0,9 procentního bodu). Na tomto výsledku se podílela téměř všechna odvětví služeb, zejména veřejná správa a činnosti v oblasti nemovitostí, kde se růst přidané hodnoty pohyboval kolem 3 %. Poslední předstihové statistiky ČSÚ naznačují růst přidané hodnoty v obchodu ve druhém čtvrtletí 2014, a to ve větší míře v motoristickém segmentu než v ostatních segmentech maloobchodního prodeje.

K obnovení růstu přidané hodnoty došlo také ve **stavebnictví**, kde se hrubá přidaná hodnota po tříletém období poklesu meziročně zvýšila (o 4,6 % v prvním čtvrtletí 2014; Graf III.3.12). Přispělo k tomu především oživení produkce pozemního stavitelství za příznivých klimatických podmínek. Poslední dostupné měsíční údaje ČSÚ ukazují, že i v dubnu a květnu stavební produkce pokračovala v růstu (reálně o 6,9 %, resp. 2,4 %). S těmito výsledky koresponduje rychlý dvouciferný meziroční růst nových zakázek ve stavebnictví podle konjunkturního průzkumu ČSÚ z prvního čtvrtletí 2014, a to jak v pozemním, tak inženýrském stavitelství. Také orientační hodnota stavebních ohlášení a povolení se v květnu zvýšila (o 17,9 %), ačkoli jejich počet se nadále snižuje.

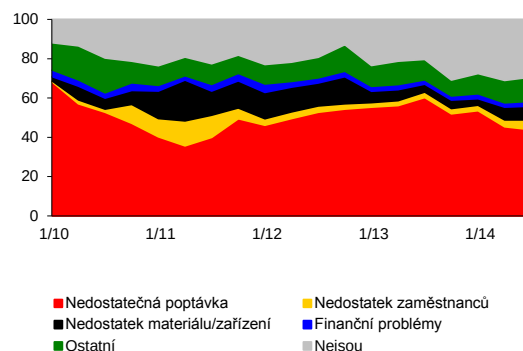
Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu, vycházející z údajů za červen, potvrzuje tendence vývoje tohoto indikátoru z předchozích období jak v ČR, tak v Německu a v EU jako celku. Pokračuje tak rostoucí trend, který je v Německu a EU patrný od druhé poloviny roku 2012 (Graf III.3.16); přitom v červnu se úroveň obou těchto zahraničních indikátorů sblížila. V ČR zvyšující se trend pokračuje od dubna minulého roku.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

V prvním čtvrtletí 2014 se meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** nadále nacházelo nad 1% hranicí s mírně se zvyšující tendencí (Graf III.3.17). Další významný mezičtvrtletní růst ekonomické aktivity pozorovaný v prvním čtvrtletí 2014 pak vyústil v další přivření mezery výstupu, která se ale stále nacházela ve významně záporných hodnotách (-2,4 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). V letošním roce tato

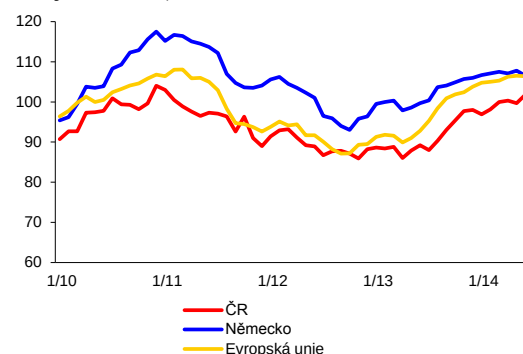
Graf III.3.15 Bariéry růstu v průmyslu

Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se dále snížil (v %)



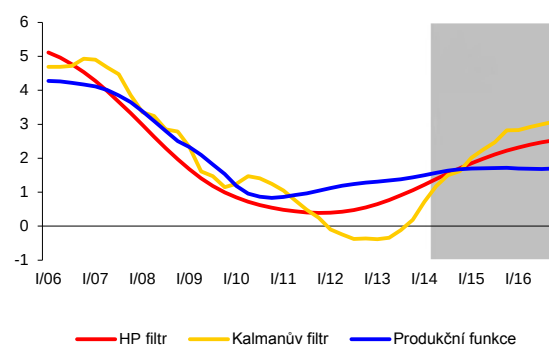
Graf III.3.16 Ekonomický sentiment

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



Graf III.3.17 Potenciální produkt

Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce se v prvním čtvrtletí 2014 nadále nacházelo nad 1 % (meziroční změny v %)



²⁷ Červencové údaje budou dostupné až po uzávěrce dat.

metoda naznačuje další pozvolné zrychlování růstu potenciálního produktu s jeho následnou stabilitou na úrovni 1,7 % na vzdálenějším horizontu prognózy. Mezera výstupu by se pak měla nadále postupně uzavírat, přičemž k nulové hodnotě se přiblíží v polovině roku 2016.²⁸

Vývoj jednotlivých faktorů vstupujících do produkční funkce ukazuje na prognóze na zvyšující se příspěvek produktivity, částečně vyvažovaný postupným poklesem příspěvku zaměstnanosti při zhruba stabilním příspěvku kapitálu. V souhrnu tak meziroční dynamika potenciálního produktu zrychlí jenom mírně k hodnotám kolem 1,7 % v roce 2016 (Graf III.3.19).

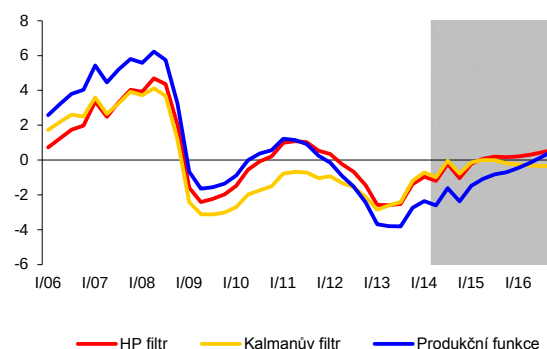
Alternativní odhad pomocí **HP filtru**²⁹ indikuje nižší tempo růstu potenciálního produktu (1,2 % v prvním čtvrtletí 2014) než výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je podle této metody aktuálně méně záporná a HP filtr naznačuje – při do budoucna rychlejšímu tempu růstu potenciálního produktu – její překmit do slabě kladných hodnot v polovině roku 2015. **Kalmanův filtr** indikuje v prvním čtvrtletí 2014 setrvání meziročního růstu potenciálního produktu na nižších hodnotách než dvě dříve představené metody. Na prognóze se však růst potenciálního produktu opět obnovuje a jeho tempo zrychlí až na úroveň 2,5 % koncem roku 2016. V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce indikuje také Kalmanův filtr v současnosti mírnější otevření mezery výstupu do záporných hodnot a zároveň její rychlejší přiblížení k nulové úrovni na horizontu prognózy.

III.4 TRH PRÁCE

Oživení ekonomické aktivity, které zřetelně zesílilo na přelomu minulého a letošního roku, příznivě ovlivnilo situaci na trhu práce v prvním čtvrtletí 2014. Růst zaměstnanosti se udržel na úrovni z předchozího čtvrtletí, nezaměstnanost se snižovala a po delším období poklesu se lehce meziročně zvýšil i počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky. Při rychlejšímu růstu zaměstnanosti než pracovní síly obecná míra nezaměstnanosti pokračovala v poklesu. Rovněž podíl nezaměstnaných osob začal v prvním čtvrtletí 2014 postupně klesat. Průměrná mzda se se v prvním čtvrtletí 2014 vrátila k meziročnímu růstu, zejména vlivem vývoje mezd v podnikatelském sektoru. Údaje za duben a květen 2014 naznačují pokračující mírný růst průměrné mzdy. Zrychlení ekonomické aktivity doprovázené jen pozvolným

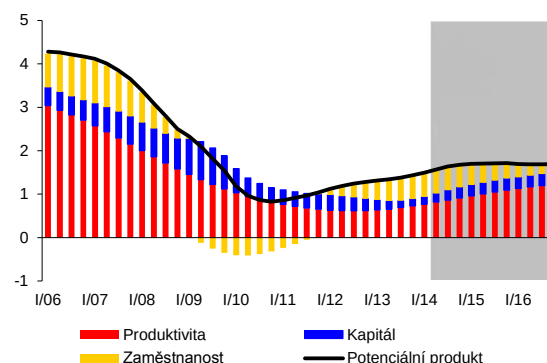
Graf III.3.18 Mezera výstupu

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



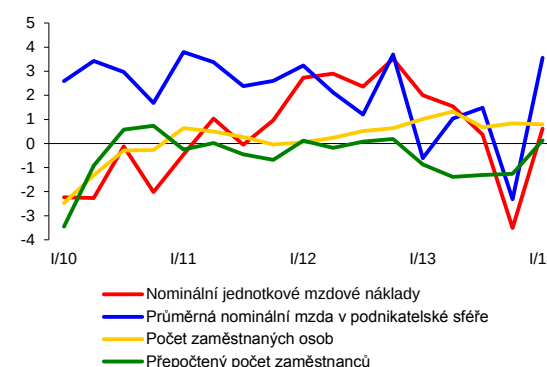
Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu

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



Graf III.4.1 Indikátory trhu práce

Růst zaměstnanosti pokračoval i v prvním čtvrtletí 2014, počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky se lehce zvýšil, průměrná mzda vzrostla (meziroční změny v %)



²⁸ Rozkolísaný vývoj mezery výstupu v letošním a příštím roce je způsoben výkyvy v HDP vyvolanými předzásobením výrobců cigaret v reakci na zvýšení spotřební daně (viz kapitola II.2). V realitě lze předpokládat plynulejší uzavírání záporné mezery výstupu.

²⁹ V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda = 1600$.

růstem zaměstnanosti vedlo ke zvýšení tempa růstu národohospodářské produktivity práce. Mzdová náročnost produktu se meziročně mírně zvýšila vlivem poměrně výrazného zrychlení růstu objemu mezd a platů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

V prvním čtvrtletí 2014 rostla **celková zaměstnanost**³⁰ stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí (o 0,8 %; Graf III.4.1). Také v mezičtvrtletním srovnání se po očištění od sezonních vlivů zvýšila (o 0,4 %). Na pokračujícím mírném růstu zaměstnanosti se na rozdíl od předchozího čtvrtletí podílel nejen rostoucí počet zaměstnanců, ale i podnikatelů.

V rámci sektorů se přitom nejvíce zvýšila zaměstnanost v sekundárním sektoru (Graf III.4.2). Tato skutečnost svědčila o pokračujícím růstu poptávky po práci v tomto sektoru v souvislosti s oživením ekonomické aktivity. V terciárním sektoru se zaměstnanost po výraznějším nárůstu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zvýšila jen mírně, a její kladný příspěvek k meziročnímu vývoji celkové zaměstnanosti se tak v prvním čtvrtletí 2014 podstatně snížil.

V primárním sektoru setrvala zaměstnanost v meziročním poklesu, který se vlivem snížení zaměstnanosti v zemědělství dále prohloubil.

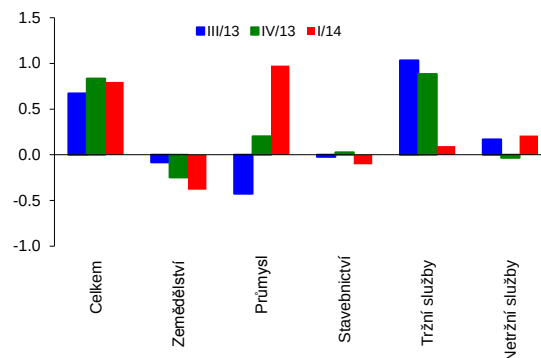
Obnovený mírný meziroční růst zaměstnanosti v **sekundárním sektoru** v závěru minulého roku v prvním čtvrtletí 2014 znatelně zrychlil (na 2,3 %). Největší meziroční nárůst počtu zaměstnaných osob byl nadále pozorován ve zpracovatelském průmyslu, avšak rychlý růst zaměstnanosti vykazovala i odvětví výroba a rozvod elektřiny a zásobování vodou. Podle posledních údajů za duben a květen se pokračující růst průmyslové produkce znatelně projevil v meziročním růstu evidenčního počtu zaměstnanců³¹ (o 1,9 %, resp. 1,6 %). Ve stavebnictví se však zaměstnanost po jednorázovém slabém růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 opět meziročně snížila.

V terciárním sektoru bylo zmírnění meziročního růstu zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2014 (na 0,5 %) ovlivněno prudkým oslabením dynamiky zaměstnanosti v tržních službách. Za touto změnou stálo především další snižování počtu zaměstnaných osob v peněžnictví a pojišťovnictví, které vedlo k prohloubení meziročního poklesu zaměstnanosti v tomto odvětví. Výrazně se také zmírnilo tempo růstu počtu zaměstnanců ve velkoobchodu a maloobchodu a opravách motorových vozidel. Na druhé straně se ale zvyšovala poptávka po některých jiných profesích, zejména v informačních a komunikačních činnostech a v administrativních a podpůrných

Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se nejvíce podílel průmysl, příspěvek tržních služeb se výrazně snížil

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



³⁰ Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

³¹ Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

činnostech. V netržních službách se zaměstnanost – na rozdíl od tržních služeb – vrátila v prvním čtvrtletí 2014 k meziročnímu růstu v souvislosti se značným nárůstem počtu zaměstnaných osob v odvětví zdravotní a sociální péče.

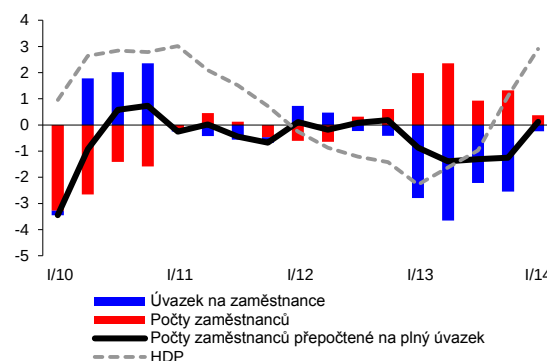
Pokračující oživení ekonomické aktivity se již začalo pozvolna projevovat ve vývoji **přepočteného počtu zaměstnanců na plné úvazky**. Nasvědčoval tomu obnovený slabý meziroční růst tohoto indikátoru v prvním čtvrtletí 2014 (o 0,1 % oproti -1,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013; Graf III.4.3). Tento vývoj byl patrný v podnikatelském i nepodnikatelském sektoru: v prvně jmenovaném se meziroční pokles přepočteného počtu zaměstnanců již přiblížil téměř k nulové hodnotě a v nepodnikatelském sektoru vykázal tento indikátor slabý růst.

V rámci jednotlivých sektorů národního hospodářství byl však vývoj počtu zaměstnanců a průměrného úvazku na zaměstnance značně rozdílný. V **průmyslu a netržních službách**, kde rostl rychleji počet zaměstnanců než přepočtený počet zaměstnanců, docházelo ke zkracování průměrného úvazku na zaměstnance. Naopak v **tržních službách** počet zaměstnanců po dlouhém období růstu poklesl, avšak při zvýšení průměrného úvazku došlo k mírnému nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců. Ve **stavebnictví** přepočtený počet zaměstnanců dlouhodobě výrazně klesá.

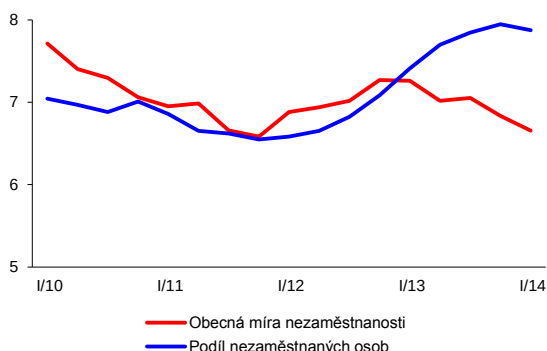
Při rychlejším meziročním růstu zaměstnanosti než pracovní síly se **obecná míra nezaměstnanosti**³² v prvním čtvrtletí 2014 dále snížila (na 6,7 %; Graf III.4.4). Meziroční růst pracovní síly byl při pokračujícím poklesu populace výsledkem rostoucí **míry ekonomické aktivity**³³ ve všech věkových skupinách, když celková míra ekonomické aktivity dosáhla nejvyšších hodnot v historii ČR (73,4 % po sezonním očištění). K jejímu zvýšení přispělo mimo jiné prodlužování hranice odchodu do důchodu, demografický vývoj, a také využívání zkrácených pracovních úvazků. Podle posledních dubnových a květnových údajů se sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dále snížila na 6,5 %, resp. 6,4 % a míra ekonomické aktivity nepatrně poklesla.

Podíl nezaměstnaných osob³⁴, publikovaný MPSV, se v prvním čtvrtletí 2014 rovněž snížil (Graf III.4.4). K dalšímu poklesu tohoto indikátoru nezaměstnanosti (sezonně očištěného) na hodnotu 7,8 % pak došlo ve druhém čtvrtletí 2014 v souvislosti s výraznějším snížením počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání než poklesu populace v dané věkové skupině.

Graf III.4.3 Přepočtené počty zaměstnanců
Přepočtený počet zaměstnanců nepatrně vzrostl (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti
Obecná míra nezaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2014 dále klesala, rovněž podíl nezaměstnaných osob se mírně snížil (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



³² Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.

³³ Míra ekonomické aktivity je definována jako podíl zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině.

³⁴ Podíl nezaměstnaných osob je výsledkem poměru dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

Pozvolné zlepšování situace na trhu práce naznačují i poslední dostupné údaje za druhé čtvrtletí 2014, podle kterých dochází k postupnému posunu podél **Beveridgeovy křivky**³⁵ severozápadním směrem. Tento posun je dán poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání, za nímž stojí nárůst vyřazených umístěním na trhu práce i sankčně³⁶, při současném růstu počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

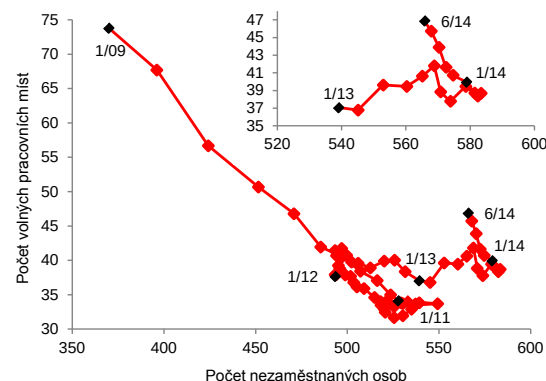
Po delším období převážně mírného růstu či poklesu vzrostla **průměrná nominální mzda** v prvním čtvrtletí 2014 o 3,3 % (Graf III.4.6). Tato výrazná změna v dynamice mzdového vývoje byla způsobena především zrychlením růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře, příspěvek nepodnikatelské sféry byl méně významný. Při nízké meziroční inflaci se pak **reálná průměrná mzda** zvýšila o 3,1 % (Tab. III.4.1).

Po slabém růstu ve druhém a třetím čtvrtletí 2013 a výrazném poklesu v závěru uvedeného roku zrychlil růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** v prvním čtvrtletí 2014 na 3,6 %. Reálně se pak průměrná mzda v této sféře zvýšila o 3,4 %. Podle očekávání byla dosažená hodnota meziročního růstu průměrné mzdy zřetelně ovlivněna efektem daňové optimalizace zaznamenané v závěru roku 2012 (v předpokládaném rozsahu téměř 2 procentních bodů)³⁷. Avšak zrychlení mzdového růstu bylo patrné i po očištění dopadu tohoto faktoru a v mezičtvrtletním srovnání vzrostla sezonně očištěná průměrná mzda o 0,5 %. Pokračující oživení ekonomické aktivity doprovázené růstem produktivity práce se tak začalo promítat do dynamiky mzdového růstu v podnikatelské sféře.

V rámci **odvětví podnikatelské sféry** se nejvýrazněji zvýšila průměrná mzda v peněžnictví a pojišťovnictví (meziročně o 10 %), které však bylo nejvíce zasaženo časovým přesunem mezd v důsledku daňové optimalizace. Rychlý růst mezd přesahující úroveň 4 % byl rovněž zaznamenán v odvětví

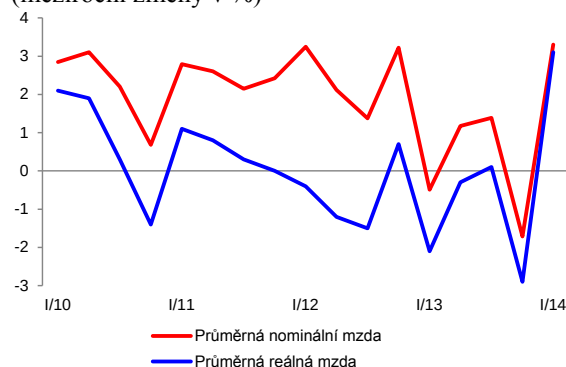
Graf III.4.5 Beveridgeova křivka

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



Graf III.4.6 Průměrná mzda

V prvním čtvrtletí 2014 průměrná nominální i reálná mzda zřetelně vzrostla (meziroční změny v %)



Tab. III.4.1 Mzdy, produktivita, NJM

Meziroční růst průměrné nominální mzdy přesáhl úroveň 3 %, produktivita práce se rovněž zvýšila (meziroční změny v %)

	II/13	III/13	IV/13	I/14
Průměrná mzda v ČR				
nominální	1,2	1,4	-1,7	3,3
reálná	-0,3	0,1	-2,9	3,1
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	1,0	1,5	-2,3	3,6
reálná	-0,4	0,2	-3,5	3,4
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	1,9	0,9	0,9	2,2
reálná	0,4	-0,4	-0,3	2,0
NHPP	-2,9	-0,8	0,1	2,3
NJMN	1,5	0,4	-3,5	0,6

³⁵ 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.

³⁶ Důvody pro sankční vyřazení z evidence úřadu práce jsou zejména odmítnutí nastoupit do vhodného zaměstnání, výkon nelegální práce, odmítnutí veřejné služby, odmítnutí nastoupit na dohodnutou rekvalifikaci či maření součinnosti s úřadem práce.

³⁷ Od 1.1.2013 došlo k zavedení tzv. solidární daně, tedy zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně, a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění. Proto došlo v řadě odvětví, která obvykle vykazují nejvyšší podíl mimořádných odměn za výsledky uplynulého roku, k přesunu těchto odměn z roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012. Jednalo se zejména o odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, energetiku a teplárenství a kulturní, zábavní a rekreační činnosti.

informačních a komunikačních činností, zemědělství a ve zpracovatelském průmyslu. Údaje za duben a květen z průmyslu a stavebnictví ukazují pokračování mzdového růstu v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014, a to tempem 1,8 %, resp. 0,9 %, přičemž zpomalení oproti předchozímu čtvrtletí je možno přičíst odeznění již zmíněného vlivu daňové optimalizace.

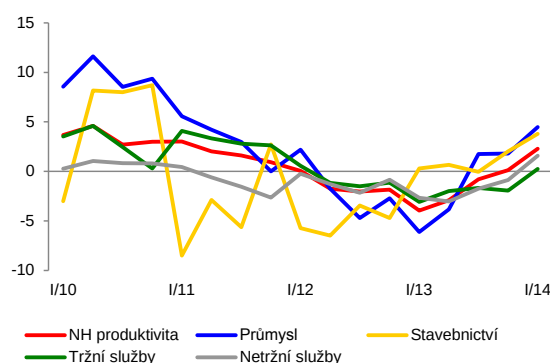
V **nepodnikatelské sféře** růst průměrné nominální mzdy v prvním čtvrtletí 2014 rovněž zrychlil (meziročně na 2,2 %). Na tomto celkově umírněném růstu se podílel růst průměrné mzdy v ústředních i místních vládních institucích (o 3,6 %, resp. o 1,0 %). Ještě výrazněji vzrostly mzdy ve váhově málo významném sektoru fondů sociálního zabezpečení (téměř o 6 %). Růst reálné průměrné mzdy se při nízké meziroční inflaci jen mírně lišil od tempa růstu nominální mzdy a dosáhl 2 % (Tab. III.4.1).

Při vyšším růstu reálného hrubého domácího produktu než zaměstnanosti došlo v prvním čtvrtletí 2014 ke zrychlení meziročního růstu **národohospodářské produktivity práce**³⁸ (meziročně na 2,3 %). Přispěl k tomu nejvíce průmysl, kde produktivita práce meziročně vzrostla o výrazných 4,5 %³⁹ (Graf III.4.7). Poměrně rychlý růst produktivity byl zaznamenán rovněž ve stavebnictví (o 3,8 %), zatímco v tržních a netržních službách se produktivita zvýšila jen mírně. Zrychlil i růst **hodinové produktivity práce**, avšak její meziroční tempo bylo ve srovnání s národohospodářskou produktivitou zhruba poloviční. Rychlý růst hodinové produktivity práce vykázal opět průmysl, ve stavebnictví byl pomalejší. V tržních a netržních službách hodinová produktivita práce mírně klesala.

Výrazné zrychlení růstu objemu mezd a platů⁴⁰, při uvedeném vývoji ekonomické aktivity, vyústilo v prvním čtvrtletí 2014 v mírný meziroční růst **mzdové náročnosti produktu**⁴¹ (o 0,6 %; Graf III.4.8). V rámci jednotlivých odvětví rostly NJMN především v tržních a netržních službách. V průmyslu byl jejich meziroční růst jen slabý, přičemž v samotném zpracovatelském průmyslu NJMN klesaly. Ve stavebnictví pokračovalo rychlé snižování mzdových nákladů na produkci.

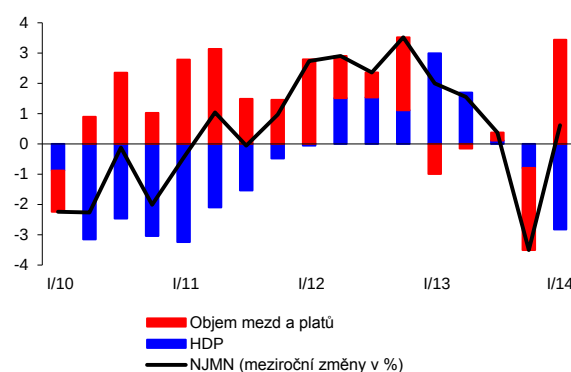
Graf III.4.7 Vývoj produktivity v NH

Na růstu národohospodářské produktivity práce se nejvíce podílela odvětví průmyslu a stavebnictví (meziroční změny v %)



Graf III.4.8 Mzdová náročnost produktu

NJMN v prvním čtvrtletí 2014 mírně vzrostly vlivem zřetelného zvýšení objemu mezd a platů (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



³⁸ Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

³⁹ Ve zpracovatelském průmyslu byl růst produktivity ještě vyšší, když dosáhl 5,5 %.

⁴⁰ Po poklesu objemu mezd a platů ve čtvrtém čtvrtletí 2013 o 2,7 % vzrostl tento objem v prvním čtvrtletí 2014 o 3,5 %.

⁴¹ Výpočet mzdové náročnosti produktu měřené nominálními jednotkovými náklady (NJMN) byl proveden na sezonně neočištěných datech.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Vlivem růstu ekonomické aktivity se zastavil předchozí dlouhodobě pozorovaný výrazný pokles rychlosti obratu široce definovaných peněz. Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 mírně zvýšila, přičemž k tomuto růstu i nadále přispívají zejména vysoce likvidní jednodenní vklady. Nově zrychlila dynamika vkladů domácností, což koresponduje s pozorovaným obratem na trhu práce. Vedle toho přetrvával zvýšený růst vkladů nefinančních podniků, odrážející jejich zlepšenou provozní ziskovost podpořenou oživením zahraniční poptávky i oslabeným kurzem koruny. Dostupnost úvěrů podnikům se vlivem nižších vnímaných rizik budoucího ekonomického vývoje a vyšší konkurence mezi bankami zlepšila. Dynamika podnikových úvěrů zrychlila v souvislosti s poměrně silně rostoucí poptávkou podniků po financování fúzí a akvizic, fixních investic i provozních potřeb. U domácností se růst úvěrů na bydlení rovněž zvýšil. Plošný nárůst poptávky po úvěrech v těchto segmentech se očekává i pro třetí čtvrtletí roku 2014. Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly a výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů mírně klesaly. Některé klientské úrokové sazby se snížily na nová historická minima. Kurz koruny vůči euru a americkému dolaru byl ve druhém čtvrtletí stabilní. V první polovině roku 2014 je potvrzován růst cen nemovitostí v Praze a nově dochází též k oživení cen ve zbytku ČR.

III.5.1 Peníze

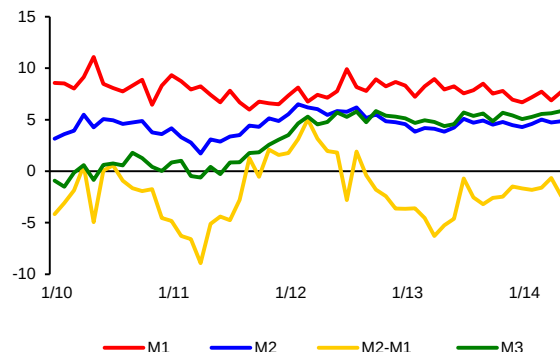
Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** se v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014 mírně zvýšila a v květnu dosáhla 4,8 % (Graf III.5.1). **Očekávaná skutečnost za celé druhé čtvrtletí ve výši 4,7 % pravděpodobně bude jen slabě nad úrovní minulé prognózy, která implikovala růst M2 na úrovni 4,6 %.** Při meziročním růstu nominálního sezonně očištěného HDP na úrovni 5,2 % a roční míře růstu sezonně očištěného M2 ve výši 4,6 % se pokles rychlosti obratu peněz v prvním čtvrtletí 2014 poprvé po mnoha letech zastavil (Graf SZ III.5.1). Na straně aktiv bank byl růst M2 podporován zvýšením čistých zahraničních aktiv odrážejícím přebytek běžného účtu platební bilance a příliv investic. V menší míře působil na zvýšení M2 také růst úvěrů soukromému sektoru.

Obdobně jako u M2 se v hodnoceném období mírně zvýšila i roční míra růstu **peněžního agregátu M3** (na 5,8 % v květnu). Ve srovnání s průměrem za eurozónu je růst M3 v ČR vyšší již o téměř pět procentních bodů. V eurozóně je slabý růst peněžního agregátu M3 ovlivňován na straně poptávky odlivy peněz do více úročených a rizikovějších produktů mimo M3 a na straně finančního sektoru probíhajícím procesem deleveragingu.

Preference likvidity přispívá v ČR obdobně jako v eurozóně k vysokému růstu peněžního agregátu M1 (v květnu meziročně o 7,7 %, Graf III.5.1), což odráží zvýšenou poptávku

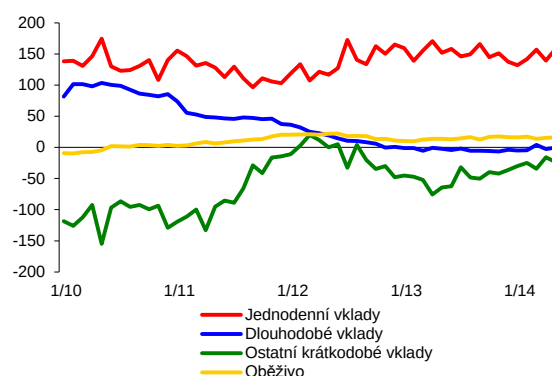
Graf III.5.1 Peněžní agregáty

Tempo růstu peněžního agregátu M2 a M3 se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 nepatrně zvýšilo (roční míry růstu v %)



Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2

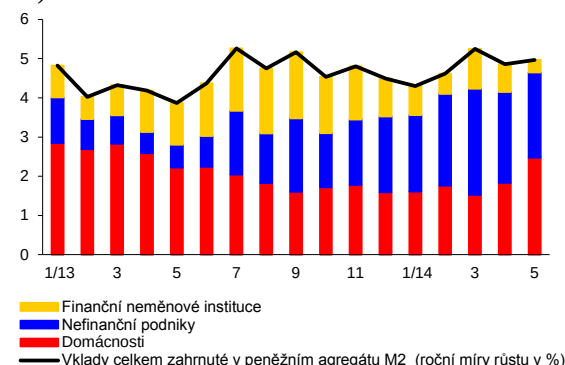
Preference likvidity udržuje v podmínkách nízkých úrokových sazeb růst jednodenních vkladů na vysoké úrovni (roční toky v mld. Kč)



Graf III.5.3 Struktura vkladů peněžního agregátu M2

K vyššímu růstu peněžní zásoby přispívaly vklady nefinančních podniků a nově ve větší míře i vklady domácností

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



nefinančních podniků a domácností po **jednodenních vkladech** (Graf III.5.2). Vysoce likvidní peníze (M1) zůstávají jedinou složkou přispívající k růstu M2. Pokles ostatních krátkodobých vkladů se zmírnil. Dlouhodobé vklady v podmínkách nízkých úrokových sazeb stagnovaly, což je vývoj patrný v posledních dvou letech.

