

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2014

ZPRÁVA O INFLACI / IV

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

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

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

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

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 13. listopadu 2014 a obsahuje informace dostupné k 24. říjnu 2014. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

PŘEDMLUVA	3
OBSAH	5
I. SHRnutí	6
BOX 1 Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku	8
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	11
II.1 Vnější předpoklady prognózy	11
II.2 Prognóza	13
II.3 Srovnání s minulou prognózou	24
BOX 2 Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010	25
II.4 Prognózy ostatních subjektů	27
III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	29
III.1 Inflace	29
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	29
III.1.2 Současný vývoj inflace	31
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	34
III.2.1 Dovozní ceny	34
III.2.2 Ceny výrobců	35
III.3 Poptávka a nabídka	38
III.3.1 Domácí poptávka	38
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	41
III.3.3 Nabídka	41
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	43
III.4 Trh práce	45
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	45
III.4.2 Mzdy a produktivita	47
III.5 Finanční a měnový vývoj	50
III.5.1 Peníze	50
III.5.2 Úvěry	51
III.5.3 Úrokové sazby	53
III.5.4 Měnový kurz	57
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	58
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	59
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	60
III.6 Platební bilance	61
III.6.1 Běžný účet	61
III.6.2 Kapitálový účet	63
III.6.3 Finanční účet	64
III.7 Vnější prostředí	66
III.7.1 Eurozóna	66
BOX 3 Dopady vojensko-politické krize na Ukrajině na ČR	68
III.7.2 Spojené státy	70
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	71
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	72
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	74
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	77
POUŽITÉ ZKRATKY	78
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	79
GLOSÁŘ POJMŮ	80
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	84

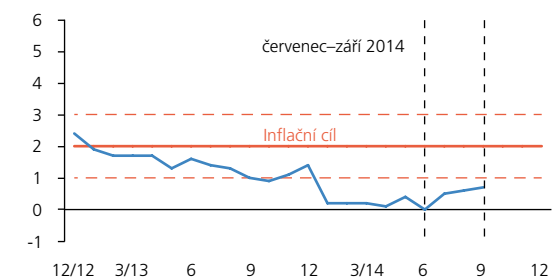
I. SHRNUTÍ

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí 2014 nadále zřetelně rostla. Celková i měnověpolitická inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 odpoutaly od blízkosti nulových hodnot, stále se však nacházely pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Za nízkou inflací stál pokračující pokles regulovaných cen a utlumený cenový vývoj v eurozóně. Oslabený kurz koruny se v inflaci nadále promítá prostřednictvím dovozních cen. Rovněž domácí ekonomika již působí směrem k růstu cen. V důsledku zvyšující se zahraniční poptávky, uvolněných domácích měnových podmínek a zvýšení vládních investic HDP letos i příští rok vzroste o 2,5 %, v roce 2016 pak růst mírně zrychlí. Celková inflace se bude zvyšovat především vlivem rostoucí ekonomické aktivity a zrychlujícího růstu mezd, naopak proinflační působení dovozních cen odezní. K 2% cíli ČNB se celková i měnověpolitická inflace dostanou počátkem roku 2016, tzn. na horizontu měnové politiky, poté se budou pohybovat lehce nad cílem. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do prvního čtvrtletí 2016. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB.

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

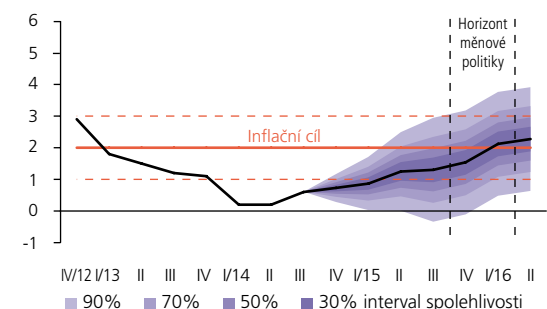
Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB
(meziročně v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se bude zvyšovat směrem k cíli, ke konci horizontu měnové politiky se dostane lehce nad něj
(meziročně v %)



Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 2,5 % s přispěním všech složek domácí poptávky, čistý vývoz přispěl naopak záporně. Také v mezičtvrtletním vyjádření růst HDP pokračoval, i když se jeho tempo snížilo. Ve třetím čtvrtletí letošního roku prognóza očekává podobné tempo meziročního růstu HDP jako v prvním a druhém čtvrtletí.

Celková i měnověpolitická inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 odpoutaly od blízkosti nulových hodnot, nadále se ale nacházely pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1). Regulované ceny zmírnily svůj meziroční pokles, ceny potravin a pohonných hmot rostly jen mírně. Dále se zvýšila korigovaná inflace bez pohonných hmot. Projevoval se tak vliv oslabeného kurzu koruny i růstu domácí ekonomiky a mezd.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v poslední době zpomalila, výraznější oživení se odsouvá až na rok 2015. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl její růst dosáhnout 1 % a v příštích dvou letech zrychlit směrem ke 2 %. Cenový vývoj v eurozóně zůstává výrazně utlumený zejména vlivem velmi nízkých cen komodit v prostředí jen slabě rostoucí ekonomické aktivity po jejím předchozím dlouhodobém útlumu. Ceny průmyslových výrobců v eurozóně meziročně zřetelně klesají a spotřebitelská inflace je velmi nízká. Ke zrychlení dynamiky cen by mělo dojít až během roku 2015, a to s oživením tempa růstu ekonomiky eurozóny a s přispěním oslabujícího kurzu eura. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží nedávné uvolnění měnové politiky ECB a její předpokládané pokračování na horizontu prognózy s využitím nekonvenčních nástrojů. U cen ropy se předpokládá jen mírný růst z aktuálně výrazně snížené úrovně.

Dle prognózy celková i měnověpolitická inflace budou pokračovat v nárůstu směrem k 2% cíli ČNB, na horizontu měnové politiky jej zdola protnou a poté se budou v roce 2016 pohybovat lehce nad ním (Graf I.2 a Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen v nejbližším období dočasně mírně poleví, neboť s ohledem na pozorovaný pokles výrobních cen v eurozóně a předpokládanou stabilitu kurzu koruny k euru se výrazně kladné příspěvky dovozních cen změní na mírně záporné. Směrem ke zvyšování cen bude naopak na celém horizontu prognózy působit rostoucí domácí ekonomika a zrychlující mzdový růst. To povede k plynulému nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot. Regulované ceny budou v letošním a v malé míře i v příštím roce nadále klesat a k mírnému růstu se vrátí až v roce 2016. Ceny potravin v nejbližším období ztlačí svou dynamiku v návaznosti na prohloubení poklesu cen zemědělských výrobců, a jejich růst pak zrychlí až v průběhu roku 2015. Ceny pohonných hmot na počátku příštího roku ztlačí vlivem pozorovaného snížení světových cen ropy, jejich růst se obnoví až v roce 2016 v návaznosti na vývoj světových cen benzínu a ropy.

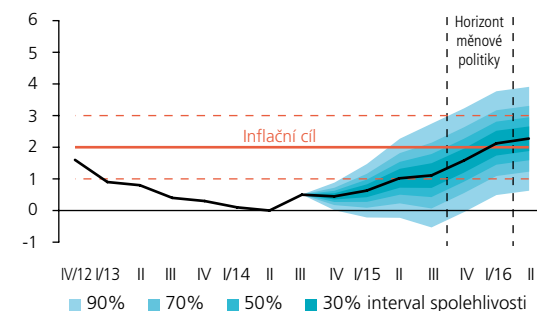
Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do prvního čtvrtletí 2016. To odráží ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly ve stejném horizontu a předpoklad o zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu. Ve druhém čtvrtletí 2016 dojde s předpokládaným opuštěním režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky dle prognózy k nárůstu krátkodobých tržních sazeb v rozsahu cca 0,8 procentního bodu (Graf I.4). Poté tržní úrokové sazby dále porostou. Prognóza předpokládá setrvání **kurzu koruny vůči euru** v následujících několika čtvrtletích na úrovni 27,4 CZK/EUR, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do prvního čtvrtletí 2016. 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 dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin.

Po poklesu **české ekonomiky** v minulých dvou letech HDP letos zřetelně vzroste (Graf I.5). Zvýšená zahraniční poptávka a uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb spolu s oživením vládních investic vyústí v přírůstek HDP o 2,5 %. V příštím roce ekonomika zaznamená stejné růstové tempo, se ztlačí kladným působením fiskální politiky zejména vlivem dočerpávání EU fondů. V roce 2016 pak (i přes pokles vládních investic) růst HDP dále mírně zrychlí v důsledku zvýšení dynamiky zahraniční poptávky. Rostoucí ekonomická aktivita se již projevuje na **trhu práce** obnoveným zvyšováním počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky, které bude pokračovat i na horizontu prognózy. Míra nezaměstnanosti bude nadále postupně klesat. Dynamika mezd v podnikatelské sféře se zřetelně zvýší, totéž bude v nejbližší době platit i pro mzdy v nepodnikatelské sféře.

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

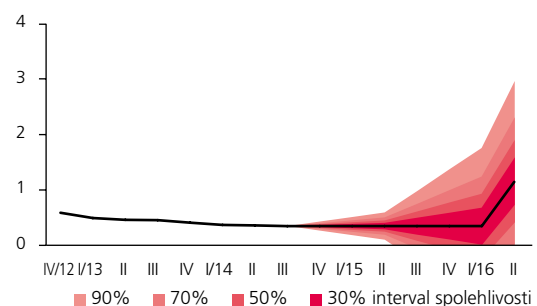
Měnověpolitická inflace se zvýší do blízkosti cíle
(meziročně v %)



GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

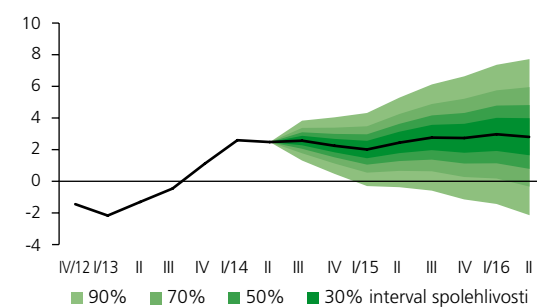
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do prvního čtvrtletí 2016
(3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA RŮSTU HDP

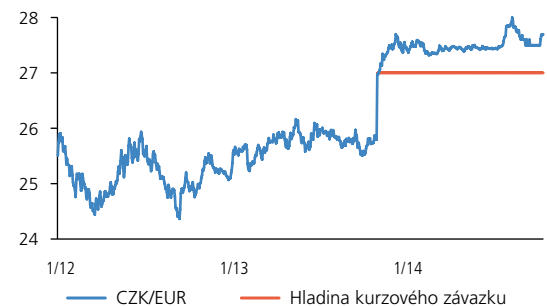
HDP poroste meziročním tempem 2–3 % zejména díky zvyšující se zahraniční poptávce, uvolněným měnovým podmínkám a zvýšení vládních investic
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF 1 (Box)

VÝVOJ KURZU KORUNY VŮČI EURU

Koruna po vyhlášení kurzového závazku rychle oslabila nad hladinu 27 CZK/EUR, a poté se stabilizovala mírně nad ní



BOX 1

Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku

Česká ekonomika procházela v letech 2012–2013 obdobím vleklého **hospodářského útlumu** daného slabou zahraniční a zejména domácí poptávkou, v níž se projevovaly dopady konsolidace vládních rozpočtů a nízké důvěry domácností i podniků. To posilovalo protiinflační tendence a stále reálněji hrozilo, že česká ekonomika sklouzne počátkem roku 2014 do deflace. Její následky by byly velmi nepříznivé a obtížně překonatelné, zejména pokud by se deflační vývoj promítl do očekávání ekonomických subjektů. Přitom měnověpolitické úrokové sazby již nebylo možno dále snižovat, neboť na podzim roku 2012 narazily na svou nulovou dolní mez.

V listopadu 2013 proto ČNB začala v souladu se svou předchozí komunikací používat **kurz koruny jako další nástroj** uvolňování měnové politiky. Konkrétně vyhlásila jednostranný kurzový závazek na úrovni 27 CZK/EUR a oznámila, že je připravena bránit přílišnému posílení kurzu koruny pod tuto úroveň intervencemi na devizovém trhu, a že na slabší straně uvedené hladiny ponechá kurz volně pohybovat. Koruna po vyhlášení kurzového závazku s přispěním devizových intervencí ČNB rychle oslabila nad 27 CZK/EUR a záhy se stabilizovala již bez dalších intervencí poblíž 27,5 CZK/EUR (Graf 1) s tím, jak si kurzový závazek rychle vybudoval silnou kredibilitu.

S ročním odstupem je vhodné provést vyhodnocení vlivu přijatého kurzového závazku ČNB na vývoj české ekonomiky. Jak je vidět z Tabulky 1, **klíčové makroekonomické ukazatele** ČR se vyvíjejí podstatně lépe než do listopadu 2013. Ekonomika zřetelně roste, což se příznivě projevuje na trhu práce a ve zvýšené důvěře domácností i podniků. Celková inflace se sice ve srovnání s loňským rokem mírně snížila a ještě více se vzdálila 2 % cíli ČNB, po očištění o vliv daňových změn se však naopak odpoutala od hrany deflace. Základní ekonomické údaje tak ukazují, že oslabení kurzu splnilo svůj účel. Pro korektní vyhodnocení jeho vlivu je však třeba vzít v potaz též působení ostatních faktorů.

Výrazná **změna ve vývoji české ekonomiky** byla podpořena oživením růstu v efektivní eurozóně. To však zůstává nadále křehké a dynamika hospodářského růstu v zemích našich hlavních obchodních partnerů se letos zvýšila jen nevýrazně (Graf 2). Aktuální předpovědi z celoročního pohledu předpokládají zrychlení pouze o 0,5 procentního bodu. Dalším faktorem podporujícím hospodářský obrát je přechod domácí fiskální politiky ze silně restriktivního působení v rozsahu zhruba -1 procentního bodu v roce 2013 do mírně kladného letošního impulsu ve výši přibližně 0,3 procentního bodu. Uvedené faktory by byly v souhrnu schopny vysvětlit zvýšení dynamiky

TAB. 1 (Box)

POROVNÁNÍ KLÍČOVÝCH UKAZATELŮ

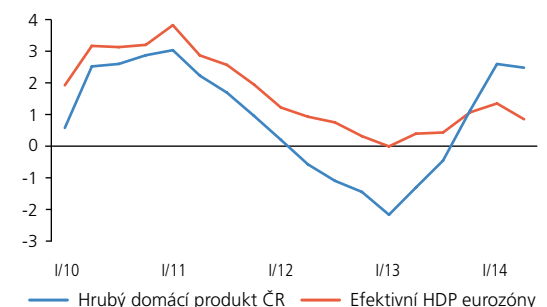
Klíčové makroekonomické ukazatele se vyvíjejí podstatně lépe než do listopadu 2013, celková inflace je mírně nižší (meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

		Dostupné k 7.11.2013	Dostupné k 31.10.2014
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/13	-1,3	II/14 2,5
Index spotřebitelských cen	9/13	1,0	9/14 0,7
Měnověpolitická inflace	9/13	0,2	9/14 0,6
Obecná míra nezaměstnanosti (v %, s.o.)	9/13	7,1	9/14 5,9
Průměrná nominální mzda v podnikatelském sektoru (v Kč, s.o.)	II/13	25 199	II/14 25 542
Průměrná nominální mzda celkem	II/13	1,2	II/14 2,3
Počet volných pracovních míst (počet)	9/13	39 040	9/14 56 600
Souhrnný indikátor důvěry (index)	10/13	88,9	10/14 94,1

GRAF 2 (Box)

VÝVOJ HDP V ČR A EFEKTIVNÍ EUROZÓNĚ

Domácí ekonomika oživila viditelně více než efektivní eurozóna (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



české ekonomiky v letošním roce o necelé dva procentní body. Nicméně růst české ekonomiky je ještě o 1,5 procentního bodu výraznější, díky čemuž ČR začala poprvé po dlouhé době předstihovat růst v efektivní eurozóně (Graf 2).¹ Za tím je přitom možno spatřovat vliv uvolnění měnových podmínek prostřednictvím oslabeného kurzu koruny, které přispívá jak ke zřetelnému předstihu růstu českého vývozu před dynamikou zahraniční poptávky, tak k oživení domácích investic i spotřeby. Velmi výrazně tedy zafungoval efekt očekávání, když firmy i domácnosti přestaly odkládat své výdaje.

Z hlediska **cenového vývoje** je hodnocení dopadů oslabení koruny na první pohled komplikovanější, neboť inflace se dosud nachází na velmi nízkých hodnotách a výrazně směrem dolů se od listopadu 2013 posunul i její výhled. Zatímco alternativní scénář prognózy z listopadu 2013 předpokládal návrat inflace na cíl již koncem letošního roku a na začátku roku 2015 její dočasný nárůst až k horní hranici tolerančního pásma cíle, prognóza z listopadu 2014 předpovídá v celém příštím roce inflaci v dolní polovině tolerančního pásma (Graf 3). K tomu přitom dochází navzdory prodloužení platnosti kurzového závazku ČNB z původně předpokládaného začátku roku 2015 až do roku 2016 i skutečnosti, že kurz koruny se pohybuje na slabší úrovni oproti hladině kurzového závazku.

Je však třeba vzít v potaz, že v mezidobí došlo k dalšímu **prohloubení deflačních tendencí v eurozóně**, které se odrazilo v poklesu pozorovaného i očekávaného vývoje zahraničních výrobních cen (Graf 4). Vedle toho je oproti očekávání z loňského listopadu hlubší též pokles domácích regulovaných cen. Analýza jádrovým predikčním modelem g3 ukazuje, že protiinflační dopad těchto faktorů by byl za normálních okolností tlumen snižováním úrokových sazeb a fundamentálně podloženým oslabováním nominálního kurzu koruny zajišťujícím zachování cenové konkurenceschopnosti domácí produkce. Pokud by ale toto uvolnění měnových podmínek s ohledem na nulovou dolní mez úrokových sazeb a v listopadu 2013 identifikovaná rizika posílení kurzu nenastalo, pokles domácí inflace by byl výrazný, a spolu s tím i negativní dopad zahraničního vývoje do domácího HDP a do trhu práce.

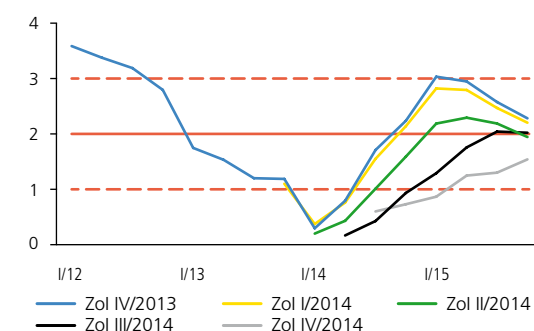
V souhrnu lze konstatovat, že oslabení kurzu koruny odvrátilo hrozbu dlouhodobé deflace, která byla ve světle nových údajů ještě větší, než ukazovaly analýzy před rokem. Došlo k průsaku slabšího kurzu do dovozních cen, korigovaná inflace bez pohonných hmot se po mnoha letech vrátila do kladných hodnot a protiinflační působení domácí ekonomiky s urychlením růstu HDP a s pozitivním obratem na trhu práce odeznělo.

GRAF 3 (Box)

SROVNÁNÍ PROGNOZ INFLACE

Prognózy inflace se od zpracování alternativního scénáře z listopadu 2013 zřetelně snížily

(meziroční změny v %)

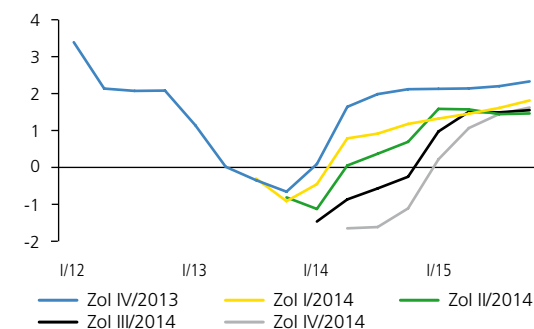


GRAF 4 (Box)

POSUN VE VÝHLEDU EFEKTIVNÍHO PPI

Výhled cen průmyslových výrobců v eurozóně se od loňského listopadu posunul výrazně dolů

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



¹ V listopadu 2013 přitom ČNB očekávala, že oslabení kurzu urychlí v roce 2014 hospodářský růst zhruba o 1 procentní bod oproti situaci, kdy by měnová politika zůstala pasivní.

Na svém měnověpolitickém zasedání 6. listopadu 2014 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule. 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. Asymetrický charakter tohoto kurzového závazku se přitom nemění. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako vyrovnaná; na základě toho bankovní rada zopakovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016.

II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity v poslední době zpomalilo a znovu viditelně zrychlovat by mělo až od druhého čtvrtletí 2015. Pokračující zřetelný pokles výrobních cen v letošním roce odráží předchozí dlouhodobý útlum ekonomické aktivity a nízké ceny komodit. Spotřebitelská inflace v eurozóně je velmi nízká v důsledku jen pozvolného ožívování poptávky a poklesu cen energií pro domácnosti. Ke zrychlení dynamiky výrobních i spotřebitelských cen by mělo dojít až během roku 2015, a to se zrychlením tempa hospodářského růstu a s přispěním slabšího kurzu eura. Na velmi utlumený cenový vývoj reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky. To se projevilo ve sníženém výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR a oslabení eura vůči americkému dolaru, jehož pokračování se očekává i na horizontu prognózy. Výhled ceny ropy Brent odráží její současnou výrazně sníženou úroveň a v následujících dvou letech předpokládá její jen mírný nárůst.

Výhled **efektivního ukazatele HDP** v eurozóně předpokládá v letošním roce zrychlení ekonomického růstu oproti roku 2013 o 0,5 procentního bodu na 1 % (Graf II.1.1).² Nicméně v poslední době růst zpomalil a jeho výraznější oživení se odsouvá až na druhé čtvrtletí příštího roku. Pro následující dva roky se tak očekává růst o 1,6 %, resp. 2,1 %. Oproti začátku roku 2014 je méně příznivý zejména vývoj německé ekonomiky, která zaznamenala ve druhém čtvrtletí výrazné zpomalení. Zároveň předstihové indikátory ukazují na zvýšený pesimismus německých firem i domácností z důvodu zpomalující poptávky z rozvíjejících se ekonomik. Ve srovnání s minulou prognózou se tak celoroční výhled pro letošní a příští rok posouvá níže, pro rok 2016 naopak mírně výše.

Efektivní ukazatel průmyslových výrobních cen eurozóny (Graf II.1.2) by se měl letos v průměru snížit o 1,6 % zejména vlivem velmi nízkých cen průmyslových a zemědělských komodit v prostředí jen zvolna rostoucí ekonomické aktivity po jejím předchozím dlouhodobém útlumu. Ke kladné dynamice by se ceny průmyslových výrobců měly vrátit až počátkem příštího roku s opětovným urychlováním ekonomického růstu a s přispěním oslabení kurzu eura vůči dolaru. Za celý rok 2015 by se měly v průměru zvýšit o 1,1 % a v roce 2016 zrychlit své tempo růstu na 2,2 %. Oproti minulé prognóze je výhled pro letošní rok o 0,8 procentního bodu níže, v delším horizontu se mění neznatelně.

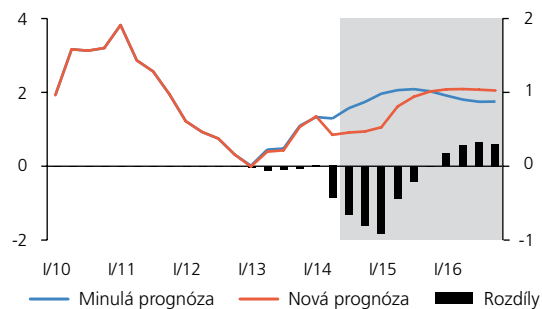
² Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z říjnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 13. říjnu 2014. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou u již známé skutečnosti jsou vedle revizí dat dány rovněž aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu a novým sezonním očištěním. V případě PPI jsou změny dány zejména tím, že jsou do výpočtu z důvodu jeho zkvalitnění nově zahrnuty predikce z databáze The Economist Intelligence Unit (EIU) pro země, které nejsou obsaženy v CF.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Po aktuálním zpomalení tempa růstu zahraniční poptávky se očekává její opětovné zřetelné urychlení až od druhého čtvrtletí 2015

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

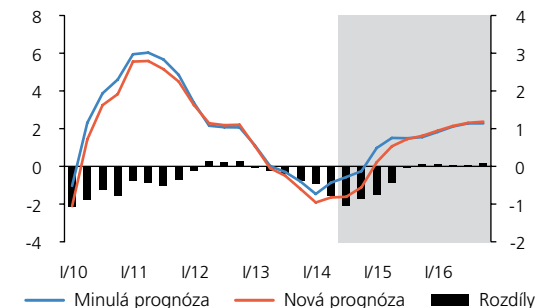


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Pokles výrobních cen by měl odeznít počátkem příštího roku, poté by měl jejich růst postupně zrychlovat

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

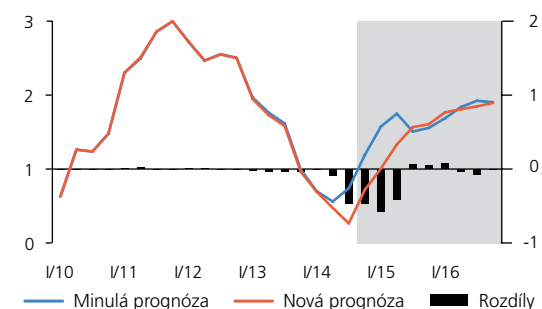


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Aktuálně velmi nízká efektivní inflace by se měla postupně zvyšovat k 2% hranici

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

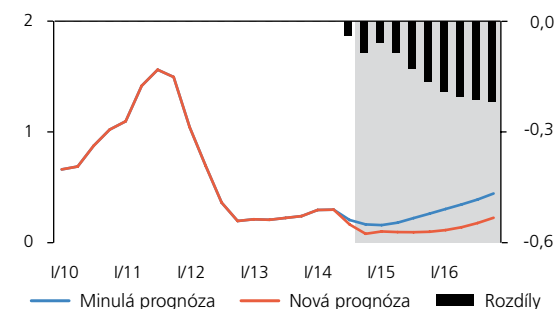


GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Nízký výhled tržních zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží velmi utlumený cenový vývoj a pokračující uvolněnou měnovou politiku ECB

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



Očekávaná dynamika **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** zohledňuje jen pozvolna oživující poptávku a pokles cen energií pro domácnosti (Graf II.1.3). Za celý rok 2014 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit v průměru o 0,5 %. V letech 2015 a 2016 se v důsledku urychlení ekonomické aktivity a oslabení kurzu eura předpokládá zvýšení inflace na 1,4 %, resp. 1,8 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o posun směrem dolů v několika nejbližších čtvrtletích, na delším konci prognózy nedochází k významné změně.

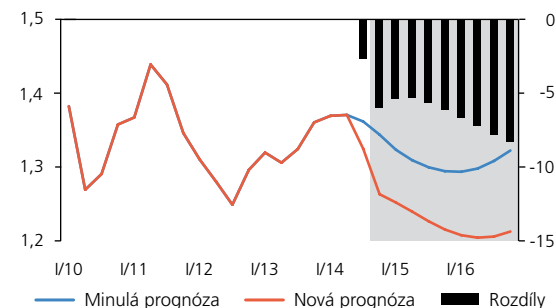
Nízká hladina tržních úrokových sazeb **3M EURIBOR** na celém horizontu prognózy zohledňuje zejména další uvolnění měnové politiky ECB. Ta v reakci na velmi utlumený cenový vývoj snížila počátkem září svou hlavní refinanční sazbu o 0,1 procentního bodu na 0,05 % a depozitní sazbu do ještě více záporných hodnot (-0,20 %), přičemž zároveň oznámila nová nekonvenční opatření (viz kapitola III.7). V letošním roce by průměrná hodnota úrokových sazeb 3M EURIBOR měla činit 0,2 %, v následujících dvou letech pak 0,1 % a 0,2 % (Graf II.1.4). Oproti minulé prognóze došlo k přehodnocení výhledu směrem dolů o 0,1 až 0,2 procentního bodu. Tržní výhled je v souladu s očekáváním analytiků v rámci říjnového CF, kteří v horizontu 3–12 měsíců předpokládají stagnaci sazby 3M EURIBOR na aktuální hladině 0,1 %. Většina z nich zároveň očekává stabilitu základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,05 % minimálně do konce září 2015.

GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Téměř na celém horizontu prognózy se očekává oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



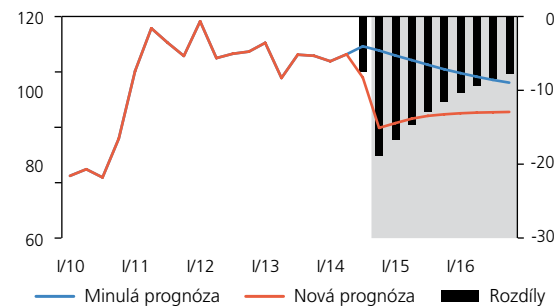
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá pokračování trendu oslabování kurzu eura téměř na celém horizontu předpovědi (Graf II.1.5). Analytici v rámci CF očekávají oproti minulé prognóze rychlejší tempo oslabování kurzu eura v důsledku dalšího uvolnění měnové politiky v eurozóně, když Fed naopak ukončuje politiku kvantitativního uvolňování. Z aktuální hodnoty kurzu pod 1,28 USD/EUR, tj. nejnižší od srpna 2012, by tak v následujících dvou letech měl kurz oslabit až do blízkosti hladiny 1,20 USD/EUR.

GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Po aktuálním výrazném snížení se v příštích dvou letech očekává jen mírný růst ceny ropy

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



Výhled **ceny ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů zohledňuje její aktuálně výrazně sníženou úroveň ležící pod 90 USD/barel, z níž pak předpokládá mírný růst (Graf II.1.6). Z celoročního pohledu to představuje pokles průměrné hodnoty z letošních cca 103 USD/barel na 93 – 94 USD/barel v následujících dvou letech. Aktuální nízká cena ropy odráží rychle rostoucí globální nabídku, silný kurz amerického dolaru a obavy ze zpomalení globálního růstu. Opačným směrem působí nejistoty ohledně budoucích dodávek ropy a zemního plynu z Ruska a napětí na Blízkém východě. Analytici v rámci říjnového CF předpokládají v ročním horizontu cenu 99 USD/barel, tzn. oproti tržnímu výhledu o 6 USD/barel výše.

II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická meziroční inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 odpoutaly od blízkosti nulových hodnot. Prognóza očekává jejich další postupný růst a lehké překročení 2% cíle na počátku roku 2016. Proinflační působení dovozních cen v letošním roce odezní vlivem pozorovaného poklesu výrobních cen v eurozóně při stabilním kurzu koruny. Naopak domácí ekonomika bude zejména v důsledku oživení mzdového vývoje přispívat k růstu cen. Po poklesu HDP v minulém roce vzroste letos ekonomika o 2,5 % v návaznosti na zvýšenou zahraniční poptávku, výrazné uvolnění domácích měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb a oživení vládních investic. V roce 2015 vykáže ekonomická aktivita stejné růstové tempo, v dalším roce mírně zrychlí. Fiskální politika v příštím roce přispěje k hospodářskému růstu znatelně kladně, v roce 2016 naopak lehce záporně. Růst ekonomiky se příznivě projeví i pokračujícím zlepšováním situace na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do prvního čtvrtletí 2016. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB.

Meziroční **celková inflace** se ve třetím čtvrtletí 2014 odpoutala od červnových nulových hodnot (v průměru dosáhla 0,6 %), stále se však nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 celková inflace dle prognózy dále lehce zrychlí na 0,7 % vlivem pokračujícího nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot a dopadů zvyšování spotřební daně na cigarety. Naopak růst cen potravin zpomalí. V roce 2015 bude celková inflace v důsledku odeznění zřetelného poklesu regulovaných cen a pokračujícího proinflačního působení domácí ekonomiky dále zrychlovat a na počátku roku 2016 se dostane lehce nad 2% cíl ČNB (Graf II.2.1).

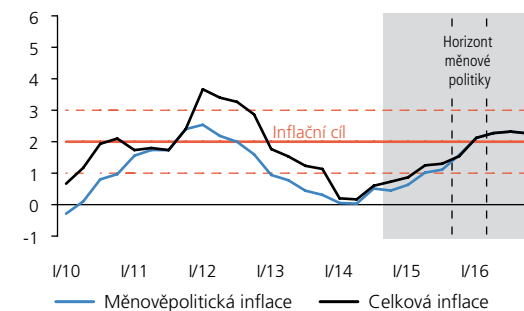
Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se ve třetím čtvrtletí 2014 vrátila do kladných hodnot, když v průměru dosáhla 0,5 %. Stále se tak nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Na prognóze se měnověpolitická inflace bude vyvíjet podobně jako celková inflace, až do konce roku 2015 však bude mírně nižší (Graf II.2.1) vzhledem k primárním dopadům změn nepřímých daní.

Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil ve třetím čtvrtletí 2014 v průměru 0,1 procentního bodu. Odráželo se v něm dvojí harmonizační zvýšení spotřební daně z cigaret z ledna 2013 a 2014, přičemž v obou případech byl dopad do koncových cen rozložen v čase z důvodu výrazného předzásobení výrobců a prodejců cigaret. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 prognóza předpokládá vedle zpožděného dopadu zvýšení spotřební daně z počátku roku 2014 ve výši 0,1 procentního bodu také dopad dalšího harmonizačního zvýšení

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková i měnověpolitická inflace se budou dále zvyšovat a na počátku roku 2016 se dostanou lehce nad 2% cíl
(meziročně v %)

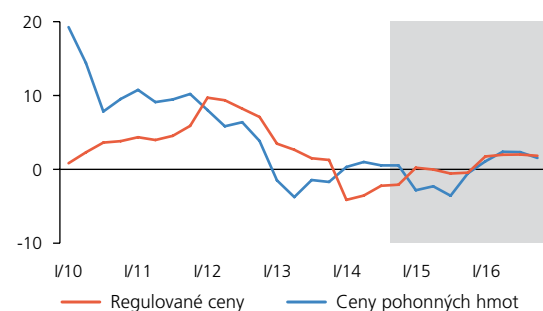


GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Regulované ceny i ceny pohonných hmot viditelně porostou až v roce 2016

(meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za utlumenou dynamikou regulovaných cen v příštím roce bude stát zejména rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví a další pokles cen elektrické energie

(průměrné meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2013	2014	2015	2016
	skutečnost	progn.	progn.	progn.
Regulované ceny ^{a)}	2,2 0,40	-3,0 -0,51	-0,2 -0,03	1,9 0,32
z toho (hlavní změny):				
ceny elektřiny	3,2 0,15	-10,3 -0,49	-1,9 -0,09	0,2 0,01
ceny zemního plynu	-3,5 -0,09	-2,5 -0,07	-1,0 -0,03	1,8 0,05
ceny tepla	4,3 0,10	0,7 0,01	4,1 0,08	3,0 0,06
vodné	6,7 0,07	3,4 0,03	4,5 0,04	4,7 0,04
regulované ceny ve zdravotnictví	2,6 0,05	-5,6 -0,06	-17,0 -0,20	2,0 0,02
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách	0,67	0,16	0,18	0,00

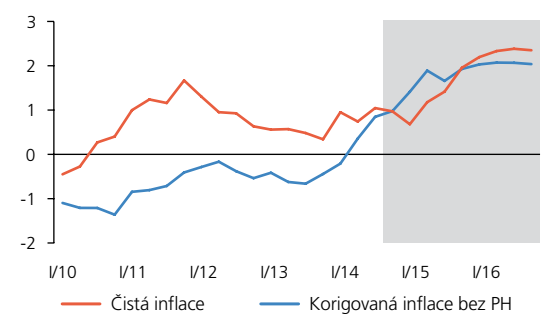
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Růst tržních cen bude v průběhu roku 2015 zrychlovat vlivem pokračujícího růstu ekonomické aktivity a postupného oživení trhu práce

(meziročně v %)



spotřební daně na cigarety³ ve výši 0,2 procentního bodu. Vzhledem k zákonem omezenému předzásobení na dva měsíce se tato změna promítne v cenách do konce roku 2014. Prognóza rovněž 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 třetím 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 zvolnění meziročního růstu vodného a stočného. Pokles regulovaných cen se ale v průběhu letošního roku zmírnil, neboť ceny plynu se vrátily k meziročnímu růstu v důsledku vypršení slev z minulého roku, a zároveň vzrostly ceny léků a lázeňských pobytů. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 prognóza předpokládá další lehké zmírnění meziročního poklesu regulovaných cen v důsledku nižšího meziročního poklesu cen ve zdravotnictví a mírného zvýšení cen tepla. V roce 2015 regulované ceny klesnou v průměru o 0,2 %. Hlavním příčinou tohoto poklesu bude rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví (s výjimkou poplatku za pohotovost) s účinností od 1. 1. 2015 s dopadem -0,2 procentního bodu do celkové inflace. Zároveň prognóza předpokládá další mírné snížení cen elektrické energie pro domácnosti v návaznosti na pokles forwardových kontraktů na silovou elektřinu. Ceny plynu budou v příštím roce v průměru také lehce klesat, k jejich růstu dojde až v roce 2016. Nepatrný záporný příspěvek do regulovaných cen bude mít zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %. U vodného a stočného, stejně jako u cen tepla a dalších položek regulovaných cen, předpokládá prognóza mírný nárůst. V roce 2016 budou regulované ceny k inflaci přispívat již kladně při mírném zvýšení všech jejich položek (Tab. II.2.1). Následující text popisuje prognózu bez primárního vlivu změn nepřímých daní.

Meziroční **čistá inflace** ve třetím čtvrtletí 2014 dále zrychlila v průměru na 1 % (Graf II.2.3). Za tímto zrychlením stál růst cen potravin a pokračující nárůst korigované inflace bez pohonných hmot vlivem průsaku oslabeného kurzu a oživené reálné ekonomiky. Růst cen pohonných hmot byl velmi utlumený. Na přelomu let 2014 a 2015 prognóza očekává mírné snížení čisté inflace vlivem dočasného poklesu cen potravin a pohonných hmot. V průběhu roku 2015 čistá inflace opět vzroste a ke konci roku dosáhne 2 %. Mírně nad touto hladinou se pak bude pohybovat během roku 2016.