Z hlediska **sektorové struktury vkladů** přispívaly k růstu M2 nejvýrazněji vklady nefinančních podniků a domácností. Dynamika vkladů domácností konzistentně s pozorovaným obratem na trhu práce v květnu vzrostla na 3,6 %. Naopak roční míra růstu vkladů nefinančních podniků se při oživení ekonomické aktivity mírně snížila na 8,2 %. Její i tak stále poměrně vysoká úroveň nadále koresponduje se zvýšenou hladinou pohotové likvidity podniků. Pokračovalo zpomalování růstu vkladů finančních neměnových institucí v důsledku snahy těchto institucí o vyšší zhodnocení finančních prostředků mimo M2 (Graf III.5.3). Podíl cizoměnových vkladů na celkových rezidentských vkladech zahrnutých v M2 v důsledku zvýšeného podílu podnikových vkladů nadále dosahoval cca 9 %.

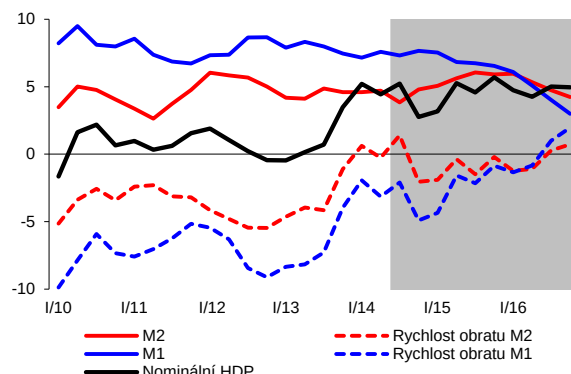
Podle **nové prognózy** by se roční míra růstu peněžního agregátu M2 měla ve třetím čtvrtletí 2014 převážně vlivem srovnávací základny přechodně snížit na 3,8 %. Poté bude růst M2 až do konce příštího roku opět akcelarovat, což bude souviset se zrychlujícím růstem reálného HDP a zvyšováním celkové inflace směrem k inflačnímu cíli. Následně v roce 2016 růst M2 poněkud zpomalí (Graf SZ III.5.1). Z hlediska celoročních hodnot by měl růst M2 v letošním roce činit v průměru 4,5 %, v příštím roce 5,7 % a v roce 2016 pak 5,1 %. Oproti minulé prognóze se nový výhled tempa růstu M2 v roce 2015 zvyšuje o něco více než 1 procentní bod. Meziroční změna rychlosti obratu peněz by měla na celém horizontu prognózy kolísat okolo nulových hodnot, přičemž v průměru bude ve srovnání s minulostí jen mírně záporná. Roční míra růstu vysoce likvidních peněz bude nejprve stabilní, v průběhu příštího roku začne v souladu s očekávaným zvýšením úrokových sazeb postupně zpomalovat. Peněžní agregát M1 tak letos vzroste o 7,4 %, v příštím roce o 6,9 % a v roce 2016 o 4,5 %.

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014 zrychlila a v květnu dosáhla 4,2 %. Dle červencového šetření úvěrových podmínek bank vzrostla ve druhém čtvrtletí poptávka po úvěrech u podniků a poptávka po úvěrech na bydlení u domácností. Na straně nabídky se úvěrové standardy bank při schvalování těchto úvěrů ve druhém čtvrtletí uvolnily či se plošněji neměnily (Tab. III.5.1). Výsledky šetření ukazují také na uvolnění podmínek při schvalování úvěrů, což celkově koresponduje se zrychlením růstu ekonomické aktivity a nižším vnímáním rizik na finančním trhu. Obdobný vývoj banky očekávají i ve třetím čtvrtletí 2014. V eurozóně výsledky šetření úvěrových podmínek v prvním čtvrtletí 2014 v souhrnu rovněž ukazují na stabilizaci situace. Banky v eurozóně pociťují růst

Graf SZ III.5.1 Prognóza M2

Peněžní agregát M2 poroste v letech 2014 až 2016 cca 4 až 6% tempem
(roční míry růstu v %, sezonně očištěné údaje)



Tab. III.5.1 Změny úvěrových podmínek bank

Ve druhém čtvrtletí 2014 se zvýšila poptávka po podnikových úvěrech a po úvěrech na bydlení, což bylo doprovázeno uvolněním či neměnností úvěrových standardů
(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

	Nabídka úvěrů: z toho			Poptávka po úvěrech
	Úvěrové standardy	Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	
Úvěry nefinančním podnikům				
II/13	17 (9)	-36	3	19 (-1)
III/13	0 (20)	-21	0	-7 (23)
IV/13	-2 (0)	-20	2	27 (-8)
I/14	0 (2)	0	20	-26 (29)
II/14	-28 (-16)	-29	3	30 (54)
III/14	(-32)			(56)
Úvěry na bydlení				
II/13	4 (-26)	-43	-4	67 (17)
III/13	-4 (-22)	-53	20	61 (-7)
IV/13	0 (27)	22	8	11 (6)
I/14	-4 (-4)	-2	36	-11 (-2)
II/14	4 (4)	-37	-33	57 (35)
III/14	(-42)			(31)
Spotřebitelské úvěry				
II/13	26 (30)	7	7	69 (-7)
III/13	0 (0)	-9	0	-34 (-15)
IV/13	0 (-7)	-9	-9	-9 (2)
I/14	-18 (16)	-25	-25	76 (-28)
II/14	35 (22)	0	4	-5 (69)
III/14	(9)			(-12)

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

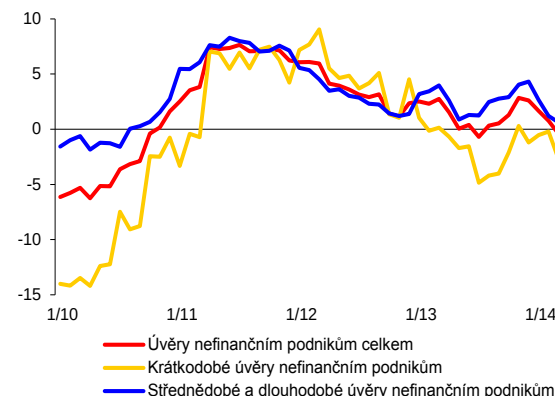
poptávky po úvěrech při nezměněných, resp. uvolněnějších úvěrových standardech.⁴²

U **úvěrů nefinančním podnikům** v ČR roční míra růstu v průběhu druhého čtvrtletí 2014 zrychlila na 2,1 % (Graf III.5.4). K růstu úvěrů však přispívaly pouze úvěry podnikům pod zahraniční kontrolou, zatímco úvěry domácím podnikům nadále klesaly. Dle šetření úvěrových podmínek bank vzrostla poptávka podniků zejména po dlouhodobých úvěrech. Poptávka se zvyšovala u velkých podniků a částečně i u malých a středních podniků. Příznivě na ni působil růst financování fúzí/akvizic a restrukturalizací podniků, dále růst fixních investic a v menší míře i provozního kapitálu a zásob. Naopak zvýšená emise podnikových dluhopisů a využití vnitřních zdrojů podniků nadále poptávku po úvěrech snižovaly. Meziroční růst stavu emitovaných podnikových dluhopisů dosáhl v prvním čtvrtletí 2014 vysokých cca 15 %, i když od počátku roku 2013 pozvolna zpomaluje. Plošný růst poptávky po úvěrech banky očekávají i pro třetí čtvrtletí 2014.

Investiční úvěry určené k financování tvorby fixního kapitálu, které dosahují zhruba 56 % podnikových úvěrů, v průběhu druhého čtvrtletí 2014 dále rostly. Obdobně jako v závěru loňského roku k tomu přispíval růst úvěrů developerům a energetice, příspěvek úvěrů zpracovatelskému průmyslu po předchozích záporných hodnotách byl zhruba nulový. Investiční úvěry do stavebnictví a obchodu se rovněž výrazněji nemění (Graf III.5.5).

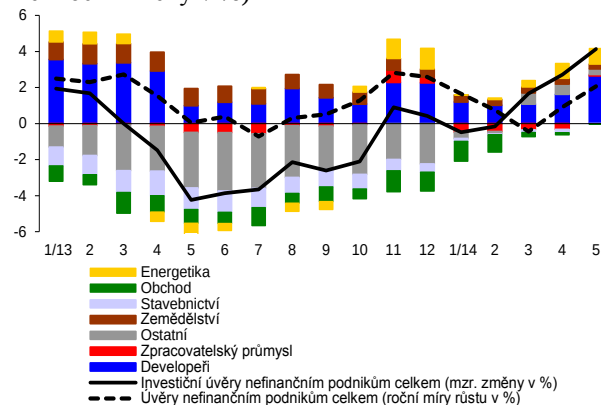
Zájem českých podniků o **úvěry v cizí měně** se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 opět zvýšil. Roční míra růstu těchto úvěrů očištěná o kurzové a jiné netransakční vlivy zrychlila v květnu na 9,9 % (Graf III.5.6). Podíl cizoměnových úvěrů na podnikových úvěrech dosahoval zhruba 21 %. K uvedenému vývoji přispívaly zejména úvěry developerům (výstavba komerčních realitních projektů je z důvodu stanovování nájmu v eurech obvykle financována právě eurovými úvěry). Růst úvěrů v cizí měně v průmyslu a obchodu naopak zpomalil.

Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům
V průběhu druhého čtvrtletí 2014 se zvýšil růst podnikových úvěrů s delší splatností (roční míry růstu v %)



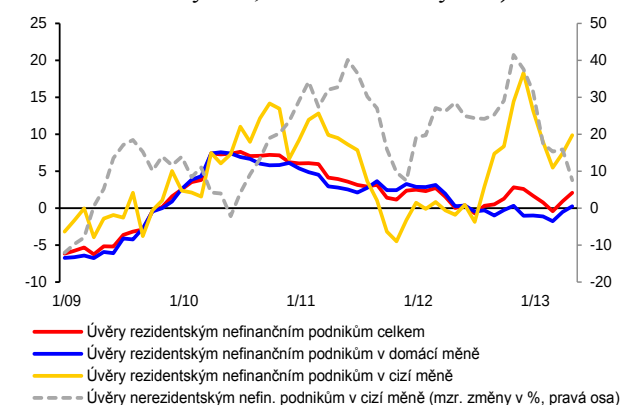
Graf III.5.5 Úvěry podnikům určené k financování fixních investic

Investiční úvěry v průběhu druhého čtvrtletí 2014 nejvýrazněji vzrostly u developerů (příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



Graf III.5.6 Měnová struktura podnikových úvěrů

Roční míra růstu úvěrů tuzemským nefinančním podnikům v cizí měně zůstává na zvýšené úrovni (roční míry růstu očištěné o kurzové vlivy a jiné netransakční vlivy v %, meziroční změny v %)



⁴²V eurozóně poptávka po úvěrech v prvním čtvrtletí 2014 mírně rostla a úvěrové standardy se u podnikových úvěrů v souhrnu neměnily, u úvěrů domácnostem se uvolnily. Ve vývoji standardů se odrážela neměnicí se omezení plynoucí ze stavu bilancí bank a nákladů jejich financování. Poprvé od roku 2007 banky v eurozóně zároveň vnímají pokles rizik spojených s očekávaným vývojem celkové ekonomické aktivity a zvýšenou konkurenci ve všech segmentech úvěrového trhu. Poptávka po úvěrech rostla, u podniků vlivem potřeb financovat růst provozního kapitálu a zásob při dalším zmírnění poklesu poptávky po úvěrech určených k financování fixních investic. U domácností růst poptávky po úvěrech na bydlení ovlivňovala zvýšená spotřebitelská důvěra a výhled trhu nemovitostí. Poprvé od roku 2010 vzrostla poptávka po spotřebitelských úvěrech (viz *Monthly Bulletin ECB*, May 2014).

I přesto zůstává v některých odvětvích na zvýšené úrovni zejména v důsledku přirozeného zajišťování exportně orientovaných podniků při financování obnoveného růstu investiční aktivity.

Úvěrové standardy při schvalování podnikových úvěrů se ve druhém čtvrtletí 2014 poprvé po dvou letech od zavedení šetření výrazně uvolnily (Tab. III.5.1). To bylo ovlivňováno poklesem vnímaných rizik ohledně výhledu celkové ekonomické aktivity, zvýšením konkurenčního tlaku a v menší míře zlepšením situace v oblasti financování a likvidity bank. Uvolnění standardů a podmínek bylo výraznější u velkých podniků (Tab. III.5.2).

Podle „Průzkumu názorů generálních ředitelů“ provedeného společností *Deloitte* v lednu 2014 je zřejmé, že nejčastějším zdrojem financování očekávaného růstu tržeb firem v letošním roce budou stejně jako v předchozích letech zejména jejich vlastní zdroje (uvedlo to 84 % ředitelů oproti 92 % v roce 2013). Čerpat bankovní úvěr plánuje o něco méně ředitelů než v loňském roce (41 % oproti 48 %). Výraznější zapojení cizích zdrojů financování je dle vnímání manažerů podmíněno kromě růstu poptávky i zlepšením **dostupnosti úvěrů**. Na druhou stranu dle manažerů roste zájem firem o veřejné prostředky včetně fondů a dotací z EU (z loňských 9 % na 13 %).

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se po pozvolném zvyšování zaznamenaném od počátku roku 2013 následně v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014 mírně snížila na 5 % (Graf III.5.7). Růst **úvěrů na bydlení** se výrazněji neměnil. V podmínkách pokračujícího snižování úrokových sazeb mírně zrychlila dynamika hypoték (na 6,7 % v květnu), zatímco úvěry ze stavebního spoření nadále klesaly (-6,2 %). Dle Hypoindexu za červen 2014 se počet a objem nových hypoték při dalším snížení úrokových sazeb z těchto úvěrů v celém druhém čtvrtletí mezičtvrtletně zvýšil o cca 32 %, resp. o 34 %. Meziročně počty a objemy nových hypoték v červnu nadále klesaly (zejména vlivem zvýšené úrovně refinancování stávajících úvěrů v loňském roce), avšak mírněji než v předchozím měsíci. Poptávka domácností po hypotékách se ve druhém čtvrtletí 2014 zvýšila částečně vlivem kompenzace jejího přechodného výpadku na počátku letošního roku. Ten byl způsoben legislativními změnami spojenými s novým občanským zákoníkem a katastrálním zákonem (Tab. III.5.1). Příznivě na poptávku působily zlepšené vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí korespondující s oživením nabídkových cen bytů a zvýšení spotřebitelské důvěry. Úvěrové standardy bank se výrazněji neměnily; většina faktorů (náklady financování bank, konkurenční tlak a vnímání rizik) přitom působila ve směru jejich uvolnění. S tím jsou konzistentní i očekávání bank pro třetí čtvrtletí 2014, které avizují uvolnění standardů a další růst poptávky.

Tab. III.5.2 Úvěrové standardy a vybrané podmínky při schvalování úvěrů podnikům podle jejich velikosti

Dostupnost podnikových úvěrů se zvýšila, když úvěrové standardy se poprvé po dvou letech uvolnily u větší části bankovního trhu

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

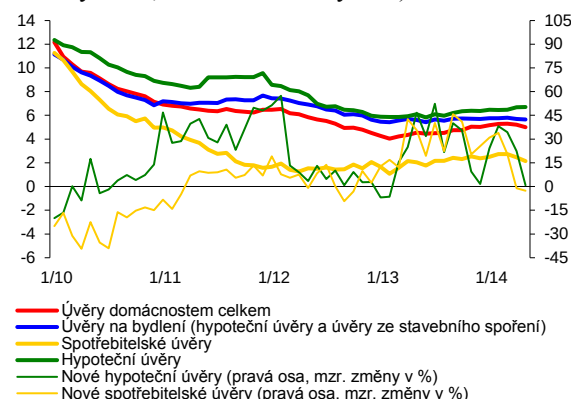
	Čtvrtletní průměry		1. čtvrtletí 2014		
	2012	2013	1. čtvrtletí 2014	2. čtvrtletí 2014	3. čtvrtletí 2014 ^{a)}
Úvěrové standardy					
Malé a střední podniky	13	4	0	-26	(-35)
Velké podniky	22	0	0	-46	(-32)
Průměrná úroková marže úvěrů					
Malé a střední podniky	-1	-16	0	-27	
Velké podniky	18	-8	-18	-46	
Velikost úvěrů					
Malé a střední podniky	13	3	0	0	
Velké podniky	29	10	-4	-4	
Požadavek na zajištění úvěrů					
Malé a střední podniky	26	9	9	0	
Velké podniky	25	1	-8	-35	

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 závorkách je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve druhém čtvrtletí 2014.

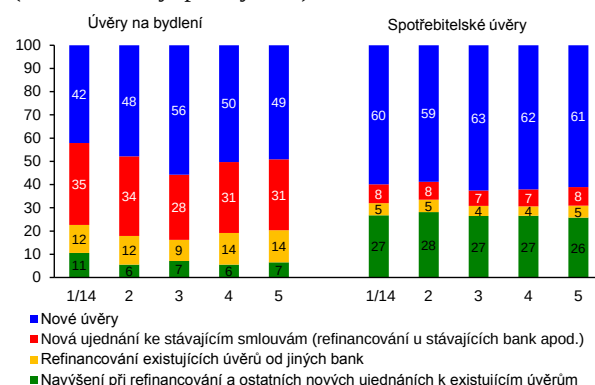
Graf III.5.7 Úvěry domácnostem

Růst úvěrů domácnostem v důsledku nižší dynamiky spotřebitelských úvěrů mírně zpomalil (roční míry růstu, meziroční změny v %)



Graf III.5.8 Struktura nových úvěrů domácnostem

Podíl refinancování a ostatních nových ujednání ke stávajícím úvěrům na bydlení dosahuje necelou polovinu nových úvěrů, obdobný podíl u spotřebitelských úvěrů činí zhruba 13 % (nové obchody, podíly v %)



V rámci nových úvěrů na bydlení se mírně snížil podíl **refinancování** existujících úvěrů ze 47 % v lednu 2014 na 45 % v květnu 2014 (Graf III.5.8). V rámci toho přitom refinancování úvěrů od jiných bank – zřejmě vlivem zvýšeného konkurenčního tlaku – vzrostlo a aktuálně dosahuje 14 %. Průměrná úroková sazba z refinancovaných úvěrů a ostatních nových úvěrových ujednání na bydlení dosáhla v květnu 3,2 %. Mírně nižší byla sazba z refinancovaných úvěrů od jiných bank a z navýšení úvěrů při refinancování (2,8 %, resp. 3 %).

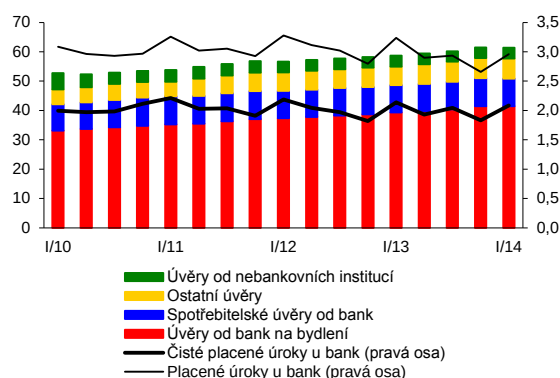
Mírné oživení **spotřebitelských úvěrů** pozorované v předchozím období se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 přerušilo. Roční míra růstu těchto úvěrů se totiž nepatrně snížila na 2,2 % (Graf III.5.7). Úvěry poskytované nebankovními institucemi nadále klesaly (o 3,2 %). Poptávka po spotřebitelských úvěrech se po předchozím plošném nárůstu následně ve druhém čtvrtletí 2014 neměnila. Nepříznivě na ni působila opatrnost domácností při čerpání těchto úvěrů a využití jiných forem financování v podobě úspor. Úvěrové standardy se zpřísnily vlivem úpravy interních směrnic některých bank. Obdobný vývoj poptávky a nabídky banky očekávají i ve třetím čtvrtletí 2014.

Celková zadluženost domácností v poměru k nominálnímu hrubému disponibilnímu důchodu přetrvávala v prvním čtvrtletí 2014 na úrovni 61,4 % (Graf III.5.9). Zvýšení finančních závazků domácností bylo totiž kompenzováno obnovením růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu. Uvedený poměr je podstatně nižší než v eurozóně, kde v průměru dosahuje 98 %. Úrokové zatížení českých domácností se v čistém vyjádření v prvním čtvrtletí vlivem růstu úrokových plateb bankám zvýšilo na 2,1 % disponibilního příjmu, což je úroveň, okolo které toto zatížení kolísá v posledních čtyřech letech.

Zatížení splátkami úvěrů (poměr úroků a jistiny k příjmům) se v roce 2013 oproti předchozímu roku neměnilo u vysokopříjmových domácností, zatímco u ostatních **příjmových skupin domácností** dále mírně vzrostlo. Čerpání nových úvěrů se zvýšilo u středněpříjmových domácností a u 3. a 9. decilu. Spotřeba v nominálním vyjádření vzrostla u většiny příjmových skupin. Přitom se i při propadu příjmů zvýšila nejzřetelněji u domácností s nejvyššími příjmy. Propad jejich příjmů zřejmě souvisel i s daňovou optimalizací, která vedla k přesunu odměn z roku 2013 do roku 2012. Poměr jejich spotřeby k příjmům vzrostl a po zaplacení splátek úvěrů zbyla těmto domácnostem o něco menší část jejich příjmů než v předchozím roce (Graf III.5.10). Míra peněžních úspor vysokopříjmových domácností poklesla, zůstává však vysoká (cca 15 % oproti cca 8 % za domácnosti celkem). Dle tvaru Lorenzovy křivky se v roce 2013 dále snižovala nerovnoměrnost rozdělení u nových úvěrů – na domácnosti s vyššími než mediánovými příjmy připadalo cca 60 % úvěrů (oproti 70 % v roce 2012). Současně tyto domácnosti tvořily 80 % z celkových úspor (oproti 90 % v roce 2012).

Graf III.5.9 Zadluženost domácností

Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům se v prvním čtvrtletí 2014 výrazněji neměnila (poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)



Poznámka: Čistě 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.5.10 Zatížení příjmů jednotlivých příjmových skupin domácností spotřebními výdaji a splátkami úvěrů

V roce 2013 zejména vysokopříjmovým a v menší míře i středněpříjmovým domácnostem zbyla o něco menší část příjmů po zaplacení spotřeby a splátek úvěrů než v předchozím roce (poměry k čistému peněžnímu příjmu v %)



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2014 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR do počátku roku 2015. Bankovní rada na svém květnovém jednání v souladu s tím jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule⁴³ (Graf III.5.11). Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále používat **devizový kurz jako další nástroj** uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Rizika minulé prognózy byla bankovní radou vyhodnocena jako mírně protiinflační. Bankovní rada konstatovala, že předpokládá udržování kurzu poblíž hladiny 27 CZK/EUR přinejmenším do začátku roku 2015 s tím, že se zvyšuje pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku. Současně dospěla k závěru, že domácí úrokové sazby nemusejí v roce 2015 růst tak rychlým tempem, jak naznačovala minulé prognóza. Na červnovém zasedání pak bankovní rada rovněž ponechala jednomyslně základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik stávající prognózy byla posouzena jako mírně protiinflační; s ohledem na uvedenou bilanci rizik bankovní rada konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2015, a nevyloučila ani další posunutí ukončení tohoto režimu.

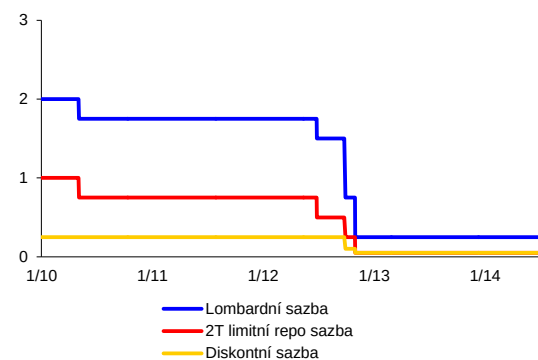
Na svém měnověpolitickém zasedání 31. července 2014 bankovní rada rozhodla... Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako...

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby PRIBOR** se ve druhém čtvrtletí 2014 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni (Graf III.5.12). Derivátové tříměsíční **sazby FRA** se mírně snížily, zejména pro vzdálenější horizont. Sazby tak pravděpodobně reagovaly na informace z tiskové konference po květnovém zasedání bankovní rady ČNB, že se zvyšuje pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku, než předpokládala minulé prognóza, a ani domácí úrokové sazby nemusejí v roce 2015 růst tak rychlým tempem, jak minulé prognóza naznačovala. Tržní výhled 3M

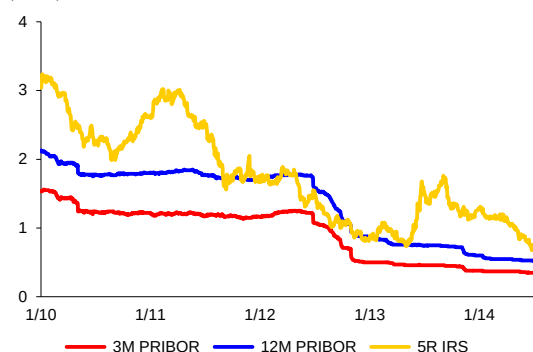
Graf III.5.11 Základní sazby ČNB

ČNB ve druhém čtvrtletí 2014 ponechala své základní úrokové sazby na "technicky nulové" úrovni (v %)



Graf III.5.12 Tržní úrokové sazby

Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly na historicky nejnižších hodnotách, sazby s delší splatností se snižovaly (v %)



⁴³ 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 %.

sazeb dle kotací FRA z konce července implikuje stabilitu sazeb 3M PRIBOR minimálně do poloviny roku 2015. To odpovídá převažujícímu očekávání ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě do stejné doby při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. V celém uvedeném horizontu se tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb z nové prognózy ČNB (viz kapitola II).

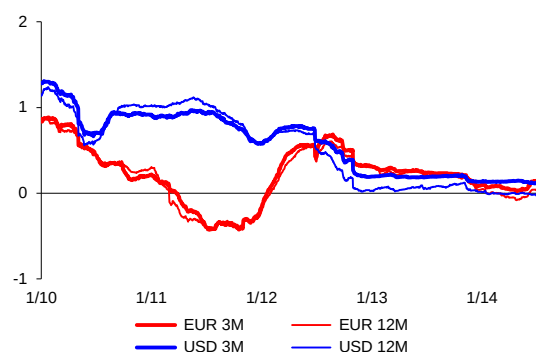
Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se snižovaly v souladu se sazbami v eurozóně, ve kterých se promítalo především očekávané a následně i provedené uvolnění měnové politiky ECB. Klesající trend zahraničních sazeb byl částečně ovlivněn také událostmi na Ukrajině a v Iráku, které zvyšovaly nervozitu na trzích, a tím i poptávku po bezpečnějších aktivech. Zveřejněné makroekonomické ukazatele měly smíšené vyznění, úrokové sazby tak odrážely perspektivu dlouhého období velice nízkých sazeb avizovanou představiteli ECB i Fedu. Pokles domácích úrokových sazeb s delší splatností ve druhém čtvrtletí 2014 dosáhl až 0,4 procentního bodu podle jednotlivých splatností. Do výnosů domácích dluhopisů se vedle zahraničních faktorů v podmínkách téměř nulové inflace navíc promítal pokračující zvýšený zájem zahraničních investorů o tuzemská aktiva pozorovaný od loňského oslabení koruny. **Někteří z nich zřejmě spekulovali, že v budoucnu, po předpokládaném opětovném posílení koruny, se jejich investice zhodnotí.**⁴⁴ Tuzemské sazby IRS a výnosy dluhopisů se tak v polovině července pohybovaly na historicky nejnižších úrovních ve většině splatností.

Průměrná **sazba 3M PRIBOR** ve druhém čtvrtletí 2014 dosáhla 0,4 %, tj. byla v souladu s hodnotou předpokládanou minulou prognózou. Kreditní premie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba se pohybovala na hladině 0,3 procentního bodu.

Výnosová křivka PRIBOR ve druhém čtvrtletí 2014 nezměnila svůj tvar ani sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR dosahovalo v červnu 2014 v průměru 0,4 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 posunovala na nižší hladinu, ovšem jen na delším konci, takže se snížil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R-1R činilo v červnu 0,4 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 1,1 procentního bodu.

Graf III.5.13 Úrokové diferenciály

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru se pohybovaly poblíž nuly (v procentních bodech)



⁴⁴ Téměř ve všech aukcích konaných od listopadu 2013 byl patrný zvýšený zájem zahraničních investorů. Poslední aukce se však konala začátkem června, tj. ještě před posledním měnovým zasedáním bankovní rady ČNB, kde bylo oznámeno prodloužení platnosti kurzového závazku.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely přibližnou stabilitu na tuzemském a americkém finančním trhu, pouze vůči eurozóně se počátkem června krátkodobé sazby lehce snížily po uvolnění měnové politiky ECB. Diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se pohybovaly v blízkosti nulových hodnot (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve druhém čtvrtletí 2014 činil průměrně 0,1 procentního bodu, na konci července 2014 dosahoval 0,2 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve druhém čtvrtletí 2014 uskutečnilo sedm aukcí dluhopisů s pevným kuponem a tři aukce dluhopisu s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 49,7 mld. Kč⁴⁵. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka (ve zvýšené míře i ze zahraničí) převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 1,7. Státní dluhopisy byly upisovány s historicky nejnižšími výnosy. Ministerstvo financí také vydalo šestou emisi státních spořicí dluhopisů ve výši 1,4 mld. Kč. Nižší poptávka investorů ve srovnání s minulými emisemi byla výsledkem nižších úrokových sazeb a omezení objemu nákupů na jednoho investora. Výnosová křivka státních dluhopisů se – podobně jako křivka IRS – posunula níže ve střední a delší části křivky. Tím se snížil její kladný sklon (Graf III.5.14).

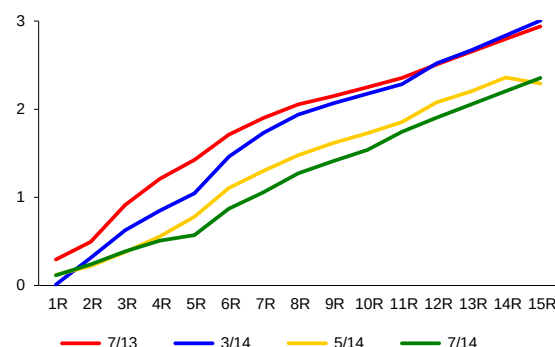
Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů se v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2014 většinou mírně snížily či se výrazněji neměnily. Uvedený vývoj byl zaznamenán v podmínkách stabilní sazby 3M PRIBOR a pokračujícího poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu na 1,6 % v červnu. Ex ante reálná úroková sazba po snížení na počátku letošního roku následně vlivem nižší očekávané inflace v květnu slabě vzrostla u úvěrů na bydlení na 1,1 %, zatímco u spotřebitelských úvěrů stagnovala ve výši 11,9 %. Reálná sazba u podnikových úvěrů byla prakticky nulová. Reálná sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností zůstala záporná ve výši -0,6 %.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v nominálním vyjádření v květnu 2014 poklesla na 2 %, čímž zkorigovala své předchozí zvýšení dané vývojem krátkodobé sazby z velkých úvěrů. Snížily se sazby s krátkodobou i dlouhodobou fixací (Graf III.5.15). Úroková sazba z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč nepatrně poklesla na 1,8 % a sazba z malých úvěrů na 2,9 %. Rozpětí mezi uvedenými sazbami dosahuje

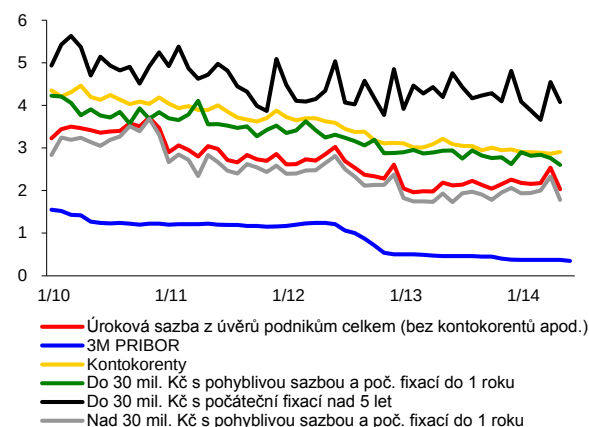
Graf III.5.14 Výnosová křivka státních dluhopisů

Výnosová křivka státních dluhopisů zmírnila svůj kladný sklon (v %)



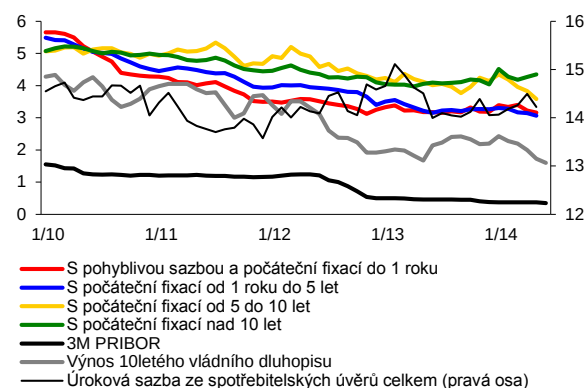
Graf III.5.15 Úrokové sazby z úvěrů podnikům

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům poklesla (nové obchody, v %)



Graf III.5.16 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem

Úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení se snížily na svá nová historická minima (nové obchody, v %)



⁴⁵ Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2014 předpokládá emise v rozsahu 119,2 až 280,1 mld. Kč. Od začátku letošního roku byly emitovány dluhopisy v objemu 116,9 mld. Kč.