3 Česká republika je povinna s účinností od 1. 1. 2014 splnit specifický minimální požadavek ve výši spotřební daně 90 eur na 1 000 kusů všech cigaret. Novela zákona o spotřebních daních platná od 1. 10. 2014 zvyšuje minimální sazbu spotřební daně a zohledňuje tím slabší kurz CZK/EUR oproti minulému roku, kdy byla přijata předchozí právní úprava.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** ve třetím čtvrtletí 2014 dále zrychlila a v průměru dosáhla 0,8 %. Zrychlení růstu cen obchodovatelných i neobchodovatelných statků odráželo pokračující vliv oslabeného kurzu a rostoucí domácí ekonomiky. Další zrychlování korigované inflace bez pohonných hmot očekává prognóza i v následujících čtvrtletích, k čemuž přispějí domácí inflační tlaky plynoucí z pokračujícího růstu ekonomiky i oživení trhu práce. Na počátku roku 2016 se korigovaná inflace bez pohonných hmot dostane lehce přes 2 % a na těchto hodnotách se bude pohybovat i ve zbývající části roku (Graf II.2.3).

Ceny potravin ve třetím čtvrtletí 2014 pokračovaly v meziročním růstu. Ceny zemědělských výrobců přitom setrvaly v meziročním poklesu, naopak proinflačním směrem působilo prostřednictvím cen dovožených potravin další mírné oslabení kurzu koruny. V následujících čtvrtletích prognóza předpokládá výrazné zpomalení dynamiky cen potravin (krátkodobě až do záporných hodnot) v návaznosti na předpokládaný zesílený meziroční pokles cen zemědělských výrobců a odeznění vlivu oslabení kurzu koruny na meziroční vývoj dovozních cen potravin. Dynamika cen potravin zesílí až ve druhé polovině roku 2015 spolu s návratem cen zemědělských výrobců a dovozních cen potravin k růstu. V roce 2016 pak bude růst cen potravin dále zrychlovat ke 3 % (Graf II.2.4).

Ceny pohonných hmot pokračovaly ve třetím čtvrtletí 2014 v nevýrazném meziročním růstu, do kterého se promítal oslabený kurz koruny vůči dolaru při protisměrně působícím poklesu světových cen benzínu a ropy. Ceny pohonných hmot na počátku příštího roku znatelně klesnou vlivem pozorovaného snížení světových cen ropy (Graf II.2.5). Meziroční růst cen pohonných hmot se obnoví až na počátku roku 2016 v souvislosti s návratem světových cen benzínu a ropy Brent k mírnému růstu.

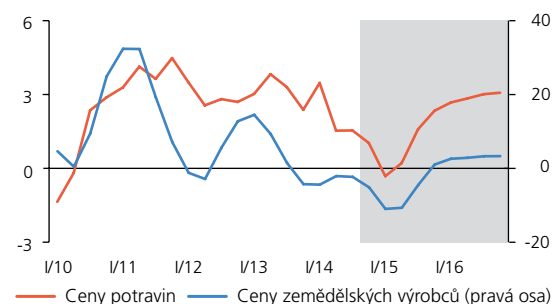
Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve třetím čtvrtletí 2014 stagnovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do prvního čtvrtletí 2016. To odráží ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly ve stejném horizontu a předpoklad o zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu. Ve druhém čtvrtletí 2016 dojde s předpokládaným opuštěním režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky dle prognózy k nárůstu krátkodobých tržních sazeb v rozsahu cca 0,8 procentního bodu (Graf II.2.6). Poté tržní úrokové sazby dále porostou.

Kurz koruny vůči euru ve třetím čtvrtletí 2014 krátkodobě oslabil v průměru na hladinu 27,6 CZK/EUR. S ohledem na jeho následný návrat k hodnotám kolem 27,4 CZK/EUR na přelomu září a října prognóza předpokládá v následujících několika čtvrtletích setrvání kurzu na této úrovni, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do prvního čtvrtletí 2016. Do této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích

GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

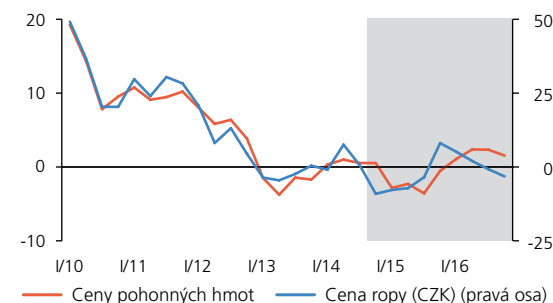
Ceny potravin budou na začátku roku 2015 dočasně klesat vlivem propadu cen zemědělských výrobců, poté se jejich růst obnoví (meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

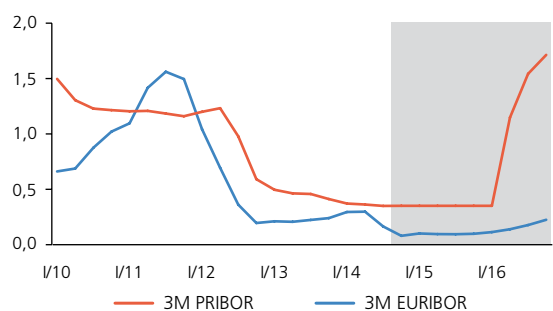
Ceny pohonných hmot budou v příštím roce meziročně klesat, jejich růst se obnoví v roce 2016 (meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do prvního čtvrtletí 2016 (v %)

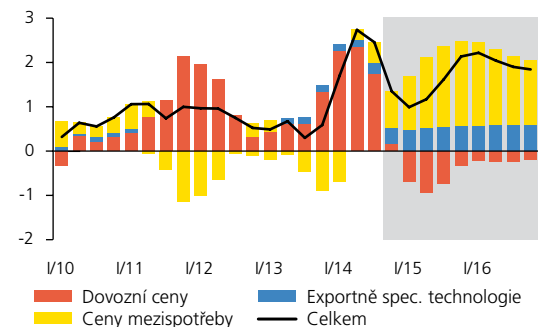


GRAF II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Růst cen ve spotřebitelském sektoru bude odrážet proinflační působení domácí ekonomiky, příspěvek dovozních cen se změní z výrazně kladného na mírně záporný

(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



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 dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. 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.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve třetím čtvrtletí 2014 lehce zpomalil (Graf II.2.7), avšak nadále poměrně silně přispívá k nárůstu cenové hladiny. Příspěvek dovozních cen do růstu nákladů byl nadále kladný, i když se mírně snížil v souvislosti s deflačním vývojem cen zahraničních výrobců. Na růstu nákladů v sektoru spotřebních statků se stále silněji podílejí také ceny mezispotřeby odrážející rostoucí domácí ekonomickou aktivitu a mzdy. 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 slabší 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 předpokládanou stabilitu kurzu koruny k euru odezní příspěvky dovozních cen. Ty v roce 2015 překmitnou do lehce protiinflační polohy, kde setrvají až do konce roku 2016. Naopak rostoucí ceny mezispotřeby budou svůj kladný příspěvek k růstu nákladů spotřebitelského sektoru až do začátku roku 2016 postupně zvyšovat. Projeví se tak zrychlující dynamika mezd a pokračující růst domácí ekonomiky. Od závěru letošního roku dojde i ke zvýšení příspěvků exportně specifické technologie. Růst celkových nákladů se tak na konci horizontu prognózy stabilizuje mírně pod 2 %.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby se ve třetím čtvrtletí 2014 dále mírně zvýšily. Přispěl k tomu především předpokládaný růst nominálních mezd v podnikatelské sféře předstihující tempo zvyšování produktivity práce. Kladný příspěvek do vývoje mezních nákladů zaznamenala i cena kapitálu, která odráží oživení investiční i celkové ekonomické aktivity (Graf II.2.8). Růst domácích nominálních nákladů bude pokračovat i v dalších čtvrtletích vlivem zrychlující dynamiky mezd a nadále rostoucí ceny kapitálu. Tyto nákladové tlaky však budou na celém horizontu prognózy částečně vyvažovány zrychlujícím růstem produktivity.

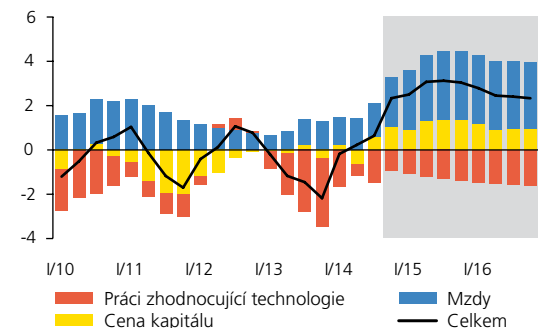
Odhadovaná záporná mezer **marží v sektoru spotřebitelských statků** se ve třetím čtvrtletí 2014 dále prohloubila v důsledku oslabeného kurzu a pozitivního vývoje mezd v podmínkách aktuálně velmi nízké inflace (Graf II.2.9). Na začátku predikčního horizontu se mezer **marží** začne postupně uzavírat při souběžném zrychlování inflace a zpomalení růstu nákladů. V prostředí rostoucí ekonomické aktivity a s postupujícím průsakem zvyšujících se nákladů do konečných cen by se na konci roku 2016 měla mezer **marží** zcela uzavřít.

GRAF II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí náklady porostou zejména v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd

(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)

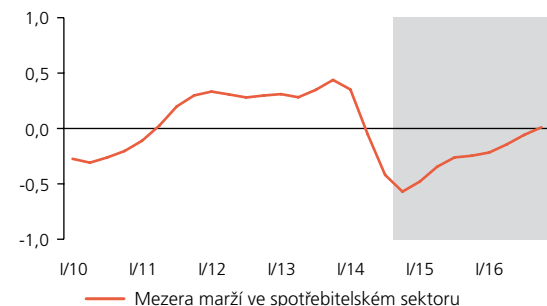


GRAF II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Záporná mezer **marží** se postupně uzavře

(v %)



Národohospodářská **produktivita práce** ve druhém čtvrtletí 2014 dále zrychlila svůj meziroční růst na 2,6 %. Mírně nižší tempo prognóza očekává ve třetím čtvrtletí i v průměru za celý rok 2014. V příštích dvou letech se růst produktivity bude pohybovat okolo 2,5 %. Její trajektorie bude ovlivněna postupným zrychlováním růstu ekonomické aktivity, který bude doprovázen pouze mírným růstem celkové zaměstnanosti.

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 2,5 %. Dosažený růst byl stále ovlivněn efektem daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013 (blíže viz kapitola III.4.2). Podle prognózy by průměrná mzda měla postupně zrychlovat v souvislosti s pokračujícím růstem domácí ekonomické aktivity a návratem inflace k cíli. Prognóza očekává, že celkově za rok 2014 mzdový růst v podnikatelské sféře dosáhne 3,2 %, v roce 2015 zrychlí na 3,8 % a v roce 2016 na 4,8 % (Graf II.2.10).

Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2014 dosáhl 1,7 %. Prognóza očekává ve zbytku letošního roku jeho poměrně výrazné zrychlení, a to zejména v souvislosti s listopadovým zvýšením mezd státních zaměstnanců o 3,5 % (Graf II.2.10). Mzdový růst by tak měl v průměru za letošní rok dosáhnout 2,9 %. V roce 2015 by se dynamika mezd v nepodnikatelské sféře v podmínkách pokračujícího růstu HDP a uvolněnější fiskální politiky měla dále zvýšit na 3,2 %, v roce 2016 naopak zpomalit na 2,5 %.

Reálný HDP ve druhém čtvrtletí 2014 v meziročním srovnání vzrostl o 2,5 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 0,3 % (Graf II.2.11). K meziročnímu růstu kladně přispěly všechny složky domácí poptávky, z toho nejvíce fixní investice. Naopak příspěvek čistého vývozu byl záporný (Graf II.2.12). Podle prognózy **ekonomická aktivita ve třetím čtvrtletí 2014** vzrostla o 2,6 % meziročně a o 0,4 % mezičtvrtletně. Předpokládanému meziročnímu růstu HDP napomáhají všechny složky domácí poptávky s výjimkou zásob, nejvíce hrubá tvorba fixního kapitálu a spotřeba domácností. Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP se ve třetím čtvrtletí 2014 snížil, ale zůstal v kladných hodnotách. Příspěvek čistého vývozu byl lehce pozitivní.

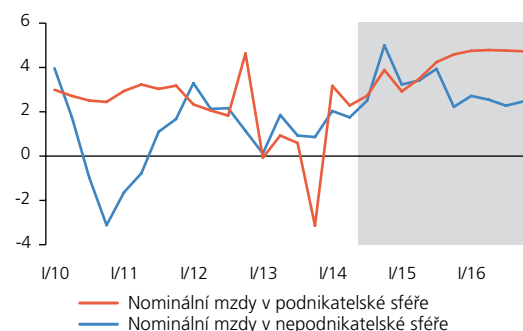
Za celý **rok 2014** vzroste **HDP** o 2,5 % s přispěním zvyšující se zahraniční poptávky, nadále uvolněných domácích měnových podmínek prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb, a částečně i fiskální politiky. Prognóza očekává pokračování růstu fixních investic i ve zbytku roku 2014. Vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu by měl být podpořen mimo jiné i pokračujícím růstem investic vládního sektoru v návaznosti na dočerpávání EU fondů i výrazným růstem vládních investic z domácích zdrojů.⁴ V návaznosti

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. Taktéž je v prognóze tlumen dopad navýšení investic souvisejícího s přechodem na metodiku ESA 2010.

GRAF II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelské sféře zřetelně zrychlí
(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – seznámočeno, nepodnikatelská sféra – seznámočeno)

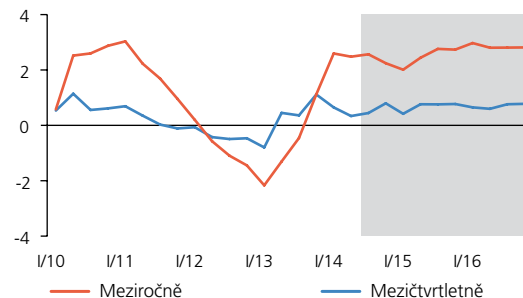


GRAF II.2.11

PROGNOZA RŮSTU HDP

Na horizontu prognózy HDP poroste meziročním tempem mírně pod 3 %

(změny v %, seznámočeno)

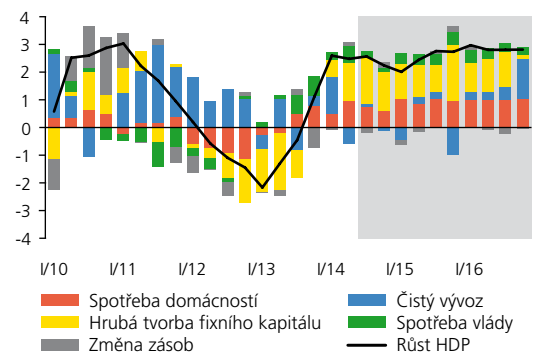


GRAF II.2.12

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP budou kladně přispívat všechny složky domácí poptávky

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, seznámočeno)



na zrychlující růst mezd v podmínkách nízké inflace dále poroste spotřeba domácností. V důsledku oslabení kurzu koruny a zvýšení zahraniční poptávky přispěje čistý vývoz k růstu HDP z celoročního pohledu kladně, a to i při zrychlené dynamice dovozně náročné domácí poptávky.

V roce 2015 se HDP zvýší rovněž o 2,5 %, přičemž ekonomika bude podpořena vyšší zahraniční poptávkou a zejména robustnějším růstem domácí poptávky při expanzivnějším působení fiskální politiky. Za ním bude stát předpokládané další zrychlení dynamiky vládních investic financovaných z domácích a především z evropských zdrojů. Vedle hrubé tvorby kapitálu vykáže zřetelný kladný příspěvek i spotřeba domácností. Čistý vývoz bude mít v průměru lehce záporný příspěvek i přes zvyšující se zahraniční poptávku, a to z důvodu pokračujícího nárůstu dovozu spotřebního zboží, strojů i meziproductů pro výrobu vývozních statků.

V roce 2016 růst HDP mírně zrychlí na 2,8 %, především v důsledku zrychlení dynamiky zahraniční poptávky a zlepšení nabídkové strany ekonomiky v souvislosti s předchozím zvýšením investiční aktivity. Hrubá tvorba kapitálu nadále poroste, její tempo však bude bržděno poklesem investic vládního sektoru. Kladné příspěvky k vývoji HDP vykáží rovněž ostatní složky domácí poptávky i čistý vývoz.

Pokračující růst ekonomické aktivity příznivě ovlivňuje situaci na trhu práce. Růst **počtu zaměstnanců přepočtených na plné úvazky** ve druhém čtvrtletí 2014 zrychlil na 0,6 %. Další zrychlení pak prognóza očekává do konce letošního roku, k čemuž přispěje zejména zvyšující se průměrný úvazek na zaměstnance (Graf II.2.13). V průměru za celý rok 2014 by tak měl růst počtu zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky dosáhnout 0,7 %, a také v příštích dvou letech se udrží na obdobné úrovni. Přitom bude zpomalovat prodloužování průměrného úvazku při současném zrychlování růstu počtu zaměstnanců. Meziroční růst **celkové zaměstnanosti** se bude do konce letošního roku udržovat přibližně na úrovni druhého čtvrtletí a za celý rok tak dosáhne v průměru 0,4 % (Graf II.2.14). V roce 2015 prognóza počítá s jeho lehkým zpomalením, které však bude doprovázeno pokračujícím meziročním růstem průměrného úvazku na zaměstnance. V roce 2016 naopak prognóza očekává lehké zrychlení růstu celkové zaměstnanosti.

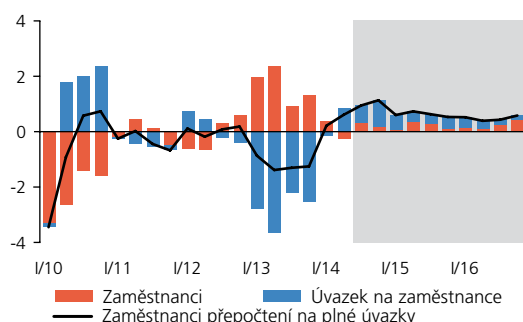
Předchozí rychlý pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti** se ve třetím čtvrtletí 2014 podstatně zmírnil. Prognóza předpokládá, že míra nezaměstnanosti dosáhla 6,3 %. V blízkosti této úrovně by se měla pohybovat ještě na počátku roku 2015, přičemž se zhruba vykompenzuje mírný růst pracovní 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 aktuální hodnoty mírně pod 8 %. V důsledku cyklického vývoje by se dále měla zvolna zvyšovat nabídka volných pracovních míst,

GRAF II.2.13

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Přepočtený počet zaměstnanců se vlivem růstu ekonomiky bude zvyšovat

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

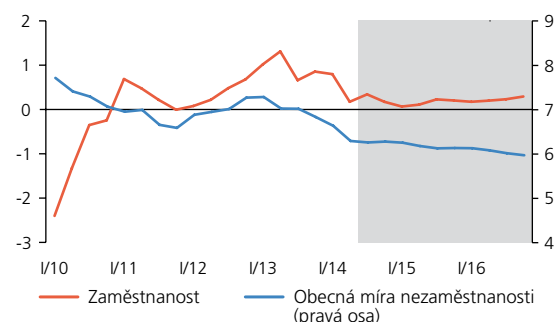


GRAF II.2.14

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvolna zvyšovat, míra nezaměstnanosti klesne

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



pokles počtu registrovaných nezaměstnaných však bude částečně ovlivněn i administrativními změnami (zvýšení počtu sankčně vyřazených). Na konci roku 2016 by tak sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob měl dosáhnout hodnoty 7,3 %, a to i za předpokladu mírného poklesu populace ve věku 15–64 let.

Reálná **spotřeba domácností** ve druhém čtvrtletí 2014 zřetelně zrychlila svůj meziroční růst na necelá 2 % (Graf II.2.15), k němuž přispěly jak krátkodobá a dlouhodobá spotřeba, tak i výdaje domácností za služby. Ve druhé polovině roku prognóza očekává mírné zpomalení její meziroční dynamiky, což odpovídá dílčímu poklesu spotřebitelského indikátoru důvěry a zpomalení meziročního růstu maloobchodních tržeb v červenci a srpnu (viz kapitola III.3). Spotřeba domácností tak v souhrnu v letošním roce vzroste o 1,4 %, a to v návaznosti na znatelné oživení ekonomické aktivity, zrychlení meziročního růstu mezd a platů a odeznění vlivu fiskální konsolidace. V následujících dvou letech pak zrychlí na hodnoty okolo 2 %, když růst objemu mezd a platů a dalších příjmů domácností bude předstihovat postupně zrychlující dynamiku deflátoru spotřeby.

Hrubý nominální disponibilní důchod si ve druhém čtvrtletí 2014 udržel znatelně kladnou dynamiku, a to především v důsledku pokračujícího meziročního nárůstu objemu mezd a platů (Graf II.2.16). Na růst hrubého nominálního disponibilního důchodu působilo ve zvyšující se míře oživení na trhu práce, dílčí vliv měl i efekt daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013. I na horizontu prognózy bude ke zvyšování hrubého disponibilního důchodu nejvýznamněji přispívat zrychlující růst objemu mezd a platů. Rovněž sociální dávky a zisky podnikatelů budou i nadále přispívat kladně. Celkově tak nominální hrubý disponibilní důchod v letošním roce vzroste o 3,1 %, v následujících dvou letech pak jeho růst bude dále zrychlovat až na 4,5 % ke konci roku 2016.

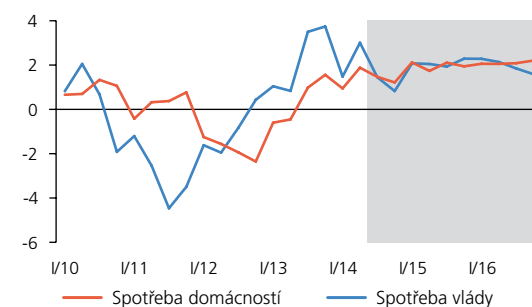
Po znatelném poklesu v první polovině roku 2013 sezonně očištěná **míra úspor domácností** postupně vzrostla až na předchozí úroveň poblíž 11 %.⁵ Do konce roku 2015 pak ještě dále mírně poroste se zrychlující dynamikou mezd a platů (Graf II.2.17). Překmit meziročního růstu spotřeby domácností nad dynamiku hrubého nominálního disponibilního důchodu v roce 2016 však povede k opětovnému pozvolnému snížení míry úspor domácností.

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** ve druhém čtvrtletí 2014 výrazně zrychlil na 3 %. Prognóza však v nejbližším období očekává částečné zpomalení její meziroční dynamiky. Spotřeba vlády vzroste v souhrnu za letošní rok o 1,7 % (Graf II.2.15), a to zejména v návaznosti na meziročně vyšší výdaje ve zdravotnictví. V následujících dvou letech pak poroste tempem poblíž 2 % v důsledku rychlejšího růstu náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru i mezispotřeby vlády.

GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

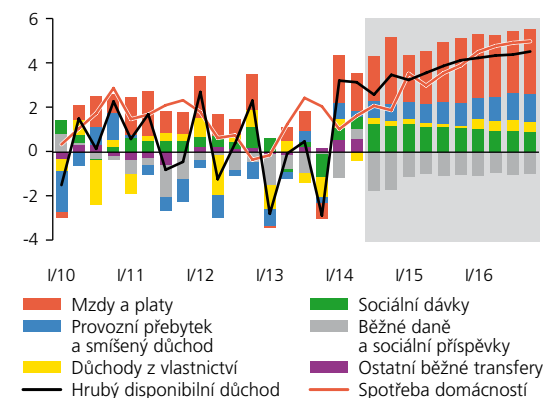
Spotřeba domácností i vlády poroste cca 2 % tempem
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

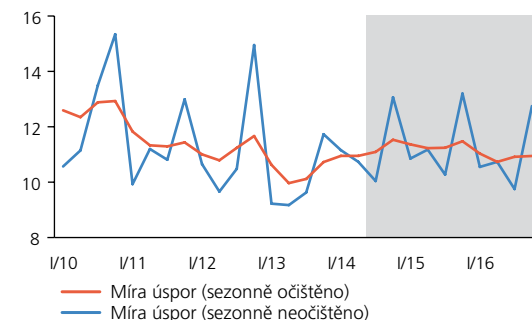
Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku zvyšování objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.17

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor se bude pohybovat okolo 11 %
(v %)

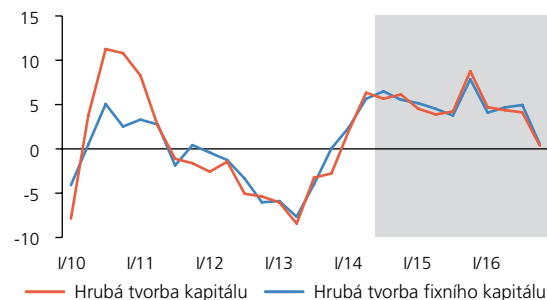


⁵ Míra úspor je obecně předmětem častých a výrazných revizí; vývoj tohoto ukazatele byl ovlivněn i revizemi dat spojenými s přechodem na novou metodiku ESA 2010 (viz BOX 2 v kapitole II.3).

GRAF II.2.18

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Hrubá tvorba kapitálu poroste poměrně svižným tempem
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

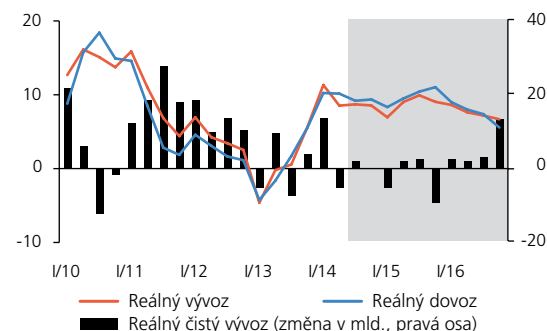


Meziroční tempo růstu **hrubé tvorby kapitálu** ve druhém čtvrtletí 2014 znatelně zrychlilo. Její růst byl přitom i nadále tažen meziročním zvyšováním investic ve zpracovatelském průmyslu. Také ve třetím čtvrtletí 2014 prognóza očekává pokračující výrazný meziroční růst hrubé tvorby kapitálu, který se až do konce letošního roku udrží na současných hodnotách okolo 7 % vlivem pokračujícího oživení fixních investic. V jejich rámci porostou jak soukromé investice v důsledku rostoucí zahraniční poptávky a uvolněných měnových podmínek, tak vládní investice financované z evropských i domácích zdrojů. Celkově tak hrubá tvorba kapitálu vzroste v roce 2014 o 5 %. V roce 2015 se pak při dočerpávání prostředků z EU fondů z programového období 2007–2013 její dynamika dále lehce zvýší na 5,4 %. Kladný, i když vlivem poklesu vládních investic o něco nižší, růst si hrubá tvorba kapitálu udrží i v roce 2016 (Graf II.2.18).⁶

GRAF II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu a dovozu se s přispěním oslabeného kurzu koruny udrží okolo úrovně 10 % až do začátku roku 2016
(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



Reálný **vývoz zboží a služeb** ve druhém čtvrtletí 2014 zpomalil svůj meziroční růst, jeho dynamika však i tak přesáhla 8 %. V návaznosti na vývoj zahraniční poptávky a přetrvávající působení oslabeného kurzu koruny očekává prognóza obdobné tempo i do konce letošního roku (Graf II.2.19). Za celý rok 2014 vzroste vývoz zboží a služeb o 9,3 %. V roce 2015 se jeho tempo růstu zmírní v průměru na 8,7 %, když efekt oslabení reálného kurzu v meziročním pohledu odezní, na druhou stranu však dojde ke zrychlení zahraniční poptávky. V roce 2016 pak růst vývozu dále mírně klesne na 7,5 %.

Reálný **dovoz zboží a služeb** si ve druhém čtvrtletí 2014 udržel meziroční tempo růstu nad úrovní 10 %. V návaznosti na zmírnění dynamiky vývozu také dovoz zboží a služeb poroste ve druhé polovině letošního roku o něco slabším tempem. V souhrnu za celý rok 2014 vzroste o 9,7 %. V následujícím roce pak prognóza v návaznosti na mírně posilující tempo investic a spotřeby očekává růst dovozu o 9,8 %. K časnému zpomalení jeho dynamiky pak dojde až v roce 2016.

TAB. II.2.2

PROGNOZA 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	-2,4	2,7	2,2	1,7
Zaměstnanost celkem	1,0	0,4	0,2	0,2
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	7,0	6,3	6,2	6,0
Produktivita práce	-0,8	2,2	2,3	2,6
Průměrná nominální mzda	0,0	3,1	3,7	4,3
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	-0,2	3,2	3,8	4,8
Podíl salda BÚ na HDP (v %)	-1,4	0,0	0,0	0,2
M2	4,4	4,1	5,0	6,3

Příspěvek **čistého vývozu** ve stálých cenách k meziročnímu růstu HDP byl ve druhém čtvrtletí 2014 záporný při předstihu meziroční dynamiky dovozu před vývozem. Ve třetím čtvrtletí prognóza očekává jeho návrat do mírně kladných hodnot. V souhrnu za rok 2014 čistý vývoz přispěje k meziročnímu růstu HDP kladně v rozsahu 0,2 procentního bodu. V roce 2015 však v důsledku rychlejšího růstu dovozně náročných investic příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP přejde opět do lehce záporných hodnot (-0,2 procentního bodu). V roce 2016 v souvislosti se zrychlením zahraniční poptávky a zmírněním růstu domácích investic (odeznění účetního vlivu prodloužení pronájmu nadzvukových stíhacích letounů) bude příspěvek čistého vývozu kladný (0,6 procentního bodu).

⁶ Prognóza je ovlivněna též prodloužením pronájmu stíhacích letounů JAS-39 Gripen v závěru roku 2015, které bylo nově zapracováno do prognózy. To jednorázově navýší hrubou tvorbu kapitálu a současně ve stejné výši dovoz, přičemž dynamika reálného HDP zůstane touto transakcí nedotčena.

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

Prognóza platební bilance (Tab. II.2.3)⁷ předpovídá vyrovnaný **běžný účet** v letošním a příštím roce a mírný přebytek ve výši cca 0,2 % HDP v roce 2016. Příčinou zřetelného zlepšení běžného účtu v roce 2014⁸ bude poměrně výrazné zvýšení přebytku **balance zboží** (dříve obchodní bilance) a v menší míře též eliminace schodku bilance druhotných důchodů. Růst přebytku bilance zboží je spojen se zvýšením zahraniční poptávky, rostoucí mezinárodní konkurenceschopností tuzemského automobilového průmyslu, oslabeným kurzem koruny a poklesem cen surovin na světových trzích. Další mírné zlepšení bilance zboží v roce 2015 souvisí především s příznivým vývojem směnných relací (meziroční pokles cen surovin na světových trzích) a zvyšováním tržního podílu tuzemského automobilového průmyslu na evropském trhu. Proti zlepšování kladné bilance zboží bude působit rychlejší růst domácí poptávky než zahraniční.

V opačném směru než bilance zboží bude na saldo běžného účtu působit nadále rostoucí deficit **balance prvotních důchodů** (dříve bilance výnosů), který souvisí zejména s růstem důchodů nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR. Přebytek **balance služeb** bude po celé prognózované období zhruba stabilní na úrovni roku 2013. **Balance druhotných důchodů** (dříve běžné převody) by měla být přibližně vyrovnaná po celé prognózované období, což znamená mírné zlepšení oproti roku 2013 vlivem vyššího čerpání zdrojů z evropských fondů.

Prognózovaný stabilní, relativně vysoký, přebytek **kapitálového účtu** (představující mírné meziroční zlepšení oproti roku 2013) je spojen výhradně s čerpáním prostředků z fondů EU.

Čistý příliv **přímých investic** do ČR se v roce 2014 oproti minulému roku skokově zvýší. Přibližně dvě třetiny toho zlepšení však představuje obrát v tocích kapitálu rezidentů vůči zahraničí (stahování prostředků zpět do ČR). Meziročně vyšší očekávaný příliv investic do ČR v rozsahu cca 40 mld. Kč je spojen zejména s růstem investic do automobilového průmyslu a nemovitostí. V roce 2015 čistý příliv kapitálu meziročně opět prudce klesne, zejména vlivem předpokládaného návratu tuzemských investorů k investování v zahraničí. V roce 2016 čistý příliv kapitálu do ČR pozitivně ovlivní již schválená významná investice do automobilového průmyslu. Prognóza předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v převážné míře formu reinvestovaného zisku, jehož saldo se bude zvyšovat.

V oblasti **portfoliových investic** lze očekávat v roce 2014 významnou změnu v tocích kapitálu – v rozsahu více než 200 mld. Kč, když silný příliv kapitálu vystřídá velký odliv. Tato změna souvisí především se změnou chování vlády (výrazné snížení zahraničního zadlužení splacením zahraničních dluhopisů bez nahrazení novou emisí), jednorázovým

Tab. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

V letošním roce by měl být běžný účet vyrovnaný

(v mld. Kč)

	2013	2014	2015	2016
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-56,8	0,0	0,0	10,0
Zboží	163,6	245,0	265,0	300,0
Služby	68,6	65,0	65,0	70,0
Prvotní důchody	-279,6	-310,0	-330,0	-360,0
Druhotné důchody	-9,3	0,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	53,7	60,0	60,0	60,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	4,7	165,0	107,0	70,0
Přímé investice	-33,2	-160,0	-85,0	-115,0
Portfoliové investice	-92,8	125,0	0,0	10,0
Finanční deriváty	-4,7			
Ostatní investice	-52,7	80,0	70,0	50,0
Rezervní aktiva	188,2	120,0	122,0	125,0

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

⁷ Prognóza je sestavena na základě nového manuálu platební bilance BPM6, jejíž součástí je i nové označení některých položek platební bilance a změna znaménkové konvence pro transakce na finančním účtu. Záporné znaménko tak znamená příliv investic, kladné znaménko naopak jejich odliv; bližší viz kapitola III.6.

⁸ V roce 2013 dosahoval deficit běžného účtu hodnoty 1,4 % HDP.

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

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

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 IMPULZ

Fiskální impulz 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 impulz ^{a)}	-1,0	0,3	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 domácí	-0,3	0,0	0,1	0,0
vládní investice z EU fondů	0,0	0,2	0,3	-0,3

a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

snížením zahraničního zadlužení ČEZu a obnovením zájmu rezidentů o investice v zahraničí. Prognóza na rok 2015 již s jednorázovými vlivy nepočítá a pracuje s předpokladem vyrovnaného přílivu a odlivu, když investice rezidentů v zahraničí budou zhruba odpovídat nárůstu zahraničního zadlužení vlády a ČEB. Mírný odliv kapitálu v roce 2016 je spojen s předpokladem růstu zájmu rezidentů o investování v zahraničí. V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá vysoký – byť mírně klesající – čistý odliv kapitálu téměř výhradně z podnikatelského sektoru (ve formě růstu depozit, růstu poskytnutých úvěrů do zahraničí a splátek dříve přijatých úvěrů). Očekávané snížení čistého odlivu je spojeno s předpokládaným postupným oživením investic v ČR.

Nově zařazená položka **rezervní aktiva** odrážející změny devizových rezerv ČNB se na prognóze zvyšuje o kladné saldo vztahu s EU a výnosy z devizových rezerv.

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).⁹

V **roce 2014** je očekáváno nepatrné prohloubení vládního deficitu na 1,4 % HDP, které je výsledkem oživení vládních výdajů při současném zvýšení daňových příjmů díky ekonomickému růstu. Odhad deficitu na letošní rok je dále ovlivněn výpadkem příjmů, který plyne z obnovy základní slevy pro pracující důchodce dle rozhodnutí Ústavního soudu, a mimořádným výnosem 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 je ale převáženo výrazným oživením růstu 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 0,3 procentního bodu (Tab. II.2.5).

V **roce 2015** se deficit vládního sektoru i přes pokračující ekonomický růst zvýší na 2 % HDP.¹⁰ V tom se bude odrážet rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví, zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %, zvýšení dávek a odpočitatelných položek na dítě, jednorázové zvýšení penzí jdoucích nad rámec obnovení schématu jejich plné

9 Koncem září odeslal ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru v rámci tzv. podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu. Data byla odeslána poprvé v nové metodice ESA 2010. Revizi minulých dat ČSÚ provedl na celém horizontu let 1995–2013. Celkově však došlo k jen zanedbatelné změně úrovně deficitu. Významnější nárůst zaznamenala absolutní výše vládního dluhu, která byla ovlivněna přeřazením České exportní banky do sektoru vládních institucí. V poměru k HDP se ale deficit i dluh snížily vlivem revize úrovně nominálního HDP směrem nahoru v průměru o 4 %.

10 Prognóza na příští rok pracuje s návrhy legislativních změn, které směřují k naplňování programového prohlášení vlády a které jsou již v závěrečné fázi legislativního procesu.

valorizace a zrychlení mzdového růstu ve vládním sektoru¹¹. K vyšším výdajům přispěje také další zrychlení růstu vládních investic, který bude tažen snahou o maximální vyčerpání prostředků evropských fondů z uplynulého programového období. Na navýšení celkového deficitu bude působit též účetní dopad prodloužení pronájmu nadzvukových stíhacích letounů JAS-39 Gripen ve výši 0,2 % HDP, které je v nové metodice klasifikováno jako vládní investice. To však nebude mít reálný dopad a lze ho považovat za mimořádné, resp. jednorázové opatření. Ve výsledku bude působení fiskální politiky v příštím roce znatelně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,5 procentního bodu.

V **roce 2016** lze očekávat snížení deficitu vládního sektoru na 1,5 % HDP zejména v důsledku pokračujícího hospodářského růstu. Vládní investice meziročně poklesnou 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 klesl na zhruba 0,2 % HDP. V letošním i příštím roce se znatelně zvýší a v letech 2015 a 2016 viditelně překročí hodnoty střednědobého cíle ve výši 1 % HDP.

Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede v příštích dvou letech ke stabilizaci **poměru vládního zadlužení k HDP** na úrovni, jež je očekávána pro letošní rok, tj. kolem 44 %. V tom se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí projeví pokračující zapojování státních finančních aktiv do řízení dluhu a zřetelný růst nominálního HDP.

¹¹ Ke zvýšení mzdových tarifů zaměstnanců placených ze státního rozpočtu dojde již od listopadu 2014.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé předpovědi až do začátku roku 2016 snižuje z důvodu nižšího výhledu čisté inflace, poté leží mírně výše. Růst HDP je v letošním a příštím roce přehodnocen směrem dolů, a to zejména v důsledku sníženého výhledu zahraniční poptávky, pro rok 2016 se nemění. Dílčí dopad na prognózu ekonomické aktivity má i přechod na novou metodiku národních účtů ESA 2010, který však výrazněji ovlivňuje úroveň HDP než jeho dynamiku. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá níže z důvodu pozvolnějšího zvyšování inflace a méně výrazného ekonomického růstu v letošním i v příštím roce. Trajektorie úrokových sazeb odráží zejména více protiinflační působení zahraničí a s tím související posun předpokládaného ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky v prognóze do vzdálenějšího horizontu.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se až do počátku roku 2016 pohybuje oproti minulé predikci na znatelně nižších hodnotách (Graf II.3.1). Příčinou je snížený výhled čisté inflace odrážející přehodnocení cen zahraničních výrobců výrazně směrem dolů a nižší budoucí dynamiku meziročního růstu mezd v podnikatelské sféře. Tyto faktory v rámci celkové inflace jen nepatrně kompenzuje vyšší růst regulovaných cen a lehce slabší kurz ve třetím čtvrtletí 2014. V delším horizontu se prognóza posouvá mírně výše vlivem pozdějšího opuštění režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky, mírně vyššího růstu regulovaných cen a částečně také rychlejšího růstu zahraniční poptávky. Předpoklady ohledně dopadů změn nepřímých daní zůstávají v souladu s minulou prognózou, a proto je výhled **měnověpolitické inflace** přehodnocen obdobně jako u celkové inflace.

Výhled **regulovaných cen** se oproti minulé prognóze změnil jen nepatrně, když méně výrazný pokles cen elektrické energie pro domácnosti v příštím roce je kompenzován nižší dynamikou cen plynu. V roce 2016 se výhled růstu regulovaných cen posouvá mírně výše vlivem vyššího předpokládaného růstu cen plynu v návaznosti na růst tržních výhledů cen jeho komoditní složky.

Meziroční **čistá inflace** se oproti minulé prognóze snižuje ve větší prognostického horizontu (Graf II.3.2). V rámci čisté inflace dojde krátkodobě k výraznějšímu útlumu dynamiky cen potravin v reakci na očekávaný prohlubující se pokles cen zemědělských výrobců, zatímco minulé prognóza předpokládala obnovení mírného cenového růstu v tomto odvětví. V celém příštím roce bude nižší čistá inflace odrážet silnější protiinflační tlaky ze zahraničí a utlumenější vývoj mezd. To se odrazí zejména na pomalejším nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot. Teprve během prvního pololetí 2016 se čistá inflace posouvá nad minulou prognózu, částečně i vlivem předpokládaného déletrvajícího používání kurzu koruny jako nástroje měnové politiky.

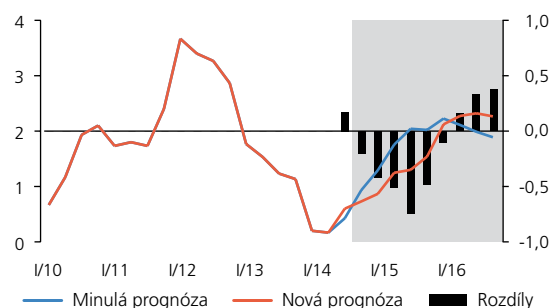
U **zahraničních předpokladů** byl oproti minulé prognóze výrazně snížen výhled cen výrobců v efektivní eurozóně v letošním a příštím roce, když se v něm silněji promítá dlouhodobý útlum ekonomické

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se do začátku roku 2016 posouvá znatelně níže

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

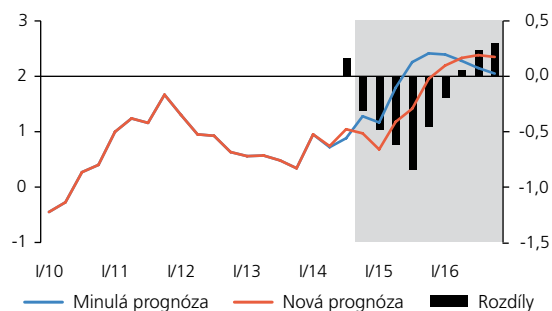


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Prognóza čisté inflace je přehodnocena na nižší hladinu až do počátku roku 2016

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



aktivity spolu s poklesem cen energií i zemědělských komodit na zahraničních trzích. Také výhled růstu zahraniční poptávky se pro oba uvedené roky zřetelně snižuje na mírná, i když stále kladná, tempa. Výhled sazeb 3M EURIBOR se posunul na nižší hladinu a jeho trajektorie na prognóze je výrazně plošší, což odráží nedávné kroky ECB vedoucí k dalšímu uvolnění měnové politiky.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se na přelomu let 2015 a 2016 posouvá níže (Graf II.3.3) v souvislosti s tím, že nová prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky až do prvního čtvrtletí 2016, zatímco v minulé prognóze to bylo do třetího čtvrtletí 2015. Důvodem potřeby dlouhodoběji uvolněných měnových podmínek je zejména snížený výhled zahraničních výrobních cen a zahraničních úrokových sazeb. Tempo zvyšování domácích úrokových sazeb po opuštění kurzového závazku je pak obdobné jako v minulé prognóze.

Kurz koruny k euru zůstává ve výhledu na nejbližších několik čtvrtletí beze změny ve srovnání s předpoklady minulé prognózy na úrovni 27,4 CZK/EUR. Prognóza však předpokládá setrvání v režimu používání kurzu až do prvního čtvrtletí 2016, tedy déle oproti minulé predikci.

Údaje za druhé čtvrtletí 2014 znamenají nižší růst **hrubého domácího produktu**, než předpokládala minulé predikce. Důvodem je nižší pozorovaná skutečnost u hrubé tvorby kapitálu a čistého vývozu. V opačném směru působil nepatrně vyšší růst spotřeby domácností a vlády. Pro letošní rok je prognózován nižší růst HDP o 0,5 procentního bodu. K pomalejšímu ekonomickému růstu povedou nižší příspěvky spotřeby domácností (vliv nižší dynamiky mezd) a čistého vývozu v důsledku pomalejšího růstu v efektivní eurozóně. V roce 2015 se prognóza růstu HDP taktéž snižuje o 0,5 procentního bodu, zejména v důsledku slabší dynamiky zahraniční poptávky (Graf II.3.4). Výhled HDP na rok 2016 zůstává celkově nezměněn, ve struktuře růstu však dojde k mírně vyššímu příspěvku vládní spotřeby, který bude přibližně kompenzován nižším růstem čistého vývozu. Přechod ČSÚ na metodu ESA 2010 implikuje oproti minulé prognóze hladší průběh HDP, když jednorázové efekty související s předzásobením výrobců a prodejců cigaret před zvyšováním spotřební daně již v reálném vývoji hrubé tvorby kapitálu nejsou patrné, blíže viz BOX 2.

BOX 2

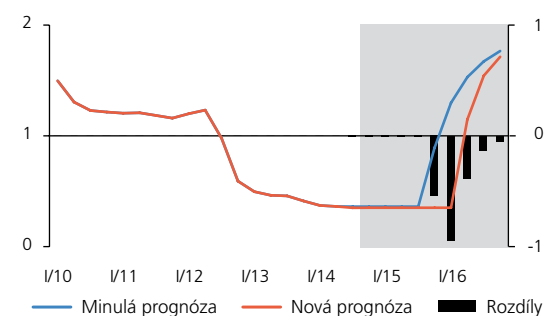
Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010

Počátkem října letošního roku ČSÚ zveřejnil **mimořádnou revizi národních účtů** v souvislosti s přechodem na nový evropský metodický standard ESA 2010, který vychází z celosvětového standardu SNA 2008. Nejvýznamnější změny se přitom týkají výdajů, které jsou považovány za investice do hrubého fixního kapitálu. V souladu s metodikou ESA 2010 tak nyní

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie úrokových sazeb se posouvá na přelomu let 2015 a 2016 níže při předpokládaném pozdějším návratu do standardního režimu měnové politiky (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

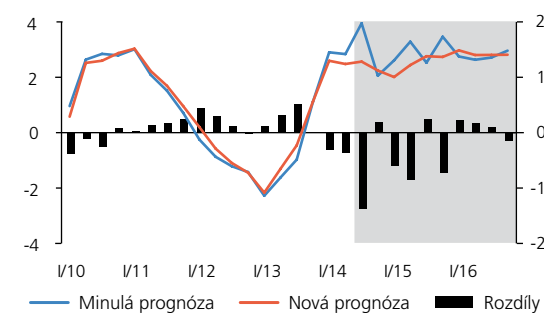


GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP se pro letošní a příští rok snižuje, pro rok 2016 se nemění

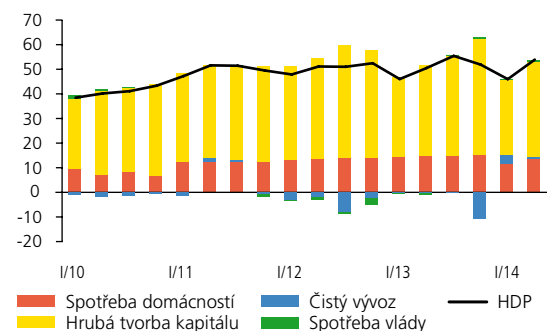
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF1 (Box)

REVIZE NOMINÁLNÍHO HDP

Úroveň HDP se v důsledku revize zvýšila o 40–50 mld. Kč
(rozdíl HDP před revizí a po revizi v mld. Kč, běžné ceny, sezonně neočištěno)



fixní investice zahrnují rovněž aktiva nižších pořizovacích hodnot s dobou použitelnosti nad jeden rok (typickým příkladem jsou počítače, telefony), vojenské výdaje do dlouhodobých aktiv a dále výdaje na výzkum a vývoj. Dále došlo ke změnám metodiky v oblasti neživotního pojištění. Kromě výše uvedené implementace ESA 2010 byly rovněž provedeny změny zdrojů a metod a spolu s tím pak i standardní každoroční revize národních účtů.

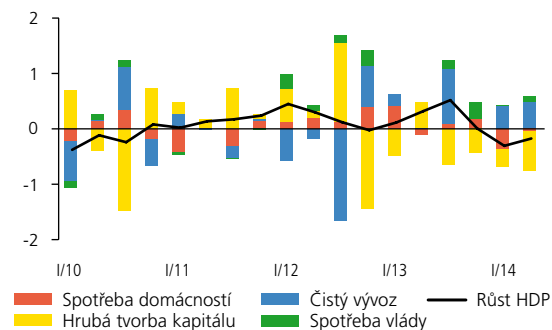
V důsledku výše uvedených změn došlo **k posunu úrovně jak nominálního, tak reálného HDP** směrem nahoru (Graf 1). Nejvýznamnější posun nastal u hrubé tvorby kapitálu, a to vlivem výše zmíněných metodických změn u investic; nejvýrazněji k tomuto posunu přispěla změna kapitalizace drobného majetku a zahrnutí výzkumu a vývoje do investic. K přehodnocení úrovně směrem nahoru došlo i u spotřeby domácností, a to jednak v důsledku nových metod odhadů u služeb pro bydlení (jiná metoda výpočtu imputovaného nájemného, zpřesnění počtu domů), jednak v menší míře vlivem změny metodiky v oblasti neživotního pojištění. Přehodnocení u ostatních výdajových složek je z dlouhodobějšího pohledu téměř zanedbatelné.

Na **dynamiku celkového reálného HDP** měla revize historických dat naopak jen relativně malý vliv (Graf 2). Meziroční růst reálného HDP byl od roku 2011 – s výjimkou prvních dvou čtvrtletí roku 2014 – revidován ve směru mírně vyšších hodnot. Přispěla k tomu zejména o něco rychlejší meziroční dynamika spotřeby domácností a spotřeby vlády, zatímco řádově větší revize hrubé tvorby kapitálu a čistého vývozu se v jednotlivých čtvrtletích zhruba vykompenzovaly. U meziroční dynamiky investic v reálném vyjádření se po revizi výrazně snížila volatilita této časové řady (na úkor zvýšené volatility deflátoru investic); již zde není vidět vliv předzásobenosti cigaretami v souvislosti se změnami spotřební daně.

GRAF 2 (Box)

REVIZE MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Revize meziroční dynamiky reálného HDP byla jen mírná
(meziroční změny v procentních bodech, stálé ceny, sezonně očištěno)



Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP byl ve druhém čtvrtletí 2014 ve srovnání s minulou prognózou více záporný. Na prognóze je pak oproti předchozí predikci méně kladný z důvodu pomalejšího růstu zahraniční poptávky v letošním a příštím roce. Nižší výhled zahraniční poptávky se zároveň projevuje ve snížení očekávané dynamiky vývozu a dovozu v nejbližších několika čtvrtletích, která však i tak zůstává výrazná.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře se na celém horizontu oproti minulé prognóze posouvá směrem dolů, a to i přes vyšší pozorovanou skutečnost na minulosti. Hlavním důvodem tohoto přehodnocení je pomalejší růst české ekonomiky a nižší inflace v letošním a příštím roce.

II.4 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu v posledních měsících nacházejí v těsné blízkosti cíle ČNB. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se snížil do nepatrně záporných hodnot, indikátor očekávané inflace se bez velkých změn pohybuje v kladných hodnotách. Analytici očekávají, že v letošním i příštím roce ekonomika poroste tempem 2,5 %. Kurz koruny by podle analytiků měl v ročním horizontu posílit do blízkosti hladiny 27 CZK/EUR. Výrazná většina analytiků očekává, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než v roce 2016. Všichni analytici předpokládali, že na listopadovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou 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 i tříletém horizontu se v posledních měsících pohybuje v těsné blízkosti 2 % cíle ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvávají mírně pod cílem (Tab. II.4.1).

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace**¹² se během třetího čtvrtletí 2014 – po téměř třech letech – posunul do nepatrně záporných hodnot (Graf II.4.1). To znamená, že domácnosti v průměru míní, že ceny během minulých 12 měsíců zůstaly zhruba stejné; poměrně významná skupina však vnímala pokles cen. Indikátor **očekávané inflace** se dlouhodobě pohybuje v kladných hodnotách. Po jeho přechodném mírném nárůstu v posledních dvou měsících roku 2013 (tj. po oznámení ČNB, že začala používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky) se na počátku letošního roku opět snížil a od té doby nevykazuje výraznější změny. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají v letošním roce růst HDP o 2,5 % (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). Stejně tempo by si ekonomika měla udržet i v příštím roce, růst mezd by však měl znatelně zrychlit. V ročním horizontu očekávají analytici posílení měnového kurzu koruny do blízkosti hladiny 27 CZK/EUR. Výrazná většina analytiků pod vlivem dosavadní komunikace ČNB očekává, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než v roce 2016; nová prognóza ČNB předpokládá provedení exitu ve druhém čtvrtletí 2016. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB všech třináct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

¹² Jedná se o kvalitativní hodnocení minulé inflace a očekávané budoucí inflace domácnostmi. Tyto ukazatele jsou sbírány v rámci European Commission Business and Consumer Survey, šetření je v České republice prováděno měsíčně na vzorku 1000 respondentů. Celkové indexy pocítované inflace a inflačních očekávání spotřebitelů jsou konstruovány jako bilance odpovědí. Blíže ke konstrukci těchto indikátorů viz BOX 2 v Zol červenec/2007.

Tab. II.4.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se pohybují v těsné blízkosti 2 % cíle ČNB

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

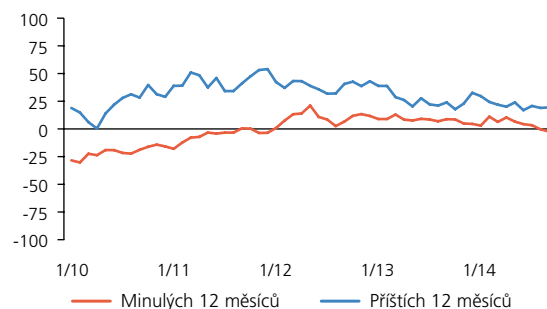
	6/14	7/14	8/14	9/14	10/14
IOFT:					
Index spotř. cen	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0
Reálný HDP v roce 2014	2,5	2,5	2,7	2,6	2,5
Reálný HDP v roce 2015	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5
Nominální mzdy v roce 2014	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6
Nominální mzdy v roce 2015	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,0	27,1	27,3	27,3	27,3
2T repo (v %)	0,12	0,07	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Podniky:					
Index spotř. cen	1,8			1,8	

Graf II.4.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Vnímaná inflace se ve třetím čtvrtletí letošního roku snížila, inflační očekávání byla stabilní

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.4.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že v letech 2014 a 2015 ekonomika poroste 2,5% tempem

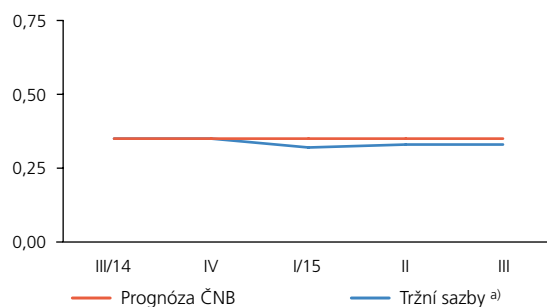
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	6/14	7/14	8/14	9/14	10/14
Reálný HDP v roce 2014	2,3	2,5	2,6	2,6	2,5
Reálný HDP v roce 2015	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5
Nominální mzdy v roce 2014	2,2	2,3	2,5	2,5	2,7
Nominální mzdy v roce 2015	3,2	3,4	3,3	3,3	3,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	26,9	27,0	27,0	27,2	27,1
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4

GRAF II.4.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

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



a) pro III/14 a IV/14 3M PRIBOR, pro I/15 až III/15 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 24. 10. 2014

V souhrnu tak analytici **v porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letech 2014 a 2015 stejný růst reálného HDP. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží mírně výše než v prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB.

Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich stabilitu minimálně v ročním horizontu, tj. aktuálně do konce třetího čtvrtletí 2015. To odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb v ročním horizontu a zachování premie na peněžním trhu poblíž aktuální výše. Na celém horizontu se tak tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Rozhodnutí ČNB z listopadu 2013 začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky přispělo k odvrácení hrozby deflace tažené nedostatečnou poptávkou a útlumem ekonomiky. Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 zvýšila a dosáhla průměrné meziroční hodnoty 0,6 %. Po očištění o dopady změn nepřímých daní vzrostla cenová hladina ve třetím čtvrtletí meziročně v průměru o 0,5 %. Inflace se tak nadále nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Oslabený kurz koruny se v inflaci prozatím promítl zejména prostřednictvím vyšších dovozních cen, současně však přispívá i k růstu domácí ekonomiky. Její předchozí dlouhodobé protiinflační působení tak – i díky uvolněným měnovým podmínkám – v dosavadním průběhu letošního roku rychle odeznělo a domácí ekonomika naopak začíná působit ve směru urychlování cenového růstu. To přispělo k nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot, která je po velmi dlouhé době zřetelně kladná. Na zvýšení inflace ve třetím čtvrtletí 2014 mělo podíl též zmírnění meziročního poklesu regulovaných cen.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

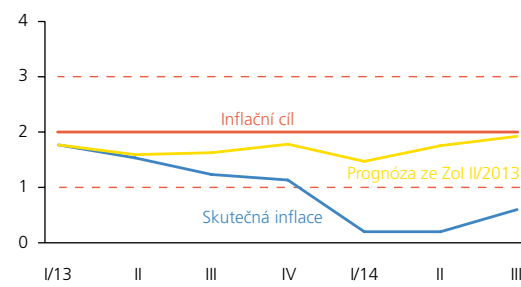
Celková i měnověpolitická inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 v průměru nacházely pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve třetím čtvrtletí 2014 je přitom nutné zkoumat období zhruba od ledna 2013 do června 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 srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci II/2013 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci II/2013 očekávala, že celková inflace se bude v letech 2013 a 2014 i přes významné dopady zvyšování nepřímých daní pohybovat mírně pod 2% cílem (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace se v roce 2013 měla nacházet poblíž dolní hranice tolerančního pásma v souvislosti s celkově utlumenou ekonomickou aktivitou, poté se měla pozvolna navracet směrem k cíli. Dovozní ceny měly působit proinflačně v souvislosti s předpokládaným stabilním růstem zahraničních cen, oslabením kurzu koruny vůči euru v první polovině roku 2013 a jeho následným pouze velmi pozvolným posilováním na horizontu prognózy. Naopak protiinflační tlaky z domácí ekonomiky měly odeznívat jen pozvolna a mírně směrem k růstu cen měly začít působit až v průběhu roku 2014. To spolu s uzavírající se mezerou marží mělo vést na horizontu měnové politiky k postupnému

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 nacházela výrazně pod prognózou ze Zol II/2013
(meziročně v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNOZY 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 II/2013	Skutečnost 3.čtvrtletí 2014	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,9	0,6	-1,3
z toho:			
regulované ceny	2,9	-2,2	-0,9
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,1	0,1	0,0
ceny potravin ^{b)}	1,4	1,6	0,1
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	0,5	0,5	0,0
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,7	0,8	-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 v souhrnu protiinflačně, resp. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek

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

		II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	0,3	0,5	1,2	1,5	1,5	1,6
	s	0,4	0,4	1,1	1,3	0,9	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1
	s	-0,1	-0,5	-1,2	-1,9	-1,6	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
	s	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,29	1,29	1,29	1,28	1,28	1,27
	s	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,32
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	105,4	104,4	103,4	102,4	101,6	100,6
	s	103,3	109,7	109,4	107,9	109,8	103,5

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol II/2013

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNOZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

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

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

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

přibližování celkové i měnověpolitické inflace k cíli. Prognóza předpokládala 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 v letošním roce se odchylka zvýšila. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce ve třetím čtvrtletí 2014 dosáhl 1,3 procentního bodu. Byl dán neočekávaným propadem regulovaných cen a pozvolnějším oživením korigované inflace bez pohonných hmot. Ceny potravin a pohonných hmot se vyvíjely přibližně v souladu s prognózou (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Zahraniční ekonomická aktivita se zpočátku od předpokladů prognózy příliš nelišila, až ke konci predikčního horizontu byla nižší. To samé platilo i pro zahraniční úrokové sazby (Tab. III.1.2). Dynamika výrobních cen v zahraničí se nacházela výrazně pod prognózou, když v celém období dosahovala záporných hodnot. Mírně vyšší oproti předpokladům prognózy byla pouze cena ropy. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci i úrokové sazby směrem dolů. Snížení sazeb však v realitě nemohlo nastat kvůli existenci nulové dolní meze, a zahraniční cenový vývoj se o to silněji promítal do nižší inflace.

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 v roce 2013 pohyboval na mírně slabších hodnotách v porovnání s prognózou – mimo jiné vlivem komunikace ČNB. Od listopadu 2013 se odchylka výrazně zvýšila v důsledku používání 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 zpočátku nižší. Vedle výrazné revize dat (včetně přechodu na ESA 2010) byl důvodem značný útlum domácí poptávky v reakci na nejistotu o budoucím vývoji, zejména pak pokles investic, který převážil nad vyšší než očekávanou spotřebou vlády. Od čtvrtého čtvrtletí 2013 se naopak vykazovaný růst HDP pohyboval nad prognózou, a to především díky růstu reálné spotřeby domácností i vlády a rostoucím reálným investicím. Vývoj reálné spotřeby domácností v roce 2013 překmitl do kladných růstových hodnot i přesto, že byl doprovázen neočekávaným zpomalením růstu nominálních mezd. Skutečný růst objemu dovozu a vývozu se pro rok 2013 nacházel poblíž prognózy, v roce 2014 stoupl s přispěním oslabeného kurzu koruny znatelně nad predikované hodnoty.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách i dalších nástrojích měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz buď jako mírně protiinflační, nebo jako vyrovnaná. S 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 ZOI IV/2013 v listopadu 2013. V souladu s vyzněním alternativního scénáře této prognózy byla zvolena hladina kurzového závazku 27 CZK/EUR. Ta se v první polovině roku 2014 nezměnila, bylo však prodlouženo období předpokládané platnosti tohoto závazku o jedno čtvrtletí do druhého čtvrtletí 2015 s tím, že není vyloučen ani další posun ukončení tohoto režimu (který pak byl skutečně deklarován v červenci 2014, kdy bankovní rada konstatovala, že k ukončení kurzového závazku nedojde dříve než v roce 2016).

V souhrnu lze s výhodou zpětného pohledu říci, že se naplnila větší část identifikovaných rizik, přičemž v součtu výrazně převažovala protiinflační rizika. Silnější domácí protiinflační faktory a klesající ceny 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 do inflace promítl zejména prostřednictvím vyšších dovozních cen, současně však přispívá i k růstu domácí ekonomiky. Její předchozí dlouhodobé protiinflační působení tak – i díky uvolněným měnovým podmínkám – v dosavadním průběhu letošního roku rychle odeznělo. Inflační cíl je v současné době sice výrazně podstřelován, ale listopadové rozhodnutí začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky významně přispělo k odvrácení hrozby deflace a s tím i celkové makroekonomické nestability. Bez tohoto opatření by celková inflace v první polovině letošního roku byla znatelně záporná. Celkově se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od ledna 2013 do června 2014 měla být ještě uvolněnější, resp. k uvolnění měnové politiky prostřednictvím oslabení kurzu mělo být přikročeno dříve a s ještě větší razancí.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve třetím čtvrtletí 2014 se **meziroční inflace**¹³ odpoutala od červnových nulových hodnot a zvýšila se na 0,7 % v září (Graf III.1.2). Přispěly k tomu zejména ceny potravin, které se po červnovém poklesu vrátily opět k růstu. Na nárůstu celkové inflace se podílela i zvyšující se korigovaná inflace bez pohonných hmot a zmírnění meziročního poklesu regulovaných cen. Naproti tomu ceny pohonných hmot rostly jen slabě a jejich příspěvek k meziroční inflaci byl stejně jako v předchozím čtvrtletí zanedbatelný.

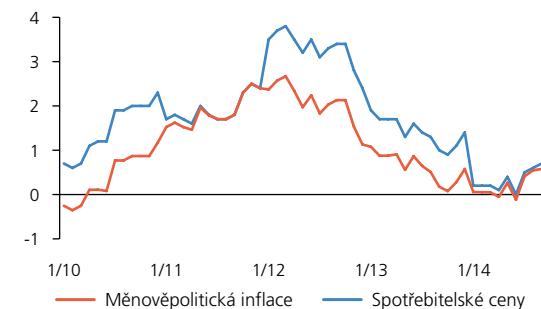
Ve **struktuře meziroční inflace** byl ve třetím čtvrtletí 2014 pokles regulovaných cen více než kompenzován růstem všech složek tržních cen (Graf III.1.3). Kladný příspěvek k inflaci měly jak ceny potravin, tak korigovaná inflace bez pohonných hmot, která po svém návratu do kladných hodnot dále pozvolně narůstá. Mírně na zvýšení cenové hladiny působily i změny nepřímých daní.

13 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.2

INFLACE

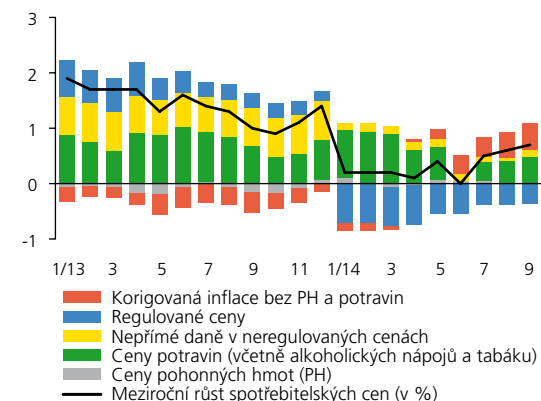
Meziroční inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 odpoutala od nulových hodnot
(meziročně v %)



GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

Meziroční pokles regulovaných cen byl více než kompenzován pokračujícím růstem tržních složek inflace
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

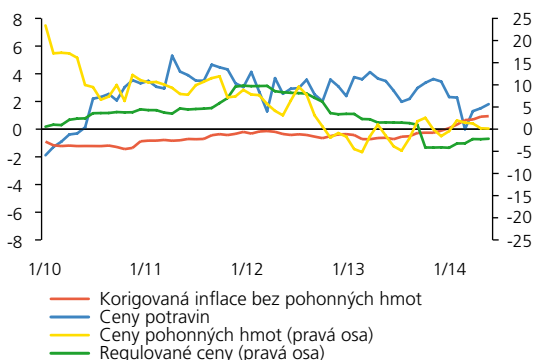


GRAF III.1.4

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Regulované ceny setrvaly ve třetím čtvrtletí 2014 v poklesu, obnovil se růst cen potravin a korigovaná inflace bez PH se dále zvyšovala

(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)

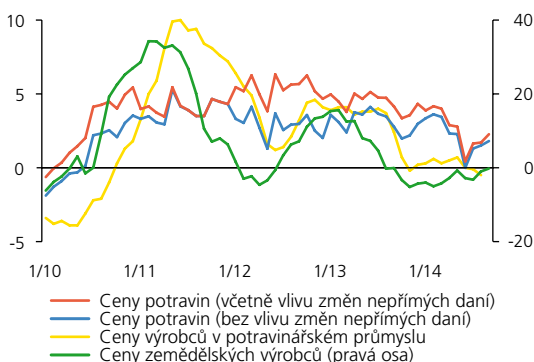


GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Ceny potravin se vrátily k mírnému růstu

(meziroční změny v %)

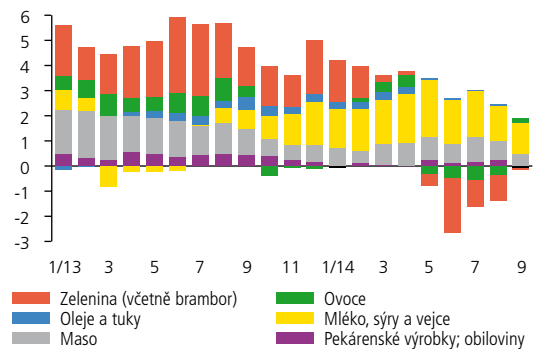


GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN

Odezněl pokles cen zeleniny a ovoce, naproti tomu se zmírnil růst cen mléčných výrobků a vajec

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %)



Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu cen ve třetím čtvrtletí 2014 činil 0,1 procentního bodu a souvisel výlučně s harmonizačními úpravami spotřební daně na cigarety a tabák. Dopad tohoto zvýšení spotřební daně do cen je přitom rozložen v čase vlivem výrazného předzásobení prodejců tabákovými výrobky.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, se v červenci vrátila do kladných hodnot a v dalších měsících pokračovala v mírném růstu. V průměru za třetí čtvrtletí letošního roku dosáhla 0,5 %, a nadále se tak nacházela pod dolní hranici tolerančního pásma cíle ČNB.

Ve druhém čtvrtletí 2014 pokračovaly **regulované ceny** v meziročním poklesu způsobeném skokovým propadem ze začátku letošního roku. Oproti předchozímu čtvrtletí se ale jejich meziroční pokles zmírnil (z -3,2 % v červnu na -2,2 % v září; Graf III.1.4). 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. Tento pokles byl postupně částečně kompenzován ostatními položkami regulovaných cen: v oblasti zdravotnictví k tomu přispělo zvýšení cen léků a lázeňských pobytů, u cen plynu pro domácnosti vypršení platnosti slev z roku 2013. Následující text popisuje meziroční vývoj hlavních složek tržní inflace bez vlivu daňových změn.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, ve třetím čtvrtletí 2014 zrychlil (z 0,5 % v červnu na 1,2 % v září). K tomu přispěl zesilující růst tržních cen bez potravin a pohonných hmot. Zvýšení většiny tržních složek inflace nadále odráží působení oslabeného kurzu koruny a pokračujícího ekonomického růstu. Zmírnil se naopak meziroční růst cen pohonných hmot v souvislosti s poklesem světových cen benzínů a ropy.

Ceny potravin se po červnovém meziročním poklesu vrátily v červenci k růstu, který v následujících dvou měsících dále zrychlil a v září dosáhl 1,8 %. Ceny potravin tak byly v průběhu třetího čtvrtletí 2014 nejrychleji rostoucí složkou meziroční inflace. Jejich průměrný růst však byl ve srovnání s vývojem v posledních třech letech nadále umírněný, a to zejména vlivem déletrvajícího poklesu cen zemědělských výrobců (Graf III.1.5). K obnovení meziročního růstu cen potravin přispělo odeznění poklesu cen zeleniny a překmit dynamiky cen ovoce do kladných hodnot (Graf III.1.6). Zpomalil naopak růst cen mléčných výrobků a vajec.

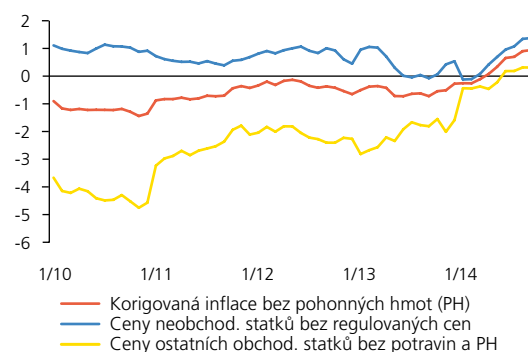
Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí 2014 dále zvýšila (z 0,7 % v červnu na 0,9 % v září; Graf III.1.7). Přispěly k tomu **ceny neobchodovatelných statků**¹⁴, které dále zrychlily svůj meziroční růst (z 1,0 % v červnu na 1,4 % v září). V jejich vývoji se odráželo zejména pokračující zřetelné oživení domácí ekonomické aktivity a trhu práce. Lehce zrychlil i růst **cen ostatních obchodovatelných statků** (z 0,2 % v červnu na 0,3 % v září), k jehož obnovení došlo v červnu po dlouhém období meziročního poklesu. V tomto vývoji se tak dále znatelně projevovalo oslabení měnového kurzu.

Růst **cen pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí letošního roku meziročně zmírnil (z 1,5 % v červnu na 0,1 % v září). Jejich vývoj odrážel výrazný pokles světových cen benzínu a ropy Brent, který byl jen částečně kompenzován oslabením kurzu koruny vůči USD.

GRAF III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se dále zvýšila s přispěním obou svých složek
(meziroční změny v %)

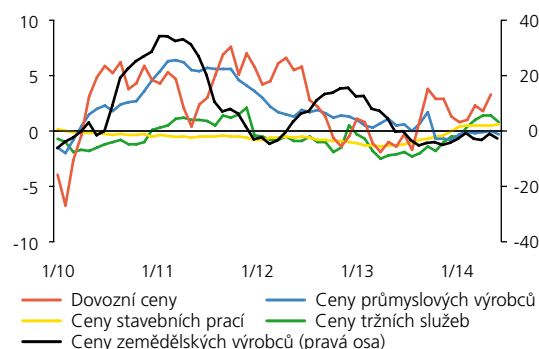


14 Tento segment zahrnuje především služby.

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

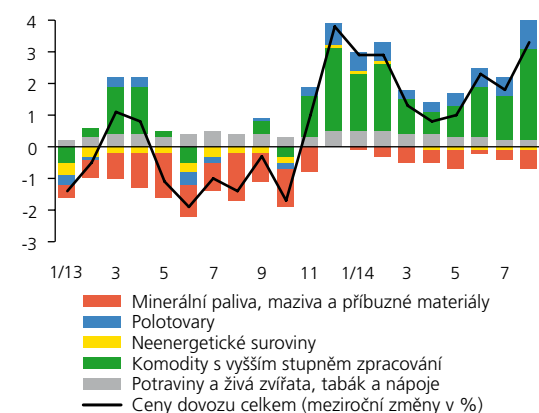
Růst dovozních cen zrychlil, v průmyslu ceny celkově slabě klesaly, ve stavebnictví a tržních službách pokračovaly v mírném růstu
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

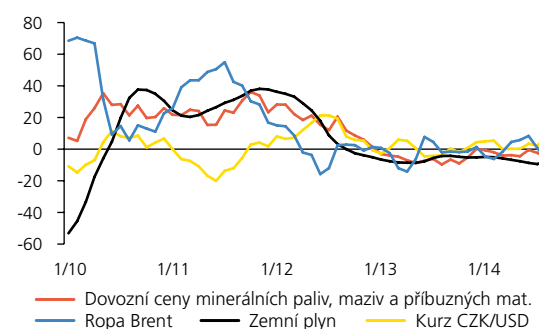
Na růstu dovozních cen se nadále nejvíce podílely komodity s vyšší přidanou hodnotou a polotovary
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

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



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Meziroční růst dovozních cen podle posledních údajů za srpen znatelně zrychlil. K této změně nejvíce přispělo zesílení růstu cen komodit s vyšším stupněm zpracování a polotovarů. Naopak dovozní ceny energetických a neenergetických surovin setrvaly v meziročním poklesu. Ceny průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí 2014 v průměru slabě meziročně klesaly. To bylo výsledkem pokračujícího propadu cen výrobců v odvětví energetiky i těžby a dobývání, který však byl téměř plně kompenzován růstem cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Ceny stavebních prací a tržních služeb pro podnikatelskou sféru pokračovaly v obnoveném mírném růstu. Ceny zemědělských výrobců nadále meziročně klesaly.

III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2014 celkově navázaly na trend zrychlujícího růstu, který je patrný od května letošního roku. Podle posledních údajů za srpen dovozní ceny celkově meziročně vzrostly o 3,3 % (Graf III.2.1). Jejich kolísavý vývoj v dosavadním průběhu roku 2014 byl přitom důsledkem zejména změn dynamiky dovozních cen komodit s vyšší přidanou hodnotou, polotovarů a energetických surovin.