1,1 procentního bodu a pohybuje se již jen lehce nad průměrem zaznamenaným od roku 2007. Spread mezi krátkodobou sazbou z podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se v květnu mírně snížil (Graf III.5.13). V eurozóně sazby z podnikových úvěrů ve sledovaném období rovněž slabě klesaly, přičemž zůstávají vyšší (v průměru 2,6 %) oproti sazbám v ČR.

U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** dále slabě klesala a v květnu 2014 dosáhla svého nového historického minima ve výši 3,2 % (u hypoték 3 %). Další snížení úrokových sazeb z hypoték ukazují údaje Hypoindexu i v červnu 2014. Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují zhruba 72 % všech úvěrů na bydlení, se v květnu snížila na 3,1 % (Graf III.5.16). Nejvýrazněji však klesají krátkodobé sazby do jednoho roku a dlouhodobé sazby s fixací od pěti do deseti let, což se projevilo ve zvýšení zájmu domácností o uvedené typy úvěrů. Naopak sazba s fixací nad deset let vzrostla. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou v průběhu druhého čtvrtletí 2014 lehce pokleslo. Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu naopak vzrostlo vlivem snížení výnosů dlouhodobých státních dluhopisů (Graf III.5.17). V eurozóně se úroková sazba z úvěrů na bydlení v květnu nepatrně snížila na 2,9 %.

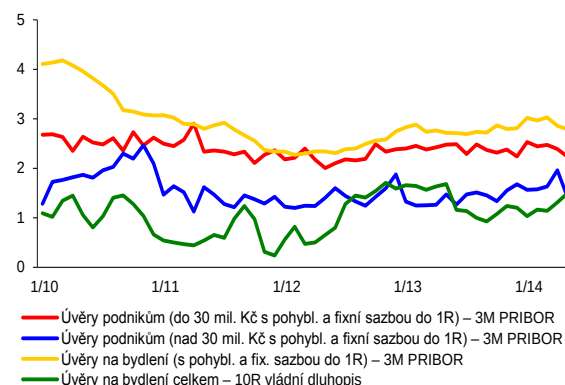
Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů v květnu mírně poklesla na 14,2 %, přičemž v blízkosti této úrovně se pohybuje již zhruba rok (Graf III.5.16). Sazba RPSN se nepatrně snížila na 15,2 %. Obdobně se vyvíjela i úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet, které nadále dosahovaly poměrně vysoké úrovně 14,2 %, resp. 23,9 %. Sazba ze spotřebitelských úvěrů zůstává vlivem vyššího úvěrového rizika značně nad úrovní eurozóny, kde tato sazba dosahuje v průměru 6,5 %.

Úrokové sazby z klientských vkladů se ve sledovaném období výrazněji neměnily. Úroková sazba z jednodenních vkladů setrvala u domácností na úrovni 0,4 % a u nefinančních podniků ve výši 0,2 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců zahrnující relativně vysoce a stabilně úročené vklady ze stavebního spoření slabě poklesla na 1,9 %. Krátkodobá a dlouhodobá sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností se v posledním období snížila na 1,4 %, resp. na 1,7 %, i když v květnu obě uvedené sazby nepatrně vzrostly (Graf III.5.18). V eurozóně tyto sazby rovněž slabě klesaly a pohybují se zhruba na stejné úrovni jako v ČR.

Reálné klientské úrokové sazby⁴⁶ se ve druhém čtvrtletí 2014 lehce zvýšily v důsledku snížení očekávané inflace, zatímco nominální sazby nezaznamenaly významné změny. Reálné

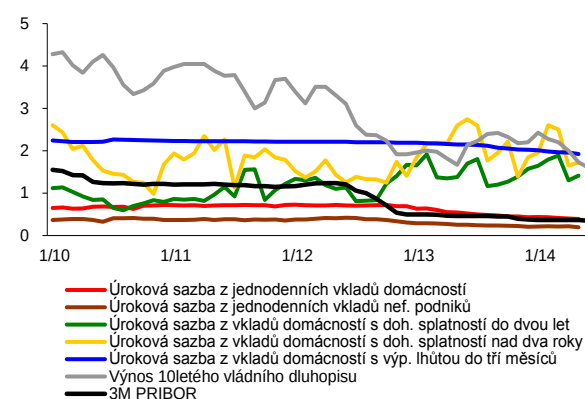
Graf III.5.17 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb

Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami pokleslo (v procentních bodech)



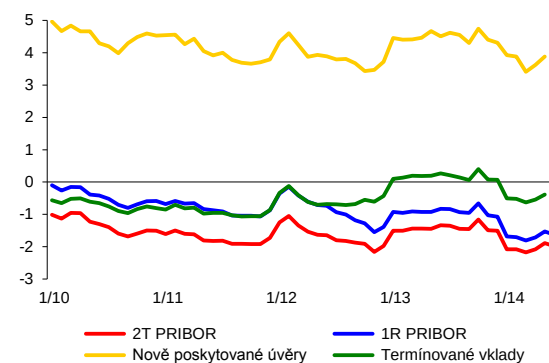
Graf III.5.18 Úrokové sazby z vkladů

Úrokové sazby z termínovaných vkladů domácností s dohodnutou splatností se v průběhu druhého čtvrtletí 2014 snížily, ostatní sazby se výrazněji neměnily (v %)



Graf III.5.19 Ex ante reálné sazby

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů i vkladů se na počátku letošního roku snížily (v %)



⁴⁶ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

sazby z nových úvěrů v květnu dosáhly 3,9 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů činily -0,4 % (Graf III.5.19).

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný kurz **koruny vůči euru** dosáhl ve druhém čtvrtletí 2014 hodnoty 27,4 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 6,3 % a mezičtvrtletní stabilitu (Graf III.5.20). Koruna se nadále pohybovala ve velmi úzkém rozpětí 27,3 až 27,5 CZK/EUR, přičemž po většinu období se pohybovala ještě v užším intervalu těsně nad hodnotou 27,4 CZK/EUR. Oproti prognóze kurzu na druhé čtvrtletí 2014 (27,3 CZK/EUR) byla koruna slabší o 0,3 %. I v první polovině července zůstal kurz koruny vůči euru stabilní kolem 27,4 CZK/EUR.

Klíčovým faktorem ovlivňujícím vývoj kurzu ve sledovaném období (i v celém dosavadním průběhu letošního roku) byl nadále **závazek ČNB** udržovat kurz na hladině 27 CZK/EUR. Vývoj kurzu byl přitom v souladu s asymetrickou povahou tohoto kurzového závazku, přičemž nadále nevyžadoval faktické intervence ČNB na devizovém trhu. Relativně klidný vývoj byl ve druhém čtvrtletí 2014 patrný i na světových měnových trzích. K posílení došlo u kanadského dolaru, britské libry a ruského rublu (u rublu se však jednalo jen o částečnou korekci prudkého oslabení v předcházejícím čtvrtletí).

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve druhém čtvrtletí 2014 činil 20,0 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 1,2 % (a mezičtvrtletní posílení o 0,1 %). V průběhu čtvrtletí se koruna vůči dolaru pohybovala v intervalu 19,7 až 20,3 CZK/USD. V první polovině července se kurz koruny vůči dolaru pohyboval v ještě užším intervalu 20,0 až 20,2 CZK/USD.

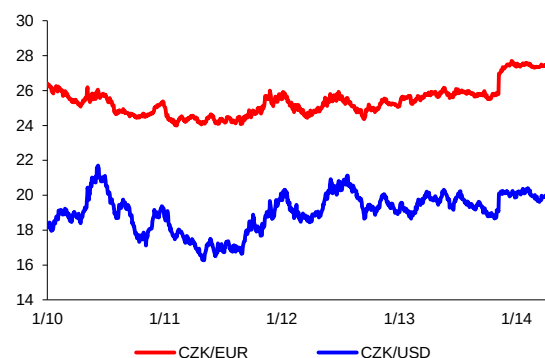
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Výsledky finančního hospodaření **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**⁴⁷ se v prvním čtvrtletí 2014 vyvíjely velmi příznivě. Výkony a tržby podniků výrazně meziročně vzrostly. Výkony rostly rychleji než výkonová spotřeba, což přispělo ke zrychlení meziročního růstu účetní přidané hodnoty. Také hrubý provozní přebytek (resp. provozní zisk) si udržel vysoké meziroční tempo růstu z předchozího čtvrtletí (Graf III.5.21). Z historického pohledu dosáhl růst provozního zisku na přelomu let 2013 a 2014 mimořádně vysokých hodnot.

Výrazná změna dynamiky vývoje hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků v závěru roku 2013 a na počátku roku 2014 byla výsledkem vlivu více **faktorů**. Vysoký meziroční růst tržeb a výkonů byl ovlivněn především oživením

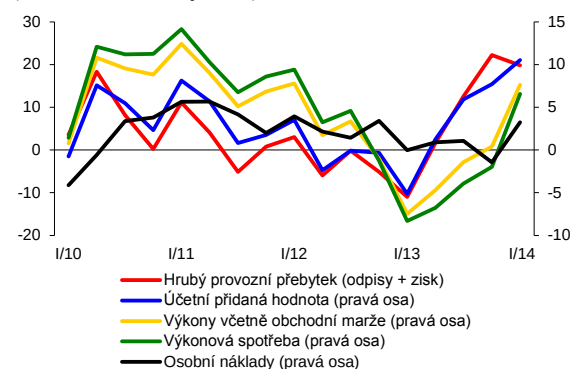
Graf III.5.20 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD

Kurz koruny vůči euru i americkému dolaru byl v průběhu druhého čtvrtletí 2014 stabilní



Graf III.5.21 Základní ukazatele hospodaření

Tempo růstu hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků v závěru roku 2013 a na počátku roku 2014 výrazně zrychlilo (meziroční změny v %)



⁴⁷ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2014 9 tisíc nefinančních podniků.

domácí i zahraniční poptávky a oslabeným kurzem koruny od listopadu 2013. Souběh dvou posledně jmenovaných faktorů se odrazil ve zrychlení meziročního růstu tržeb z přímého vývozu v běžných cenách.

Vysokého meziročního růstu tržeb, výkonů a provozního zisku dosahovaly především podniky ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.5.22). Z pohledu **vlastnické struktury podniků** pak zejména podniky pod zahraniční kontrolou, jejichž produkce je převážně směřována na vývoz. Jejich podíl na dosaženém meziročním růstu provozního zisku ve sledovaném souboru nefinančních podniků se zvýšil na téměř 80 % v prvním čtvrtletí 2014 (Graf III.5.23).

Přestože se oslabení kurzu promítalo do dovozních cen surovin a materiálů, **materiálová náročnost výkonů**⁴⁸ se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 a prvním čtvrtletí 2014 nadále meziročně snižovala (v prvním čtvrtletí 2014 o 0,7 procentního bodu), neboť růst výkonů byl rychlejší než růst výkonové spotřeby. Tento vývoj byl patrný zejména ve zpracovatelském průmyslu, kde výkony rostly dvouciferným tempem. Ke snížení materiálové náročnosti výkonů na počátku letošního roku přispěl také pokles cen elektrické energie.

Meziročně se v prvním čtvrtletí letošního roku snížila též **mzdová náročnost výkonů**⁴⁹ (o 0,6 procentního bodu), i když se osobní náklady ve mzdové složce meziročně zvýšily o 4 % v důsledku zvýšení průměrné mzdy a mírného nárůstu počtu zaměstnanců. Výkony však rostly zřetelně rychleji (meziročně o 7,6 %).

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵⁰ ukazují v prvním čtvrtletí 2014 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků.

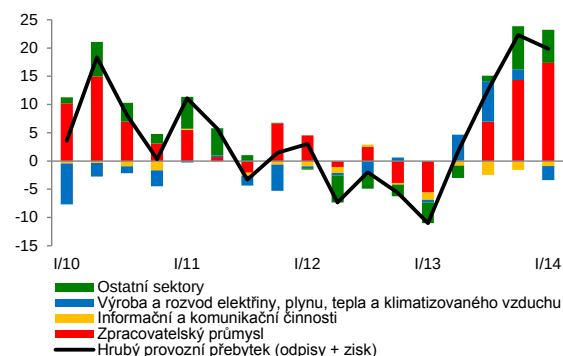
Ve výběru 2000 nefinančních podniků s největšími aktivy byl naopak v prvním čtvrtletí 2014 zaznamenán meziroční pokles **výsledku hospodaření před zdaněním** (o 12,1 %). Hlavní příčinou byly ztráty vykázané ve finančním hospodaření, zatímco provozní výsledek hospodaření se zlepšil.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Meziroční tempo růstu **finančních závazků nefinančních podniků** v prvním čtvrtletí 2014 zrychlilo (Graf III.5.24). K tomu přispěla jak vyšší dynamika účastí mimo kótované akcie

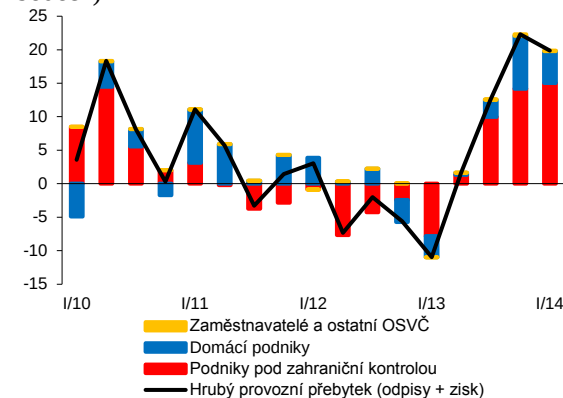
Graf III.5.22 Vývoj provozního zisku v odvětvích

Na dosaženém vysokém růstu provozního zisku se nejvíce podílely podniky ve zpracovatelském průmyslu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.5.23 Vývoj provozního zisku v podnicích podle formy vlastnictví

Podíl podniků pod zahraniční kontrolou na růstu provozního zisku byl převažující (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Tab. SZ III.5.1 Výsledek hospodaření před zdaněním

Výsledek hospodaření před zdaněním se meziročně snížil v důsledku ztráty z finančního hospodaření (mld. Kč; meziroční změny v %)

Výběr 2000 podniků s největšími aktivy	1. čtvrtletí 2013	1. čtvrtletí 2014	Meziroční změny v %
Výsledek hospodaření před zdaněním (mld. Kč) ^{a)}	97,2	85,5	-12,1
- z toho: provozní výsledek hospodaření (mld. Kč)	85,6	97,1	13,4
- z toho: finanční výsledek hospodaření (mld. Kč)	11,5	-11,7	x

^{a)} propočten ČNB

⁴⁸ Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

⁴⁹ Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.

⁵⁰ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2014 téměř 1,7 tisíce nefinančních podniků.

(zejména vlivem přecenění nekótovaných akcií), tak zmírnění meziročního poklesu kótovaných akcií. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** v prvním čtvrtletí zrychlil na 8 %. Nejvíce k tomu přispěly účasti, a to především hodnota nekótovaných akcií vlivem výše zmíněného přecenění jejich hodnoty. Dále se na zrychlení růstu finančních aktiv podílela vyšší dynamika hotovosti a vkladů. Celková záporná čistá finanční pozice nefinančních podniků se zmírnila na -80 % HDP, když finanční aktiva rostla rychleji než finanční závazky. Pozvolna tak dochází ke zlepšování celkové finanční pozice nefinančních podniků.

Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí v jejich finančních ukazatelích; pohotová likvidita podniků v prvním čtvrtletí 2014 se v meziročním vyjádření výrazně zvýšila, ovšem částečně vlivem nízké základny z prvního čtvrtletí 2013. Poměrový ukazatel tržního financování byl meziročně stabilní. Solventnost podniků vyjádřená poměrem celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí v prvním čtvrtletí 2014 meziročně opět rostla.

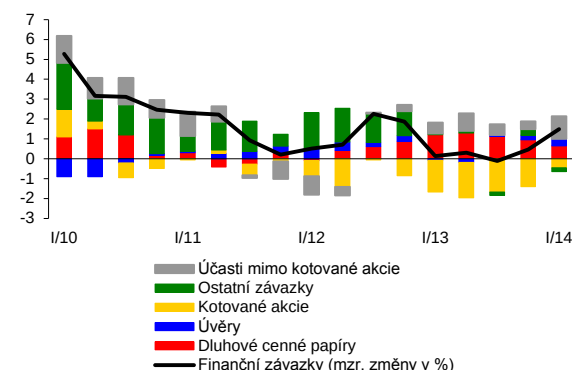
Domácnosti jsou tradičně čistými věřiteli v národním hospodářství, přičemž jejich čistá finanční pozice se stabilně pohybuje kolem úrovně 70 % HDP. Meziroční růst **čistých finančních aktiv domácností** v prvním čtvrtletí 2014 zrychlil na 6 % a jejich přírůstek představoval 7,6 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.25). Růst hrubých **finančních aktiv** se rovněž zvýšil, a to na 5 %. Nejvíce k němu přispěly účasti, jejichž hodnota vzrostla zejména vlivem přecenění nekótovaných akcií, a dále pak vlivem investic do účastí v investičních fondech. K růstu nadále přispívaly rovněž dluhové cenné papíry a pojistné technické rezervy. Ve směru zpomalování růstu finančních aktiv naopak působil příspěvek oběživa a vkladů, který je nadále kladný, avšak dlouhodobě se pozvolna snižuje, a to především vlivem úbytku ostatních vkladů. Meziroční růst **finančních závazků domácností** činil 3,4 %. K tomu i nadále dominantně (necelými 4 procentními body) přispívaly dlouhodobé půjčky.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

I ve druhém čtvrtletí 2014 pokračoval růst **nabídkových cen starších bytů**, který byl výrazný jak v Praze, tak již druhé čtvrtletí v řadě i v mimopražských regionech (podle dat ČSÚ meziročně o 5,3 %, resp. 2,6 %; Graf III.5.26). Oproti prvnímu čtvrtletí 2014 se tak jedná o další zrychlení meziročního cenového růstu (z 3,8 %, resp. 2,2 % v Praze a v mimopražských regionech). Alternativní zdroj dat z IRI naopak naznačuje jeho mírné zpomalení (na 4,6 % z předchozích 5,4 % v Praze, resp. z 1,1 % na 0,2 % mimo hlavní město). Potvrzení cenového růstu v Praze z více zdrojů nicméně zůstává důležitým indikátorem spolehlivosti údajů vzhledem k předchozímu nesouladu odhadů dynamiky nabídkových cen napříč informačními zdroji v roce 2012. V jednotlivých mimopražských regionech byl vývoj

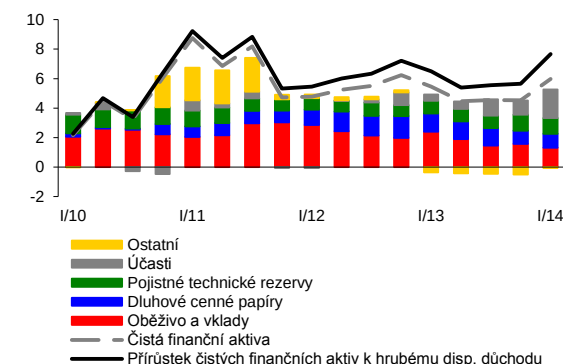
Graf III.5.24 Finanční závazky nefinančních podniků

Růst finančních závazků podniků zrychlil (meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech)



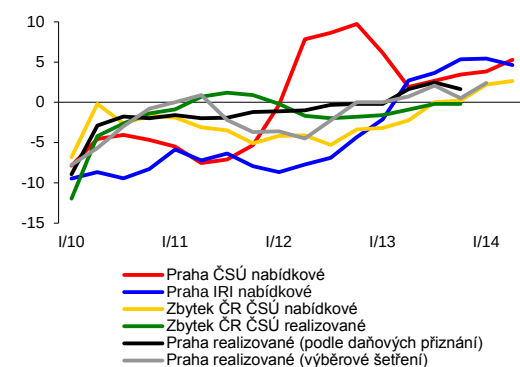
Graf III.5.25 Struktura finančních aktiv domácností

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



Graf III.5.26 Realizované a nabídkové ceny bytů

Vývoj na trhu nemovitostí v první polovině letošního roku potvrzuje růst cen nemovitostí v Praze, začíná docházet též k ožívání cen ve zbytku ČR (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



nabídkových cen podle IRI značně diferencovaný, když se cenový růst pohyboval v rozmezí od -4,2 % do 4,4 %. Přitom často docházelo k nárůstu cen v regionech, kde v předchozím čtvrtletí meziročně klesaly, a naopak. Oživení cen mimo Prahu tak stále není možné považovat za příliš robustní.

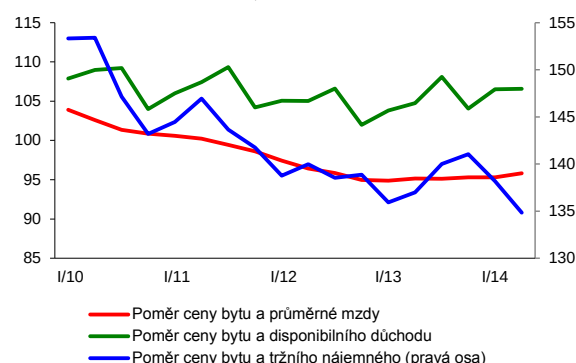
Odhad **realizovaných cen bytů dle daňových přiznání** byl pro první dvě čtvrtletí roku 2013 revidován směrem k nižšímu tempu růstu, resp. vyšší míře poklesu (na 1,6 % v Praze, mimo Prahu pak na -0,3 %). Nově dostupné odhady za třetí a čtvrté čtvrtletí však indikují výraznější růst realizovaných cen v Praze (o 2,5 %, resp. 1,6 %) a již jen velmi mírný pokles cen ve zbytku ČR (-0,2 % v obou čtvrtletích). Také novější údaje o realizovaných cenách z výběrového šetření ČSÚ za první čtvrtletí 2014 pro Prahu svědčí o přechodu realizovaných cen do růstové fáze (meziroční zvýšení o 2,4 %) poté, co ceny podle tohoto šetření více než rok stagnovaly. Nově pak tyto ceny vzrostly i ve zbytku ČR (o 0,8 %). Podle stejného zdroje rostly ceny také v segmentu nových bytů v Praze, který dosud jako jediný v hlavním městě vykazoval pokles cen. Nyní se však již jejich meziroční tempo shoduje s mírou růstu cen starších bytů (o 2,4 %). Oživení na trhu nových bytů v Praze navíc potvrzuje nárůst jejich prodeje ve druhém čtvrtletí 2014 (meziročně téměř o třetinu)⁵¹.

Celkově se tak nabídkové ceny v souladu s nástupem růstové fáze cen bytů vyvíjejí dynamičtěji než ceny realizované. Oživení cen napovídá i rychlejší dynamika cen v Praze oproti zbytku ČR, neboť ke změnám ve vývoji cen v hlavním městě dochází obvykle oproti zbytku ČR s předstihem. Rozsah oživení růstu cen skutečně realizovaných je však v tomto okamžiku obtížně odhadnutelný.

Poměrové ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí se ve druhém čtvrtletí 2014 vyvíjely částečně protisměrně. Zatímco indikátory dostupnosti bydlení se pod vlivem nárůstu cen bytů mírně zvyšovaly,⁵² ukazatel podílu cen bytů a nájemného vlivem nárůstu cen nájemného klesal (Graf III.5.27). **Poměr ceny bytu a průměrné mzdy**, resp. **disponibilního důchodu**, se zvýšil ze svých minimálních hodnot z konce roku 2012 o 1 procentní bod, resp. o 4,5 procentního bodu. **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** klesal i přes diferencovaný meziroční vývoj cen vlastního bydlení napříč regiony. Pokles tohoto indikátoru byl zaznamenán ve všech regionech s výjimkou Brna (v Praze se meziročně snížil o 0,2 % a mimo Prahu o 4,3 %). Přitom tento pokles byl dán kladnými meziročními nárůsty nájemného ve

Graf III.5.27 Ukazatele udržitelnosti cen bytů

Ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí se ve druhém čtvrtletí 2014 vyvíjely částečně protisměrně (průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



⁵¹ Jedná se o jednotný údaj společností Ekospol, Skanska Reality a Trigema. Tyto údaje jsou jediným v současnosti dostupným údajem o realizovaných transakcích, když dřívější informace o počtu vkladů řízení dle ČÚZK přestaly být od konce roku 2013 publikovány v souvislosti s legislativními změnami. Obnovení publikace se předpokládá do konce roku 2014.

⁵² Nárůst realizovaných cen bytů byl pro druhé čtvrtletí 2014 aproximován růstem cen nabídkových dle ČSÚ.

většině regionů, které byly výraznější než meziroční zvýšení cen vlastního bydlení.

Celkově se tak potvrdily závěry prezentované ve Zprávě o finanční stabilitě 2013/2014 a v minulé Zprávě o inflaci II/2014. Ukazatele udržitelnosti cen bydlení v kombinaci s ostatními metodami vyhodnocení cen nemovitostí stále indikují ceny blízké odhadovaným rovnovážným hodnotám. Pro zbytek roku 2014 lze i nadále očekávat mírný růst cen nemovitostí v souvislosti s oživením ekonomické aktivity. Pokračování růstu cen nemovitostí pak bude v dalším období podmíněno zlepšením situace na trhu práce a především předpokládaným oživením dynamiky růstu mezd.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním čtvrtletí 2014 byl charakteristický již tradičně vysoký přebytek výkonové bilance, související především s přebytkem obchodní bilance. Jeho dopad do běžného účtu byl přitom jen zhruba ze čtvrtiny kompenzován schodkem bilance výnosů, který se v důsledku velmi nízkých dividend hrazených nerezidentům z jejich přímých investic v ČR meziročně výrazně zmírnil. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyššího přebytku přímé investice, a to zejména v souvislosti s českými investicemi v zahraničí, u nichž převážily zpětné toky do ČR. Jejich přebytek spolu s čistým přílivem portfoliových investic byl však převážen vysokým čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným zejména splácením krátkodobých závazků nerezidentům.

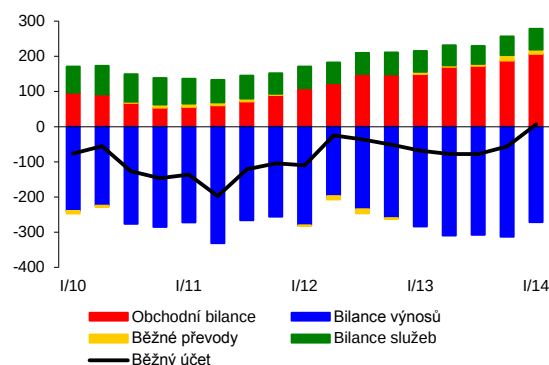
III.6.1 Běžný účet

V prvním čtvrtletí 2014 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 72,3 mld. Kč, který se zejména vlivem zmírnění schodku bilance výnosů meziročně zvýšil o více než 62 mld. Kč. Roční klouzavý schodek běžného účtu přešel po dvaceti letech do mírného přebytku (Graf III.6.1), který v poměru k HDP dosáhl 0,2 %. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím, kdy byl ještě záporný, vzrostl o 1,6 procentního bodu.

Přebytek **obchodní bilance** činil v prvním čtvrtletí 72,2 mld. Kč a jeho meziroční zvýšení přesáhlo 19 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispěl hlavně cenový vývoj, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, zatímco dopad pozitivního vývoje v reálném vyjádření byl jen mírný. Meziroční růst nominálního obchodního obrátu ve srovnání s předchozím čtvrtletím dále zrychlil, a to zejména vlivem vývoje v reálném vyjádření. Oživující vnější poptávka v kombinaci s oslabením kurzu koruny se odrazila v dvouciferném růstu vývozu zboží. Zřetelné zvýšení celkové domácí poptávky i vývozu se současně projevilo v rychlém růstu všech tří složek dovozu z hlediska užití – dovozu pro konečnou spotřebu, mezispotřebu, ale zejména ve velmi

Graf III.6.1 Běžný účet

Roční klouzavý schodek běžného účtu překmitl v prvním čtvrtletí 2014 do přebytku především vlivem zmírnění schodku bilance výnosů (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



dynamickém růstu dovozu pro investiční užití. Z pohledu komoditní struktury meziroční zvýšení celkového přebytku nejvýrazněji ovlivnil růst kladného salda skupiny strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu druhého čtvrtletí nicméně meziroční růst celkového přebytku výrazně zpomalil, když za duben až květen dosáhl necelé 3 mld. Kč.

K růstu výkonové bilance přispěl také přebytek **bilance služeb**, který dosáhl 20,1 mld. Kč a meziročně se zvýšil o téměř 6 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se v tomto čtvrtletí podílely všechny tři dílčí bilance. Zhruba z poloviny k němu přispěl přebytek cestovního ruchu, který se však v důsledku rychlého růstu výdajů na soukromé cesty rezidentů meziročně snížil. Přebytky dopravy a ostatních služeb se naopak zvýšily. K meziročnímu růstu celkového přebytku zásadně přispěly ostatní služby, jejichž bilance přešla vlivem rychlého růstu příjmů ze schodku do přebytku. Na tom se podílely zejména dílčí položky ziskové operace se zbožím a služby v oblasti výpočetní techniky.

Oproti přebytkové výkonové bilanci dosáhla **bilance výnosů** schodku 25 mld. Kč, který se však meziročně zmínil o téměř 41 mld. Kč. Tento pokles byl spojen hlavně se snížením schodku výnosů z přímých investic, a to v důsledku velmi nízké hodnoty dividend vyplacených nerezidentům, zatímco hodnota zisku reinvestovaného v ČR mírně vzrostla. Rozhodující složku celkové bilance nicméně nadále představoval schodek bilance výnosů z přímých investic (-28,8 mld. Kč; Graf III.6.4), související v tomto čtvrtletí především s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR. Nepatrným schodkem skončily i výnosy z portfoliových investic. Náhrady zaměstnancům a výnosy z ostatních investic naopak zaznamenaly mírné přebytky.

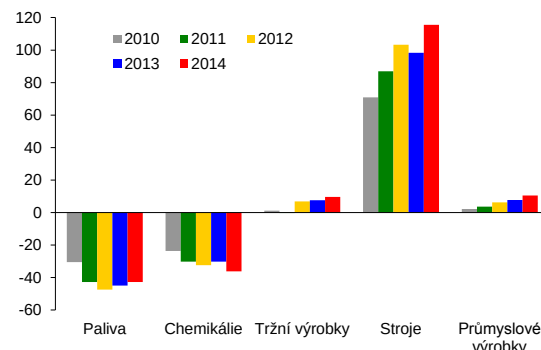
Běžné převody skončily v prvním čtvrtletí přebytkem 5 mld. Kč, který se meziročně o necelé 4 mld. Kč snížil. Jejich nejvýznamnější součástí představovaly vládní převody. Přebytek vládních převodů dosáhl 11 mld. Kč a téměř zcela vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU (11,6 mld. Kč). Byl však z velké části korigován schodkem převodů ostatních sektorů. Meziroční pokles celkového přebytku souvisel zejména se snížením přebytku čistých příjmů z rozpočtu EU.

III.6.2 Kapitálový účet

Rovněž **kapitálový účet** dosáhl přebytku, a sice 21,4 mld. Kč. Celkový přebytek souvisel hlavně s čerpáním příjmů z rozpočtu EU započítávaných do kapitálového účtu ve výši 20,3 mld. Kč. Se zlepšeným čerpáním zdrojů z rozpočtu EU bylo spojeno i meziroční zvýšení celkového přebytku o téměř 21 mld. Kč.

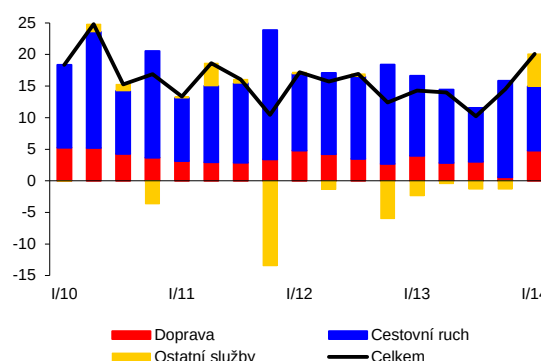
Graf III.6.2 Obchodní bilance

Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním čtvrtletí 2014 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku strojů (kumulace od počátku roku v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)



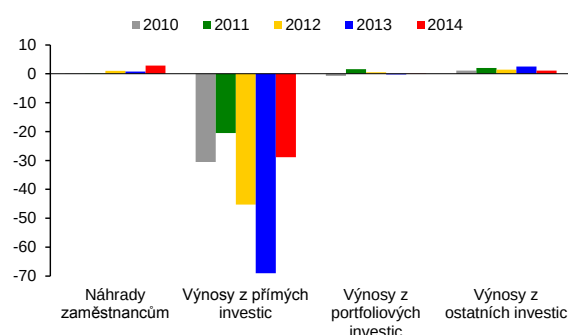
Graf III.6.3 Bilance služeb

K přebytku bilance služeb v prvním čtvrtletí 2014 přispěly její všechny tři dílčí bilance (v mld. Kč)



Graf III.6.4 Bilance výnosů

V rámci bilance výnosů došlo v prvním čtvrtletí 2014 především k výraznému meziročnímu snížení schodku výnosů z přímých investic (kumulace od počátku roku v mld. Kč)



III.6.3 Finanční účet

V prvním čtvrtletí 2014 skončil **finanční účet** platební bilance schodkem 40,7 mld. Kč, souvisejícím s čistým odlivem ostatních investic, který byl zhruba z poloviny kompenzován souhrnným přebytkem zbývajících tří bilancí, zejména pak čistým přílivem přímých a v menší míře i portfoliových investic. V ročním úhrnu však nadále setrval v přebytku (Graf III.6.5).

Přímé investice dosáhly v prvním čtvrtletí čistého přílivu 29,5 mld. Kč (Graf III.6.6), přičemž ve své struktuře zaznamenaly poměrně nestandardní vývoj. Příliv zahraničních investic do ČR dosáhl jen lehce přes 13 mld. Kč. Byl přitom výhradně spojen s předpokládanou hodnotou reinvestovaného zisku. Ta však byla z velké části kompenzována odlivem prostředků do zahraničí především v úvěrových vztazích, ale i v rámci základního kapitálu. Obdobný vývoj byl patrný i u českých přímých investic v zahraničí. Směrem k růstu českých investic v zahraničí působil pouze reinvestovaný zisk. Jeho hodnota však byla v tomto případě dokonce výrazně převážena protisměrným tokem investic zpět do ČR především v úvěrových vztazích, což souviselo se splátkami úvěrů zahraničními dceřinými podniky tuzemským mateřským společnostem. Výsledný pokles objemu českých investic v zahraničí také nejvýznamněji přispěl k celkově kladnému saldu přímých investic. Meziročně se toto saldo jen mírně zvýšilo, když výrazný meziroční pokles přílivu zahraničních investic do ČR a proti němu působící meziroční změna v tocích českých investic v zahraničí se téměř kompenzovaly.

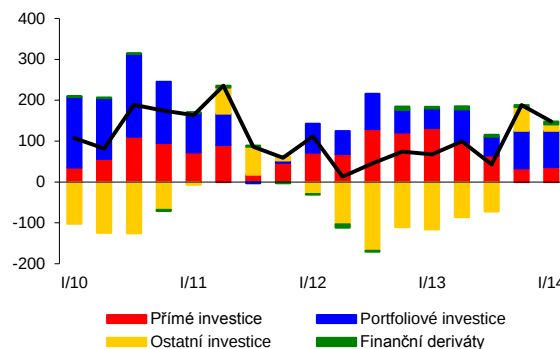
Rovněž **portfoliové investice** zaznamenaly čistý příliv, a to ve výši 16 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy vládních a podnikových dluhopisů zahraničními investory na tuzemském kapitálovém trhu. Mírně se zvýšila i držba tuzemských akcií nerezidenty. Celkově přesáhly nákupy tuzemských cenných papírů 31 mld. Kč. Nákupy převážily i v obchodování tuzemských investorů se zahraničními cennými papíry, kde poptávka po akciích a dluhopisech byla zhruba vyrovnaná. Meziročně se čistý příliv portfoliových investic mírně snížil vlivem obnoveného zájmu tuzemských investorů o zahraniční dluhopisy.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** vedlo k čistému přílivu 2,8 mld. Kč, který se meziročně mírně zvýšil.

U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán vysoký čistý odliv zdrojů v rozsahu 89,1 mld. Kč, jehož výše se meziročně zhruba zdvojnásobila. K celkovému schodku nejvíce přispěl čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-71 mld. Kč), a to především v důsledku splácení krátkodobých závazků přijatých ze zahraničí v předchozím čtvrtletí. Znatelný odliv kapitálu, spojený zejména s růstem krátkodobých vývozních úvěrů a depozit v zahraničí, zaznamenal také sektor podniků. Mírným schodkem souvisejícím se splácením úvěrů od EIB skončily i ostatní investice v sektoru vlády. K meziročnímu zvýšení

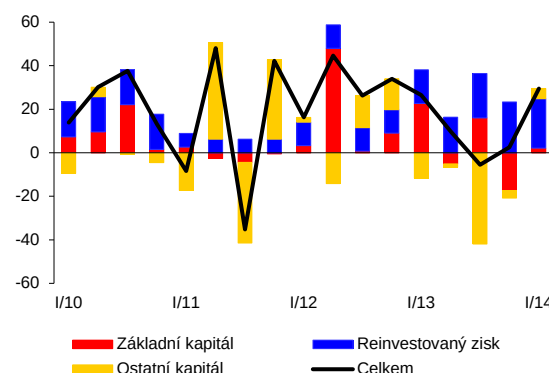
Graf III.6.5 Finanční účet

Roční klouzávy přebytku finančního účtu se v prvním čtvrtletí 2014 snížil především vlivem poklesu čistého přílivu ostatních investic (roční klouzávy úhrny v mld. Kč)



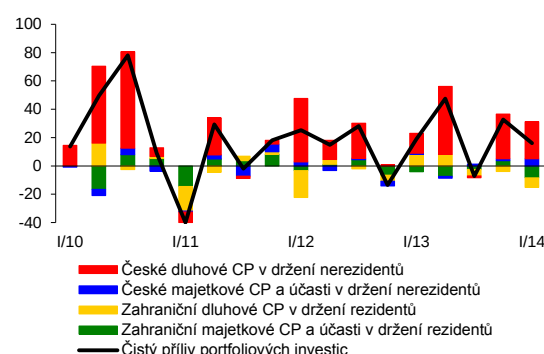
Graf III.6.6 Přímé investice

K přebytku přímých investic v prvním čtvrtletí 2014 nejvýznamněji přispěl reinvestovaný zisk (v mld. Kč)



Graf III.6.7 Portfoliové investice

V prvním čtvrtletí 2014 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu především vlivem nákupu českých dluhových cenných papírů nerezidenty (v mld. Kč)



celkového čistého odlivu přispěl hlavně změněný vývoj krátkodobé pozice v sektoru měnových finančních institucí.

Ke konci druhého čtvrtletí 2014 dosáhly **devizové rezervy ČNB** 1185,7 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní zvýšení o více než 44 mld. Kč, ovlivněné zejména kladným saldem transakcí pro klienty ČNB. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve stejném období zvýšily o 1,5 mld. USD na 59 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 53 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci prvního čtvrtletí 2014.

BOX

Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci

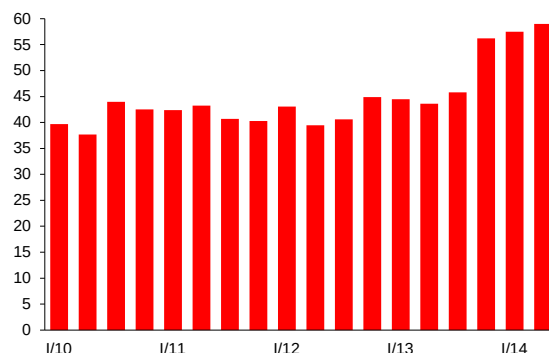
Ke konci 90. let byla v ČR přijata hospodářská politika zaměřená mimo jiné na posílení přílivu přímých zahraničních investic (PZI), které byly do té doby v ČR málo významné. V následujícím textu jsou popsány tři fáze dosavadního vývoje toků PZI, které jsou současně třemi základními **etapami životního cyklu PZI** v ČR. Popis se zaměřuje na výši a strukturu přílivu kapitálu a rozdělení zisku na reinvestice a dividendy.

V **první etapě** (1998 až 2002) docházelo k silnému přílivu kapitálu ze zahraničí (Graf 1), přičemž převážná část nově vytvořeného zisku z PZI byla v ČR reinvestována. Příliv kapitálu byl v tomto období významně posilován prodejem státního majetku nerezidentům a průměrný roční příliv PZI v poměru k HDP v tomto období dosahoval 8,8 %. Ve **druhé etapě** (2003 až 2007) se struktura investic postupně měnila a rostl především objem zisku vytvořeného a reinvestovaného v ČR. Atraktivita ČR z pohledu zahraničních investorů v rámci středoevropského regionu se však v tomto období začala již poněkud snižovat a rovněž prodej státního majetku už nehrál významnou roli. Přesto nezanedbatelný příliv kapitálu do české ekonomiky pokračoval v průměrné roční výši 5 % HDP. Při rozdělení vytvořeného zisku z PZI se nejprve zhruba vyrovnal poměr dividendy a reinvestic a na konci této etapy již začaly převažovat dividendy nad reinvesticemi (Graf 2).

Ve **třetí etapě** (2008 až 2013) došlo k zásadní změně vnějších podmínek vlivem propuknutí hospodářské a finanční krize a průměrný roční příliv PZI poklesl na 2,5 % HDP. Zahraniční mateřské firmy se často dostaly do potíží a nerozdělené i nově vytvořené zisky použily k vlastnímu financování nebo financování svých dalších zahraničních dceřiných společností v jiných zemích. Privatizace státního majetku již prakticky neprobíhala a část zahraničních firem se majetku v ČR z různých důvodů zbavovala. Hodnota zisku vytvořeného zahraničními firmami z PZI v domácí ekonomice klesla, což se při snaze firem udržet nebo zvýšit objem dividend odrazilo

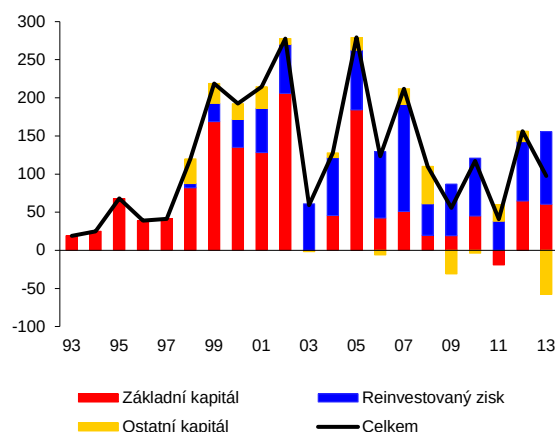
Graf III.6.8 Devizové rezervy ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve druhém čtvrtletí 2014 proti předchozímu čtvrtletí dále zvýšily (v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)



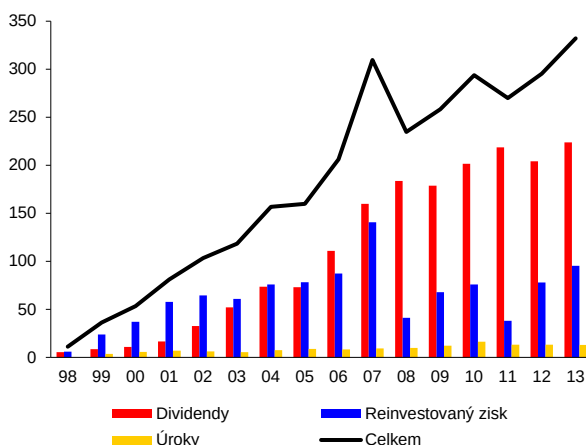
Graf 1 (BOX) Struktura přílivu přímých zahraničních investic do ČR

Struktura přílivu PZI se postupně měnila ve prospěch reinvestovaného zisku (v mld. Kč)



Graf 2 (BOX) Výnosy z přímých investic – náklady

V průběhu ekonomické krize výrazně vzrostl podíl dividend na úkor reinvestovaných zisků (v mld. Kč)



v poklesu reinvestovaného zisku (Graf 2). Celkový příliv PZI v uvedeném období zároveň poklesl i v důsledku výrazného snížení investic do základního kapitálu.

Hodnota **dividend** vyplácených do zahraničí byla v první etapě zanedbatelná (v průměru jen 0,6 % HDP), ve druhé etapě již vzrostla na 2,9 % HDP a v období hospodářské krize již dosahovala 5,3 % HDP při zachování rostoucího trendu.⁵³

Výnosnost investic⁵⁴ od roku 1999 postupně rostla z cca 8,4 % až na 13,5 % v roce 2004. Od té doby stagnovala, resp. velmi mírně klesala. Ve srovnání s ostatními zeměmi střední Evropy (Tab. 1) se výnosnost přímých investic v předkrizovém období pohybovala (dle údajů Eurostatu v referenční měně euro) spolu se Slovenskem na mnohem vyšších úrovních než v Maďarsku, Polsku a Slovinsku (o 3 až 5 procentních bodů). Po roce 2008 se rozdíl oproti ostatním zemím zvýšil v důsledku většího poklesu výnosnosti v ostatních zemích středoevropského regionu než v ČR. Výnosnost přímých investic nerezidentů v ČR tak byla v průměru o 3 až 4 procentní body vyšší než v Polsku, Slovensku a Maďarsku. Oproti Slovinsku, těžce postiženému krizí, pak byla výnosnost zahraničních investic téměř čtyřnásobná. Rozdílná výnosnost investic v jednotlivých zemích byla přitom ovlivněna jejich odlišnou strukturou, fází životního cyklu a rozdílnou hloubkou krize a jejími sektorovými dopady v jednotlivých zemích.⁵⁵

Tab. 1 (BOX) Výnosnost PZI v mezinárodním srovnání

Výnosnost PZI byla v ČR ve srovnání s okolními zeměmi vyšší

(v %, v průměru za uvedená období; zdroj: Eurostat, vlastní výpočty)

	2003 - 2008	2009 - 2012
Česká republika	13,8	12,5
Maďarsko	10,8	8,4
Polsko	10,8	9,4
Slovinsko	8,8	3,3
Slovensko	14,7	9,4

III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

V prvním čtvrtletí 2014 pokračovala ekonomika eurozóny v mírném růstu, který je očekáván i pro druhé čtvrtletí. Na pozorované dezinflační tlaky zareagovala v červnu ECB dalším uvolněním své měnové politiky. Ve Spojených státech zaznamenal HDP v prvním čtvrtletí jednorázový mezičtvrtletní pokles zejména vlivem mrazivého počasí na začátku roku. Na rozdíl od eurozóny došlo ve Spojených státech ve druhém čtvrtletí 2014 ke zvyšování inflace, což společně s vývojem ostatních ekonomických podmínek umožnilo Fedu pokračovat v omezování nákupů dluhopisů. Kurz eura vůči americkému dolaru v reakci na tento vývoj ve druhém čtvrtletí 2014 oslabil. Cena ropy v červnu v souvislosti s geopolitickým napětím krátkodobě vzrostla, následně se však opět snížila.

⁵³ Poslední vykázaná hodnota za rok 2013 činila 5,8 % HDP.

⁵⁴ Výnosnost investic = celkový zisk z PZI / zásoba PZI v předchozím roce

⁵⁵ V Polsku a Slovinsku je oproti ČR mnohem nižší podíl nerezidentů v sektorech s nadprůměrnými zisky, jako jsou bankovníctví, síťová odvětví a telekomunikace. V Maďarsku zase rozsáhlý příliv investic začal dříve a na Slovensku naopak později než v ČR.

III.7.1 Eurozóna

Tempo mezičtvrtletního růstu HDP v eurozóně v prvním čtvrtletí 2014 zpomalilo na 0,2 % z 0,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013. Růst byl tažen domácí poptávkou (vzrostly všechny její složky, zejména tvorba zásob), naopak příspěvek čistého vývozu byl záporný. Oproti předchozímu čtvrtletí bylo oživení v eurozóně nerovnoměrnější napříč členskými zeměmi. K celkovému růstu HDP přispěla zejména německá ekonomika a oživení ve Španělsku. Francouzská ekonomika stagnovala a Nizozemsko zaznamenalo výrazný pokles. Meziroční hospodářský růst v eurozóně naopak posílil (na 0,9 % z 0,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013) díky příspěvku domácí poptávky – hlavně spotřeby domácností a investic. Vliv čistého vývozu byl neutrální (Graf III.7.1).

Pro druhé čtvrtletí 2014 červnový CF očekává udržení přibližně stejné dynamiky mezičtvrtletního i meziročního ekonomického růstu jako v prvním čtvrtletí. Tento výhled potvrzuje též vývoj průmyslové výroby a maloobchodního obrátu za první dva měsíce druhého čtvrtletí. Jejich průměrná tempa růstu se proti prvnímu čtvrtletí 2014 téměř nezměnila. Také hodnoty předstihových ukazatelů za červen nenaznačují změnu dynamiky hospodářského růstu.

Výhled červnového CF pro celý rok 2014 předpokládá růst ekonomiky eurozóny o 1,1 % a jeho zrychlení na 1,5 % v roce 2015. Obdobnou predikci představila v červnu také ECB (1 %, resp. 1,7 %) a podobně odhaduje budoucí vývoj i MMF (Graf III.7.2).

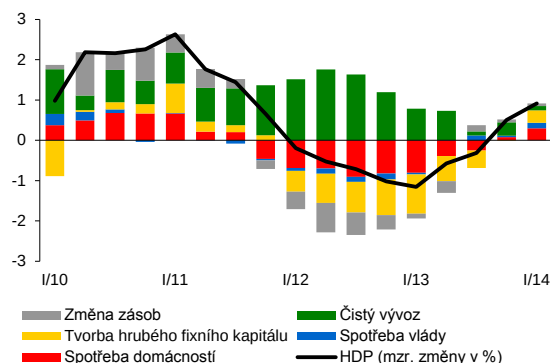
Inflace (HICP) se v červnu oproti květnu nezměnila a zůstává na úrovni 0,5 %, tedy výrazně pod definicí cenové stability ECB (Graf III.7.3). Inflaci snižují ceny potravin (-0,2 %) a neenergetických surovin (-0,1 %), zatímco růst cen služeb (1,3 %) působí v opačném směru. Pokles cen průmyslových výrobců se v květnu zmínil na -1 %.

Červnový CF předpovídá pro druhou polovinu letošního roku, že se **růst cen** již nebude dále snižovat. Pro čtvrté čtvrtletí naopak předpokládá mírné zvýšení inflace a pokračování tohoto trendu i v roce 2015. Za celý rok 2014 by průměrný růst cen měl dosáhnout 0,7 %, a v roce 2015 pak 1,2 %. Podobnou prognózu vydala v červnu rovněž ECB, která svůj odhad inflace proti březnu snížila (z 1 % na 0,7 %, resp. z 1,3 % na 1,1 %).

Na červnovém zasedání ECB přijala řadu opatření s cílem dalšího uvolnění své měnové politiky. Byla snížena základní úroková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu o 10 bazických bodů na 0,15 %, úroková sazba vkladové facility o 10 bazických bodů na -0,10 %⁵⁶ a mezní zápůjční sazba

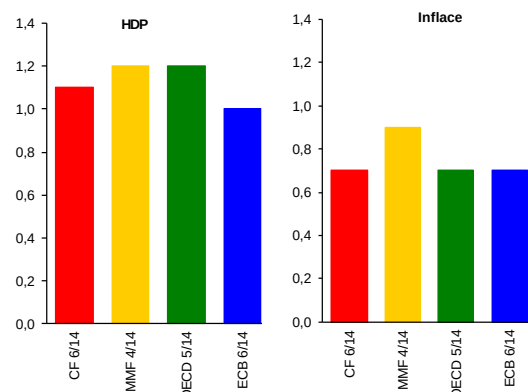
Graf III.7.1 HDP v eurozóně

Ke zvýšení růstu HDP přispělo v prvním čtvrtletí 2014 nejvíce zvýšení domácí poptávky – zejména fixních investic a spotřeby domácností (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 měl v roce 2014 mírně přesáhnout 1 %, inflace by měla zůstat velmi 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.

⁵⁶ Záporná úroková sazba pro vkladovou facilitu se uplatní také na: (i) průměrné rezervy bank držené nad rámec povinných

o 35 bazických bodů na 0,40 %. Kromě toho ECB oznámila zavedení cílených dlouhodobých refinančních operací (TLTRO)⁵⁷ zaměřených na zlepšení poskytování úvěrů bankami nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny. Dalším opatřením bude pozastavení sterilizace likvidity dříve emitované prostřednictvím programu pro trhy s cennými papíry (SMP).⁵⁸ Mimo to ECB oznámila zintenzivnění přípravných prací pro přímé nákupy cenných papírů krytých aktivy (ABS) – tedy přípravu kvantitativního uvolňování. Vedle prodloužení přijímání rozšířeného seznamu aktiv jako kolaterálu do září 2018 bude ECB také pokračovat v provádění hlavních refinančních operací (MRO) s pevnou sazbou a plným uspokojením požadavků minimálně do konce roku 2016.

V červenci ECB úrokové sazby již dále neměnila, ale zopakovala svůj závazek udržovat je na současné úrovni po delší dobu vzhledem k současnému inflačnímu výhledu. Dále byla oznámena změna periodicity měnově politických zasedání z měsíční na šestinedělní. ECB také rozhodla o úpravě TLTRO tak, aby jejich objem mohl dosáhnout až 1 bilion eur. Stejně jako v červnu byla identifikována rizika pro ekonomický růst vychýlená směrem dolů a pro inflaci jako mírná a v souhrnu zhruba vyrovnaná.

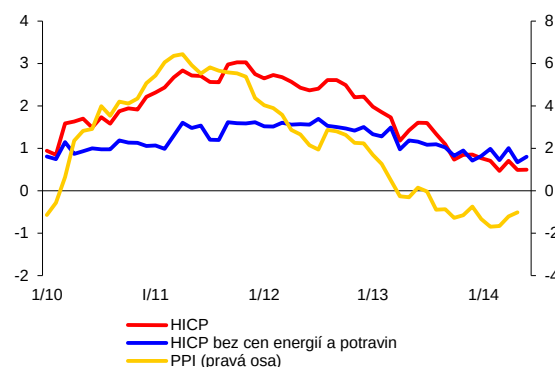
Ekonomický růst v Německu v prvním čtvrtletí 2014 výrazně zesílil, a to mezičtvrtletně i meziročně (z 0,4 % na 0,8 %, resp. z 1,4 % na 2,3 %). V obou případech byl zdrojem jeho zvýšené dynamiky růst domácí poptávky. Vzrostla spotřeba domácností i vlády a zvýšily se také investice (fixní i do zásob), mimo jiné i díky velmi mírné zimě. Příspěvek čistého vývozu byl přibližně neutrální (Graf III.7.4).

minimálních rezerv, (ii) vládní vklady uložené u Eurosystému, jež překračují určitou mezní hodnotu, (iii) účty služby správy rezerv Eurosystému, pokud se aktuálně neúročí, (iv) zůstatky na účtech účastníků systému TARGET2, (v) zůstatky (jednodenní vklady) národních centrálních bank nezapojených do Eurosystému, uložené v systému TARGET2 a (vi) jiné účty držené třetími stranami u centrálních bank Eurosystému za podmínek, že aktuálně nejsou úročené nebo jsou úročené úrokovou sazbou pro vkladovou facilitu.

⁵⁷ Cílené dlouhodobé refinanční operace byly v červnu oznámeny v celkovém objemu 400 mld. EUR a se splatností v září 2018. Objem pro první dvě operace (září a prosinec 2014) bude v souhrnu limitován počátečním přidělem, který se rovná 7 % celkového objemu úvěrů poskytnutých k 30. dubnu 2014 nefinančnímu soukromému sektoru eurozóny, s výjimkou úvěrů domácnostem na nákup rezidenčních nemovitostí. Další operace se budou odvozovat od nově poskytnutých úvěrů. Po dvou letech je možnost předčasného splacení, úročení se bude odvíjet od repo sazby + 10 bazických bodů a úrok bude placen zpětně po splacení úvěru.

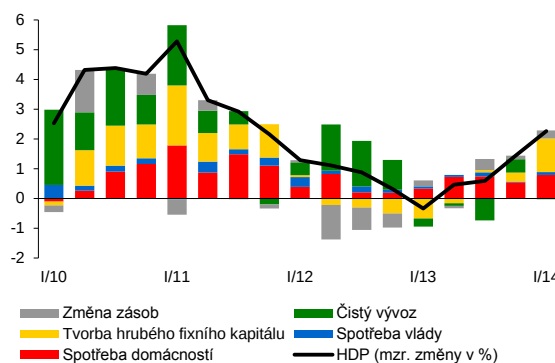
⁵⁸ Zároveň dojde k ukončení refinančních operací se zvláštní dobou trvání se splatností v délce jednoho udržovacího období.

Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně
Inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 oproti předchozímu čtvrtletí dále snížila, pokles cen výrobců se zmírnil (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Graf III.7.4 HDP v Německu

V prvním čtvrtletí 2014 došlo k dalšímu zrychlení růstu HDP díky zvýšenému příspěvku spotřeby domácností a fixních investic (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



Pro druhé čtvrtletí letošního roku červnový CF očekává zpomalení mezičtvrtletního i meziročního ekonomického růstu. Tento vývoj naznačuje také výrazné zpomalení meziměsíčního a meziročního růstu průmyslové výroby a maloobchodního obrátu za první dva měsíce druhého čtvrtletí. Předstihové ukazatele (Ifo, ZEW a PMI v průmyslu) se v červnu mírně snížily (klesla zejména jejich složka výhledu), a rovněž tedy potvrzují očekávané zpomalení ekonomiky.

Pro celý rok 2014 i 2015 předpokládá červnový CF růst HDP shodně o 2 %. Obdobný výhled představily též německá vláda, Bundesbanka a EK. MMF očekává hospodářský růst na poněkud nižší úrovni (1,7 %, resp. 1,6 %).

Německá inflace se v červnu mírně zvýšila o 0,1 procentního bodu na 1 % (Graf III.7.5). Zrychlil růst cen služeb (na 1,6 %) a oslabil pokles cen energií (na -0,3 %). Tyto složky zároveň lehce převážily nad zastavením růstu cen potravin. Červnový CF snížil pro letošní rok výhled průměrné inflace na úroveň 1,2 % a pro příští rok nadále předpokládá její zvýšení na 1,8 %.

Pro letošní rok německá vláda i Bundesbanka očekávají zhruba **vyrovnaný státní rozpočet**. Stejněho výsledku dosáhly německé veřejné finance i v minulých dvou letech. V důsledku růstu nominálního HDP tak v tomto období dochází ke snižování podílu celkového veřejného dluhu na HDP z 81 % dosažených na konci roku 2012 na zhruba 75 % na konci roku 2014.

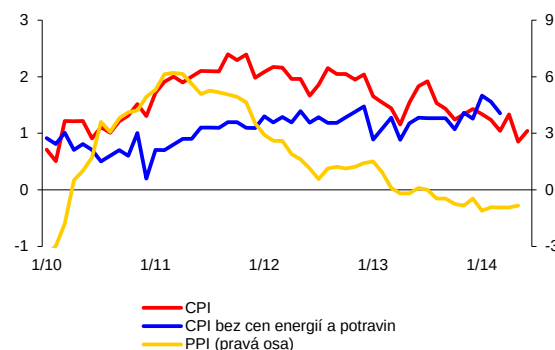
Tempo růstu **slovenského HDP** se v prvním čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně i meziročně zvýšilo v důsledku rychlejšího růstu domácí poptávky, zejména spotřeby domácností a fixních investic. Zvýšení příspěvku domácí poptávky k růstu HDP převážilo nad nižším příspěvkem čistého vývozu.

Za duben a květen došlo k dílčímu oslabení průměrného tempa **růstu průmyslové výroby a maloobchodního obrátu** oproti prvnímu čtvrtletí 2014. To naznačuje, že mezičtvrtletní hospodářský růst ve druhém čtvrtletí pravděpodobně mírně zpomalí. Červnový CF zvýšil očekávaný ekonomický růst za celý letošní rok na 2,5 % a pro příští rok na 3,1 %. Obdobný vývoj predikují také MMF a Infostat. Míra nezaměstnanosti v květnu mírně poklesla na hodnotu 12,8 %.

Spotřebitelské ceny na Slovensku se v červnu vrátily k poklesu o 0,1 % po meziroční stagnaci v květnu, a to hlavně v důsledku prohloubení poklesu cen potravin na -1,7 %. Otázkou je budoucí vývoj inflace. Červnový CF sice očekává růst cen za celý rok 2014 o 0,4 %, ale průměrný propad cen průmyslových výrobců za prvních pět měsíců letošního roku o téměř 4 % spolu s poklesem cen potravin a energií naznačují, že celoroční inflace bude pravděpodobně nižší. NBS také na počátku června snížila svůj odhad růstu spotřebitelských cen za celý letošní rok na 0,1 %.

Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu

Inflace se ve druhém čtvrtletí 2014 dále snižovala zejména vlivem cen energií a potravin, prohlubování poklesu cen průmyslových výrobců se zastavilo (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



III.7.2 Spojené státy

V prvním čtvrtletí 2014 meziroční **hospodářský růst Spojených států** zpomalil na 1,5 % ze 2,6 % v předchozím čtvrtletí (Graf III.7.6). V mezičtvrtletním srovnání HDP poklesl o 0,7 %. V tomto slabém výsledku se nepříznivě odrazilo mrazivé počasí ze začátku roku a překvapivý pokles výdajů na zdravotní služby. Pozitivním signálem ovšem je, že podobně jako v předchozích čtvrtletích zůstává spotřeba domácností s meziročním zvýšením o 2,0 % hlavním faktorem hospodářského růstu. K němu přispěly s výjimkou spotřeby vlády také ostatní složky domácí poptávky. Příspěvek čistého vývozu byl naopak mírně záporný, neboť reálný růst dovozu předstihl v prvním čtvrtletí dynamiku vývozu. Roční kumulovaný deficit běžného účtu platební bilance v prvním čtvrtletí 2014 stagnoval na hodnotě 2,4 % HDP. Trendově klesající vládní výdaje přispěly ke snížení ročního kumulovaného deficitu vládního rozpočtu v prvním čtvrtletí 2014 na úroveň 2,9 % HDP.

Průmyslová výroba od ledna postupně meziročně zrychlovala až na květnových 4,3 %. Také předstihový ukazatel PMI v průmyslu se v červnu udržel v pásnu expanze na přibližně stejné vysoké úrovni jako v květnu, což ukazuje na zrychlení průmyslové výroby za celé druhé čtvrtletí 2014. Zrychlení ekonomického růstu ve druhém čtvrtletí potvrzuje také vývoj maloobchodních tržeb, které meziročně vzrostly ve druhém čtvrtletí v běžných cenách o 4,5 % a oproti předchozímu čtvrtletí o 2,3 %. Pozitivní obrázek navíc dokresluje další pokles míry nezaměstnanosti na 6,1 % v červnu. Ve stejném měsíci zároveň vzrostly ukazatele **spotřebitelské důvěry** (Conference Board) i spotřebitelského sentimentu (University of Michigan), přičemž spotřebitelská důvěra se dostala na své více než pětileté maximum.