Ve struktuře byl meziroční růst dovozních cen nadále dominantně tažen vývojem cen ve skupině **komodit s vyšším stupněm zpracování** (Graf III.2.2). V rámci této skupiny došlo v srpnu ke zřetelnému zrychlení meziročního růstu dovozních cen jak u strojů a dopravních prostředků, tak průmyslového spotřebního zboží (na 5,4 %, resp. 3,3 %). V první jmenované skupině byl současně vývoj dovozních cen nadále značně diferencovaný.¹⁵

Dovozní ceny **polotovarů**, které se také znatelně podílely na meziročním růstu dovozních cen ve sledovaném období, rovněž dále zrychlily svůj meziroční růst (na 5,1 % v srpnu; Tab. III.2.1). Podobně se vyvíjely i dovozní ceny chemikálií a příbuzných výrobků, jejich růst byl ale mírnější. Dovozní ceny **potravin a živých zvířat** naopak rostly v červenci a srpnu v průměru již znatelně pomaleji než v předchozím čtvrtletí (o 3,9 % v srpnu), a to v souvislosti s poklesem světových cen zemědělských komodit a zákazem dovozu vybraných potravin do Ruska.

Na druhé straně dovozní ceny energetických a neenergetických surovin pokračovaly v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu. Ve skupině **neenergetických surovin** klesaly dovozní ceny v průměru ve větší míře než v předchozím čtvrtletí; podle posledních srpnových údajů jejich meziroční pokles dosáhl 5,2 %. Prohloubil se i pokles dovozních cen **minerálních paliv** (na 4,6 % v srpnu)

¹⁵ V rámci této dovozní skupiny rostly v srpnu nejrychleji dovozní ceny elektrických zařízení, přístrojů a spotřebičů (o 8,4 %) a strojů a zařízení všeobecně užívaného v průmyslu (o 6,8 %), zatímco ve skupině silničních vozidel byl jejich růst mírný (1,5 %).

v souvislosti s pokračujícím snižováním světových cen plynu. Ke snížení dovozních cen v této skupině přispělo též výrazné oslabení meziročního růstu světových cen ropy v červenci a jejich následný pokles v srpnu. Naopak světové ceny uhlí v srpnu vzrostly¹⁶ a proti poklesu korunových cen minerálních paliv působil i oslabený kurz CZK/USD (Graf III.2.3).

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

V průběhu třetího čtvrtletí 2014 **ceny průmyslových výrobců** s výjimkou srpnové stagnace nadále slabě klesaly. V září přitom jejich meziroční pokles dosáhl 0,3 % (Graf III.2.4).

Pohled do **struktury vývoje cen** průmyslových výrobců ukazuje, že jejich celkově nevýrazný pokles na konci třetího čtvrtletí letošního roku byl výsledkem souběhu trvalějšího propadu cen v odvětví těžby a výroby energií a pokračujícího růstu cen především ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.2.5). Vývoj v první jmenované skupině byl přitom nadále ovlivňován změnami na evropském trhu s uhlím a elektřinou.¹⁷ Tento faktor se promítal i do cen uhlí na domácím trhu, které ve třetím čtvrtletí setrvaly v meziročním poklesu. Ke snížení nákladů na výrobní vstupy některých výrobců přispěly též klesající světové ceny plynu, opětovné oslabení růstu světových cen ropy a jejich následný pokles, a v menší míře rovněž trvalý výrazný pokles dovozních cen neenergetických surovin. Vliv stále ještě zřetelně rostoucích dovozních cen potravin se ve vývoji cen výrobců potravinářského průmyslu ani ve třetím čtvrtletí letošního roku viditelně neprojevil, když byl převážen poklesem cen zemědělských výrobců. Naproti tomu pokračující meziroční růst cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu ve třetím čtvrtletí 2014 odrážel vliv oslabení kurzu koruny a oživení poptávky po jejich produkci.

Zatímco ve druhém čtvrtletí 2014 byl růst cen výrobců v odvětví koku a rafinerijských ropných produktů v rámci **jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu** jedním z nejrychlejších, ve třetím čtvrtletí 2014 prudce zvolnil a v září přešel v návaznosti na vývoj cen ropy do stagnace. Rovněž v potravinářském průmyslu se dynamika cen výrobců snížila, když po mírném růstu ve druhém čtvrtletí 2014 ceny přešly v následujícím čtvrtletí do meziročního poklesu (o 0,8 % v září), zejména vlivem cen vstupů rostlinného původu. Naopak v odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků rostly ceny výrobců ve třetím čtvrtletí již poměrně rychle (v září o 3,7 %), což bylo pravděpodobně i důsledkem zesilujícího růstu cen dovážených polotovarů. V ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, zahrnujících produkty s vyšší přidanou hodnotou, ceny celkově mírně rostly. V souhrnu se přitom jejich meziroční tempo ve třetím čtvrtletí 2014 oproti předchozímu čtvrtletí téměř nezměnilo a v září dosáhlo 2 %.

¹⁶ Po dvouletém meziročním poklesu se oživení růstu světových cen uhlí zatím v domácích cenách neprojevovalo.

¹⁷ Blíže viz BOX 4, Zpráva o inflaci IV/2013.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Dovozní ceny rostly v převážené většině skupin, avšak ceny energetických a neenergetických surovin klesaly

(meziroční změny v %)

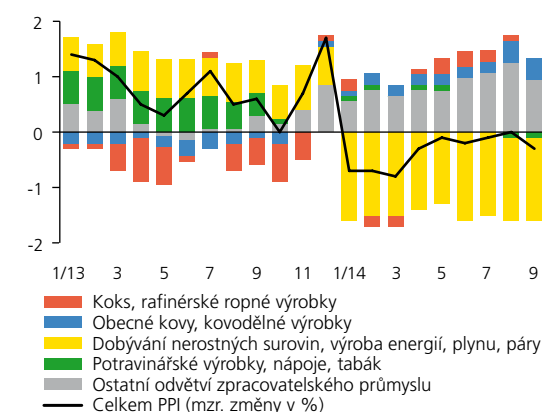
	5/14	6/14	7/14	8/14
DOVOZ CELKEM	1,0	2,3	1,8	3,3
z toho:				
potraviny a živá zvířata	4,8	5,2	3,5	3,9
nápoje a tabák	2,7	2,7	1,1	2,7
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-5,3	-5,0	-5,8	-5,2
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-4,5	-0,5	-2,4	-4,6
živočišné a rostlinné oleje	-7,7	-7,2	-10,2	-7,6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

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ

Ve třetím čtvrtletí 2014 ceny průmyslových výrobců slabě klesaly či stagnovaly, ve zpracovatelském průmyslu však rostly

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

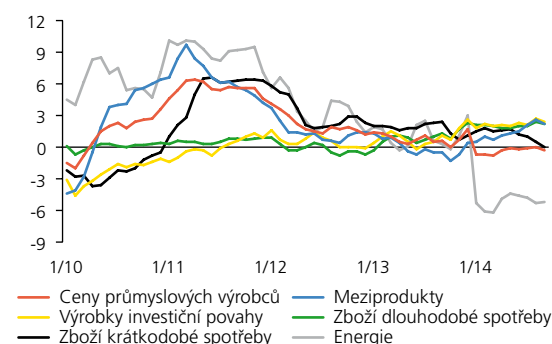


Graf III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLVÝCH SKUPIN

Nevýrazný pokles cen průmyslových výrobců byl důsledkem propadu cen výrobců energií, zatímco ceny v ostatních skupinách převážně rostly

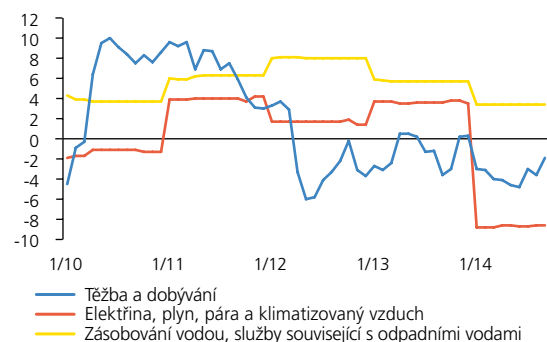
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.6

CENY ENERGIÍ A SLUŽEB SOUVISEJÍCÍCH S VODOU

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



V odvětví **těžby a dobývání** přetrvával i ve třetím čtvrtletí 2014 meziroční pokles cen. V porovnání s předchozím čtvrtletím byl ale mírnější, když v září dosáhl 1,9 %. Klesající ceny výrobců v tomto odvětví následně přispívaly ke snížení výrobních cen v **odvětví elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch**, kde se propad cen od počátku roku 2014 pohybuje na hodnotě dosahující téměř -9 % (v září -8,6 %; Graf III.2.6). Na druhé straně v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami, jejichž činnost a zdroje jsou obtížně zastupitelné, pokračoval i v září stabilní meziroční růst cen (o 3,4 %).

Ceny zemědělských výrobců

Ve třetím čtvrtletí 2014 pokračoval již rok trvající meziroční pokles **cen zemědělských výrobců**, přičemž nezaznamenal výraznou změnu oproti předchozímu čtvrtletí (Graf III.2.7). Podle posledních údajů dosáhl v září -2,7 %, což bylo jen nepatrně méně než v červnu. Ve struktuře byly ale patrné zřetelnější změny v dynamice cen hlavních složek. Ceny produktů rostlinné výroby stále ještě výrazně meziročně klesaly, avšak mírněji než v předchozím čtvrtletí (v září o 7,2 %). Přispěl k tomu vývoj cen obilovin, neboť u většiny ostatních položek rostlinné výroby se meziroční pokles cen prohloubil.¹⁸ Na druhé straně výrazně zpomalil déletrvající meziroční růst cen živočišných produktů (z 8,6 % v červnu na 3,4 % v září). Přesto ceny některých živočišných komodit nadále výrazně rostly, především u mléka a vajec.

Klíčovým **faktorem** poklesu cen zemědělských výrobců trvajícího od druhé poloviny roku 2013 byla nadprůměrně příznivá sklizeň v loňském roce, a to jak v ČR, tak i v zahraničí. Její vliv částečně kompenzovalo meziroční oslabení kurzu koruny v závěru roku 2013. V první polovině letošního roku se pokles cen zemědělských komodit zmírnil, na čemž se podílely krátkodobé proinflačně působící faktory, jako byla extrémně tuhá zima v USA a nestabilní geopolitická situace na Ukrajině. Jejich dočasný vliv byl však v polovině roku 2014 postupně převážen zlepšujícím se výhledem sklizně v letošním roce, který však zatím ovlivnil domácí ceny zemědělských výrobců pouze částečně. Na růstu cen živočišné výroby se významně podílely ceny mléka, na jejichž zvýšení měla vliv rostoucí poptávka a výpadky produkce ve světě. Tento faktor v průběhu třetího čtvrtletí letošního roku postupně odezněl, ale prozatím se nestačil plně projevit v domácích cenách.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

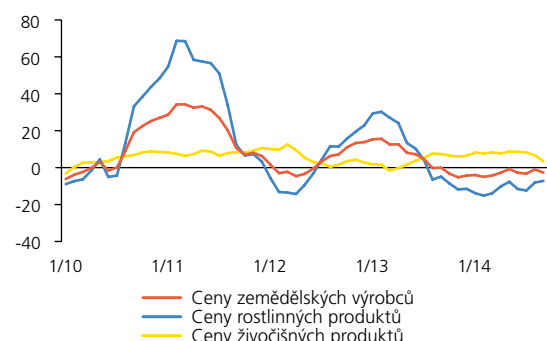
V podmínkách pozvolného oživení stavební produkce pokračoval ve třetím čtvrtletí 2014 obnovený mírný meziroční růst **cen stavebních prací** (Graf III.2.8). V září byl jen nepatrně vyšší než na konci předchozího čtvrtletí a dosáhl 0,6 %. Zároveň ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví pokračovaly v postupném zrychlování mírného meziročního růstu, který v září dosáhl 1,5 %.

18 Výrazně klesaly především ceny zeleniny, ovoce a olejnin.

GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Pokles cen produktů rostlinné výroby se zmírnil, zatímco růst cen produktů živočišné výroby zpomalil
(meziroční změny v %)

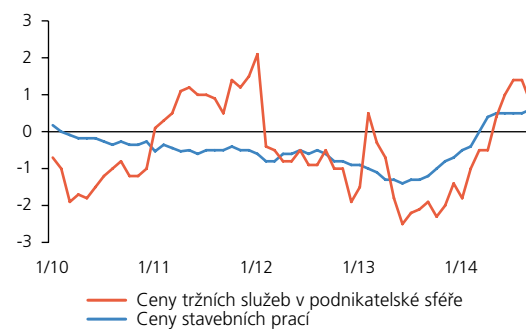


Meziroční růst **cen tržních služeb** pro podnikatelskou sféru v září zpomalil na 0,8 %. Za tímto celkově umírněným růstem se skrýval diferencovaný vývoj cen v jednotlivých odvětvích služeb, ve většině odvětví ale ceny rostly. Nejvíce se zvýšily ceny finančních služeb bez pojištění (meziročně v září o 7,2 %), u ostatních služeb byl jejich růst pozvolnější a nepřesáhl úroveň 3 %. Pouze v odvětví reklamních služeb a průzkumu trhu a služeb v oblasti pronájmu a operativního leasingu ceny nadále klesaly.

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací i tržních služeb pokračovaly v mírném růstu
(meziroční změny v %)

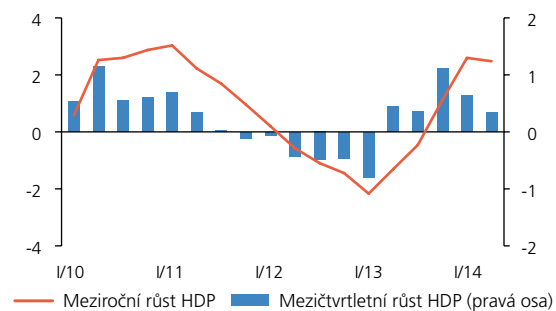


GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Ve druhém čtvrtletí 2014 meziroční růst HDP nepatrně zpomalil

(meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)

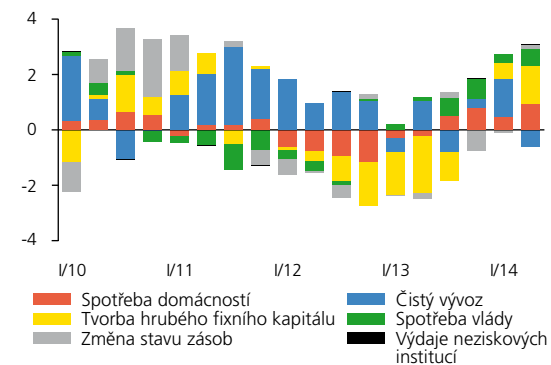


GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K meziročnímu růstu HDP ve druhém čtvrtletí 2014 přispěly všechny složky poptávky s výjimkou čistého vývozu

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)

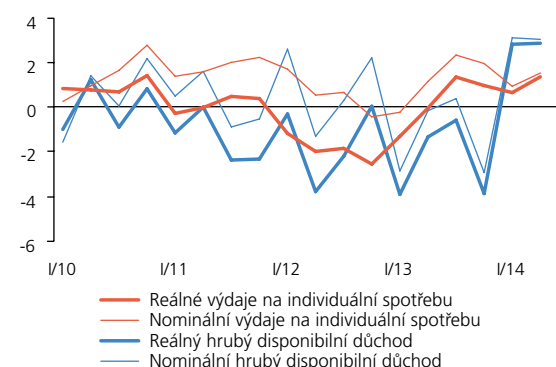


GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Ve druhém čtvrtletí 2014 pokračoval výrazný růst hrubého disponibilního důchodu

(meziroční změny v %, sezonně neočištěno)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí 2014 nepatrně zpomalil na 2,5 %. V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 0,3 %. Na dosaženém meziročním zvýšení produktu se podílely všechny složky domácí poptávky, naopak příspěvek čistého vývozu byl záporný. Na straně nabídky nejvíce podpořilo tvorbu produktu odvětví zpracovatelského průmyslu, avšak i ve většině ostatních odvětví přidaná hodnota rostla. Mezera výstupu se od druhé poloviny roku 2013 uzavírá.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst **domácí poptávky** ve druhém čtvrtletí 2014 znatelně zrychlil (na 3,3 %). Na jejím růstu se přitom podílely všechny její složky, nejvíce fixní investice, jejichž dynamika ve srovnání s předchozím čtvrtletím výrazně zrychlila (Graf III.3.2). Rovněž kladný příspěvek spotřeby domácností a spotřeby vlády se zvýšil. V menší míře se na meziročním růstu domácí poptávky podílela i tvorba zásob, která v předchozích dvou čtvrtletích klesala.

Konečná spotřeba

Reálné **výdaje domácností na konečnou spotřebu** pokračovaly ve druhém čtvrtletí 2014 v meziročním růstu trvajícím již čtvrté čtvrtletí v řadě. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl jejich meziroční růst o jeden procentní bod rychlejší a dosáhl 1,9 %.¹⁹ Ke zrychlení růstu spotřeby domácností došlo při pokračujícím zřetelném růstu reálného hrubého disponibilního důchodu, který byl nepatrně rychlejší než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.3).

Meziroční vývoj **hrubého nominálního disponibilního důchodu** byl tažen růstem objemu mezd a platů, který souvisel s rostoucí produktivitou a zvyšující se poptávkou po práci v podmínkách pokračujícího růstu ekonomiky.²⁰ Ve druhém čtvrtletí 2014 nominální hrubý disponibilní důchod meziročně vzrostl o 3,2 %. Jeho reálná kupní síla se pak při nízké inflaci²¹ meziročně zvýšila o 3 %.

Ve **struktuře** meziročního růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností dominovaly ve druhém čtvrtletí letošního roku opět mzdy a platy, které také představují jeho objemově největší složku (Graf III.3.4).²² V menší míře se pak podílely na růstu disponibilního důchodu také poměrně rychle rostoucí ostatní transfery (meziročně o 7,4 %) a sociální dávky (o 2,0 %). Příspěvek příjmů podnikatelů, zahrnující důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného

19 Podle sezonně očištěných údajů ČSÚ v nové metodice ESA 2010.

20 V meziročním mzdovém růstu se nadále projevoval i vliv daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013, viz kapitola III.4.

21 Měřeno deflátorem spotřeby domácností.

22 Podíl mezd a platů domácností na celkovém hrubém disponibilním důchodu ve druhém čtvrtletí 2014 činil 58 %.

důchodu, byl již druhé čtvrtletí v řadě kladný; v samotném druhém čtvrtletí 2014 byl ale poměrně nízký, když meziroční nárůst těchto příjmů dosáhl jen 1 %. Pouze důchody z vlastnictví ve druhém čtvrtletí meziročně klesaly.

Při rychlejšímu růstu hrubého nominálního disponibilního důchodu než spotřebních výdajů se ve druhém čtvrtletí 2014 zřetelně zvýšila **míra úspor domácností** a dosáhla téměř 11 % (Graf II.2.17). Současně dynamika spotřebitelských úvěrů zůstala umírněná (2,7 % v červnu), což svědčilo o slabém zájmu domácností o financování spotřeby z úvěrových zdrojů (viz kapitola III.5).

Výrazné zrychlení meziročního růstu spotřeby ve druhém čtvrtletí 2014 bylo doprovázeno dílčími změnami ve **struktuře vývoje spotřebních výdajů domácností**. Kladný příspěvek k meziroční dynamice přitom zaznamenaly všechny kategorie spotřeby, i když v různé míře (Graf III.3.5). Především byl pozorován opětovný nárůst výdajů na statky běžné spotřeby (tj. služby a statky krátkodobé spotřeby),²³ jejichž spotřebu domácnosti nejvíce snižovaly v předchozím období převážně klesajícího reálného disponibilního důchodu. Zároveň domácnosti poměrně výrazně zvýšily své výdaje na statky dlouhodobé spotřeby (meziročně o 6,2 %), zatímco růst výdajů na statky střednědobé spotřeby se znatelně zmírnil.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** pokračoval v červenci a srpnu 2014 meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb, i když oproti předchozímu období mírnějším tempem. Bylo to patrné nejen z rychle rostoucích tržeb v motoristickém segmentu, ale i ve zbytku maloobchodu. V rámci nemotoristického segmentu zrychlil meziroční růst tržeb²⁴ za prodej nepotravinářského zboží, naopak tržby za potravinářské zboží a za pohonné hmoty překmitly do poklesu. Indikátor spotřebitelské důvěry se po poklesu v předchozích dvou měsících v říjnu opět zvýšil, zejména v souvislosti se zlepšeným vnímáním finanční situace a zaměstnanosti v následujících dvanácti měsících (Graf III.3.6).

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve druhém čtvrtletí 2014 výrazně zrychlily svůj meziroční růst z předchozího čtvrtletí, a to na 3 %.

Investice

V podmínkách pokračujícího oživení hospodářské aktivity zrychlil meziroční růst **fixních investic** ve druhém čtvrtletí 2014 na výrazných 5,7 %²⁵ (Graf III.3.7). V mezičtvrtletním srovnání rostly fixní investice také rychleji než v předchozím čtvrtletí (o 1,4 %).

23 Tyto výdaje tvoří 86 % všech spotřebních výdajů domácností.

24 Podle sezonně neočištěných údajů.

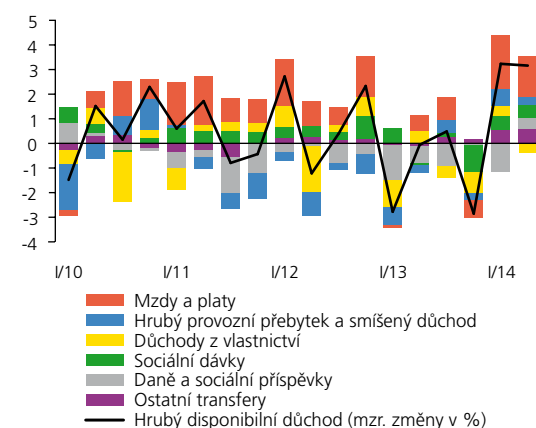
25 Podle sezonně očištěných údajů. Dle sezonně neočištěných údajů, na nichž jsou založeny Grafy III.3.7 a III.3.8, jejich růst činil 5,6 %.

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Na pokračujícím růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu se podílela většina složek příjmů

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

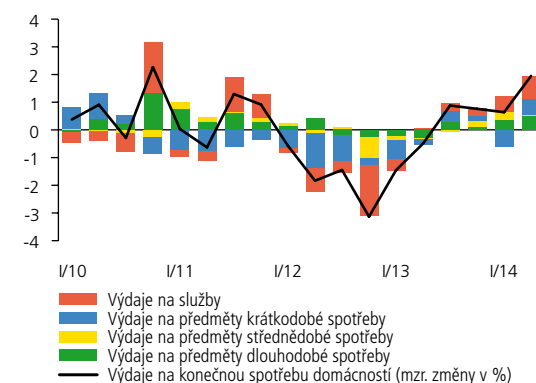


GRAF III.3.5

STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

Ve druhém čtvrtletí 2014 rostla spotřeba ve všech kategoriích, nejvíce ve službách

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

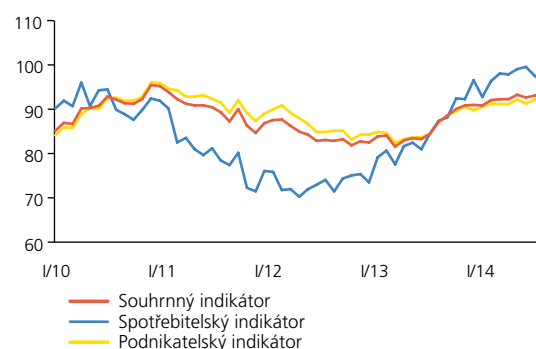


GRAF III.3.6

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů se po poklesu v předchozích dvou měsících vrátila v říjnu na vyšší úroveň

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)

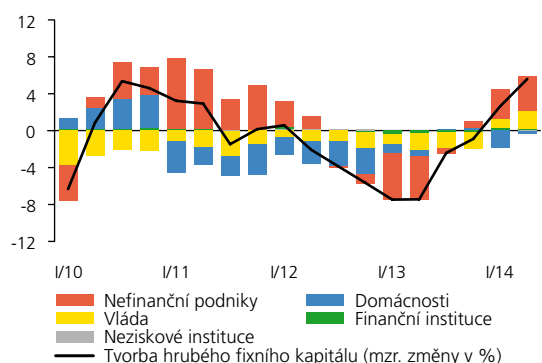


GRAF III.3.7

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Pokračující růst fixních investic byl nadále tažen sektorem nefinančních podniků a nově i vládou

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



Podobně jako v předchozích třech čtvrtletích bylo pokračující oživení investiční aktivity ve druhém čtvrtletí 2014 taženo převážně sektorem **nefinančních podniků** (Graf III.3.7). Rychlý meziroční růst fixních investic v tomto sektoru (o 10,7 %) souvisel zejména s výrazným nárůstem investic do strojů a zařízení. Nefinanční podniky se pravděpodobně podílely i na zvýšení investic do ostatních budov a staveb, dopravních prostředků a nehmotných fixních aktiv v tomto období (Graf III.3.8). Pokračující růst investic v sektoru nefinančních podniků tak lze nadále vnímat jako odraz jejich pozitivního náhledu na budoucí vývoj poptávky. Tento názor podporují poslední výsledky konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ze září, podle kterých očekávají nefinanční podniky růst investic v horizontu šesti i dvanácti měsíců.²⁶

Celkový růst investic podpořily ve druhém čtvrtletí 2014 ve zvýšené míře také investice **sektoru vlády**, které po čtyřech letech poklesu překmitly v předchozím čtvrtletí do meziročního růstu (Graf III.3.7). Výrazný nárůst investic vlády v prvním a druhém čtvrtletí letošního roku (meziročně o 4,4 %, resp. 20 %) byl především výsledkem zvýšeného úsilí o urychlené dočerpávání zdrojů z evropských fondů. Realizace těchto investic byla založena vypsáním veřejných zakázek od začátku roku 2013, které se začaly uskutečňovat v roce 2014.

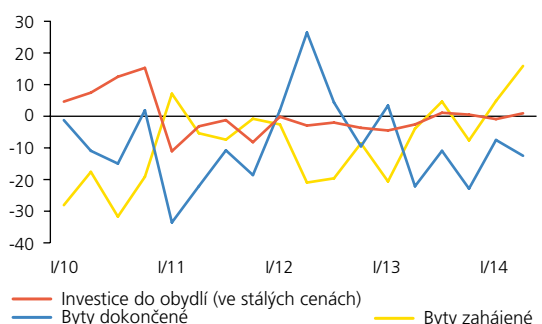
V **sektoru domácností** se ve druhém čtvrtletí 2014 pokles investic výrazně zmírnil (meziročně na 2 %). Ve vývoji investic do obydlí, které jsou významnou složkou celkových fixních investic domácností, byl přitom ve druhém čtvrtletí zaznamenán opětovný mírný nárůst po poklesu v předchozím čtvrtletí (meziročně o 0,9 %; Graf III.3.9). Předstihové indikátory nadále naznačují pozvolné zlepšování vývoje investic domácností do obydlí. Hlavním faktorem zůstává důvěra domácností v budoucí vývoj ekonomiky, zaměstnanosti a mezd, která se s pokračujícím růstem ekonomiky zlepšuje. Podmínky financování investic do obydlí přitom zůstávají příznivé. Zřetelný meziroční nárůst počtu zahájených bytů ve druhém čtvrtletí letošního roku o téměř 16 % indikuje zlepšení náhledu developerů na budoucí vývoj poptávky domácností po investicích do bydlení.

GRAF III.3.9

INVESTICE DO OBYDLÍ

Počet zahájených staveb bytů se ve druhém čtvrtletí 2014 výrazně zvýšil

(meziroční změny v %)



Příspěvek **změny stavu zásob** k meziročnímu vývoji HDP byl ve druhém čtvrtletí 2014 mírně kladný (0,2 procentního bodu; Graf III.3.2). K tomu přispělo jak obnovení zásob pro budoucí výrobu (suroviny, materiály, polotovary), tak i zvýšení zásob nedokončené výroby a hotových výrobků. Nárůst zásob ve všech těchto skupinách ve druhém čtvrtletí 2014 indikovalo konjunkturní šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích i statistická data ČSÚ o hospodaření nefinančních podniků.

²⁶ Ve zbývajících částech letošního roku se zejména očekává další nárůst investiční aktivity z důvodu výstavby LTE sítí trojicí největších mobilních operátorů.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve druhém čtvrtletí 2014 se **čistý vývoz zboží a služeb**²⁷ po dvou čtvrtletích růstu v řadě snížil. Přebytek čistého vývozu meziročně poklesl o 5,1 mld. Kč a snížil se i v mezičtvrtletním srovnání (o necelých 7 mld. Kč; Graf III.3.10). K meziročnímu poklesu čistého vývozu přispěla hlavně obchodní bilance, jejíž přebytek se na rozdíl od předchozího čtvrtletí, kdy zaznamenal poměrně rychlý růst, znatelně snížil. Stejně jako v prvním čtvrtletí 2014 se nepatrně snížil i přebytek bilance služeb. Za těchto okolností byl příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí záporný a dosáhl -0,6 procentního bodu (Graf III.3.2).

Meziroční pokles čistého vývozu byl spojen s předstihem růstu dovozu před růstem vývozu (o 1,6 procentního bodu), zatímco v předchozím čtvrtletí byla zaznamenána opačná relace ve prospěch vývozu (Graf III.3.11). **Celkový vývoz** meziročně vzrostl o 8,5 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím jeho dynamika zpomalila o 2,8 procentního bodu. Oslabení růstu celkového vývozu souviselo se zmírněním růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů, přičemž bylo spojeno pouze s vývozem zboží, neboť vývoz služeb ve srovnání s prvním čtvrtletím 2014 zrychlil.

Dynamika **celkového dovozu** se naproti tomu ve druhém čtvrtletí 2014 nezměnila, když stejně jako v předchozím čtvrtletí dovoz meziročně vzrostl o 10,2 %. K udržení tohoto rychlého tempa růstu dovozu ve druhém čtvrtletí 2014 přispěl – při zpomalení dynamiky dovozně náročného vývozu – zrychlující růst celkové domácí poptávky. Ten vedl hlavně ke zvyšování dovozu zboží pro investiční užití a v menší míře i ke zrychlenému růstu dovozu služeb. V souhrnu tak meziroční dynamika celkového obchodního obrátu ve druhém čtvrtletí 2014 mírně zpomalila, a to vlivem zvolnění růstu vývozu.

III.3.3 Nabídka

Vývoj **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách ve druhém čtvrtletí 2014 potvrdzoval pokračování obnoveného růstu z konce roku 2013 (Graf III.3.12). Jeho meziroční tempo dále zrychlilo, když ve srovnání s prvním čtvrtletím 2014 bylo vyšší o 0,2 procentního bodu a dosáhlo 3 %. V mezičtvrtletním srovnání rostla přidaná hodnota již páté čtvrtletí v řadě, přičemž v samotném druhém čtvrtletí 2014 její mezičtvrtletní růst dosáhl 0,5 %. Za tímto vývojem stála rostoucí zahraniční poptávka, jejíž dynamika však částečně zvolnila, spolu s růstem domácí poptávky, který naopak zesílil.

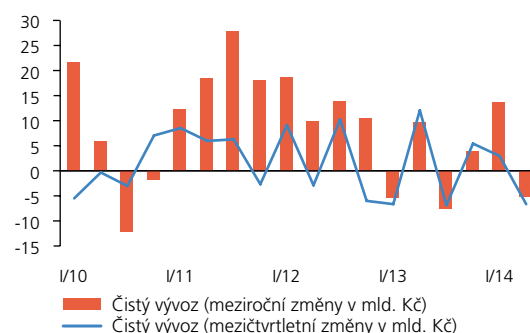
27 V cenách roku 2010, sezonně očištěno.

GRAF III.3.10

ČISTÝ VÝVOZ

Ve druhém čtvrtletí 2014 se čistý vývoz po dvou čtvrtletích růstu snížil

(sezonně očištěné údaje, stálé ceny)

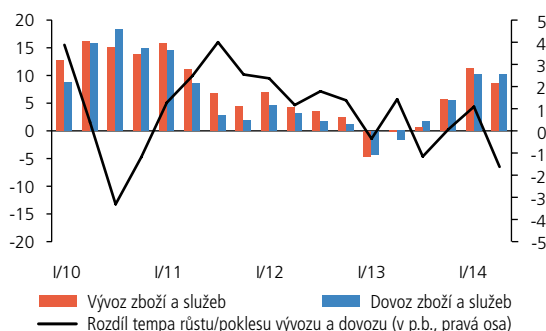


GRAF III.3.11

VÝVOZ A DOVOZ

Růst obchodního obrátu ve druhém čtvrtletí 2014 mírně zpomalil a byl zaznamenán předstih dynamiky dovozu před vývozem

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

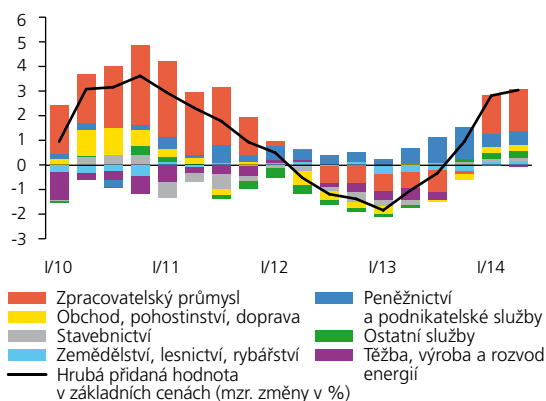


GRAF III.3.12

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Na růstu hrubé přidané hodnoty se ve druhém čtvrtletí 2014 nejvíce podílel zpracovatelský průmysl, rostla ale i většina ostatních odvětví

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

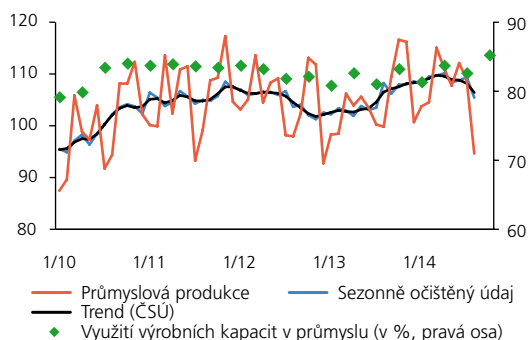


GRAF III.3.13

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Vývoj průmyslové produkce byl v červenci a srpnu významně ovlivněn nerovnoměrným čerpáním celozávodních dovolených v období prázdnin

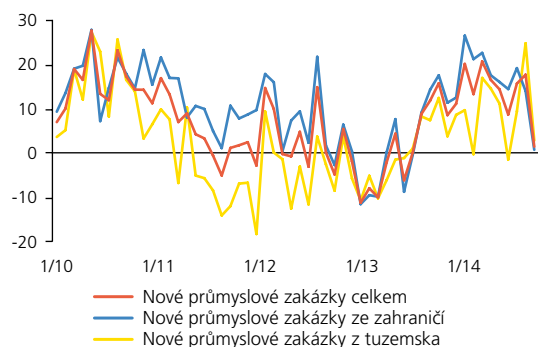
(bazický index, rok 2010=100)



GRAF III.3.14

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

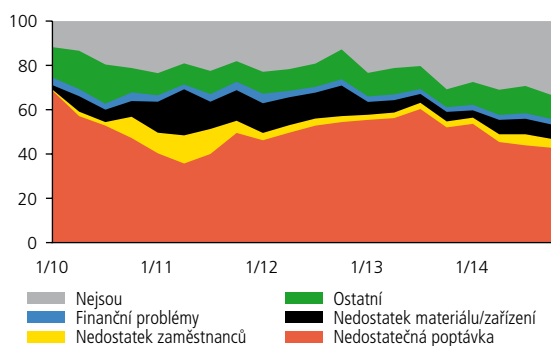
Růst nových průmyslových zakázek v srpnu zřetelně zpomalil (meziroční změny v %)



GRAF III.3.15

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

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



Promítání rostoucí poptávky do výkonů **jednotlivých odvětví** bylo nadále nejvíce patrné v odvětví průmyslu a v jeho rámci v odvětví zpracovatelského průmyslu, avšak i ve většině ostatních odvětví přidaná hodnota rostla (Graf III.3.12). Příspěvek odvětví průmyslu k celkovému meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty byl tak ve druhém čtvrtletí 2014 nejvyšší (1,7 procentního bodu). Záporný příspěvek k meziročnímu vývoji přidané hodnoty zaznamenala jen odvětví těžby, výroby a rozvodu energií a pojišťovnictví a peněžnictví.

Pokračující růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu ve druhém čtvrtletí 2014 korespondoval s údaji o vývoji **průmyslové produkce** (Graf III.3.13)²⁸, která meziročně reálně vzrostla o 5,7 %. Na jejím růstu se téměř výhradně podílela rychle rostoucí produkce ve **zpracovatelském průmyslu**, kde meziroční tempo růstu dosáhlo výrazných 7,2 %.²⁹ Z pohledu užití nejrychleji rostla produkce pro investice, jejíž meziroční růst dosáhl 8,3 %. Rychlý růst však zaznamenala i produkce pro dlouhodobou spotřebu a pro mezispotřebu (o 6,9 %, resp. 7,5 %). Pouze produkce pro krátkodobou spotřebu rostla jen mírným meziročním tempem (o 2,6 %). Růst produkce ve zpracovatelském průmyslu přitom měl poměrně plošný charakter, když se na něm podílela většina sledovaných odvětví (téměř 80 %).

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** byl vývoj průmyslové produkce v červenci a srpnu značně nerovnoměrný, přičemž v kumulaci za tyto dva měsíce její meziroční růst zpomalil na 1,7 % (Graf III.3.13).³⁰ Podle ČSÚ byly srpnové meziroční údaje významně ovlivněny rozdílným časováním celozávodních dovolených v období obou prázdninových měsíců v roce 2013 a 2014. Podobně se vyvíjely i celkové **tržby z průmyslové činnosti** v běžných cenách, když červencový rychlý růst byl v srpnu vystřídán poklesem (meziročně z 14,8 % v červenci na -1,5 % v srpnu). Pohled do struktury zároveň ukazuje, že k výraznému snížení dynamiky tržeb došlo v srpnu v obou segmentech tržeb, i když pouze tržby domácí³¹ v srpnu meziročně klesaly. Také dynamika **průmyslových zakázek** zaznamenala v srpnu zřetelný výkyv směrem dolů, když nové zakázky celkově meziročně vzrostly jen o 1,4 %. Přitom růst zahraničních zakázek byl ještě nižší, zatímco růst domácích zakázek byl rychlejší, avšak nepřesáhl úroveň 3 % (Graf III.3.14).