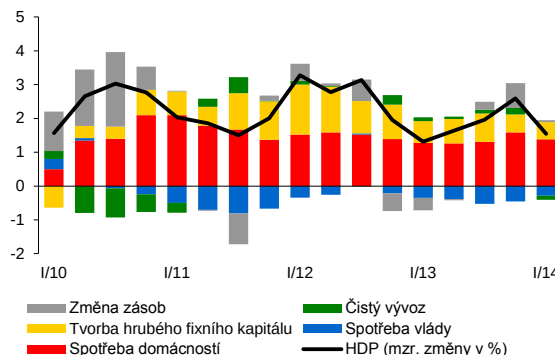
Podle červnového CF by měl **růst HDP v roce 2014** dosáhnout 2,2 % (Graf III.7.7). Jde o přehodnocení očekávaného růstu směrem dolů, které odráží zejména slabší první čtvrtletí roku.

Naopak výhled **inlace spotřebitelských cen** zůstává ukotvený pod 2% úrovní, a to i přes její zrychlování v průběhu druhého čtvrtletí 2014. V samotném květnu vzrostly spotřebitelské ceny meziročně o 2,1 %. Růst cen ve výrobním sektoru naopak v květnu zpomalil na 2,5 % meziročně (Graf III.7.8).

Podle vyjádření **Fedu** nicméně nepředstavuje současný nárůst spotřebitelských cen riziko a je brán spíše jako krátkodobý výkyv. Na svém červnovém zasedání FOMC rozhodl o dalším snížení měsíčních nákupů MBS a dlouhodobých vládních dluhopisů. Navíc bylo rozhodnuto, že by veškeré nákupy měly být ukončeny po letošním říjnovém zasedání. Pozornost trhů se tak více obrací na budoucí načasování zpříšňování měnové politiky prostřednictvím zvyšování základní úrokové sazby.

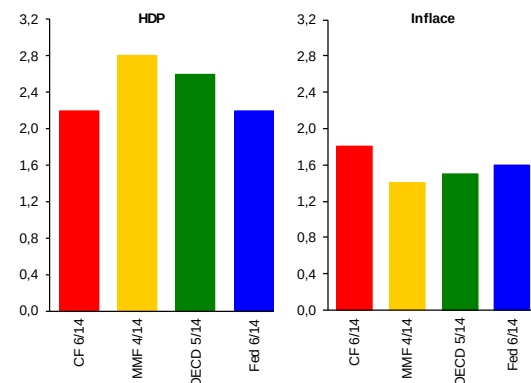
Graf III.7.6 HDP ve Spojených státech

Růst HDP v prvním čtvrtletí 2014 zpomalil (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

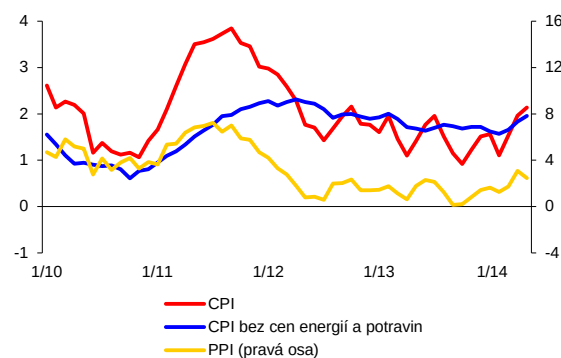
V roce 2014 je očekáván poměrně rychlý růst HDP při utlumených inflačních tlacích (meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



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 ve Spojených státech

Inflace ve druhém čtvrtletí 2014 zrychlila (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči hlavním světovým měnám byl ve druhém čtvrtletí 2014 ovlivněn zejména dalším uvolněním měnové politiky ECB. Euro vůči americkému dolaru v průběhu dubna mírně posílilo, ale na začátku května se trend obrátil. Na tiskové konferenci ve druhém květnovém týdnu totiž prezident ECB M. Draghi naznačil, že na červnovém zasedání by mohlo dojít k dalšímu uvolnění měnové politiky. Květnové údaje potvrdily přetrvávající nízkou inflaci v eurozóně a výhledy nevýrazného ekonomického růstu. Červnové zasedání ECB pak přineslo další impulz pro oslabení jednotné evropské měny v podobě provedení uvolnění měnové politiky (blíže viz kap. III.7.1). Fed naproti tomu pokračoval v omezování nákupů dluhopisů.

Vůči japonskému jenu i britské libře euro v průběhu druhého čtvrtletí 2014 oslabovalo. Zájem o japonskou měnu podpořily nejen zprávy z ekonomiky, ale i stabilní výhled měnové politiky minimálně do konce roku 2014. Oživení ve Velké Británii se potvrdilo jako robustní a rovnoměrné. Míra nezaměstnanosti zároveň poklesla na nejnižší úroveň za posledních pět let. Na druhou stranu ale inflace zůstává pod cílem centrální banky, takže zpřísnění měnové politiky se odhaduje až v roce 2015.

V první polovině července 2014 byl kurz eura vůči hlavním světovým měnám stabilní. V měnové politice ECB ke změnám nedošlo, ale centrální banka zopakovala připravenost použít další nástroje v případě příliš dlouhého období nízké inflace.

V horizontu jednoho roku očekává **červnový CF** oslabení eura vůči americkému dolaru o 4,2 % a vůči britské libře o 1,2 %. Euro by naopak mělo posílit o 1,2 % vůči japonskému jenu (Graf III.7.9).

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

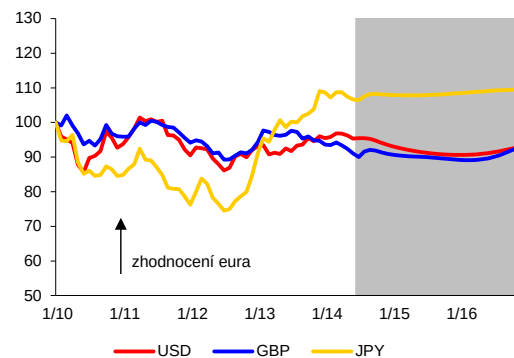
Průměrná měsíční **cena ropy Brent** v dubnu a květnu 2014 jen mírně rostla (na 108, resp. 109 USD/barel; Graf III.7.10) zejména v důsledku politické situace na Ukrajině. Ve druhé červnové dekádě však došlo k akceleraci růstu ceny v reakci na ozbrojené protivládní povstání na severu Iráku. Cena ropy Brent se na krátký čas dostala až nad 115 USD/barel a měsíční průměr za červen vzrostl na 112 USD/barel. Ve zbytku června a v první polovině července však cena opět oslabila až pod 106 USD/barel, když obchodníci nabyli přesvědčení, že těžba a vývoz ropy, které jsou situovány převážně na jihu Iráku, nejsou ohroženy. K poklesu cen ropy značně přispívá i očekávání, že dohoda mezi povstalcí a libyjskou vládou umožní brzký růst vývozu ropy z Libye.

Poptávka po ropě je v současnosti utlumená z důvodu nízké aktivity rafinérií, které zejména v Evropě čelí nízkým rafinérským maržím. IEA snížila předpověď poptávky pro letošní rok na základě slabších aktuálních ekonomických dat. Naopak nabídka je i přes výpadky v Libyi dostatečná,

Graf III.7.9 Kurz eura vůči hlavním měnám

V květnu a červnu euro vůči hlavním světovým měnám oslabilo

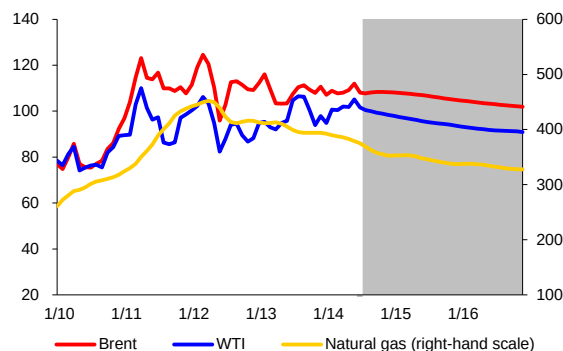
(leden 2010 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



Graf III.7.10 Dolarové ceny ropy a plynu

Cena ropy Brent vzrostla v červnu v reakci na konflikt v Iráku, ale poté opět klesla. Výhled je jen mírně klesající

(ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF)



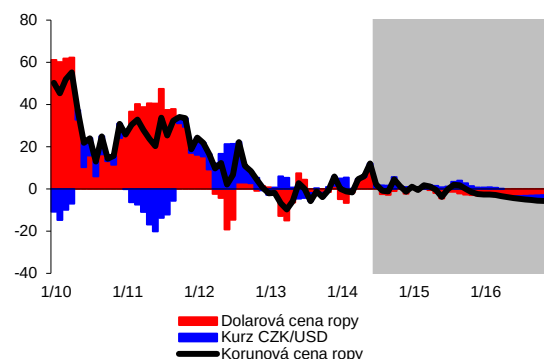
konfliktem v Iráku nebyl dotčen vývoz z této země a naopak roste vývoz z kurdské části Iráku. Zároveň Írán využívá dočasné dohody se světovými mocnostmi a dodává ropu zejména asijským odběratelům. Navíc růst těžby ropy v USA značně omezuje tamní poptávku po jejím dovozu. Tyto faktory a očekávání brzkého návratu libyjské ropy na světové trhy tlačí cenu ropy směrem dolů bez ohledu na přetrvávající geopolitická rizika. Dostatek fyzické ropy na trhu potvrzuje i silný růst komerčních zásob ropy a ropných produktů v zemích OECD v dubnu a květnu, předběžně i v červnu.

Tržní výhled očekává stagnaci cen ropy Brent do konce roku 2014 zhruba na současných cenách (a roční průměr 108,5 USD/barel), poté je jeho trajektorie mírně klesající (s ročním průměrem 106,7 USD/barel v roce 2015). Americká vládní agentura EIA zvýšila svou předpověď průměrné ceny ropy Brent pro letošní rok o 2 USD na 110 USD/barel, pro příští rok o 3 USD na 105 USD/barel. To je v souladu s červnovým CF, který v ročním horizontu předpovídá cenu ropy Brent na úrovni cca 105 USD/barel. Průměrný diskont ceny ropy WTI oproti ropě Brent by se měl dle EIA letos pohybovat na 9 USD/barel a v příštím roce vzrůst na 10 USD/barel.

Na trzích **neenergetických komodit** dominoval v uplynulých třech měsících zejména vývoj na straně nabídky. U indexu cen potravinářských komodit došlo k výraznému poklesu zásluhou zrnin (Graf III.7.12). Pokles trvá zhruba od poloviny letošního května a jeho příčinou je vysoká úroda pšenice v černomořské oblasti a díky dobrému počasí podstatné zlepšení podmínek pěstování oproti minulému roku pro kukuřici a sóju v USA. Krátkodobý vliv mělo i zmírnění geopolitického napětí souvisejícího s vývojem na Ukrajině. Naopak index cen průmyslových kovů mírně vzrostl a na výhledu je stabilní, když zlepšující se výhled poptávky v USA a Číně je kompenzován přebytečnými výrobními a těžebními kapacitami v odvětví.

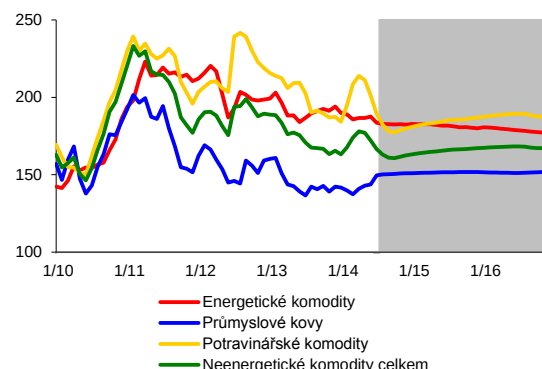
Graf III.7.11 Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy

Korunová cena ropy by měla stagnovat, v roce 2016 se očekává mírný pokles díky klesající dolarové ceně a lehkému posílení koruny (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

Zatímco index cen průmyslových kovů mírně vzrostl, index cen potravinářských komodit výrazně poklesl (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).

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

Graf I.1 Plnění inflačního cíle	1	Graf III.3.12 Podíly odvětví na růstu HPH	35
Graf I.2 Prognóza celkové inflace	1	Graf III.3.13 Průmyslová produkce	35
Graf I.3 Prognóza měnověpolitické inflace	2	Graf III.3.14 Nové průmyslové zakázky	35
Graf I.4 Prognóza úrokových sazeb	2	Graf III.3.15 Bariéry růstu v průmyslu	36
Graf I.5 Prognóza růstu HDP	3	Graf III.3.16 Ekonomický sentiment	36
		Graf III.3.17 Potenciální produkt	36
Graf II.1.1 Efektivní HDP eurozóny	4	Graf III.3.18 Mezera výstupu	37
Graf II.1.2 Efektivní PPI eurozóny	4	Graf III.3.19 Příspěvky k růstu potenciálu	37
Graf II.1.3 Efektivní CPI eurozóny	4	Graf III.4.1 Indikátory trhu práce	37
Graf II.1.4 3M EURIBOR	5	Graf III.4.2 Zaměstnanost podle odvětví	38
Graf II.1.5 Kurz eura k dolaru	5	Graf III.4.3 Přepočtené počty zaměstnanců	39
Graf II.1.6 Cena ropy Brent	5	Graf III.4.4 Ukazatele nezaměstnanosti	39
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	40
Graf II.2.3 Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	7	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	41
Graf II.2.5 Ceny pohonných hmot a cena ropy	8	Graf III.5.1 Peněžní agregáty	42
Graf II.2.6 Prognóza úrokových sazeb	8	Graf III.5.2 Hlavní složky peněžního agregátu M2	42
Graf II.2.7 Náklady spotřebitelského sektoru	9	Graf III.5.3 Struktura vkladů peněžního agregátu M2	42
Graf II.2.8 Náklady sektoru mezispotřeby	10	Graf III.5.4 Úvěry nefinančním podnikům	44
Graf II.2.9 Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	10	Graf III.5.5 Úvěry podnikům určené k financování fixních investic	44
Graf II.2.10 Průměrná nominální mzda	11	Graf III.5.6 Měnová struktura podnikových úvěrů	44
Graf II.2.11 Prognóza růstu HDP	11	Graf III.5.7 Úvěry domácnostem	45
Graf II.2.12 Struktura meziročního růstu HDP	11	Graf III.5.8 Struktura nových úvěrů domácnostem	45
Graf II.2.13 Přepočtený počet zaměstnanců	12	Graf III.5.9 Zadluženost domácností	46
Graf II.2.14 Prognóza trhu práce	13	Graf III.5.10 Zatížení příjmů jednotlivých příjmových skupin domácností spotřebními výdaji a splátkami úvěrů	46
Graf II.2.15 Reálná spotřeba domácností a vlády	13	Graf III.5.11 Základní sazby ČNB	47
Graf II.2.16 Nominální disponibilní důchod	13	Graf III.5.12 Tržní úrokové sazby	47
Graf II.2.17 Míra úspor domácností	14	Graf III.5.13 Úrokové diferenciály	48
Graf II.2.18 Hrubá tvorba kapitálu	14	Graf III.5.14 Výnosová křivka státních dluhopisů	49
Graf II.2.19 Reálný vývoz a dovoz	14	Graf III.5.15 Úrokové sazby z úvěrů podnikům	49
Graf II.3.1 Změna prognózy celkové inflace	18	Graf III.5.16 Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	49
Graf II.3.2 Změna prognózy čisté inflace	18	Graf III.5.17 Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	50
Graf II.3.3 Změna trajektorie úrokových sazeb	18	Graf III.5.18 Úrokové sazby z vkladů	50
Graf II.3.4 Změna prognózy HDP	19	Graf III.5.19 Ex ante reálné sazby	50
Graf II.4.1 Vnímaná a očekávaná inflace	20	Graf III.5.20 Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	51
Graf II.4.2 Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	21	Graf III.5.21 Základní ukazatele hospodaření	51
		Graf III.5.22 Vývoj provozního zisku v odvětvích	52
Graf III.1.1 Srovnání prognózy inflace se skutečností	22	Graf III.5.23 Vývoj provozního zisku v podnicích podle formy vlastnictví	52
Graf III.1.2 Inflace	24	Graf III.5.24 Finanční závazky nefinančních podniků	53
Graf III.1.3 Struktura inflace	24	Graf III.5.25 Struktura finančních aktiv domácností	53
Graf III.1.4 Vývoj složek inflace	25	Graf III.5.26 Realizované a nabídkové ceny bytů	53
Graf III.1.5 Ceny potravin	25	Graf III.5.27 Ukazatele udržitelnosti cen bytů	54
Graf III.1.6 Struktura vývoje cen potravin	25	Graf III.6.1 Běžný účet	55
Graf III.1.7 Korigovaná inflace bez pohonných hmot	26	Graf III.6.2 Obchodní balance	56
Graf III.2.1 Dovožní ceny a ceny výrobců	26	Graf III.6.3 Balance služeb	56
Graf III.2.2 Dovožní ceny	27	Graf III.6.4 Balance výnosů	56
Graf III.2.3 Minerální paliva a maziva	27	Graf III.6.5 Finanční účet	57
Graf III.2.4 Ceny průmyslových výrobců	27	Graf III.6.6 Přímé investice	57
Graf III.2.5 Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	28	Graf III.6.7 Portfoliové investice	57
Graf III.2.6 Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	28	Graf III.6.8 Devizové rezervy ČNB	58
Graf III.2.7 Ceny zemědělských výrobců	29	Graf III.7.1 HDP v eurozóně	60
Graf III.2.8 Ostatní cenové okruhy	30	Graf III.7.2 Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2014	60
Graf III.3.1 Hrubý domácí produkt	31	Graf III.7.3 Inflace a ceny výrobců v eurozóně	61
Graf III.3.2 Struktura meziročního růstu HDP	31	Graf III.7.4 HDP v Německu	61
Graf III.3.3 Výdaje domácností na spotřebu	31	Graf III.7.5 Inflace a ceny výrobců v Německu	62
Graf III.3.4 Disponibilní důchod	32	Graf III.7.6 HDP ve Spojených Státech	63
Graf III.3.5 Struktura spotřeby domácností	32	Graf III.7.7 Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2014	63
Graf III.3.6 Indikátory důvěry	32		
Graf III.3.7 Investice podle sektorů	33		
Graf III.3.8 Tvorba fixního kapitálu	33		
Graf III.3.9 Investice do obydlí	33		
Graf III.3.10 Čistý vývoz	34		
Graf III.3.11 Vývoz a dovoz	34		

OMEZENÝ PŘÍSTUP

Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	63	Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové	
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	64		ceny ropy	65
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	64	Graf III.7.12	Ceny komodit	65

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	7	Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	23
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	15	Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	27
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	15	Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	40
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	16	Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	43
Tab. II.2.5	Fiskální impulz	16	Tab. III.5.2	Úvěrové standardy a vybrané podmínky při schvalování úvěrů podnikům podle jejich velikosti	45
Tab. II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	20			
Tab. II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	20			
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	23			
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	23			

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	29
Graf SZ II.2.1	Prognóza měnového kurzu	9	Graf SZ III.2.2	Prognóza cen zemědělských výrobců	30
Graf SZ II.2.2	Technologie	10	Graf SZ III.5.1	Prognóza M2	43
Graf SZ II.3.1	Změna prognózy kurzu	29			

SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH POUZE V TEXTU SITUAČNÍ ZPRÁVY

Tab. SZ III.5.1	Výsledek hospodaření před zdaněním	52
-----------------	------------------------------------	----

POUŽITÉ ZKRATKY

ABS	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CF	Consensus Forecasts	IRI	Institut regionálních informací
CP	cenné papíry	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	JPY	japonský jen
CZK, Kč	česká koruna	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČNB	Česká národní banka	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČR	Česká republika	MBS	mortgage-backed securities
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	MRO	main refinancing operations (hlavní refinanční operace)
ECB	Evropská centrální banka	NBS	Národní banka Slovenska (Slovenská národní banka)
EDP	Excessive Deficit Procedure (Procedura při nadměrném schodku)	NH	národní hospodářství
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIB	Evropská investiční banka	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EK	Evropská komise	OSVČ	osoba samostatně výdělečně činná
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PH	pohonné hmoty
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PPI	ceny průmyslových výrobců
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	PZI	přímé zahraniční investice (1T, 1M, 1R) (jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
FOMC	Federal Open Market Committee	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	RPSN	roční procentní sazba nákladů
GBP	britská libra	SMP	Securities Markets Programme (program pro trhy s cennými papíry)
HDP	hrubý domácí produkt	USA	Spojené státy americké
HICP	harmonizovaný cenový index	USD	americký dolar
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HPH	hrubá přidaná hodnota	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
Ifo	index podnikatelského klimatu institutu	ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Centrum evropského ekonomického výzkum)
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		
Infostat	Inštitút informatiky a štatistiky		

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
Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci	(box)	III/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 impuls: veličina zohledňující vliv fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v krátkém období.

Fiskální pozice: meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v p.b.). Kladná hodnota indikuje fiskální 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 něhož vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nominální náklady v sektoru mezispotřeby: jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady tzv. práci zhodnocující technologie. Tu lze chápat jako koncept podobný souhrnné produktivitě výrobních faktorů např. v 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 diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

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

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

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

Poměr ceny bytu a disponibilního důchodu (také ukazatel price-to-disposable income): podíl ceny bytu a součtu disponibilního důchodu za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele

bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Index počítán z realizačních cen nemovitostí, nejnovější údaje jsou odhadnuty z cen nabídkových.

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

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

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

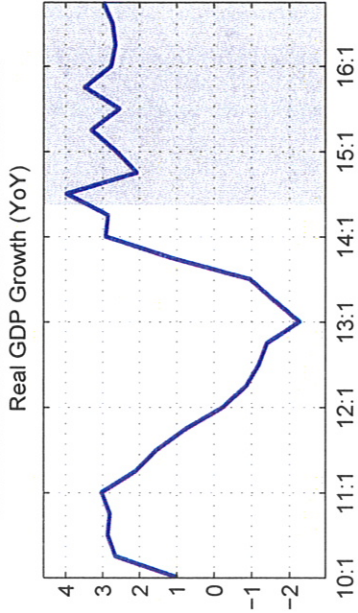
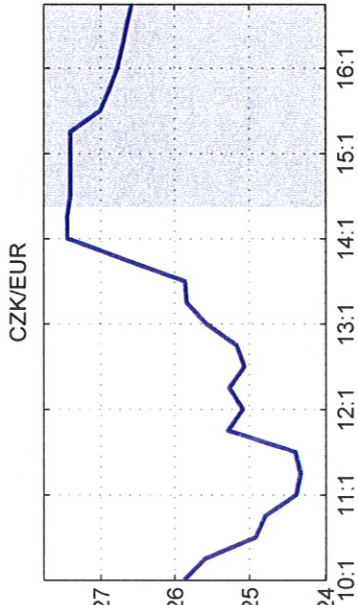
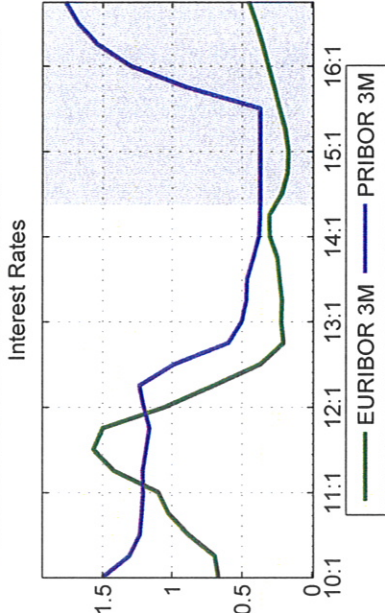
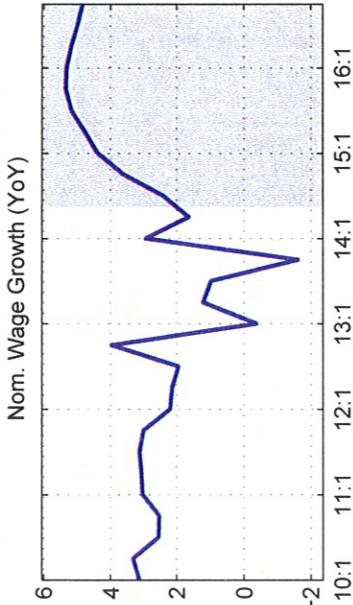
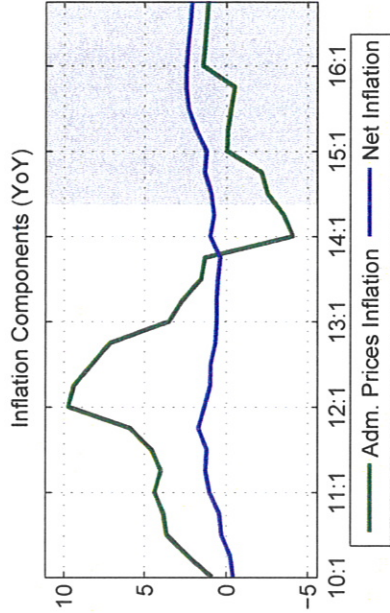
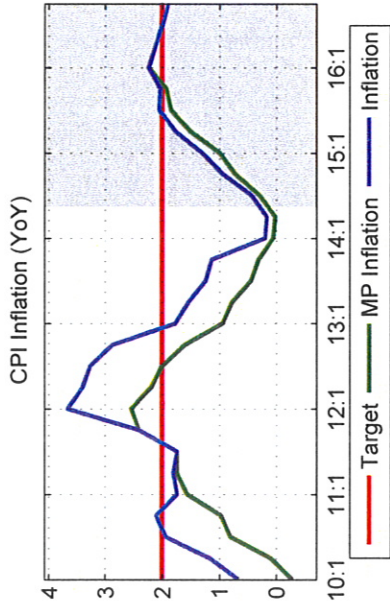
Forecast Summary

	14:I	14:II	14:III	14:IV	15:I	15:II	15:III	15:IV	16:I	16:II	16:III	16:IV
<i>Inflation</i>												
CPI Inflation (YoY)	%pa	0.2	0.2	0.4	0.9	1.3	1.8	2.0	2.2	2.1	2.0	1.9
CPI Inflation (QoQ)	%pa	0.3	0.3	1.0	2.3	1.4	2.1	2.1	2.6	1.7	1.7	1.7
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	0.1	0.0	0.3	0.7	1.0	1.5	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9
MP Inflation (QoQ)	%pa	0.3	0.1	0.7	1.7	1.5	2.1	2.1	2.6	1.7	1.7	1.7
Net Inflation (YoY)	%pa	1.0	0.7	0.9	1.3	1.2	1.8	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0
Net Inflation (QoQ)	%pa	2.7	0.0	0.7	1.7	2.3	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0
Adm. Price Inflation (YoY)	%pa	-4.1	-3.6	-2.6	-2.2	-0.1	-0.1	-0.3	1.4	1.3	1.2	1.1
Adm. Price Inflation (QoQ)	%pa	-11.1	0.5	1.1	1.4	-3.2	0.3	0.3	4.5	-0.2	-0.1	0.2
<i>Nominal Interest Rate</i>												
PRIBOR 3M	%pa	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	1.3	1.5	1.7	1.8
2W REPO	%pa	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	1.0	1.2	1.4	1.5
Premium	%pa	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<i>Nominal Exchange Rate</i>												
CZK/EUR	%pa	27.4	27.4	27.4	27.4	27.4	27.4	26.9	26.8	26.7	26.6	26.6
Nominal Depreciation (YoY)	%pa	7.3	6.3	6.0	2.8	-0.1	-0.2	-1.5	-2.3	-2.6	-1.3	-1.1
Nominal Depreciation (QoQ)	%pa	12.3	0.1	-0.7	-0.0	0.0	0.0	-1.9	-1.6	-1.0	-0.9	-1.0
<i>Nominal Wage</i>												
Nom. Wage Growth (YoY)	%pa	2.9	1.6	2.4	3.6	4.4	4.7	5.3	5.3	5.2	5.0	4.8
Nom. Wage Growth (QoQ)	%pa	2.1	3.9	3.8	4.6	5.1	5.4	5.3	5.0	4.8	4.7	4.7
<i>Real Sector</i>												
Real GDP Growth (YoY)	%pa	2.9	2.8	3.9	2.1	2.6	3.3	3.5	2.8	2.6	2.7	3.0
Real GDP Growth (QoQ)	%pa	3.2	0.6	5.9	-1.4	5.5	3.3	2.3	2.6	2.9	3.1	3.3

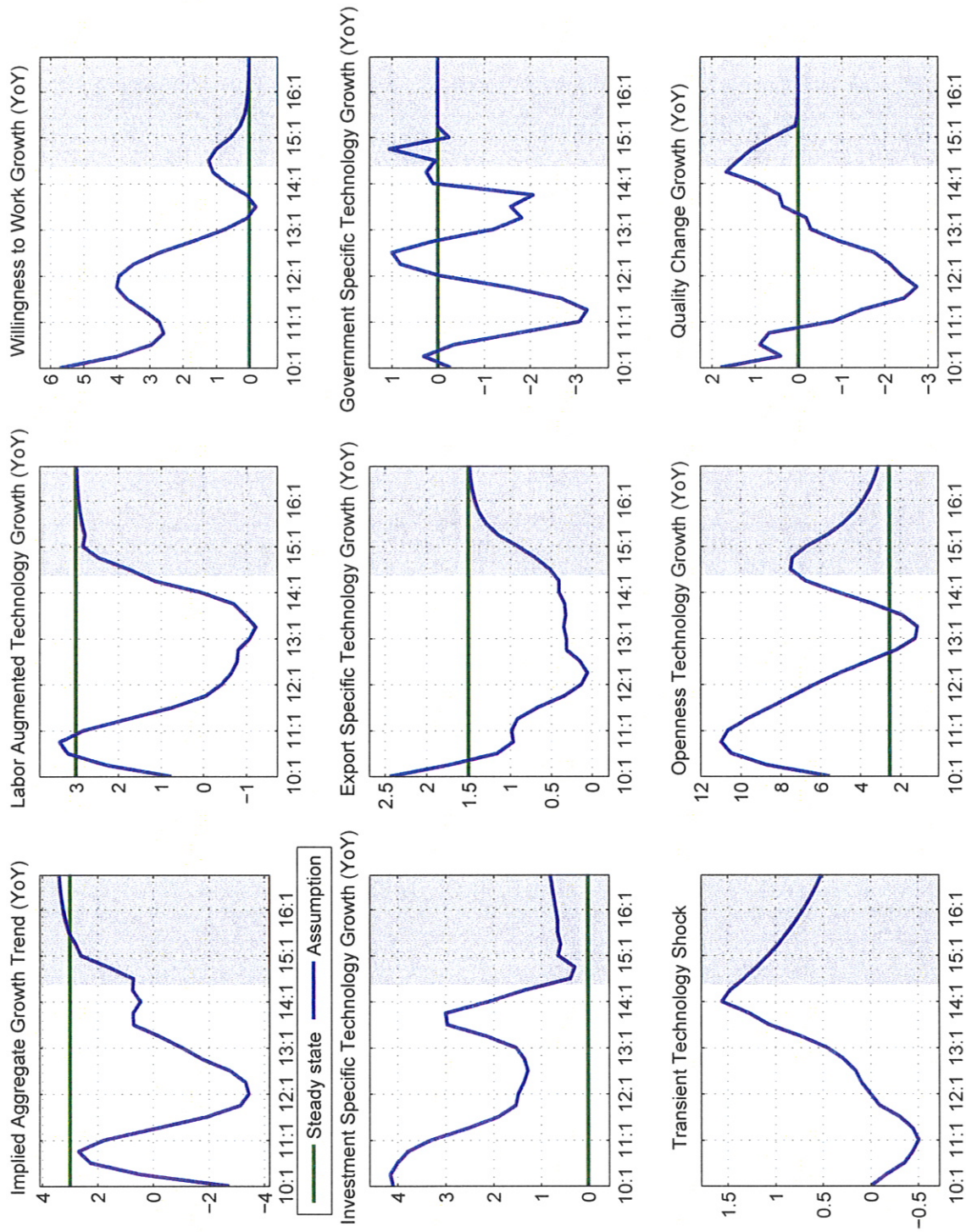
Forecast Summary

	14:I	14:II	14:III	14:IV	15:I	15:II	15:III	15:IV	16:I	16:II	16:III	16:IV
Real Sector Variables												
Real GDP Growth (YoY)	%pa	2.9	2.8	3.9	2.1	2.6	3.3	2.5	3.5	2.8	2.6	3.0
Real Consumption Growth (YoY)	%pa	1.6	1.8	2.1	2.3	1.6	2.1	2.1	1.9	2.0	1.9	2.1
Real Investment Growth (YoY)	%pa	3.4	11.2	7.4	-1.1	6.0	4.1	2.0	7.6	4.4	3.8	2.5
Real Export Growth (YoY)	%pa	10.1	9.8	11.3	12.8	9.9	10.0	9.5	8.6	7.9	7.5	7.8
Real Import Growth (YoY)	%pa	9.5	12.2	11.1	13.0	10.5	9.6	9.5	8.9	8.1	7.6	7.2
Real Government Cons. growth (YoY)	%pa	1.4	2.8	1.5	2.3	1.0	1.5	1.7	1.9	1.8	1.6	1.2
Foreign Variables												
Foreign Policy Rate	%pa	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Foreign Inflation (Foreign Curr.) (YoY)	%pa	-1.5	-0.8	-0.7	-0.4	1.0	1.4	1.6	1.6	1.7	2.0	2.5
Foreign Demand Growth (YoY)	%pa	5.4	5.3	6.4	7.2	8.1	8.5	8.6	8.4	7.9	7.4	7.2
Productivities												
Implied Aggregate Growth Trend (YoY)	%pa	0.4	0.7	0.7	1.6	2.6	2.8	3.0	3.2	3.2	3.3	3.4
Labor Augmented Technology Growth (YoY)	%pa	0.0	1.1	1.7	2.4	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0
Export Specific Technology Growth (YoY)	%pa	0.4	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
Willingness to Work Growth (YoY)	%pa	0.7	1.1	1.2	1.0	0.5	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Government Specific Technology Growth (YoY)	%pa	0.1	0.2	0.1	1.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Openness Technology Growth (YoY)	%pa	5.2	6.8	7.5	7.4	6.7	5.6	4.9	4.3	3.8	3.5	3.1
Quality Change Growth (YoY)	%pa	0.9	1.7	1.4	1.1	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Transient Technology Shock	%pa	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

Baseline Summary

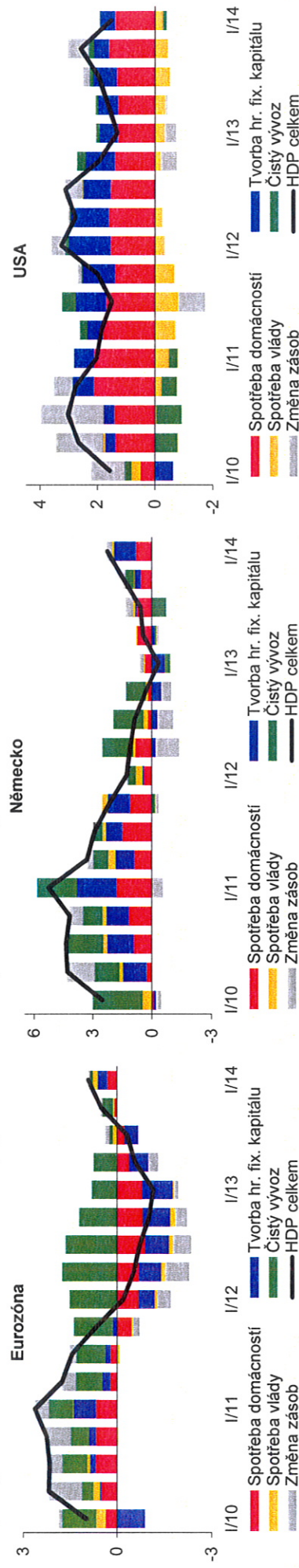


Baseline - Technology

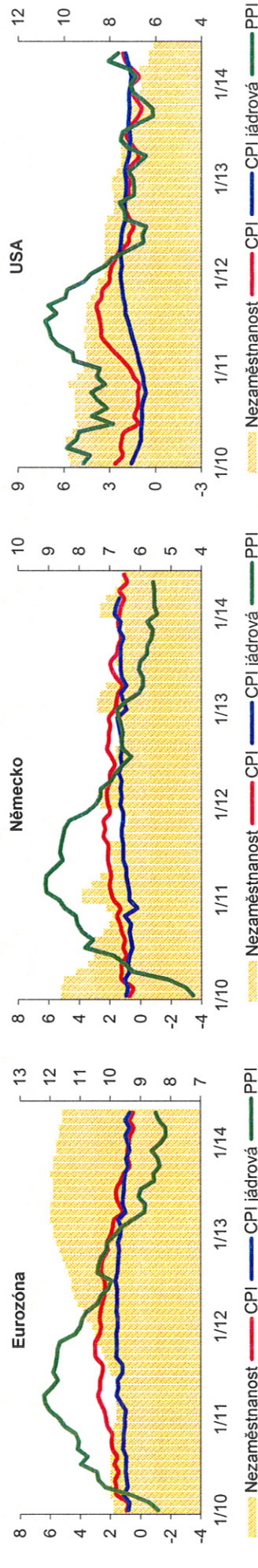


Vyspělé země

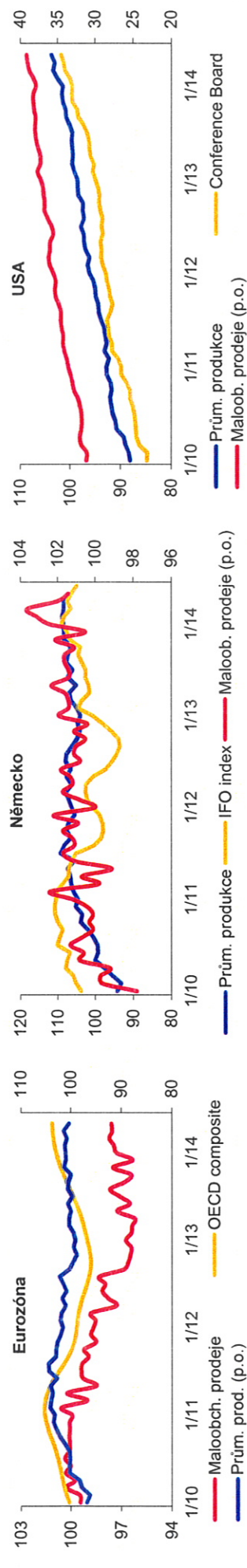
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



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

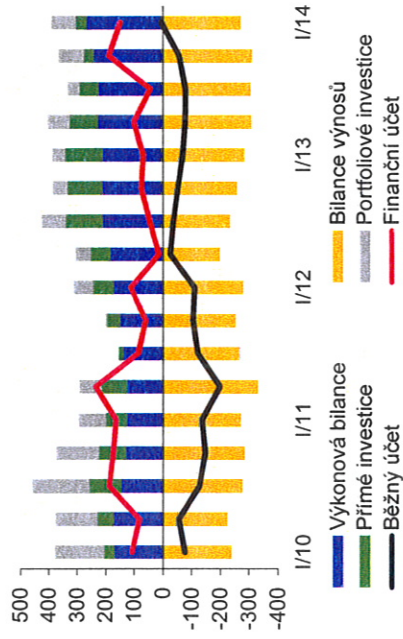


Předstihové ukazatele (p.o. = pravá osa)

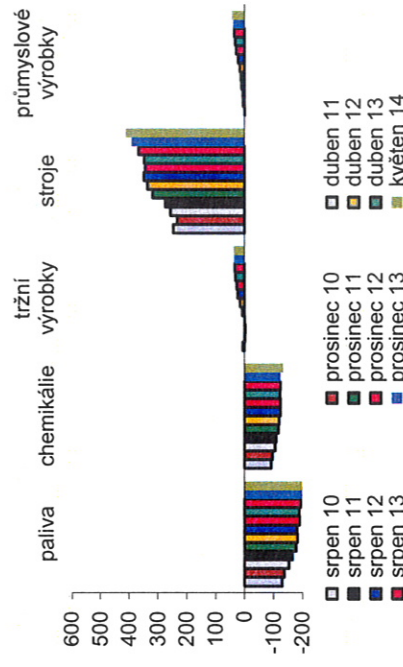


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

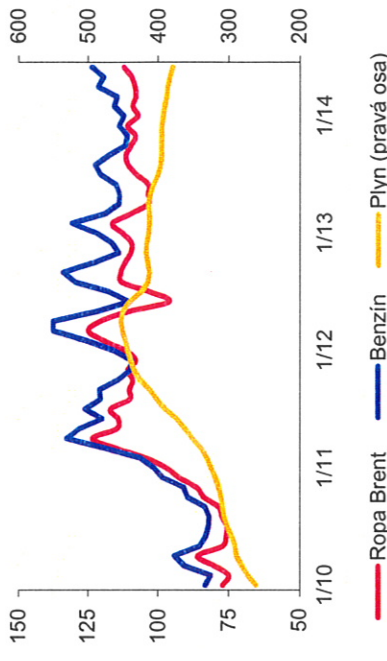
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. CZK)



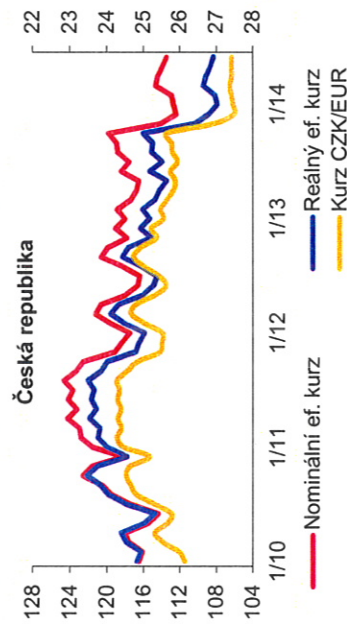
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR dle SITC (mld. CZK)



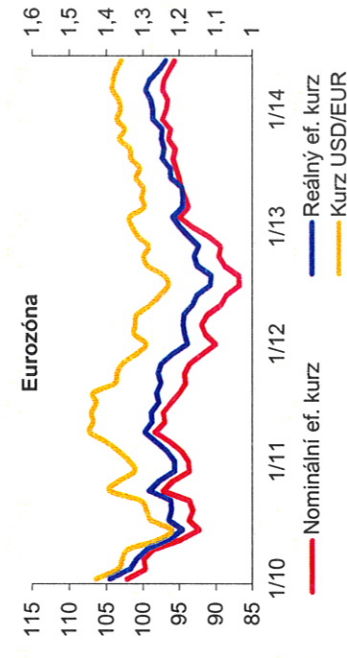
Ceny ropy a benzínu (USD/b) a plynu (USD/1000 m³)



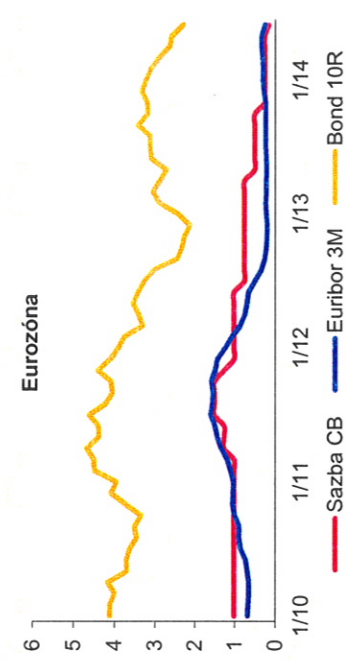
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (pravá osa)



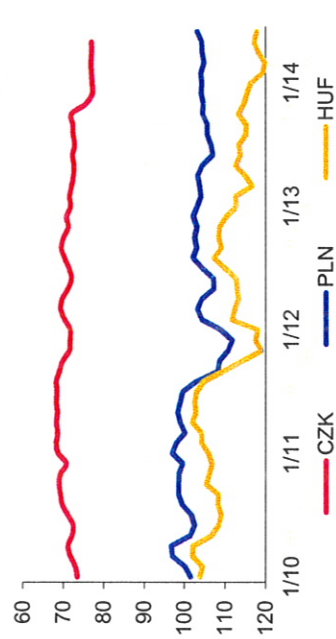
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (pravá osa)



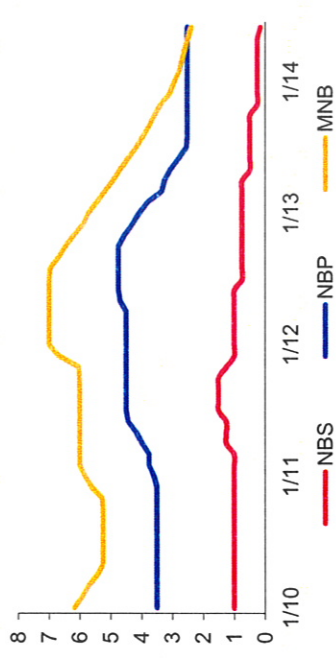
Úrokové sazby (%)



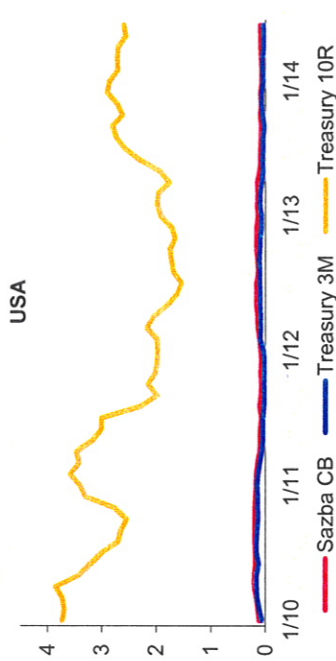
Měnové kurzy stř. evropských zemí k EUR (r.2000 = 100)



Úrokové sazby středoevropských centrálních bank (%)

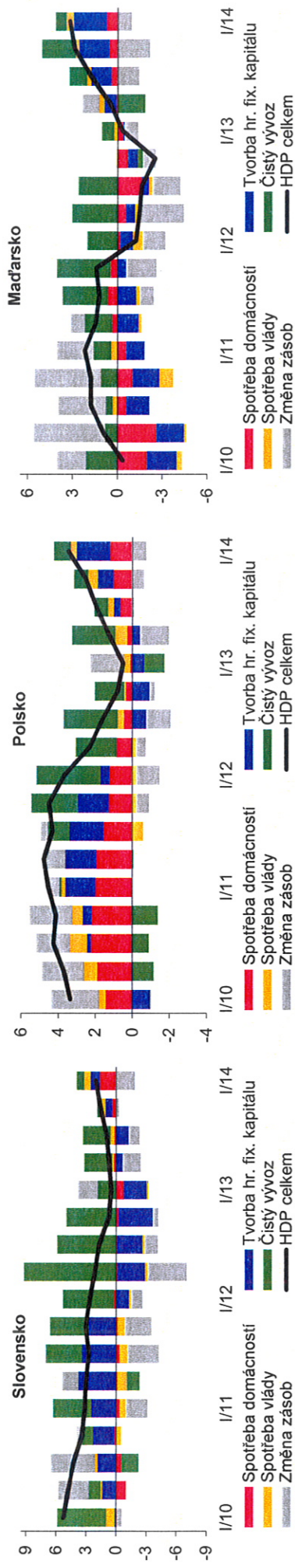


Úrokové sazby (%)

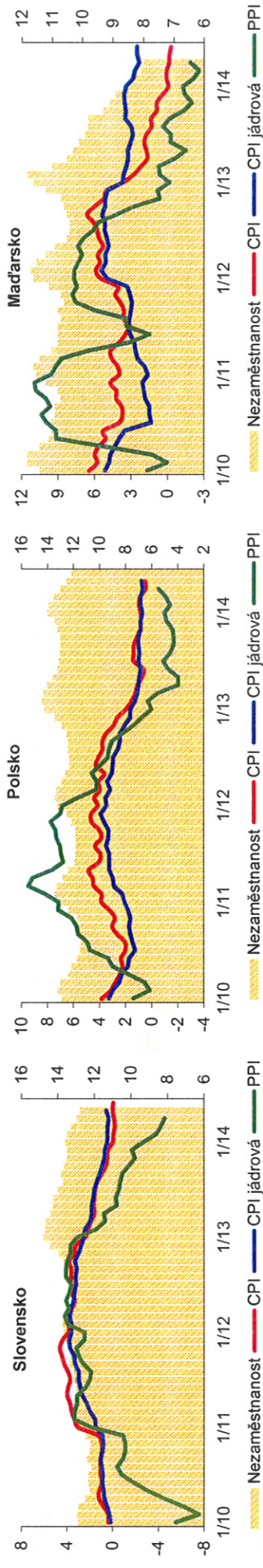


Středoevropské země

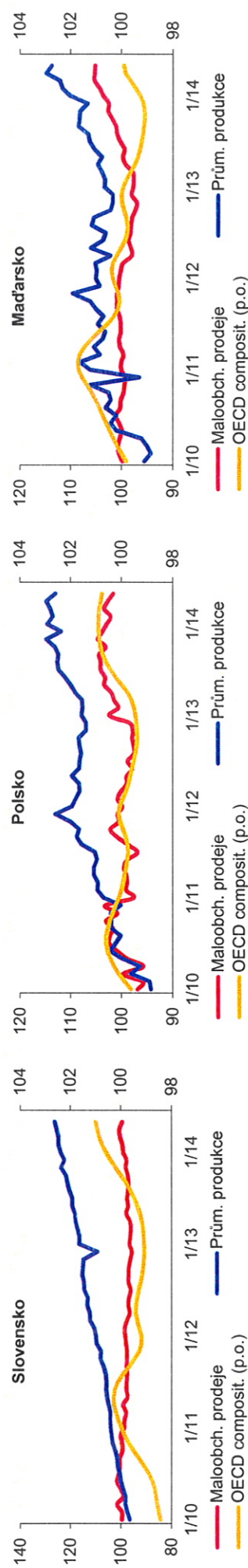
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (v procentních bodech, sezonně očištěno)



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

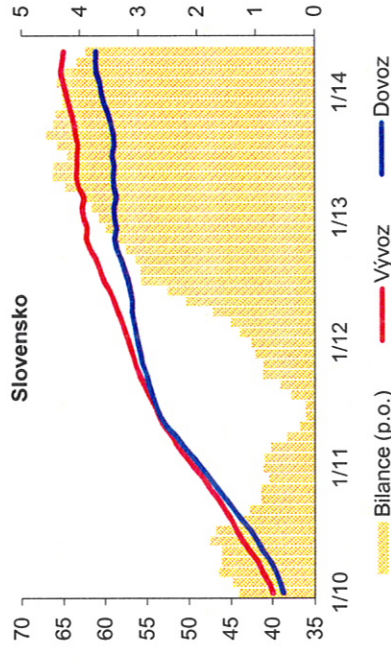


Předstíhové ukazatele (p.o. = pravá osa)

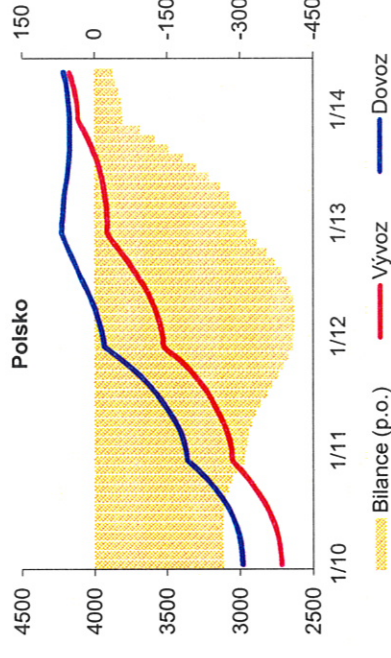


Obchodní bilance střeoevropských zemí a zahraniční vývoj v efektivním vyjádření

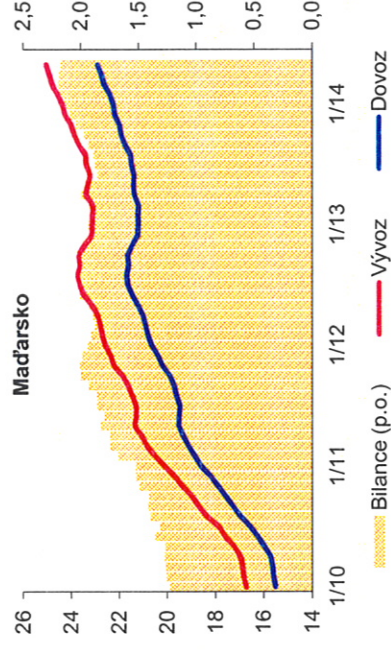
Obchodní bilance (mld. EUR)



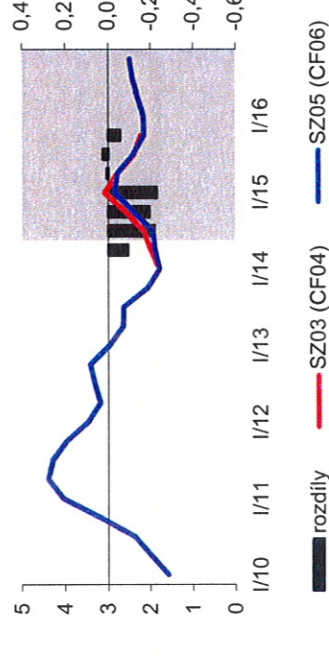
Obchodní bilance (mld. PLN)



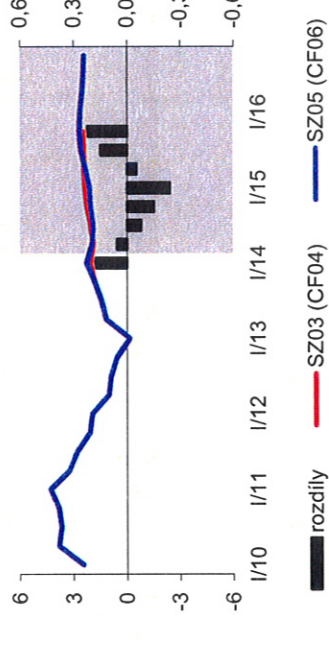
Obchodní bilance (tril. HUF)



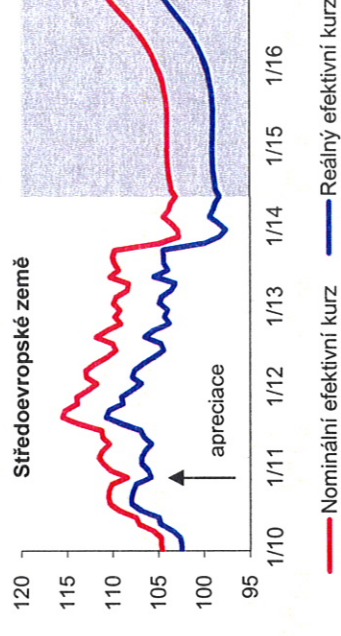
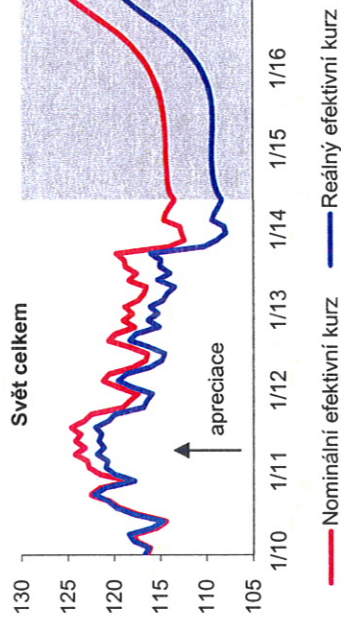
Efektivní CPI – svět (meziročně v %, rozdíl v p.b.)



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



Efektivní kurzy (průměr roku 2005 = 100, předpověď CF06)



Referenční scénář exogenních faktorů na základě 6. Consensus Forecasts a tržních výhledů ze 7. července 2014

Zahraníční cenový vývoj	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	2013	2014	2015	2016
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	-1,5	-0,9	-0,6	-0,3	1,0	1,5	1,5	1,6	1,8	2,1	2,3	2,3	0,0	-0,8	1,4	2,1
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾	0,7	0,6	0,7	1,2	1,6	1,7	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,6	0,8	1,6	1,8
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	107,9	109,8	111,9	110,8	109,4	108,2	106,9	105,7	104,7	103,7	102,8	102,1	108,8	110,1	107,6	103,3
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)	-4,4	6,2	2,1	1,3	1,4	-1,4	-4,5	-4,6	-4,3	-4,2	-3,8	-3,4	-2,8	1,3	-2,3	-3,9
cena benzínu (USD/t) ⁴⁾	950,9	1025,7	989,5	930,6	955,2	967,6	913,9	870,0	897,9	914,0	871,7	834,8	986,2	974,2	926,7	879,6
mzr. změna ceny benzínu (v %)	-7,5	6,5	-2,0	-1,4	0,5	-5,7	-7,6	-6,5	-6,0	-5,5	-4,6	-4,0	-4,5	-1,1	-4,8	-5,0

Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾	1,3	1,3	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	0,5	1,5	2,0	1,8

Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,369	1,371	1,362	1,344	1,324	1,309	1,300	1,295	1,294	1,298	1,308	1,322	1,328	1,361	1,307	1,306
3M Euribor ⁷⁾	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4

Poznámky:

- ¹⁾ vážený průměr harmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezonně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ²⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezonně 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 sezonně 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 3. situační zprávu 2014

Zahraníční cenový vývoj	I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15	II/15	III/15	IV/15	I/16	II/16	III/16	IV/16	2013	2014	2015	2016
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)	-0,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,8	-0,1	0,2
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)		-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0
cena ropy Brent (USD/barel)		1,1	4,3	4,7	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	5,0	0,0	2,5	4,7	4,9
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b.)		1,0	3,9	4,3	4,3	3,3	0,7	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,0	2,3	2,2	0,4
cena benzínu (USD/t)		45,4	64,0	71,9	82,4	63,8	53,6	65,3	77,3	67,3	53,2	59,2	0,0	45,3	66,3	64,2
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)		4,7	6,3	7,6	8,7	2,1	-0,6	-0,2	0,0	0,8	0,2	-0,4	0,0	4,7	2,5	0,1

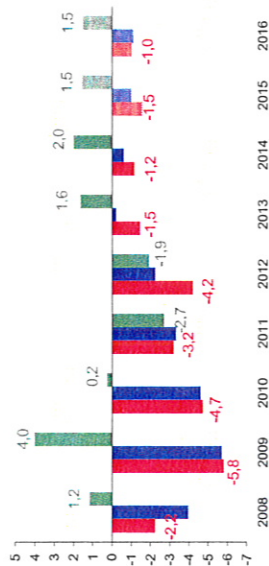
Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)		-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0

Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR		0,002	0,016	0,017	0,014	0,014	0,012	0,010	0,010	0,016	0,028	0,042	0,000	0,009	0,013	0,024
3M Euribor		0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3

Odbor vnějších ekonomických vztahů (414)

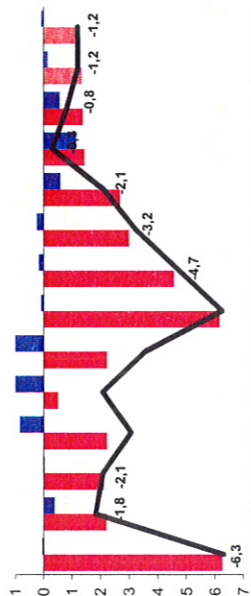
Fiskální politika

Saldo vládního sektoru a reálná spotřeba vlády, metodika EK - ESA 95 (v % HDP)



■ Celkové saldo neupravené ■ Strukt. saldo EK upravené ■ Spotřeba vlády (reál, mzd. %)

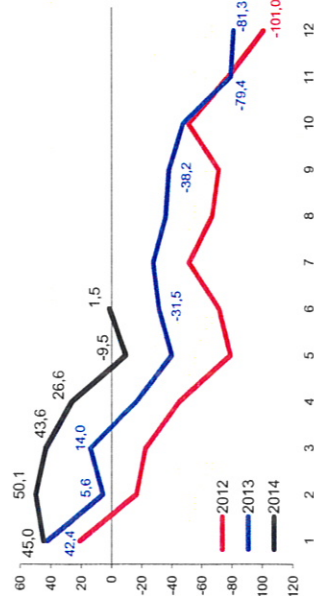
Strukturální, cyklické a celkové saldo vládního sektoru, metodika ESCB - ESA 95 (v % HDP)



■ Cyklická složka ■ Strukturální saldo ESCB upravené ■ Celkové saldo upravené

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

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



Hospodaření vládního sektoru - prognóza ČNB (metodika ESA 95)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo vládního sektoru (v % HDP)	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2d	-1.5	-1.2	-2.0	-1.0
Upravené saldo ^{a)} (v % HDP)	-85.9	-218.3	-179.1	-122.3	-162.1d	-56.4	-46.8	-85.1	-65.1
Strukturální saldo ESCB ^{b)} (v % HDP)	-2.2	-6.2	-4.6	-3.0	-2.7	-1.4	-1.4	-1.3	-1.1
Fiskální pozice ESCB ^{c)} (v p.b.)	-3.6	-6.2	-4.7	-3.2	-2.1	-0.3	-1.0	-0.8	-1.2
Strukturální saldo EK ^{d)} (v % HDP)	-1.5	-2.7	1.5	1.1	1.8	-0.4	-0.5	-0.7	0.0
Fiskální pozice EK ^{e)} (v p.b.)	-3.9	-5.7	-4.6	-3.3	-2.2	-0.2	-1.0	-0.6	-1.1
Dluh vládního sektoru (v % HDP)	-1.7	-1.7	1.1	1.3	1.1	2.0	-0.6	-0.4	-0.1
Dluh vládního sektoru (v mld. Kč)	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	46.0	45.8	44.9	43.9
Upraveno o mimořádné jednorázové operace; b) cyklické očištěné saldo upravené o mimořádné jednoráz. operace; c) meziočasně změněné strukt. salda, kladná hodnota indikuje fiskální restrikt. záporná hodnota expanzi; d) zahrnuje jednorázový dopad fin. kompenzace (církvní restituce) 59,0 mld. Kč, tj. 1,5% HDP.	1104.3	1299.3	1454.4	1583.3	1775.1	1788.2	1840.0	1928.2	1954.6

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP)	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.5	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
KOPR duben 2014	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.5	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
Notif. CSU 4/2014 - Fisk. výhled 5/2014	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.5	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
Makroprojekce - 4/2014	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.5	-1.8	-2.3	-2.3	-2.0
Dluh vládního sektoru - EDP (v % HDP)	27.9	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	46.0	44.0			
Notif. CSU 4/2014 - Makroprojekce 4/2014	27.9	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	46.0	44.0			

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
- DPH	208.4	217.8	236.4	255.2	253.6	269.6	275.4	278.2	308.5	308.5	308.5	308.5	308.5
- spotřební daně	110.5	119.6	139.0	133.0	131.1	138.3	146.6	146.8	143.4	143.4	143.4	143.4	143.4
- daně z příjmů PO	142.3	135.4	162.8	182.5	119.6	123.9	118.1	128.0	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
- daně z příjmů FO	143.7	136.9	152.0	143.3	126.7	130.0	133.4	141.6	141.6	141.6	141.6	141.6	141.6
- ostatní daně, cla a poplatky	26.4	31.8	32.8	29.5	32.2	35.3	37.7	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
Celkem	631.3	638.0	721.9	746.9	660.6	693.9	708.8	727.2	750.7	750.7	750.7	750.7	750.7
- DPH	13.2	4.5	8.5	8.0	-0.6	6.3	2.2	1.0	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
- spotřební daně	15.1	8.2	16.2	-4.3	-1.5	5.5	6.0	0.1	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
- daně z příjmů PO	27.0	-4.8	20.2	12.1	-34.5	3.6	-4.6	8.4	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
- daně z příjmů FO	7.8	-4.7	11.0	-5.7	-11.6	2.6	2.6	2.2	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
- ostatní daně, cla a poplatky	-18.6	7.2	12.4	3.1	-10.0	8.9	9.6	6.8	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
Celkem	13.2	1.1	13.2	3.5	-11.6	5.0	2.1	2.6	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Složená daňová kvóta	38.0	36.3	37.3	35.6	33.1	34.0	34.5	35.1	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7

Pokladní plnění státního rozpočtu - metodika GFS

	SR 2014	Skutečnost	Rozdíl
Saldo SR celkem (v mld. Kč)	-112.0	-31.5	80.5
v tom: náklady dluhové služby *)	65.8	32.6	33.2
primární saldo SR	-46.2	3.8	50.0

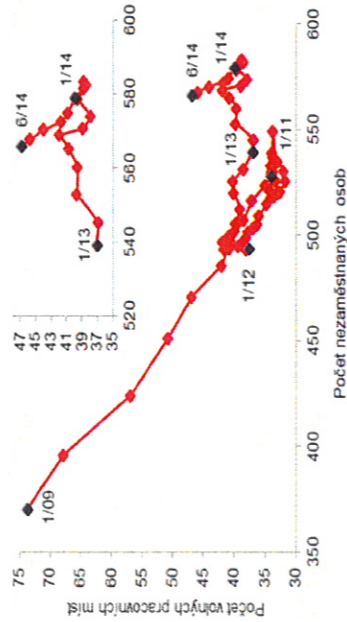
*) Položka zahrnuje výdaje kapitoly Státní dluh, tj. úrokové výdaje na vnitřní dluh (na státní pokladniční poukázky, středně- a dlouhodobé dluhopisy a krátkodobé půjčky), úrokové výdaje na vnější dluh (na zahraniční emise dluhopisů a půjčky od EIB), výdaje na úmor státního dluhu, realizovanou kurzovou 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	6/2013	12/2013	3/2014	6/2014
ČR	-2R	3.14	4.20	3.81	2.23	1.90	1.99	0.28	0.51	0.25	0.31
- 10R	-2R	3.73	4.66	4.42	4.21	3.95	3.83	1.97	2.26	2.17	1.58
Německo	-2R	3.89	4.08	1.83	1.33	0.87	0.14	-0.02	0.20	0.21	0.17
- 10R	-2R	3.77	4.21	3.05	3.14	2.91	1.93	1.30	1.73	1.94	1.57
V. Británie	-2R	5.10	4.34	1.51	1.44	1.03	0.33	0.31	0.42	0.72	0.76
- 10R	-2R	4.63	4.52	3.39	4.20	3.62	2.10	1.88	2.62	3.16	2.87
USA	-2R	4.67	3.12	0.82	0.87	0.62	0.26	0.26	0.33	0.34	0.40
- 10R	-2R	4.56	4.10	2.42	3.59	3.29	1.98	1.72	2.30	2.90	2.72

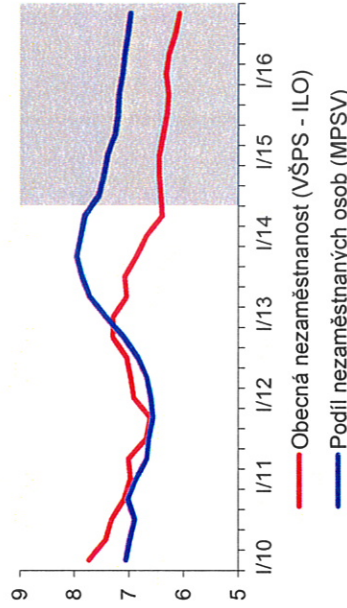
Trh práce (1)

Ukazatele nezaměstnanosti (v %)



Pramen: MPSV, propočet ČNB

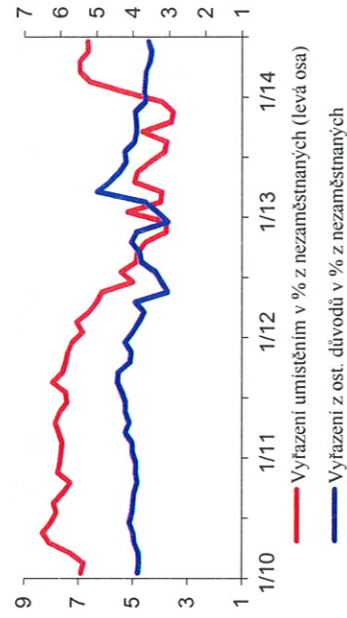
Poznámka: sezonně očištěné počty v tis.