Nicméně podle říjnových výsledků konjunkturního šetření ČSÚ se v průmyslu snížil vliv **bariéry nedostatečné poptávky** a současně zvýšil podíl průmyslových podniků, které nejsou omežovány žádnou bariérou (Graf III.3.15). Zároveň se v říjnu zvýšilo **využití výrobních kapacit** oproti předchozímu šetření.

28 Podle sezonně očištěných údajů.

29 V odvětví těžby a dobývání produkce ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 0,8 % a v odvětví výroba a rozvod plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu se meziročně snížila (o 2,4 %).

30 Podle sezonně očištěných údajů průmyslová produkce v červenci meziročně vzrostla o 5,7 % a v srpnu poklesla o 2,6 %.

31 Domácí tržby zahrnují i nepřímý vývoz prostřednictvím neprůmyslových podniků.

Souhrnný příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl ve druhém čtvrtletí 2014 nadále kladný (1,1 procentního bodu). Na tomto výsledku se podílela všechna odvětví služeb s výjimkou finančních služeb. Přitom nejvýraznější příspěvek byl vytvořen v odvětví profesní, vědecké, technické a administrativní činnosti, kde meziroční růst přidané hodnoty dosáhl 5,9 %. Poslední srpnové údaje o vývoji tržeb v maloobchodě vyznívají nadále příznivě, přičemž jejich růst se týká motoristického i nemotoristického segmentu.

Ve **stavebnictví** růst přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně zrychlil na 2,5 % (Graf III.3.12). Přispělo k tomu především oživení produkce inženýrského stavitelství. Poslední dostupné měsíční údaje ČSÚ ukazují, že po poklesu v červenci, který byl ovlivněn vysokou srovnávací základnou loňského roku (v důsledku stavebních prací po povodních), stavební produkce v srpnu stagnovala. Rychlý dvouciferný růst nových zakázek ve stavebnictví podle konjunkturního šetření ČSÚ z druhého čtvrtletí 2014 ale naznačuje pokračování růstu stavebních prací v dalším období, avšak pouze v inženýrském stavitelství; v pozemním stavitelství nové zakázky klesají. Také orientační hodnota stavebních ohlášení a povolení se v srpnu celkově zvýšila (o 14,8 %), ačkoli jejich počet se snížil.

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu, vycházející z údajů za září, potvrzuje pokračování růstové tendence tohoto indikátoru z předchozího období v ČR. V Německu a v EU jako celku se naopak jeho dosavadní růstový trend v červnu zastavil a poté se indikátor důvěry pozvolna snižoval (Graf III.3.16). V září se tak hodnoty indikátoru ekonomického sentimentu pro ČR, Německo a EU výrazně sblížily.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

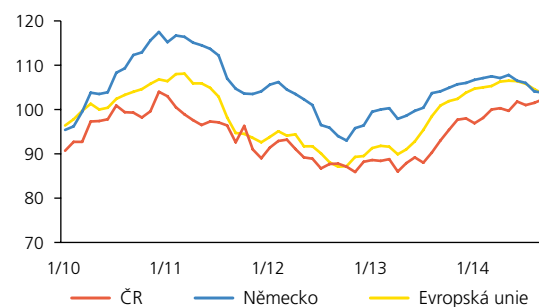
Ve druhém čtvrtletí 2014 se meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** nadále nacházelo nad 1% úrovní (Graf III.3.17). Zmírnění mezičtvrtletního růstu ekonomické aktivity pozorované ve druhém čtvrtletí 2014 pak vyústilo ve stagnaci mezery výstupu, která se tak stále nacházela ve významně záporných hodnotách (-2,5 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). V letošním a příštím roce tato metoda naznačuje nevýrazné zrychlování růstu potenciálního produktu těsně pod 2 %. Vývoj **jednotlivých faktorů vstupujících do produkční funkce** přitom ukazuje na prognóze na zvyšující se příspěvek produktivity při poměrně stabilním souhrnném příspěvku zaměstnanosti a kapitálu (Graf III.3.19). Mezera výstupu by se měla nadále postupně uzavírat, přičemž k nulové hodnotě se přiblíží na konci roku 2016.

GRAF III.3.16

EKONOMICKÝ SENTIMENT

Ekonomický sentiment v ČR se nadále zlepšuje, zatímco v Německu a EU od července klesá

(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)

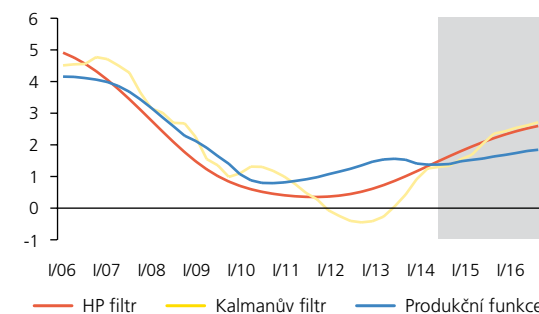


GRAF III.3.17

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu se ve druhém čtvrtletí 2014 dle všech metod nacházelo nad 1 %

(meziroční změny v %)

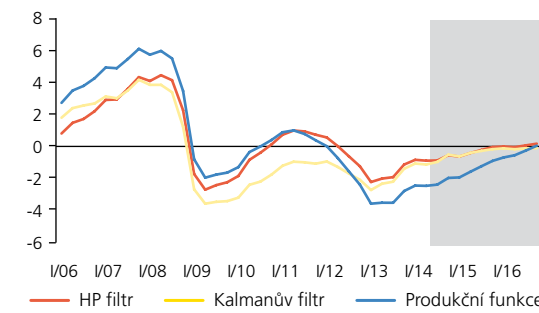


GRAF III.3.18

MEZERA VÝSTUPU

Mezera výstupu se postupně uzavírá ve všech použitých metodách

(v % z potenciálního produktu)

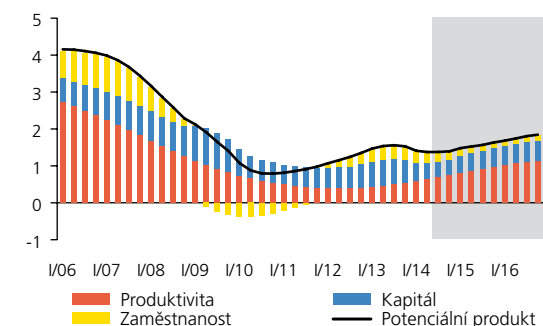


GRAF III.3.19

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

**Příspěvek produktivity se bude na horizontu prognózy
pozvolna zvyšovat**

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³² indikuje obdobné tempo růstu potenciálního produktu (1,3 % ve druhém čtvrtletí 2014) jako výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je podle této metody aktuálně méně záporná (o více než 1 procentní bod) a HP filtr naznačuje – při do budoucna rychlejším tempu růstu potenciálního produktu – její uzavření na přelomu let 2015 a 2016. Výpočet pomocí **Kalmanova filtru** ukazuje ve druhém čtvrtletí 2014 stejné meziroční tempo růstu potenciálního produktu jako HP filtr a podobný je i jeho vývoj na prognóze. V porovnání s propočtem Cobby-Douglasovy produkční funkce ukazuje také Kalmanův filtr v současnosti mírnější otevření mezery výstupu do záporných hodnot a zároveň její rychlejší přiblížení k nulové úrovni na horizontu prognózy.

32 V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient $\lambda = 1\,600$.

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i ve druhém čtvrtletí 2014 pozitivně ovlivňován pokračujícím růstem ekonomické aktivity. Růst celkové zaměstnanosti se sice zmírnil, nicméně růst počtu zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky dále meziročně zrychlil. Při mírném meziročním růstu zaměstnanosti, doprovázeném výraznějším poklesem pracovní síly, se obecná míra nezaměstnanosti dále snížila. Rovněž podíl nezaměstnaných osob klesal ve druhém i třetím čtvrtletí 2014. Meziroční růst průměrné mzdy zvolnil, a to především v podnikatelské sféře, což ovšem souviselo s vlivem daňové optimalizace. Tempo růstu národohospodářské produktivity práce dále zrychlilo. Mzdová náročnost produktu rostla pomaleji než v předchozím čtvrtletí, zejména vlivem nižší dynamiky objemu mezd a platů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Meziroční růst **celkové zaměstnanosti**³³ ve druhém čtvrtletí 2014 znatelně zvolnil, když ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl nižší o 0,6 procentního bodu a dosáhl 0,2 % (Graf III.4.1). V mezičtvrtletním srovnání (po očištění od sezonních vlivů) se zaměstnanost dokonce nepatrně snížila (o 0,1 %). Zpomalení meziročního růstu zaměstnanosti bylo ovlivněno mírným poklesem počtu zaměstnanců, zatímco růst počtu podnikatelů se udržel nad úrovní 2 %.

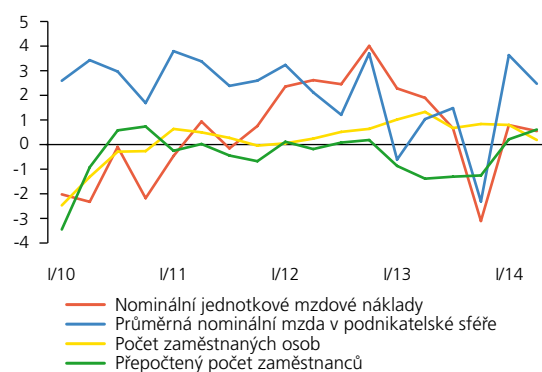
Nejvíce se zvýšila zaměstnanost v sekundárním **sektoru** (Graf III.4.2), což svědčilo o rostoucí poptávce po práci zejména v průmyslu v souvislosti s pokračujícím růstem ekonomické aktivity. V terciárním sektoru však zaměstnanost ve druhém čtvrtletí 2014 – po zmírnění dynamiky růstu v předchozím čtvrtletí – překvapivě meziročně klesala, což bylo způsobeno výrazným poklesem zaměstnanosti v sektoru tržních služeb. Také v primárním sektoru se zaměstnanost meziročně snížila, zejména vlivem dalšího prohloubení poklesu počtu zaměstnanců v zemědělství.

V **sekundárním sektoru** pokračoval růst zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2014 zhruba stejným tempem jako na počátku letošního roku (meziročně o 2,2 %). Největší meziroční nárůst počtu zaměstnaných osob byl nadále pozorován ve zpracovatelském průmyslu, avšak rychlý růst zaměstnanosti vykázala i odvětví zásobování vodou a výroba a rozvod elektřiny. Podle posledních údajů za červenec a srpen evidenční počet zaměstnanců³⁴ v průmyslu dále rostl (shodně o 1,7 %). Rovněž ve stavebnictví se zaměstnanost podle posledních údajů za srpen po dlouhém období poklesu meziročně zvýšila.

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Růst zaměstnanosti zvolnil, avšak růst počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky dále zrychlil a pokračovalo zvyšování průměrné mzdy
(meziroční změny v %)

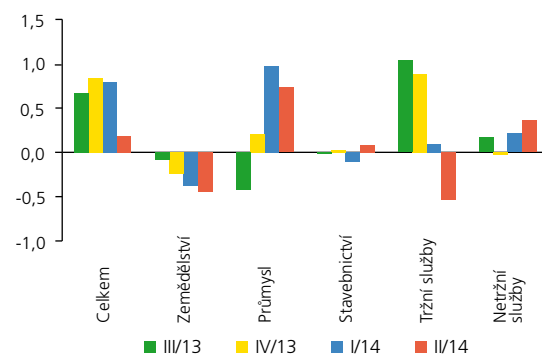


GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se nejvíce podílel průmysl a netržní služby, naopak v tržních službách a zemědělství zaměstnanost klesala

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



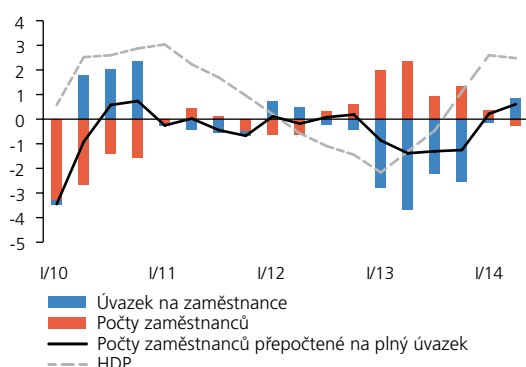
³³ Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS. Tyto údaje se liší od konceptu zaměstnanosti podle národních účtů. VŠPS pracuje s národním konceptem a vyjadřuje zaměstnanost všech rezidentů ČR, zatímco národní účty pracují s domácím konceptem, kdy se sleduje zaměstnanost rezidentů i nerezidentů v tuzemských produkčních jednotkách. Z hlediska odvětvové struktury zaměstnanosti zachycuje VŠPS princip činnosti, zatímco národní účty princip institucionální.

³⁴ Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

GRAF III.4.3

PŘEPOČTENÉ POČTY ZAMĚSTNANCŮ

Růst přepočteného počtu zaměstnanců dále zrychlil a byl spojen s prodlužováním průměrného úvazku na zaměstnance (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Zřetelná změna ve vývoji zaměstnanosti v **terciárním sektoru** (meziročně z 0,5 % v prvním čtvrtletí 2014 na -0,3 % ve druhém čtvrtletí 2014) byla ovlivněna dalším prudkým poklesem dynamiky zaměstnanosti v tržních službách. Za touto změnou stálo především výrazné snížení počtu zaměstnaných osob ve velkoobchodu a maloobchodu a opravě motorových vozidel, peněžnictví a pojišťovnictví³⁵ i v dopravě a skladování. Výrazně se také zmírnil růst počtu zaměstnanců v informačních a komunikačních činnostech a v administrativních a podpůrných činnostech, kde byl ještě v předchozím čtvrtletí pozorován trend opačný. V netržních službách – na rozdíl od tržních služeb – pokračovala zaměstnanost v obnoveném růstu z prvního čtvrtletí 2014, který navíc mírně zrychlil zejména v souvislosti s pokračujícím nárůstem počtu zaměstnaných osob v odvětví zdravotní a sociální péče, vzdělávání a v kultuře.

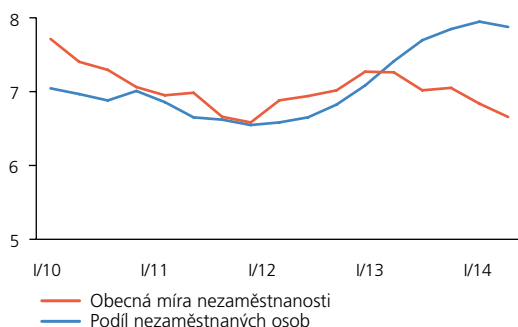
Při pokračujícím zvyšování ekonomické aktivity obnovený růst **přepočteného počtu zaměstnanců na plné úvazky** z počátku roku 2014 ve druhém čtvrtletí dále zrychlil (na 0,6 %; Graf III.4.3). K tomu přispěl jak podnikatelský, tak nepodnikatelský sektor, přičemž v prvně jmenovaném došlo k obnovení meziročního růstu po více než rok trvajícím poklesu. V nepodnikatelském sektoru se udržel růst tohoto indikátoru zhruba na úrovni předchozího čtvrtletí. Přitom zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců bylo na úrovni celé ekonomiky dáno výhradně prodlužováním průměrné délky úvazku na zaměstnance.

V rámci jednotlivých sektorů národního hospodářství byl však vývoj počtu zaměstnanců a průměrného úvazku na zaměstnance nadále značně rozdílný. V **průmyslu a netržních službách**, kde rostl rychleji počet zaměstnanců než přepočtený počet zaměstnanců, docházelo ke zkracování průměrného úvazku na zaměstnance. Naproti tomu v **tržních službách**, kde počet zaměstnanců již dvě čtvrtletí v řadě klesá, došlo k mírnému nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců, a tedy ke zvýšení průměrného úvazku na zaměstnance. Ve **stavebnictví** přepočtený počet zaměstnanců dlouhodobě klesá.

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob ve druhém čtvrtletí 2014 dále klesaly (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



Při mírném meziročním růstu zaměstnanosti, který byl doprovázen vyšším poklesem pracovní síly, se **obecná míra nezaměstnanosti**³⁶ ve druhém čtvrtletí 2014 dále snížila (na 6,3 %; Graf III.4.4). Meziroční pokles pracovní síly při ještě výraznějším poklesu populace zároveň vedl k dalšímu zvýšení **míry ekonomické aktivity**³⁷, která tak dosáhla jedné z nejvyšších hodnot v historii ČR (73,2 % po sezonním očištění). K jejímu zvýšení přispělo mimo jiné prodlužování hranice odchodu do důchodu, demografický vývoj, a také využívání zkrácených pracovních úvazků. Podle posledních červencových a srpnových údajů dosáhla sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti hodnot 6,2 %, resp. 6,3 % a míra ekonomické aktivity nepatrně vzrostla.

35 Ve velkoobchodu a maloobchodu a opravě motorových vozidel se počet zaměstnanců meziročně snížil o 30,5 tis. a v peněžnictví a pojišťovnictví o 19,7 tis.

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

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

Podíl nezaměstnaných osob³⁸, publikovaný MPSV, se ve druhém čtvrtletí 2014 rovněž snižoval (Graf III.4.4). K dalšímu poklesu tohoto indikátoru nezaměstnanosti (sezonně očištěného) na hodnotu 7,7 % pak došlo ve třetím čtvrtletí 2014 v souvislosti s výraznějším snížením počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání než poklesu populace v dané věkové skupině.

Pozvolné zlepšování situace na trhu práce naznačují i poslední dostupné údaje za třetí čtvrtletí 2014, podle kterých dochází k postupnému posunu podél **Beveridgeovy křivky**³⁹ severozápadním směrem. Tento posun je dán poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání, za nímž stojí nárůst vyřazených umístěním i sankčně⁴⁰, při současném růstu počtu volných pracovních míst, který je nejvyšší za posledních více než pět let (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Po výrazném zrychlení v prvním čtvrtletí 2014 meziroční růst **průměrné nominální mzdy** ve druhém čtvrtletí zpomalil na 2,3 % (Graf III.4.6). Přispělo k tomu především zmírnění růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře, vliv oslabení dynamiky mezd v nepodnikatelské sféře byl méně významný. Při nízké meziroční inflaci se pak **reálná průměrná mzda** zvýšila o 2,1 % (Tab. III.4.1).

Poté, co meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** dosáhl na počátku letošního roku výrazných 3,6 %, ve druhém čtvrtletí se opět snížil na 2,5 %. Reálně se pak průměrná mzda v této sféře zvýšila o 2,3 %. Tento značně rozkolísaný vývoj mezd byl nadále významně ovlivněn efektem daňové optimalizace zaznamenané na přelomu let 2012–2013⁴¹. To dokládají propočty vývoje objemu mezd (odměn) v jednotlivých čtvrtletích let 2013–2014, který by nastal, kdyby podniky neprovedly přesun odměn z roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012 z důvodu daňové optimalizace. Propočty byly provedeny s využitím nově získaných detailních dat ze šetření ISPV. Podle zpřesněného odhadu ČNB byly provedeny přesuny objemu odměn zhruba ve výši 7,9 mld. Kč, a to nejen z prvního čtvrtletí 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012, ale i ze zbývajících čtvrtletí roku 2013. Podle časových řad upravených o tento mimořádný vliv tak docházelo k postupnému

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

39 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.

40 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.

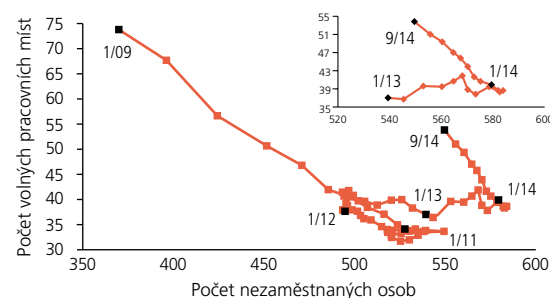
41 Od 1. 1. 2013 došlo k zavedení tzv. solidární daně, tedy zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně, a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění. Proto došlo v řadě odvětví, která obvykle vykazují nejvyšší podíl mimořádných odměn za výsledky 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.

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)

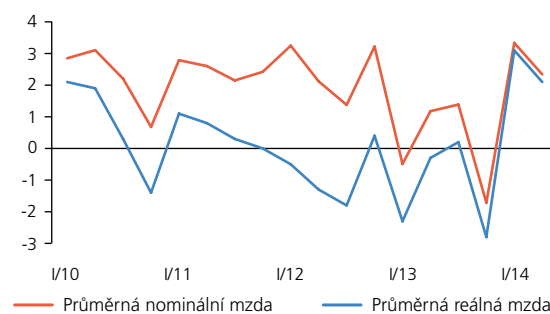


GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA

Ve druhém čtvrtletí 2014 růst průměrné nominální i reálné mzdy zpomalil

(meziroční změny v %)



TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Tempo růstu průměrné nominální mzdy se snížilo k hodnotám mírně nad 2 %, zatímco dynamika produktivity práce se dále zvýšila (meziroční změny v %)

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

oživení meziročního růstu průměrné mzdy již v průběhu roku 2013 a poté i v prvním pololetí 2014. V mezičtvrtletním srovnání vzrostla takto upravená a sezonně očištěná průměrná mzda ve druhém čtvrtletí 2014 o 0,6 %, což byla zhruba stejná hodnota jako v předchozím čtvrtletí.

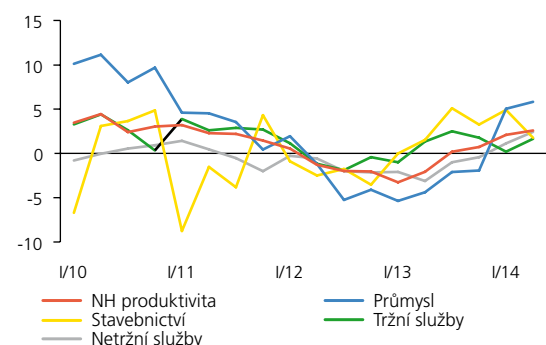
V rámci **odvětví podnikatelské sféry** se nejvýrazněji zvýšila průměrná mzda ve velkoobchodě, maloobchodě a opravách motorových vozidel (meziročně o 3,9 %), kde došlo současně k výraznému snížení zaměstnanosti. Rychlý růst mezd na úrovni 3 % byl zaznamenán ve zpracovatelském průmyslu a jen mírně nižší tempo růstu vykazala odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, těžby a dobývání a informačních a komunikačních činností. Údaje za červenec a srpen z průmyslu a stavebnictví nicméně naznačují mírnější mzdový růst v podnikatelské sféře v průběhu třetího čtvrtletí 2014 než ve druhém čtvrtletí.

Meziroční růst průměrné mzdy v **nepodnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2014 rovněž zvolnil (na 1,7 %). Na tomto nadále celkově umírněném vývoji se podílel růst průměrné mzdy v ústředních i místních vládních institucích (shodně o 1,9 %). Pouze ve váhově málo významném sektoru fondů sociálního zabezpečení vzrostly mzdy výrazněji (o více než 5 %). Růst reálné průměrné mzdy se při nízké meziroční inflaci i ve druhém čtvrtletí 2014 jen mírně lišil od tempa růstu nominální mzdy a dosáhl 1,5 % (Tab. III.4.1).

GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Růst národohospodářské produktivity práce byl nejvýraznější v průmyslu, zaznamenan byl ale i v ostatních odvětvích (meziroční změny v %)



Při trvajícím růstu reálného hrubého domácího produktu a poklesu zaměstnanosti⁴² došlo ve druhém čtvrtletí 2014 k dalšímu zrychlení meziročního růstu **národohospodářské produktivity práce**⁴³ (meziročně na 2,6 %). Nejvíce k tomu přispěl průmysl, kde produktivita práce meziročně vzrostla o výrazných 5,8 %⁴⁴ (Graf III.4.7). Ve stavebnictví se ale její meziroční dynamika po výrazném zrychlení v prvním čtvrtletí 2014 zřetelně snížila (na 1,8 %). Naopak v tržních a netržních službách rostla produktivita ve druhém čtvrtletí 2014 zřetelně rychleji než v předchozím čtvrtletí (meziročně o 1,6 %, resp. 2,4 %). Zrychlil i růst **hodinové produktivity práce** (meziročně na 4,3 %)⁴⁵ a ve srovnání s národohospodářskou produktivitou byl výrazně vyšší. Nejvýrazněji vzrostla hodinová produktivita ve stavebnictví a její vysoké tempo vykazoval i průmysl. Rovněž v tržních a netržních službách dynamika hodinové produktivity práce zrychlila.

Mírné zpomalení růstu objemu mezd a platů⁴⁶, při uvedeném vývoji ekonomické aktivity, se projevilo ve druhém čtvrtletí 2014 ve slabším zvolnění meziročního růstu **mzdové náročnosti produktu**⁴⁷

42 Podle národních účtů ČSÚ.

43 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

44 Ve zpracovatelském průmyslu růst produktivity dosáhl 7,1 %.

45 K tomuto nárůstu došlo při souběhu 2,5% růstu HDP a poklesu počtu odpracovaných hodin o 1,8 %.

46 Po poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 (o 2,3 %) vzrostl objem mezd a platů v prvním čtvrtletí 2014 o 3,4 %. Ve druhém čtvrtletí 2014 pak jejich růst zpomalil na 3,0 %.

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

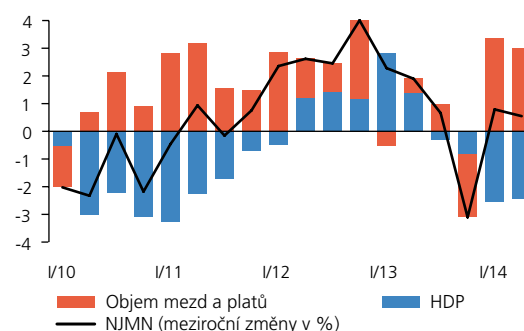
(na 0,5 %; Graf III.4.8). V rámci jednotlivých odvětví se zvyšovaly NJMN především v tržních a netržních službách. Naopak v průmyslu meziročně klesaly, přičemž v samotném zpracovatelském průmyslu byl jejich pokles ještě výraznější. Ve stavebnictví pak pokračovalo rychlé meziroční snižování mzdových nákladů produkce.

GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

NJMN ve druhém čtvrtletí 2014 mírně zpomalily růst vlivem nižšího růstu objemu mezd a platů

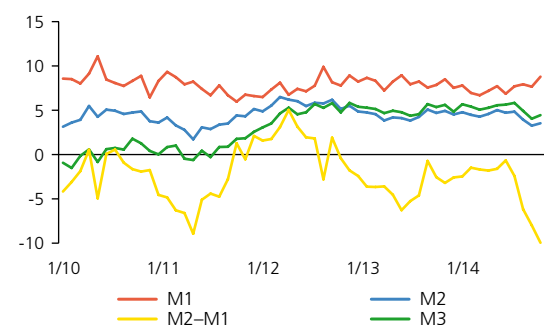
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Růst peněžního agregátu M2 a M3 v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2014 zpomalil
(roční míry růstu v %)



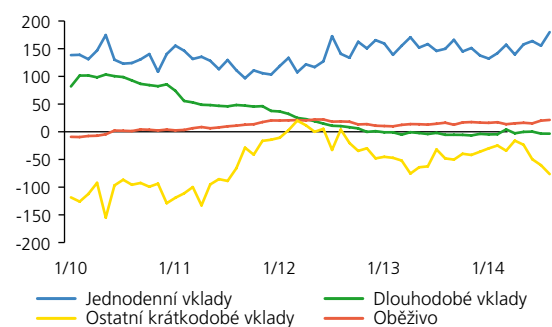
III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se ve třetím čtvrtletí 2014 snížila. Hlavní složkou přispívající k růstu M2 byly vysoce likvidní jednodenní vklady. Zpomalil růst čistých zahraničních aktiv. Dynamika vkladů nefinančních podniků poklesla. Úroveň pohotové likvidity podniků zůstává i přesto vyšší než v loňském roce. Po předchozím zvýšení se roční míra růstu úvěrů nefinančním podnikům v srpnu snížila. U domácností růst úvěrů na bydlení i spotřebitelských úvěrů lehce zpomalil. Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly a výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů dále klesaly. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů se snížily či přetrvávaly na svých historických minimech. Průměrné úrokové marže bank klesaly ve všech segmentech úvěrového trhu. Kurz koruny vůči euru a zejména americkému dolaru ve třetím čtvrtletí 2014 oslabil. Ceny rezidenčních nemovitostí meziročně rostly.

GRAF III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

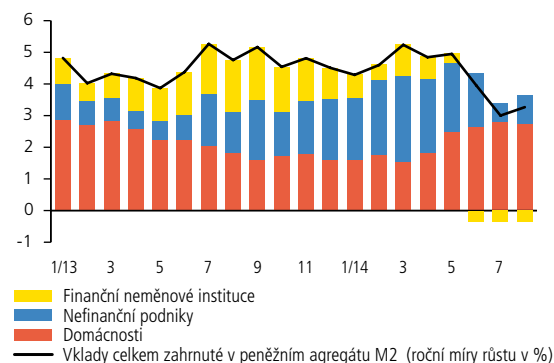
Preference likvidity v podmínkách nízkých úrokových sazeb zesílila
(roční toky v mld. Kč)



GRAF III.5.3

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

K růstu peněžní zásoby přispívaly vklady domácností, příspěvek vkladů podniků se snížil
(příspěvy v procentních bodech, roční míry růstu v %)



III.5.1 Peníze

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2014 snížila a v srpnu dosáhla 3,5 % (Graf III.5.1). Na straně aktiv bank odrážel pomalejší růst M2 především nižší přírůstek čistých zahraničních aktiv. Peněžní zásoba roste v letošním roce obdobným či mírně nižším tempem než nominální HDP, což znamená, že se předchozí pokles rychlosti obratu peněz zastavil, resp. rychlost se v posledních dvou čtvrtletích lehce zvýšila. Ve třetím čtvrtletí se snížila i roční míra růstu peněžního agregátu M3 (na 4,4 % v srpnu). Ve srovnání s průměrem za eurozónu je růst M3 v ČR vyšší o zhruba dva procentní body. Tento rozdíl se však v posledním období při oživení dynamiky M3 v eurozóně snížil.

Preference likvidity v podmínkách nízkých úrokových sazeb nadále přispívá v ČR obdobně jako v eurozóně k akceleraci již tak poměrně vysokého růstu peněžního agregátu M1 (v srpnu meziročně na 8,8 %, Graf III.5.1). To odráží zvýšenou poptávku nefinančních podniků a domácností po jednodenních vkladech (Graf III.5.2). Naopak pokles ostatních krátkodobých vkladů se prohloubil. Dlouhodobé vklady i přes snahu některých bank o jejich zatraktivnění nadále stagnovaly.

Z hlediska sektorové struktury vkladů přispívaly k růstu M2 v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2014 nejvýrazněji vklady domácností. Jejich dynamika konzistentně s oživením na trhu práce vzrostla a v srpnu dosáhla 4,1 %. Naopak roční míra růstu vkladů nefinančních podniků se v průměru snížila na 3,4 % (Graf III.5.3). Nižší růst podnikových vkladů byl konzistentní s mírným snížením pohotové likvidity podniků, nicméně její úroveň zůstává vyšší než v loňském roce. Ve vývoji podnikových vkladů jako celku se odrážel pokles cizoměnových vkladů a v menší míře i nižší růst korunových vkladů. Vklady finančních neměnových institucí se v posledních měsících meziročně snížily. Ve struktuře jejich finančních aktiv mírně vzrostly zejména půjčky podnikům a domácnostem a účasti v investičních fondech. Podíl cizoměnových vkladů na celkových rezidentských vkladech zahrnutých v M2 přetrvával v blízkosti 9 %.

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** v srpnu 2014 zpomalila na 3,6 %. Vývoj úvěrů byl dle Šetření úvěrových podmínek bank ve třetím čtvrtletí 2014 podporován uvolněními úvěrovými standardy u podnikových úvěrů a jejich neměnností u úvěrů na bydlení, což korespondovalo s fází pokračujícího hospodářského růstu. To se projevovalo v poklesu průměrných úrokových marží ve všech segmentech úvěrového trhu (Tab. III.5.1). Ve třetím čtvrtletí 2014 banky vnímaly pokračující růst poptávky podniků po úvěrech, poptávka domácností po úvěrech na bydlení i spotřebu se dle bank mezičtvrtletně snížila.

V **eurozóně** výsledky Šetření úvěrových podmínek bank v souhrnu naznačují možný obrat ve vývoji úvěrového trhu. Banky v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2014 poprvé od roku 2012 indikovaly uvolnění úvěrových standardů a dále růst poptávky ve všech segmentech úvěrového trhu. Pokles úvěrů soukromému sektoru se v posledním období zmírnil na -0,9 % (srpen 2014), což odráželo slabý růst úvěrů domácnostem a určité známky stabilizace poklesu podnikových úvěrů.⁴⁸

U **úvěrů nefinančním podnikům** v ČR se roční míra růstu po předchozím zvýšení v srpnu 2014 opět snížila na 0,6 % (Graf III.5.4). Zpomalil růst úvěrů podnikům pod zahraniční kontrolou, úvěry domácím podnikům klesaly. Nové korunové úvěry v posledním období zastavily svůj předchozí dlouhodobější meziroční pokles (Graf III.5.5). Dle Šetření úvěrových podmínek banky ve třetím čtvrtletí 2014 vnímaly pokračující růst poptávky po úvěrech. Poptávka nejvýrazněji rostla u středně velkých podniků a u dlouhodobých úvěrů. To bylo ovlivňováno financováním fixních investic, fúzí/akvizic (zejména u developerů) i provozního kapitálu a zásob. Naopak zvýšená emise podnikových dluhopisů poptávku po úvěrech snižovala. Meziroční růst stavu emitovaných podnikových dluhopisů dosáhl ve druhém čtvrtletí 2014 cca 7 %, přičemž v posledním období dochází k jeho zpomalování. Poptávka podniků po úvěrech dle bank vzroste i ve čtvrtém čtvrtletí 2014. V první polovině letošního roku se mírně zvýšila dynamika úvěrů podnikům od leasingových a faktoringových společností.

Investiční úvěry významně ovlivněné v první polovině letošního roku růstem investic developerů v průběhu třetího čtvrtletí 2014 zpomalily svůj meziroční růst na 0,7 % (Graf III.5.6).⁴⁹ K růstu investičních

TAB. III.5.1

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

Ve třetím čtvrtletí 2014 rostla poptávka podniků po úvěrech, což bylo doprovázeno uvolněním úvěrových standardů v tomto segmentu úvěrového trhu

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

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

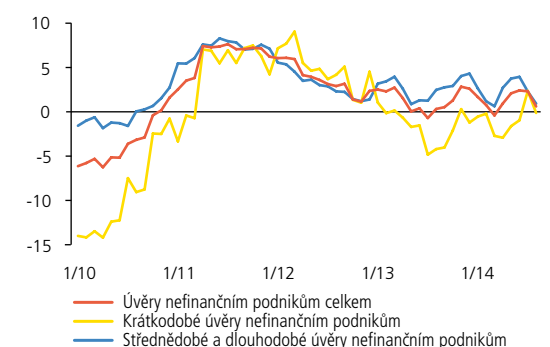
Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky) a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy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

GRAF III.5.4

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst podnikových úvěrů v srpnu 2014 zpomalil

(roční míry růstu v %)



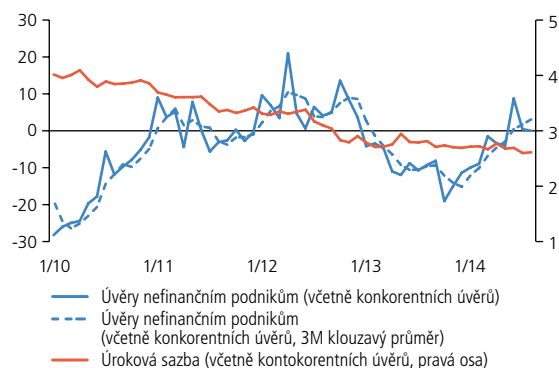
48 Uvolnění úvěrových standardů u podnikových úvěrů bylo v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2014 ovlivňováno výhledem celkové ekonomické situace a určitých odvětví, což bylo v souladu s mírným ekonomickým oživením v eurozóně. Obdobně působí i zvýšená konkurence, zatímco rizika spojená s požadovanými zástavami přispívají ke zpřísnění úvěrových standardů. Poptávka podniků po úvěrech odráží v eurozóně vyšší potřebu financování zejména provozního kapitálu. U úvěrů domácnostem na bydlení k uvolnění úvěrových standardů přispívaly faktory spojené s vývojem bilancí bank, příznivějším vnímáním ekonomických rizik i konkurencí. Poptávka v tomto segmentu úvěrového trhu vzrostla. V rámci úvěrových podmínek banky v eurozóně snížily průměrné úrokové marže, zatímco marže u rizikovějších úvěrů neměnily.

49 Meziroční růst investic do budov a staveb nicméně dosáhl ve druhém čtvrtletí 2014 v nominálním vyjádření 7,9 % a v reálném vyjádření 7,4 % a přispíval k růstu celkových fixních investic.