Pramen: MPSV, ČSÚ, propočet ČNB

Poznámka: sezonně očištěno, u VŠPS -ILO věk 15-64

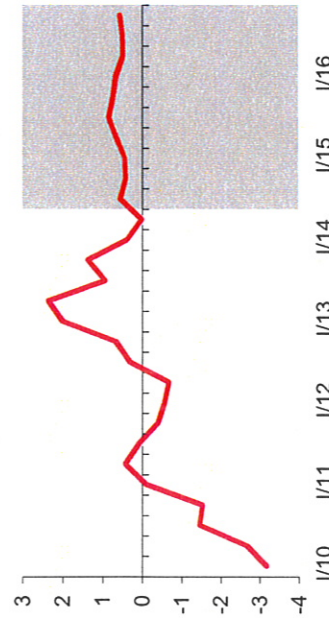
Toky nezaměstnaných



Pramen: MPSV, propočet ČNB

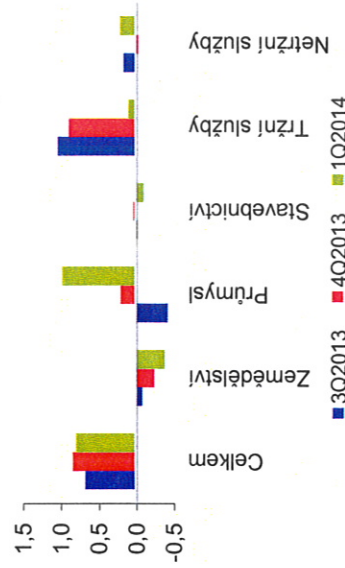
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD (meziroční změna v %)



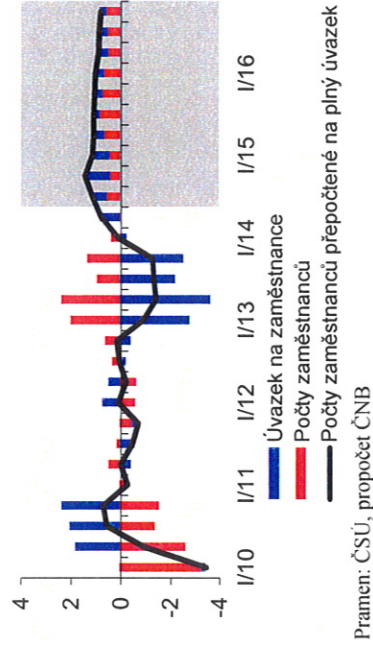
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Příspěvky k růstu počtu zaměstnaných (v procentních bodech)



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

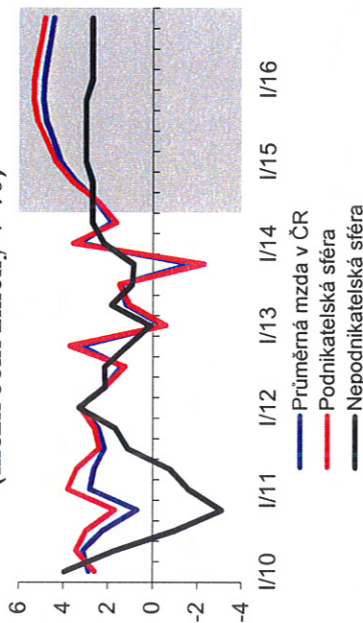
Příspěvky k růstu přepočteného počtu zaměstnanců



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

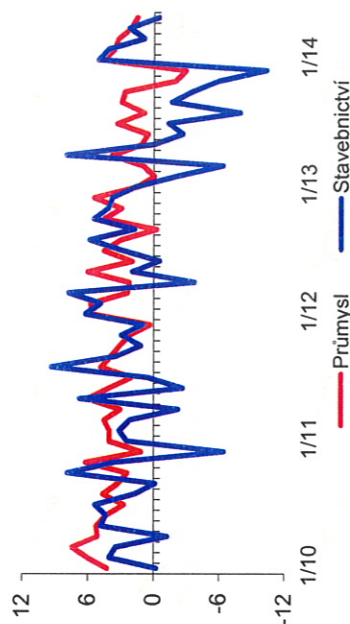
Trh práce (2)

Vývoj nominálních mezd
(meziroční změny v %)



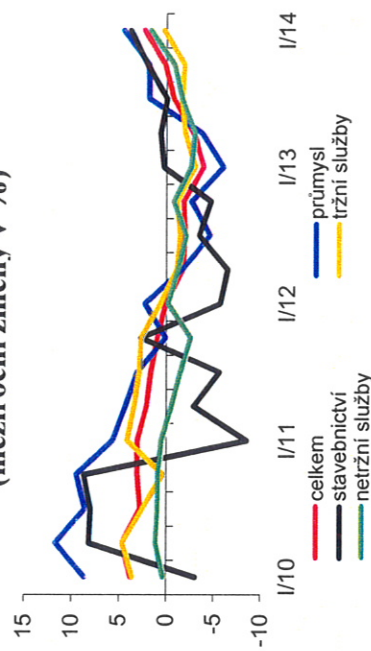
Pramen: ČSÚ

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



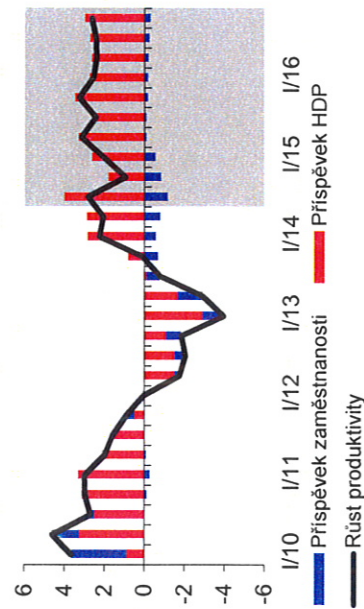
Pramen: ČSÚ

Produktivita práce
(meziroční změny v %)



Poznámka: ESA 95

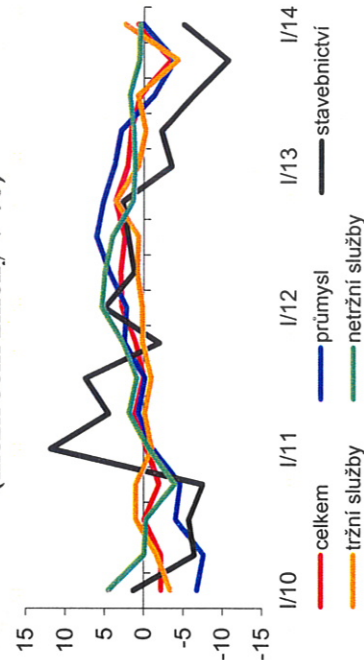
Příspěvky k růstu produktivity



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

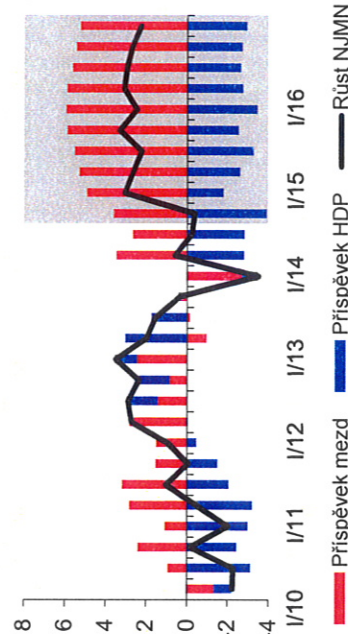
NJMN

(meziroční změny v %)



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

Příspěvky k růstu NJMN

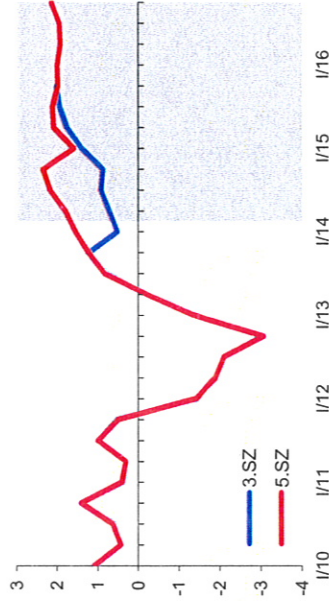


Poznámka: meziroční změny pro NJMN, příspěvky pro
HDP a zaměstnanost v p.b.

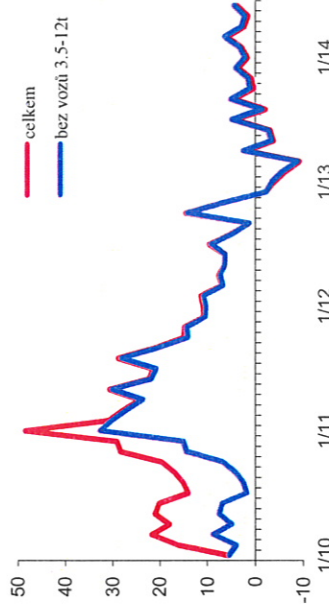
Ukazatel	I/12	II/12	III/12	IV/12	2012	I/13	II/13	III/13	IV/13	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015	I/16	II/16	III/16	IV/16	2016
Zaměstnanost celkem	0.1	0.2	0.5	0.6	0.4	1.0	1.3	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8	1.1	0.8	0.9	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
z toho : zaměstnanci a)	-0.6	-0.6	0.3	0.6	-0.1	2.0	2.4	0.9	1.3	1.6	0.4	0.0	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5
ostatní zaměstnání	3.1	4.3	1.4	0.8	2.4	-3.2	-3.2	-0.5	-1.3	-2.1	2.8	4.4	3.8	2.7	3.4	1.0	-2.4	-3.2	-2.3	-1.7	-2.0	-1.0	-0.9	-0.9	-1.2
Podíl nezaměstnaných osob v % - průměr za období	7.1	6.5	6.6	7.0	6.8	8.0	7.5	7.5	7.8	7.7	8.5	7.6	7.2	7.3	7.7	8.0	7.0	6.9	7.1	7.2	7.7	6.9	6.7	6.8	7.0
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr (15-64 let)	7.2	6.8	7.0	7.2	7.0	7.5	6.8	7.0	6.7	7.0	6.9	6.2	6.4	6.4	6.4	6.7	6.2	6.2	6.2	6.3	6.6	6.1	6.1	6.0	6.2
Průměrná mzda v ČR celkem (nominální) b)	3.2	2.1	1.4	3.2	2.5	-0.5	1.2	1.4	-1.7	0.0	3.3	1.8	2.5	3.4	2.8	4.1	4.4	4.8	4.9	4.6	4.8	4.7	4.6	4.4	4.6
Průměrná mzda v ČR celkem (reálná)	-0.4	-1.2	-1.5	0.7	-0.8	-2.1	-0.3	0.1	-2.9	-1.4	3.1	1.7	2.0	2.5	2.3	2.8	2.6	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
z toho: podnikatelská sféra (nominální)	3.2	2.1	1.2	3.7	2.6	-0.6	1.0	1.5	-2.3	-0.2	3.6	1.6	2.4	3.6	2.8	4.4	4.7	5.2	5.3	4.9	5.3	5.2	5.0	4.8	5.1
nepodnikatelská sféra (nominální)	3.3	2.1	2.2	1.1	2.1	0.1	1.9	0.9	0.9	0.9	2.2	2.7	2.7	2.7	2.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Mzdy a platy podle NÚ	2.8	1.4	0.8	2.4	1.8	-1.0	-0.2	0.3	-2.7	-0.9	3.5	2.7	3.6	4.9	3.7	5.3	5.6	5.9	6.0	5.7	6.0	5.7	5.5	5.3	5.6
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	2.7	2.9	2.4	3.5	2.9	2.0	1.5	0.4	-3.5	0.1	0.6	-0.2	-0.4	3.1	0.8	2.7	2.2	3.3	2.5	2.7	3.1	3.0	2.7	2.3	2.8
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	0.1	-1.7	-2.0	-1.8	-1.4	-4.0	-2.9	-0.8	0.1	-1.9	2.3	2.1	2.9	1.0	2.0	2.1	3.2	2.4	3.3	2.8	2.6	2.4	2.5	2.7	2.5

Ekonomický růst (1)

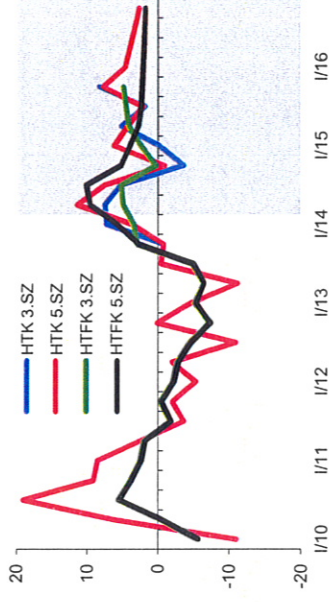
Spotřeba domácností (s.o., mizr. v %)



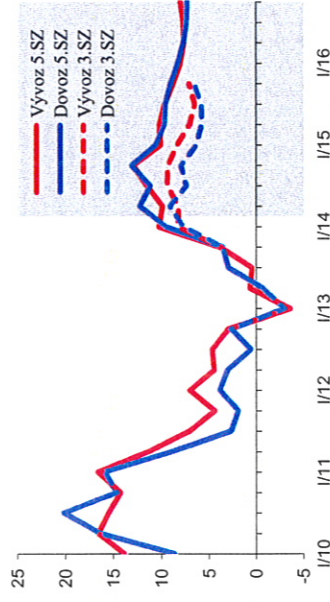
Vybrané mýtné (mizr. v %)



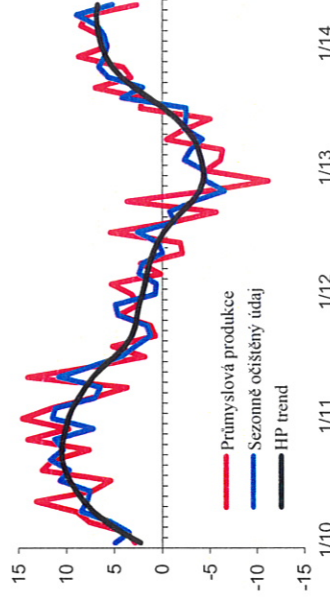
Hrubá tvorba kapitálu (s.o., mizr. v %)



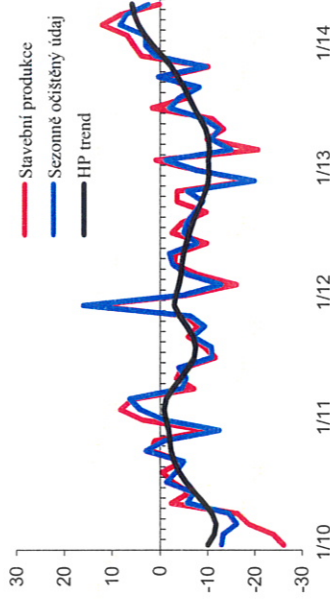
Vývoz a dovoz (s.o., mizr. v %)



Index průmyslové produkce (mizr. v %)



Index stavební produkce (mizr. v %)

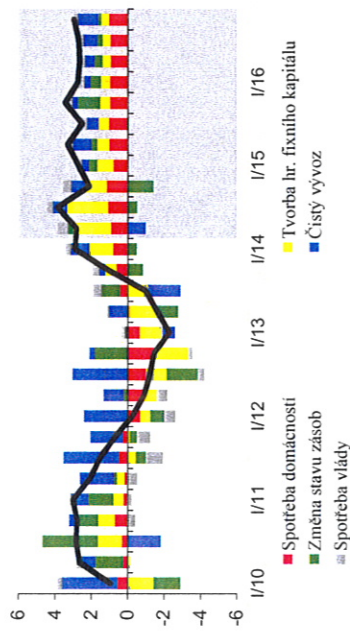


HDP a jeho složky (s.c., sez. oč., mizr. změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza

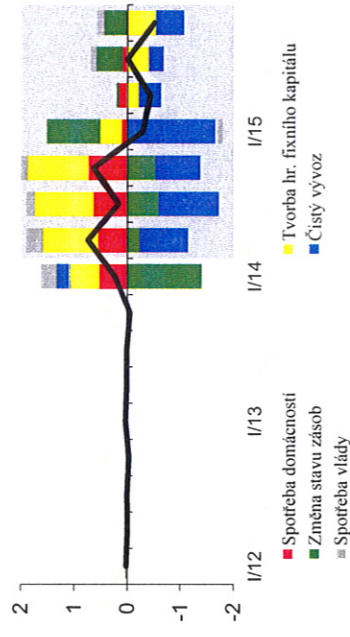
	2010	2011	I/12	II/12	III/12	IV/12	2012	I/13	II/13	III/13	IV/13	2013	I/14	II/14	III/14	IV/14	2014	I/15	II/15	III/15	IV/15	2015	I/16	II/16	III/16	IV/16	2016
Hrubý domácí produkt	2.3	1.8	-0.2	-0.9	-1.2	-1.4	-0.9	-2.3	-1.6	-1.0	1.1	-0.9	2.9	2.8	3.9	2.1	2.9	2.6	3.3	2.5	3.5	3.0	2.8	2.6	2.7	3.0	2.8
Spotřeba domácností	0.9	0.5	-1.4	-1.9	-2.1	-3.1	-2.1	-1.4	-0.2	0.8	1.2	0.1	1.5	1.8	2.1	2.3	1.9	1.6	2.1	2.1	1.9	1.9	2.0	1.9	1.9	2.1	2.0
Spotřeba vlády	0.2	-2.7	-2.8	-2.5	-1.5	-0.9	-1.9	1.0	0.8	2.6	2.1	1.6	1.4	2.8	1.5	2.3	2.0	1.0	1.5	1.7	1.9	1.5	1.8	1.6	1.4	1.2	1.5
Tvorba hrubého kapitálu	5.1	0.9	-5.5	-2.2	-11.1	-0.1	-4.8	-4.8	-11.4	-0.7	-1.0	-4.5	3.4	11.2	7.4	-1.1	5.1	6.0	4.1	2.0	7.6	4.9	4.4	3.8	3.1	2.5	3.4
Tvorba hrubého fixního kapitálu	0.7	0.4	-2.3	-2.9	-4.7	-7.4	-4.3	-5.3	-6.5	-5.0	2.7	-3.6	5.8	9.6	10.1	5.3	7.7	4.0	2.8	2.4	2.2	2.8	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9
Vývoz zboží a služeb	15.0	9.6	6.9	4.4	4.6	2.9	4.7	-3.7	0.6	0.3	3.7	0.2	10.1	9.8	11.3	12.8	11.0	9.9	10.0	9.5	8.6	9.5	7.9	7.5	7.5	7.8	7.7
Dovoz zboží a služeb	14.9	7.0	3.8	3.0	0.5	2.6	2.5	-3.1	-0.8	2.9	3.5	0.6	9.5	12.2	11.1	13.0	11.4	10.5	9.6	9.5	8.9	9.6	8.1	7.6	7.3	7.2	7.5
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	213.3	297.2	92.8	89.5	102.0	85.9	370.1	84.6	99.3	85.1	90.3	359.3	97.6	92.6	96.6	100.7	387.6	103.4	105.4	106.3	106.9	422.0	109.5	112.8	116.6	120.8	459.7
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	6.0	8.2	10.3	10.0	11.4	9.6	10.3	9.6	11.2	9.6	10.0	10.1	10.8	10.2	10.5	11.0	10.6	11.1	11.2	11.3	11.3	11.2	11.5	11.7	12.0	12.3	11.9

Ekonomický růst (2)

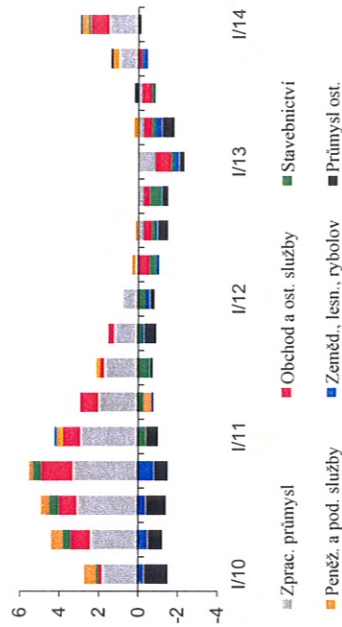
Přísp. k mizr. růstu HDP - skutečnost a progn.



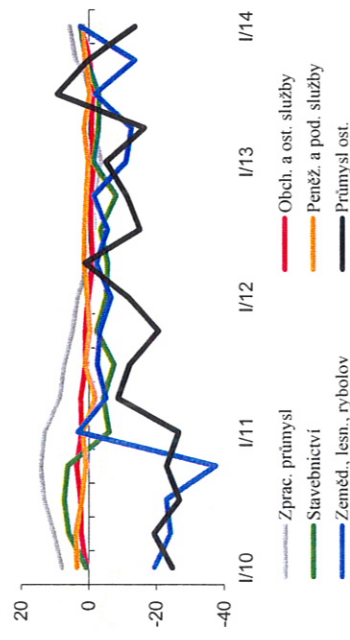
Růst HDP 5.SZ - 3.SZ, rozdíl příspěvků v p.b.



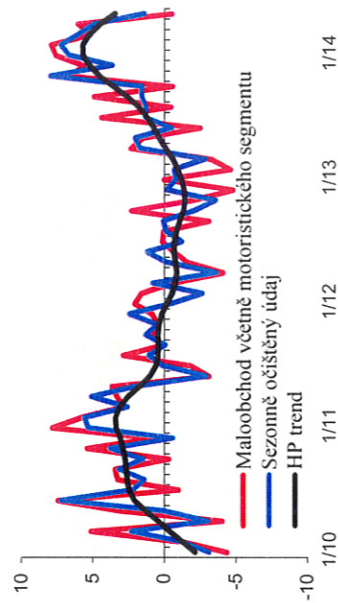
Příspěvky odvětví k mizr. růstu HPH, sez. oč.



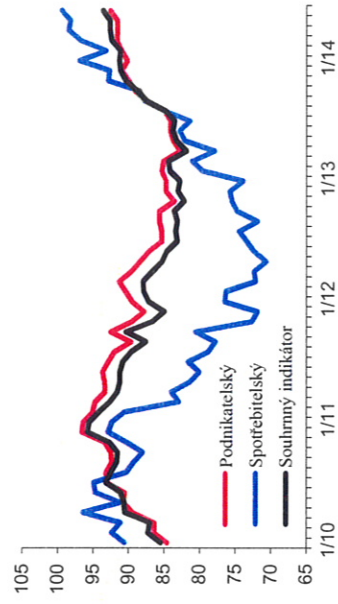
Růst HDP v odvětvích (sez. oč., mizr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c., mizr. v %)

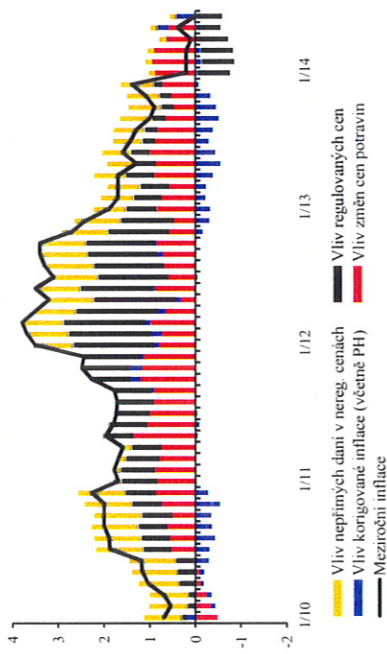


Indikátory důvěry (2005 = 100)

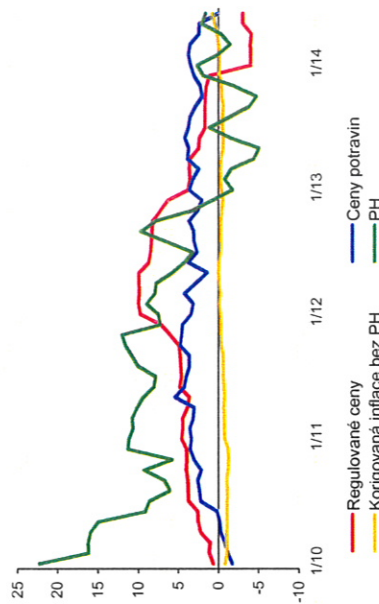


Inflace (1)

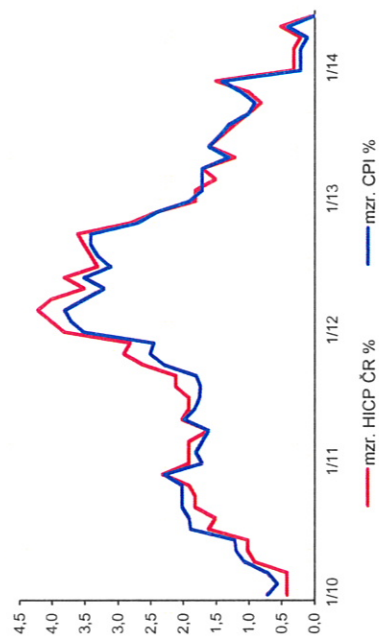
Růst spotřebitelských cen (mzr. v %, příspěvky v p.b.)



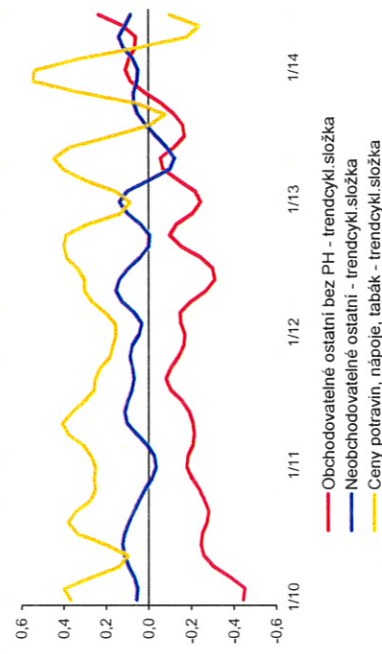
Vývoj složek inflace (mzr., v %)



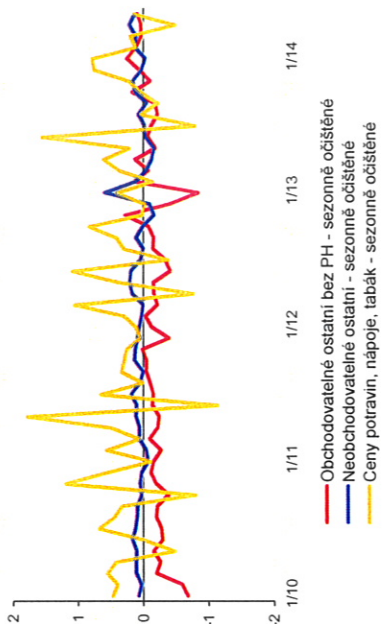
HICP a CPI v ČR (mzr., v %)



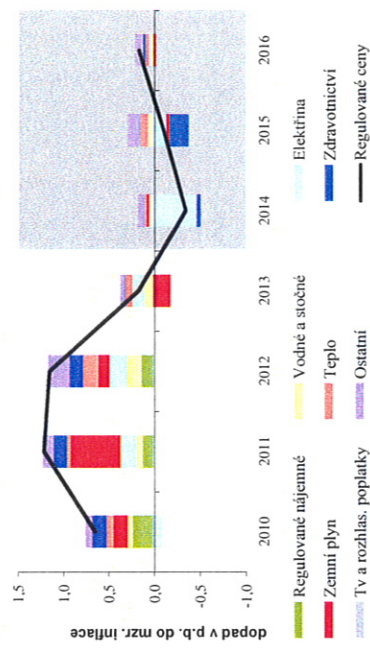
Trendové složky tržních částí inflace (mzr., v %)



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



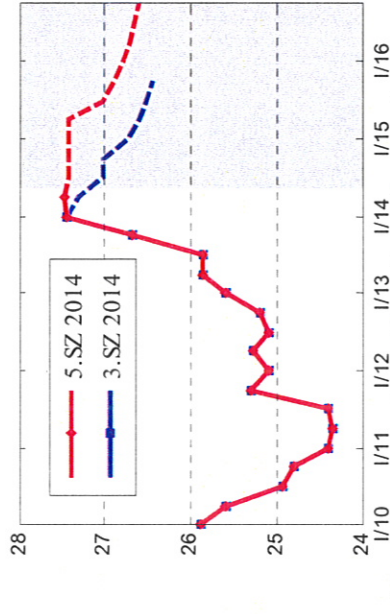
Struktura mzr. růstu regulovaných cen



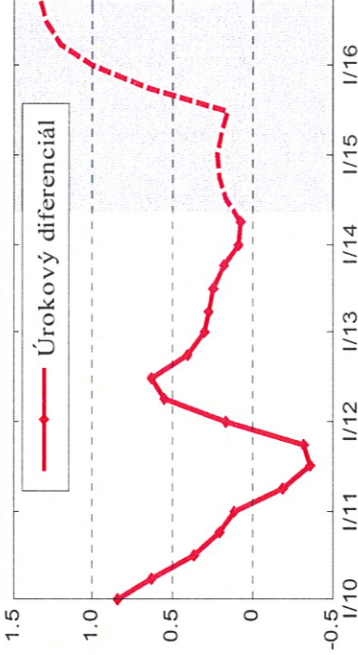
	Skutečnost		Průměrné mzd. růsty (příspěvky)							Predikce 5. SZ 2013									
	2012	2013	1.Q 14	2.Q 14	dub 14	kvě 14	červ 14	srpen 14	září 14	3.Q 14	4.Q 14	1.Q 15	2.Q 15	3.Q 15	4.Q 15	1.Q 16	2.Q 16	3.Q 16	4.Q 16
Index spotřebitelských cen	3,3	1,4	0,2	0,2	0,1	0,4	0,0	0,3	0,4	0,5	0,4	0,9	1,3	1,8	2,0	2,2	2,1	2,0	1,9
Regulované ceny	8,6	2,2	-4,1	-3,6	-4,2	-3,2	-3,2	-2,6	-2,5	-2,6	-2,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	1,4	1,3	1,2	1,1
Primární dopady změn daní v REGULAČNÍCH cenách v p.b.																			
Primární dopady změn daní v NEREGULAČNÍCH cenách v p.b.	0,28	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
CISTA INFLACE	0,94	0,67	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,13	0,11	0,13	0,26	0,26	0,23	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	1,0	0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	0,4	0,7	0,9	1,0	0,9	1,3	1,2	1,8	2,3	2,4	2,3	2,1	2,0
Ceny potravin, nápoje, tabák - s daněmi	2,9	3,1	3,5	1,5	2,3	2,2	-0,1	0,6	0,7	1,0	0,8	1,0	0,0	1,1	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2
Korigovaná inflace bez PH	-0,3	-0,5	-0,2	0,4	0,1	0,3	0,7	0,7	0,9	1,1	0,9	1,3	1,8	2,1	2,3	2,4	2,4	2,2	2,1
Ceny pohonných hmot - čisté	6,0	-2,1	0,3	1,0	-0,4	2,0	1,5	2,1	1,5	0,3	1,3	1,9	0,9	2,9	1,4	1,0	0,3	-0,2	-0,6
Měnověpolitická inflace	2,1	0,6	0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,6	1,1	1,6	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9