GRAF III.5.5

NOVÉ KORUNOVÉ ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

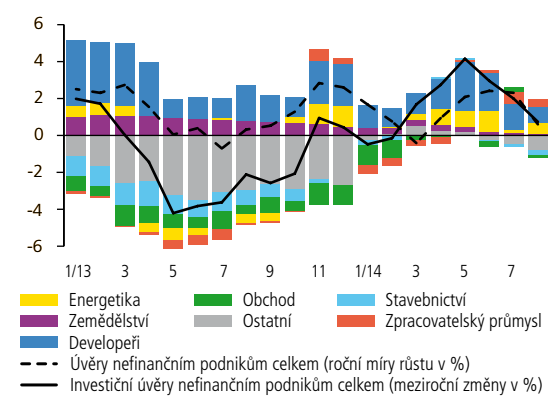
Nové korunové úvěry podnikům v posledním období zastavily svůj předchozí dlouhodobější meziroční pokles
(meziroční změny v %, úroková sazba v %)



GRAF III.5.6

ÚVĚRY PODNIKŮM URČENÉ K FINANCOVÁNÍ FIXNÍCH INVESTIC

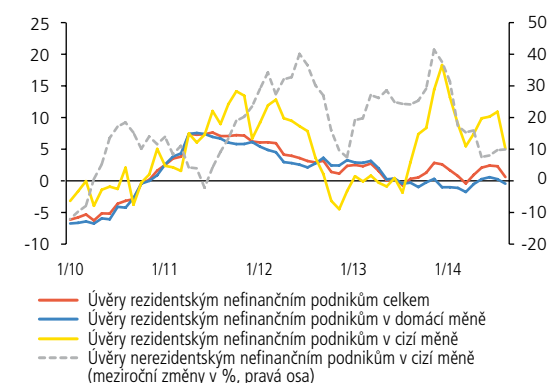
Investiční úvěry v průběhu třetího čtvrtletí 2014 zpomalily svůj růst zejména u developerů, nově se mírně zvýšil objem těchto úvěrů ve zpracovatelském průmyslu
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



GRAF III.5.7

MĚNOVÁ STRUKTURA PODNIKOVÝCH ÚVĚRŮ

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



úvěrů dále přispívaly úvěry průmyslu (zejména energetice a nově mírně i zpracovatelskému průmyslu). Investiční úvěry do stavebnictví, obchodu a některých ostatních odvětví (například odvětví těžby) klesaly.

Zájem českých podniků o **úvěry v cizí měně** v průběhu třetího čtvrtletí 2014 přetrvával, roční míra růstu těchto úvěrů očištěná o kurzové a jiné netransakční vlivy se však snížila na 5,1 % (srpen 2014; Graf III.5.7). V tom se opět projevoval zejména vývoj úvěrů developerům (výstavba komerčních realitních projektů je z důvodu stanovování nájmů v eurech obvykle financována právě eurovými úvěry). Podíl cizoměnových úvěrů na celkových podnikových úvěrech zůstal na úrovni cca 21 %.

Úvěrové standardy bank při schvalování podnikových úvěrů se ve třetím čtvrtletí 2014 zejména vlivem konkurenčního tlaku a výhledu celkové ekonomické situace uvolnily (Tab. III.5.1). Na druhou stranu se poprvé od konce roku 2013 zhoršilo vnímání výhledu některých odvětví nebo podniků, konkrétně výhledu některých exportních podniků, a to v souvislosti s vývojem na Ukrajině a v Rusku. Uvolnění standardů se projevilo v příznivějších podmínkách, které banky požadují při poskytování nových úvěrů. Téměř polovina bankovního trhu snížila průměrné úrokové marže, 18 % trhu i marže u rizikovějších úvěrů a téměř 40 % trhu zmírnilo požadavky na zajištění úvěrů. Uvolnění standardů a podmínek bylo výraznější u velkých podniků. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 banky očekávají další uvolnění úvěrových standardů, tentokrát plošněji pro malé a střední podniky (Tab. III.5.2).

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2014 slabě snížila a v srpnu 2014 dosáhla 5,1 % (Graf III.5.8). To souviselo především s vývojem **úvěrů na bydlení**. V podmínkách pokračujícího snižování úrokových sazeb slabě zpomalila dynamika hypoték (na 6,7 % v srpnu) při postupném zmírňování poklesu úvěrů ze stavebního spoření (-5,3 %). Dle šetření úvěrových podmínek bank se poptávka domácností po úvěrech na bydlení ve třetím čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně snížila. To odráželo její nestandardně vysoké kolísání v dosavadním průběhu letošního roku, když po velmi slabém prvním čtvrtletí (v němž se dočasně projevila právní nejistota související s nabytím účinnosti nového občanského zákoníku a katastrálního zákona) bylo druhé čtvrtletí naopak poměrně silné (Tab. III.5.1). Příznivě na poptávku ve třetím čtvrtletí působily vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí korespondující s mírným růstem investic do obydlení a cen nemovitostí a dále spotřebitelská důvěra. Úvěrové standardy bank se výrazněji neměnily. Očekávání bank pro čtvrté čtvrtletí 2014 ukazuje na uvolnění standardů a obnovení růstu poptávky u malé části bankovního trhu. Pokles poptávky po úvěrech na bydlení se ve třetím čtvrtletí projevoval ve zpomalení meziročního růstu nových úvěrů, jejich dynamika však zůstává na dvouciferných hodnotách (Graf III.5.8). Podle údajů Hypoindexu za září 2014 se objem a počet hypoték oproti předchozímu měsíci při dalším poklesu úrokových sazeb mírně zvýšil.

V rámci nových úvěrů na bydlení je podíl **refinancování** existujících úvěrů na nižší úrovni než na počátku letošního roku, když v srpnu dosáhl 43 % oproti 51 % v lednu 2014. V tom se projevilo snížení

podílu nových ujednání ke stávajícím úvěrovým smlouvám na 31 %. Podíl refinancování existujících úvěrů od jiných bank se neměnil (12 %).⁵⁰

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** i přes hospodářské oživení zpomalila a v srpnu 2014 dosáhla 2,2 % (Graf III.5.8). Poptávka domácností po spotřebitelských úvěrech dle vnímání bank klesala. Nepříznivě na poptávku působila přetrvávající opatrnost domácností při čerpání tohoto typu úvěrů. Obdobný vývoj poptávky po spotřebitelských úvěrech je bankami očekáván i ve čtvrtém čtvrtletí 2014. Úvěrové standardy se dále zpřísnily. Na druhou stranu lehce vzrostl zájem domácností o spotřebitelské úvěry od nebankovních institucí. Ty ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně vzrostly o 0,8 %.

Celková zadluženost domácností v poměru k ročnímu úhrnnému nominálnímu disponibilnímu důchodu se ve druhém čtvrtletí 2014 nepatrně snížila na 65,5 %. To odráželo oživení růstu příjmů doprovázené zpomalením meziroční dynamiky celkových finančních závazků domácností (Graf III.5.9). Uvedený poměr zůstává podstatně nižší než v eurozóně, kde v průměru dosahuje zhruba 98 %. Úrokové zatížení českých domácností v čistém vyjádření (zahrnující úrokové náklady a výnosy z bankovních úvěrů a vkladů) přetrvávalo v blízkosti úrovně 2 % disponibilního příjmu, okolo které toto zatížení kolísá v posledních čtyřech letech.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve třetím čtvrtletí 2014 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do třetího čtvrtletí 2015. Bankovní rada na svém červencovém jednání jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule⁵¹ (Graf III.5.10). 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. Na základě toho bankovní rada rozhodla o pokračování používání kurzu jako nástroje měnové politiky nejméně do roku 2016. Přitom konstatovala, že pro posun hladiny kurzového závazku na slabší úroveň by bylo třeba, aby bankovní rada shledala další zřetelné posílení protiinflačních vlivů. Na zářijovém zasedání pak bankovní rada

⁵⁰ Úroková sazba se snižovala u všech uvedených kategorií nových úvěrů na bydlení, přičemž nejnižší byla vlivem konkurence u refinancovaných úvěrů od jiných bank (2,7 % oproti 3,2 % u nových úvěrů a u nových ujednání ke stávajícím smlouvám).

⁵¹ 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 %.

Tab. III.5.2

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

Uvolnění standardů a podmínek při schvalování úvěrů bylo výraznější u velkých podniků

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

	Čtvrtletní průměry		1. 2. 3. 4.			
	2012	2013	čtvrtletí 2014	čtvrtletí 2014	čtvrtletí 2014	čtvrtletí 2014 ^{a)}
Úvěrové standardy						
Malé a střední podniky	13	4	0	-26	-4	(-58)
Velké podniky	22	0	0	-46	-21	(-38)
Průměrná úroková marže úvěrů						
Malé a střední podniky	-1	-16	0	-27	-27	
Velké podniky	18	-8	-18	-46	-46	
Velikost úvěrů						
Malé a střední podniky	13	3	0	0	0	
Velké podniky	29	10	-4	-4	-21	
Požadavek na zajištění úvěrů						
Malé a střední podniky	26	9	9	0	-21	
Velké podniky	25	1	-8	-35	-35	

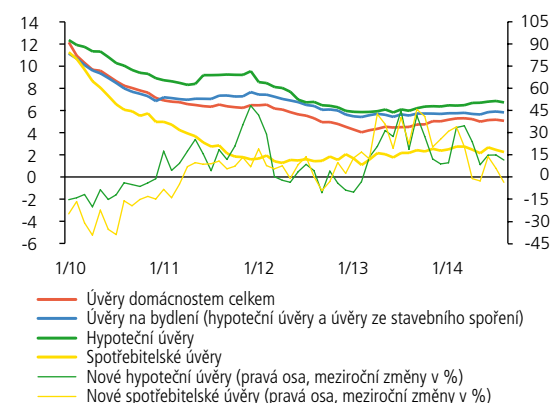
Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek. Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

a) V závorkách je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve třetím čtvrtletí 2014.

Graf III.5.8

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

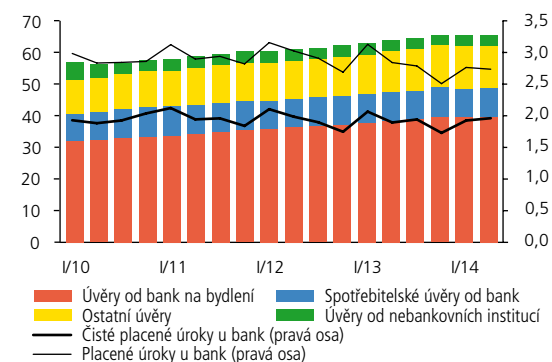
Růst úvěrů domácnostem určených k financování bydlení a spotřeby v průběhu třetího čtvrtletí 2014 nepatrně zpomalil (roční míry růstu, meziroční změny v %)



Graf III.5.9

ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům nepatrně poklesla (čtvrtletní údaje, poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)

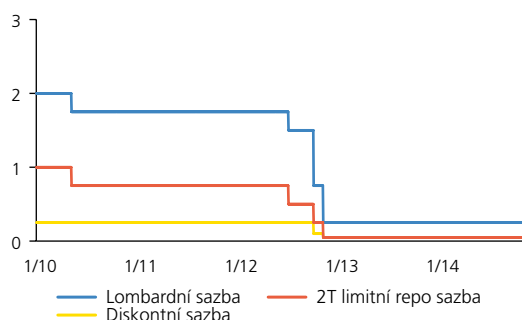


Poznámka: Čisté placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. Placené úroky zahrnují úrokové náklady domácností spojené s čerpáním úvěrů.

GRAF III.5.10

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB ve třetím čtvrtletí 2014 ponechala své základní úrokové sazby na „technicky nulové“ úrovni (v %)



rovněž ponechala jednomyslně základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik stávající prognózy byla posouzena jako mírně protiinflační; bankovní rada v této situaci zopakovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016.

Na svém měnověpolitickém zasedání 6. listopadu 2014 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule. 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. Asymetrický charakter tohoto kurzového závazku se přitom nemění. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako vyrovnaná; na základě toho bankovní rada zopakovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016.

Úrokové sazby na finančním trhu

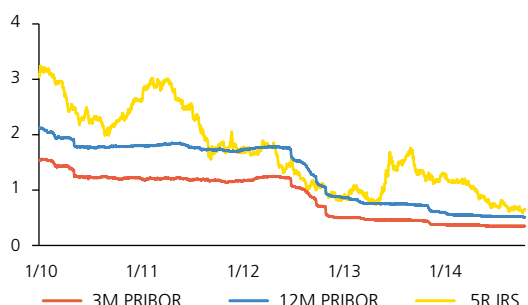
Úrokové **sazby PRIBOR** se ve třetím čtvrtletí 2014 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni (Graf III.5.11). Derivátové tříměsíční **sazby FRA** se celkově téměř nezměnily. Jejich pouze drobné odchylky pohybující se v řádu setin procentního bodu odrážely zveřejňované domácí makroekonomické údaje (maloobchodní tržby, průmyslová produkce, inflace, HDP), případně i přechodné oslabení kurzu koruny v první polovině srpna. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce října tak nadále implikuje stabilitu sazeb 3M PRIBOR minimálně v ročním horizontu, tj. aktuálně do konce třetího čtvrtletí 2015. To odpovídá převažujícímu očekávání ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě přinejmenším do stejné doby při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. V celém uvedeném horizontu se tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB (viz kapitola II).

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se převážně snižovaly v souladu s vývojem sazeb v eurozóně, který zohledňoval zejména obavy ze zpomalení hospodářského růstu, a to jak v Německu (coby největší evropské ekonomice), tak i v globálním měřítku. Toto zpomalení naznačovaly některé zveřejňované makroekonomické ukazatele i předstihové indikátory. Do vývoje střednědobých a dlouhodobých sazeb se promítalo také očekávané – a následně realizované – použití dalších nekonvenčních nástrojů měnové politiky ze strany ECB, které mají dále uvolnit měnové podmínky v prostředí hrozící deflace a stále jen křehkého oživení v eurozóně. Na trzích se však objevovaly pochybnosti o potenciálu těchto opatření výrazně podpořit úvěrovou aktivitu v eurozóně (naopak v USA se spekulovalo o načasování prvního zvýšení základních úrokových sazeb ze strany Fedu po ukončení jeho programu na nákup aktiv). Klesající trend zahraničních sazeb byl částečně ovlivněn rovněž geopolitickými riziky, která zvyšovala nervozitu na trzích, a tím i poptávku po bezpečnějších aktivech. Pokles

GRAF III.5.11

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

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



domácích úrokových sazeb IRS a výnosů dluhopisů s delší splatností ve třetím čtvrtletí 2014 dosáhl cca 0,1 až 0,4 procentního bodu podle jednotlivých splatností, během října dále pokračoval. Na konci října se tak sazby IRS a výnosy dluhopisů pohybovaly na historicky nejnižších úrovních ve všech splatnostech.

Průměrná **sazba 3M PRIBOR** ve třetím čtvrtletí 2014 ležela lehce pod 0,4 %, tj. byla v souladu s hodnotou předpokládanou minulou prognózou. Kreditní prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR–2T repo sazba se pohybovala na hladině 0,3 procentního bodu.

Výnosová křivka PRIBOR ve třetím čtvrtletí 2014 nezměnila svůj tvar ani sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR dosahovalo v září 2014 v průměru 0,4 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu třetího čtvrtletí 2014 posunovala na nižší hladinu, ovšem jen na delším konci, takže se snížil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v září 0,3 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 0,9 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK–EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely přibližnou stabilitu na tuzemském a americkém finančním trhu, v eurozóně se počátkem září krátkodobé sazby lehce snížily po uvolnění měnové politiky ECB. Diferenciály vůči dolarovým sazbám se tak nadále pohybovaly v blízkosti nulových hodnot, zatímco vůči euru mírně vzrostly (Graf III.5.12). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR ve třetím čtvrtletí 2014 činil průměrně 0,2 procentního bodu, na konci října 2014 dosahoval 0,3 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve třetím čtvrtletí a v říjnu 2014 uskutečnily dvě aukce dluhopisů s pevným kuponem a dvě aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 27,4 mld. Kč.⁵² Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 2,3. Státní dluhopisy byly upisovány s historicky nejnižšími výnosy. 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.5.13).

Klientské úrokové sazby

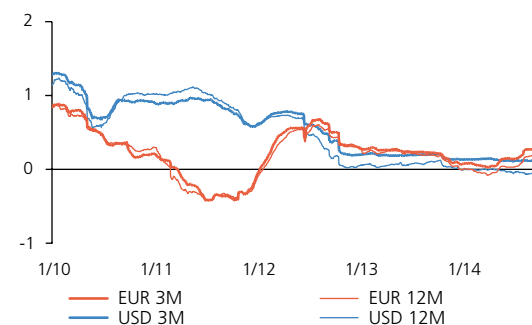
Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2014 většinou mírně snížily či se výrazněji neměnily. Uvedený vývoj byl zaznamenán v podmínkách stabilní sazby 3M PRIBOR a pokračujícího poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu na 1,2 % v září oproti 1,6 % v červnu. Ex ante reálná úroková sazba byla u podnikových úvěrů prakticky nulová. U domácností

⁵² 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 přitom emitovány dluhopisy v objemu 144,3 mld. Kč.

GRAF III.5.12

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

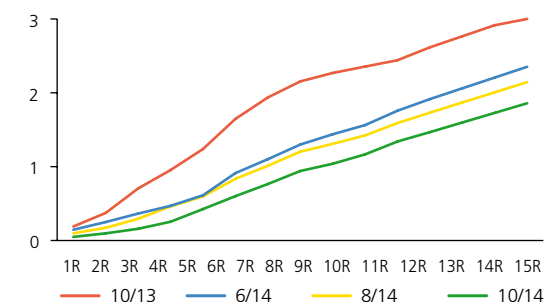
Úrokové diferenciály vůči dolaru se pohybovaly poblíž nuly, vůči euru mírně vzrostly
(v procentních bodech)



GRAF III.5.13

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

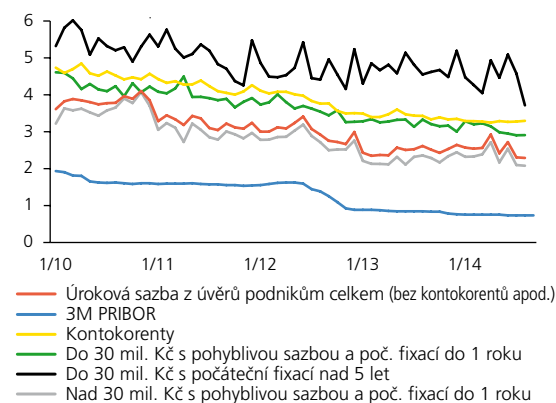
Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula dolů a zároveň zmírnila svůj kladný sklon
(v %)



GRAF III.5.14

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se mírně snížila
(nové obchody, v %)

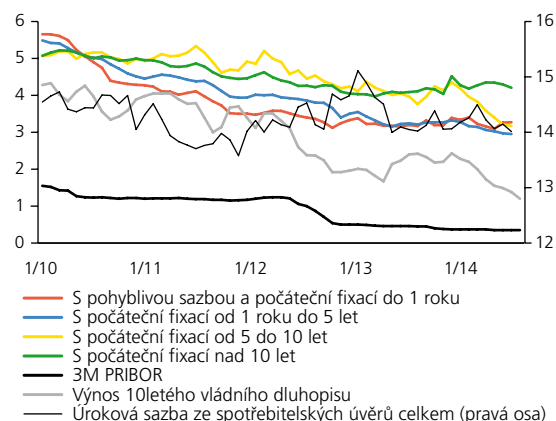


GRAF III.5.15

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ DOMÁCNOSTEM

Úroková sazba z úvěrů domácnostem na bydlení je na svém historickém minimu

(nové obchody, v %)



u úvěrů na bydlení přetrvávala v blízkosti 1 % a u spotřebitelských úvěrů na úrovni 11,8 %. Reálná úroková sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností zůstala záporná ve výši -0,8 %, sazba z vkladů s dohodnutou splatností nad dva roky byla zhruba nulová.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v nominálním vyjádření dále mírně poklesla na 1,9 % (v srpnu 2014). Snížily se sazby s krátkodobou i dlouhodobou fixací (Graf III.5.14). Pokles krátkodobých sazeb v podmínkách stagnace sazeb peněžního trhu odráží konkurenční tlak v tomto segmentu úvěrového trhu. Úroková sazba z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč nepatrně poklesla na 1,8 % a sazba z malých úvěrů na 2,7 %. Rozpětí mezi uvedenými sazbami dosahuje necelého jednoho 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 mírně snížil (Graf III.5.16). V eurozóně sazby z podnikových úvěrů ve sledovaném období rovněž slabě klesaly (v průměru dosahují 2,3 %).

U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** zůstala v srpnu 2014 na svém historickém minimu ve výši 3,1 % (u hypoték 2,9 %). Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, jejichž podíl se snížil na zhruba 68 % všech úvěrů na bydlení, stagnovala na úrovni 3 % (Graf III.5.15). Nejvýrazněji klesala dlouhodobá sazba s fixací od pěti do deseti let a sazba s fixací nad deset let. To se projevilo ve zvýšeném zájmu o tyto úvěry. Naopak krátkodobá sazba do jednoho roku slabě vzrostla. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou se v průběhu třetího čtvrtletí 2014 lehce zvýšilo. Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu rovněž vzrostlo především vlivem poklesu výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů (Graf III.5.16). V eurozóně se úroková sazba z úvěrů na bydlení dále snížila na 2,7 %.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů v srpnu mírně poklesla na 14 %, což byla nejnižší hodnota zaznamenaná v tomto roce (Graf III.5.15). Přispívaly k tomu především sazby s dlouhodobými fixacemi nad pět let. Sazba RPSN se rovněž snížila, a to na 14,8 %. Naopak úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů stagnovala ve výši 14,2 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet vzrostla na 24,8 %. Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů zůstává vlivem vyššího úvěrového rizika značně nad úrovní eurozóny, kde v průměru dosahuje 6,4 %.

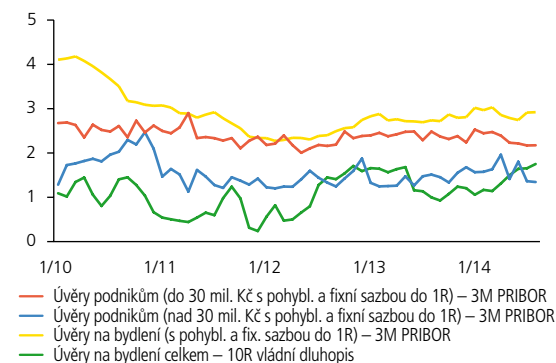
Úrokové sazby z klientských vkladů se ve sledovaném období výrazněji neměnily. Úroková sazba z jednodenních vkladů setrvala u domácností na úrovni 0,4 % a u nefinančních podniků ve výši 0,2 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců zahrnující relativně vysoce a stabilně úročené vklady ze stavebního spoření rovněž stagnovala ve výši 1,9 %. V posledním období se obnovila snaha některých bank o zatraktivnění sazeb z dlouhodobých vkladů domácností s dohodnutou splatností. Tato sazba se v průměru zvýšila na 2,1 %, zatímco sazba z krátkodobých vkladů v srpnu dosáhla 1 % (Graf III.5.17). V eurozóně uvedené sazby slabě klesaly a aktuálně se pohybují spíše na nižší úrovni než v ČR.

GRAF III.5.16

ROZPĚTÍ KLIENSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami pokleslo u podnikových úvěrů, zatímco u úvěrů na bydlení slabě vzrostlo

(v procentních bodech)

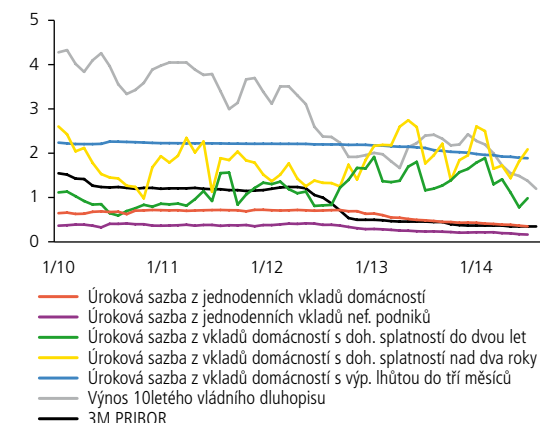


GRAF III.5.17

ÚROKOVÉ SAZBY Z VKLADŮ

Úroková sazba z dlouhodobých vkladů domácností s dohodnutou splatností v průměru vzrostla na 2,1 %

(v %)



Reálné klientské úrokové sazby⁵³ se ve třetím čtvrtletí 2014 v průměru lehce zvýšily v důsledku snížení očekávané inflace, zatímco nominální sazby nezaznamenaly významné změny. Reálné sazby z nových úvěrů v srpnu v průměru dosáhly 3,9 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů činily -0,3 % (Graf III.5.18).

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve třetím čtvrtletí 2014 hodnoty 27,6 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 6,8 % a mezičtvrtletní oslabení o 0,6 % (Graf III.5.19). Koruna se na počátku čtvrtletí pohybovala nadále kolem hodnoty 27,4 CZK/EUR, v poslední červencové dekádě však začala poměrně rychle oslabovat až téměř k 28 CZK/EUR koncem druhé srpnové dekády. Poté však opět posílila na 27,5 CZK/EUR ke konci září. Kolem této hodnoty se pohybovala i v průběhu prvních dvou říjnových dekád.

Poměrně značné kurzové změny byly patrné ve třetím čtvrtletí **na světových finančních trzích**. Prudce posílil především americký (a v menší míře i kanadský) dolar a čínské renminbi. Oslabily evropské a latinskoamerické měny, ale ještě daleko výrazněji ruský rubl.

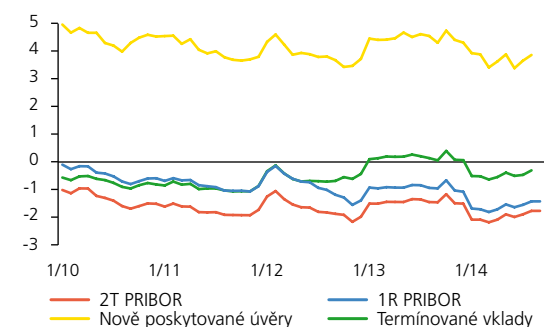
Vývoj kurzu koruny v průběhu třetího čtvrtletí byl ovlivněn několika **faktory**. Jednalo se především o rozhodnutí ČNB neukončit používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016. Druhým faktorem byla eskalace konfliktu na východní Ukrajině, která vedla k přijetí hospodářských sankcí ze strany EU, USA a některých dalších zemí vůči Rusku a odvetných opatření ze strany Ruska. Vojenský konflikt a sankce ještě prohloubily nepříznivý hospodářský vývoj Ukrajiny i Ruska, který byl patrný již před vypuknutím konfliktu. Do těchto zemí směřovalo v roce 2013 necelých 5 % českého vývozu. Negativní dopad eskalace konfliktu na kurzový vývoj byl patrný i u dalších zemí střední Evropy vlivem poměrně významných obchodních vazeb. Třetím faktorem bylo zpomalení hospodářského růstu v eurozóně ve druhém čtvrtletí a navazující revize prognóz hospodářského růstu eurozóny pro roky 2014 a 2015 směrem k nižším hodnotám, což spolu s utlumeným cenovým vývojem vyústilo v další uvolnění měnové politiky ECB. Naopak zveřejněné informace z domácí ekonomiky byly v zásadě v souladu s očekáváními finančních trhů a kurzový vývoj příliš neovlivňovaly. Vývoj kurzu ve sledovaném období nadále nevyžadoval faktické intervence ČNB na devizových trzích.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve třetím čtvrtletí 2014 činil 20,8 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 6,8 % a mezičtvrtletní oslabení o 4,1 %. V průběhu čtvrtletí koruna vůči dolaru oslabovala z hodnot kolem 20,0 CZK/USD až na téměř 22,0 CZK/USD na počátku října. Poté mírně korigovala a na počátku třetí říjnové dekády se pohybovala kolem 21,6 CZK/USD.

GRAF III.5.18

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

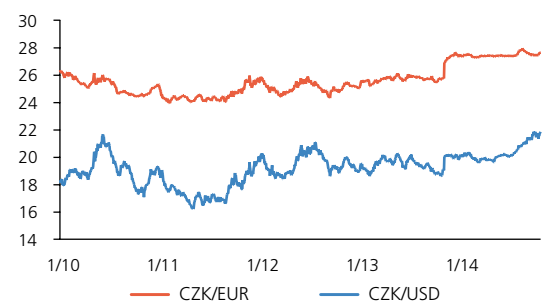
Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se od počátku letošního roku pohybují pod 4 % (v %)



GRAF III.5.19

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna v průběhu třetího čtvrtletí 2014 oslabila vůči euru a zejména americkému dolaru

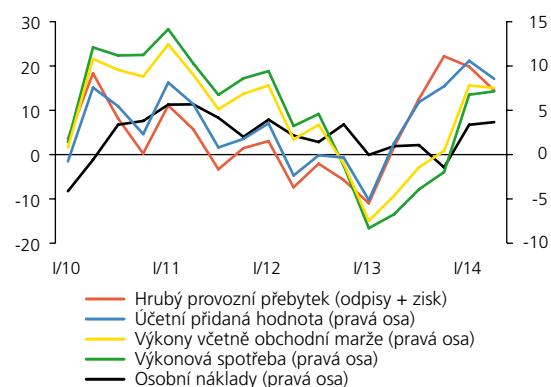


⁵³ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.20

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve druhém čtvrtletí 2014 pokračoval rychlý růst hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků (meziroční změny v %)



TAB. III.5.3

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Materiálová i mzdová náročnost výkonů se snížila

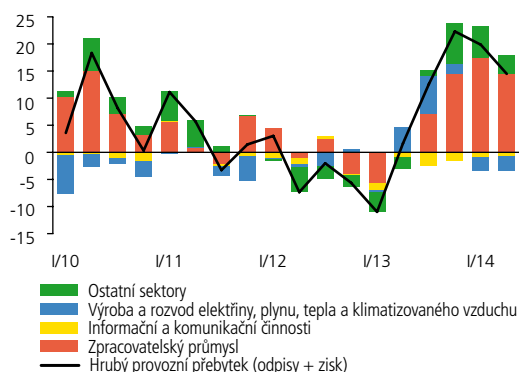
	2. čtvrtletí 2013	2. čtvrtletí 2014	Meziroční změna v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1 364,8	1 467,5	7,5
Osobní náklady (mld. Kč)	205,6	213,2	3,7
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	990,4	1 061,1	7,1
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	374,4	406,4	8,6
Tržby (mld. Kč)	1 805,1	1 937,0	7,3
Hrubý provozní přebytek (mld. Kč)	168,8	193,3	14,5
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě (v %) ^{a)}	54,9	52,4	-2,5
Podíl výkonové spotřeby na výkonech (v %) ^{a)}	72,6	72,3	-0,3
Podíl osobních nákladů na výkonech (v %) ^{a)}	15,1	14,5	-0,5
Podíl přidané hodnoty na výkonech (v %) ^{a)}	27,4	27,7	0,3
Míra marže – podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě (v %) ^{a)}	45,1	47,6	2,5

a) propočten ČNB

GRAF III.5.21

VÝVOJ PROVOZNÍHO ZISKU V ODVĚTVÁCH

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



III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci⁵⁴ se i ve druhém čtvrtletí 2014 vyvíjely příznivě (Graf III.5.20). Výkony a tržby podniků si udržely vysokou meziroční dynamiku růstu z předchozího čtvrtletí. Výkony přitom nadále rostly rychleji než výkonová spotřeba, ačkoli rozdíl jejich tempa se dále snížil. To se následně odrazilo ve zmírnění tempa meziročního růstu účetní přidané hodnoty, které však bylo nadále vysoké (8,6 %). Také hrubý provozní přebytek (resp. provozní zisk) rostl ve druhém čtvrtletí 2014 velmi rychle, když jeho dynamika – i po zpomalení oproti předchozímu čtvrtletí – dosahovala dvouciferných hodnot (meziročně o 14,5 %).

Pokračující rychlý, i když mírnější, meziroční růst hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků byl i ve druhém čtvrtletí 2014 výsledkem souběhu více **faktorů**. Vysoký meziroční růst tržeb a výkonů byl nadále ovlivňován především pokračujícím růstem domácí i zahraniční poptávky a oslabeným kurzem koruny od listopadu 2013. Jak bylo již ale zmíněno v kapitole III.3.2, pozitivní vliv zahraniční poptávky ve druhém čtvrtletí letošního roku oslabil a byl zčásti vyrovnáván zrychlením růstu domácí poptávky.

Také vývoj cen výrobních vstupů ovlivnil výsledky finančního hospodaření sledovaného souboru podniků. Přestože se oslabení kurzu nadále promítalo do meziroční změny dovozních cen surovin a materiálů, **materiálová náročnost výkonů**⁵⁵ i ve druhém čtvrtletí 2014 meziročně klesala (o 0,3 procentního bodu; Tab. III.5.3), i když ve znatelně menší míře než v předchozím čtvrtletí. Příčinu zmírnění jejího poklesu lze vidět zejména ve zpracovatelském průmyslu, kde ve druhém čtvrtletí 2014 předstihlo tempo meziročního růstu výkonové spotřeby tempo růstu výkonů. Je pravděpodobné, že k tomu přispěl dočasně obnovený růst světových cen ropy, který se zřetelně odrazil v cenách výrobců v odvětví koksů a rafinérských ropných produktů. Meziročně klesala též **mzdová náročnost výkonů**⁵⁶ (ve druhém čtvrtletí 2014 o 0,5 procentního bodu), i když se osobní náklady meziročně zvýšily. Výkony však rostly zřetelně rychleji (Tab. III.5.3).

Na meziročním růstu tržeb, výkonů a provozního zisku se podílely především podniky ve **zpracovatelském průmyslu** (Graf III.5.21), který ve sledovaném souboru podniků nad 50 zaměstnanců vytvořil přes 50 % hrubého provozního přebytku. Z pohledu **vlastnické struktury podniků** pak nejvíce dynamiku tohoto ukazatele nadále ovlivňovaly podniky pod zahraniční kontrolou, jejichž produkce je převážně směřována na vývoz. Jejich podíl na dosaženém meziročním růstu provozního zisku se ve stejném souboru nefinančních podniků pohyboval ve druhém čtvrtletí letošního roku na úrovni 60 %.

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

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

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

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵⁷ ukazují ve druhém čtvrtletí 2014 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Počínaje říjnem tohoto roku přešla Statistika čtvrtletních finančních účtů na novou evropskou **metodiku ESA 2010**. Tato změna metodiky přináší ve vybraných instrumentech a sektorech detailnější pohled do struktury. Jedná se zejména o podrobnější členění v sektoru Finančních institucí na více subsektorů. Nově byla statistika rozšířena také o instrument Finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie. Vzhledem k metodickým změnám jsou prozatím v čase srovnatelné údaje dostupné pouze od čtvrtého čtvrtletí 2012.

Meziroční tempo růstu **finančních závazků nefinančních podniků** ve druhém čtvrtletí 2014 zpomalilo (Graf III.5.22). K tomu přispěl jak pokles hodnoty účastí, tak nižší dynamika dluhových cenných papírů a ostatních závazků. Naopak vyššího příspěvku dosáhly úvěry. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** ve druhém čtvrtletí zpomalil na 7 %. Nejvíce se na tomto vývoji podílely půjčky a účasti (změny registrovaného kapitálu podniků). 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.

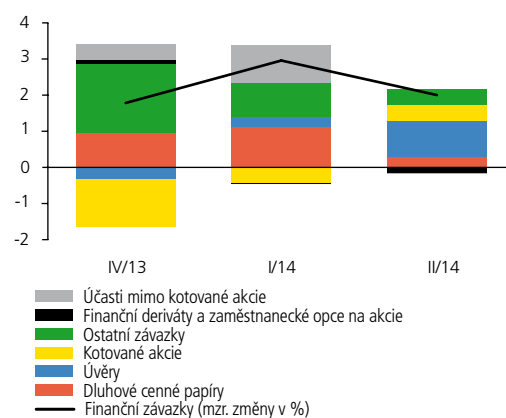
Domácnosti jsou tradičně čistými věřiteli v národním hospodářství, přičemž jejich čistá finanční pozice se stabilně pohybuje kolem úrovně 70 % HDP. Meziroční růst čistých **finančních aktiv domácností** ve druhém čtvrtletí 2014 zrychlil na 6,7 % a jejich přírůstek představoval 8,5 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.23). Růst hrubých **finančních aktiv** se rovněž zvýšil, a to na 5,6 %. Nejvíce k němu přispěly oběživo a vklady, zejména převoditelné vklady. Ve směru zpomalování růstu finančních aktiv naopak působil příspěvek dluhových cenných papírů. Meziroční růst **finančních závazků domácností** zpomalil na 3,5 % vlivem nižšího příspěvku dlouhodobých půjček a více záporného příspěvku krátkodobých půjček.

GRAF III.5.22

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Ve druhém čtvrtletí 2014 růst finančních závazků podniků zpomalil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

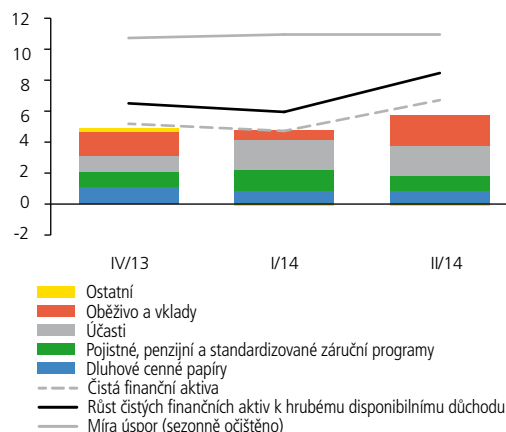


GRAF III.5.23

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Růst čistých finančních aktiv domácností zrychlil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)

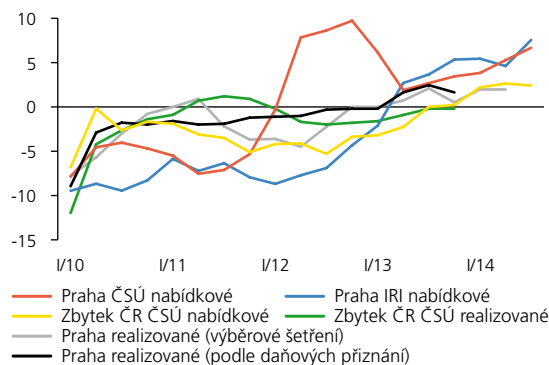


⁵⁷ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci druhého čtvrtletí 2014 1,7 tisíce nefinančních podniků.

GRAF III.5.24

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Pokračoval růst cen nemovitostí jak v Praze, tak i ve zbytku ČR (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve třetím čtvrtletí 2014 pokračoval růst **nabídkových cen starších bytů** z první poloviny letošního roku. Meziroční růst těchto cen akceleroval především v Praze, a to jak podle dat ČSÚ (zrychlení z 5,3 % na 6,7 %), tak podle alternativních zdrojů (dle IRI zrychlení ze 4,6 % na 7,6 %; Graf III.5.24). Nabídkové ceny bytů rostly i v mimopražských regionech, i když mírněji; podle údajů ČSÚ se jejich meziroční růst zmírnil z 2,6 % na 2,4 %. Vývoj nabídkových cen v jednotlivých mimopražských regionech byl podle IRI nadále značně diferencovaný, když se cenový růst pohyboval v rozmezí od -4,3 % do 7,7 % (průměrný růst činil 2 %). Oproti předchozímu čtvrtletí se však zvýšil počet regionů s meziročně rostoucími cenami.

Oživení trhu nemovitostí naznačuje i vývoj **realizovaných cen bytů z výběrového šetření ČSÚ** za druhé čtvrtletí 2014, podle kterého se ceny meziročně zvýšily o 2 % jak v Praze, tak mimo Prahu. Obnovení mírného růstu realizovaných cen bytů v roce 2014 po jejich poklesu v předchozích letech potvrzují i alternativní údaje HB Indexu, dle kterého ceny bytů v ČR celkově meziročně vzrostly ve druhém čtvrtletí o 1,3 %. Podle údajů z výběrového šetření ČSÚ nicméně realizované ceny nových bytů v Praze mezičtvrtletně poklesly o 0,6 % a meziroční růst těchto cen tak zpomalil na polovinu (na 1,2 %). Souběžně pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2014 nárůst prodeje nových bytů v Praze (meziročně o 28 %) s tím, že podíl bytů koupených pro investici se zvýšil na 30 %.⁵⁸

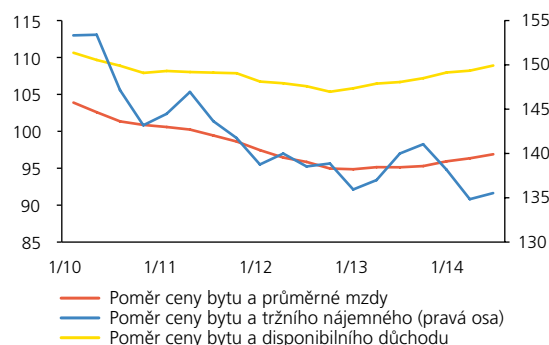
Poměrové ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí ve třetím čtvrtletí 2014 v reakci na oživení cen mírně rostly (Graf III.5.25). Indikátory dostupnosti bydlení⁵⁹, tedy **poměr ceny bytu a průměrné mzdy**, resp. disponibilního důchodu, se mezičtvrtletně zvýšily o 0,5, resp. 0,7 procentního bodu, od svých minimálních hodnot z konce roku 2012 pak již vzrostly o 2,1, resp. o 3,4 procentního bodu. **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** se zvýšil o 0,7 procentního bodu, pohybuje se však na poměrně nízkých úrovních. Vývoj tohoto indikátoru je však v rámci regionů poměrně diferencovaný. Zatímco v Praze pokračoval, i přes poměrně vysoký růst cen, mezičtvrtletní pokles poměru ceny a tržního nájemného o 1,5 %, ve zbytku ČR se tento ukazatel v průměru zvýšil o 3,5 %.

Celkově vývoj na trhu nemovitostí odpovídá postupnému růstu domácí ekonomické aktivity. Oživování trhu nemovitostí lze vnímat jako narovnávání jeho předchozích poměrně výrazných poklesů. Ceny

GRAF III.5.25

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí ve třetím čtvrtletí 2014 mírně rostly (průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



58 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.

59 Při výpočtu indikátorů dostupnosti bydlení byl pro třetí čtvrtletí 2014 nárůst realizovaných cen bytů aproximován růstem cen nabídkových dle ČSÚ. U indikátoru poměru ceny a disponibilního důchodu byla revidována historická data v souvislosti s přechodem na ESA 2010.

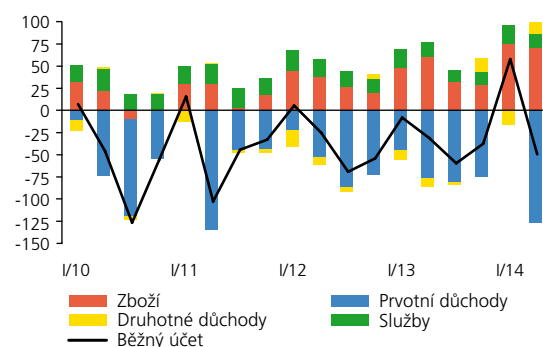
nemovitostí rostou, přičemž nabídkové ceny bytů se v této fázi vyvíjejí dynamičtěji než ceny realizované. Ukazatele udržitelnosti cen bydlení, stejně tak jako ostatní metody, nadále neindikují výraznější nadhodnocení cen nemovitostí. Pro zbytek roku 2014 i pro rok 2015 lze i nadále očekávat mírný růst cen nemovitostí v souvislosti s oživením ekonomické aktivity, dynamiky růstu mezd a uvolněními měnovými podmínkami.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

Běžný účet přešel ve druhém čtvrtletí 2014 z přebytku do schodku hlavně v důsledku prohloubení schodku prvotních důchodů

(v mld. Kč)

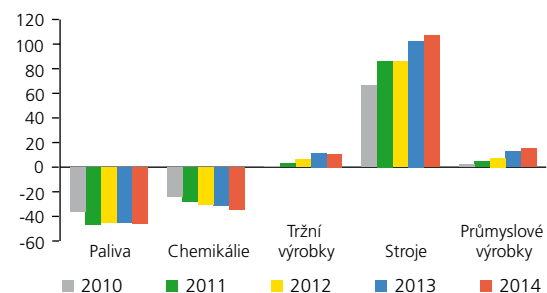


GRAF III.6.2

ZAHRAŇIČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM

Meziroční růst přebytku zahraničního obchodu se zbožím byl ve druhém čtvrtletí 2014 nejvýrazněji ovlivněn růstem přebytku strojů

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

III.6 PLATEBNÍ BALANCE⁶⁰

Pro vývoj platební bilance ve druhém čtvrtletí 2014 byl charakteristický velmi vysoký schodek prvotních důchodů, spojený zejména s důchody z přímých investic ve formě dividend vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však z velké části zmírněn přebytkem bilance zboží a služeb v důsledku rostoucího přebytku obchodu se zbožím. V rámci finančního účtu došlo k velkému odlivu kapitálu ve formě portfoliových investic, především vlivem splátek dluhopisů rezidentů emitovaných na zahraničních trzích. Tento odliv byl však převážen čistým přílivem kapitálu v podobě přímých a ostatních investic.

III.6.1 Běžný účet

Po vysokém přebytku v prvním čtvrtletí 2014 dosáhl **běžný účet** platební bilance ve druhém čtvrtletí schodku 29,6 mld. Kč, který se meziročně prohloubil o více než 18 mld. Kč. Prohloubení celkového schodku bylo spojeno hlavně s vývojem prvotních důchodů (dříve bilance výnosů; Graf III.6.1). Roční klouzavé saldo běžného účtu přešlo ve druhém čtvrtletí znovu do schodku. Roční klouzavý úhrn běžného účtu v poměru k HDP dosáhl -0,2 % a v porovnání s prvním čtvrtletím, kdy byl kladný, klesl o 0,4 procentního bodu.

Přebytok bilance **zboží** dosáhl ve druhém čtvrtletí 69,5 mld. Kč a meziročně se zvýšil o téměř 11 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispěl výhradně cenový vývoj, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, který byl z poloviny kompenzován snížením salda v reálném vyjádření. Meziroční růst nominálního obchodního obrátu ve srovnání s předchozím čtvrtletím sice zpomalil, nadále však dosahoval dvouciferných hodnot. Podobně jako v předchozím čtvrtletí byl podpořen především vývojem v reálném vyjádření. Zmírnění dynamiky obchodního obrátu souviselo zejména se zpomalením růstu vývozu zboží (meziročně na necelých 13 %) v důsledku zpomalení růstu poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Růst vývozu byl na druhou stranu nadále podporován oslabením kurzu koruny. Zrychlující celková domácí poptávka v kombinaci se slabším kurzem koruny se projevila v dalším rychlém nominálním růstu dovozu zboží, především pak ve velmi rychlém růstu dovozu pro investiční užití. Z pohledu komoditní struktury bylo meziroční zvýšení celkového přebytku nejvýrazněji ovlivněno růstem kladného salda skupiny strojů

⁶⁰ Data v textu poprvé vycházejí z údajů zpracovaných na základě nového manuálu platební bilance BPM6. Jde o nový mezinárodní standard platební bilance MMF, v jehož rámci dochází k několika významnějším změnám proti dosud uplatňované metodice. Zaprvé došlo ke změně názvu řady položek (například dřívější obchodní bilance se změnila na bilanci zboží, z bilance výnosů jsou nyní prvotní důchody). Zadruhé došlo ke změně při používání znamének u finančního účtu: nyní se používá (jako u investiční pozice) pro čistý růst závazků rezidentů vůči nerezidentům i v rámci přímých investic znaménko mínus, pro čistý růst pohledávek rezidentů vůči nerezidentům znaménko plus. Zatřetí byly provedeny některé věcné změny v platební bilanci. Například došlo k přesunu zušlechťovacích operací a oprav z obchodní bilance do bilance služeb, poplatky za využívání duševního vlastnictví se přesouvají z kapitálového účtu do bilance služeb a změny devizových rezerv centrální banky jsou nově součástí finančního účtu pod názvem rezervní aktiva.

a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu třetího čtvrtletí meziroční růst celkového přebytku dále pokračoval a za červenec až srpen dosáhl 9 mld. Kč.

Přebytek bilance **služeb** ve druhém čtvrtletí 2014 činil 15,7 mld. Kč (Graf III.6.3) a meziročně se mírně snížil. Na dosaženém přebytku služeb se nejvýznamněji podílel přebytek cestovního ruchu (11,7 mld. Kč) a mírnými přebytky skončily i dílčí bilance výrobních služeb a oprav i dopravy. Ostatní služby zaznamenaly na rozdíl od prvního čtvrtletí 2014 mírný schodek, a to zejména v důsledku schodků poplatků za využívání duševního vlastnictví a pojišťovacích služeb. K meziročnímu snížení celkového přebytku bilance služeb přispěly také ostatní služby, především v důsledku rychlého růstu výdajů za podnikatelské služby.

Ve srovnání s přebytkovou bilancí zboží a služeb skončily **prvotní důchody** (dříve bilance výnosů) ve druhém čtvrtletí 2014 schodkem 128 mld. Kč, který se v důsledku rychlého růstu výdajů meziročně prohloubil o více než 51 mld. Kč. Rozhodující složkou celkové bilance představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající hlavně ze schodku důchodů z přímých investic ve výši 125 mld. Kč. Ten souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a v menším rozsahu s předpokládanou hodnotou zisku reinvestovaného v ČR. Také meziroční zvýšení celkového schodku bilance prvotních důchodů bylo nejvýrazněji ovlivněno vývojem důchodů z přímých investic, především dividend. Schodek vykázaly i důchody z portfoliových investic, ovlivněné hlavně platbami úroků z dluhových cenných papírů nerezidentům. Mírné přebytky naopak zaznamenaly náhrady zaměstnancům, důchody z ostatních investic a ostatní prvotní důchody, související s převody z rozpočtu EU.

Druhotné důchody (dříve běžné převody) skončily ve druhém čtvrtletí přebytkem 13,3 mld. Kč a meziročně se zvýšily o téměř 24 mld. Kč. Jejich nejvýznamnější součástí byl přebytek bilance běžné mezinárodní spolupráce ve výši 26,1 mld. Kč, který převážně souvisel s čistým čerpáním zdrojů z rozpočtu EU. Rovněž meziroční zvýšení celkového salda bylo nejvíce spojeno s růstem příjmů v této dílčí bilanci. Směrem ke zmírnění celkového přebytku naopak působily odvody ČR do rozpočtu EU.

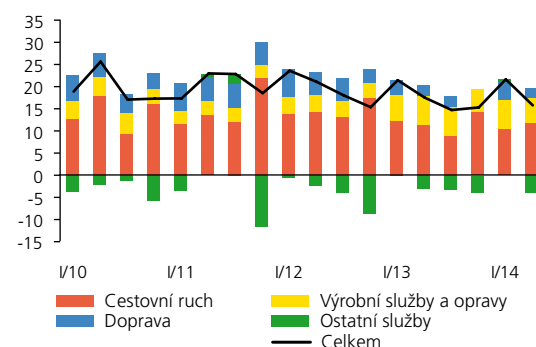
III.6.2 Kapitálový účet

Rovněž **kapitálový účet** dosáhl přebytku, který však byl v tomto čtvrtletí v důsledku absence znatelného čerpání zdrojů z rozpočtu EU jen velmi mírný (0,7 mld. Kč). V meziročním srovnání se vlivem rychlejšího poklesu příjmů než výdajů přebytek snížil o více než 3 mld. Kč.

GRAF III.6.3

SLUŽBY

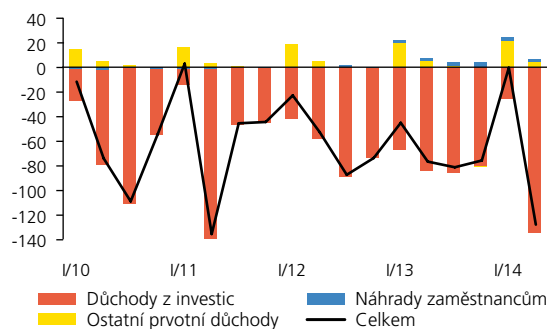
K přebytku bilance služeb ve druhém čtvrtletí 2014 přispěly cestovní ruch, výrobní služby a opravy a doprava (v mld. Kč)



GRAF III.6.4

PRVOTNÍ DŮCHODY

V rámci prvotních důchodů došlo ve druhém čtvrtletí 2014 především k výraznému prohloubení schodku důchodů z investic (v mld. Kč)

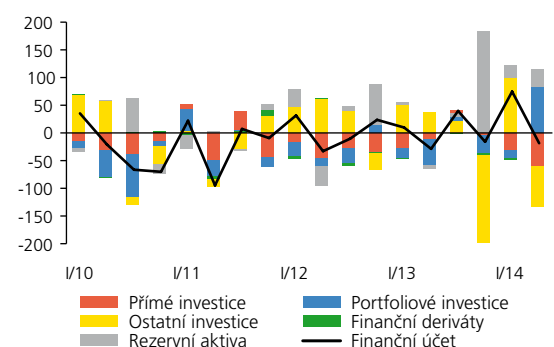


GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Finanční účet přešel ve druhém čtvrtletí 2014 z čistých půjček do čistých výpůjček především vlivem změny toků ostatních investic

(v mld. Kč)

III.6.3 Finanční účet⁶¹

Ve druhém čtvrtletí 2014 zaznamenal **finanční účet** platební bilance čistý příliv kapitálu ve výši 18,5 mld. Kč, který souvisel zejména s přílivem kapitálu v podobě přímých a ostatních investic. Ve směru zmírnění celkového přílivu kapitálu působily portfoliové investice a (nově zařazený) přírůstek rezervních aktiv (Graf III.6.5).

V rámci **přímých investic** byl ve druhém čtvrtletí 2014 dosažen čistý příliv kapitálu ve výši 58,6 mld. Kč (Graf III.6.6), který se meziročně zvýšil o téměř 49 mld. Kč. Pro české investice v zahraničí byly určující splátky úvěrů zahraničními podniky tuzemským společnostem, především významná zpětná investice v rámci spřízněných energetických firem. Čistý příliv přímých investic do ČR byl nejvýznamněji ovlivněn přijatými úvěry. Naopak ve směru zmírnění přílivu působilo snížení základního jmění v energetických podnicích.

Na rozdíl od předchozích dvou čtvrtletí zaznamenaly **portfoliové investice** ve druhém čtvrtletí 2014 vysoký odliv zdrojů v rozsa- hu 81,5 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly splátky vládních a podnikových dluhopisů emitovaných na zahranič- ních trzích. V obchodování s tuzemskými akciemi naopak mírně převá- žily nákupy. Ke zvýšení odlivu kapitálu v oblasti portfoliových investic přispěly také nákupy zahraničních cenných papírů tuzemskými inves- tory, a to zejména akcií a podílů v investičních fondech. Meziroční změna portfoliových investic o téměř 130 mld. Kč při přechodu z pří- livu kapitálu do odlivu byla důsledkem letošních splátek dluhopisů emitovaných v zahraničí. Přitom v loňském roce byly naopak nové dlu- hopisy na zahraničních trzích vydávány.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty a zaměstnaneckými opcemi na akcie** vedlo k čistým výpůjčkám 0,5 mld. Kč, které se me- ziročně velmi mírně snížily.

U **ostatních investic** byl zaznamenán čistý příliv kapitálu ve výši 73,7 mld. Kč, spojený zejména s navýšením krátkodobých zahranič- ních vkladů u tuzemských měnových finančních institucí. V opačném směru naopak působilo poskytnutí krátkodobých půjček do zahraničí měnovými finančními institucemi, splátky dlouhodobých půjček nere- zidentům vládou a podniky a zvýšení obchodních úvěrů poskytnutých zahraničním odběratelům. K výrazné meziroční změně toků ostat- ních investic, převyšující 110 mld. Kč, přispěl především vývoj oběživa a vkladů.

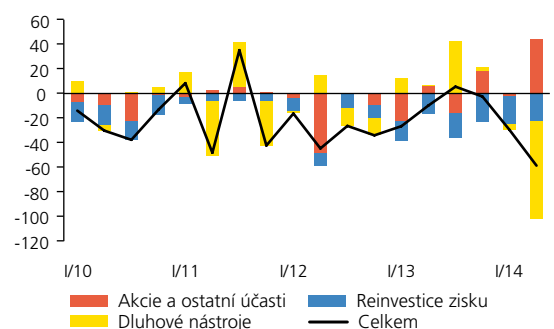
61 V textu o vývoji finančního účtu zavádí BPM6 několik změn pojmů pro jednotlivé položky. Nově se používá v souvislosti se stranou aktiv pojem „čisté pořízení finančních aktiv“ a v souvislosti se stranou pasiv pojem „čistý přírůstek závazků“. Kladná hodnota nyní označuje jak růst čistého pořízení aktiv, tak růst čistého přírůstku závazků; záporná hodnota naopak pokles čistého pořízení aktiv i čistého přírůstku závazků. Bilanční položky jsou propočteny jako rozdíl čistého pořízení aktiv a čistého přírůstku závazků. Výsledná kladná hodnota představuje „čisté půjčky“ (dříve čistý odliv kapitálu), záporná hodnota pak „čisté výpůjčky“ (dříve čistý příliv kapitálu).

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

K čistým výpůjčkám u přímých investic ve druhém čtvrtletí 2014 nejvýznamněji přispěly dluhové nástroje

(v mld. Kč)

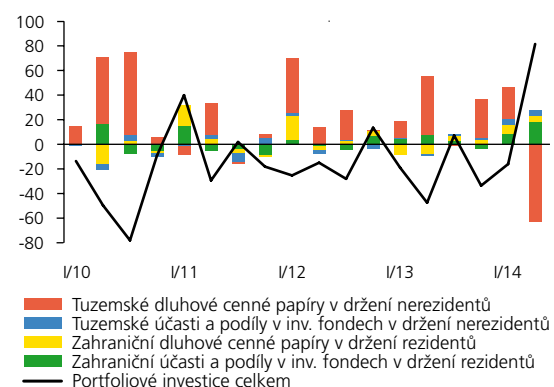


GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Ve druhém čtvrtletí 2014 zaznamenaly portfoliové investice vysoké čisté půjčky (čistý odliv kapitálu) zejména v důsledku splátek dluhopisů nerezidentům

(v mld. Kč)

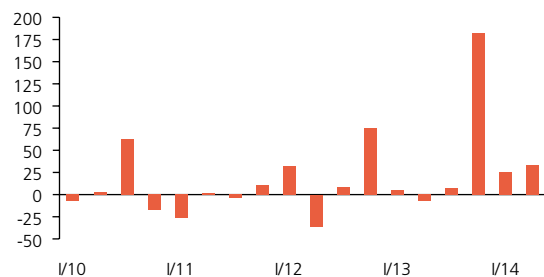


Rezervní aktiva se čtyři čtvrtletí v řadě zvyšovala. Ve druhém čtvrtletí 2014 činil jejich růst 32,8 mld. Kč (Graf III.6.8) v důsledku kladného salda transakcí pro klienty ČNB.

GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy se dále zvyšovaly vlivem transakcí pro klienty
(změny v mld. Kč)



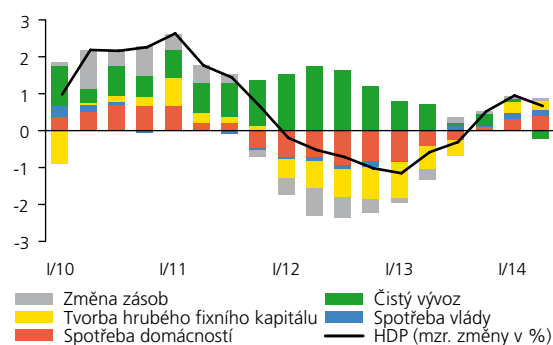
III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ve druhém čtvrtletí 2014 ekonomika eurozóny meziročně zpomalila svůj růst, přičemž mezičtvrtletně stagnovala, k čemuž přispěl zejména pokles německé a italské ekonomiky. Utlumený vývoj se očekává i ve třetím čtvrtletí 2014. V reakci na velmi nízkou inflaci a pokračující dezinflační tlaky snížila ECB v září opět své úrokové sazby a představila opatření k dalšímu uvolnění měnové politiky. Naopak Fed díky uspokojivému vývoji americké ekonomiky mohl pokračovat v postupném ukončování stimulačních opatření. Protisměrný vývoj měnových politik v eurozóně a v USA vedl k oslabování kurzu eura, které je očekáváno i v budoucnu. Silný dolar stlačuje ceny komodit, které však klesly i z důvodu rychlého růstu nabídky v období, kdy růst globální ekonomiky naopak slábne.

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

Ke zpomalení meziročního růstu HDP přispěl meziroční pokles čistého vývozu a zpomalení růstu fixních investic (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



III.7.1 Eurozóna

Meziroční růst HDP eurozóny ve druhém čtvrtletí zpomalil (na 0,7 % z 1 % v prvním čtvrtletí 2014; Graf III.7.1). K tomu přispěl záporný příspěvek čistých vývozů a nižší příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu; kladné příspěvky spotřeby domácností a vlády k růstu HDP se naopak oproti předchozímu čtvrtletí zvýšily. V mezičtvrtletním srovnání zůstal HDP eurozóny – po předchozích čtyřech čtvrtletích růstu v řadě – nezměněn, když v prvním čtvrtletí vzrostl o 0,2 %.⁶² Na zastavení mezičtvrtletního růstu v eurozóně se podílel vývoj ve třech největších ekonomikách, přičemž v Německu a Itálii HDP klesal a ve Francii nadále stagnoval. Naopak poměrně silný hospodářský růst vykázalo Španělsko, Nizozemsko a Portugalsko. Část zpomalení dynamiky hospodářského růstu eurozóny lze vysvětlit dočasnými a technickými faktory (mírná zima v prvním čtvrtletí, načasování svátků) a geopolitickým napětím. Přesto je v ekonomice patrné cyklické zpomalení, které bylo možno pozorovat i ve vývoji měsíčních ukazatelů za druhé čtvrtletí 2014.

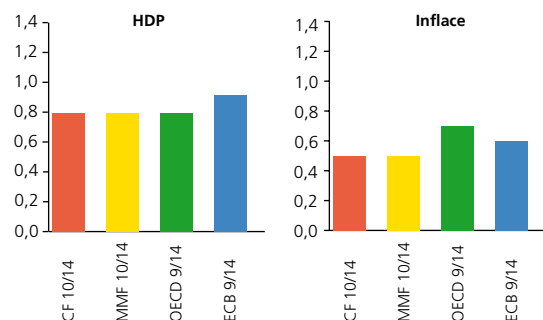
Dostupné **koincidenční a předstihové ukazatele** za třetí čtvrtletí 2014 signalizují pokračující utlumený vývoj v eurozóně. Stavební výroba v srpnu zaznamenala, stejně jako tržby v maloobchodě, meziměsíční nárůst přes 1 %. Průmyslová výroba ale v srpnu – po růstu v červenci – výrazně poklesla (meziměsíčně o 1,8 %), zejména v důsledku vývoje německého průmyslu. PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl na 14měsíční minimum (50,3)⁶³, přičemž jeho složka nových zakázek zaznamenala po více než roce pokles. Také ZEW indikátor ekonomického sentimentu se pohybuje na hranici stagnace. Sledované výhledy růstu HDP eurozóny byly revidovány směrem dolů, na jejich základě by měl růst eurozóny v letošním roce dosáhnout cca 0,8 % (Graf III.7.2). V příštím roce by měl pak zrychlit o necelého 0,5 procentního bodu.

GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO EUROZÓNU NA ROK 2014

Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2014 dosáhnout necelého 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.

62 Kladně přispěla k mezičtvrtletnímu růstu HDP spotřeba domácností, naopak příspěvek investic (jak fixních, tak tvorby zásob) byl záporný. Příspěvek spotřeby vlády byl neutrální. Čistý vývoz ovlivnil vývoj HDP kladně, když růst vývozu oproti prvnímu čtvrtletí 2014 zrychlil, zatímco dynamika dovozu zpomalila.

63 Podle rychlého odhadu vzrostl v říjnu PMI ve zpracovatelském průmyslu eurozóny na 50,7.

Inflace měřená **HICP v eurozóně** se již rok pohybuje pod úrovní 1 % a v září 2014 se snížila až na 0,3 %, tedy na nejnižší hodnotu od října 2009 (Graf III.7.3). Za poklesem inflace stojí především záporný příspěvek cen energetických komodit a snížení kladného příspěvku ostatních složek spotřebního koše s výjimkou cen potravin. Nízké hodnoty inflace se očekávají i na výhledu – v letošním roce by měla dosáhnout cca 0,5 %, v příštím roce by se měla přiblížit k úrovni 1 %. Její hodnoty budou přitom ovlivněny slabou domácí a zahraniční poptávkou a nižšími cenami energií, v opačném směru bude působit slabší kurz eura a uvolněná měnová politika ECB.

ECB na svém zářijovém zasedání reagovala na dlouhodobě utlumený cenový vývoj posunutím svých základních sazeb o 10 bazických bodů směrem dolů. Základní nabídková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu tak byla snížena na 0,05 %, úroková sazba vkladové facility na -0,2 % a mezní záůjční sazba na 0,3 %. Byly také představeny dva programy nákupů aktiv soukromého sektoru: program nákupu cenných papírů krytých aktivy (ABSPP), který bude spuštěn v posledním čtvrtletí letošního roku, a další program nákupu krytých dluhopisů finančního sektoru (CBPP3), jehož první kolo bylo zahájeno 20. října. V září bylo také spuštěno první kolo cílených dlouhodobějších refinančních operací (program TLTRO, představený 5. června 2014), jehož využití bylo hluboko pod tržními očekáváním. Některé banky mohou nicméně preferovat další kolo (v prosinci 2014), mimo jiné z důvodu dokončení hodnocení kvality aktiv (AQR) a zátěžových testů bank eurozóny ze strany ECB. Ty prověřily odolnost 130 bank eurozóny na základě dat z 31. prosince 2013. Dle výsledků publikovaných 26. října 2014 testy neprošlo 25 testovaných bank, přičemž u 12 z nich již došlo v průběhu roku 2014 k dostatečnému navýšení kapitálu nad hranici požadovanou při předpokládaném nepříznivém scénáři. Hodnocení kvality aktiv dále ukázalo nadhodnocení účetní hodnoty aktiv testovaných bank v celkové výši 48 mld. EUR. Na základě sjednocené klasifikace úvěrů v selhání (NPL) došlo k navýšení jejich objemu o 136 mld. EUR na 879 mld. EUR.

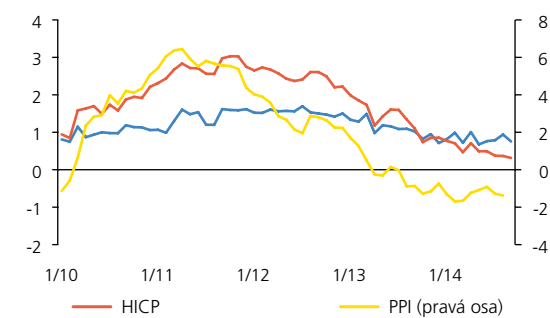
Německá ekonomika ve druhém čtvrtletí 2014 mezičtvrtletně poklesla o 0,2 % po předchozím růstu o 0,7 % a meziroční růst se snížil o 0,9 procentního bodu na 1,3 % (Graf III.7.4). Došlo k tomu v důsledku slabšího vývoje spotřeby domácností, fixních investic a čistého vývozu. Příčinou ekonomického oslabení ve druhém čtvrtletí 2014 byla velmi teplá zima, která způsobila přesun hospodářských aktivit, zejména investic, z druhého do prvního čtvrtletí. Dále to bylo zpomalení růstu v některých významných oblastech odbytu německého vývozu a vojensko-politická krize na Ukrajině.

Pro třetí čtvrtletí 2014 **říjnový CF** očekává stagnaci nebo jen slabý mezičtvrtletní hospodářský růst. Obdobný výhled pro druhou polovinu roku 2014 představila i Bundesbanka. Německá vláda a hlavní německé ekonomické ústavy jsou ještě pesimističtější a pro toto období očekávají mírný mezičtvrtletní pokles HDP. Negativnímu výhledu pro třetí čtvrtletí 2014 nasvědčuje i podstatné zhoršení vývoje průmyslové

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2014 oproti předchozímu čtvrtletí dále snížila, ceny výrobců pokračovaly v poklesu
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

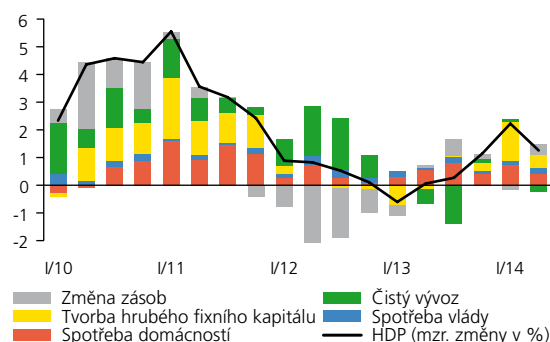


GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve druhém čtvrtletí 2014 se tempo hospodářského růstu významně snížilo v důsledku slabšího vývoje spotřeby domácností, fixních investic a čistého vývozu

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



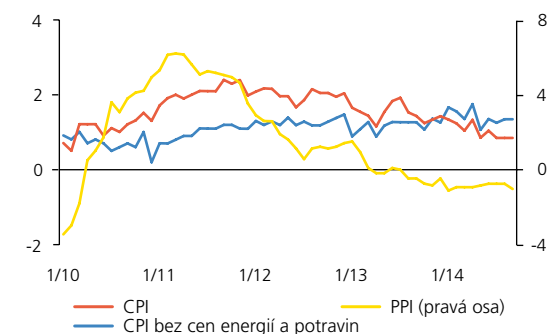
GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

V září se inflace nacházela již třetí měsíc v řadě na hladině 0,8 %.

Ceny průmyslových výrobců pokračují ve zřetelném poklesu

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



výroby za první dva měsíce třetího čtvrtletí 2014⁶⁴ (meziměsíční pokles a meziroční stagnace) ve srovnání se druhým čtvrtletím 2014. Předstihové ukazatele se převážně snížily. PMI v průmyslu sice v září vzrostl na 51,6, ale až po srpnovém poklesu pod hranici 50. Naproti tomu maloobchodní obrat se v červenci a srpnu zvýšil, zaměstnanost roste již šesté čtvrtletí v řadě (o 0,8 %), míra nezaměstnanosti se udržela na 4,9 %, počet volných míst se dále zvýšil a reálné mzdy letos rostou zhruba 2 % tempem, takže lze očekávat silný růst spotřeby domácností. Říjnový CF rovněž snížil oproti červenci odhady růstu HDP za celé roky 2014 a 2015 ze 2 % pro oba roky na 1,4 %, resp. na 1,5 %. Ještě výrazněji snížila svoji předpověď ekonomického růstu německá vláda, a to na 1,2 %, resp. 1,3 %.

Německá inflace zůstala v září již třetí měsíc v řadě na úrovni 0,8 % (Graf III.7.5). Rychlejší růst cen potravin byl vyvážen silnějším poklesem cen energií. Jádřová inflace zůstává na úrovni 1,3 %. Podle říjnového CF by se inflace měla ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku zvýšit na 1,2 % a v příštím roce dále zrychlit a přiblížit se zdola k úrovni 2 %.

Slovenská ekonomika si i ve druhém čtvrtletí letošního roku udržela vysoké tempo mezičtvrtletního i meziročního růstu HDP (o 0,6 %, resp. 2,4 %). Pokles čistého vývozu, způsobený hlavně snížením poptávky po slovenských vývozech v zemích eurozóny, byl kompenzován nárůstem domácí poptávky. Rychlý hospodářský růst je doprovázen poklesem nezaměstnanosti, jejíž míra se v červenci meziročně snížila o 1,1 procentního bodu na 13,3 %, a růstem zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2014 o 0,5 %. Říjnový CF pro zbytek letošního roku očekává mezičtvrtletní i meziroční růst HDP zhruba na úrovni prvního pololetí letošního roku. Za celý letošní rok by tak mělo tempo ekonomického růstu dosáhnout 2,5 % a v roce 2015 se zvýšit na 2,9 % díky rychlejšímu růstu domácí poptávky.

Pokles **spotřebitelských cen** na Slovensku, pozorovaný již čtvrtý měsíc v řadě, se v září poněkud zmírnil (na -0,1 %). K záporné inflaci přispívá zejména pokles cen potravin a energií. Pro celý letošní rok říjnový CF dále snížil svůj odhad průměrné inflace na 0,1 %. V příštím roce by měl růst spotřebitelských cen zrychlit na 1,4 %.

BOX 3

Dopady vojensko-politické krize na Ukrajině na ČR

Box přináší odhady dopadů **vojensko-politické krize na Ukrajině** na ČR. Nejprve jsou kvantifikovány bezprostřední přímé dopady výpadku zahraničního obchodu s Ukrajinou a Ruskem vlivem již přijatých obchodních sankcí. Vedle toho

⁶⁴ Oba měsíce je nutno posuzovat společně, neboť v letošním roce se v Německu značně posunuly termíny školních prázdnin, a tedy i dovolených, a v červenci a srpnu se tak významně změnila počty odpracovaných dnů. Tyto přesuny (nárůst v červenci a pokles v srpnu) postihly zejména automobilový průmysl.

jsou s využitím globálního ekonomického modelu NiGEM simulovány dopady hypotetického skokového poklesu ruského dovozu k širší kvantifikaci ekonomických dopadů na ČR v případě dalšího zhoršování ekonomické a politické situace.

Obrat zahraničního obchodu s Ruskem, resp. s Ukrajinou, se podílel na celkovém zahraničním obchodu ČR v roce 2013 hodnotou 4,5 %, resp. 0,8 %. Růst napětí mezi „západem“ a Ruskem, který vyústil do podoby vzájemných obchodních omezení⁶⁵, se může negativně projevit ve výpadech českých strojírenských vývozů do obou zemí, případně v poklesu příjmů z cestovního ruchu. Na straně dovozu do ČR by se jednalo o přeměrování dodávek a posílení dovozu ropy, plynu a železorných surovin a polotovarů z alternativních teritorií. Lze předpokládat, že **bezprostřední přímý dopad** v důsledku obchodních sankcí EU vůči Rusku a ruských sankcí na dovoz potravin bude z makroekonomického pohledu nevýznamný (být může být v případech jednotlivých podniků či odvětví citelný). Výpadek vývozu v roce 2014 nepřesáhne 1 mld. Kč a v roce 2015 se udrží pod úrovní 2 mld. Kč.

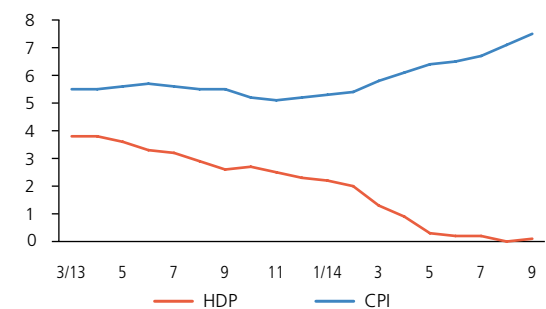
Dopad konfliktu na Ukrajině na českou ekonomiku byl dále simulován **globálním ekonomickým modelem NiGEM**, a to prostřednictvím hypotetického poklesu ruského reálného dovozu o 20 % po dobu jednoho roku (čtvrté čtvrtletí 2014 až třetí čtvrtletí 2015). Výpadek dovozu může být přitom ovlivněn nejen obchodními sankcemi, ale také nižším růstem ruské ekonomiky a znehodnocením rublu (Graf 1 a 2). Tento záporný poptávkový šok by dle provedené modelové simulace nepříznivě působil na českou ekonomiku nejen přes přímý obchodní kanál, ale také zprostředkovaně přes negativní dopad na eurozónu, která by kvůli tomu rostla v roce 2015 o 0,2 procentního bodu pomaleji. Dopad do inflace eurozóny by se projevil až v roce 2016 o 0,1 procentního bodu nižším růstem cen. Dopad do ceny ropy a měnového kurzu USD/EUR by byl téměř zanedbatelný. Česká ekonomika by v roce 2015 rostla také pomaleji (o 0,4 procentního bodu) s následným lehkým zrychlením růstu v roce 2016 (Tab. 1). U inflace by byl efekt zanedbatelný podobně jako v případě eurozóny. Tříměsíční úroková sazba PRIBOR by se pohybovala na lehce nižší hladině.⁶⁶

GRAF 1 (Box)

VÝVOJ VÝHLEDŮ MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP A INFLACE V RUSKÉ FEDERACI NA ROK 2014 DLE CF

V souvislosti s prohloubením napětí na Ukrajině a následnými sankcemi docházelo ke zhoršování výhledů pro ruskou ekonomiku

(meziroční změny v %)

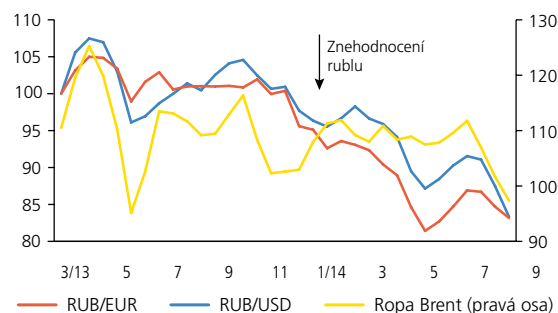


GRAF 2 (Box)

VÝVOJ KURZU RUBLU VŮČI USD A EUR A CENY ROPY BRENT

Odliv kapitálu z Ruské federace a pokles ceny ropy působily na oslabení rublu

(leden 2012 = 100, pravá osa USD/barel)



⁶⁵ Ve třetí fázi sankčních opatření EU vůči Rusku v září 2014 byla přijata omezení pro obchod se zbraněmi, vývoz zboží a technologií dvojího užití a vývoz technologií pro ropné odvětví a související obory (týká se pouze nových smluv, nikoli stávajících).

⁶⁶ Tato simulace nezohledňuje existenci nulové dolní meze úrokových sazeb. Scénář z jádrového predikčního modelu g3, který bere v úvahu výše zmíněný dopad 20% poklesu ruského reálného dovozu na zahraniční veličiny, implikuje velmi podobné sekundární dopady na českou ekonomiku.

TAB. 1 (Box)

SIMULACE DOPADU SNÍŽENÉHO DOVOZU RUSKA NA ČR MODELEM NiGEM

Pokles ruského dovozu o 20 % po dobu jednoho roku má dopad na růst české ekonomiky v řádu několika desetin procentního bodu

(v procentních bodech)

	2015	2016
HDP	-0,4	0,1
CPI	0,0	-0,1
3M PRIBOR	-0,1	-0,1

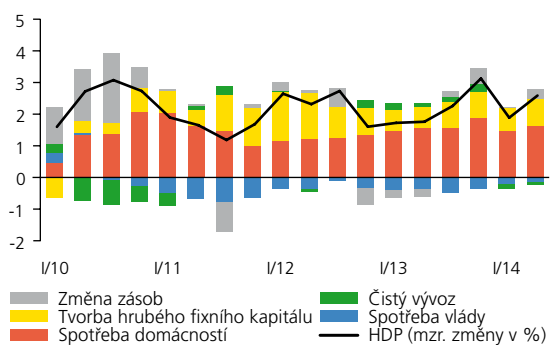
V případě permanentního šoku do ruského dovozu ve stejném rozsahu (20% pokles) by dopad na ČR pro nejbližší období byl srovnatelný se scénářem s pouze ročním šokem. Rozdíly mezi oběma scénáři jsou patrné až v delším období, kdy v případě permanentního šoku efekty v roce 2016 rychle neodezní, ale pouze pozvolna se v delším období snižují. Domácí HDP by v takovém případě v roce 2015 zpomalil přibližně stejně jako v předchozím scénáři, v roce 2016 by byl meziročně nižší o 0,1 procentního bodu (oproti růstu o 0,1 procentního bodu ve scénáři s pouze ročním šokem). Dopad do inflace by zůstal zanedbatelný. O něco výraznější efekt by byl pozorován u tříměsíční úrokové sazby PRIBOR v roce 2016 (směrem k nižší úrovni).

GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Růst HDP ve druhém čtvrtletí 2014 opět zrychlil

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

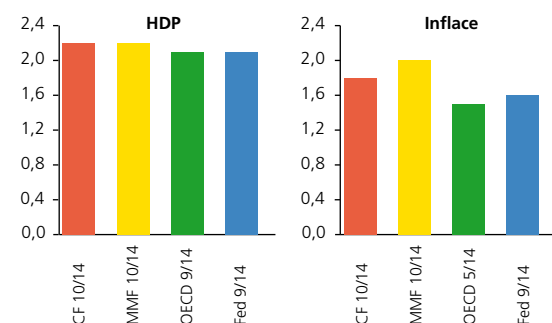


GRAF III.7.7

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.

III.7.2 Spojené státy

Po nižším růstu v prvním čtvrtletí 2014 zrychlil meziroční **hospodářský růst Spojených států** ve druhém čtvrtletí 2014 na 2,6 %. K meziročnímu růstu ve druhém čtvrtletí 2014 nejvíce přispěla spotřeba domácností a hrubá tvorba kapitálu, zatímco čistý export a spotřeba vlády působily zhruba neutrálně (Graf III.7.6). Reálný vývoz i reálný dovoz rostly přibližně stejným tempem (o 3,9 %, resp. 3,8 %). V mezičtvrtletním srovnání HDP ve druhém čtvrtletí letošního roku výrazně zrychlil na 4,4 % (anualizovaně). Kumulovaný roční deficit běžného účtu na HDP se ve druhém čtvrtletí 2014 stabilizoval na hodnotě 2,3 %, a stejně tak kumulovaný deficit vládních výdajů na HDP se již třetí čtvrtletí v řadě pohybuje na stabilní úrovni okolo 3,1 %.

Ve třetím čtvrtletí 2014 se příznivě vyvíjela **průmyslová výroba**, jejíž meziroční růst dále mírně zrychlil na 4,4 %. Předstihový ukazatel PMI v průmyslu v září sice mírně poklesl, nicméně stále se pohybuje v pásmu expanze. V říjnu došlo k dalšímu zlepšení Michiganského indikátoru spotřebitelského sentimentu, který roste již čtvrtý měsíc v řadě. V září byl naproti tomu zaznamenán pokles indexu spotřebitelské důvěry (Conference Board). Spotřebitelská důvěra se však stále nachází poblíž svých střednědobých maxim. Za celé třetí čtvrtletí 2014 vzrostly maloobchodní tržby v běžných cenách oproti předchozímu čtvrtletí o 4 % (anualizovaně), což také ukazuje na pokračující pozitivní vývoj ve spotřebitelském sektoru, kterému napomáhá i klesající míra nezaměstnanosti (5,9 % v září).

Výhled růstu HDP v USA na rok 2014 je v porovnání s ostatními vyspělými zeměmi příznivý. Za první pololetí 2014 dosáhl meziroční růst HDP 2,2 % a stejným tempem by měl růst i ve zbytku letošního roku (Graf III.7.7). V roce 2015 by měla ekonomika dále zrychlit přibližně o 1 procentní bod.

Meziroční růst **spotřebitelských cen** by měl nadále setrvat pod 2 % cílem Fedu. Podle CF došlo navíc v říjnu k dalšímu poklesu inflačních očekávání. V samotném září spotřebitelské ceny meziročně vzrostly

o 1,7 %, stejně jako v předchozím měsíci. Ceny průmyslových výrobců v září zpomalily tempo meziročního růstu (Graf III.7.8) a již druhý měsíc v řadě meziměsíčně klesaly. Nižší inflační tlaky vyvolávají diskuzi o oddálení prvního zvýšení úrokových sazeb Fedem, které je nyní očekáváno na základě implikovaných výhledů z tržních výnosových křivek v polovině roku 2015. Očekávaná výše desetiletých výnosů v ročním horizontu mírně poklesla, což naznačuje, že zpřísnňování měnové politiky by nemuselo být tak rychlé.

Fed na svém říjnovém zasedání rozhodl o úplném ukončení nákupů MBS a dlouhodobých vládních dluhopisů. Již v září byly Fedem zveřejněny principy přechodu ke standardní měnové politice. Vyplývá z nich, že Fed přistoupí ke snižování držby aktiv ve své bilanci až za určitou dobu po prvním zvýšení základních úrokových sazeb tím, že přestane reinvestovat splátky jistiny držení aktiv.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči hlavním světovým měnám byl i ve třetím čtvrtletí 2014 pod vlivem změn v nastavení měnových politik ve vyspělých ekonomikách. Euro vůči americkému dolaru dále výrazně oslabovalo a na konci září prolomilo hranici 1,26 USD/EUR, což představuje meziroční oslabení o více než 6 %. K oslabení přispělo další uvolnění měnové politiky ze strany ECB nejen ve formě nižších základních sazeb, ale také pomocí dvou programů nákupu vybraných cenných papírů. Řada indikátorů potvrzuje pokračující utlumený hospodářský i cenový vývoj eurozóny, zatímco výhled pro americkou ekonomiku se dále zlepšil. V důsledku příznivého vývoje americké ekonomiky a přetrvávajících geopolitických rizik americký dolar ve třetím čtvrtletí 2014 posílil i vůči ostatním světovým měnám a měnám většiny rozvíjejících se ekonomik.

Vůči **britské libře** euro v průběhu třetího čtvrtletí 2014 oslabovalo, zatímco kurz vůči japonskému jenu byl bez jednoznačného trendu. Míra oživení ve Velké Británii v první polovině roku 2014 pozitivně překvapila, když ekonomický růst byl podpořen zejména vývojem ve službách a stavebnictví. Meziroční inflace se však v srpnu nečekaně snížila na nejnižší hodnotu za posledních pět let (na 1,2 %), takže očekávané zpřísnění měnové politiky se posunulo až na druhou polovinu roku 2015. Růstové vyhlídky pro japonskou ekonomiku byly naopak přehodnoceny směrem dolů. Ani slabší japonský jen vůči americkému dolaru výrazněji nepodpořil průmyslovou produkci a vývozy, zatímco domácí poptávka zůstává utlumená.

V první polovině října 2014 euro vůči hlavním světovým měnám mírně posílilo. Rostly obavy ze zpomalování globálního hospodářského růstu, které způsobily nárůst averze k riziku a pokles výnosů německých a amerických státních dluhopisů.

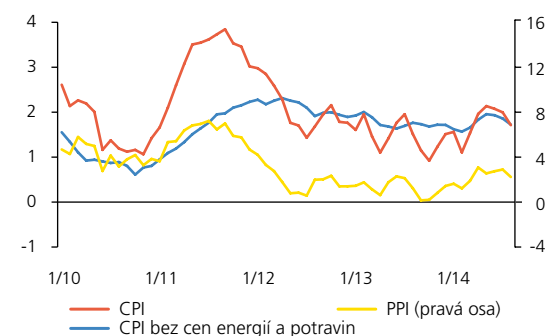
V horizontu jednoho roku očekává **říjnový CF** oslabení eura vůči americkému dolaru o 4 % a vůči britské libře o 3,7 %. Vůči japonskému jenu by však euro mělo zůstat stabilní (Graf III.7.9).

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Růst spotřebitelských cen se ve třetím čtvrtletí 2014 zmírnil na 1,8 %

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

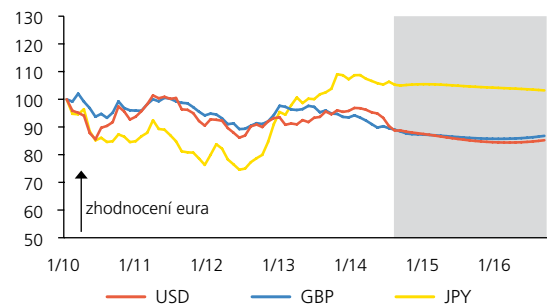


GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Ve třetím čtvrtletí 2014 euro vůči hlavním světovým měnám dále oslabilo

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

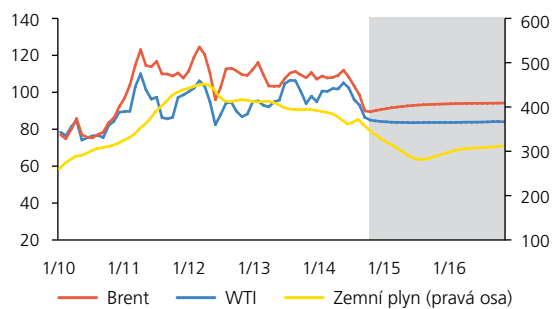


GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Od poloviny června do poloviny října 2014 ceny ropy výrazně poklesly, se zpožděním by měly klesat i ceny dlouhodobých kontraktů na zemní plyn

(ropa v USD/barel, zemní plyn [ruský na hranicích s Německem] v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF, výpočet ČNB)



III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Současný trend rychlého poklesu cen ropy trvá od poloviny června 2014. Průměrná měsíční **cena ropy Brent** poklesla z červnových 112 USD/barel na 98,6 USD/barel v září (Graf III.7.10). Aktuálně se přitom poprvé za 27 měsíců (a teprve podruhé od února 2011) dostala pod hranici 90 USD/barel. Důvodem poklesu cen je zejména rychlý růst těžby na severoamerickém kontinentu a obnovení dodávek z Libye, slábnoucí poptávka v eurozóně, Japonsku a Číně, a po celé uvedené období posilující kurz amerického dolaru. V první polovině října propad cen ještě zrychlil, když se ukázalo, že většina zemí OPEC nehodlá v reakci na propad cen snižovat těžbu, aby neztratily tržní podíl. V polovině října se cena ropy Brent relativně ustálila kolem úrovně cca 85 USD/barel.

Naskýtá se tak otázka, zda současný **pokles cen ropy** je dočasný nebo se jedná o dlouhodobější jev. Ještě nedávno představitelé kartelu OPEC uváděli, že pokles cen je pouze sezonním jevem a odezní s ukončením podzimní údržby v rafinériích před zimním obdobím. Zástupci Saudské Arábie však uvádějí, že nehodlají omezovat těžbu a nemají problém ani s poklesem ceny do blízkosti 80 USD/barel na rok nebo dva. Tento přístup následně přijala většina zemí OPEC ve snaze udržet si podíl na trhu s ropou. Zásadnější odpověď tak přinese pravděpodobně až pravidelné zasedání kartelu 27. listopadu, od kterého si někteří analytici slibují snížení těžebních limitů a oživení cen ropy. Omezení produkce by však mohlo přijít i ze severoamerického kontinentu, kde by část těžby z ropných písků a břidlic mohla být při nízké ceně ropy neekonomická. Nízká cena ropy by rovněž mohla nastartovat silnější růst poptávky, a tím dále přispět k obnovení rovnováhy na trhu.

Zatímco průměrná měsíční dolarová cena ropy Brent klesla v letošním roce mezi červnem a první polovinou října o 19,7 %, **pokles průměrné korunové ceny ropy** (13,5 %) byl zhruba o třetinu menší v důsledku oslabení kurzu koruny vůči dolaru (Graf III.7.11).

Tržní výhled očekává u cen ropy Brent postupný růst z aktuální úrovně na zhruba 94 USD/barel na konci roku 2016. To je výrazně méně, než činí předpověď EIA (102 USD/barel v roce 2015) nebo odhad říjnového CF (99,4 USD/barel v ročním horizontu). EIA rovněž snížila odhad průměrného diskontu ceny ropy WTI oproti ropě Brent pro rok 2015 z 10 na 7 USD/barel.

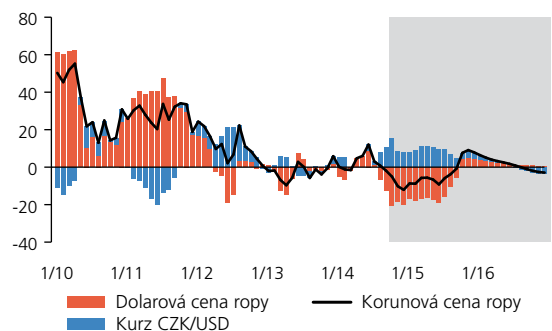
Americké rafinérie většinou nemají technologii optimalizovanou na **zpracování lehké ropy WTI** a tuto ropu před zpracováním míchají s těžšími typy ropy, většinou z dovozu. Současný rychlý růst těžby domácí lehké ropy vede ke snižování dovozu tohoto typu. S klesajícím dovozem ropy do USA tak klesá zejména dovoz lehké ropy, jejíž podíl na celkovém dovozu se pozvolna blíží nule. Pokud USA nepovolí vývoz surové ropy, může tento jev postupně vést k opětovnému nárůstu zásob ropy WTI a ke zvětšení diskontu její ceny oproti ceně ropy Brent.

GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Pokles dolarových cen ropy je částečně kompenzován oslabením kurzu koruny vůči americkému dolaru

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



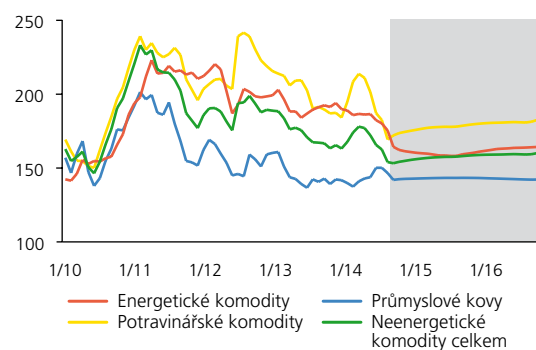
Ceny napříč komoditními trhy jsou nadále pod tlakem posilujícího dolaru. Celkový **index cen neenergetických komodit**, který klesá již od letošního května, v září svůj propad ještě zrychlil a dostal se nejnižší od listopadu 2009 (Graf III.7.12). K tomu přispěly jak index cen průmyslových kovů, tak zejména index cen potravinářských komodit. Ceny především u zrnin klesaly v důsledku dobré globální úrody, jejich pokles se však v říjnu zastavil. U cen kovů se k silné nabídkové straně přidává i slábnoucí průmyslová výroba v Číně a jejich index klesal i v první polovině října. Výhled je však pro oba dílčí cenové indexy již mírně rostoucí.

GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Prudký pokles indexů cen průmyslových kovů i cen potravinářských komodit se v říjnu zastavil. Výhled je mírně rostoucí

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



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

Graf I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	7
Graf I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf I.5	Prognóza růstu HDP	7
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	11
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	11
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	11
Graf II.1.4	3M EURIBOR	12
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	12
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	12
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	13
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	14
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	14
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	15
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	15
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	15
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	16
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	16
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	16
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	17
Graf II.2.11	Prognóza růstu HDP	17
Graf II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	17
Graf II.2.13	Přepočtený počet zaměstnanců	18
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	18
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	19
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	19
Graf II.2.17	Míra úspor domácností	19
Graf II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	20
Graf II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	20
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	24
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	24
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	25
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	25
Graf II.4.1	Vnímaná a očekávaná inflace	27
Graf II.4.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	28
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	29
Graf III.1.2	Inflace	31
Graf III.1.3	Struktura inflace	31
Graf III.1.4	Vývoj složek inflace	32
Graf III.1.5	Ceny potravin	32
Graf III.1.6	Struktura vývoje cen potravin	32
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	33
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	34
Graf III.2.2	Dovozní ceny	34
Graf III.2.3	Minerální paliva a maziva	34
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	35
Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	35
Graf III.2.6	Ceny energií a služeb souvisejících s vodou	36
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	36

Graf	III.2.8	Ostatní cenové okruhy	37
Graf	III.3.1	Hrubý domácí produkt	38
Graf	III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	38
Graf	III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	38
Graf	III.3.4	Disponibilní důchod	39
Graf	III.3.5	Struktura spotřeby domácností	39
Graf	III.3.6	Indikátory důvěry	39
Graf	III.3.7	Investice podle sektorů	40
Graf	III.3.8	Tvorba fixního kapitálu	40
Graf	III.3.9	Investice do obydlí	40
Graf	III.3.10	Čistý vývoz	41
Graf	III.3.11	Vývoz a dovoz	41
Graf	III.3.12	Podíly odvětví na růstu HPH	41
Graf	III.3.13	Průmyslová produkce	42
Graf	III.3.14	Nové průmyslové zakázky	42
Graf	III.3.15	Bariéry růstu v průmyslu	42
Graf	III.3.16	Ekonomický sentiment	43
Graf	III.3.17	Potenciální produkt	43
Graf	III.3.18	Mezera výstupu	43
Graf	III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	44
Graf	III.4.1	Indikátory trhu práce	45
Graf	III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	45
Graf	III.4.3	Přepočtené počty zaměstnanců	46
Graf	III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	46
Graf	III.4.5	Beveridgeova křivka	47
Graf	III.4.6	Průměrná mzda	47
Graf	III.4.7	Vývoj produktivity v NH	48
Graf	III.4.8	Mzdová náročnost produktu	49
Graf	III.5.1	Peněžní agregáty	50
Graf	III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2	50
Graf	III.5.3	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	50
Graf	III.5.4	Úvěry nefinančním podnikům	51
Graf	III.5.5	Nové korunové úvěry finančním podnikům	52
Graf	III.5.6	Úvěry podnikům určené k financování fixních investic	52
Graf	III.5.7	Měnová struktura podnikových úvěrů	52
Graf	III.5.8	Úvěry domácnostem	53
Graf	III.5.9	Zadluženost domácností	53
Graf	III.5.10	Základní sazby ČNB	54
Graf	III.5.11	Tržní úrokové sazby	54
Graf	III.5.12	Úrokové diferenciály	55
Graf	III.5.13	Výnosová křivka státních dluhopisů	55
Graf	III.5.14	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	55
Graf	III.5.15	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	56
Graf	III.5.16	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	56
Graf	III.5.17	Úrokové sazby z vkladů	56
Graf	III.5.18	Ex ante reálné sazby	57
Graf	III.5.19	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	57
Graf	III.5.20	Základní ukazatele hospodaření	58
Graf	III.5.21	Vývoj provozního zisku v odvětvích	58
Graf	III.5.22	Finanční závazky nefinančních podniků	59
Graf	III.5.23	Struktura finančních aktiv domácností	59
Graf	III.5.24	Realizované a nabídkové ceny bytů	60

Graf	III.5.25	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	60
Graf	III.6.1	Běžný účet	62
Graf	III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím	62
Graf	III.6.3	Služby	63
Graf	III.6.4	Prvotní důchody	63
Graf	III.6.5	Finanční účet	64
Graf	III.6.6	Přímé investice	64
Graf	III.6.7	Portfoliové investice	64
Graf	III.6.8	Devizové rezervy ČNB	65
Graf	III.7.1	HDP v eurozóně	66
Graf	III.7.2	Výhledy HDP a inflace HICP pro eurozónu na rok 2014	66
Graf	III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	67
Graf	III.7.4	HDP v Německu	67
Graf	III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	68
Graf	III.7.6	HDP ve Spojených Státech	70
Graf	III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2014	70
Graf	III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	71
Graf	III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	71
Graf	III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	72
Graf	III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	72
Graf	III.7.12	Ceny komodit	73

Tab.	II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	14
Tab.	II.2.2	Prognóza vybraných veličin	20
Tab.	II.2.3	Prognóza platební bilance	21
Tab.	II.2.4	Fiskální prognóza	22
Tab.	II.2.5	Fiskální impulz	22
Tab.	II.4.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	27
Tab.	II.4.2	Očekávané ukazatele dle CF	27
Tab.	III.1.1	Naplnění prognózy inflace	30
Tab.	III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	30
Tab.	III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	30
Tab.	III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	35
Tab.	III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	47
Tab.	III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	51
Tab.	III.5.2	Úvěrové standardy a vybrané podmínky při schvalování úvěrů podnikům podle jejich velikosti	53
Tab.	III.5.3	Ukazatele hospodaření nefinančních podniků	58

ABS	asset-backed securities (cenné papíry kryté aktivy)	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CF	Consensus Forecasts	ISPV	informační systém o průměrném výdělku
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	JPY	japonský jen
CZK, Kč	česká koruna	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČEB	Česká exportní banka	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČEZ	České energetické závody	MBS	mortgage-backed securities
ČNB	Česká národní banka	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČR	Česká republika	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ČSÚ	Český statistický úřad	NH	národní hospodářství
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	NHPP	národohospodářská produktivita
DPH	daň z přidané hodnoty	NiGEM	National Institute's Global Econometric Model
ECB	Evropská centrální banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIU	Economist Intelligence Unit	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EIB	Evropská investiční banka	PH	pohonné hmoty
EK	Evropská komise	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ESA	Evropský systém národních účtů	PPI	ceny průmyslových výrobců
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba (1T, 1M, 1R) (jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
EU	Evropská unie	PZI	přímé zahraniční investice
EUR	euro	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	RPSN	roční procentní sazba nákladů
Fed	centrální banka USA	USA	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
GBP	britská libra	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HICP	harmonizovaný cenový index	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Centrum evropského ekonomického výzkum)
HPH	hrubá přidaná hodnota		
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu		
IRI	Institut regionálních informací		

Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy	(box)	I/2011
Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3	(box)	II/2011
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru	(box)	II/2011
Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013	(box)	III/2011
Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení	(box)	III/2011
Dluhová situace Itálie	(box)	III/2011
Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu)	(příloha)	III/2011
Reforma penzijního systému	(box)	IV/2011
Ratingové hodnocení České republiky	(box)	IV/2011
Německo – hlavní obchodní partner ČR	(box)	IV/2011
Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011	(box)	I/2012
Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů	(box)	I/2012
Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011	(box)	I/2012
Revize spotřebního koše	(box)	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	(box)	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	(box)	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	(box)	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	(box)	III/2012
Vývoj míry úspor domácností	(box)	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	(box)	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	(box)	IV/2012
Revize čtvrtletních národních účtů	(box)	I/2013
Spotřeba, úspory a dluhové zatížení jednotlivých příjmových skupin domácností v roce 2012	(box)	III/2013
Avizované omezování kvantitativního uvolňování v USA a jeho vliv na vývoj výnosových křivek	(box)	III/2013
Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	(box)	IV/2013
Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	(box)	IV/2013
Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví a vývoje reinvestic	(box)	IV/2013
Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	(box)	IV/2013
Vliv oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny (input-output analýza)	(box)	I/2014
Vývoj a struktura zaměstnanosti na kratší pracovní dobu	(box)	II/2014
Obchodní vztahy České republiky s Ukrajinou a Ruskou federací	(box)	II/2014
Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci	(box)	III/2014
Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku	(box)	IV/2014
Revize národních účtů v souvislosti s přechodem na standard ESA 2010	(box)	IV/2014
Dopady vojensko-politické krize na Ukrajině na ČR	(box)	IV/2014

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva.

Fiskální impulz: veličina zohledňující vliv fiskální politiky na ekonomickou aktivitu v krátkém období.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky										
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	3 751,2	3 958,1	4 058,6	3 867,8	3 950,6	4 028,5	3 999,1	3 970,7	4 068,8	4 170,0	4 288,8
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	7,1	5,5	2,5	-4,7	2,1	2,0	-0,7	-0,7	2,5	2,5	2,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	3,8	4,1	2,8	-0,6	0,9	0,3	-1,8	0,4	1,4	2,0	2,1
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,4	0,4	1,1	3,0	0,4	-2,9	-1,0	2,3	1,7	2,1	2,0
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	10,5	14,3	0,9	-17,8	4,2	1,9	-3,6	-5,2	5,0	5,4	3,3
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,8	11,0	3,8	-9,5	14,4	9,3	4,3	0,3	9,3	8,7	7,5
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	11,9	12,8	2,8	-10,7	14,5	6,7	2,6	0,3	9,7	9,8	7,4
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2010, sez. očištěno	88,5	60,3	86,9	108,1	121,8	198,4	251,1	252,0	262,4	252,4	273,6
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-0,1	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-6,7	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	1,2	-	-	-
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	%, konec období	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	-	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	2,6	2,5	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	1,2	2,2
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	9,4	4,9	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	-0,2	1,9
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	0,5	1,5	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,5	0,9	1,3	2,3
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	-0,1	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,9	2,9	3,1	1,9	1,0	2,9
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	0,7	0,5	2,0	0,0	-1,2	-0,7	-0,3	-0,5	0,5	1,7	2,1
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	3,7	-0,1	4,3	-11,1	12,8	9,9	6,0	-2,1	0,6	-2,3	1,8
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	2,3	1,9	4,3	0,9	0,4	1,9	2,1	0,6	0,3	1,1	2,2
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,7	3,5	2,0	2,6	-1,4	-0,2	1,4	1,7	2,1	2,2	1,2
<i>Dílčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,4	0,5	1,9
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	1,3	16,4	10,8	-24,3	7,7	22,7	3,6	5,2	-3,5	-6,3	3,0
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	-	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	20,0	9,9	35,4	-36,5	28,4	38,2	0,7	-2,6	-5,6	-9,9	1,6
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,5	2,5	0,0	3,1	3,7	4,3
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,4	2,7	2,4	2,1
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,2	0,2	0,2
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,2	2,6	4,8	3,0	-1,7	0,3	2,9	0,4	1,3	1,8	1,9
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-7,2	2,4	-3,3	5,4	-6,3	0,8	4,2	2,8	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	5,5	3,3	0,4	-3,1	3,3	2,0	-1,2	-0,8	2,2	2,3	2,6
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	7,2	5,4	4,5	6,7	7,3	6,8	7,0	7,0	6,3	6,2	6,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,1	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	7,5	7,3
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	-79,1	-26,6	-84,6	-216,2	-174,5	-115,0	-161,5	-53,2	-60,5	-89,8	-70,5
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,3	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,4	-2,0	-1,5
Veřejný dluh (ESA 2010)	mld. Kč, běžné ceny	978,9	1 065,5	1 150,7	1 335,7	1 508,5	1 647,8	1 841,9	1 869,2	1 881,8	1 973,3	2 038,4
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	41,0	45,5	45,7	44,0	44,0	43,7
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	0,0	0,0	-4,4	65,0	40,4	75,5	123,8	163,6	245,0	265,0	300,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	0,0	0,0	-0,1	1,7	1,0	1,9	3,1	4,0	5,8	6,0	6,4
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	0,0	0,0	89,3	81,9	78,5	81,3	77,6	68,6	65,2	65,0	70,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	0,0	0,0	-75,3	-89,2	-141,8	-84,8	-63,3	-56,8	0,2	0,0	10,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	0,0	0,0	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-1,4	0,0	0,0	0,2
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	0,0	0,0	-36,3	-37,7	-95,0	-46,8	-121,3	-33,2	-160,0	-85,0	-115,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,6	19,6	-	-	-
Kč/EUR	průměr	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	26,0	-	-	-
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-5,1	-2,2	-12,6	5,3	-4,6	-2,1	1,5	3,5	-	-	-
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-1,3	-3,7	-8,6	4,6	-4,1	-3,1	2,6	2,3	-	-	-
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0	1,7	2,9	1,2	3,6	1,0	0,3
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	0,2	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,7	0,0	0,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	9,5	11,6	9,5	5,7	4,3	3,6	5,6	4,4	4,1	5,0	6,3
2 T repo sazba	%, konec období, progn. ČNB = prům.	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,89
3 M PRIBOR	%, průměr	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,4	1,2

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje/nezveřejňuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014				čtvrtletí roku 2015				čtvrtletí roku 2016			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
1 006,6	1 002,3	997,4	992,7	984,8	989,2	992,8	1 003,9	1 010,4	1 013,8	1 018,3	1 026,4	1 030,7	1 038,5	1 046,4	1 054,5	1 061,3	1 067,6	1 075,8	1 084,1
0,2	-0,6	-1,1	-1,4	-2,2	-1,3	-0,5	1,1	2,6	2,5	2,6	2,2	2,0	2,4	2,8	2,7	3,0	2,8	2,8	2,8
-1,2	-1,6	-1,9	-2,4	-0,6	-0,5	1,0	1,6	0,9	1,9	1,5	1,2	2,1	1,7	2,1	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2
-1,6	-2,0	-0,8	0,4	1,0	0,8	3,5	3,7	1,5	3,0	1,4	0,8	2,1	2,0	1,9	2,3	2,3	2,1	1,8	1,6
-2,6	-1,4	-5,1	-5,4	-6,0	-8,4	-3,3	-2,8	2,0	6,3	5,7	6,1	4,5	3,9	4,2	8,8	4,7	4,4	4,1	0,4
7,0	4,2	3,4	2,5	-4,6	-0,2	0,6	5,6	11,3	8,5	8,7	8,6	6,9	9,0	9,9	9,0	8,6	7,6	7,2	6,7
4,6	3,1	1,7	1,1	-4,3	-1,6	1,7	5,5	10,2	10,2	9,2	9,4	8,3	9,5	10,4	11,0	9,0	8,0	7,4	5,6
61,3	58,4	68,7	62,7	56,0	68,1	61,2	66,6	69,6	63,0	63,2	66,6	64,3	65,1	65,8	57,2	66,9	67,1	69,0	70,7
2,6	-0,8	-0,9	-4,1	-5,9	-2,8	3,7	5,0	6,7	5,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-10,0	-5,9	-6,2	-9,0	-11,2	-11,8	-3,9	-3,2	8,3	4,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,9	-2,2	-1,1	-1,7	-2,7	0,4	2,9	3,8	6,7	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	1,4	1,0	0,7	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,7	3,4	3,3	2,9	1,8	1,5	1,2	1,1	0,2	0,2	0,6	0,7	0,9	1,2	1,3	1,5	2,1	2,3	2,3	2,3
9,7	9,4	8,2	7,1	3,5	2,6	1,5	1,3	-4,1	-3,5	-2,2	-2,1	0,2	0,0	-0,6	-0,4	1,7	2,0	2,0	1,8
1,3	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	1,0	0,7	1,0	1,0	0,7	1,2	1,4	2,0	2,2	2,3	2,4	2,3
3,5	2,6	2,8	2,7	3,0	3,8	3,3	2,4	3,5	1,5	1,5	1,0	-0,3	0,2	1,6	2,3	2,7	2,8	3,0	3,1
-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	0,4	0,8	1,0	1,4	1,9	1,7	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0
8,0	5,8	6,4	3,8	-1,5	-3,8	-1,4	-1,7	0,3	1,0	0,5	0,5	-2,8	-2,3	-3,6	-0,5	1,1	2,4	2,3	1,5
2,5	2,2	2,0	1,6	0,9	0,8	0,4	0,3	0,1	0,0	0,5	0,4	0,6	1,0	1,1	1,6	2,1	2,3	2,3	2,3
1,7	1,5	1,2	1,3	1,6	1,4	1,6	2,1	2,3	2,7	2,4	1,0	1,0	1,7	2,6	3,6	2,3	1,2	0,7	0,5
3,6	1,8	1,7	1,6	1,2	0,5	0,7	0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,6	-0,2	0,3	0,6	1,2	1,9	1,9	1,8	1,8
-1,2	-2,9	5,6	12,7	14,5	9,3	1,4	-4,3	-4,4	-2,1	-2,3	-5,1	-11,0	-10,7	-4,5	1,0	2,6	2,8	3,3	3,3
-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	0,5	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
12,7	-7,2	-2,2	1,0	-4,6	-4,3	0,3	-0,7	-4,2	6,2	-5,7	-17,8	-15,6	-15,9	-9,8	4,1	2,9	1,8	1,0	0,7
3,2	2,1	1,4	3,2	-0,5	1,2	1,4	-1,7	3,3	2,3	2,7	4,1	3,0	3,5	4,2	4,1	4,4	4,4	4,3	4,3
-0,5	-1,3	-1,8	0,4	-2,3	-0,3	0,2	-2,8	3,1	2,1	2,1	3,3	2,1	2,2	2,8	2,6	2,2	2,1	1,9	2,0
-0,6	-0,6	0,3	0,6	2,0	2,4	0,9	1,3	0,4	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
2,4	2,6	2,5	4,0	2,3	1,9	0,7	-3,1	0,8	0,5	1,1	3,0	1,6	1,8	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0
1,6	3,3	5,9	6,0	3,7	4,0	3,0	0,5	-0,4	-1,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,5	-1,3	-2,0	-2,0	-3,3	-2,1	0,2	0,7	2,1	2,6	2,2	2,1	1,9	2,3	2,5	2,5	2,8	2,6	2,6	2,5
7,2	6,8	7,0	7,2	7,5	6,8	7,0	6,7	6,8	6,1	6,2	6,3	6,6	6,0	6,0	6,1	6,5	5,9	5,9	6,0
7,1	6,5	6,6	7,0	8,0	7,5	7,5	7,8	8,5	7,6	7,4	7,4	8,1	7,3	7,1	7,2	7,9	7,1	7,0	7,1
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
43,3	36,2	25,7	18,7	47,0	58,9	30,6	27,1	73,5	69,5	53,0	49,0	78,0	74,0	58,0	55,0	85,0	82,0	67,0	66,0
4,5	3,5	2,5	1,8	5,0	5,8	2,9	2,5	7,4	6,5	4,9	4,4	7,5	6,7	5,1	4,7	7,8	7,0	5,6	5,4
23,5	21,0	17,9	15,3	21,3	17,4	14,6	15,2	21,5	15,7	14,0	14,0	21,0	16,0	14,0	14,0	22,0	17,0	15,0	16,0
25,4	-5,2	-49,3	-34,2	11,8	-11,2	-39,7	-17,6	77,8	-29,6	-38,0	-10,0	49,0	-10,0	-38,0	-1,0	52,0	-11,0	-38,0	7,0
2,7	-0,5	-4,8	-3,2	1,2	-1,1	-3,8	-1,6	7,9	-2,8	-3,5	-0,9	4,7	-0,9	-3,4	-0,1	4,8	-0,9	-3,2	0,6
-16,3	-44,6	-26,3	-34,0	-26,5	-9,7	5,6	-2,5	-29,5	-58,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
19,1	19,7	20,0	19,4	19,4	19,8	19,5	19,6	20,0	20,0	20,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
25,1	25,3	25,1	25,2	25,6	25,8	25,9	26,7	27,4	27,4	27,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,0	2,9	2,0	-0,7	2,1	2,5	3,5	5,9	7,8	6,7	6,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,5	4,4	3,3	0,2	1,8	1,7	1,9	4,0	6,0	4,7	5,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,0	3,9	3,3	0,3	0,9	0,6	0,4	2,9	4,1	3,4	4,8	2,3	0,4	1,2	0,9	1,6	1,1	0,5	0,1	-0,4
5,7	5,7	4,7	1,0	-0,3	-0,7	-0,9	1,0	2,4	1,3	2,8	0,5	-1,1	0,0	-0,3	1,3	1,2	0,6	0,1	-0,6
6,0	5,8	5,7	5,0	4,2	4,1	4,9	4,6	4,6	4,5	3,4	3,8	4,1	4,6	5,4	5,8	6,4	6,7	6,3	5,9
0,75	0,75	0,50	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	1,24	1,41
1,2	1,2	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	1,5	1,7

Vydává:

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

Kontakt:

SAMOSTATNÝ ODBOR KOMUNIKACE
Tel.: 224 413 494
Fax: 224 412 179

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.

Grafický design: Jerome s.r.o.

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