Inflace (2)

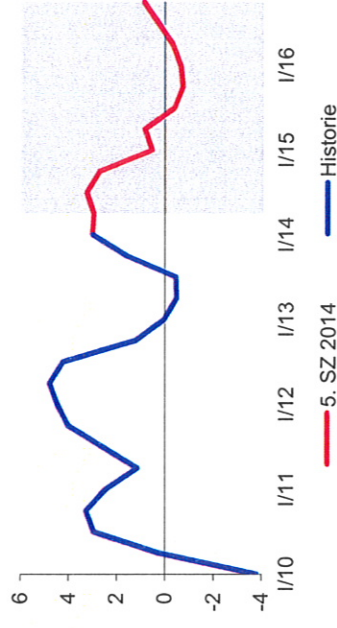
Nominální kurz CZK/EUR



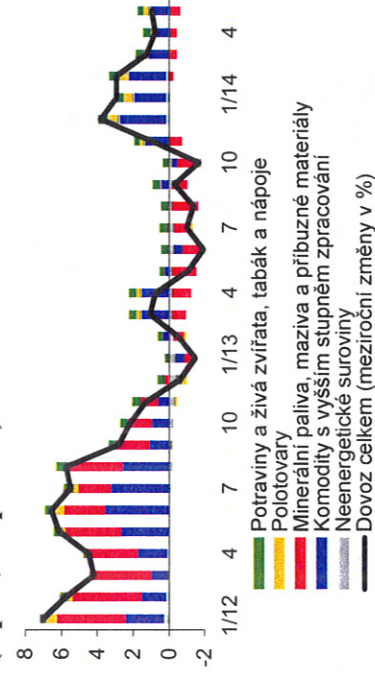
Úrokový diferenciál 3M domácích a zahraničních nominálních sazeb



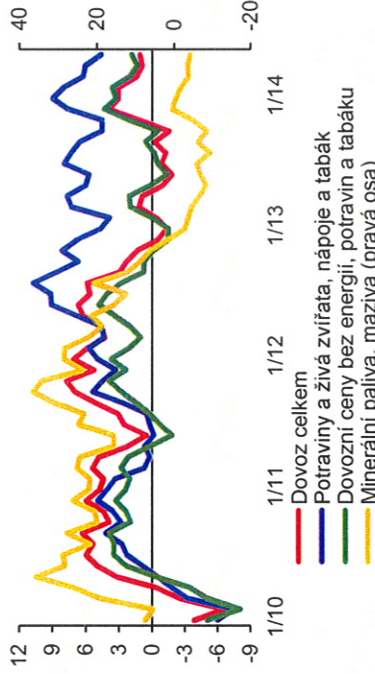
Deflátor dovozu (mzr. v %)



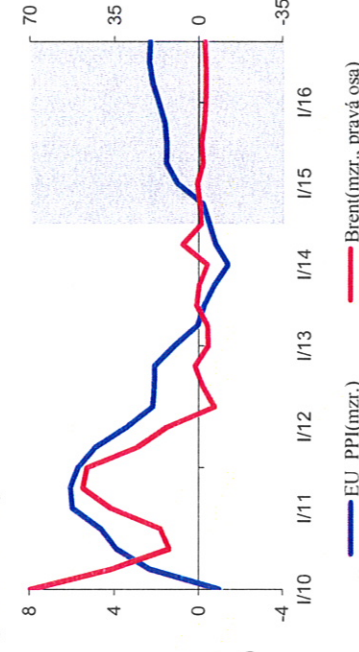
Struktura meziročního růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



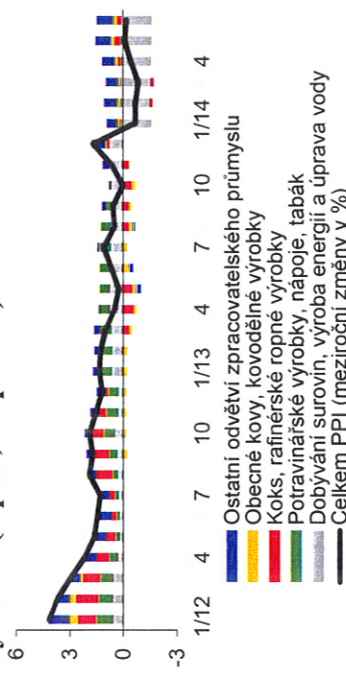
Mzr. růst dovozních cen (v %)



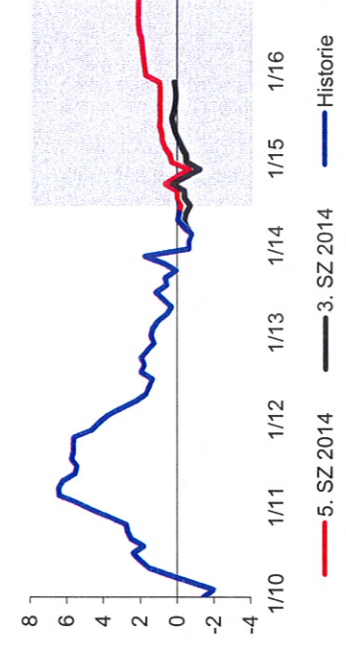
Determinanty dovozních cen (mzr. v %)



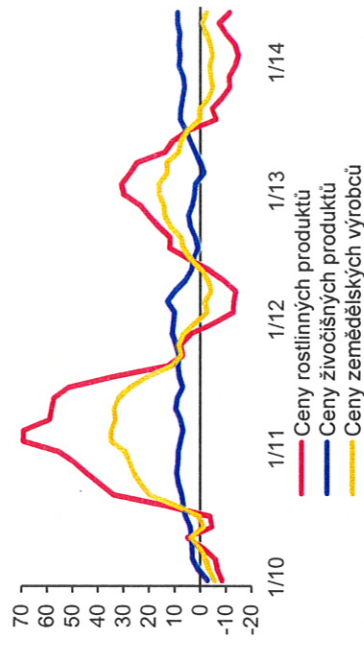
Struktura mzr. růstu cen průmyslových výrobců (v p.b., resp. v %)



Predikce cen průmyslových výrobců (mzr. v %)

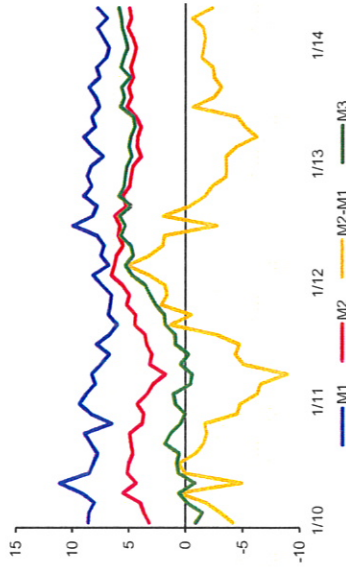


Mzr. růst cen zemědělských výrobců (v %)

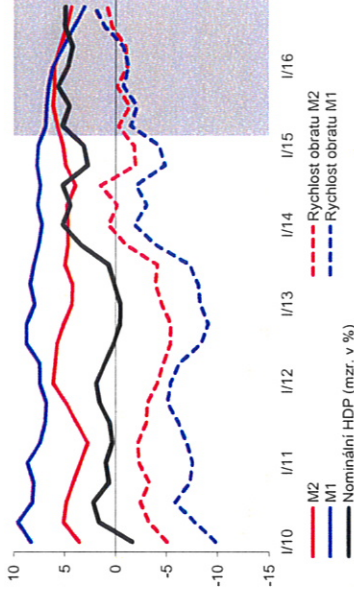


Peníze a úvěry (1)

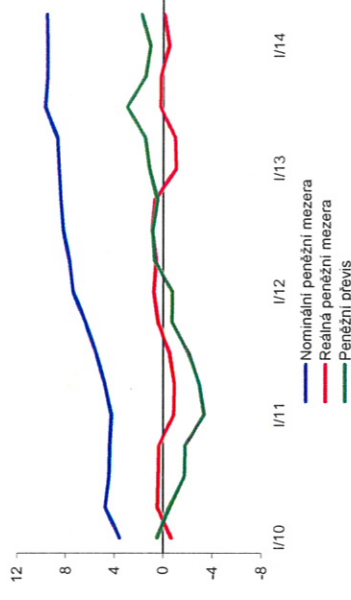
Peněžní agregáty
(roční míry růstu v %)



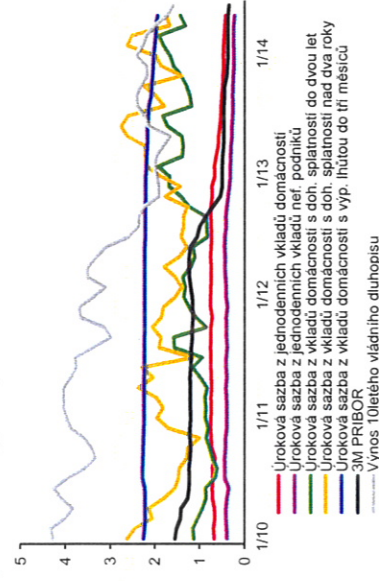
Prognóza M2 a rychlost obrátu peněz
(roční míry růstu v %, mžr. v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



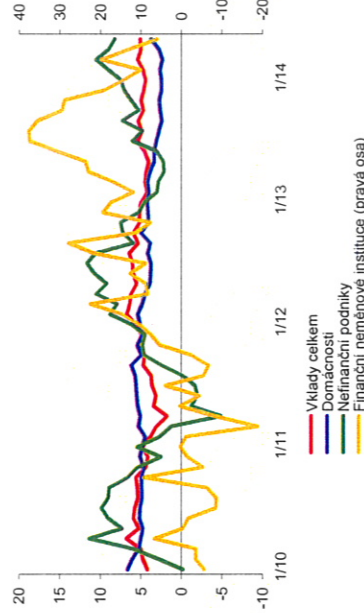
Peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera
(v %)



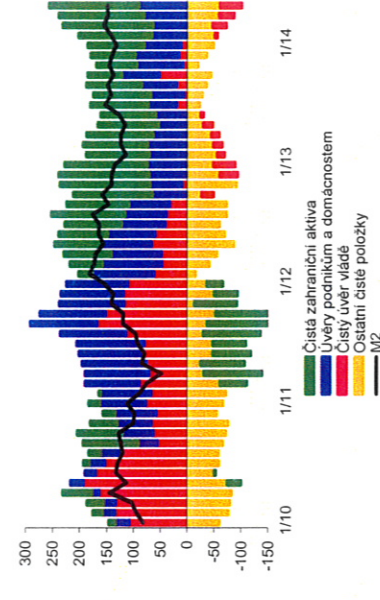
Vybrané úrokové sazby z vkladů domácností a podniků
(nové obchody, v %)



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 %)

	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	4/14	5/14	Podíly na M2 v % 5/14
M1	7,9	8,4	8,0	7,4	7,2	6,9	7,7	73,8
Oběživo	2,9	3,5	3,8	4,4	4,0	3,8	4,1	12,5
Jednodenní vklady	9,1	9,5	8,9	8,1	7,9	7,5	8,5	61,3
M2-M1 (kvazi peníze)	-3,9	-5,4	-2,2	-2,2	-1,7	-0,7	-2,4	26,2
Vklady s dohod. splatností nad 2 lety	-10,1	-14,2	-10,7	-9,6	-6,4	-2,3	-3,3	15,0
Vklady s dohod. splatností nad 2 roky	-17,8	-24,4	-17,9	-16,7	-12,6	-4,5	-7,0	7,3
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	0,2	-0,5	-1,8	-1,3	0,5	0,0	0,4	7,7
Vklady s výpovědní lhůtou nad 3 měsíců	2,9	4,8	4,2	2,6	0,8	-2,0	-1,9	10,3
Repo operace	4,2	5,8	4,6	3,6	1,8	-1,3	-1,7	9,2
M2	299,2	259,7	376,1	172,1	91,2	57,0	9,0	100,0

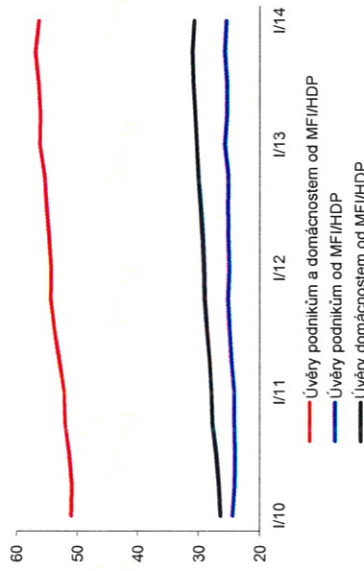
Struktura klientů úvěrů

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

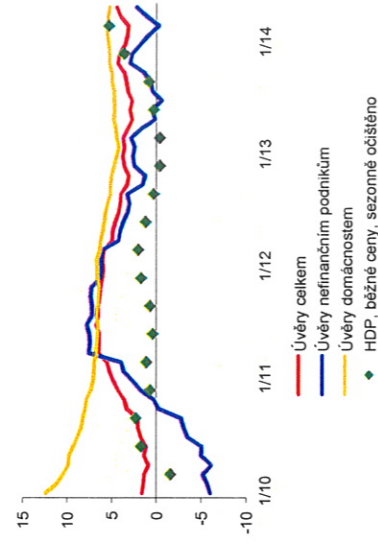
	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	4/14	5/14	Podíly na celkových úvěrech v % 5/14
Nefinanční podniky	2,5	0,7	0,0	2,2	0,7	0,9	2,1	39,0
Úvěry do 1 roku	0,3	-1,3	-4,4	-1,0	-1,2	-2,9	-1,6	11,7
Úvěry od 1 roku do 5 let	5,8	1,1	3,0	5,2	-2,3	-0,1	1,5	7,0
Úvěry nad 5 let	2,7	1,8	1,9	3,2	2,9	4,6	4,6	20,3
Domácnosti	4,2	4,4	4,6	4,9	5,3	5,2	5,0	55,0
Spotřebitelské úvěry	1,4	2,0	2,3	2,4	2,7	2,5	2,2	8,9
Úvěry na bydlení	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,7	5,7	39,9
Ostatní	0,4	1,2	1,6	3,9	5,9	6,4	5,1	6,2
Finanční neměn. instituce	3,9	1,8	7,0	3,9	-0,1	9,8	11,7	6,0
Úvěry celkem	3,5	2,8	2,9	3,8	3,1	3,8	4,2	100,0

Peníze a úvěry (2)

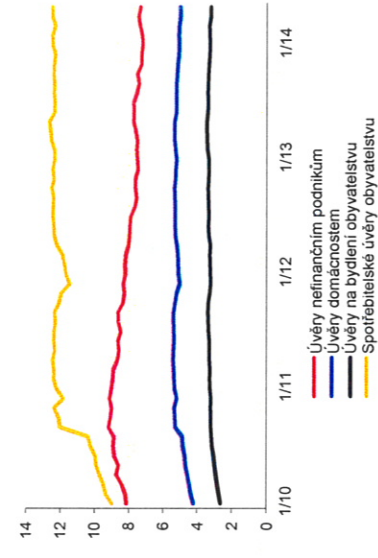
Poměry úvěrů podniků a domácností k HDP (stavby úvěrů od MFI, v %)



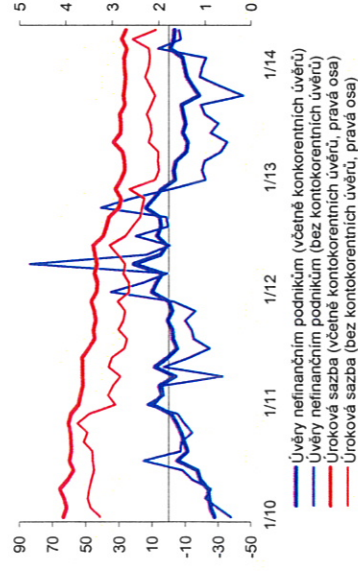
Úvěry podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %, poměry v %)



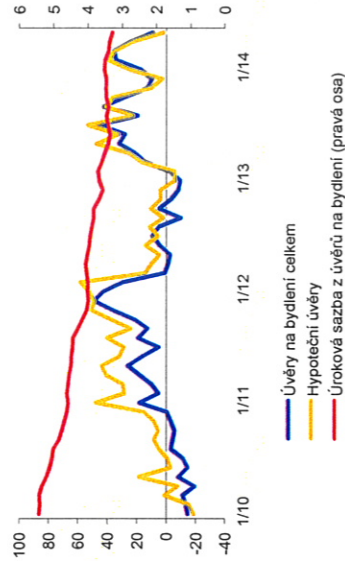
Úvěry v selhání podniků a domácností (podíly na celku v daném segmentu, v %)



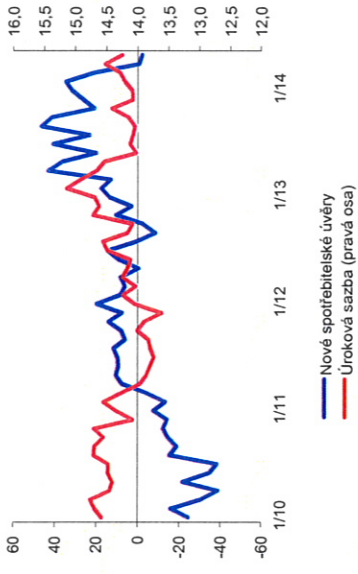
Nové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)



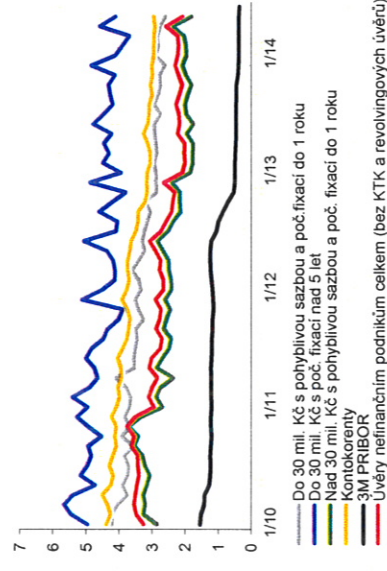
Nové úvěry na bydlení (mzr. v %, úroková sazba v %)



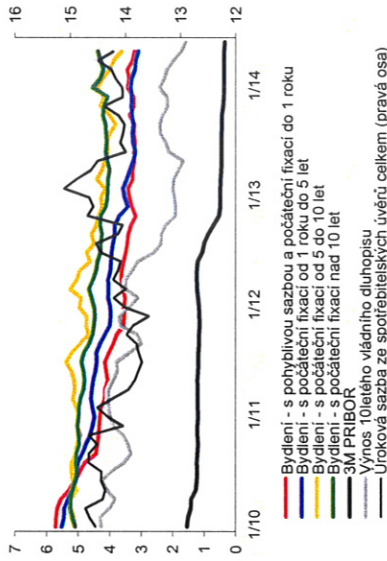
Nové spotřebitelské úvěry (mzr. v %, úroková sazba v %)



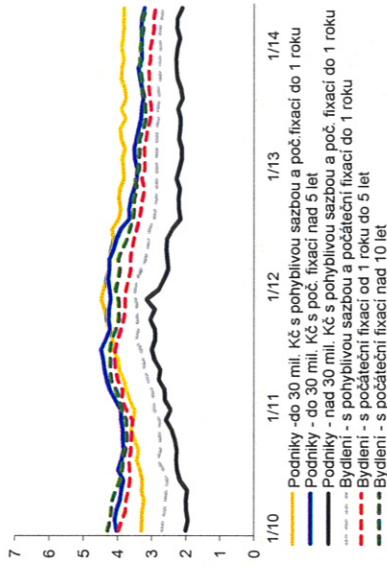
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody, v %)



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

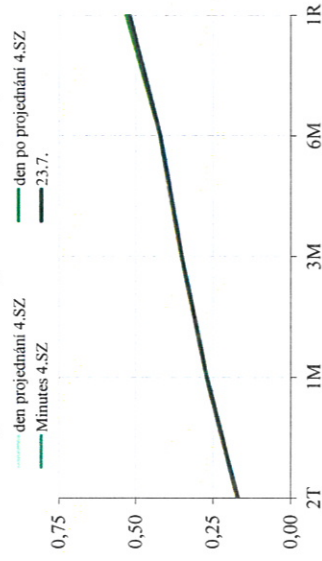


Výbrané klientské úrokové sazby z úvěrů v eurozóně (nové obchody, v %)

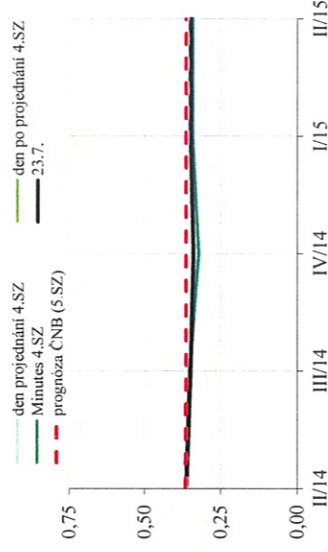


Úrokové sazby a kurz

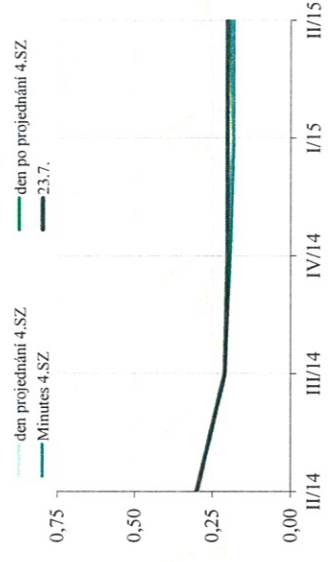
Výnosové křivky PRIBOR (v %)



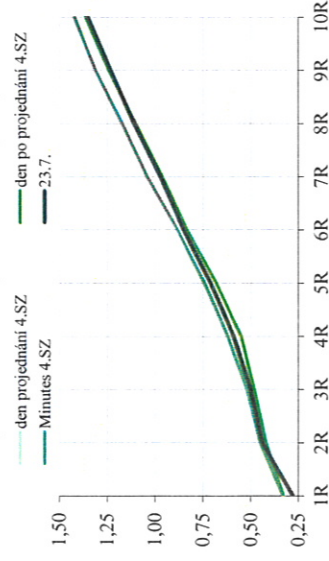
3M FRA CZK (v %)



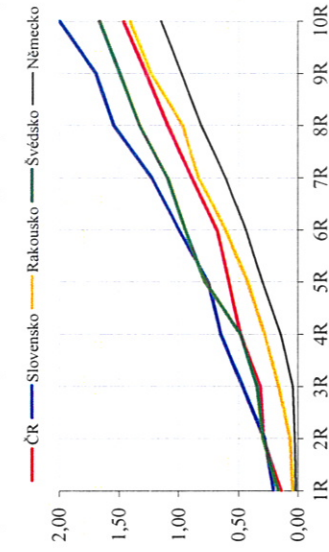
3M FRA EUR (v %)



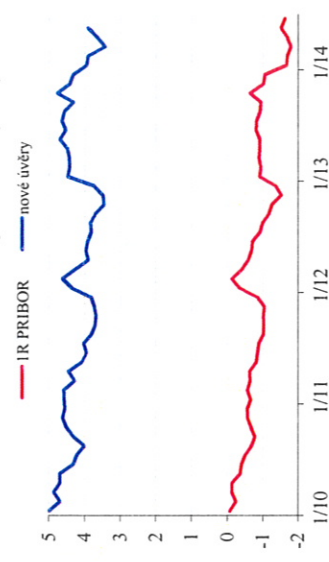
Výnosové křivky IRS CZK (v %)



Výnosové křivky státních dluhopisů (v %, 7/2014)

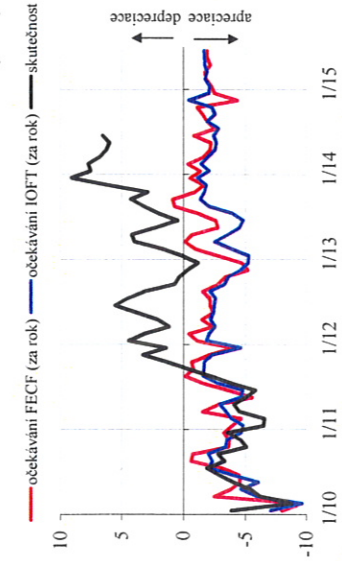


Reálné úrokové sazby ex ante (v %)



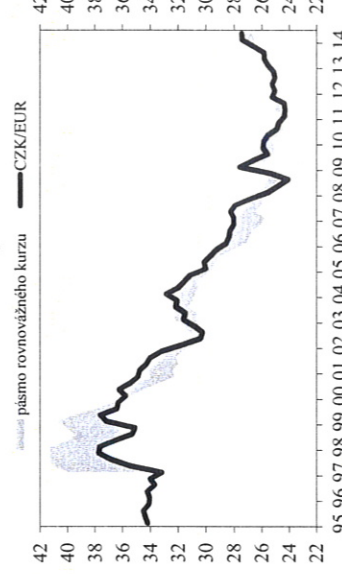
Poznámka: deflováno indexem spotřebitelských cen, který je očekáván účastníky fin. trhu

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



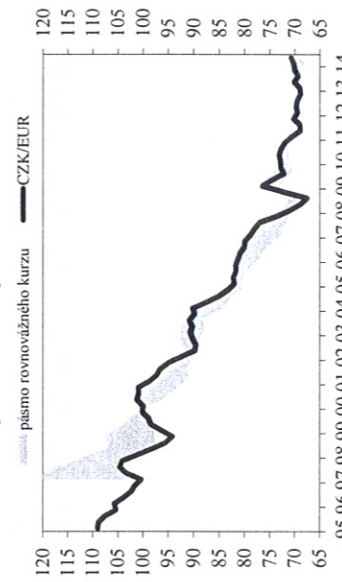
Poznámka: FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts
IOFT - Inflační očekávání finančního trhu

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.

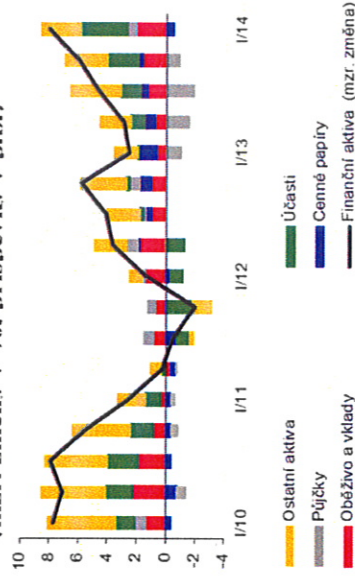
Finanční pozice nefinančních podniků a domácností

Finanční indikátory podniků

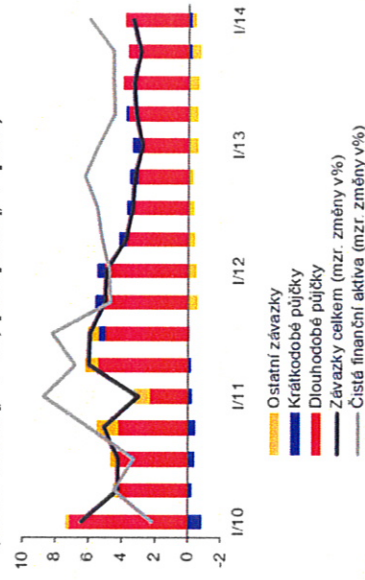
	II/13	III/13	IV/13	I/14	I/14
Podniky celkem ^{a)}	Meziroční změny v %				Stav v mld. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti celkem)	-1,9	-2,4	-2,2	1,5	3983,1
Úvěry	-1,0	0,4	1,3	1,9	1548,4
Dluhové cenné papíry	36,0	30,9	23,1	14,6	425,5
Kotované akcie	-25,8	-23,5	-21,4	-7,7	460,1
Ostatní závazky	0,4	-0,6	1,0	-0,6	2539,2
Financování celkem ¹⁾	0,3	-0,1	0,5	1,5	8496,1
Finanční aktiva	2,9	4,6	6,0	0,0	5287,2
Podniky celkem ^{a)}	Meziroční změny v p.b.				Indikátory v %
Pohotovost likvidita ²⁾	9,1	14,0	10,3	30,5	201,6
Solventnost ³⁾	0,7	2,9	3,5	7,1	117,2
Poměr tržního financování ⁴⁾	-0,5	-0,6	-0,5	0,0	9,9
^{a)} propočet ČNB					

1) Finanční závazky celkem
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 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014				čtvrtletí roku 2015				čtvrtletí roku 2016			
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	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	3338,4	3529,4	3632,1	3473,9	3554,0	3619,0	3585,0	3551,1	3655,3	3763,9	3867,9	902,0	897,9	895,2	889,9	881,4	883,4	886,5	899,8	907,0	908,5	921,5	918,3	930,7	938,3	944,8	950,1	956,3	963,0	970,4	978,3
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	7,2	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,8	-0,9	-0,9	2,9	3,0	2,8	-0,2	-0,9	-1,2	-1,4	-2,3	-1,6	-1,0	1,1	2,9	2,8	3,9	2,1	2,6	3,3	2,5	3,5	2,8	2,6	2,7	3,0
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,4	4,1	2,9	0,3	0,9	0,5	-2,1	0,1	1,9	1,9	2,0	-1,4	-1,9	-2,1	-3,1	-1,4	-0,2	0,8	1,2	1,5	1,8	2,1	2,3	1,6	2,1	2,1	1,9	2,0	1,9	1,9	2,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	-0,6	0,4	1,2	4,0	0,2	-2,7	-1,9	1,6	2,0	1,5	1,5	-2,8	-2,5	-1,5	-0,9	1,0	0,8	2,6	2,1	1,4	2,8	1,5	2,3	1,0	1,5	1,7	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	10,6	15,5	1,5	-20,0	5,1	0,9	-4,8	-4,5	5,1	4,9	3,4	-5,5	-2,2	-11,1	-0,1	-4,8	-11,4	-0,7	-1,0	3,4	11,2	7,4	-1,1	6,0	4,1	2,0	7,6	4,4	3,8	3,1	2,5
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,3	11,2	3,5	-10,5	15,0	9,6	4,7	0,2	11,0	9,5	7,7	6,9	4,4	4,6	2,9	-3,7	0,6	0,3	3,7	10,1	9,8	11,3	12,8	9,9	10,0	9,5	8,6	7,9	7,5	7,5	7,8
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	11,2	12,8	2,3	-11,7	14,9	7,0	2,5	0,6	11,4	9,6	7,5	3,8	3,0	0,5	2,6	-3,1	-0,8	2,9	3,5	9,5	12,2	11,1	13,0	10,5	9,6	9,5	8,9	8,1	7,6	7,3	7,2
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	156,3	139,3	174,7	185,3	213,3	297,2	370,1	359,3	387,6	422,0	459,7	92,8	89,5	102,0	85,9	84,6	99,3	85,1	90,3	97,6	92,6	96,6	100,7	103,4	105,4	106,3	106,9	109,5	112,8	116,6	120,8
Koincidenční ukazatele																																
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-0,1	-	-	-	2,6	-0,8	-0,9	-4,1	-5,9	-2,8	3,7	5,0	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	-	-	-	-10,0	-6,0	-6,2	-9,0	-11,2	-11,7	-3,9	-3,1	8,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	1,2	-	-	-	0,9	-2,2	-1,1	-1,7	-2,7	0,4	2,9	3,8	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CENY																																
Hlavní cenové ukazatele																																
Míra inflace	%, konec období	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	-	-	-	2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,4	1,0	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,																						

**** kalkulace ČNB**
- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje / nezveřejňuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB