

ZPRÁVA O INFLACI / I

2015

ZPRÁVA O INFLACI / I

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 12. února 2015 a obsahuje informace dostupné k 23. lednu 2015. 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
II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	9
II.1 Vnější předpoklady prognózy	9
II.2 Prognóza	11
II.3 Srovnání s minulou prognózou	22
II.4 Alternativy a citlivostní analýzy	25
II.4.1 Scénář vyhodnocující dopady setrvání ceny ropy na nízkých úrovních	25
II.5 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	42
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
BOX 1 Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře	48
III.5 Finanční a měnový vývoj	51
III.5.1 Peníze	51
III.5.2 Úvěry	52
III.5.3 Úrokové sazby	55
III.5.4 Měnový kurz	59
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	60
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	61
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	62
III.6 Platební bilance	64
III.6.1 Běžný účet	64
III.6.2 Kapitálový účet	65
III.6.3 Finanční účet	66
III.7 Vnější prostředí	67
III.7.1 Eurozóna	67
III.7.2 Spojené státy	69
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	70
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	71
BOX 2 Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy	72
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	76
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	79
POUŽITÉ ZKRATKY	80
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	81
GLOSÁŘ POJMŮ	82
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	86

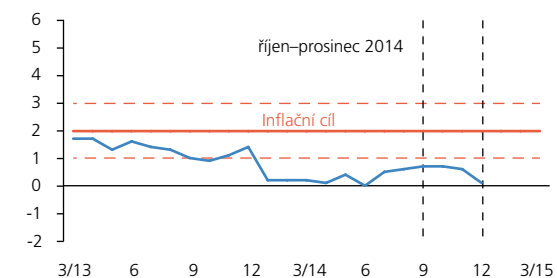
I. SHRNUÍ

Česká ekonomika v závěru roku 2014 pokračovala v růstu. Celková i měnověpolitická inflace se snížily, a nacházely se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Za snížením inflace stál propad světových cen ropy a pokles cen potravin. Promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen doznívá, kurz ale nadále přispívá k růstu domácí ekonomiky, která působí směrem ke zvyšování cen. V důsledku oživení zahraniční poptávky, nízkých cen ropy, uvolněných domácích měnových podmínek a expanzivní fiskální politiky HDP letos vzroste o 2,6 %, v roce 2016 pak růst zrychlí na 3 %. Směrem ke zvyšování cenové hladiny bude působit rostoucí ekonomická aktivita a zrychlující růst mezd, naopak dovozní ceny budou letos inflaci výrazně brzdit. Celková i měnověpolitická inflace se budou v roce 2015 pohybovat okolo nulových, resp. mírně záporných hodnot. Během roku 2016 se pak zvýší k 2% cíli ČNB při odeznění meziročního propadu cen ropy a deflačních tendencí v eurozóně. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB.

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

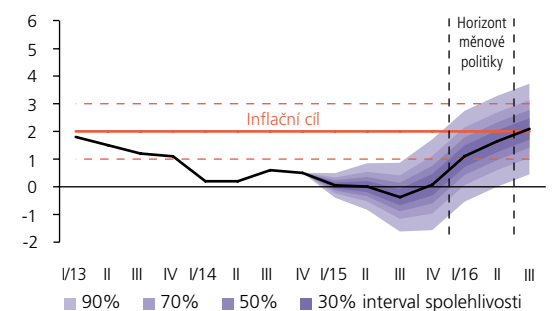
Celková inflace se ke konci roku 2014 nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (meziročně v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se v roce 2015 bude pohybovat okolo nuly, během příštího roku se zvýší k cíli (meziročně v %)



Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla o 2,4 % s přispěním všech složek domácí poptávky, čistý vývoz přispěl naopak záporně. Také v mezičtvrtletním vyjádření růst HDP pokračoval. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 prognóza očekává mírně nižší tempo meziročního růstu HDP při prohloubení záporného příspěvku čistého vývozu.

Celková i měnověpolitická inflace se během čtvrtého čtvrtletí 2014 snížily, a koncem roku se tak nacházely hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1). Pokračoval meziroční pokles regulovaných cen a v prosinci začaly klesat i ceny pohonných hmot a potravin. Lehce se zvýšila pouze korigovaná inflace bez pohonných hmot, v níž se projevoval vliv oslabeného kurzu koruny i růstu domácí ekonomiky a mezd.

Ekonomická aktivita v **efektivní eurozóně** již několik čtvrtletí roste jen slabě. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl její růst dosáhnout 1,5 % a v příštím roce dále zrychlit na 2 %. Cenový vývoj v eurozóně zůstává velmi utlumený zejména vlivem propadu cen energetických komodit v prostředí přetrvávající záporné mezery výstupu a jen pozvolna oživující spotřebitelské poptávky. Ceny průmyslových výrobců meziročně výrazně klesají, rovněž spotřebitelská inflace je ve většině zemí eurozóny záporná. V průběhu letošního roku by mělo dojít k obratu v cenovém vývoji, a to díky zrychlení tempa růstu ekonomiky eurozóny a oslabujícímú kurzu eura. K odeznění deflačních tlaků by mělo přispět i další uvolnění měnové politiky ECB s využitím nekonvenčních nástrojů, které se odráží v nízkém výhledu tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR. Výhled ceny ropy Brent zohledňuje její nedávný propad, přičemž v následujícím období se očekává její jen mírný nárůst.

Prognóza očekává nulové, resp. mírně záporné, hodnoty **celkové i měnověpolitické inflace** v roce 2015 a jejich následné zvýšení k 2% cíli během roku 2016 (Graf I.2 a Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se v nejbližším období téměř vytratí, neboť pokles výrobních cen v eurozóně v kombinaci s propadem světových cen energetických komodit povede k výraznému snížení nákladů plynoucích z dovozních cen. Jejich protiinflační působení pak odezní až počátkem roku 2016. Směrem ke zvyšování cen bude naopak na celém horizontu prognózy působit pokračující růst domácí ekonomické aktivity a pozvolna zrychlující dynamika mezd. To povede od druhého pololetí 2015 k obnovení rostoucího trendu korigované inflace bez pohonných hmot. Regulované ceny budou v letošním roce nadále klesat a k mírnému růstu se vrátí až v roce 2016, což platí i pro ceny pohonných hmot. V nejbližším období budou klesat i ceny potravin v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců, poté se vrátí k růstu.

Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu (Graf I.4). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu ve stejném období. Krátkodobá prognóza **kurzu koruny vůči euru** pro první čtvrtletí 2015 zohledňuje jeho oslabení v první polovině ledna, v dalších čtvrtletích prognóza předpokládá jeho stabilitu na obdobné úrovni jako v průběhu minulého roku, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku 27 CZK/EUR. Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém predikčním horizontu. 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.

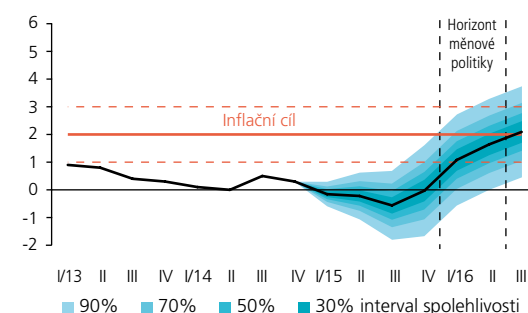
Česká ekonomika bude pokračovat v růstu (Graf I.5). Zrychlující zahraniční poptávka, nízké ceny ropy, uvolněné domácí měnové podmínky prostřednictvím oslabeného kurzu koruny i mimořádně nízkých úrokových sazeb a expanzivní působení fiskální politiky vyústí letos v přírůstek HDP o 2,6 %. V příštím roce růst ekonomiky i přes pokles vládních investic zrychlí na 3 % zejména v důsledku dalšího urychlení dynamiky zahraniční poptávky. Rostoucí ekonomická aktivita se na trhu práce projevuje 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 zvýší, totéž bude v letošním roce platit i pro mzdy v nepodnikatelské sféře.

Na svém měnověpolitickém zasedání 5. února 2015 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**

GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

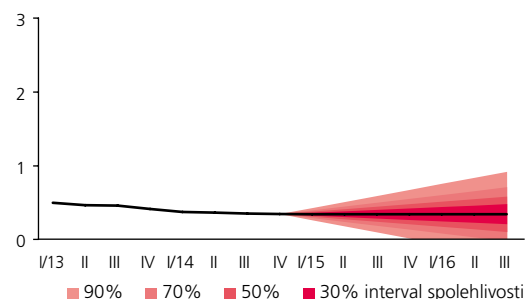
Měnověpolitická inflace bude v roce 2015 klesat, v závěru horizontu měnové politiky se zvýší k cíli
(meziročně v %)



GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

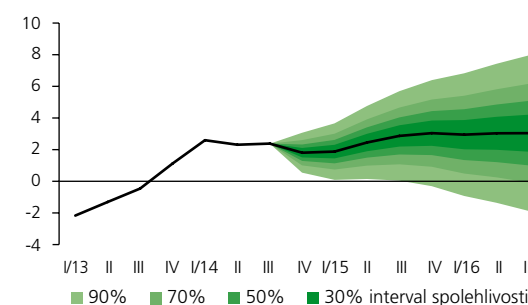
Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu
(3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Po dočasném zpomalení na přelomu let 2014 a 2015 bude růst HDP postupně zrychlovat
(meziroční změny v %, seznámené)



podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat 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, míra nejistoty se však zvýšila. Bankovní rada v této situaci konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Česká národní banka je připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných způsobit propad domácí poptávky, obnovení rizik deflačního vývoje české ekonomiky a systematický pokles inflačních očekávání.

II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo růstu zahraniční poptávky by mělo v letošním a příštím roce zrychlit. Výrazný pokles cen energetických komodit se odráží ve výhledu pokračujícího utlumeného vývoje cen průmyslových výrobců, které začnou růst až ve druhé polovině letošního roku. Také spotřebitelské ceny se z velmi nízkých hodnot budou zvyšovat jen slabě v návaznosti na pozvolna oživující poptávku. Na utlumený cenový vývoj reagovala ECB dalším uvolněním měnové politiky, které se promítá do výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR, jenž se až do konce roku 2016 pohybuje blízko nuly. Na celém horizontu prognózy se očekává oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy Brent zohledňuje její nedávný propad, přičemž v následujícím období se očekává její jen mírný nárůst.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení tempa ekonomického růstu na 1,5 %, což je o 0,5 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2014 (Graf II.1.1).¹ Předpokládaný růst efektivního ukazatele je tažen zejména výkonem německé a slovenské ekonomiky, které mají nejvyšší podíl na českém vývozu. Zrychlení ekonomického růstu v efektivní eurozóně by mělo pokračovat i v příštím roce, a to v průměru na 2 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o posun směrem k lehce pomalejšímu růstu zahraniční poptávky na celém horizontu prognózy. Rizikem zůstává zpomalující poptávka v rozvíjejících se zemích včetně vývoje v Rusku a na Ukrajině, vyšší než doposud předpokládaný pozitivní vliv naopak mohou mít propad cen ropy a kroky ECB.

Výrazný pokles cen energetických komodit při jen pozvolném růstu ekonomické aktivity se odráží ve výhledu **efektivního ukazatele průmyslových výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2). Návrat jeho dynamiky do kladných hodnot se tak v návaznosti na zrychlující ekonomické oživení očekává až ve druhé polovině letošního roku, přičemž v průměru za celý rok se výrobní ceny zvýší pouze o 0,2 %. V roce 2016 by výrobní ceny měly dále zrychlit svůj růst na 1,6 %. V porovnání s minulou prognózou se výhled posouvá výrazně níže.

Očekávaná dynamika **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** zohledňuje především klesající ceny energií pro domácnosti a nízké ceny potravin při přetrvávající záporné mezeře výstupu a jen pozvolna oživující spotřebitelské poptávce. Na konci minulého roku se tak většina zemí eurozóny nacházela v deflaci. V průměru

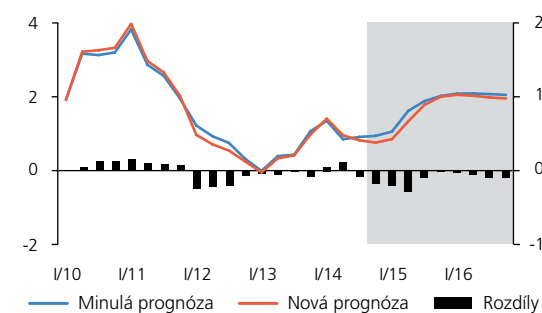
¹ Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z lednového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a cenu ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 12. lednu 2015. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této 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 HDP i revizí národních účtů dle metodiky ESA2010.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Tempo růstu zahraniční poptávky by mělo v letošním a příštím roce zrychlit

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

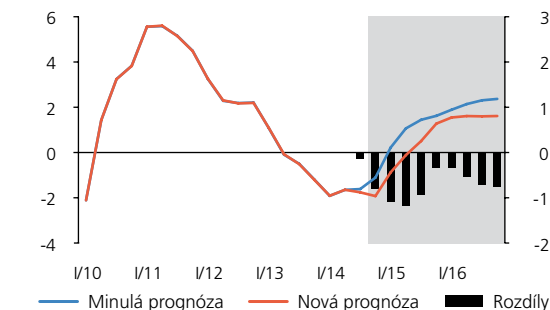


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Pokles cen průmyslových výrobců, odrážející nejen aktuální výrazný pokles cen energetických komodit, by měl odeznít ve druhé polovině letošního roku

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

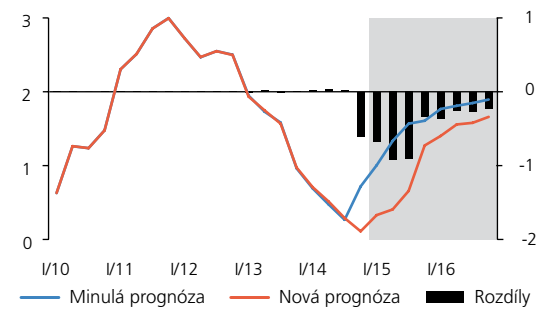


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Spotřebitelská inflace by se na celém horizontu prognózy měla pohybovat pod 2% definicí cenové stability

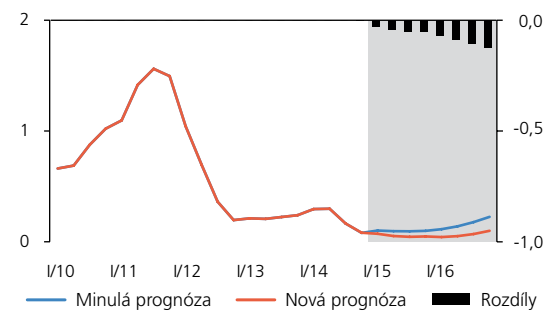
(meziroční v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Velmi utlumený cenový vývoj a pokračující uvolnění měnová politika ECB se promítají do nízkého výhledu úrokových sazeb
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



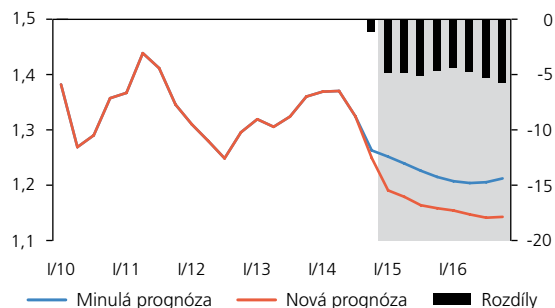
za celý rok 2015 se předpokládá zvýšení tempa růstu spotřebitelských cen na 0,7 %, v příštím roce by měla inflace dále zrychlit na 1,5 % (Graf II.1.3). K tomu by mělo přispět i uvolnění měnové politiky ECB. Nicméně oproti minulé prognóze se i tak jedná na celém horizontu o posun směrem k nižším hodnotám inflace.

Nízká hladina tržních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží aktuální deflační vývoj některých zemí eurozóny včetně výhledu velmi utlumeného cenového vývoje ve střednědobém horizontu. Tomu odpovídá uvolnění měnová politika ECB, která 22. ledna oznámila další uvolnění prostřednictvím nekonvenčních nástrojů (viz kapitola III.7). Na celém horizontu prognózy by se zahraniční úrokové sazby 3M EURIBOR měly pohybovat jen nepatrně nad nulovou hranicí (Graf II.1.4), tj. na mírně nižších hodnotách ve srovnání s minulou prognózou. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci lednového 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 letošního roku.

GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl dále postupně oslabovat
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



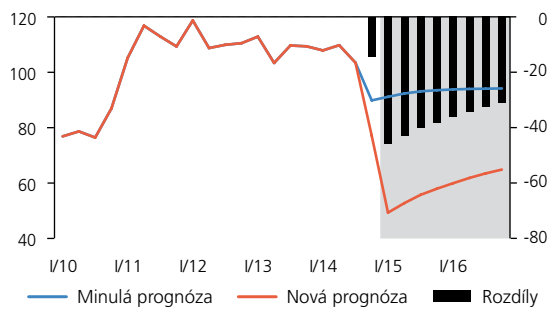
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá pokračování trendu oslabování eura (Graf II.1.5). Oproti minulé predikci se jedná o posun směrem k výrazně slabším hodnotám eura v souvislosti s nižší výkonností evropské ekonomiky a kroky ECB ve směru dalšího uvolnění měnové politiky v eurozóně, když americký Fed naopak opustil politiku kvantitativního uvolňování. V letošním roce by tak průměrná hodnota kurzu měla dosáhnout 1,17 USD/EUR, v roce 2016 pak 1,15 USD/EUR. Aktuální hodnota se však již pohybuje výrazně pod těmito úrovněmi, tj. nejnižší od roku 2003.

Výhled **ceny ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů zohledňuje její propad na přelomu minulého a letošního roku. Z celoročního pohledu by se v letošním roce cena ropy měla snížit oproti roku 2014 o 45 %, tj. na 54 USD/barel (Graf II.1.6). Z výchozích hodnot kolem 50 USD/barel se na horizontu prognózy předpokládá pozvolný nárůst na přibližně 65 USD/barel na konci roku 2016.² Současný vývoj ceny ropy je dán zvýšenou produkcí ropy v Severní Americe a na Blízkém východě, očekávaným zpomalením globálního růstu (v jeho rámci zvláště nižší očekávanou výkonností rozvíjejících se ekonomik) a také posilujícím kurzem amerického dolaru. Analytici oslovení v rámci lednového CF předpokládají za 12 měsíců oproti tržním výhledům vyšší cenu ropy Brent o 8 USD/barel na úrovni cca 67 USD/barel.

GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Po propadu ceny ropy Brent na přelomu let 2014 a 2015 se na horizontu prognózy očekává její pozvolný růst
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



2 Blíže viz BOX 2 v kapitole III.7.

II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická meziroční inflace dosáhly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v průměru mírně kladných hodnot. Prognóza očekává v roce 2015 jejich nulové, resp. mírně záporné, hodnoty a následné zvýšení k 2% cíli během roku 2016. Protiinflační působení dovozních cen z konce minulého roku na začátku letošního roku výrazně zesílí vlivem poklesu výrobních cen v eurozóně prohloubeného propadem cen energetických komodit při naopak lehce slabším kurzu koruny. V příštím roce již budou dovozní ceny působit mírně proinflačně. Domácí ekonomika bude v důsledku pozvolného oživení mzdového vývoje přispívat k růstu cenové hladiny na celém predikčním horizontu. Růst HDP bude po dočasném zpomalení z přelomu let 2014 a 2015 postupně zrychlovat v návaznosti na ožiování zahraniční poptávky, nadále uvolněné měnové podmínky, zvýšení vládních investic a pozitivní nabídkový efekt nízkých cen ropy. Fiskální politika v letošním roce přispěje k hospodářskému růstu kladně, v roce příštím naopak lehce záporně. Růst ekonomiky se příznivě projeví dalším zlepšováním situace na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu.

Meziroční **celková inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v průměru dosáhla 0,5 %, postupně se však snižovala až na hodnotu 0,1 % v prosinci. Stále se tak nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. V prvním čtvrtletí 2015 celková inflace dosáhne pouze 0,1 % vlivem propadu cen pohonných hmot a mírného poklesu cen potravin. V blízkosti nuly se pak bude celková inflace pohybovat v celém roce 2015, resp. ve třetím čtvrtletí dočasně přejde do mírně záporných hodnot, a to v důsledku předpokládaného výrazného poklesu regulovaných cen, ve kterých se postupně promítne propad cen energetických komodit na světových trzích. Odeznění meziročního propadu cen energetických komodit a deflačních tendencí v eurozóně spolu s pokračujícím proinflačním působením domácí ekonomiky bude v příštím roce inflaci zvyšovat. Ve druhé polovině roku 2016 se tak celková inflace dostane k 2% cíli ČNB (Graf II.2.1).

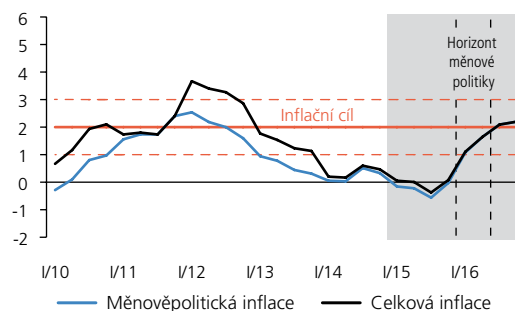
Také **měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 postupně snižovala a v prosinci dosáhla nepatrně záporných hodnot. V průměru za čtvrté čtvrtletí 2014 činila 0,3 %, a nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Na prognóze se bude měnověpolitická inflace vyvíjet podobně jako celková inflace, avšak vzhledem ke kladným primárním dopadům změn nepřímých daní bude až do konce roku 2015 mírně nižší, tj. záporná (Graf II.2.1). V roce 2016 pak splyne s celkovou inflací, a v závěru horizontu měnové politiky se tedy zvýší k 2% cíli.

Příspěvek změn **nepřímých daní** do celkové meziroční inflace činil ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v průměru 0,1 procentního bodu. Odráželo se v něm dvojí harmonizační zvýšení spotřební daně z cigaret z ledna a prosince 2014. V případě lednové úpravy daně byl dopad do koncových cen významně zpožděn z důvodu výrazného předzásobení

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková i měnověpolitická inflace se budou v roce 2015 pohybovat okolo nulových hodnot, během roku 2016 se zvýší k 2% cíli (meziročně v %)

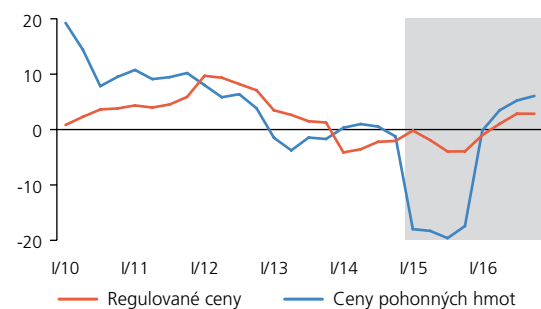


GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Regulované ceny i ceny pohonných hmot budou letos klesat, jejich růst se obnoví až v roce 2016

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



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za poklesem regulovaných cen v letošním roce bude stát zejména rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví a klesající ceny energií

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

	2014	2015	2016
	skutečnost	progn.	progn.
Regulované ceny ^{a)}	-3,0 -0,51	-2,5 -0,42	1,4 0,24
z toho (hlavní změny):			
ceny elektřiny	-10,3 -0,49	-2,1 -0,10	0,7 0,03
ceny zemního plynu	-2,4 -0,07	-9,6 -0,28	0,7 0,02
ceny tepla	0,5 0,01	3,4 0,07	3,0 0,06
vodné	3,4 0,03	2,5 0,02	3,0 0,03
regulované ceny ve zdravotnictví	-5,6 -0,07	-17,4 -0,20	2,0 0,02
Primární dopady změn nepřímých daní v neregulovaných cenách	0,13	0,21	0,01

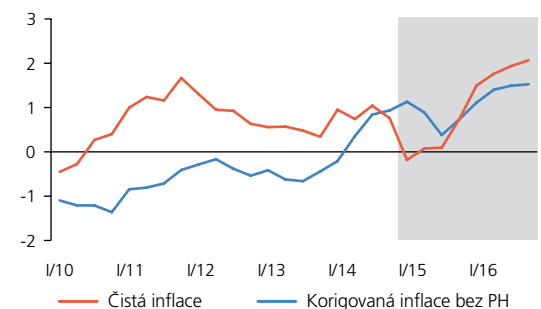
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Růst tržních cen bude v nejbližší době poblíž nuly, od konce letošního roku však viditelně zrychlí

(meziročně v %)



výrobci a prodejci cigaret. V závěru roku 2014 se do cen začala nepatrně promítat i druhá (prosincová) vlna zvyšování spotřební daně na cigarety. Vzhledem k zákonem omezenému předzásobením na dva měsíce lze očekávat plné promítnutí této změny do koncových cen (v celkovém rozsahu 0,2 procentního bodu) v prvních měsících roku 2015. Dále došlo k zavedení 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 čtvrtém čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu (Graf II.2.2), který odrážel skokové snížení cen energií pro domácnosti a zrušení regulačního poplatku za pobyt v nemocnici v lednu 2014. Počátkem roku 2015 pokles regulovaných cen dočasně téměř odezní, poté však dojde k jeho opětovnému prohloubení. V průměru tak dojde k jejich snížení o 2,5 %. Na začátku roku byly zrušeny administrativní poplatky ve zdravotnictví s výjimkou poplatku za pohotovost. K poklesu regulovaných cen přispěje i další pokles cen elektrické energie, který však bude oproti minulému roku znatelně mírnější. Naopak růst vodného a stočného zůstane v letošním roce kladný. Výrazněji budou regulované ceny klesat v dalších čtvrtletích letošního roku, a to v souvislosti s předpokládaným poklesem cen zemního plynu pro domácnosti. V návaznosti na propad cen ropy na světových trzích totiž prognóza předpokládá v menším rozsahu i pokles komoditní složky ceny plynu, který se v konkurenčním prostředí dodavatelů plynu pro domácnosti částečně promítne do koncových cen v průběhu druhého a třetího čtvrtletí 2015. K poklesu regulovaných cen v průběhu letošního roku přispěje i avizované zlevňování jízdného v pražské hromadné dopravě. V roce 2016 již regulované ceny porostou (v průměru o 1,4 %), když odezní efekty propadu cen plynu z roku 2015 a mírně se zvýší i ostatní položky (Tab. II.2.1). Následující text popisuje prognózu bez primárního vlivu změn nepřímých daní.

Meziroční **čistá inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 mírně zpomalila v průměru na 0,8 % (Graf II.2.3). Za tímto zpomalením stál překmit cen pohonných hmot a potravin z mírného růstu do meziročního poklesu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot naopak pokračovala v pozvolném zrychlování vlivem průsaku oslabeného kurzu koruny a mírně proinflačního působení reálné ekonomiky a trhu práce. Na počátku roku 2015 prognóza očekává překmit čisté inflace do záporných hodnot vlivem propadu cen pohonných hmot a dočasněho poklesu cen potravin.³ V dalším průběhu roku 2015 se pak bude čistá inflace opět zvyšovat s návratem cen potravin k meziročnímu růstu a ve druhé polovině roku 2016 dosáhne cca 2 %.

³ V opačném směru, avšak v malém rozsahu, bude na čistou inflaci působit výrazné oslabení kurzu koruny vůči americkému dolaru. To bude mít vedle částečného zmírnění dopadu klesajících světových cen ropy nepatrný proinflační vliv i u části ostatních dovážených statků, které jsou na světových trzích oceňovány v dolarech. Mezi ty patří elektronika (2,9 % spotřebního koše) a vybrané potraviny (cca 1,2 % spotřebního koše). Vzhledem k historicky jen slabé reakci zmíněných cen na pohyby kurzu koruny vůči dolaru a jejich malé váze ve spotřebním koši má ale oslabený kurz k dolaru jen nepatrný vliv do celkové inflace.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále lehce zvýšila a v průměru dosáhla 0,9 %. Zrychlení růstu cen obchodovatelných i neobchodovatelných statků odráželo vliv oslabeného kurzu a rostoucí domácí ekonomiky. Další mírné zrychlení korigované inflace bez pohonných hmot očekává prognóza i na počátku roku 2015, následně se však tento ukazatel jádrové inflace opět mírně sníží v důsledku odeznění přímého vlivu oslabeného kurzu a stále velmi utlumeného cenového vývoje v zahraničí. V závěru letošního roku se pak korigovaná inflace bez pohonných hmot začne opět zvyšovat a ve druhé polovině roku 2016 dosáhne hodnot okolo 1,5 % (Graf II.2.3). Přispěje k tomu pokračující proinflační působení domácí ekonomiky v kombinaci s odezněním deflačních tlaků z eurozóny.

Ceny potravin ve čtvrtém čtvrtletí 2014 rostly v průměru o 0,7 %, v jeho průběhu však zpomalovaly a v prosinci přešly do meziročního poklesu. To odráželo déletrvající snížení cen zemědělských výrobců dané dobrou úrodou v roce 2014 a efekt embargo na dovoz do Ruska. Již málo výrazně v opačném směru naopak působilo prostřednictvím cen dovážených potravin meziroční oslabení kurzu koruny. V prvním čtvrtletí roku 2015 prognóza předpokládá pokračující pokles cen potravin, poté se však jejich dynamika vrátí k meziročnímu růstu. V tom se bude promítat obnovený růst cen zemědělských komodit, které se na počátku letošního roku odrazí od svého dna vlivem méně příznivých odhadů sklizně na jižní polokouli. V roce 2016 růst cen potravin dále zesílí a dosáhne průměrné hodnoty 2,4 % (Graf II.2.4).

Ceny pohonných hmot v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 překmitly do meziročního poklesu. Příčinou byl propad světových cen ropy, který byl jen zčásti kompenzován slabším kurzem koruny vůči dolaru. Zároveň lze v dosavadním vývoji pozorovat zvýšený rozptyl cen mezi jednotlivými prodejci, který odráží nestejnoměrné zohlednění poklesu nákladů v koncových cenách. Proto je možné očekávat pokračující posun k nižším průměrným hodnotám, který byl již pozorován v průběhu ledna letošního roku. V následujících měsících prognóza předpokládá další prohlubování meziročního poklesu cen pohonných hmot až k -20 % (Graf II.2.5). Ceny pohonných hmot se vrátí k meziročnímu růstu až v průběhu roku 2016 s předpokládaným návratem světových cen benzínu a ropy k mírně zvyšující se trajektorii.

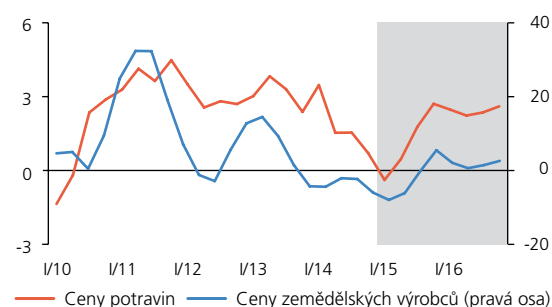
Úrokové sazby na domácím peněžním trhu ve čtvrtém čtvrtletí 2014 stagnovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu (Graf II.2.6). To odráží předpoklad ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové premie na peněžním trhu ve stejném období.

Kurz koruny vůči euru ve čtvrtém čtvrtletí 2014 setrval na hladině 27,6 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro první čtvrtletí 2015 zohledňuje jeho oslabení v první polovině ledna, v dalších čtvrtletích prognóza předpokládá jeho stabilitu na obdobné úrovni jako v průběhu

GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

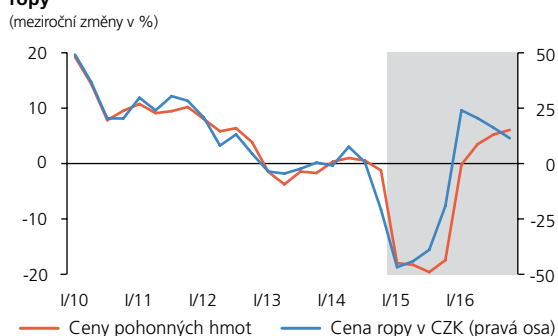
Ceny potravin budou na začátku roku 2015 dočasně klesat vlivem snížení cen zemědělských výrobců, poté se jejich růst obnoví (meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

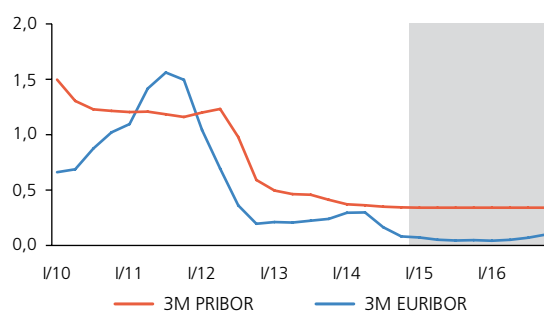
Ceny pohonných hmot budou meziročně klesat až do počátku roku 2016 v návaznosti na vývoj světových cen ropy



GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do konce roku 2016, tedy na celém svém horizontu (v %)

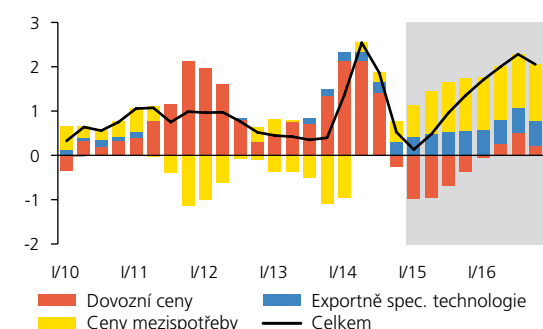


GRAF II.2.7

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Růst cen ve spotřebitelském sektoru bude odrážet zesilující proinflační působení domácí ekonomiky, příspěvky dovozních cen budou letos záporné

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

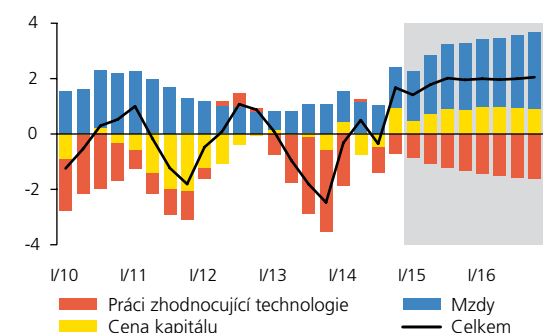


GRAF II.2.8

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí náklady porostou zejména v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd

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



minulého roku, která je mírně slabší než vyhlášená hladina asymetrického kurzového závazku (tj. 27 CZK/EUR). Prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém predikčním horizontu. Do této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by mělo společně s obnovením cenového růstu v zahraničí 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 téměř na celém horizontu prognózy představuje pozvolné oslabování kurzu CZK/USD.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 značně zpomalil (Graf II.2.7), a přispívá tak jen slabě k nárůstu cenové hladiny. Příspěvek dovozních cen překročil do záporných hodnot v souvislosti s propadem cen ropy a benzínu a deflačním vývojem cen průmyslových výrobců v eurozóně. Ceny mezispotřeby, odrážející rostoucí domácí ekonomickou aktivitu a pozorovaný růst nominálních mezd, přispívají ke zvyšování nákladů již třetí čtvrtletí v řadě. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílnou dynamikou produktivity 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 globální krize. Na počátku roku 2015 se nákladové tlaky na růst spotřebitelských cen téměř vytratí. Velmi nízká dynamika zahraničních výrobních cen v kombinaci s propadem světových cen energetických komodit totiž povede k výraznému poklesu nákladů plynoucích z dovozních cen, který bude jen slabě vyvažován oslabením kurzu koruny k euru i dolaru v prvním čtvrtletí letošního roku. Protiinflační působení dovozních cen poté odezní na počátku příštího roku v návaznosti na předpokládaný návrat cen energetických komodit i cen průmyslových výrobců v eurozóně k meziročnímu růstu, a dovozní ceny začnou opět působit mírně proinflačně. Vývoj domácí ekonomiky bude náklady zvyšovat prostřednictvím rostoucích cen mezispotřeby na celém horizontu predikce. Projeví se tak pozvolna zrychlující dynamika mezd a pokračující růst ekonomické aktivity. Růst celkových nákladů na konci horizontu prognózy dosáhne cca 2% úroveň umožňující stabilizaci inflace poblíž cíle ČNB.

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

Záporná mezer **marží v sektoru spotřebitelských statků** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále prohloubila, a to i přes pouze slabý růst celkových výrobních nákladů (tažený pozitivním mzdovým vývojem), když cenový vývoj byl v důsledku poklesu cen pohonných hmot a potravin ještě utlumenější. V průběhu roku 2015 se mezer **marží** bude postupně uzavírat s postupujícím průsakem zvyšujících se nákladů (zejména z domácí ekonomiky) do konečných cen, přičemž pozitivní vliv na nákladové straně bude mít propad cen energetických komodit. V příštím roce k uzavírání mezery **marží** napomůže rychlé zvyšování inflace k 2 % cíli (Graf II.2.9).

Národohospodářská **produktivita práce** ve třetím čtvrtletí 2014 slabě zvolnila svůj meziroční růst na 2,2 %. K dalšímu snížení její dynamiky by mělo dojít také ve čtvrtém čtvrtletí v souvislosti s očekávaným zvolněním meziročního růstu HDP. V souhrnu za celý rok 2014 by tak měla produktivita práce vzrůst zhruba o 2 %. V letošním roce růst produktivity práce dosáhne 2,2 % a v roce 2016 zrychlí na 2,7 %. Její trajektorie bude ovlivněna postupným zrychlováním růstu ekonomické aktivity, který bude doprovázen mírným růstem celkové zaměstnanosti.

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2014 meziročně vzrostla (po sezonním očištění) o 2,2 %. Prognóza na čtvrté čtvrtletí předpokládá zrychlení mzdového růstu na 3 %, což je do značné míry dáno efektem srovnávací základny. Tento předpoklad zohledňuje předstihové ukazatele o vývoji mezd za říjen a listopad v průmyslu a ve stavebnictví. Meziroční růst mezd v roce 2014 byl stále ovlivněn efektem daňové optimalizace z přelomu let 2012 a 2013 (blíže viz kapitola III.4.2). Podle prognózy by se měl růst průměrné mzdy postupně zvyšovat v souvislosti se zrychlujícím růstem domácí ekonomické aktivity a v roce 2016 i s návratem inflace k cíli. Prognóza očekává, že celkově za rok 2015 dosáhne mzdový růst v podnikatelské sféře 2,5 %, v roce 2016 pak zrychlí na 3,8 % (Graf II.2.10).

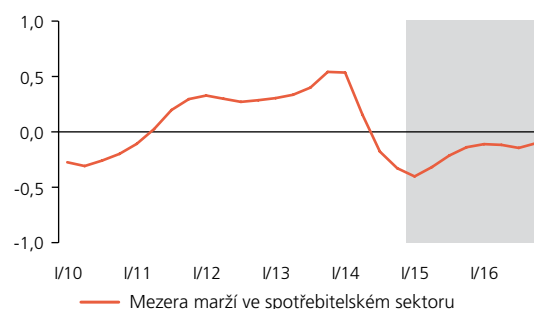
Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2014 dosáhl 1,9 %. Prognóza předpokládá ve čtvrtém čtvrtletí poměrně výrazné zrychlení, a to zejména v souvislosti s listopadovým zvýšením mezd státních zaměstnanců (Graf II.2.10). Mzdový růst by tak měl v souhrnu za rok 2014 dosáhnout 2,8 %. V letošním roce by měl růst mezd v nepodnikatelské sféře s ohledem na další lednové mzdové zvýšení dále zrychlit na 3,7 %. V roce 2016 pak vlivem odeznění zvýšení mezd z přelomu let 2014–2015 naopak zpomalí na 2,5 %.

Reálný HDP ve třetím čtvrtletí 2014 v meziročním srovnání vzrostl o 2,4 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 0,4 % (Graf II.2.11). K meziročnímu růstu kladně přispěly všechny složky domácí poptávky, z toho nejvíce fixní investice. Naopak příspěvek čistého vývozu byl mírně záporný (Graf II.2.12). Podle prognózy ekonomická aktivita **ve čtvrtém čtvrtletí 2014** vzrostla o 1,8 % meziročně a o 0,5 % mezičtvrtletně. Předpokládanému meziročnímu růstu HDP napomáhaly všechny složky domácí poptávky, nejvíce změna stavu zásob; negativní příspěvek čistého vývozu se prohloubil. Za celý **rok 2014** by tak HDP měl vykázat nárůst o 2,3 %.

GRAF II.2.9

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Záporná mezer **marží** se bude postupně uzavírat (v %)

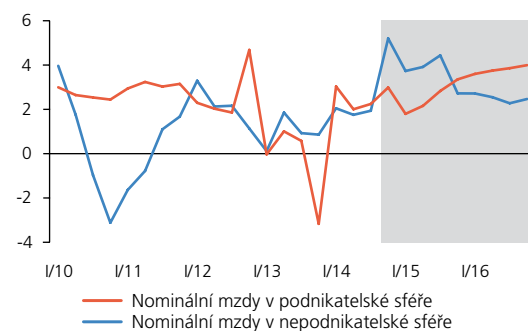


GRAF II.2.10

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelské sféře bude zrychlovat

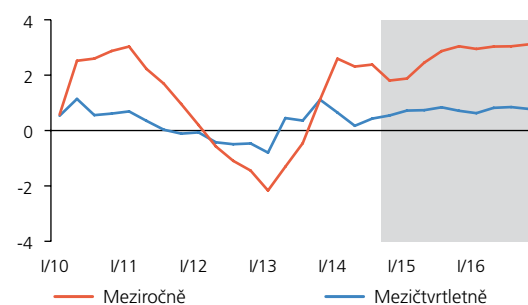
(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



GRAF II.2.11

PROGNOZA RŮSTU HDP

Po dočasném zpomalení na přelomu minulého a letošního roku meziroční růst HDP postupně zrychlí k 3 % (změny v %, sezonně očištěno)

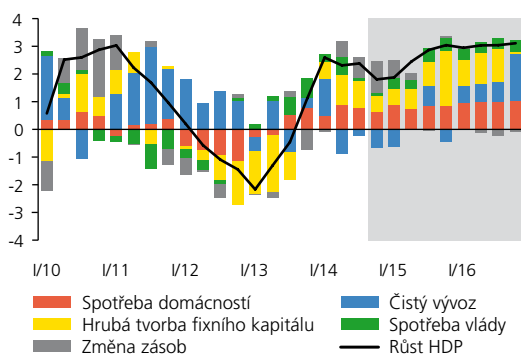


GRAF II.2.12

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP budou kladně přispívat téměř všechny složky poptávky

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



V roce 2015 se HDP zvýší o 2,6 %, přičemž ekonomika bude podpořena zrychlením zahraniční poptávky, nadále uvolněnými měnovými podmínkami, nízkými cenami ropy a expanzivnějším působením fiskální politiky. Za ním bude stát předpokládané další zrychlení dynamiky vládních investic financovaných z domácích a především z evropských zdrojů. Kladný příspěvek vykáže i spotřeba domácností. Čistý vývoz bude mít v průměru zhruba nulový příspěvek i přes zvyšující se zahraniční poptávku, a to z důvodu pokračujícího nárůstu dovozu spotřebního zboží, strojů i meziproduktů pro výrobu vývozních statků.

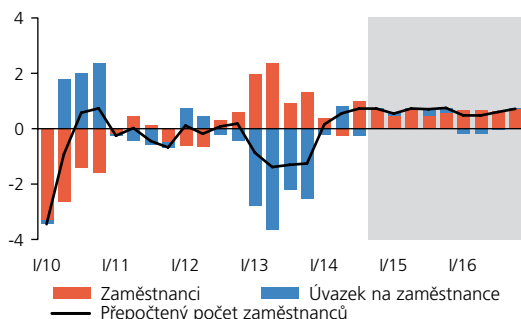
V roce 2016 růst HDP zrychlí na 3 % v důsledku dalšího zrychlení dynamiky zahraniční poptávky a zlepšení nabídkové strany ekonomiky v souvislosti s předchozím zvýšením investiční aktivity. Hrubá tvorba kapitálu nadále poroste, její tempo však bude bržděno poklesem investic vládního sektoru. Kladné příspěvky k vývoji HDP vykáží rovněž ostatní složky domácí poptávky i čistý vývoz.

GRAF II.2.13

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

Přepočtený počet zaměstnanců se bude vlivem růstu ekonomiky zvyšovat

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



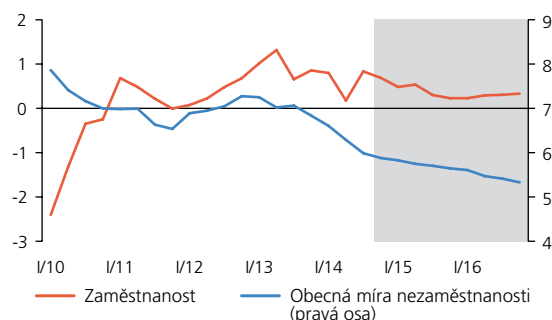
Vlivem pokračujícího růstu ekonomické aktivity dochází postupně ke zlepšování situace na trhu práce. Růst **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** ve třetím čtvrtletí 2014 dále zrychlil na 0,7 %; realizoval se přitom prostřednictvím rychlejšího růstu počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrného úvazku na zaměstnance. Udržení stávajícího tempa růstu přepočteného počtu zaměstnanců prognóza očekává i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 a také v celém letošním roce. K tomu bude přispívat především vyšší počet zaměstnanců, zatímco průměrný úvazek by měl stagnovat (Graf II.2.13). V roce 2016 pak prognóza očekává nepatrné zvolnění růstu přepočteného počtu zaměstnanců. Meziroční růst celkové zaměstnanosti zřejmě pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí 2014, i když nepatrně nižším tempem ve srovnání se třetím čtvrtletím. Za celý rok 2014 se tak zaměstnanost dle předpokladu zvýšila o 0,6 %. Růst zaměstnanosti bude pokračovat v letošním i příštím roce, ovšem prognóza předpokládá postupný pokles dynamiky z předchozích poměrně vysokých hodnot, a to v průměru na 0,4 %, resp. 0,3 % (Graf II.2.14).

GRAF II.2.14

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude dále zvolna zvyšovat, i když mírnějším tempem; míra nezaměstnanosti bude pokračovat v poklesu

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



Předchozí rychlý pokles sezonně očištěné **obecné míry nezaměstnanosti** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 zmírnil. Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná míra nezaměstnanosti dosáhla v průměru za celé čtvrtletí 5,9 %. V letošním i příštím roce bude docházet k dalšímu postupnému poklesu obecné míry nezaměstnanosti, což bude dáno zejména očekávaným růstem zaměstnanosti souvisejícím s pozvolným zrychlováním růstu ekonomické aktivity. Prognóza přitom předpokládá zpočátku mírný pokles a později zhruba stagnaci pracovní síly. Na konci roku 2016 by měla obecná míra nezaměstnanosti klesnout na úroveň 5,4 % (Graf II.2.14). Sezonně očištěný **podíl nezaměstnaných osob dle MPSV** se bude na celém horizontu prognózy rovněž postupně snižovat z aktuální hodnoty 7,4 %. V důsledku cyklického vývoje by se měla dále zvolna zvyšovat nabídka volných pracovních míst. Na konci roku 2016 by se tak sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob měl snížit až na 6,8 %, a to za předpokladu mírného poklesu populace ve věku 15–64 let.

Reálná **spotřeba domácností** ve třetím čtvrtletí 2014 mírně zpomalila svůj meziroční růst na 1,5 % (Graf II.2.15). K jejímu zvýšení přispěly již druhé čtvrtletí v řadě všechny složky spotřeby dle věcného členění. Prognóza očekává, že v závěru minulého roku došlo k dalšímu mírnému zpomalení její meziroční dynamiky, což však bylo do značné míry způsobeno efektem základny ze závěru roku 2013. Naopak vývoj spotřebitelského indikátoru důvěry i maloobchodních tržeb v říjnu a listopadu (viz kapitola III.3) naznačuje zrychlení dynamiky spotřeby domácností. Spotřeba domácností tak v souhrnu za rok 2014 dle předpokladu prognózy vzrostla o 1,4 %, a to v návaznosti na znatelné oživení meziročního růstu mezd a platů při současném působení uvolněných měnových podmínek. V následujících dvou letech bude její dynamika meziročně zrychlovat až na 2,1 % v roce 2016, když růst objemu mezd a platů i dalších příjmů domácností bude předstihovat po většinu prognózy jen pozvolna narůstající deflátor spotřeby, v němž se bude odrážet pozitivní důchodový efekt propadu cen ropy.

Tempo růstu **hrubého nominálního disponibilního důchodu** se ve třetím čtvrtletí 2014 znatelně zmírnilo, a to především v důsledku záporného příspěvku odváděných daní a sociálních příspěvků a důchodů z vlastnictví (Graf II.2.16). Naopak oživení na trhu práce (a s ním spojený vývoj objemu mezd a platů) mělo na růst hrubého nominálního disponibilního důchodu výrazně kladný vliv. Celkově by tak nominální hrubý disponibilní důchod v minulém roce měl vzrůst o 2,5 %. Na horizontu prognózy přispěje objem mezd a platů ke znatelnému zrychlení meziroční dynamiky hrubého nominálního disponibilního důchodu, a to nejvýrazněji ze všech jeho složek. Kladné však budou nadále přispívat rovněž sociální dávky a zisky podnikatelů. Dynamika hrubého nominálního disponibilního důchodu bude zvolna narůstat až na 4,5 % ke konci roku 2016.

Při o něco rychlejší dynamice spotřeby domácností než jejich příjmů poklesla ve třetím čtvrtletí 2014 sezonně očištěná **míra úspor domácností** na úroveň 10,4 %. Do konce roku 2015 však míra úspor v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd a platů pozvolna poroste (Graf II.2.17). V roce 2016 pak překmit meziročního růstu spotřeby domácností nad dynamiku hrubého nominálního disponibilního důchodu povede k opětovnému mírnému snížení míry úspor domácností.

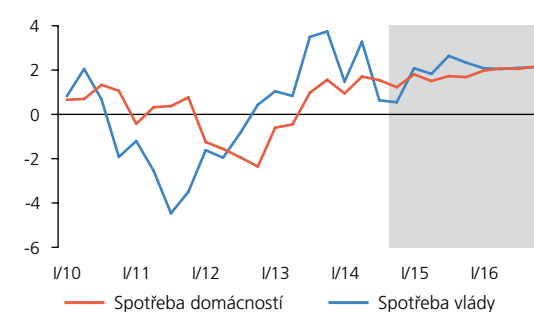
Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** se ve třetím čtvrtletí 2014 znatelně zmírnil. Obdobně nízkou meziroční dynamiku pak prognóza očekává také ve čtvrtém čtvrtletí. V souhrnu za celý rok 2014 se tak spotřeba vlády zřejmě zvýšila o 1,5 % (Graf II.2.15). V letech 2015 i 2016 pak poroste tempem mírně nad 2 % v důsledku rychlejšího růstu náhrad zaměstnancům ve vládním sektoru i mezispotřeby vlády.

Hrubá tvorba kapitálu si ve třetím čtvrtletí 2014 udržela téměř 7 % meziroční tempo růstu, když v jejím rámci bylo zmírnění dynamiky fixních investic kompenzováno nárůstem zásob pro výrobu i spotřebu. Také pro čtvrté čtvrtletí 2014 prognóza očekává zachování výrazného růstu hrubé tvorby kapitálu, dynamika fixních investic však dále zpomalila. Hrubá tvorba kapitálu tak v souhrnu za celý minulý rok vrostla

GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

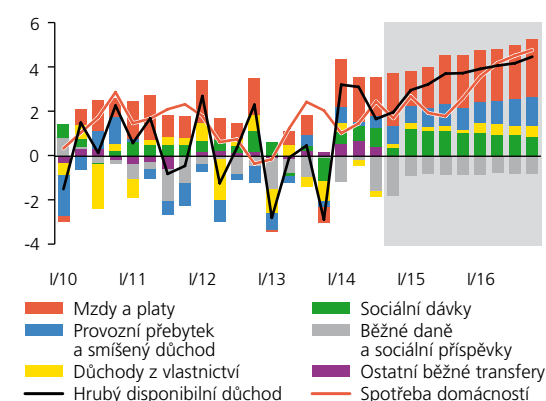
Spotřeba domácností i vlády poroste cca 2 % tempem
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

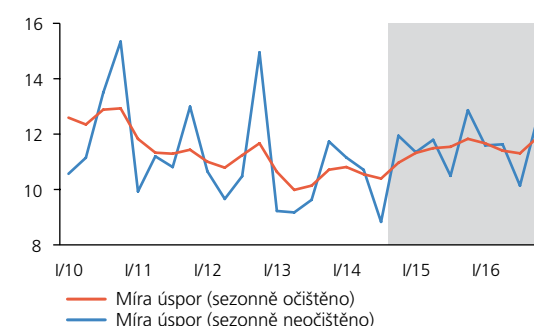
Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku zvyšování objemu mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.17

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor do konce roku 2015 pozvolna poroste
(v %)

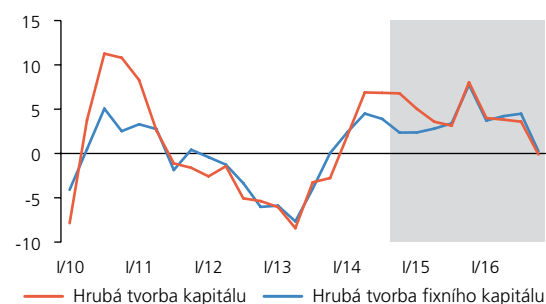


GRAF II.2.18

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Hrubá tvorba kapitálu se bude nadále zvyšovat

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

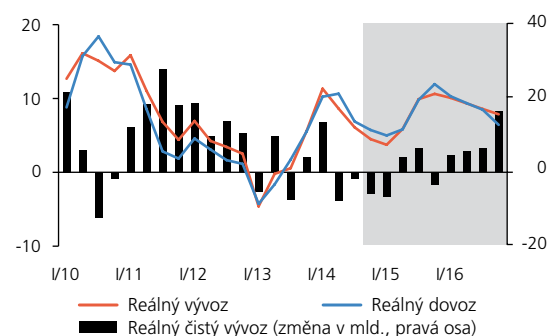


GRAF II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Vývoz a dovoz budou s přispěním oživené zahraniční poptávky a oslabeného kurzu koruny dosahovat vysokých růstových temp

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



TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod nadále poroste se zrychlením růstu mezd a zvýšením se bude i produktivita práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

dle předpokladů prognózy o 5,6 %. V roce 2015 se pak i přes dočerpávání prostředků EU fondů z programového období 2007–2013 její dynamika lehce sníží na cca 5 %, neboť při mírném zrychlení meziročního růstu fixních investic dojde k poklesu příspěvku zásob. Soukromé investice budou podporovány zvyšující se zahraniční poptávkou v prostředí historicky nejnižších úrokových sazeb, oslabeného kurzu koruny a klesajících nákladů na energie. Kladný, i když vlivem poklesu vládních investic o něco nižší, růst si hrubá tvorba kapitálu udrží i v roce 2016 (Graf II.2.18).⁴

Reálný **vývoz zboží a služeb** ve třetím čtvrtletí 2014 dále zpomalil svůj meziroční růst, jeho dynamika však i tak přesáhla 6 % úroveň. V návaznosti na vývoj zahraniční poptávky očekává prognóza další zpomalení růstu vývozu i v závěru minulého roku (Graf II.2.19). Za celý rok 2014 se vývoz zboží a služeb dle prognózy zvýšil o 7,6 %. V roce 2015 se tempo jeho růstu v průměru nezmění, když se zmírní pozitivní efekt oslabení reálného kurzu a naopak dojde ke zrychlení zahraniční poptávky. V roce 2016 pak s rychleji rostoucí zahraniční poptávkou při stabilním kurzu koruny vůči euru vzroste dynamika vývozu v průměru na 9 %.

Také reálná meziroční dynamika **dovozu zboží a služeb** se ve třetím čtvrtletí 2014 snížila, a to k úrovni mírně pod 7 %, v návaznosti na pomalejší tempo růstu vývozu. V souhrnu za celý rok 2014 se dovoz zřejmě zvýšil o 8,3 %. Na obdobně vysokých hodnotách se jeho dynamika v průměru udrží i v letech 2015 a 2016, když bude odrážet vývoj dovozní náročných složek domácí poptávky i vývozu.

Příspěvek **čistého vývozu** ve stálých cenách k meziročnímu růstu HDP byl ve třetím čtvrtletí 2014 opětovně záporný. Ještě o něco více záporný příspěvek prognóza očekává při pokračujícím meziročním nárůstu dovozní náročných zásob i pro závěr minulého roku. V souhrnu za rok 2014 tak čistý vývoz přispěl k meziročnímu růstu HDP nepatrně záporně. Obdobný vývoj prognóza očekává i v roce 2015, když příspěvek čistého vývozu bude zhruba nulový. V roce 2016 v souvislosti s výraznějším zrychlením zahraniční poptávky a zmírněním růstu domácích investic (vliv srovnávací základny související s prodloužením pronájmu nadzvukových stíhacích letounů) bude příspěvek čistého vývozu kladný (0,9 procentního bodu).

Prognóza platební bilance (Tab. II.2.3) očekává mírný přebytek **běžného účtu** za rok 2014 ve výši 0,2 % HDP, jeho nárůst na 1,4 % HDP v letošním roce a cca 1,6 % HDP v příštím roce.⁵ Příčinou zřetelného nárůstu aktiva běžného účtu v roce 2015 bude poměrně výrazné zvýšení přebytku **balance zboží** spojené především s prudkým poklesem cen energetických surovin, které povede ke zlepšení směnných relací

4 Prognóza je ovlivněna prodloužením pronájmu stíhacích letounů JAS-39 Gripen, ke kterému dojde v závěru roku 2015. To jednorázově navýší hrubou tvorbu kapitálu a současně ve stejné výši dovoz, přičemž dynamika reálného HDP zůstane touto transakcí nedotčena.

5 Běžný účet bude v přebytku poprvé v samostatné historii ČR.

(s pozitivním dopadem do bilance zboží v rozsahu cca 50 mld. Kč). V menší míře ke zvýšení přebytku běžného účtu přispěje též eliminace schodku bilance druhotných důchodů vlivem vyššího čerpání zdrojů z fondů EU. Další zlepšení běžného účtu očekávané v roce 2016 souvisí s růstem přebytku bilance zboží, a to vlivem doznívajícího cenového poklesu energetických surovin (dopad zpožděné reakce cen plynu na předcházející vývoj cen ropy) a očekávaného urychlení růstu zahraniční poptávky. Přebytek **bilance služeb** zůstane po celé prognózované období zhruba na úrovni roku 2014.

V opačném směru než bilance zboží bude na saldo běžného účtu působit rostoucí deficit **bilance prvotních důchodů**, který souvisí zejména s růstem důchodů nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR. **Bilance druhotných důchodů** by měla být přibližně vyrovnaná po celé prognózované období, což znamená mírné zlepšení oproti roku 2014 vlivem předpokládaného vyššího čerpání zdrojů z evropských fondů.

Prognózované výrazné zvýšení přebytku **kapitálového účtu** oproti očekávané skutečnosti roku 2014 je spojeno s předpokládaným dočerpáváním prostředků z fondů EU za programové období 2007 až 2013.

Čistý příliv **přímých investic** do ČR se v roce 2015 oproti roku 2014 skokově sníží. Tato změna bude souviset s obratem v tocích kapitálu rezidentů vůči zahraničí, když stahování prostředků zpět do ČR v minulém roce bude vystřídáno obnoveným zájmem rezidentů o investování v zahraničí v letošním roce.⁶ Prognóza předpokládá, že přímé investice v ČR budou mít nadále v převážné míře formu reinvestovaného zisku. Jejich celkový příliv se přitom bude meziročně zvyšovat; v roce 2015 v důsledku očekávání mírného růstu hodnoty zisků reinvestovaných v ČR, v roce 2016 čistý příliv kapitálu do ČR pozitivně ovlivní i již schválená poměrně významná investice do automobilového průmyslu.

Po mimořádné meziroční změně v tocích kapitálu v roce 2014, která do značné míry souvisela se splacením eurových vládních obligací, lze v oblasti **portfoliových investic** v roce 2015 očekávat zmírnění odlivu kapitálu. Čistý odliv kapitálu však bude pokračovat na celém horizontu prognózy vlivem dlouhodobě nízkých potřeb zahraničního financování v podnikovém sektoru, omezeného rozsahu vhodných portfoliových investic v ČR, přebytku domácích úspor oproti úvěrovým potřebám v ČR a deklarovanému záměru vlády prioritně se financovat na korunovém trhu. V oblasti **ostatních investic** (bez operací bankovního sektoru) prognóza předpokládá vysoký, byť klesající, čistý odliv kapitálu z podnikového sektoru ve formě růstu depozit rezidentů v zahraničí, růstu poskytnutých úvěrů do zahraničí a splátek dříve přijatých úvěrů ze zahraničí. Očekávané snížení čistého odlivu je spojeno s předpokládaným postupným oživením investic v ČR.

TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

V letošním i příštím roce by se měl přebytek běžného účtu zvýšit především díky poklesu cen energetických komodit (v mld. Kč)

	2013 skut.	2014 oček. skut.	2015 progn.	2016 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-56,8	10,0	60,0	75,0
Zboží	163,6	240,0	305,0	350,0
Služby	68,6	55,0	55,0	55,0
Prvotní důchody	-279,6	-275,0	-300,0	-330,0
Druhotné důchody	-9,3	-10,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	82,3	31,0	60,0	60,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	-19,4	85,0	182,0	107,0
Přímé investice	57,4	-135,0	-30,0	-75,0
Portfoliové investice	-92,8	70,0	30,0	20,0
Finanční deriváty	-4,7			
Ostatní investice	-52,7	80,0	50,0	30,0
Rezervní aktiva	188,2	70,0	132,0	132,0

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

6 Navíc se ve druhém čtvrtletí dle veřejně dostupných informací uskutečnila jedna významná akvizice rezidenta (Energetický a průmyslový holding) v energetickém sektoru v hodnotě několika desítek miliard korun.

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Fiskální politika bude v roce 2015 působit expanzivně, v roce 2016 bude lehce restriktivní

(v % nominálního HDP)

	2013 skut.	2014 oček. skut.	2015 progn.	2016 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,7	40,5	40,8	40,2
Výdaje vládního sektoru	42,0	41,7	42,7	41,6
z toho: úrokové platby	1,4	1,3	1,3	1,3
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-1,3	-1,2	-1,9	-1,4
z toho:				
primární saldo ^{a)}	0,0	0,1	-0,7	-0,2
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	0,0	0,2	-0,2	0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-1,3	-1,4	-1,8	-1,5
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-1,0	-0,5	-0,1	0,2
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-0,3	-0,9	-1,7	-1,8
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	1,5	-0,6	-0,8	0,0
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-1,2	-0,8	-0,5	0,0
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-0,1	-0,6	-1,3	-1,5
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	2,0	-0,4	-0,7	-0,2
Dluh vládního sektoru	45,7	43,9	43,9	43,3

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) Do této položky jsou zahrnuty 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 skut.	2014 oček. skut.	2015 progn.	2016 progn.
Fiskální impulz ^{a)}	-1,0	0,2	0,5	-0,3
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	0,3	0,3	-0,3

a) Celkový součet nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

Rezervní aktiva odrážejí předpokládaný nárůst devizových rezerv ČNB o kladné saldo vztahu s EU a výnosy z devizových rezerv.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a nastavení fiskální politiky se odrážejí ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2015 až 2016 (Tab. II.2.4).

V **roce 2014** se odhadovaný vládní deficit nepatrně snížil na 1,2 % HDP. Hospodaření vládního sektoru v minulém roce bylo ovlivněno mimořádným výnosem z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč. Vliv měl též 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 bylo ale převáženo pokračujícím, resp. v závěru roku zrychleným, mzdovým růstem ve vládním sektoru, a výrazným oživením růstu vládních investic zejména v souvislosti s realizací projektů spolufinancovaných z fondů EU. V roce 2014 tak bylo celkové působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu mírně expanzivní s příspěvkem k ekonomickému růstu ve výši přibližně 0,2 procentního bodu (Tab. II.2.5).

V **roce 2015** se deficit vládního sektoru i přes pokračující ekonomický růst zvýší na 1,9 % HDP. V tom se odráží zrušení 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 valorizace a zrychlení mzdového růstu ve vládním sektoru. K vyšším výdajům přispěje také další zrychlení růstu vládních investic, který bude tažen snahou o maximální vyčerpání prostředků evropských fondů z uplynulého programového období i zvýšeným zapojováním domácích zdrojů. Na prohloubení celkového deficitu bude působit též účetní dopad prodloužení pronájmu letounů JAS-39 Gripen ve výši 0,2 % HDP. To však nebude mít reálný dopad a lze ho považovat za mimořádné jednorázové opatření. Ve výsledku bude působení fiskální politiky v letošním 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 1,4 % 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 mírně restriktivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně -0,3 procentního bodu.

Odhadovaný **strukturální schodek** vládního sektoru se v roce 2014 zvýšil na zhruba 0,8 % HDP. V letošním i příštím roce se dále prohloubí a výrazně překročí hodnoty střednědobého cíle ve výši 1 % HDP.

Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru v letošním a příštím roce povede nejprve ke stabilitě a následně k velmi mírnému poklesu **poměru vládního zadlužení k HDP** (v roce 2016 bude tento poměr lehce nad

43 %). V tom se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí projeví pokračující zapojování státních finančních aktiv do řízení dluhu. Ve stejném směru bude působit zrychlující růst nominálního HDP a předpokládaná nižší efektivní úroková sazba z vládního dluhu v souvislosti s vývojem na finančních trzích a s pozitivním vnímáním ČR.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze podstatně snižuje na celém horizontu prognózy z důvodu propadu regulovaných cen a nižšího výhledu čisté inflace. I přes nižší zahraniční poptávku je růst HDP přehodnocen lehce výše v důsledku výrazně nižších cen ropy a prodloužení prognózou předpokládané doby používání kurzu jako nástroje měnové politiky. Predikce růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá značně níže z důvodu pomalejšího pozorovaného růstu mezd v roce 2014 i významně utlumenějšího růstu spotřebitelských cen. Trajektorie úrokových sazeb odráží zejména více protiinflační působení zahraničí a s tím související prodloužení předpokládaného používání kurzu jako nástroje měnové politiky až do konce horizontu prognózy.

Predikce meziroční **celkové inflace** se až do konce roku 2016 pohybuje oproti minulé prognóze na podstatně nižších hodnotách (Graf II.3.1). Příčinou je výrazně snížený výhled regulovaných cen (především v roce 2015) i čisté inflace odrážející přehodnocení cen energetických komodit a cen průmyslových výrobců v eurozóně směrem dolů a nižší budoucí dynamiku meziročního růstu mezd v domácí podnikatelské sféře. Nižší výhled celkové inflace je též ovlivněn stávajícím stavem české ekonomiky, který generuje o něco slabší proinflační tlaky oproti minulé prognóze. Tyto protiinflační faktory v rámci celkové inflace jen nepatrně kompenzuje slabší kurz v důsledku jeho oslabení během ledna letošního roku i předpokladu dlouhodobějšího setrvání v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky. Velikost dopadů změn nepřímých daní zůstává v souladu s minulou prognózou, avšak dopad zvýšení spotřební daně z cigaret je přesunut z konce roku 2014 do prvních měsíců roku 2015. Výhled **měnověpolitické inflace** je proto přehodnocen obdobně jako u celkové inflace.

Výhled **regulovaných cen** se oproti minulé prognóze výrazně snížil, a to zejména vlivem nečekaného propadu cen energetických komodit. Nová prognóza tak předpokládá částečný průsak výrazně nižších cen ropy do světových cen zemního plynu, a v průběhu roku 2015 i do cen plynu pro české domácnosti. Nepatrně se prohloubil i očekávaný pokles cen elektrické energie pro domácnosti v letošním roce a zároveň zvýšení vodného a stočného a cen tepla bude oproti minulé prognóze slabší. Ve druhé polovině roku 2016 se výhled růstu regulovaných cen naopak posouvá mírně nahoru vlivem odeznění výše uvedených faktorů a návratu cen energetických surovin k meziročnímu růstu.

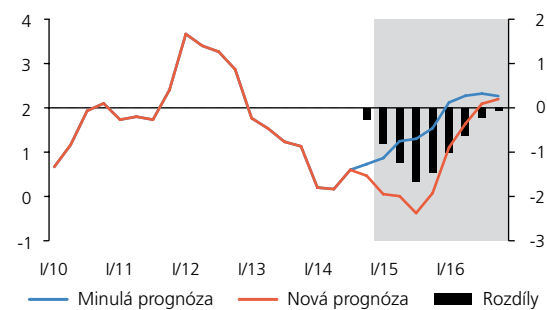
Meziroční **čistá inflace** se oproti minulé prognóze snižuje na celém horizontu (Graf II.3.2). Na začátku roku 2015 se projeví zejména propad cen pohonných hmot, který minulé prognóza nepředpokládala. V celém letošním i příštím roce pak bude nižší čistá inflace odrážet silnější protiinflační tlaky ze zahraničí, utlumenější domácí vývoj mezd pozorovaný v roce 2014 i nižší inflační očekávání. To se projeví zejména v pomalejším nárůstu korigované inflace bez pohonných hmot.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se na celém horizontu posouvá významně níže

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

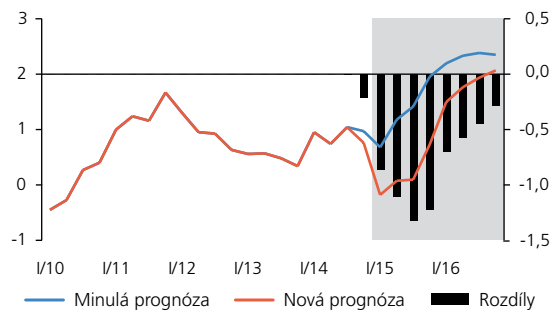


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

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

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



U **zahraničních předpokladů** byl oproti minulé prognóze výrazně snížen výhled cen výrobců v efektivní eurozóně v letošním a příštím roce. Silněji se v něm promítá dlouhodobý útlum ekonomické aktivity spolu s poklesem cen energetických komodit na zahraničních trzích. Predikce růstu zahraniční poptávky se pro oba uvedené roky rovněž mírně snižuje. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se posunul na lehce nižší hladinu, což odráží nedávné kroky ECB vedoucí k dalšímu uvolnění měnové politiky.

Trajektorie domácích tržních **úrokových sazeb** je v roce 2016 přehodnocena výrazně směrem dolů (Graf II.3.3) v souvislosti s tím, že nová prognóza předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky na celém svém horizontu, zatímco minulé prognóza do prvního čtvrtletí 2016. Důvodem potřeby dlouhodoběji uvolněných měnových podmínek je zejména snížený výhled zahraničních výrobních cen, propad cen ropy a méně proinflační domácí vývoj (zejména pomalejší růst mezd) ve srovnání s minulou predikcí.

Krátkodobá prognóza **kurzu koruny k euru** pro první čtvrtletí 2015 zohlednila tržní pohyby ze začátku roku a je proto nastavena na slabší hladině, než očekávala minulé prognóza. Prognóza předpokládá setrvání v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky až do konce roku 2016, tedy déle oproti minulé predikci.

Údaje za třetí čtvrtletí 2014 znamenaly nižší meziroční růst **hrubého domácího produktu**, než předpokládala minulé prognóza. Důvodem byly více záporný příspěvek čistého vývozu a zpomalení růstu vládní spotřeby. V opačném směru působil vyšší růst hrubé tvorby kapitálu vlivem kladné změny stavu zásob a také nepatrně vyšší růst spotřeby domácností. Celkově je pro rok 2014 předpokládán nižší růst HDP o 0,2 procentního bodu; k tomu vedou nižší příspěvky čistého vývozu v důsledku pozvolnějšího růstu v efektivní eurozóně. V roce 2015 je prognóza růstu HDP nepatrně vyšší (Graf II.3.4), a to i přes předpoklad slabší zahraniční poptávky. Hlavním důvodem je pozitivní nabídkový šok plynoucí z výrazně nižších cen ropy. Růst spotřeby i hrubé tvorby kapitálu je přehodnocen směrem dolů, ovšem díky pozitivnímu vlivu cen ropy mírněji, než by odpovídalo pozorovanému vývoji mezd, resp. fixních investic, ve druhém pololetí 2014. Naopak vládní spotřeba bude přispívat k vyššímu růstu HDP o něco silněji, než předpokládala minulé prognóza. Také v roce 2016 se prognóza HDP posouvá lehce výše vlivem vyššího čistého vývozu v souvislosti s prodloužením režimu používání kurzu jako měnového nástroje. Taktéž předpoklad růstu vládní spotřeby pro rok 2016 je mírně navýšen.

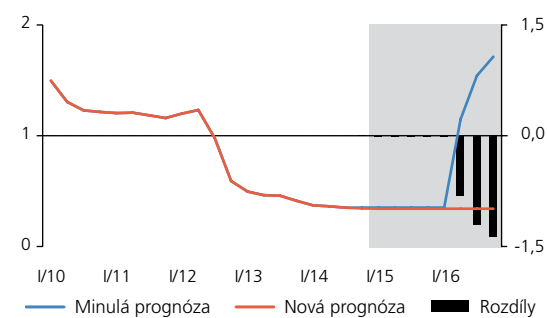
Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP byl ve třetím čtvrtletí 2014 ve srovnání s minulou prognózou více záporný. Na prognóze je pak oproti předchozí predikci naopak více kladný z důvodu mírně pomalejšího růstu domácí poptávky a slabšího kurzu koruny. Nižší výhled zahraniční poptávky se však projevuje ve snížení očekávané dynamiky vývozu a dovozu v nejbližších několika čtvrtletích, v roce 2016 by mělo naopak dojít k výraznějšímu zrychlování jejich temp.

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie úrokových sazeb se v roce 2016 posouvá níže při předpokládaném delším setrvání v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky

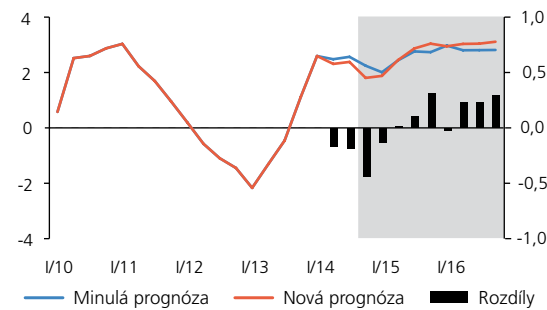
(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.4

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP se pro letošní a příští rok lehce zvyšuje (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře se na celém horizontu oproti minulé predikci posouvá znatelně směrem dolů. Toto přehodnocení odráží především pozvolnější růst mezd a pomalejší růst české ekonomiky v roce 2014 a také nižší pozorovanou i budoucí inflaci.

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. První z nich je další vývoj aktuálně umírněného růstu mezd v nízkoinflačním prostředí české ekonomiky. Další nejistotu představuje budoucí vývoj světových cen energetických komodit po jejich propadu na přelomu minulého a letošního roku včetně jejich dopadu do domácí ekonomiky. Nejistota panuje také o tom, do jaké míry výhledy zahraniční poptávky a cen již zohlednily uvedený propad cen ropy a rovněž uvolnění měnové politiky ECB na jedné straně, a zpomalující poptávku v rozvíjejících se zemích včetně vývoje v Rusku a na Ukrajině na druhé straně. Tyto nejistoty však nejsou natolik výrazné nebo vyhraněné, aby vedly ke zpracování plnohodnotného alternativního scénáře prognózy. Byl však zpracován scénář s využitím verze modelu g3 rozšířené o explicitní zachycení dovozu ropy, který vyhodnocuje dopad prognózou předpokládaného setrvání ceny ropy na nízkých úrovních do hlavních makroekonomických veličin.

II.4.1 Scénář vyhodnocující dopady setrvání ceny ropy na nízkých úrovních

Propad ceny ropy v posledním období představuje globální šok mající rozdílné dopady na státy vyvážející ropu a na ty, které jsou závislé na dovozu ropy. Jelikož ČR i země efektivní eurozóny jsou čistými dovozci ropy, lze předpokládat, že cena ropy na ně působí zejména prostřednictvím snížení nákladů, a ovlivňuje tak příznivě nabídkovou stranu jejich ekonomik. Tyto pozitivní dopady však mohou být částečně tlumeny skutečností, že nominální úrokové sazby se v těchto ekonomikách nacházejí na nulové dolní mezi a nemohou proto být snižovány v reakci na klesající pozorovanou i očekávanou inflaci. **Cílem této kapitoly** tak je vyčíslení přibližných dopadů prudkého snížení ceny ropy i jejího tržního výhledu.

Ke kvantifikaci vlivu tohoto pozitivního šoku na ekonomiku ČR byla použita satelitní verze jádrového predikčního **modelu g3 s explicitním zachycením vlivu cen ropy**. Náročnost jednotlivých sektorů ekonomiky na dovoz ropy v tomto rozšířeném modelu vychází z **analýzy input-output tabulek**; největší je u spotřeby domácností, kde dosahuje necelá 4 %, a dále pak u vývozu (Tab. II.4.1). Výhodou tohoto modelu je mimo jiné zachycení rozdílné transmise změn cen ropy a ostatních cen zahraničních průmyslových výrobců z hlediska cenové strnulosti a dopadů na vývoz, kdy cena ropy (na rozdíl od ostatních zahraničních cen) přímo neovlivňuje cenovou konkurenceschopnost domácí produkce vůči zahraničí.

Zpracovaný **scénář** vychází ze srovnávání dvou trajektorií ceny ropy. První zahrnuje propad ceny ropy pod hladinu 50 USD/barel následovaný jen pozvolným nárůstem její ceny na 65 USD/barel ke konci roku 2016, což je trajektorie odpovídající aktuálnímu tržnímu výhledu, a tudíž i nové prognóze. Druhá trajektorie zachycuje hypotetickou situaci, ve které by se cena ropy v celém prognostickém horizontu

Tab. II.4.1

DOVOZNÍ NÁROČNOSTI PODLE INPUT-OUTPUT ANALÝZY

Spotřeba domácností je na ropu nejvíce dovozně náročná

	Dovozní náročnost celkem	Náročnost na dovoz ropy
Spotřeba domácností	38 %	3,8 %
Investice	43 %	0,9 %
Spotřeba vlády	17 %	0,2 %
Vývoz	48 %	1,9 %

TAB. II.4.2

DOPADY NIŽŠÍ CENY ROPY DO VYBRANÝCH VELIČIN

Nižší ceny ropy se promítají do nárůstu poptávky a HDP, naopak inflace se výrazně snižuje

(odchylky od hypotetického scénáře ceny ropy na 100 USD/barel)

	Inflace CPI (v p.b.)	Reálný HDP (v p.b.)	Reálná spotřeba (v p.b.)	Cena ropy (v USD/barel)
I/15	-0,5	0,3	0,2	-50,7
II/15	-0,9	0,6	0,5	-47,3
III/15	-1,2	0,9	0,8	-44,3
IV/15	-1,3	1,2	1,1	-42,1
I/16	-0,6	1,0	1,0	-40,1
II/16	-0,1	0,7	0,8	-38,2
III/16	0,4	0,3	0,5	-36,5
IV/16	0,6	0,1	0,3	-35,2

nacházela na úrovni 100 USD/barel. Vliv tohoto hypotetického průběhu ceny ropy je ve scénáři zohledněn jednak přímo rozšířeným modelem g3 a jednak prostřednictvím domácích regulovaných cen skrze vyšší ceny plynu.⁷

Dopady poklesu ceny ropy odrážejícího aktuální tržní výhledy do vývoje vybraných veličin jsou vyjádřeny v Tabulce II.4.2 ve formě odchylek od výše uvedeného hypotetického scénáře při ceně ropy na 100 USD/barel. Pokles cen ropy a jejich prognózou předpokládané setrvání na nízkých úrovních vede s mírným zpožděním k poklesu cen pohonných hmot. Náklady v ostatních sektorech ekonomiky se tak snižují a způsobují všeobecný nárůst poptávky při nižších cenách. Dopad do spotřebitelských cen je nad rámec čisté inflace zhruba z poloviny dán nižším růstem regulovaných cen, a ve svém maximu přesahuje -1 procentní bod. Zhruba stejně velký je v absolutní hodnotě pozitivní dopad do růstu HDP, přičemž nižší cena ropy má vliv jak na investiční aktivitu firem (cca +1,3 procentního bodu), tak na spotřebu domácností (cca +1 procentní bod). Nižší náklady také umožňují firmám mírně urychlit růst mezd.

7 Scénář naopak abstrahuje od vlivu cen ropy na výhledy efektivního HDP v eurozóně.

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se snížila znatelně pod cíl ČNB, v tříletém horizontu zůstávají na jeho úrovni. Indikátor domácnostmi vnímané inflace se nacházel v nepatrně záporných hodnotách, indikátor očekávané inflace se snížil na téměř pětileté minimum. Analytici očekávají, že v letošním roce ekonomika vzroste přibližně o 2,5 %. Kurz koruny by podle analytiků měl v ročním horizontu lehce posílit. Výrazná většina analytiků očekává, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016. Všichni analytici předpokládali, že na únorovém zasedání bankovní rady ČNB i v ročním horizontu budou základní úrokové sazby ponechány beze změny. Tržní výhled na rok dopředu naznačuje jen lehký pokles úrokových sazeb, a na celém horizontu se tak pohybuje v blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se na konci minulého roku snížila znatelně pod 2 % cíl ČNB, kde setrvala i v lednu. V tříletém horizontu se očekávaná inflace nadále pohybuje na úrovni cíle. Inflační očekávání podnikových manažerů v ročním horizontu setrvávají mírně pod cílem (Tab. II.5.1).

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace**⁸ se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nacházel v nepatrně záporných hodnotách (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během předchozích 12 měsíců zůstaly zhruba stejné; poměrně významná skupina však vnímala pokles cen. Indikátor **očekávané inflace** se dlouhodobě pohybuje v kladných hodnotách. Během čtvrtého čtvrtletí minulého roku se však mírně snížil na nejnižší úroveň od dubna 2010. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, jen 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 cca o 2,5 % (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla mírně zrychlit tempo, což platí i v případě očekávaného růstu mezd. V ročním horizontu očekávají analytici jen lehké posílení měnového kurzu koruny ze současné úrovně. Výrazná většina jich pod vlivem dosavadní komunikace ČNB a protiinflačního vývoje očekává, že k ukončení platnosti kurzového závazku nedojde dříve než ve druhé polovině roku 2016; nová prognóza ČNB předpokládá používání kurzu jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016, tedy na celém predikčním horizontu. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu všichni analytici předpokládají stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05 %.

⁸ 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.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se pohybují znatelně pod 2 % cílem ČNB

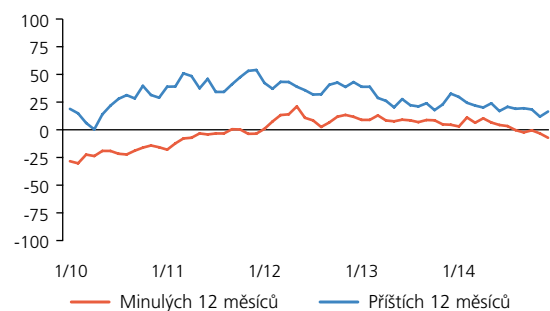
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/14	10/14	11/14	12/14	1/15
IOFT:					
Index spotř. cen	2,0	1,9	1,7	1,5	1,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2014	2,6	2,5	2,4	2,4	
Reálný HDP v roce 2015	2,7	2,5	2,4	2,3	2,3
Nominální mzdy v roce 2014	2,5	2,6	2,8	2,8	
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,3	27,3	27,3	27,3	27,8
2T repo (v %)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
1R PRIBOR (v %)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Podniky:					
Index spotř. cen	1,8			1,7	

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Vnímaná i očekávaná inflace se na konci minulého roku snížila
(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že ekonomika letos poroste 2,5% tempem

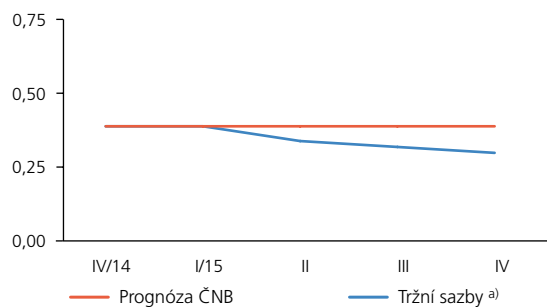
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/14	10/14	11/14	12/14	1/15
Reálný HDP v roce 2014	2,6	2,5	2,4	2,4	
Reálný HDP v roce 2015	2,6	2,5	2,5	2,4	2,5
Nominální mzdy v roce 2014	2,5	2,7	2,8	2,7	
Nominální mzdy v roce 2015	3,3	3,5	3,6	3,5	3,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	27,3	27,3	27,3	27,3	27,5
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Očekávané úrokové sazby odvozené z FRA jsou v blízkosti trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB (v %)



a) pro IV/14 a I/15 3M PRIBOR, pro II/15 až IV/15 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 23.1.2015

V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letech 2015 a 2016 lehce nižší růst reálného HDP. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží naopak 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.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje v ročním horizontu jejich jen lehký pokles. To zhruba odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při nevýznamném poklesu premie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují v 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 bezprostřední hrozby deflace spojené s propadem poptávky a útlumem ekonomické aktivity. Celková meziroční inflace dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí 2014 hodnoty 0,5 %, v průběhu čtvrtletí se však vlivem poklesu cen pohonných hmot a potravin snižovala. Po očištění o dopady změn nepřímých daní vzrostla cenová hladina ve čtvrtém čtvrtletí 2014 jen nepatrně. Inflace se tak nadále nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Promítání oslabeného kurzu koruny do inflace prostřednictvím dovozních cen doznívá, kurz ale nadále přispívá k růstu ekonomické aktivity a oživení na trhu práce. Domácí ekonomika tak již několik čtvrtletí působí ve směru urychlování cenového růstu. To se projevuje v dalším zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot, která nejvýznamněji přispívá ke kladné celkové meziroční inflaci. Další dvě tržní složky inflace – ceny pohonných hmot a ceny potravin – naopak překmitly v prosinci do meziročního poklesu, a to především vlivem propadu světových cen ropy a déletrvajících snížení cen zemědělských komodit. Pokles regulovaných cen pokračoval i v závěru loňského roku.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

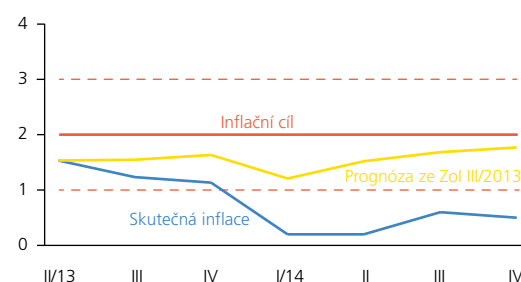
Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nacházely pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně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

Prognóza ze Zprávy o inflaci III/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 měla v roce 2013 nacházet poblíž dolní hranice tolerančního pásma cíle v důsledku utlumené domácí ekonomické aktivity, poté se na horizontu měnové politiky 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. Odeznění protiinflačních tlaků z domácí ekonomiky mělo tlačit na mírný růst cen

GRAF III.1.1

ROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

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



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNOZY INFLACE

Odchylka inflace od prognózy byla dána zejména nečekaným propadem regulovaných cen

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2013	Skutečnost 4.čtvrtletí 2014	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,8	0,5	-1,3
z toho:			
regulované ceny	2,7	-2,1	-0,8
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	0,1	0,1	0,0
ceny potravin ^{b)}	1,7	0,7	-0,2
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	0,4	-1,2	-0,1
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,3	0,9	-0,2

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 uvolnění měnových podmínek

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

		III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	0,2	0,9	1,3	1,4	1,5	1,7
	s	0,4	1,0	1,4	1,0	0,8	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	0,8	1,2	1,3	2,2	2,0	2,0
	s	-0,5	-1,2	-1,9	-1,6	-1,8	-
3M EURIBOR	p	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
(v %)	s	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1
Kurz USD/EUR	p	1,30	1,28	1,27	1,27	1,27	1,26
(úroveň)	s	1,32	1,36	1,37	1,37	1,32	1,25
Cena ropy Brent	p	106,1	104,9	103,4	101,8	100,3	98,8
(USD/barel)	s	109,7	109,4	107,9	109,8	103,5	77,1

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol III/2013

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNOZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Pozorovaný vývoj HDP se do poloviny roku 2014 pohyboval nad prognózou

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

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

až v průběhu roku 2014. To spolu s uzavírající se mezerou marží mělo vést na horizontu měnové politiky k postupnému přibližování celkové i měnověpolitické inflace k cíli. Prognóza předpovídala mírný růst regulovaných cen a cen potravin a přechodný pokles cen pohonných hmot.

Celková **inflace se ve skutečnosti** v celém období pohybovala pod prognózou, přičemž v roce 2014 se odchylka zvýšila. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhl 1,3 procentního bodu. Byl dán neočekávaným propadem regulovaných cen a pozvolnějším oživením korigované inflace bez pohonných hmot. Rovněž příspěvky odchylek vývoje cen potravin a pohonných hmot od prognózy byly mírně záporné (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Zahraniční poptávka se zpočátku od předpokladů prognózy příliš nelišila, později však její růst začal nečekaně zpomalovat (Tab. III.1.2). Také zahraniční úrokové sazby byly na konci predikčního horizontu nižší. Nejvýraznější odchylku zaznamenal ukazatel výrobních cen v zahraničí. Jejich dynamika se nacházela výrazně pod prognózou, když v celém období dosahovala záporných hodnot. Mírně vyšší oproti předpokladům prognózy byla – s výjimkou závěru roku 2014 – 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 domácí 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 až do poloviny roku 2014 vyšší než predikovaný. Důvodem byla rychlejší dynamika reálných investic a spotřeby vlády. Reálná spotřeba domácností se pohybovala okolo prognózovaných hodnot, přičemž od druhé poloviny roku 2013 překmitla do kladných temp růstu i přesto, že byla doprovázena dočasně zpomalujícím vývojem nominálních mezd. Skutečné růsty objemu dovozu a vývozu se pro rok 2013 nacházely poblíž prognózy, v první polovině roku 2014 stouply s přispěním oslabeného kurzu koruny ztlačně nad predikované hodnoty a poté se přiblížily zpět k prognóze.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách i dalších nástrojích měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejich rizik. V celém rozhodném období bankovní rada hodnotila rizika prognóz buď jako mírně protiinflační, nebo jako vyrovnaná. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu ztlačně převažovala protiinflační rizika

(zejména utlumený vývoj cen v eurozóně a domácích regulovaných cen). Oslabený kurz koruny ovlivněný komunikací ČNB a od listopadu 2013 i kurzovým závazkem ČNB působil ve směru uvolňování měnových podmínek v situaci, kdy bylo na konci roku 2012 dosaženo nulové dolní meze u měnověpolitických sazeb. Slabší kurz se prozatím do inflace promítal zejména prostřednictvím vyšších dovozních cen, současně však přispívá i k růstu domácí ekonomiky, která již také působí směrem k růstu cenové hladiny. Inflační cíl je v současné době sice výrazně podstřelován, ale bez listopadového rozhodnutí začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky by celková inflace v průběhu roku 2014 byla výrazně záporná.

V souhrnu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od dubna 2013 do září 2014 měla být ještě výrazně uvolněnější, resp. k uvolnění měnové politiky prostřednictvím oslabení kurzu mělo být přikročeno dříve a s ještě větší razancí. Nicméně díky provedení oslabení kurzu byla měnová politika uvolněna dostatečně na to, aby byla odvrácena bezprostřední hrozba deflace spojené s propadem poptávky, a s tím i celkové makroekonomické nestability.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 **meziroční inflace**⁹ v průměru dosáhla 0,5 %, v jeho závěru se však snížila až na 0,1 % v prosinci (Graf III.1.2), což odráželo zejména promítání výrazně klesajících světových cen ropy do domácích cen pohonných hmot. Rovněž ceny potravin přešly v průběhu posledního čtvrtletí roku 2014 do meziročního poklesu. V poklesu setrvaly i regulované ceny, naopak korigovaná inflace bez pohonných hmot se nadále mírně zvyšovala.

Ve **struktuře meziroční inflace** byl přitom ve čtvrtém čtvrtletí 2014 pokles regulovaných cen, cen pohonných hmot a potravin kompenzován růstem ostatních tržních cen (Graf III.1.3). Pozvolné narůstání příspěvku korigované inflace bez pohonných hmot přitom pokračovalo i v závěru roku 2014. Na zvýšení cenové hladiny v tomto období mírně působily také dopady změn nepřímých daní.

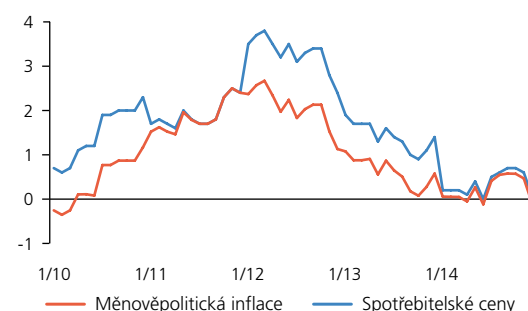
Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu cen v posledním čtvrtletí roku 2014 dosáhl 0,1 procentního bodu. Souvisel s dopadem dvou harmonizačních úprav spotřební daně na cigarety a tabák v roce 2014. Dopad zvýšení spotřební daně z 1. 1. 2014 do cen byl přitom významně zpožděn vlivem výrazného předzásobení prodejců tabákovými výrobky. Druhá vlna zvýšení spotřební daně z 1. 12. 2014 se v cenách ve čtvrtém čtvrtletí projevila zatím jen nepatrně.

Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, se v průběhu posledního čtvrtletí roku 2014

GRAF III.1.2

INFLACE

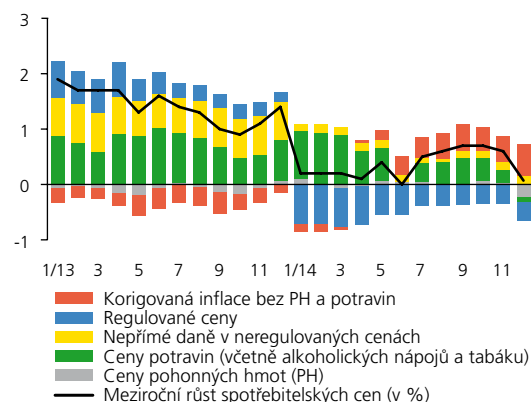
Meziroční inflace se na konci roku 2014 snížila na velmi nízkou hodnotu
(meziročně v %)



GRAF III.1.3

STRUKTURA INFLACE

Meziroční pokles cen pohonných hmot, cen potravin a regulovaných cen byl kompenzován růstem ostatních tržních cen
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



9 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.4

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Regulované ceny pokračovaly v poklesu a ceny pohonných hmot a potravin do něj překmitly v prosinci, pouze korigovaná inflace bez PH se dále zvýšila

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

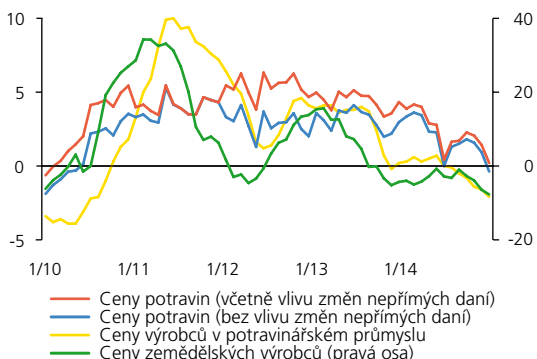


GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Ceny potravin přešly do meziročního poklesu vlivem déletrvajících poklesů cen zemědělských výrobců

(meziroční změny v %)

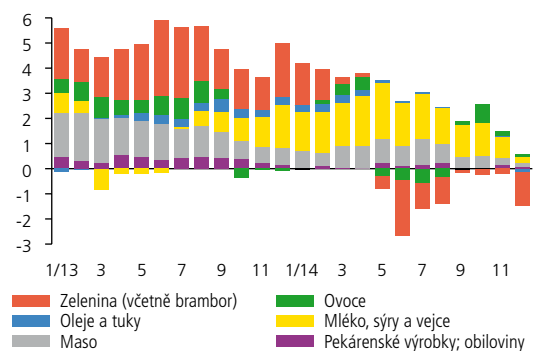


GRAF III.1.6

STRUKTURA VÝVOJE CEN POTRAVIN

Zmírnil se růst cen ovoce, masa, mléčných výrobků a vajec, prohloubil se pokles cen zeleniny

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně v %)



snížovala a v prosinci dosáhla nepatrně záporných hodnot. V průměru za čtvrté čtvrtletí 2014 dosáhla hodnoty 0,3 %, a nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB.

Regulované ceny pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu způsobeném propadem ze začátku roku 2014. Oproti předchozímu čtvrtletí se ale jejich meziroční pokles dále nepatrně zmírnil a dosáhl průměrné hodnoty -2,1 % (Graf III.1.4). Meziroční pokles regulovaných cen odrážel lednové snížení cen energií pro domácnosti (pokles cen elektřiny a zemního plynu, výrazné oslabení růstu cen tepla) a zrušení regulačního poplatku za pobyt v nemocnici. Tento pokles byl v průběhu roku zčásti 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.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, ve čtvrtém čtvrtletí 2014 výrazně zpomalil (z 1,2 % v září na 0,3 % v prosinci). Přispěl k tomu zejména pokles cen pohonných hmot a potravin, naopak růst ostatních tržních cen dále mírně zrychlil. Vývoj tržních cen bez potravin a pohonných hmot tak nadále odrážel působení oslabeného kurzu koruny a pokračujícího ekonomického růstu.

Růst cen **potravin** (bez vlivu daňových změn) v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 zpomaloval a v prosinci byl již zaznamenán meziroční pokles (-0,4 %; Graf III.1.5). V tomto vývoji se odrážel déletrvajících meziroční pokles cen zemědělských výrobců, ve kterých se kromě nadprůměrných sklizní v roce 2014 v ČR i zahraničí znatelně projevoval i efekt embarga na vývoz potravin do Ruska. K překmitu cen potravin do meziročního poklesu přispělo též odeznění předchozího rychlého růstu cen mléčných výrobků a vajec. Výrazně zpomalil i růst cen ovoce a svůj meziroční pokles opět prohloubily ceny zeleniny včetně brambor (Graf III.1.6). Zpomalil i růst cen masa (zejména vlivem poklesu cen vepřového masa).

Ceny pohonných hmot přešly v posledním čtvrtletí roku 2014 do výrazného meziročního poklesu (z 0,1 % v září na -6,0 % v prosinci). Jejich vývoj tak nadále odrážel propad světových cen benzínů a ropy, jehož dopad do domácích cen byl jen částečně kompenzován oslabujícím kurzem CZK/USD. Zároveň došlo k nárůstu rozptylu cen pohonných hmot mezi jednotlivými prodejci vzhledem k nestejnomyšlnému zohlednění poklesu nákladových položek v koncových cenách. U cen pohonných hmot tak lze očekávat (resp. počátkem roku 2015 již i reálně pozorovat) pokračující pohyb směrem k nižším průměrným cenám.

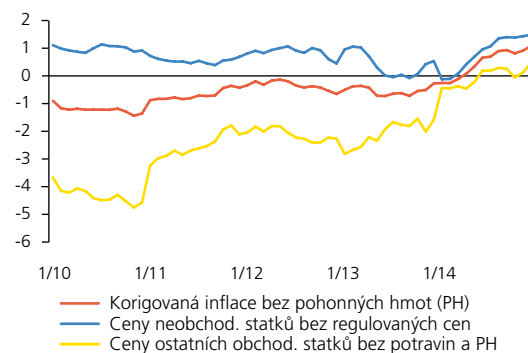
Naopak meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále zvýšila (z 0,9 % v září na 1,1 % v prosinci; Graf III.1.7). Přispěly k tomu **ceny ostatních obchodovatelných statků**, jež se po nepatrném říjnovém meziročním poklesu vrátily k růstu, který v prosinci dále zrychlil (na 0,5 %). V tom se nadále odráželo oslabení kurzu CZK/EUR, zatímco dynamika zahraničních cen ke konci roku 2014 dále oslabila, když spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně

přešly do meziročního poklesu a ceny průmyslových výrobců se nadále výrazně snižovaly. Mírně zrychlil i meziroční růst domácích **cen neobchodovatelných statků**¹⁰ z 1,4 % v září na 1,5 % v prosinci). V jejich vývoji se odrážel zejména pokračující růst domácí ekonomické aktivity a postupně se zlepšující situace na trhu práce.

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 %)



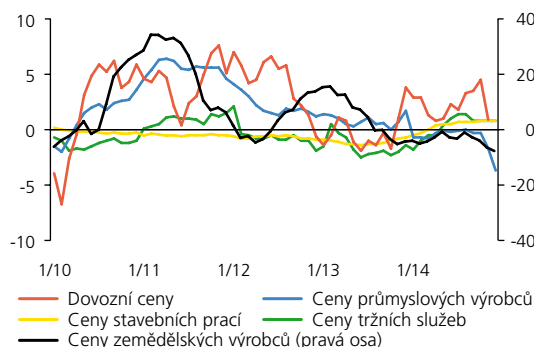
10 Tento segment zahrnuje především služby.

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Růst dovozních cen v listopadu výrazně zpomalil, pokles cen v průmyslu se v prosinci prohloubil, ve stavebnictví a tržních službách ceny setrvaly v mírném růstu

(meziroční změny v %)

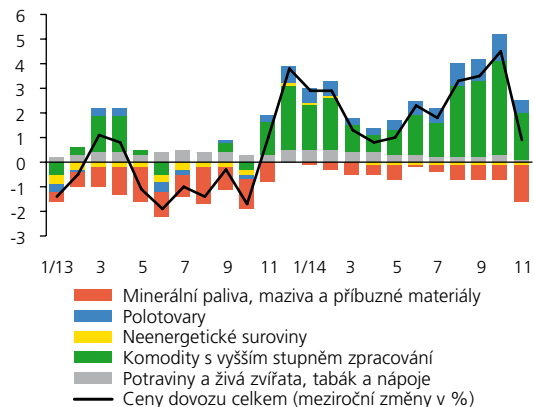


GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

Na růstu dovozních cen se nadále nejvíce podílely komodity s vyšší přidanou hodnotou a polotovary, opačný vliv měl pokles cen minerálních paliv

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



TAB. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

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

(meziroční změny v %)

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

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Meziroční růst dovozních cen podle posledních údajů za listopad výrazně zpomalil. K této změně nejvíce přispělo zpomalení růstu cen komodit s vyšším stupněm zpracování a prohloubení poklesu dovozních cen energetických surovin, zejména ropy. Rovněž dovozní ceny neenergetických surovin setrvaly v meziročním poklesu. Ceny průmyslových výrobců v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 prohloubily svůj meziroční pokles. To bylo výsledkem nejen pokračujícího poklesu cen výrobců v odvětví energetiky i těžby a dobývání, ale též oslabení dynamiky vývoje cen v odvětví zpracovatelského průmyslu a jejich následného poklesu daného zejména prudkým snížením cen ropných produktů. Ceny stavebních prací a tržních služeb pro podnikatelskou sféru setrvaly v mírném růstu z předchozího čtvrtletí. Pokles cen zemědělských výrobců se opětovně meziročně prohloubil.

III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny pokračovaly až do října v trendu zrychlující růstové dynamiky, pozorovaném – s výjimkou července – od května 2014. V listopadu se však jejich meziroční růst výrazně snížil na 0,9 %, což znamenalo propad o 3,6 procentního bodu oproti říjnu (Graf III.2.1). Kolísavý vývoj dovozních cen v průběhu roku 2014 byl přitom pozorován zejména u dovozních cen s vyšší přidanou hodnotou, polotovarů a energetických surovin.¹¹ V závěru roku pak k němu přispělo i výrazné prohloubení propadu cen minerálních paliv.

Ve struktuře byl meziroční růst dovozních cen nadále tažen převážně vývojem cen ve skupině **komodit s vyšším stupněm zpracování** (Graf III.2.2). Největší vliv na celkový meziroční růst dovozních cen měla i v listopadu váhově nejvýznamnější skupina dovozu strojů a dopravních prostředků, jejíž kladný příspěvek dosáhl 1,5 procentního bodu.¹² Přitom se však meziroční růst dovozních cen v této skupině v listopadu výrazně zmírnil na 3,6 %, zatímco ještě v říjnu dosáhl dvojnásobných hodnot. Také dovozní ceny průmyslového spotřebního zboží rostly pomaleji než v předchozím čtvrtletí (v listopadu o 3 %). Meziroční růst cen dovozu chemikálií a příbuzných výrobků byl v listopadu jen mírný, když dosáhl 1,2 %.

Podobně se vyvíjely v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2014 i dovozní ceny **polotovarů**, u kterých říjnové meziroční zrychlení tempa růstu bylo v listopadu vystřídáno jeho zřetelným zpomalením (oproti říjnu o 3,5 procentního bodu na 2,6 %; Tab. III.2.1). Zmírnění tempa růstu dovozních cen **potravin a živých zvířat** po předchozím rychlém růstu bylo ještě výraznější a ceny dovozu se v této skupině v listopadu zvýšily jen o 0,9 %.

¹¹ Jejich vývoj byl v tomto období ovlivněn nejen změnami v dynamice zahraničních cen, ale i meziročními změnami kurzu při jeho stabilní hladině poblíž 27,5 CZK/EUR.

¹² V rámci této skupiny meziročně rostly nejrychleji dovozní ceny elektrických zařízení a kancelářských strojů a zařízení (o 6 %, resp. 7,5 %), zatímco růst dovozních cen silničních vozidel a strojů a zařízení již nepřesáhl úroveň 3 %.

Na druhé straně dovozní ceny energetických a neenergetických surovin pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu, který se v listopadu zřetelně prohloubil. Významně tak přispěly ke zmírnění dynamiky růstu dovozních cen v tomto období. Nejvýraznější poklesy dovozní ceny **minerálních paliv** (o -11,8 %; Tab. III.2.1). To souviselo především s pokračujícím snižováním světových cen ropy, jejichž dvouciferný meziroční pokles se dále zvýraznil až na hodnoty kolem -25 % (Graf III.2.3). Prohloubení poklesu dovozních cen ve skupině **neenergetických surovin** bylo ve srovnání s dovozními cenami minerálních paliv mírnější, jejich meziroční pokles byl v listopadu zhruba poloviční.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 se pokles cen průmyslových výrobců postupně prohluboval. Po mírném meziročním snížení v září o -0,3 % dosáhl jejich meziroční pokles v prosinci -3,7 % (Graf III.2.4).

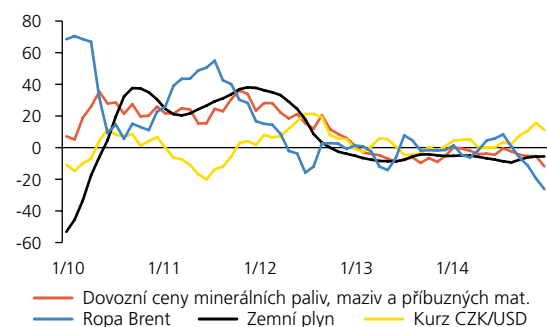
Pohled do **struktury vývoje cen** průmyslových výrobců ukazuje, že výrazné prohloubení jejich celkového poklesu v prosinci 2014 bylo výsledkem souběhu trvalého propadu cen v odvětví těžby a výroby energií a zesíleného poklesu cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu (Graf III.2.4). Vývoj cen v první jmenované skupině byl ovlivňován změnami v dynamice cen komodit na evropském a světovém trhu, kde především ceny ropy a uhlí klesaly dvouciferným tempem a v menší míře se snižovaly i ceny plynu. Tento vývoj spolu s pokračujícím meziročním poklesem dovozních cen neenergetických surovin přispěl ke snížení nákladů na výrobní vstupy některých výrobců, což se projevilo i ve vývoji cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. V potravinářském průmyslu bylo další prohloubení poklesu cen výrobců spojeno zejména s opětovným zesílením meziročního poklesu cen zemědělských výrobců. V ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu ceny výrobců po výrazném zpomalení meziročního tempa růstu v listopadu v prosinci již mírně poklesly.

V rámci **jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu** byl meziroční vývoj cen výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2014 značně diferencovaný, avšak jejich dynamika v převážné většině odvětví oslabila. Ceny výrobců v odvětví koksů a rafinérských ropných produktů po prudkém zpomalení tempa růstu ve třetím čtvrtletí 2014 přešly v dalším čtvrtletí do poklesu, který se postupně prohluboval (meziročně až na -24,6 % v prosinci). Jejich propad ve čtvrtém čtvrtletí 2014 odrážel především promítání rychle klesajících světových cen ropy v tomto období (Graf III.2.4). Rovněž v potravinářském průmyslu došlo k prohloubení poklesu cen výrobců (na -2,1 % v prosinci), a to z důvodů uvedených výše. V odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků ceny ještě rostly, avšak značně pomalejším tempem než v předchozím čtvrtletí (v prosinci o 1,3 %). Výrazně zpomalil i růst cen výrobců v odvětví dopravních prostředků a přiblížil se k nulovým hodnotám, zatímco v odvětví strojů a zařízení ceny výrobců již na konci roku 2014 mírně

GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA A MAZIVA

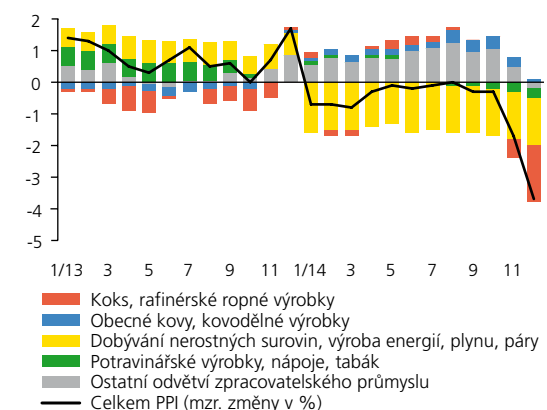
Vývoj cen dovážených minerálních paliv odrážel klesající světové ceny ropy a zemního plynu při protisměrném působení kurzu koruny vůči dolaru
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ

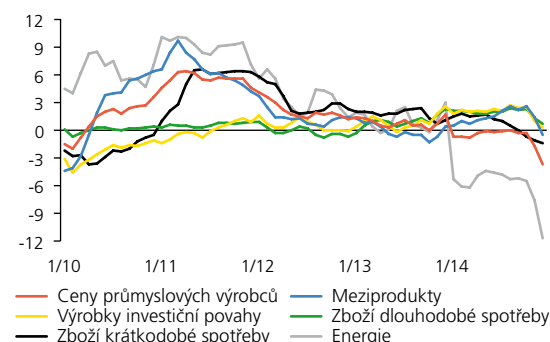
Pokles cen průmyslových výrobců se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 prohloubil zejména vlivem poklesu cen rafinérských ropných výrobců
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLVÝCH SKUPIN

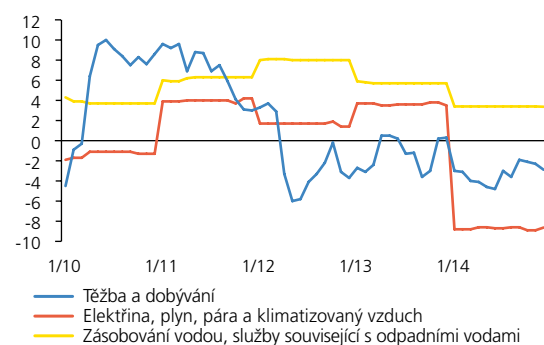
K poklesu cen průmyslových výrobců nejvíce přispěly ceny energií
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.6

CENY ENERGIÍ A SLUŽEB SOUVISEJÍCÍCH S VODOU

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



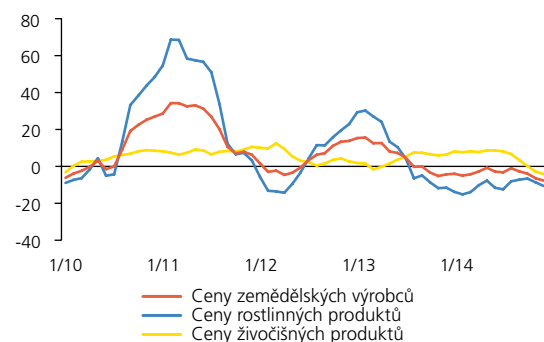
meziročně klesaly. Ve zbývajících odvětvích zpracovatelského průmyslu¹³ ceny výrobců mírně meziročně vzrostly, když jejich růst nepřesáhl 3 %. V souhrnu tak ceny výrobců ve zpracovatelském průmyslu od listopadu meziročně klesaly (v prosinci o 2,8 %). K tomu přispělo vedle vývoje cen výrobců v eurozóně a propadu cen ropy i odeznění vlivu oslabení kurzu CZK/EUR z listopadu 2013 v meziročním srovnání.

V odvětví **těžby a dobývání** pokračoval i v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 meziroční pokles cen, který se dále prohloubil (na -2,8 % v prosinci). 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 % (Graf III.2.6). Záporný příspěvek těchto odvětví k meziroční dynamice cen výrobců byl na druhé straně slabě kompenzován vývojem cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami. Ty byly po nárůstu z ledna 2014 meziročně vyšší o 3,4 %.

GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Na prohloubení poklesu cen zemědělských výrobců se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 podílely nejen ceny rostlinných, ale i živočišných produktů
(meziroční změny v %)



Ceny zemědělských výrobců

U **cen zemědělských výrobců** došlo v závěru třetího čtvrtletí 2014 k obratu trendu a jejich meziroční pokles se začal v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 prohlubovat (Graf III.2.7). Podle posledních údajů za prosinec dosáhl jejich meziroční pokles 7,7 %, což byl více než dvojnásobný pokles oproti září.

Ve struktuře cen zemědělských výrobců přetrvávaly sice rozdíly v dynamice obou hlavních složek, v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 se ale zřetelně snížily (Graf III.2.7). Cenový pokles produktů rostlinné výroby se meziročně prohloubil (na -10,6 % v prosinci) au váhově významnějších cen živočišné výroby překmitl v listopadu jejich dosavadní růst do poklesu, který se pak dále prohloubil (na -4,2 % v prosinci). Na přetrvávajícím poklesu cen rostlinné výroby se nadále podílely ceny obilovin, olejnin, zeleniny a brambor. K přechodu cen živočišné výroby do meziročního poklesu nejvíce přispěly klesající ceny prasat, v závěru roku pak došlo i k poklesu cen mléka.

Na prohloubení poklesu cen zemědělských výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2014 měly vliv dva **klíčové faktory**. Prvním z nich byla nadprůměrně příznivá sklizeň v roce 2014, a to jak v ČR, tak v zahraničí. Druhým faktorem bylo zavedení obchodních sankcí ze strany EU vůči Rusku a následných odvetných opatření Ruska v souvislosti s geopolitickou situací na Ukrajině. Ty ovlivnily zejména ceny v živočišné výrobě, když došlo k propadu cen prasat a mléka. Částečně měl zákaz dovozu do Ruska vliv i na pokles ceny ovoce a zeleniny. Meziročně oslabující kurz koruny měl na domácí ceny zemědělských komodit jen dílčí dopad. V souhrnu tak uvedené faktory působily k prohloubení meziročního poklesu cen rostlinné výroby i v posledním čtvrtletí roku 2014.

¹³ S výjimkou odvětví PC, elektronické a optické přístroje a elektrická zařízení, ve kterých se ceny výrobců mírně meziročně snížily a v odvětví chemických látek a výrobků, kde ceny výrobců poklesly.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

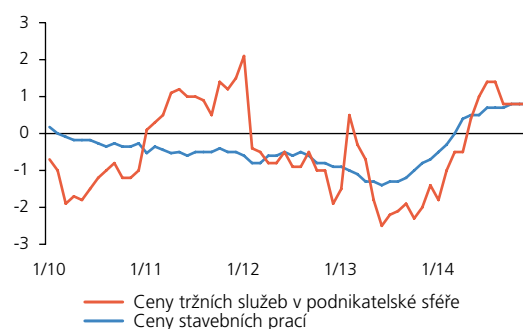
Mírný růst **cen stavebních prací** pokračoval v podmínkách pozvolného oživení stavební produkce i ve čtvrtém čtvrtletí 2014 (Graf III.2.8). V říjnu se nepatrně meziročně zvýšil na 0,8 % a na této hodnotě setrval i v následujících dvou měsících. Naopak meziroční růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví dále zpomalil (z 1,5 % v září na 0,5 % v prosinci).

Podobný vývoj jako ve stavebnictví byl zaznamenán i u **cen tržních služeb** pro podnikatelskou sféru, jejichž meziroční růst v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 stagnoval na hodnotě 0,8 %. Za tímto celkově mírným růstem se skrýval rozdílný vývoj cen v jednotlivých odvětvích služeb, avšak ve většině odvětví ceny rostly. Nejvíce se zvýšily ceny finančních služeb (meziročně v prosinci o 7,2 %), u ostatních služeb byl jejich růst mírnější a nepřesáhl úroveň 3 %. Pouze v odvětví reklamních služeb a průzkumu trhu, služeb v oblasti pronájmu a operativního leasingu a nemovitostí ceny klesaly.

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

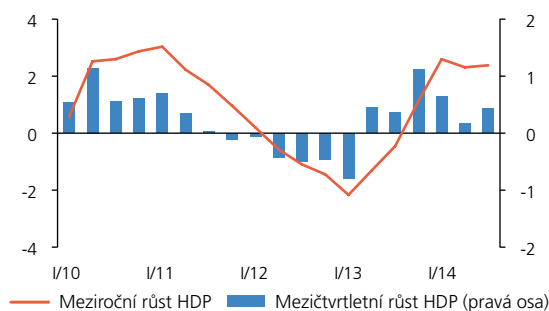
Ceny stavebních prací i tržních služeb pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v mírném růstu
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

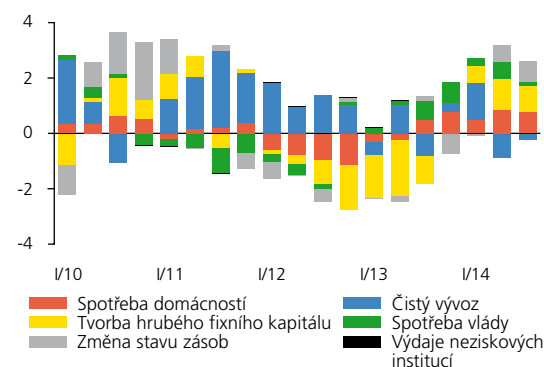
Ve třetím čtvrtletí 2014 meziroční růst HDP nepatrně zrychlil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

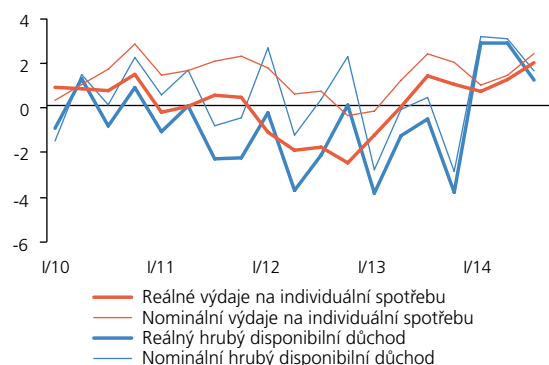
K meziročnímu růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2014 přispěly všechny složky poptávky s výjimkou čistého vývozu (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Ve třetím čtvrtletí 2014 znatelně zpomalil růst hrubého disponibilního důchodu (meziroční změny v %, sezonně neočištěno)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Meziroční růst reálného hrubého domácího produktu ve třetím čtvrtletí 2014 nepatrně zrychlil na 2,4 %. V mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita vzrostla o 0,4 %. Na dosaženém meziročním růstu produktu se podílely všechny složky domácí poptávky, příspěvek čistého vývozu byl při trvajícím předstihu růstu dovozu před vývozem naopak záporný. Na straně nabídky nejvíce podpořilo zvýšenou tvorbu produktu odvětví zpracovatelského průmyslu, i ve většině ostatních odvětví ale hrubá přidaná hodnota rostla. Mezera výstupu zhruba stagnovala, ale do budoucna lze očekávat obnovení jejího postupného uzavírání.

III.3.1 Domácí poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2014 meziroční růst **domácí poptávky** mírně zvolnil (na 2,6 %). Přispěla k tomu především spotřeba vlády, jejíž meziroční růst zřetelně zpomalil. V důsledku toho její kladný příspěvek k růstu produktu dosáhl ve třetím čtvrtletí 2014 jen nepatrné hodnoty (Graf III.3.2). Také růst spotřeby domácností a fixních investic mírně oslabil, tento vliv se ale promítl do meziročního vývoje HDP jen nevýrazně. Pouze kladný příspěvek změny stavu zásob se zvýšil, avšak jen nepatrně.

Konečná spotřeba

Ve třetím čtvrtletí 2014 pokračovaly **reálné výdaje domácností na konečnou spotřebu** v růstu pozorovaném již páté čtvrtletí v řadě. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím se tempo jejich meziročního růstu částečně zmírnilo (o 0,2 procentního bodu na 1,5 % podle sezonně očištěných údajů). Ke zpomalení meziročního růstu spotřeby domácností došlo při zřetelném oslabení dynamiky reálného hrubého disponibilního důchodu.

Po více než 3 % meziročním růstu ve druhém čtvrtletí 2014 se tempo růstu **nominálního hrubého disponibilního důchodu** ve třetím čtvrtletí 2014 zmírnilo na 1,7 %. Jeho reálná kupní síla se pak při nízké inflaci meziročně zvýšila o 1,3 % (Graf III.3.3). Hlavní příčinou celkově slabého meziročního růstu hrubého disponibilního důchodu přitom v tomto období nebyl vývoj jeho hlavních složek, ale váhově méně významné složky odváděných daní a sociálních příspěvků.

Meziroční růst objemu **mezd a platů**, související zejména s vývojem poptávky po práci a produktivity, pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2014. Jeho kladný příspěvek k meziročnímu růstu disponibilního důchodu dosahoval nadále nejvyšších hodnot (1,7 procentního bodu) a oproti předchozímu čtvrtletí se změnil jen nevýrazně (Graf III.3.4). Také **sociální dávky**, jejichž meziroční růst zrychlil na 3,4 %, se znatelně podílely na růstu disponibilního důchodu ve třetím čtvrtletí. Nejvýrazněji vzrostly příjmy plynoucí z ostatních transferů, jejichž tempo růstu zrychlilo ve stejném období na úroveň dvouciferných hodnot. Jejich vliv na celkovou meziroční změnu disponibilního důchodu domácností byl však při jejich nižší váze méně významný. Rovněž příspěvek příjmů

podnikatelů, zahrnující důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu, byl nadále kladný; oproti předchozímu čtvrtletí se zvýšil a dosáhl 0,5 procentního bodu. Na rozdíl od druhého čtvrtletí 2014 byly kladné příspěvky uvedených složek příjmů k celkovému růstu disponibilního důchodu významně tlumeny meziročním nárůstem odváděných daní a sociálních příspěvků, jejichž záporný příspěvek dosáhl 1,5 procentního bodu. Dopad klesajících důchodů z vlastnictví na dynamiku disponibilního důchodu byl méně významný (Graf III.3.4).

Spotřební výdaje domácností rostly ve třetím čtvrtletí 2014 rychleji než hrubý nominální disponibilní důchod. Domácnosti tak v tomto období odložily menší část svých příjmů do úspor než ve stejném období předchozího roku, což se projevilo ve snížení **míry úspor** k úrovni 10,4 % (po sezonním očištění; Graf II.2.17). Současně zpomalení roční míry růstu spotřebitelských úvěrů (z 2,7 % v červnu na 2,3 % v září) naznačovalo trvalý slabý zájem domácností o financování spotřeby z úvěrových zdrojů (viz kapitola III.5).

Z vývoje **struktury spotřebních výdajů**¹⁴ bylo přitom patrné, že domácnosti již druhé čtvrtletí v řadě meziročně zvyšují svoji spotřebu ve všech sledovaných kategoriích (Graf III.3.5). Největší objemy výdajů byly nadále realizovány ve skupině předmětů krátkodobé spotřeby a služby, které tvoří více než 80 % celkových spotřebních výdajů domácností. Nejrychleji však ve třetím čtvrtletí 2014 rostly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby (meziročně o 10,7 %), jejichž podíl na celkových spotřebních výdajích je však poměrně nízký.¹⁵ Je pravděpodobné, že spotřební chování domácností bylo ve sledovaném období ovlivněno nejen pokračujícím růstem jejich hlavních důchodů (zejména příjmů z mezd a platů), ale i zlepšujícím se náhledem na budoucí vývoj ekonomiky a uvolněnými měnovými podmínkami.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** pokračoval v říjnu a listopadu 2014 znatelný meziroční růst sezonně očištěných maloobchodních tržeb. Bylo to patrné nejen z pokračujícího rychlého růstu tržeb v motoristickém segmentu, ale i ve zbytku maloobchodu. Také indikátor spotřebitelské důvěry se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 znatelně zvýšil, zejména v souvislosti se zlepšeným vnímáním finanční a hospodářské situace v následujících dvanácti měsících (Graf III.3.6).

Meziroční růst reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve třetím čtvrtletí 2014 výrazně zpomalil na 0,6 % z 3,3 % v předchozím čtvrtletí. Jejich kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubého domácího produktu se tak v tomto období snížil na 0,1 procentního bodu.

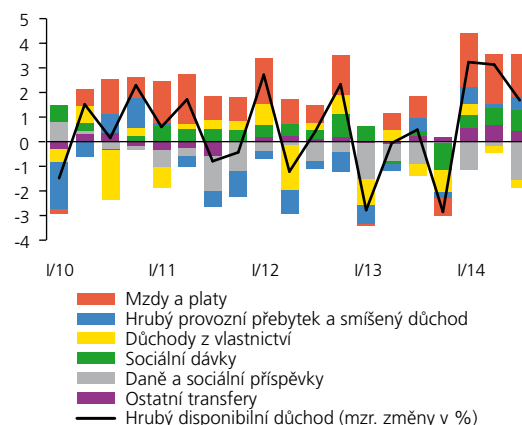
¹⁴ Podle sezonně neočištěných údajů ve stálých cenách.

¹⁵ Ve třetím čtvrtletí 2014 jejich podíl dosáhl 8 %.

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

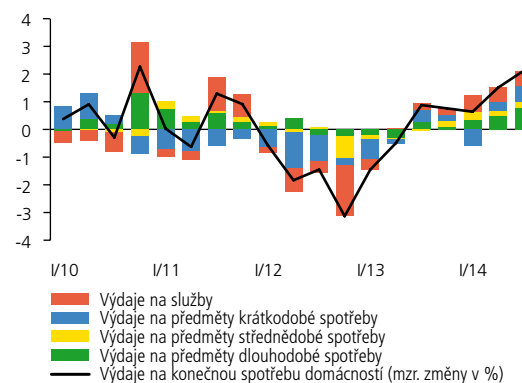
Na zpomalení růstu disponibilního důchodu se podílely nárůst odváděných daní a příspěvků a klesající důchody z vlastnictví (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny, sezonně neočištěné údaje)



GRAF III.3.5

STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

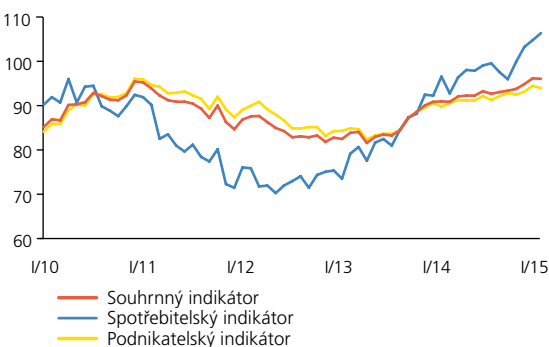
Ve třetím čtvrtletí 2014 rostla spotřeba domácností ve všech kategoriích (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny, sezonně neočištěné údaje)



GRAF III.3.6

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů dále znatelně vzrostla (průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)

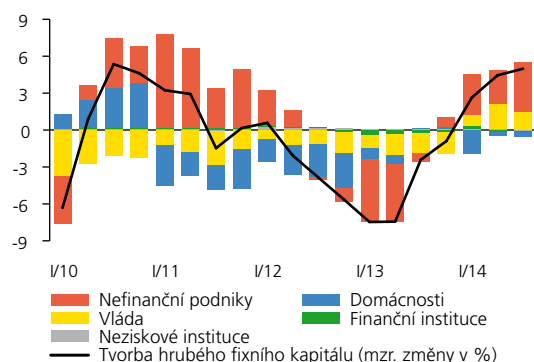


GRAF III.3.7

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

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

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

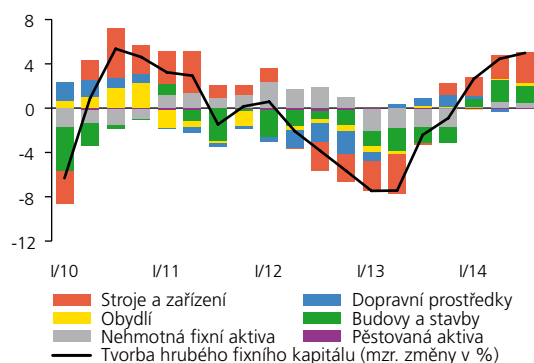


GRAF III.3.8

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Rostly zejména investice do strojů a zařízení a budov a staveb

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

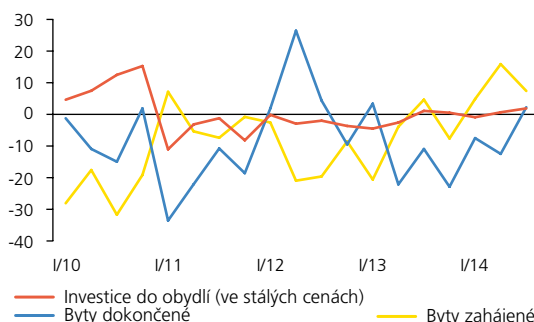


GRAF III.3.9

INVESTICE DO OBYDLÍ

Počet zahájených staveb bytů rostl i ve třetím čtvrtletí 2014

(meziroční změny v %)



Investice

V podmínkách pokračujícího hospodářského oživení rostla investiční aktivita i ve třetím čtvrtletí 2014 poměrně rychlým tempem (Graf III.3.7). Podle sezonně očištěných údajů dosáhl růst **fixních investic** téměř 4 % meziročně a v mezičtvrtletním srovnání 0,3 %.

Od počátku roku 2014 pozorovaný růst fixních investic, následující po období téměř dvouletého poklesu, byl i ve třetím čtvrtletí 2014 převážně tažen sektorem **nefinančních podniků** (Graf III.3.7). Podobně jako v první polovině roku 2014 souvisel dosažený meziroční růst fixních investic v tomto sektoru převážně s realizací investic do strojů a zařízení¹⁶, jejichž dynamika ve třetím čtvrtletí 2014 dále zrychlila na výrazných 8,3 %. Nefinanční podniky se pravděpodobně také částečně podílely na zvýšení investic do ostatních budov a staveb a dopravních prostředků v tomto období (Graf III.3.8). Pokračující růst investic tak indikoval pozitivní náhled nefinančních podniků na budoucí vývoj poptávky, který je potvrzován i konjunkturními ukazateli ČSÚ. Tento názor podporují rovněž poslední výsledky konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z ledna, podle kterých očekávají nefinanční podniky růst investic v horizontu šesti i dvanácti měsíců.

Rovněž investice **sektoru vlády** podpořily i ve třetím čtvrtletí 2014 celkový růst fixních investic, i když v menší míře než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.7). Jejich meziroční růst přitom nadále dosahoval dvouciferných hodnot (10,6 %). Pokračující rychlý růst investic sektoru vlády ve třetím čtvrtletí byl především výsledkem zvýšeného úsilí o urychlené dočerpávání zdrojů z evropských fondů. Realizace těchto investic v průběhu roku 2014 byla založena vypsáním veřejných zakázek již od začátku roku 2013. Růstový trend vypsání výběrových řízení a zadávání veřejných zakázek pak pokračoval ve zvýšené míře i v průběhu celého roku 2014.

V **sektoru domácností** investice setrvaly ve třetím čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu, který dosáhl 2,3 %. Investice do obydlí, které jsou významnou složkou celkových fixních investic domácností, však již druhé čtvrtletí v řadě mírně rostly (o 1,9 % ve třetím čtvrtletí 2014; Graf III.3.9). Také předstihové indikátory naznačují pozvolné zlepšování vývoje investic domácností do obydlí. Hlavním faktorem zůstává důvěra domácností v budoucí vývoj ekonomiky, zaměstnanosti a mezd, která se s pokračujícím hospodářským růstem znatelně zlepšuje. Přitom podmínky financování investic do obydlí zůstávají nadále příznivé. Pokračující výrazný meziroční růst počtu zahájených bytů ve třetím čtvrtletí 2014 (o 7,4 %) indikuje zároveň zlepšení náhledu developerů na budoucí vývoj poptávky po investicích do bydlení.

Pokračující hospodářský růst byl též doprovázen již druhé čtvrtletí v řadě zvýšenou tvorbou zásob, což se projevilo kladným příspěvkem změny stavu zásob k meziročnímu vývoji HDP ve druhém a třetím

¹⁶ Podle metodiky ČSÚ tato skupina zahrnuje ICT, ostatní stroje a zařízení a zbraňové systémy.

čtvrtletí 2014 (0,6, resp. 0,7 procentního bodu; Graf III.3.2). Přispělo k tomu jak zvýšení zásob pro budoucí výrobu (suroviny, materiály, polotovary), tak nárůst zásob zboží v odvětví obchodu. Zvýšenou tvorbu zásob v uvedených skupinách indikuje konjunkturální šetření ČNB a SP ČR v nefinančních podnicích a též statistiky ČSÚ o hospodaření nefinančních podniků.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2014 se **čistý vývoz zboží a služeb**¹⁷ druhé čtvrtletí v řadě snižoval. Přebytek čistého vývozu se však meziročně snížil zřetelně méně než v předchozím čtvrtletí (o 1,7 mld. Kč; Graf III.3.10). K jeho mírnému poklesu došlo i v mezičtvrtletním srovnání. Meziroční pokles čistého vývozu byl důsledkem vývoje bilance služeb, jejíž přebytek již třetí čtvrtletí v řadě klesal. Toto snížení však bylo ve třetím čtvrtletí zhruba z poloviny vyváжено meziročním nárůstem přebytku bilance zboží. Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu byl tak ve třetím čtvrtletí 2014 jen lehce záporný (-0,2 procentního bodu), což znamenalo zmírnění jeho nepříznivého dopadu do HDP oproti předchozímu čtvrtletí o 0,7 procentního bodu.

Meziroční pokles čistého vývozu byl ve třetím čtvrtletí 2014 spojen s předstihem růstu dovozu před růstem vývozu, který se však ve srovnání s předchozím čtvrtletím zmírnil (na 0,8 procentního bodu; Graf III.3.11). Příčinou tohoto zmírnění byl výraznější pokles růstové dynamiky dovozu oproti dynamice vývozu v tomto období. **Celkový vývoz** přitom meziročně vzrostl o 6,1 % a oproti předchozímu čtvrtletí jeho tempo zpomalilo o 2,5 procentního bodu. Další oslabení růstu celkového vývozu souviselo především se zmírněním tempa růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Podobně jako v předchozím čtvrtletí bylo zmírnění růstu celkového vývozu spojeno pouze s vývozem zboží, zatímco vývoz služeb ve srovnání se druhým čtvrtletím 2014 dále mírně zrychlil.

Meziroční zmírnění růstu **celkového dovozu** ve třetím čtvrtletí 2014 (ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 3,8 procentního bodu na 6,9 %) bylo ovlivněno nejen dalším zpomalením dynamiky dovozně náročného vývozu, ale i zvolněním růstu celkové domácí poptávky v tomto období. Ve struktuře se toto výrazné oslabení dynamiky celkového dovozu projevilo pouze u dovozu zboží, jehož pozvolnější růst byl mírně vyvážen zrychleným růstem dovozu služeb. V rámci dovozu zboží přitom nadále rostl nejrychleji dovoz statků pro investiční užití. V souhrnu tak meziroční růst celkového **obchodního obrátu** ve třetím čtvrtletí 2014 dále zpomalil, a to – na rozdíl od předchozího čtvrtletí – především vlivem zvolnění růstu dovozu.

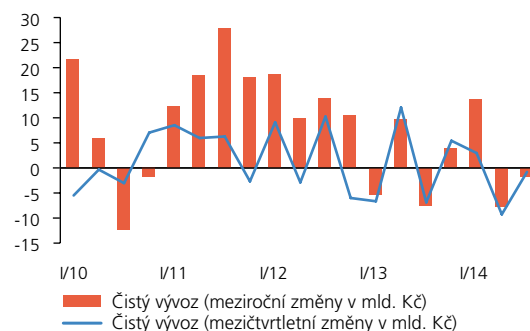
17 V cenách roku 2010, sezonně očištěno.

GRAF III.3.10

ČISTÝ VÝVOZ

Ve třetím čtvrtletí 2014 se meziroční pokles čistého vývozu zřetelně zmírnil

(sezonně očištěné údaje, stálé ceny)

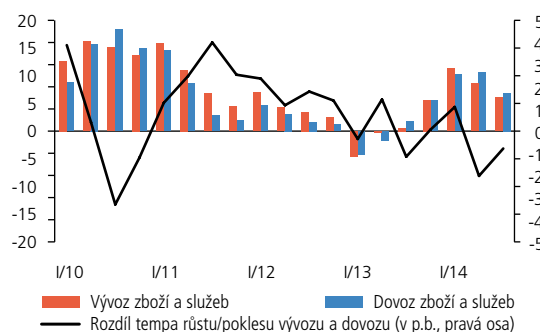


GRAF III.3.11

VÝVOZ A DOVOZ

Růst obchodního obrátu ve třetím čtvrtletí 2014 zpomalil, dovoz rostl rychleji než vývoz

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

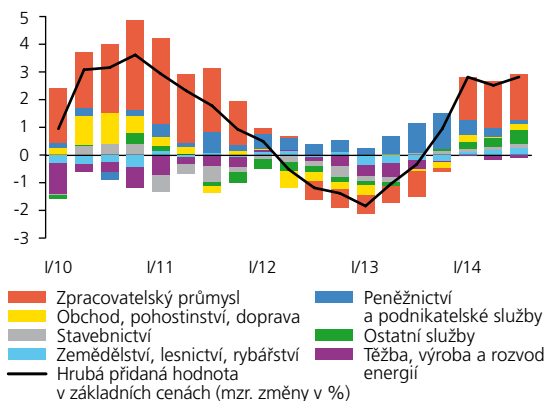


GRAF III.3.12

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

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

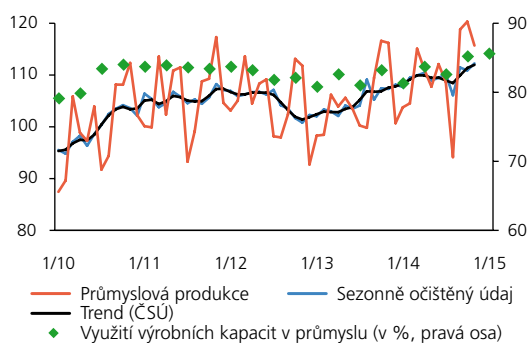
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.3.13

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

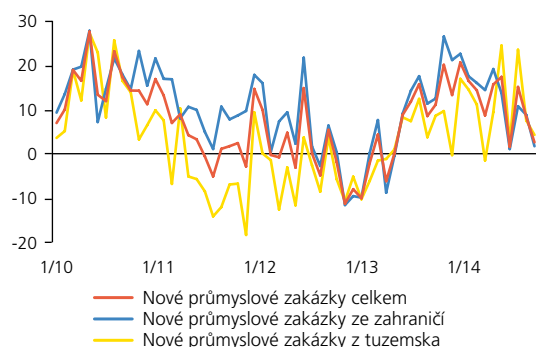
V prvních dvou měsících čtvrtletí 2014 se průmyslová produkce zvýšila, meziročně ale její růst zpomalil (bazický index, rok 2010=100)



GRAF III.3.14

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

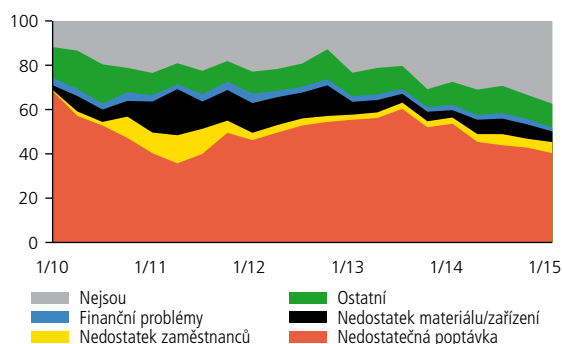
Meziroční růst nových průmyslových zakázek v listopadu zřetelně zpomalil (meziroční změny v %)



GRAF III.3.15

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

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



III.3.3 Nabídka

Vývoj **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách ve třetím čtvrtletí 2014 potvrdzoval pokračování obnoveného růstu z počátku roku 2014 (Graf III.3.12). Jeho meziroční tempo se nacházelo – podobně jako v první polovině roku 2014 – mírně pod úrovní 3 %. V mezičtvrtletním srovnání rostla přidaná hodnota již pošesté v řadě, v samotném třetím čtvrtletí 2014 o 0,5 %. Za tímto vývojem stála zvyšující se domácí i zahraniční poptávka, jejíž dynamika však v obou složkách poptávky ve třetím čtvrtletí 2014 částečně zvolnila.

Podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích bylo promítání rostoucí poptávky do výkonů **jednotlivých odvětví** nejvíce patrné v průmyslu. V jeho rámci to pak bylo odvětví zpracovatelského průmyslu, neboť v odvětví ostatního průmyslu (těžba, výroba a rozvod energií) hrubá přidaná hodnota meziročně klesala (Graf III.3.12). Zpracovatelský průmysl se tak i ve třetím čtvrtletí 2014 nejvíce podílel na celkovém meziročním růstu hrubé přidané hodnoty (1,7 procentního bodu). Záporný příspěvek odvětví těžby, výroby a rozvodu energií k meziročnímu vývoji přidané hodnoty byl naopak jen nevýrazný.

Pokračující růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu byl ve třetím čtvrtletí 2014 dosažen při téměř 3 % reálném meziročním růstu **průmyslové produkce** (Graf III.3.13)¹⁸. Na jejím růstu se převážně podílel **zpracovatelský průmysl**, kde meziroční tempo růstu dosáhlo 4,2 %.¹⁹ Z pohledu užití pokračoval rychlý růst produkce pro investice, jehož meziroční tempo zrychlilo na 8,5 %. Poměrně rychle rostla i produkce pro dlouhodobou spotřebu a pro mezispotřebu (o 4,5 %, resp. 3,6 %), i když pomaleji než v předchozím čtvrtletí. Zmínil se i růst produkce pro krátkodobou spotřebu, který již dosáhl nízkých hodnot (meziročně 0,7 %). Zvyšování produkce ve zpracovatelském průmyslu mělo nadále poměrně plošný charakter, když se na něm podílela většina sledovaných odvětví (téměř 80 %).

Podle posledních dostupných **měsíčních indikátorů** se meziroční růst průmyslové produkce v říjnu a listopadu v průměru dále zmínil (Graf III.3.13). Celkové **tržby z průmyslové činnosti** (v běžných cenách) ale rostly zřetelně rychleji než průmyslová produkce. Také růst **průmyslových zakázek** v listopadu zřetelně zpomalil, když nové zakázky celkově meziročně vzrostly jen o 2,6 %. Přitom růst zahraničních zakázek byl ještě nižší, zatímco domácí zakázky se meziročně zvýšily o 4,2 % (Graf III.3.14).

Nicméně podle lednových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se v průmyslu snížil vliv **bariéry nedostatečné poptávky** a současně zvýšil podíl průmyslových podniků, které nejsou omežovány žádnou

¹⁸ Podle sezonně očištěných údajů.

¹⁹ V odvětví těžby a dobývání produkce ve třetím čtvrtletí 2014 meziročně poklesla o 5,8 % a v odvětví výroba a rozvod plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu se meziročně snížila o 1,7 %.

bariérou (Graf III.3.15). Přitom využití výrobních kapacit v celém průmyslu i v jeho hlavní části – zpracovatelském průmyslu – v lednu zhruba stagnovalo na úrovni vysokých hodnot z předchozího šetření.

Také souhrnný příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl ve třetím čtvrtletí 2014 kladný (0,8 procentního bodu). Stejně jako v předchozím čtvrtletí se na jejím růstu podílela všechna odvětví služeb s výjimkou finančních služeb²⁰. Nejvýraznější příspěvek byl vytvořen v odvětví profesní, vědecké, technické a administrativní činnosti, kde meziroční růst přidané hodnoty zrychlil na 8,3 %. Poslední listopadové údaje o vývoji tržeb v maloobchodě vyznívají nadále příznivě, i když se jejich růst týká více motoristického než nemotoristického segmentu.

Na dalším zrychlení meziročního růstu přidané hodnoty ve **stavebnictví** (na 2,5 % ve třetím čtvrtletí 2014) se podílelo především oživení produkce inženýrského stavitelství. Poslední dostupné měsíční údaje ČSÚ potvrzují pokračování tohoto vývoje i v říjnu a listopadu. Rovněž výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ ze třetího čtvrtletí 2014 naznačují rychlý dvouciferný růst hodnoty nových zakázek a pokračování růstu stavebních prací v dalším období, které budou spíše realizovány v oblasti inženýrského stavitelství. Na druhou stranu poslední informace ČSÚ o orientační hodnotě stavebních ohlášení a počtu vydaných stavebních povolení z listopadu uvádějí meziroční pokles těchto indikátorů.

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu, vycházející z posledních dostupných údajů za prosinec, potvrzuje pokračování růstové tendence tohoto indikátoru z předchozího období v ČR. Převýšil tak již hodnoty indikátoru důvěry v Německu a v EU jako celku, kde se naopak jeho předchozí růstový trend po poklesu v srpnu zastavil a poté tento indikátor stagnoval či pozvolna klesal (Graf III.3.16).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve třetím čtvrtletí 2014 se meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobb-Douglasovy produkční funkce** nacházelo na úrovni 1,4 % (Graf III.3.17). Zrychlení mezičtvrtletního růstu ekonomické aktivity pozorované ve třetím 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 pod 2 %.

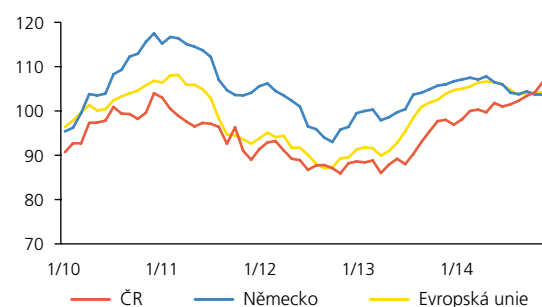
²⁰ Jejich záporný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí 2014 dosáhl -0,7 procentního bodu.

GRAF III.3.16

EKONOMICKÝ SENTIMENT

Ekonomický sentiment v ČR se dále zlepšil, zatímco v Německu a EU stagnoval, resp. klesal

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

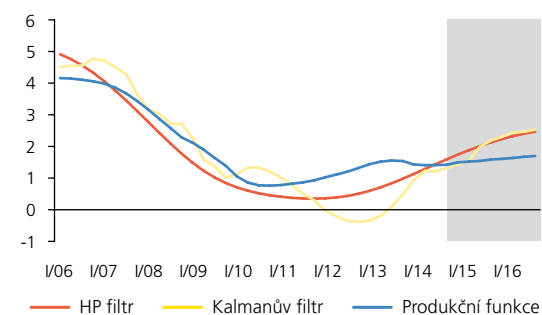


GRAF III.3.17

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu se ve třetím čtvrtletí 2014 dle všech metod nacházelo těsně pod 1,5 %

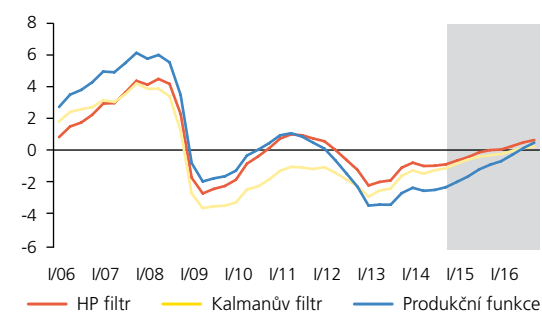
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.18

MEZERA VÝSTUPU

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

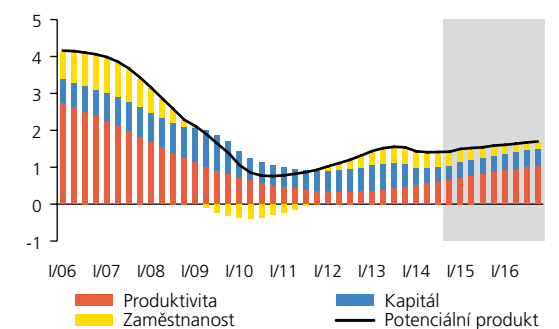


GRAF III.3.19

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

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

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



Vývoj **jednotlivých faktorů vstupujících do produkční funkce** přitom ukazuje na prognóze se zvyšující příspěvek produktivity k růstu potenciálního produktu při poměrně stabilním souhrnném příspěvku kapitálu a klesajícím příspěvku zaměstnanosti (Graf III.3.19). Mezera výstupu by se měla nadále postupně uzavírat, přičemž k nulové hodnotě se přiblíží v polovině roku 2016.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**²¹ indikuje stejné tempo růstu potenciálního produktu (1,4 % ve třetím 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 ve druhé polovině roku 2015. Výpočet pomocí **Kalmanova filtru** ukazuje ve třetím čtvrtletí 2014 obdobné meziroční tempo růstu potenciálního produktu jako dvě dříve zmíněné metody a jeho vývoj na prognóze je podobný jako u HP filtru. V porovnání s propočtem Cobby-Douglasovy produkční funkce ukazuje také Kalmanův filtr v současnosti mírnější otevření mezery výstupu do záporných hodnot a zároveň její přiblížení k nulové úrovni na konci prvního pololetí roku 2016.

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

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i ve třetím čtvrtletí 2014 pozitivně ovlivňován pokračujícím růstem ekonomické aktivity. Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky zrychlil. Při znatelném meziročním nárůstu zaměstnanosti, doprovázeném jen mírným poklesem pracovní síly, se obecná míra nezaměstnanosti dále snížila. Rovněž podíl nezaměstnaných osob klesal ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2014. Růst průměrné mzdy vlivem vývoje v podnikatelské sféře zpomalil. Dynamika růstu národohospodářské produktivity práce zvolnila jen nepatrně. Mzdová náročnost produktu se mírně meziročně snížila, zejména vlivem oslabení dynamiky objemu mezd a platů.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve třetím čtvrtletí 2014 meziroční růst **celkové zaměstnanosti**²² – po zpomalení v předchozím čtvrtletí – opět ztlačil (o 0,6 procentního bodu na 0,8 % (Graf III.4.1). Také v mezičtvrtletním srovnání se zaměstnanost po předchozím mírném poklesu zvýšila (o 0,3 % po očistění od sezonních vlivů). Ke zrychlení meziroční dynamiky zaměstnanosti došlo v důsledku výrazného nárůstu počtu zaměstnanců, zatímco růst počtu podnikatelů zvolnil téměř k nulovým hodnotám.

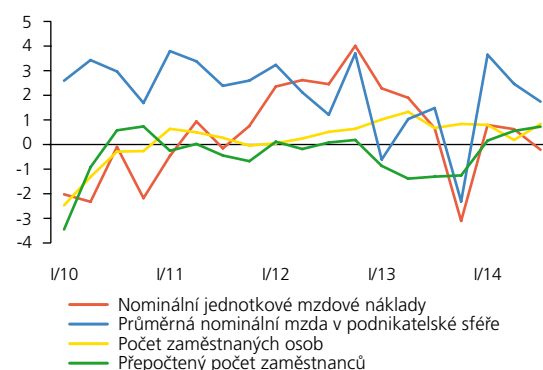
V rámci sektorů se nejvíce zvýšila zaměstnanost v sekundárním sektoru (Graf III.4.2). Její vývoj tak nadále indikoval růst poptávky po práci zejména v průmyslu v podmínkách pokračujícího růstu jeho produkce. Také v terciárním sektoru se zaměstnanost – i když mírně – zvýšila, a to po překvapivém poklesu ve druhém čtvrtletí 2014. Její opětovný růst byl ale výhradně způsoben odvětvím netržních služeb, neboť v tržních službách přetrvával zřetelný meziroční pokles zaměstnanosti z předchozího čtvrtletí. Rovněž v primárním sektoru setrvala zaměstnanost v meziročním poklesu.

V sekundárním sektoru pokračoval růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2014 mírně vyšším tempem (meziročně o 2,4 %) než v první polovině roku. Největší meziroční nárůst počtu zaměstnaných osob byl nadále vykazován ve zpracovatelském průmyslu, avšak rychlý růst zaměstnanosti zaznamenalo i odvětví výroby a rozvodu elektřiny. Podle posledních údajů za říjen a listopad se evidenční počet zaměstnanců²³ v průmyslu dále zvyšoval (meziročně o 2,1 %, resp. 2,2 %). Ve stavebnictví však evidenční počet zaměstnanců ve stejném období pokračoval v poklesu (-2,9 %, resp. -3,3 %), i když docházelo k oživení stavební produkce.

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

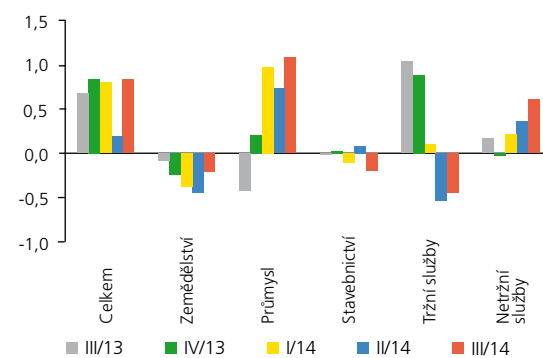
Růst celkové zaměstnanosti i počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky zrychlil, nominální jednotkové mzdové náklady mírně poklesly
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se podílel průmysl a netržní služby, v ostatních odvětvích zaměstnanost klesala
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



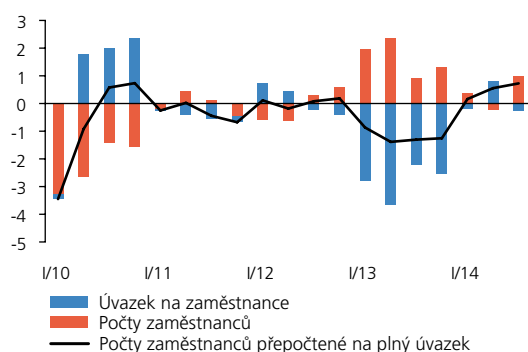
²² Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS. Tyto údaje se liší od konceptu zaměstnanosti podle národních účtů. VŠPS pracuje s národním konceptem a vyjadřuje zaměstnanost všech rezidentů ČR, zatímco národní účty pracují s domácím konceptem, kdy se sleduje zaměstnanost rezidentů i nerezidentů v tuzemských produkčních jednotkách. Z hlediska odvětvové struktury zaměstnanosti zachycuje VŠPS princip činnosti, zatímco národní účty princip institucionální.

²³ Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

GRAF III.4.3

PŘEPOČTENÉ POČTY ZAMĚSTNANCŮ

Růst přepočteného počtu zaměstnanců dále mírně zrychlil, průměrný úvazek na zaměstnance však poklesl (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Obnovení meziročního růstu zaměstnanosti v **terciárním sektoru** (z -0,3 % ve druhém čtvrtletí 2014 na 0,3 % ve třetím čtvrtletí 2014) souviselo se zvýšením zaměstnanosti v netržních službách. V sektoru tržních služeb došlo pouze ke slabému zmírnění poklesu počtu zaměstnaných. V rámci netržních služeb se nadále nejvíce zvyšoval počet zaměstnaných osob ve veřejné správě a obraně a v oboru zdravotní a sociální péče.²⁴ V tržních službách naopak pokračoval rychlý meziroční pokles zaměstnanosti v peněžnictví a pojištnictví, ve velkoobchodu a maloobchodu a opravách motorových vozidel i v činnostech v oblasti nemovitostí.²⁵ K meziročnímu zvýšení počtu zaměstnaných osob v tržních službách došlo pouze v odvětvích ubytování a pohostinství, resp. informační a komunikační činnosti, avšak ve druhém zmíněném odvětví se dynamika růstu počtu zaměstnanců již několik čtvrtletí v řadě snižuje.

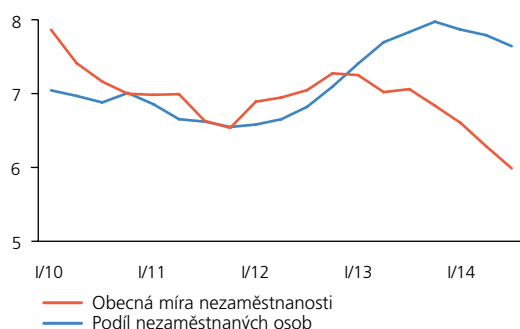
Při pokračujícím zvyšování ekonomické aktivity bylo ve třetím čtvrtletí 2014 zaznamenáno další mírné zrychlení růstu **přepočteného počtu zaměstnanců na plné úvazky** (meziročně na 0,7 %; Graf III.4.3). Přispěl k tomu především podnikatelský sektor, neboť v nepodnikatelské sféře zůstal meziroční růst tohoto indikátoru zhruba na úrovni předchozího čtvrtletí. Na rozdíl od předchozího čtvrtletí přitom bylo zvyšování přepočteného počtu zaměstnanců na úrovni celé ekonomiky dáno výhradně růstem počtu zaměstnanců při mírném zkrácení průměrné délky úvazku na zaměstnance.

V rámci jednotlivých sektorů národního hospodářství byl ale 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 tři čtvrtletí v řadě meziročně klesá, došlo k mírnému nárůstu přepočteného počtu zaměstnanců prostřednictvím zvýšení průměrného úvazku na zaměstnance. Ve **stavebnictví** přepočtený počet zaměstnanců dlouhodobě klesá, což je dáno především poklesem počtu zaměstnanců.

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

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



Při znatelném meziročním nárůstu zaměstnanosti, doprovázeném mírným poklesem pracovní síly, došlo ve třetím čtvrtletí 2014 k dalšímu snížení **obecné míry nezaměstnanosti**²⁶ (na 6 %; Graf III.4.4). Souběh mírného meziročního poklesu pracovní síly při ještě výraznějším poklesu populace pak zároveň vedl k dalšímu zvýšení **míry ekonomické aktivity**²⁷, která tak dosáhla nejvyšší hodnoty v historii ČR (73,5 % po sezonním očištění). K jejímu nárůstu přispělo mimo jiné prodlužování hranice odchodu do důchodu, demografický vývoj,

²⁴ Ve veřejné správě a obraně se počet zaměstnaných meziročně zvýšil o 10,6 tis. osob, v odvětví zdravotní a sociální péče dokonce o 15,2 tis. osob.

²⁵ V peněžnictví a pojištnictví se počet zaměstnaných meziročně snížil o 16,2 tis. osob, ve velkoobchodu a maloobchodu a opravě motorových vozidel o 14,4 tis. osob.

²⁶ Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.

²⁷ Míra ekonomické aktivity je definována jako podíl zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině.

a také využívání zkrácených pracovních úvazků. Podle posledních říjnových a listopadových údajů dosáhla sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti hodnot 5,9 %, resp. 6 % a míra ekonomické aktivity dále lehce vzrostla.

Podíl nezaměstnaných osob²⁸, publikovaný MPSV, se ve třetím čtvrtletí 2014 rovněž dále snižoval (Graf III.4.4). K pokračujícímu poklesu tohoto indikátoru nezaměstnanosti (sezonně očištěného) na hodnotu 7,4 % pak došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v souvislosti s výraznějším snížením počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání než populace v dané věkové skupině.

O pozvolném zlepšování situace na trhu práce svědčí i poslední dostupné údaje za čtvrté čtvrtletí 2014, podle kterých pokračuje postupný pohyb po **Beveridgeově křivce**²⁹ severozápadním směrem. Tento pohyb je dán cyklickým poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání (za kterým stojí pokračující nárůst vyřazených umístěním) při současném růstu počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Vývoj **průměrné nominální mzdy** byl i ve třetím čtvrtletí 2014 umírněný. Její meziroční růst zvolnil na 1,8 %, což bylo o 0,5 procentního bodu méně než v předchozím čtvrtletí (Graf III.4.6). To bylo způsobeno zpomalením růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře, v nepodnikatelské sféře naopak dynamika mezd nepatrně zesílila. Při nízké meziroční inflaci se **reálná průměrná mzda** zvýšila o 1,2 % (Tab. III.4.1).

Poté, co meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** dosáhl na počátku roku 2014 výrazných 3,6 %, v následujících dvou čtvrtletích postupně oslaboval a ve třetím čtvrtletí dosáhl pouze 1,7 %. Vývoj mezd v podnikatelské sféře byl stále ještě významně ovlivňován efektem daňové optimalizace zaznamenané na přelomu let 2012–2013, kdy podniky provedly přesun odměn z roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012.³⁰ I po očištění o tento mimořádný vliv byl meziroční růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře v podmínkách pokračujícího hospodářského růstu umírněný.³¹

²⁸ Podíl nezaměstnaných osob je výsledkem poměru dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

²⁹ 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.

³⁰ 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.

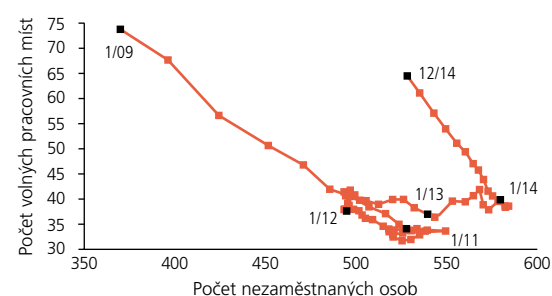
³¹ Blíže viz Zpráva o inflaci IV/2014, kapitola III.4.

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)

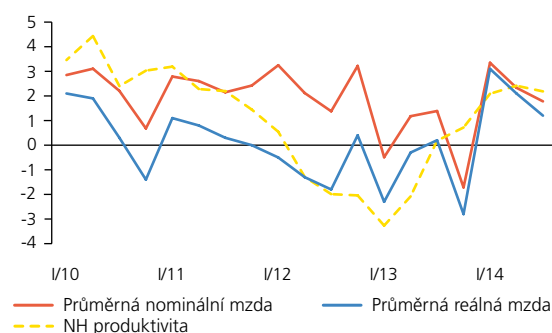


GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA A NH PRODUKTIVITA

Ve třetím čtvrtletí 2014 růst průměrné mzdy i produktivity zpomalil

(meziroční změny v %)



TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Tempo růstu průměrné nominální mzdy se snížilo pod 2 %, zatímco růst produktivity práce se udržel nad touto úrovní (meziroční změny v %)

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

V řadě **odvětví podnikatelské sféry** nepřekročil meziroční růst průměrné mzdy úroveň 2 % a ve dvou odvětvích došlo dokonce k jejímu poklesu. Nejrychlejší mzdový růst byl dosažen v odvětví ubytování, stravování a pohostinství (o 2,5 %), v informačních a komunikačních činnostech a ve velkoobchodě a maloobchodě (shodně o 2,4 %). Ve váhově nejvýznamnějším zpracovatelském průmyslu se průměrná mzda meziročně zvýšila o 2,3 %. Poslední údaje za říjen a listopad z průmyslu a zejména ze stavebnictví naznačují mírné zrychlení mzdového růstu v těchto odvětvích v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014.³² Podrobnější pohled na příčiny utlumeného vývoje průměrné mzdy ve sledovaném období poskytuje BOX 1 Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře.

BOX 1

Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře

Vývoj mezd je jedním z nejvýznamnějších indikátorů makroekonomického prostředí a inflačních tlaků v ekonomice. Data o mzdách přitom mohou být v rámci hospodářského cyklu významně ovlivňována též **strukturálními změnami na trhu práce**. Cílem tohoto boxu je odhadnout míru, do jaké mohou být v nedávné minulosti pozorovaná poměrně nízká tempa růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře ovlivněna právě těmito strukturálními vlivy. K této analýze jsou použita detailní data z Informačního systému o průměrném výděлку (ISPV) z podniků s více než 250 zaměstnanci v kombinaci s výkazem P304 (ČSÚ).³³ Výpočty regionálních vlivů na vývoj průměrné mzdy pracují s daty z publikací ČSÚ o mzdovém vývoji.

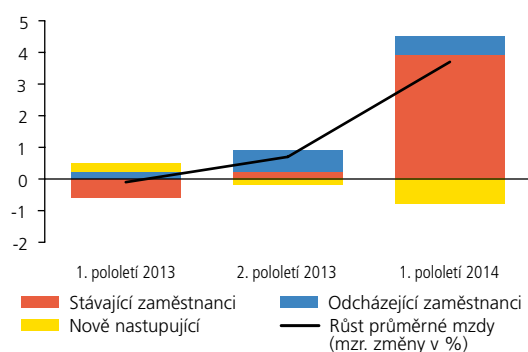
Podrobnost dat z ISPV umožňuje kvantifikovat **růst průměrné mzdy z pohledu stávajících, odcházejících a nově nastupujících zaměstnanců**.³⁴ Meziroční růst průměrné mzdy u stávajících zaměstnanců dosáhl v prvním pololetí roku 2014 v datovém vzorku 4,5 % a jejich příspěvek k růstu průměrné mzdy tak činil 3,9 procentního bodu (Graf 1). Růst průměrné mzdy u odcházejících zaměstnanců byl výrazně vyšší (o 8,9 %), a tak i přes jejich malý podíl na celkovém počtu zaměstnanců činil jejich příspěvek k růstu průměrné mzdy 0,6 procentního bodu. Tyto údaje z ISPV tak naznačují, že ve sledovaném období byl ukončován pracovní poměr i s pracovníky s vyššími

GRAF1 (Box)

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU MEZD PODLE ISPV

Zrychlování růstu mezd v prvním pololetí 2014 bylo u podniků s 250 a více zaměstnanci tlumeno poklesem mezd nově nastupujících zaměstnanců

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, zdroj: ISPV, ČSÚ, vlastní výpočty)



32 V průmyslu dosáhl meziroční růst průměrné mzdy v říjnu pouze 1,1 %, v listopadu však výrazně zrychlil na 3,2 %. Ve stavebnictví průměrná mzda v říjnu meziročně vzrostla o 6,0 %, v listopadu pak o 3,4 %.

33 Definice podnikatelské sféry se dle metodologie ISPV a ČSÚ liší, proto bylo přistoupeno ke kombinaci dat ISPV s výkazem ČSÚ za nefinanční instituce doplněným o finanční instituce. Přesto jsou však výsledky ne zcela srovnatelné s průměrnou mzdou v podnikatelské sféře dle ČSÚ, neboť použitá metodologie vede zejména k vyšší než adekvátní váze zpracovatelského průmyslu, v němž je zastoupení firem s 250 a více zaměstnanci nejvyšší.

34 Z hlediska počtu zaměstnanců přepočtených na plné úvazky spadá v prvním pololetí 2014 přibližně 85 % zaměstnanců do kategorie stávající zaměstnanci (tj. bez změny zaměstnání), 10 % zaměstnanců do kategorie nově nastupujících a 5 % zaměstnanců je zařazeno ve skupině odcházejících (s ukončenou evidencí u zaměstnavatele v daném pololetí).

než průměrnými mzdami. Záporný byl naopak příspěvek nově přijímaných zaměstnanců (-0,8 procentního bodu), u kterých průměrná mzda meziročně poklesla o 3,2 %. Oživení růstu zaměstnanosti v prvním pololetí 2014 tedy ceteris paribus působilo ve směru oslabení dynamiky průměrné mzdy, neboť podniky vyplácely v průměru nově přijímaným zaměstnancům nižší mzdy než v roce předešlém.

Z hlediska úrovně mezd nastupují noví zaměstnanci v průměru za zhruba o 30 % nižší mzdy oproti těm stávajícím. Tento rozdíl je dán nejen zpravidla nižší úrovní dovedností a zkušeností uplatnitelných na daném pracovním místě, ale ve sledovaném období byl ovlivněn i kvalifikační strukturou nově přijatých zaměstnanců. Podle údajů za první pololetí 2014 totiž firmy nabíraly relativně více zaměstnanců v nízkopříjmových skupinách, a to v nejvyšší míře v kategoriích obsluha strojů a zařízení, pomocní a nekvalifikovaní pracovníci a pracovníci ve službách a prodeji (Graf 2).

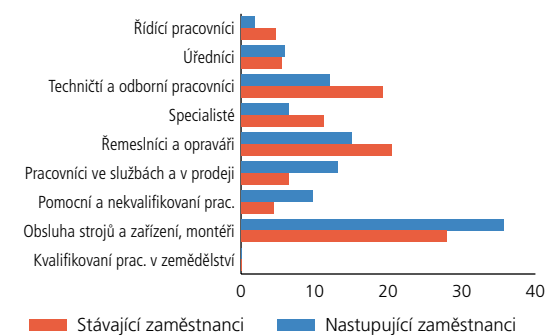
Rovněž **z regionálního pohledu** jsou patrné rozdíly ve vývoji průměrné mzdy, ke kterým přispěl i charakter ekonomického oživení taženého především zpracovatelským průmyslem (viz Graf III.3.12). Vliv jednotlivých regionů (NUTS 2) na meziroční růst průměrné mzdy byl ve třetím čtvrtletí 2014 značně diferencovaný (Graf 3).³⁵ Nejvýrazněji byl přitom celorepublikový růst průměrné mzdy tlumen vývojem v Praze. Zde byl vývoj vedle znatelně pomalejšího růstu mezd charakterizován i o něco rychlejším nárůstem zaměstnanosti oproti zbytku republiky. Je pravděpodobné, že v Praze nejvíce působil výše zmíněný efekt nově přijímaných pracovníků, jejichž mzdy meziročně poklesly. Brzdící efekt na dynamiku průměrné mzdy mělo i Moravskoslezsko zejména vlivem špatné ekonomické situace v těžebním průmyslu. Naopak v ostatních regionech byly růst průměrných mezd i změna zaměstnanosti vyšší než v celostátním průměru.

V **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné mzdy ve třetím čtvrtletí 2014 nepatrně zrychlil (na 1,9 %). Za tímto vývojem stál zejména růst průměrné mzdy v ústředních vládních institucích (o 2,6 %), zatímco v místních vládních institucích rostly mzdy podstatně pomaleji (o 1,5 %). Růst reálné průměrné mzdy se při nízké meziroční inflaci i ve třetím čtvrtletí 2014 jen mírně lišil od dynamiky nominální mzdy a dosáhl 1,3 % (Tab. III.4.1).

GRAF 2 (Box)

STRUKTURA NOVÝCH A STÁVAJÍCÍCH ZAMĚSTNANCŮ DLE CZ-ISCO

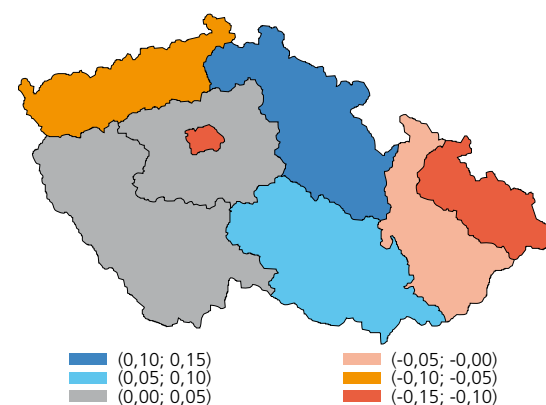
V podnicích s 250 a více zaměstnanci jsou nově zaměstnaní nabíráni v největší míře na obsluhu strojů a zařízení
(podíl v %, zdroj: ISPV, ČSÚ, vlastní výpočty)



GRAF 3 (Box)

EFEKTY REGIONŮ NA DYNAMIKU PRŮMĚRNÉ MZDY V PODNIKATELSKÉ SFÉŘE

Dynamiku průměrné mzdy brzdily ve třetím čtvrtletí 2014 zejména regiony Praha a Moravskoslezsko
(v procentních bodech, zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty)

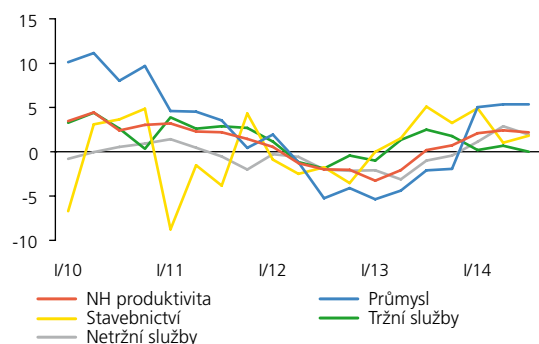


³⁵ Výpočet vlivu jednotlivých regionů na dynamiku průměrné mzdy je proveden metodou „jackknife resampling“, když se sleduje hypotetická změna celorepublikové průměrné mzdy s vyloučením daného regionu. Příspěvek regionu k růstu celorepublikové průměrné mzdy je pak vypočítán jako rozdíl tohoto hypotetického a oficiálního meziročního růstu celorepublikové průměrné mzdy.

GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Nejrychleji rostla produktivita v průmyslu, zvýšila se ale i ve většině ostatních odvětví (meziroční změny v %)



Při trvajícím růstu reálného hrubého domácího produktu, který byl doprovázen méně výrazným zvýšením zaměstnanosti³⁶, meziroční růst **národohospodářské produktivity práce**³⁷ mírně zvolnil (na 2,2 %). K uvedenému růstu přispěl nejvíce průmysl, kde se produktivita práce meziročně zvýšila o výrazných 5,3 %³⁸ (Graf III.4.7). V ostatních odvětvích byl dosažený růst produktivity zřetelně pomalejší. V netržních službách a ve stavebnictví nepřesáhl 2 % a v tržních službách produktivita pouze stagnovala. Výrazněji však zpomalil meziroční růst **hodinové produktivity práce** (z 2,3 % ve druhém čtvrtletí 2014 na 0,3 %)³⁹. Za tímto zvolněním dynamiky stojí především výrazný meziroční pokles hodinové produktivity v tržních službách, k jejímu poklesu však došlo i ve stavebnictví a netržních službách. Pouze v průmyslu se udržel rychlý růst hodinové produktivity z předchozího čtvrtletí (meziročně o 4,8 %).

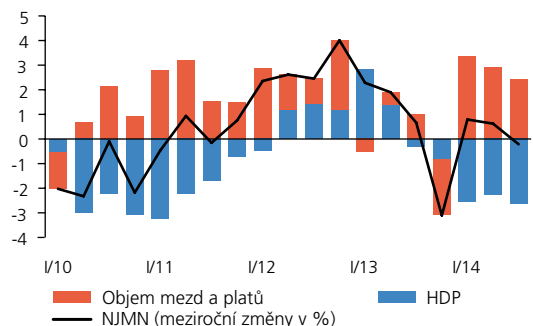
Při souběhu rychlejšího růstu ekonomické aktivity než objemu mezd a platů⁴⁰ se **mzdová náročnost produktu**⁴¹ ve třetím čtvrtletí 2014 mírně snížila (o 0,2 %; Graf III.4.8). S výjimkou tržních služeb, kde se NJMN meziročně zvýšily o 2,2 %, klesaly mzdové náklady produkce ve všech sledovaných sektorech národního hospodářství. Nejvýrazněji se snížily NJMN ve stavebnictví (-3,9 %), avšak i zpracovatelský průmysl vykázal jejich zřetelný pokles (-3,1 %).

GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

NJMN ve třetím čtvrtletí 2014 mírně poklesly, zejména vlivem nižšího růstu objemu mezd a platů

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



36 Podle národních účtů ČSÚ.

37 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

38 Ve zpracovatelském průmyslu dosáhl meziroční růst produktivity dokonce 6,8 %.

39 Při souběhu růstu HDP o 2,7 % a růstu počtu odpracovaných hodin o 2,3 %.

40 Po růstu v prvním čtvrtletí 2014 o 3,4 % zpomalil růst objemu mezd a platů ve druhém čtvrtletí 2014 na 2,9 %, ve třetím čtvrtletí 2014 pak dosáhl hodnoty 2,5 %.

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

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 mírně zvýšila. K tomu přispívaly zejména vklady domácností, což se projevilo v růstu jejich čistých finančních aktiv. Dynamika vkladů nefinančních podniků se rovněž nepatrně zvýšila a úroveň pohotové likvidity podniků v souvislosti s tím lehce vzrostla. Meziroční růst objemu podnikových úvěrů je nízký a v posledním roce kolísavý, měsíční toky úvěrů však byly v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 kladné. Dynamika úvěrů na bydlení se výrazněji neměnila a u spotřebitelských úvěrů se i přes růst spotřeby domácností dále snížila. Dostupnost úvěrů se zlepšila a dle vnímání bank zároveň rostla poptávka po úvěrech ve všech segmentech úvěrového trhu. Klientské úrokové sazby z nových podnikových úvěrů lehce vzrostly, zatímco z úvěrů na bydlení poklesly na nová historická minima. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů se dále výrazně snížily. Kurz koruny vůči euru byl v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 stabilní, vůči americkému dolaru oslabil. Ceny rezidenčních nemovitostí meziročně rostly v Praze, zatímco ve zbytku ČR se jejich růst zastavil.

III.5.1 Peníze

Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** se po předchozím zpomalení následně v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 mírně zvýšila a v listopadu dosáhla 4,4 % (Graf III.5.1). Na straně aktiv bank odrážel rychlejší růst M2 především vyšší přírůstek domácích úvěrů (zejména čistého úvěru vládě) při pokračujícím výrazném zpomalování růstu čistých zahraničních aktiv. Peněžní zásoba se v průběhu loňského roku zvyšovala nižším tempem než nominální HDP, což se projevilo v mírném zvýšení rychlosti obrátu peněz. Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nepatrně zrychlila i roční míra růstu **peněžního agregátu M3** (na 5,2 % v listopadu). Ve srovnání s průměrem za eurozónu je růst M3 v ČR vyšší o zhruba dva procentní body. Tento rozdíl se však při výraznějším oživení dynamiky M3 v eurozóně dále slabě snížil.

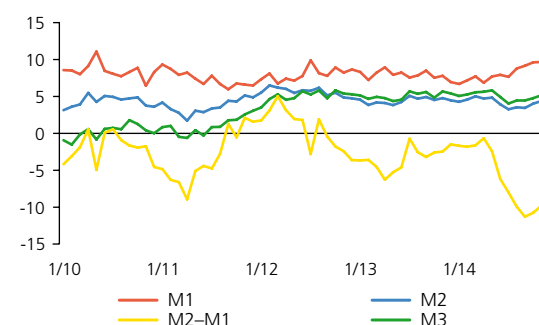
Preference likvidity v podmínkách nízkých úrokových sazeb a nízké inflace vede v ČR obdobně jako v eurozóně k další akceleraci již i tak vysokého růstu peněžního agregátu M1 (v listopadu meziročně na 9,7 %, Graf III.5.1). V tom se projevuje zvýšená poptávka domácností i nefinančních podniků po jednodenních vkladech (Graf III.5.2). Současně se zmírnil pokles ostatních krátkodobých vkladů. Dlouhodobé vklady nadále stagnovaly.

Z hlediska **sektorové struktury vkladů** přispívaly k růstu M2 v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 nejvýrazněji vklady domácností (Graf III.5.3). Dynamika vkladů domácností v posledním období vzrostla a v listopadu dosáhla 5,1 %, což byla nejvyšší hodnota zaznamenaná od počátku roku 2012. V posledních měsících se nepatrně zvýšily cizoměnové vklady domácností, jejich podíl na celkových vkladech však zůstává zanedbatelný. Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků se po nedávném zpomalení následně slabě zvýšila a v listopadu lehce přesáhla 3 %. To bylo doprovázeno zvýšením pohotové

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

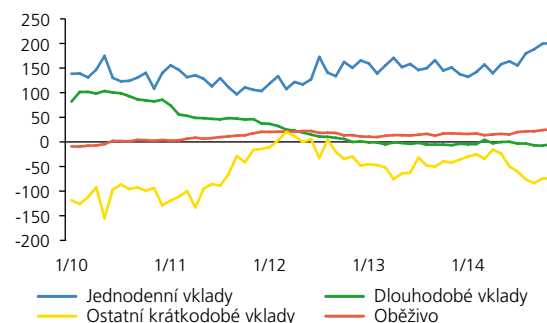
Růst peněžních agregátů v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 mírně zrychlil
(roční míry růstu v %)



GRAF III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

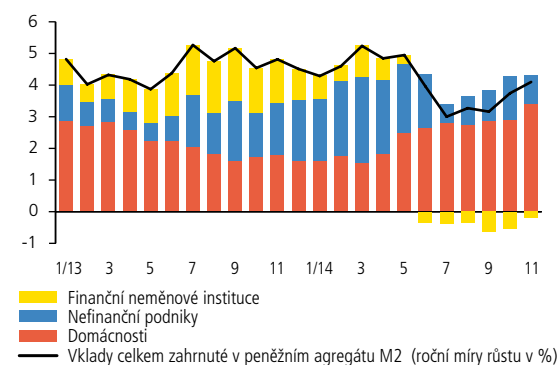
Preference likvidních jednodenních vkladů v podmínkách nízkých úrokových sazeb dále zesílila
(roční toky v mld. Kč)



GRAF III.5.3

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

K růstu peněžní zásoby nejvýrazněji přispívaly vklady domácností
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



TAB. III.5.1

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 banky uvolnily úvěrové standardy a vnímaly mezičtvrtletní nárůst poptávky ve všech segmentech 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	-35 (-38)	-46	-6	55 (51)
I/15	(-61)			(1)
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	-9 (-11)	-46	24	24 (8)
I/15	(-18)			(0)
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	-47 (-27)	-40	-25	4 (-28)
I/15	(-31)			(20)

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.

likvidity podniků. Ve vývoji podnikových vkladů se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 odrážel růst korunových i cizoměnových vkladů. Vklady finančních neměnových institucí nadále meziročně klesaly.⁴² Podíl cizoměnových vkladů na celkových rezidentských vkladech zahrnutých v M2 se zvýšil lehce nad 9 %.

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** v posledním období kolísá okolo úrovně 4 %. Vývoj objemu úvěrů byl dle šetření úvěrových podmínek bank ve čtvrtém čtvrtletí 2014 podporován dalším zlepšením jejich dostupnosti (pokračujícím uvolňováním úvěrových standardů ze strany bank), a to zejména v důsledku konkurenčního tlaku. To se z hlediska podmínek při poskytování úvěrů projevilo nejvýrazněji v poklesu průměrných úrokových marží a u podnikových úvěrů v uvolnění omezení na velikost úvěrů (Tab. III.5.1). Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 banky vnímaly růst poptávky ve všech segmentech úvěrového trhu, což korespondovalo s pokračováním hospodářského růstu.

V **eurozóně** výsledky šetření úvěrových podmínek bank v souhrnu rovněž ukazují uvolnění úvěrových standardů a zvýšení poptávky ve všech segmentech úvěrového trhu. Standardy však zůstávají poměrně přísné. Ve směru uvolnění nabídky úvěrů působí zavedení dlouhodobých refinančních operací ECB (TLTROs) pro období září 2014 až červen 2016. Úvěrový trh eurozóny však zůstává fragmentovaný především z hlediska úrokových sazeb z úvěrů, rychlosti snižování finanční páky (tzv. deleveragingu), dostupnosti úvěrů a využití alternativních forem financování v podobě vnitřních zdrojů podniků a emise dluhových cenných papírů u větších podniků.⁴³ Aktuální údaje potvrzují pozitivní obrát ve vývoji úvěrů zaznamenaný ve druhém čtvrtletí 2014. Pokles úvěrů soukromému sektoru se dále zmírnil na -0,2 % (listopad 2014), což odráželo slabý růst úvěrů domácnostem a známky stabilizace poklesu podnikových úvěrů.

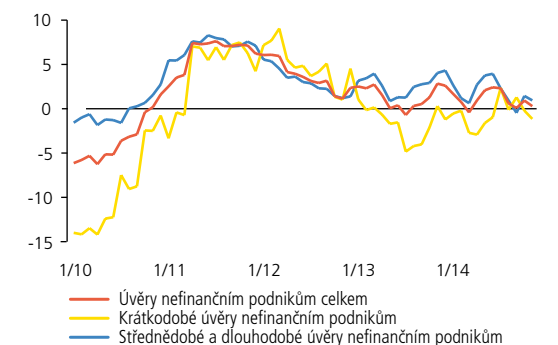
Domácí růst objemu **úvěrů nefinančním podnikům** je nízký a značně kolísavý. Roční míra růstu podnikových úvěrů se po říjnovém zvýšení následně v listopadu 2014 snížila na 0,3 % (Graf III.5.4). Růst úvěrů s delší splatností zpomalil, krátkodobé úvěry překmitly do poklesu. Na druhou stranu měsíční toky podnikových úvěrů byly kladné a patřily k nejvyšším

GRAF III.5.4

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst objemu podnikových úvěrů zpomalil a pohyboval se v blízkosti nulových hodnot

(roční míry růstu v %)



42 Ve struktuře jejich finančních aktiv naopak vzrostly zejména nakoupené dlouhodobé dluhové cenné papíry, účasti v investičních fondech a nekotované akcie.

43 V eurozóně bylo uvolnění standardů u podnikových úvěrů ve třetím čtvrtletí 2014 ovlivňováno zvýšením konkurenčním tlakem a lepší likviditní situací bank. Naopak očekávání ohledně vývoje celkové ekonomické situace a situace v některých odvětvích působilo na rozdíl od nedávné minulosti ve směru zpřísnění standardů. Poptávka podniků po úvěrech odráží vyšší potřebu financování fúzí a akvizic, jakož i restrukturalizace dluhů, zatímco poptávka po financování fixních investic poklesla. U úvěrů domácnostem na bydlení přispívaly k uvolnění úvěrových standardů rovněž faktory spojené s vývojem bilancí bank a konkurence. Vnímání rizik ohledně vývoje ekonomické aktivity a trhu nemovitostí začalo působit na zpřísnění standardů. U podmínek při poskytování úvěrů banky v eurozóně dále snížily průměrné úrokové marže, zatímco marže u rizikovějších úvěrů vzrostly. Příznivě na poptávku po úvěrech na bydlení nadále působily vyhlídky trhu nemovitostí a spotřebitelská důvěra.

hodnotám zaznamenaným v loňském roce. Značné kolísání růstu podnikových úvěrů bylo v posledním období ovlivňováno zejména vývojem úvěrů poskytovaných developerům. Zájem českých podniků o úvěry v cizí měně se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 snížil, růst těchto úvěrů očištěný o kurzové a jiné netransakční vlivy výrazně zpomalil na 1 % (listopad 2014). Podíl cizoměnových úvěrů na celkových podnikových úvěrech zůstal na úrovni cca 21 %. Nové korunové úvěry se po předchozím mírném zvýšení v listopadu meziročně významně neměnily (Graf III.5.5). Dle šetření úvěrových podmínek přitom banky ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v souhrnu vnímaly již třetí čtvrtletí v řadě růst poptávky po úvěrech. Nejvýrazněji rostla poptávka u velkých podniků a z hlediska splatnosti pak poptávka po dlouhodobých úvěrech, zatímco poptávka u malých a středních podniků klesala. To bylo ovlivňováno nárůstem financování investic a provozního kapitálu včetně zásob, stejně jako pokračujícím vlivem fúzí a akvizic a restrukturalizací podniků a jejich dluhů. Naopak nepříznivě na poptávku po úvěrech působilo financování podniků prostřednictvím emise dluhopisů. V prvním čtvrtletí 2015 banky neočekávají změny v poptávce podniků po úvěrech.

Investiční úvěry představující 55 % celkových podnikových úvěrů po říjnovém výrazném zvýšení následně v listopadu 2014 poklesly o 1 % (Graf III.5.6). K poklesu objemu investičních úvěrů přispívalo snížení úvěrů developerům při zmírnění dynamiky úvěrů zpracovatelskému průmyslu. Slabě rostly úvěry obchodu a energetice. Investiční úvěry do stavebnictví a některých ostatních odvětví (například odvětví těžby) nepatrně klesaly.

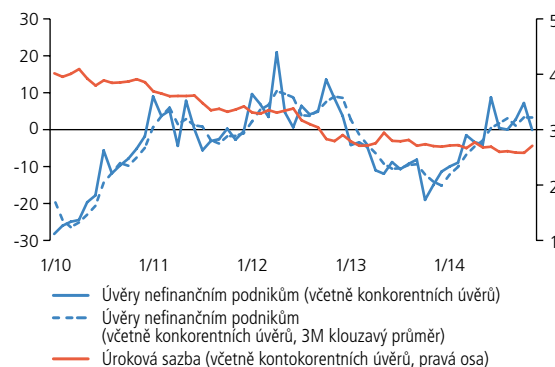
Úvěrové standardy bank při schvalování podnikových úvěrů se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále uvolnily zejména vlivem konkurenčního tlaku ze strany jiných bank, nebankovních subjektů i tržního financování (Tab. III.5.1). V menší míře pak banky vnímaly pokles rizik spojených s očekáváním celkové ekonomické situace. Naopak druhé čtvrtletí v řadě přetrvávalo zhoršené vnímání výhledu některých odvětví nebo podniků, konkrétně výhledu některých exportních podniků v souvislosti s vývojem na Ukrajině a v Rusku. Uvolnění standardů se projevovalo v příznivějších podmínkách, které banky požadují při poskytování úvěrů. V souhrnu téměř polovina bankovního trhu snížila průměrné úrokové marže (vyjádřené rozpětím klientských a referenčních sazeb bank) a omezení na velikost úvěrů. Uvolnění standardů a podmínek se týkalo všech kategorií podniků dle jejich velikosti, výraznější ale bylo u velkých podniků. V prvním čtvrtletí 2015 banky očekávají další uvolnění standardů, a to obdobně u menších i velkých podniků (Tab. III.5.2).

Růst úvěrů nefinančním podnikům je i přes zlepšení jejich dostupnosti umírněný. To je ve srovnání s předkrizovým obdobím částečně ovlivněno vyšším využitím **alternativních forem financování**. Zejména velké podniky využívají financování prostřednictvím emise dluhopisů, jejichž objem dosahoval v posledních letech zhruba čtvrtinu ve srovnání s bankovními úvěry (Graf III.5.7). Emise podnikových dluhopisů (především dlouhodobých) ve třetím čtvrtletí 2014 na agregované úrovni meziročně výrazně vzrostla, a to cca o 15 %, a významně přispívala k vyššímu růstu finančních závazků podniků. Podniky se v posledních

GRAF III.5.5

NOVÉ KORUNOVÉ ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Nové korunové úvěry podnikům se výrazněji neměnily
(meziroční změny v %, úroková sazba v %)

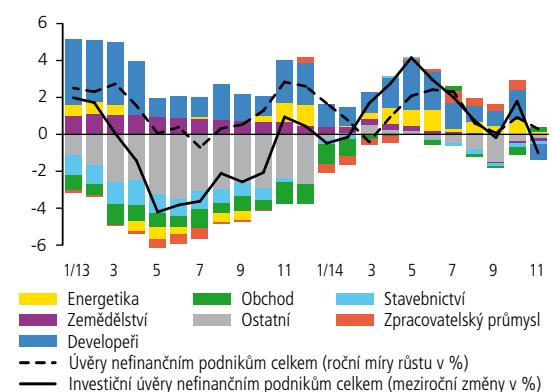


GRAF III.5.6

ÚVĚRY PODNIKŮM URČENÉ K FINANCOVÁNÍ FIXNÍCH INVESTIC

Investiční úvěry v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 poklesly zejména u developerů, úvěry do ostatních odvětví se příliš neměnily

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



TAB. III.5.2

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

Uvolnění standardů a podmínek při schvalování úvěrů bylo zaznamenáno u všech velikostí podniků

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

	Čtvrtletní průměry		I/14	II/14	III/14	IV/14	I/15 ^{a)}
	2012	2013					
Úvěrové standardy							
Malé a střední podniky	13	4	0	-26	-4	-37	(-67)
Velké podniky	22	0	0	-46	-21	-44	(-61)
Průměrná úroková marže úvěrů							
Malé a střední podniky	-1	-16	0	-27	-27	-29	
Velké podniky	18	-8	-18	-46	-46	-46	
Velikost úvěrů							
Malé a střední podniky	13	3	0	0	0	-27	
Velké podniky	29	10	-4	-4	-21	-44	
Požadavek na zajištění úvěrů							
Malé a střední podniky	26	9	9	0	-21	-37	
Velké podniky	25	1	-8	-35	-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.

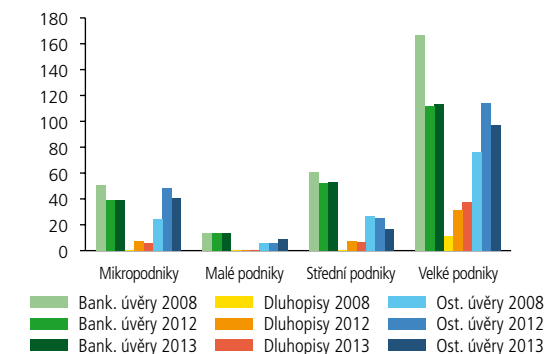
a) V závorkách je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve čtvrtém čtvrtletí 2014.

GRAF III.5.7

ÚVĚRY A EMITOVANÉ DLUHOPISY PODLE VELIKOSTI NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Větší podniky využívají vedle čerpání úvěrů od domácích bank i alternativní formy financování v podobě emise dluhopisů a ostatních úvěrů

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



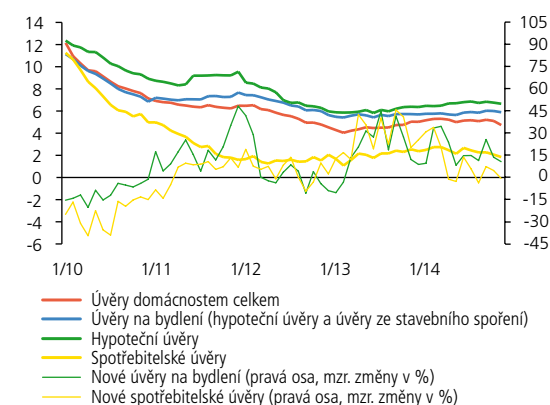
Poznámka: Mikropodniky – 0 až 9 zaměstnanců, malé podniky – 10 až 49 zaměstnanců, střední podniky – 50 až 249 zaměstnanců a velké podniky – 250 a více zaměstnanců. Jedná se o výběr podniků v posledních šesti letech.

GRAF III.5.8

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Růst úvěrů domácnostem nepatrně zpomalil

(roční míry růstu, meziroční změny v %)

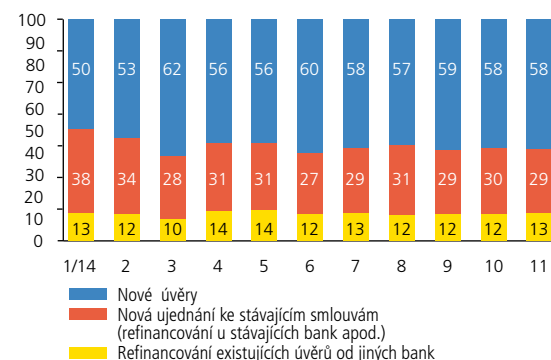


GRAF III.5.9

STRUKTURA NOVÝCH ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Podíl nových úvěrů na nákup bytů a domů, tj. bez vlivu refinancování a podobných ujednání, se v průběhu loňského roku mírně zvýšil

(nové obchody, podíly v %)



letech rovněž více financovaly prostřednictvím úvěrů čerpaných mimo tuzemský bankovní sektor, tj. ze zahraničí či od domácích nebankovních institucí a jiných podniků. Ve struktuře ostatních úvěrů představují na agregované úrovni zhruba 64 % úvěry od nerezidentů, cca 22 % úvěry od ostatních domácích nefinančních podniků a zhruba 14 % úvěry od domácích nebankovních finančních institucí.

Výrazně zvýšená dynamika úvěrů, zejména cizoměnových, přetrvávala v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 u **finančních neměnových institucí**, a to především u finančních zprostředkovatelů (například leasingových a faktoringových společností). Roční míra růstu úvěrů poskytovaných těmito institucím dosáhla v listopadu 2014 zhruba 22 %.

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 mírně snížila a v listopadu 2014 dosáhla 4,7 % (Graf III.5.8). V tom se odrážela nižší dynamika spotřebitelských a ostatních úvěrů. Růst **úvěrů na bydlení** se v podmínkách pokračujícího snižování úrokových sazeb výrazněji neměnil. Dynamika hypoték lehce zpomalila na 6,7 % v listopadu při pokračujícím poklesu úvěrů ze stavebního spoření v rozsahu téměř 5 %. Meziroční růst nových úvěrů na bydlení zpomalil, zůstává však lehce nad 10 % (Graf III.5.8). Podíl refinancování existujících úvěrů od jiných bank se v loňském roce stabilizoval na úrovni cca 13 % a podíl nových ujednání ke stávajícím úvěrovým smlouvám se snížil na zhruba 29 %. Naopak podíl nově poskytnutých úvěrů na nákup bytů a domů se mírně zvýšil (Graf III.5.9).

Dle šetření úvěrových podmínek **poptávka domácností po úvěrech na bydlení** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 rostla, a to zejména vlivem marketingových akcí. Poptávka byla nadále podporována zlepšenou spotřebitelskou důvěrou a vyhlídkami trhu rezidenčních nemovitostí, což koresponduje s mírným růstem investic do obydlí i cen nemovitostí (zejména v Praze). **Úvěrové standardy bank** se u malé části trhu uvolnily vlivem zvýšené konkurence a očekávání ohledně budoucí ekonomické aktivity. Ve stejném směru působilo i snížení nákladů financování některých bank. To se projevilo v poklesu průměrných úrokových marží, zatímco marže u rizikovějších úvěrů se zvýšily. Očekávání bank pro první čtvrtletí 2015 naznačuje další uvolnění standardů a nezměněnou poptávku. Zvýšenou poptávku po hypotékách v závěru loňského roku potvrzují aktuální údaje Hypoindexu za prosinec 2014, podle kterých se objem nových hypoték při dalším poklesu úrokových sazeb meziročně zvýšil.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** i přes růst spotřeby domácností dále zpomalila a v listopadu 2014 dosáhla 1,8 % (Graf III.5.8). Poptávka domácností po spotřebitelských úvěrech dle vnímání bank v posledním loňském čtvrtletí stagnovala. Příznivě na poptávku působila spotřebitelská důvěra a financování zboží dlouhodobé spotřeby. Úvěrové standardy se přitom uvolnily nejvýrazněji od počátku roku 2012 zejména v důsledku konkurenčního tlaku ze strany jiných bank a nebankovních subjektů. To se odrazilo v poklesu průměrných úrokových marží i marží u rizikovějších úvěrů. Další uvolnění standardů banky předpokládají i v prvním čtvrtletí 2015, což by mělo být doprovázeno

očekávaným růstem poptávky po spotřebitelských úvěrech. Současně druhé čtvrtletí v řadě rostl objem spotřebitelských úvěrů poskytnutých nebankovními institucemi (ve třetím čtvrtletí 2014 o 5,7 %).

Celková zadluženost domácností v poměru k ročnímu úhrnnému nominálnímu disponibilnímu důchodu se ve třetím čtvrtletí 2014 slabě snížila na 65,4 %. To odráželo růst příjmů doprovázený zpomalením meziroční dynamiky celkových finančních závazků domácností (Graf III.5.10). Uvedený poměr zůstává podstatně nižší než v eurozóně, kde v průměru přetrvává na úrovni 97 %. Úrokové zatížení českých domácností v čistém vyjádření (zahrnující úrokové náklady a výnosy z bankovních úvěrů a vkladů) se mírně snížilo na 1,7 % disponibilního příjmu a pohybovalo se pod průměrem za poslední čtyři roky.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

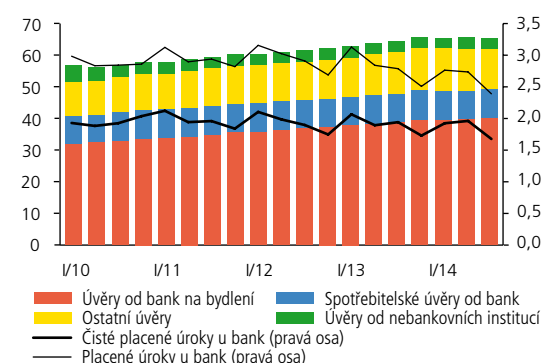
Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2014 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a používání kurzu jako nástroje měnové politiky do prvního čtvrtletí 2016. Bankovní rada na svém listopadovém jednání jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule⁴⁴ (Graf III.5.11). Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále používat **devizový kurz jako další nástroj** uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Rizika minulé prognózy byla na listopadovém měnovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako vyrovnaná; bankovní rada konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016. Na prosincovém zasedání pak bankovní rada rovněž ponechala jednomyslně základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedený kurzový závazek. Bilance rizik stávající prognózy byla na prosincovém jednání posouzena jako protiinflační; bankovní rada v této situaci zopakovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2016. Současně konstatovala, že deflační tlaky aktuálně přicházející ze zahraničí jsou z významné části spojeny s pozitivním nabídkovým šokem, zejména s poklesem cen energetických komodit. Teprve pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných způsobit propad domácí poptávky, obnovení rizik deflačního vývoje české ekonomiky a systematický pokles inflačních očekávání, bylo by třeba zvážit posun hladiny kurzového závazku na slabší úroveň.

Na svém měnověpolitickém zasedání 5. února 2015 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule. Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále **používat**

GRAF III.5.10

ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

Zadluženost a úrokové zatížení domácností ve vztahu k příjmům slabě poklesly
(čtvrtletní údaje, poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)

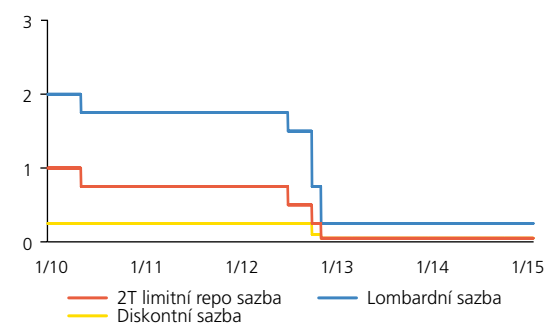


Poznámka: Čistě placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. Placené úroky zahrnují úrokové náklady domácností spojené s čerpáním úvěrů.

GRAF III.5.11

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

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



⁴⁴ S účinností od 2. listopadu 2012 je limitní úroková sazba pro dvou týdnů repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat 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, míra nejistoty se však zvýšila. Bankovní rada v této situaci konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Česká národní banka je připravena posunout hladinu kurzového závazku, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků schopných způsobit propad domácí poptávky, obnovení rizik deflačního vývoje české ekonomiky a systematický pokles inflačních očekávání.

Úrokové sazby na finančním trhu

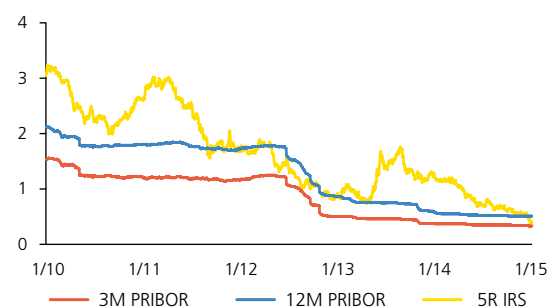
Úrokové **sazby PRIBOR** se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni (Graf III.5.12). Také derivátové tříměsíční **sazby FRA** se celkově téměř nezměnily. Jejich lehké snížení z počátku ledna pravděpodobně odráželo zveřejněné údaje o nízké inflaci za prosinec 2014. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce ledna tak v ročním horizontu implikuje jen nepatrný pokles sazeb 3M PRIBOR. To zhruba odpovídá očekávané neměnnosti měnověpolitických úrokových sazeb přinejmenším do stejné doby při nevýznamném poklesu premie na peněžním trhu. Na celém horizontu se tak očekávané tržní sazby pohybují v 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 pokračující pokles inflace a její snižující se výhled související s propadem světových cen ropy a dalších komodit. Do vývoje střednědobých a dlouhodobých sazeb se promítalo také očekávané – a následně realizované – použití dalších měnověpolitických stimulačních opatření ze strany ECB (v podobě nákupů vládních a kvazivládních dluhopisů zemí eurozóny), které mají dále uvolnit měnové podmínky v prostředí deflace a jen slabého ekonomického růstu v eurozóně. Klesající trend zahraničních sazeb byl částečně ovlivněn rovněž geopolitickými riziky (situace na Ukrajině a Blízkém a Středním východě, parlamentní volby v Řecku), která zvyšovala nervozitu na trzích a tím i poptávku po bezpečnějších aktivech. Pokles domácích úrokových sazeb IRS a výnosů dluhopisů s delší splatností ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dosáhl až 0,6 procentního bodu podle jednotlivých splatností a během ledna dále pokračoval. Pokles výnosů tuzemských dluhopisů byl navíc podpořen nižším objemem primárních emisí (ve čtvrtém čtvrtletí se uskutečnily pouze dvě aukce státních dluhopisů, v minulých několika letech uskutečněná vánoční aukce státních spořicí dluhopisů se loni nekonala) i perspektivou dalšího snižování emisní činnosti ministerstva financí. Na konci ledna se tak sazby IRS a výnosy dluhopisů pohybovaly na historicky nejnižších úrovních ve všech splatnostech, přičemž tržní výnos českého státního dluhopisu se splatností deset let se dokonce během ledna snížil pod úroveň výnosu německého státního dluhopisu.

GRAF III.5.12

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

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



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

Výnosová křivka PRIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nezměnila svůj tvar ani sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR dosahovalo v prosinci 2014 v průměru 0,3 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 posunovala na nižší hladinu, ovšem jen na delším konci, takže se snížil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v prosinci 0,2 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 0,6 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK–EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely přibližnou stabilitu sazeb v tuzemsku a v eurozóně; na americkém trhu se během prosince krátkodobé sazby lehce zvýšily. Diferenciály vůči eurovým sazbám tak stagnovaly na mírně kladných hodnotách, vůči dolaru se pohybovaly poblíž nulových hodnot (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2014 činil průměrně 0,3 procentního bodu, stejné výše dosahoval i na konci ledna 2015.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve čtvrtém čtvrtletí uskutečnila jedna aukce dluhopisů s pevným kuponem a jedna aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 16,6 mld. Kč.⁴⁵ V obou uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 1,6. Státní dluhopisy byly upisovány s historicky nejnižšími výnosy, např. dluhopis s desetiletou dobou do splatnosti byl v říjnu prodán s průměrným výnosem 1,3 %. Výnosová křivka státních dluhopisů se – podobně jako křivka IRS – posunula níže ve střední a delší části křivky. Tím se zřetelně snížil její kladný sklon (Graf III.5.14).

Klientské úrokové sazby

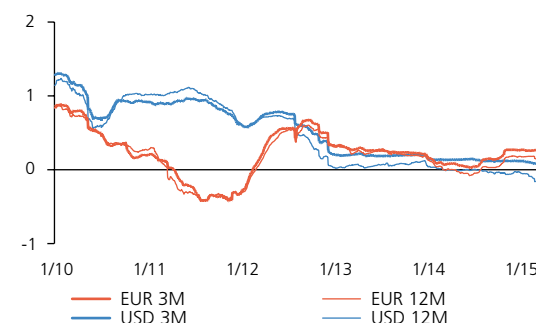
Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů se v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 vyvíjely diferencovaně, když u podnikových úvěrů v nominálním vyjádření lehce vzrostly a u úvěrů na bydlení naopak dále nepatrně klesaly. Uvedený vývoj byl zaznamenán v podmínkách stabilní sazby 3M PRIBOR a pokračujícího poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu (na 0,7 % v prosinci). Ex ante reálné úrokové sazby se při poklesu inflačních očekávání zvýšily ve všech segmentech úvěrového trhu. U podnikových úvěrů reálná sazba dosáhla 0,6 %, u domácností u úvěrů na bydlení 1,2 % a u spotřebitelských úvěrů 12,2 %. Reálná úroková sazba z krátkodobých vkladů domácností s dohodnutou splatností zůstala záporná ve výši -0,3 %, sazba z vkladů s dohodnutou splatností nad dva roky činila 0,3 %.

⁴⁵ Celkově v roce 2014 dosáhly prodeje státních dluhopisů na primárním trhu 144,3 mld. Kč; Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2014 přitom předpokládala emise v rozsahu 119,2 až 280,1 mld. Kč.

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

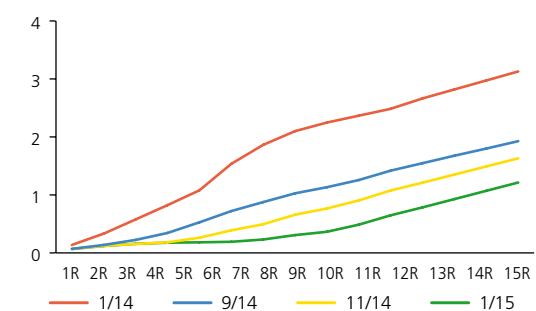
Úrokové diferenciály vůči euru zůstaly stabilní na mírně kladných hodnotách
(v procentních bodech)



GRAF III.5.14

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

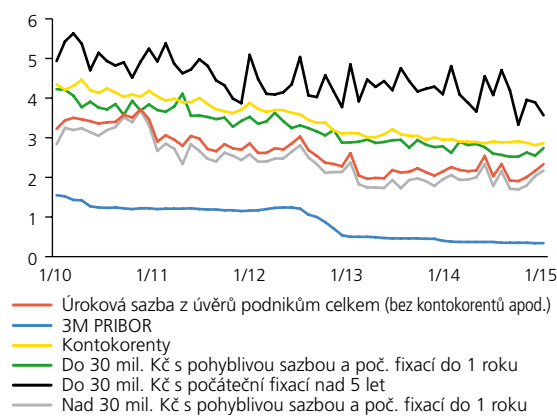
Výnosová křivka státních dluhopisů znatelně zmírnila svůj kladný sklon
(v %)



GRAF III.5.15

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

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

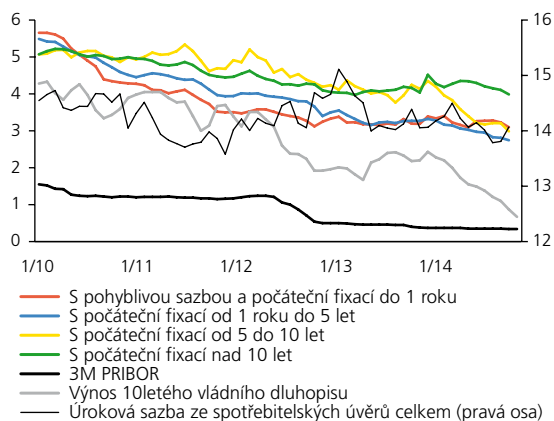


GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ DOMÁCNOSTEM

Úroková sazba z úvěrů domácnostem na bydlení dosáhla nového historického minima

(nové obchody, v %)

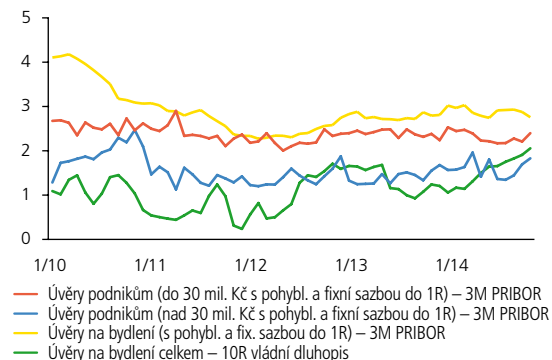


GRAF III.5.17

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou se u úvěrů domácnostem na bydlení snížilo, zatímco u ostatních klientských sazeb vzrostlo

(v procentních bodech)

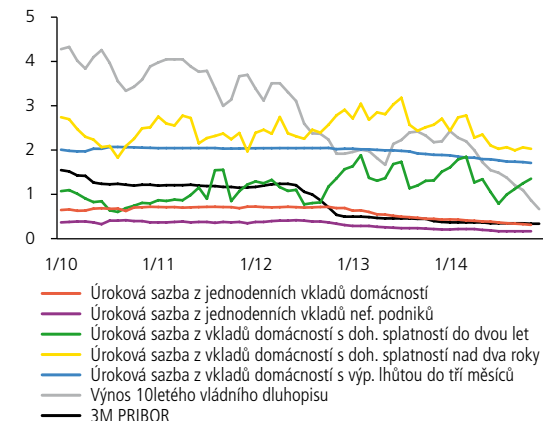


GRAF III.5.18

ÚROKOVÉ SAZBY Z VKLADŮ

Úroková sazba z krátkodobých vkladů domácností se mírně zvýšila, z dlouhodobých vkladů přetrvávala na úrovni 2 %

(v %)



Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům v nominálním vyjádření v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 nepatrně vzrostla a pohybovala se v průměru mírně nad 2 %. Zvýšily se sazby s krátkodobou fixací (Graf III.5.15). Úroková sazba z malých úvěrů s objemem do 30 mil. Kč vzrostla na téměř 3 % a sazba z velkých úvěrů na více než 2 %. Rozpětí mezi těmito sazbami dosahuje necelého jednoho procentního bodu, a dostalo se tak lehce pod průměr zaznamenaný od roku 2007. Spread mezi krátkodobou sazbou z podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se mírně zvýšil (Graf III.5.17). V eurozóně sazby z podnikových úvěrů naopak dále pozvolna klesaly (v průměru na 2,5 %) a jsou již jen nepatrně vyšší než v ČR.

Na druhou stranu u domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** dále slabě snížila na nové historické minimum lehce pod 3 % (u hypoték 2,7 %). Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, jež mají největší podíl (zhruba 68 % všech úvěrů na bydlení), slabě poklesla na 2,7 % a byla nejnižší ze všech fixací sazeb (Graf III.5.16). Nepatrně se snížily i sazby s ostatními fixacemi. Podle Hypoindexu poklesly sazby z hypoték i v samotném závěru loňského roku. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou lehce pokleslo. Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu naopak dále rostlo v důsledku výraznějšího poklesu výnosu dlouhodobých vládních dluhopisů oproti klientským sazbám (Graf III.5.17). V eurozóně se sazba z úvěrů na bydlení rovněž dále snížila na 2,6 %.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se v průběhu čtvrtého čtvrtletí nepatrně zvýšila a pohybovala se v blízkosti 14 % (Graf III.5.16). Přispívaly k tomu sazby s krátkodobými i dlouhodobými fixacemi. Sazba RPSN rovněž mírně vzrostla na necelých 15 %. Naopak úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů se snížila na 14 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet poklesla na 24,5 %. Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů zůstává vlivem vyššího úvěrového rizika značně nad úrovní eurozóny, kde se v průměru během loňského roku pohybovala v blízkosti 6 %.

Úrokové sazby z klientských vkladů se ve sledovaném období výrazněji neměnily. Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností slabě poklesla na 0,3 % a u nefinančních podniků setrvala na úrovni 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 1,7 %. V posledních měsících byla zaznamenána snaha některých bank o zatraktivnění sazeb z krátkodobých vkladů domácností s dohodnutou splatností. Tato sazba se v průměru mírně zvýšila na 1,4 %, zatímco sazba z dlouhodobých vkladů stagnovala ve výši 2 % (listopad 2014; Graf III.5.18). V eurozóně uvedené sazby slabě klesaly a aktuálně se pohybují spíše na nižší úrovni než v ČR.

Reálné klientské úrokové sazby⁴⁶ se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v průměru lehce zvýšily v důsledku snížení očekávané inflace⁴⁷, zatímco nominální sazby nezaznamenaly významné změny. Reálné sazby z nových úvěrů v listopadu v průměru dosáhly 4,1 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů činily -0,1 % (Graf III.5.19)

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2014 hodnoty 27,6 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 3,6 % a mezičtvrtletní stagnaci (Graf III.5.20). Koruna se ve sledovaném čtvrtletí pohybovala v poměrně úzkém intervalu 27,5–27,8 CZK/EUR bez známky trendu. V první polovině ledna začala koruna poměrně rychle oslabovat, krátkodobě až na 28,5 CZK/EUR. Poté však tento výkyv korigovala. Na konci druhé lednové dekády se pohybovala kolem hodnoty 27,9 CZK/EUR.

Čtvrté čtvrtletí 2014 bylo **na světových finančních trzích** ve znamení pokračujícího posilování amerického dolaru. Na druhé straně klesaly měny producentů ropy, euro a japonský jen. Zcela mimořádný vývoj zaznamenal ruský rubl, který v důsledku kombinace dopadů finančních sankcí, poklesu cen ropy a pokračujícího odlivu domácího kapitálu do zahraničí (včetně poptávky obyvatelstva po valutách) prudce oslabil za jediné čtvrtletí o více než 30 %.

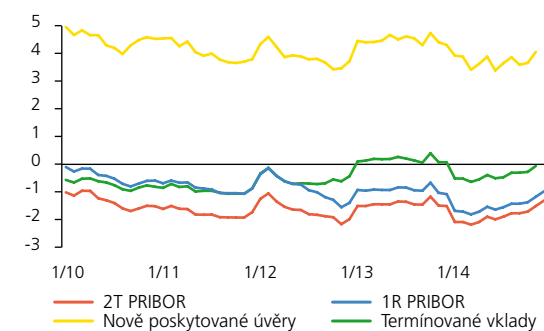
Mírné oslabování koruny na počátku čtvrtého čtvrtletí 2014 bylo ovlivněno spíše nepříznivými informacemi o ekonomickém vývoji v eurozóně a obavami části investorů ohledně možného oslabení koruny ze strany ČNB. Poté se však koruna vlivem příznivých informací z domácí ekonomiky (růst, zaměstnanost, maloobchodní prodeje) vrátila k výchozím hodnotám kolem 27,6 CZK/EUR. Na počátku ledna se však obnovily obavy z posunu hladiny kurzového závazku ze strany ČNB a koruna začala oslabovat. Oslobování koruny se výrazně urychlilo po zveřejnění údajů o inflaci za prosinec. Koruna tak v průběhu několika dnů na přelomu první a druhé lednové dekády oslabila o téměř tři procenta. Vlivem několika prohlášení členů BR, vyvracejících potřebu okamžité reakce měnové politiky na aktuální cenový vývoj, koruna opět posílila. Zhodnocení koruny bylo částečně ovlivněno i opuštěním kurzového závazku švýcarské národní banky, po němž švýcarský frank prudce posílil. Vývoj kurzu koruny v roce 2014 ani na počátku roku 2015 nadále nebyl ovlivňován intervencemi ČNB na devizových trzích.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve čtvrtém čtvrtletí 2014 činil 22,1 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 12,8 % a mezičtvrtletní oslabení o 6,0 %. V průběhu čtvrtletí koruna vůči dolaru oslabovala vlivem posilování dolaru vzhledem k euru, a to z hodnot

GRAF III.5.19

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

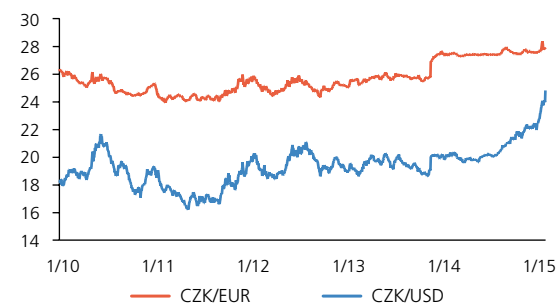
Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se pohybovaly v blízkosti 4 %
(v %)



GRAF III.5.20

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Koruna v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2014 stagnovala vůči euru a oslabovala vůči americkému dolaru



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

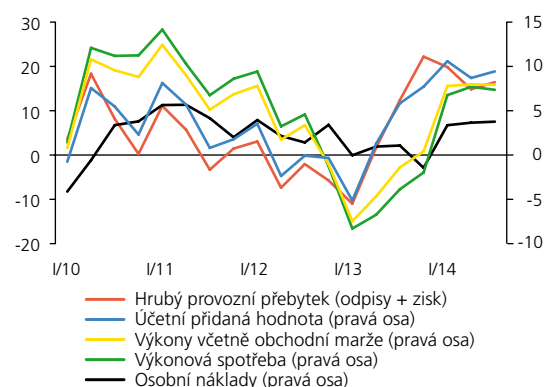
⁴⁷ Blíže viz kapitola II.5.

GRAF III.5.21

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve třetím 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 dále snížila

	3. čtvrtletí 2013	3. čtvrtletí 2014	Meziroční změna v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1 363,5	1 471,5	7,9
Osobní náklady (mld. Kč)	205,0	212,7	3,8
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	992,3	1 065,4	7,4
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	371,1	406,2	9,4
Tržby (mld. Kč)	1 813,1	1 950,6	7,6
Hrubý provozní přebytek (mld. Kč)	166,2	193,5	16,4
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě (v %) ^{a)}	55,2	52,4	-2,9
Podíl výkonové spotřeby na výkonech (v %) ^{a)}	72,8	72,4	-0,4
Podíl osobních nákladů na výkonech (v %) ^{a)}	15,0	14,5	-0,6
Podíl přidané hodnoty na výkonech (v %) ^{a)}	27,2	27,6	0,4
Míra marže – podíl hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě (v %)	45,1	47,6	2,5

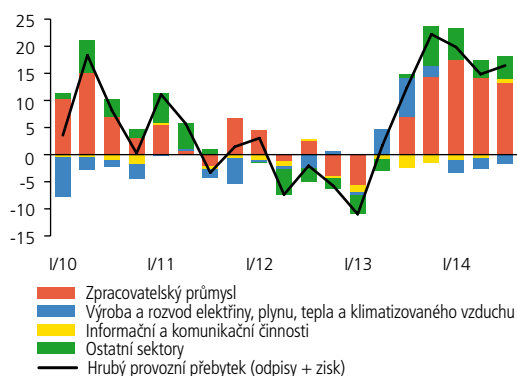
a) propočten ČNB

GRAF III.5.22

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)



kolem 21,8 CZK/USD až na téměř 23,0 CZK/USD ke konci roku. Ke konci ledna dále oslabila až na 24,6 CZK/USD, když pokračovalo posilování dolaru vůči euru.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Příznivý vývoj **výsledků finančního hospodaření** nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci⁴⁸ pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2014, když celkový meziroční růst výkonů i výsledku hospodaření nadále dosahoval vysokých hodnot (Graf III.5.21). Tempo růstu výkonů i tržeb se sice mírně snížilo, avšak výkony nadále rostly rychleji než výkonová spotřeba a rozdíl jejich meziročního tempa se opět mírně zvýšil. To se následně projevilo ve zrychlení dynamiky růstu účetní přidané hodnoty na téměř 10 %. Také hrubý provozní přebytek (resp. provozní zisk) rostl ve třetím čtvrtletí 2014 rychleji než v předchozím čtvrtletí, když se zvýšil výrazných 16,4 %.

Za rychlým meziročním růstem hlavních ukazatelů hospodaření nefinančních podniků stál i ve třetím čtvrtletí 2014 souběh více **faktorů**, zejména pokračující růst domácí a zahraniční poptávky a oslabený kurz koruny od listopadu 2013. I když se dynamika obou složek poptávky částečně zmírnila, meziroční růst tržeb i výkonů stále přesahoval úroveň 7 %.

Ke zrychlení tempa růstu provozního zisku sledovaného souboru podniků přispěl rovněž vývoj cen výrobních vstupů. Přestože se oslabení kurzu nadále promítalo do meziroční změny dovozních cen surovin a materiálů, **materiálová náročnost výkonů**⁴⁹ i ve třetím čtvrtletí 2014 meziročně klesala (o 0,4 procentního bodu; Tab. III.5.3), a to ve větší míře než v předchozím čtvrtletí. Příčinu prohloubení jejího poklesu lze, při pokračujícím meziročním snížení cen elektrické energie, vidět především v oslabení dynamiky světových cen energetických surovin (plynu a ropy). Meziročně klesala též **mzdová náročnost výkonů**⁵⁰ (ve třetím čtvrtletí 2014 o 0,6 procentního bodu), i když se osobní náklady vlivem rostoucího počtu zaměstnanců i objemu vyplacených mezd meziročně zvýšily. Výkony však rostly zřetelně rychleji (Tab. III.5.3).

Na meziročním růstu tržeb, výkonů a provozního zisku se nadále podílely především podniky ve **zpracovatelském průmyslu** (Graf III.5.22), 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 třetím čtvrtletí 2014 na úrovni 60 %.

48 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2014 téměř 9 tisíc nefinančních podniků.

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

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

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵¹ ukazují ve třetím čtvrtletí 2014 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků, ovšem při o něco nižším meziročním růstu hrubého provozního přebytku než v širším segmentu podniků nad 50 zaměstnanců. V segmentu velkých podniků je rostoucí provozní přebytek vytvářen zejména podniky zpracovatelského průmyslu.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Meziroční tempo růstu **finančních závazků nefinančních podniků** ve třetím čtvrtletí 2014 zrychlilo na 2,4 % (Graf III.5.23). K tomu přispěla vyšší dynamika dluhových cenných papírů a kotovaných akcií⁵² spolu s růstem hodnoty účastí mimo kotované akcie. Příspěvek úvěrů se naopak snížil. Meziroční růst **finančních aktiv nefinančních podniků** si ve třetím čtvrtletí 2014 zachoval stejnou dynamiku jako ve druhém čtvrtletí 2014, tj. 5,6 %. Nejvíce se na tomto vývoji podílely půjčky a účasti. Růst objemu oběživa a vkladů zůstal stabilní na úrovni 1,4 %. Celková záporná čistá finanční pozice nefinančních podniků se tak i nadále pozvolna zmírňovala.

Základní tendence ve vývoji **rozvah nefinančních podniků** se odrážejí ve finančních ukazatelích: pohotová likvidita⁵³ podniků ve třetím čtvrtletí 2014 dále rostla, poměrový ukazatel tržního financování⁵⁴ rostl mírně a solventnost podniků vyjádřená poměrem celkových finančních aktiv k závazkům bez účastí se ve třetím čtvrtletí 2014 zvýšila.

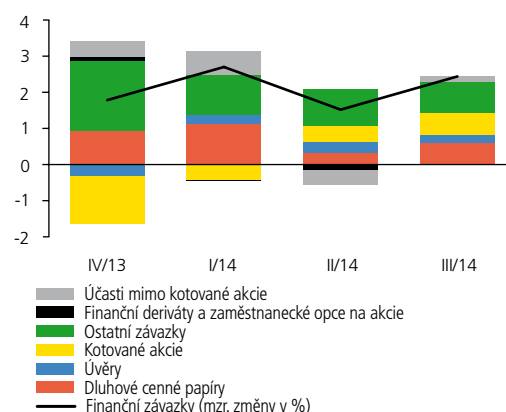
Domácnosti jsou tradičně čistými věřiteli v národním hospodářství. Meziroční růst **čistých finančních aktiv domácností** ve třetím čtvrtletí 2014 zrychlil na 7,7 % a jejich přírůstek představoval téměř 10 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.24). Růst hrubých **finančních aktiv** mírně zrychlil na necelých 6 % meziročně. K růstu nejvíce přispěly oběživo a vklady (v rámci nich zejména převoditelné vklady⁵⁵). V rámci účastí mírně zrychlil růst hodnoty akcií a podílových listů držených domácnostmi v investičních fondech. Ostatní kategorie finančních aktiv rostly přibližně stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí. Meziroční růst **finančních závazků domácností** dále zpomalil na 2,4 % vlivem nižšího příspěvku dlouhodobých půjček a více záporného příspěvku krátkodobých půjček.

GRAF III.5.23

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Na zrychlení růstu finančních závazků ve třetím čtvrtletí 2014 se podílely dluhopisy a účasti

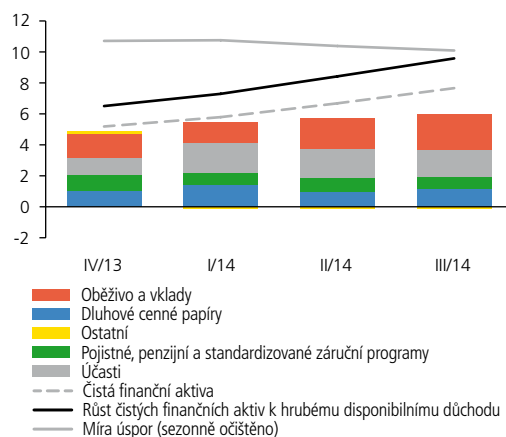
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.5.24

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Růst hrubých i čistých finančních aktiv domácností zrychlil (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)



51 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2014 více než 1,7 tisíce nefinančních podniků.

52 Tradičně vysokého příspěvku k růstu dosahují zvyšující se Ostatní závazky, kterým dominují obchodní úvěry a zálohy.

53 Ukazatel je získán na základě podílu, ve kterém v čitateli je obsaženo oběživo, převoditelné vklady, krátkodobé dluhové cenné papíry a poskytnuté krátkodobé půjčky a ve jmenovateli krátkodobé emitované dluhové cenné papíry a přijaté krátkodobé půjčky.

54 Jde o podíl, ve kterém je v čitateli obsažen součet emitovaných dluhopisů a emitovaných kotovaných akcií a ve jmenovateli celkové závazky.

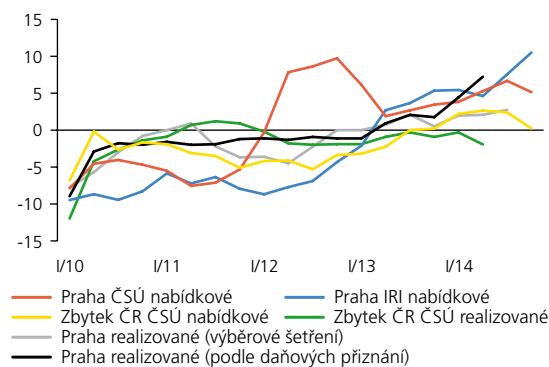
55 Jedná se o vklady na běžných účtech (netermínované vklady), termínované vklady jsou obsaženy v kategorii Ostatní vklady.

GRAF III.5.25

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Růst cen bytů v Praze je nadále poměrně rychlý, ve zbytku ČR se naopak u nabídkových cen zastavil

(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ke konci roku 2014 **nabídkové ceny starších bytů** v Praze pokračovaly v poměrně rychlém růstu. Meziroční růst těchto cen podle ČSÚ sice zpomalil z 6,7 % na 5,1 %, podle alternativních údajů IRI ale naopak meziročně zrychlil na výrazných 10,5 % (Graf III.5.25). Oproti tomu nabídkové ceny bytů v mimopražských regionech přešly dle ČSÚ po předchozích růstech (o 2,2–2,6 %) ve čtvrtém čtvrtletí 2014 v průměru k meziroční stagnaci (růst na zanedbatelné úrovni 0,2 %). Podle údajů IRI byl ovšem vývoj nabídkových cen v jednotlivých mimopražských regionech nadále značně diferencovaný, když se pohyboval v rozmezí od -4 % do 6,8 %.⁵⁶

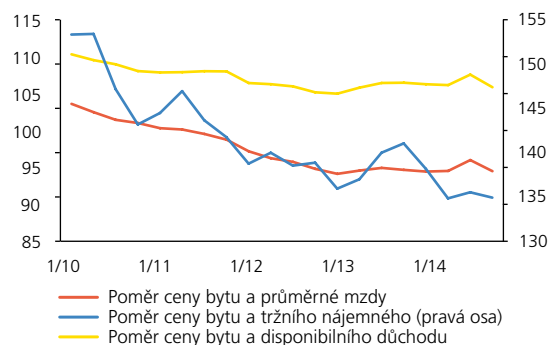
U **realizovaných cen z daňových přiznání** k dani z převodu nemovitostí revidoval ČSÚ směrem dolů své dřívější odhady – pro konec roku 2013 došlo ke snížení úrovně cen o 0,8 % jak pro Prahu, tak pro zbytek ČR. Vedle této revize svých předchozích odhadů ČSÚ publikoval také nové odhady vývoje realizovaných cen z daňových přiznání pro první pololetí roku 2014. Tyto odhady potvrzují prohlubující se rozdíl v dynamice cen mezi Prahou a zbytkem ČR (růst o výrazných 7,2 % oproti poklesu o 1,9 %; Graf III.5.25).⁵⁷ Na druhou stranu **realizované ceny starších bytů z výběrového šetření ČSÚ** se ve třetím čtvrtletí 2014 v Praze meziročně zvýšily o 2,8 %, mimo Prahu pak o 5,8 %. Meziroční růst cen nových bytů v Praze byl podle tohoto šetření mírnější, když dosáhl 1,5 %. V souhrnu nabídkové i realizované ceny indikují pokračující oživování trhu, které je ale výrazně diferencované podle regionů. Oživení trhu potvrzuje i nárůst prodejů nových bytů z developerských projektů v Praze za celý rok 2014 o 18,6 %, ve čtvrtém čtvrtletí 2014 pak meziročně o 9,6 %.⁵⁸

GRAF III.5.26

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí se pohybují blízko svých minimálních hodnot, když ve čtvrtém čtvrtletí 2014 korigovaly nárůst z čtvrtletí třetího

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



Poměrové ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí ve čtvrtém čtvrtletí 2014 poklesly, čímž korigovaly své nárůsty z předchozího čtvrtletí (Graf III.5.26). Indikátory dostupnosti bydlení⁵⁹, tedy **poměr ceny bytu a průměrné mzdy, resp. disponibilního důchodu**, se mezičtvrtletně snížily o 1,6 %. Zároveň byly jejich hodnoty revidovány směrem dolů vzhledem k výše uvedené revizi realizovaných cen. Celkově se tyto indikátory pohybují blízko svých minimálních hodnot z počátku roku 2013. **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** se mezičtvrtletně snížil o 0,4 % a je rovněž blízko svých minimálních hodnot.

⁵⁶ Průměrný růst činil 1,7 %.

⁵⁷ Pololetní odhady realizovaných cen z daňových přiznání bývají ale často poměrně výrazně revidovány.

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 (nový občanský zákoník). Obnovení publikace se předpokládá v lednu 2015.

⁵⁹ Při výpočtu indikátorů dostupnosti bydlení byl pro čtvrté čtvrtletí 2014 nárůst realizovaných cen bytů aproximován růstem cen nabídkových dle ČSÚ.

Oživování trhu nemovitostí odpovídá postupnému růstu domácí ekonomické aktivity, souvisejícímu zlepšování situace na trhu práce i poklesům úrokových sazeb úvěrů na bydlení. Ukazatele udržitelnosti cen bydlení, stejně tak jako ostatní metody, nadále v souhrnu **neindikují nadhodnocení cen nemovitostí**, takže lze stávající růst cen nemovitostí stále vnímat jako narovnávání jejich předchozích poklesů. Pro rok 2015 lze očekávat pokračující mírný růst cen nemovitostí zhruba stejným tempem jako v roce 2014 s tím, že by se k sobě měla přiblížit dynamika nabídkových cen a cen realizačních.

III.6 PLATEBNÍ BALANCE⁶⁰

Pro vývoj platební bilance ve třetím čtvrtletí 2014 byl podobně jako v předchozím čtvrtletí charakteristický 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 vyvážen přebytkem bilance zboží a služeb v důsledku rostoucího přebytku bilance zboží. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyšších čistých výpůjček ze zahraničí (tj. čistého přílivu) přímé investice v důsledku poměrně rychlého přílivu zahraničních investic do ČR, především pak reinvestic zisku. Čisté výpůjčky z přímých investic a pokles rezervních aktiv však byly z velké části vyváženy čistými půjčkami do zahraničí (tj. čistým odlivem) z ostatních investic, souvisejícími hlavně se splátkami finančních půjček a obchodních úvěrů nerezidentům.

III.6.1 Běžný účet

Ve třetím čtvrtletí 2014 dosáhl **běžný účet** platební bilance podobně jako v předchozím čtvrtletí schodku, a to ve výši 35,1 mld. Kč. Meziročně se schodek zmínil o necelých 5 mld. Kč, což souviselo výhradně s vývojem bilance zboží (Graf III.6.1). Roční klouzavé saldo běžného účtu díky tomu přešlo ve třetím čtvrtletí z mírného schodku do nepatrného přebytku. Roční klouzavý úhrn běžného účtu v poměru k HDP tak skončil na nulové úrovni a v porovnání se druhým čtvrtletím se zvýšil o 0,1 procentního bodu.

Přebytek bilance **zboží** ve třetím čtvrtletí 2014 dosáhl 51,6 mld. Kč a meziročně se opět zvýšil, a to o 21 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispěl především cenový vliv, spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, a částečně také vývoj v reálném vyjádření. Meziroční růst nominálního obchodního obrátu ve třetím čtvrtletí 2014 hlavně v důsledku vývoje dovozu dále zpomalil, přesto však dosáhl téměř 12 %. Růst vnější poptávky spolu s oslabením kurzu koruny se projevil v růstu vývozu zboží o 13 %. Zřetelnější zpomalení růstu dovozu než vývozu bylo spojeno se zmírněním dynamiky celkové domácí poptávky a poklesem cen energetických surovin. Ve směru rychlejší růstové dynamiky nominálního dovozu naopak působil kurzový vývoj, zejména výrazné oslabení koruny vůči americkému dolaru. Z hlediska převažujících toků podle užití nadále nejrychleji rostly dovozy pro investice. Z pohledu zboží struktury meziroční růst celkového přebytku nejvýrazněji ovlivnilo zmírnění schodku skupiny minerálních paliv (Graf III.6.2). V průběhu čtvrtého čtvrtletí meziroční růst celkového přebytku zboží dále pokračoval a za říjen až listopad dosáhl téměř 6 mld. Kč.

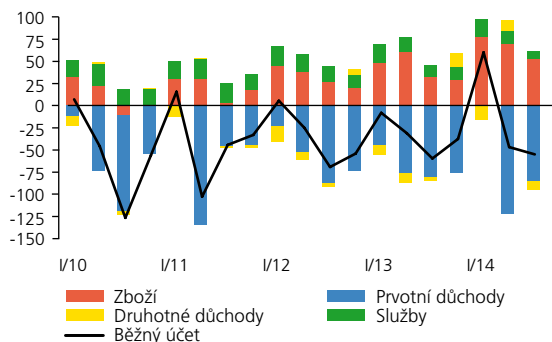
K přebytku výkonové bilance přispěla bilance **služeb** ve výši 9,3 mld. Kč (Graf III.6.3). Meziročně se ale přebytek služeb ve třetím čtvrtletí opět snížil, a to o více než 5 mld. Kč. Na dosaženém přebytku se

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

Schodek běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2014 meziročně mírně snížil v důsledku růstu přebytku zboží

(v mld. Kč)

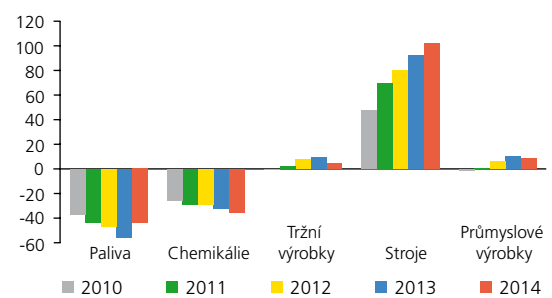


GRAF III.6.2

ZAHRAČNÍ OBCHOD SE ZBOŽÍM

Meziroční růst přebytku zahraničního obchodu se zbožím byl ve třetím čtvrtletí 2014 nejvýrazněji ovlivněn snížením schodku nerostných paliv

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



60 Text vychází z údajů zpracovaných na základě nového manuálu platební bilance BPM6.

nejvýznamněji podílel cestovní ruch (7,7 mld. Kč) a bilance výrobních služeb a oprav. Mírným přebytkem skončila i bilance dopravy. Ostatní služby jako celek naopak zaznamenaly schodek (-7,9 mld. Kč), související zejména se schodky v položkách výzkum a vývoj, poplatky za využívání duševního vlastnictví a pojišťovací služby. Také k meziročnímu snížení celkového přebytku přispěly zejména ostatní služby, především v důsledku rychlého růstu výdajů za ostatní podnikatelské služby.

Na rozdíl od přebytkové bilance zboží a služeb skončily **první důchody** (dříve zhruba bilance výnosů)⁶¹ schodkem 85,5 mld. Kč, který se meziročně o 4 mld. Kč zvýšil. Rozhodující složku celkové bilance představoval schodek důchodů z investic (Graf III.6.4), vyplývající hlavně ze schodku důchodů z přímých investic ve výši 90 mld. Kč. Ten souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a v menším rozsahu s předpokládanou hodnotou zisku reinvestovaného v ČR. Schodek vykázaly i důchody z portfoliových investic, ovlivněné hlavně výplatami dividend z akcií a úroků z dluhopisů nerezidentům. Také meziroční zvýšení celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno prohloubením schodku důchodů z portfoliových investic v důsledku nárůstu vyplacených dividend nerezidentům. Mírné přebytky naopak zaznamenaly náhrady zaměstnancům, důchody z ostatních investic a důchody z rezervních aktiv.

Druhotné důchody (dříve běžné převody) skončily schodkem 10,5 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o více než 7 mld. Kč. Jejich nejvýznamnější součástí představovaly odvody ČR odvozené z DPH a HNP do rozpočtu EU. Další schodky byly zaznamenány zejména v položkách sociální příspěvky a náhrady z neživotního pojištění. Čisté čerpání zdrojů z rozpočtu EU vykazované v rámci druhotných důchodů přešlo v meziročním srovnání ve třetím čtvrtletí 2014 z mírného přebytku do schodku 4,5 mld. Kč. Meziroční prohloubení celkového schodku tak nejvíce souviselo s výrazně nižším čerpáním příjmů z rozpočtu EU.

III.6.2 Kapitálový účet

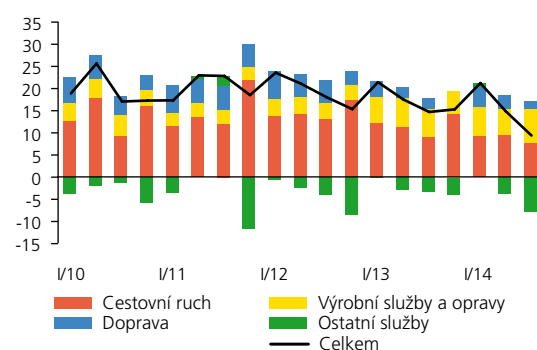
Kapitálový účet skončil jen mírným přebytkem 2,4 mld. Kč, vyplývajícím především z čerpání prostředků z rozpočtu EU ve výši 1,9 mld. Kč. Z důvodu absence výrazného čerpání zdrojů z rozpočtu EU a poklesu příjmů z ostatních kapitálových transferů se celkový přbytek meziročně snížil o téměř 54 mld. Kč.

61 Rozumí se podle předchozího manuálu BPM5.

GRAF III.6.3

SLUŽBY

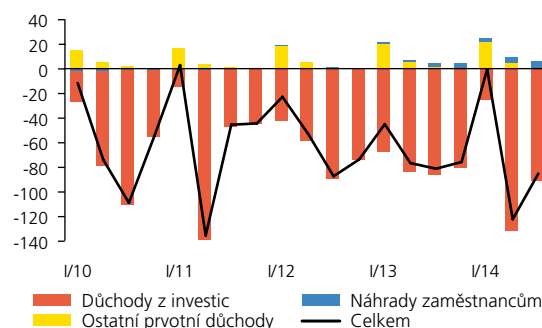
K přebytku bilance služeb ve třetím čtvrtletí 2014 přispěly cestovní ruch, výrobní služby a opravy a doprava (v mld. Kč)



GRAF III.6.4

PRVNÍ DŮCHODY

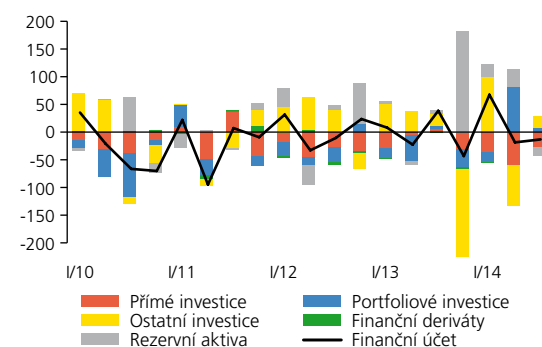
V rámci prvních důchodů došlo ve třetím čtvrtletí 2014 zejména k meziročnímu prohloubení schodku důchodů z investic (v mld. Kč)



GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

K čistým výpůjčkám na finančním účtu přispěly ve třetím čtvrtletí 2014 zejména čisté výpůjčky z přímých investic (v mld. Kč)

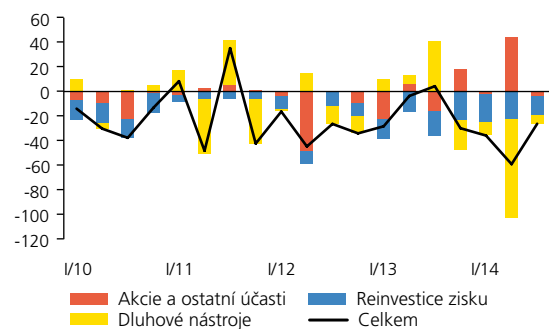


GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

K čistým výpůjčkám z přímých investic ve třetím čtvrtletí 2014 nejvýznamněji přispěly reinvestice zisku

(v mld. Kč)



III.6.3 Finanční účet

Ve třetím čtvrtletí 2014 zaznamenal **finanční účet** platební bilance čisté výpůjčky ze zahraničí (čistý příliv) ve výši 13,2 mld. Kč, související především s čistým přílivem přímých investic a poklesem rezervních aktiv, které však byly zhruba ze dvou třetin korigovány čistými půjčkami do zahraničí (čistým odlivem) z ostatních a portfoliových investic (Graf III.6.5).

Přímé investice dosáhly ve třetím čtvrtletí čistých výpůjček ze zahraničí ve výši 26,2 mld. Kč, zatímco ve stejném období minulého roku skončily mírným čistým odlivem (Graf III.6.6). Příliv zahraničních investic do ČR dosáhl téměř 41 mld. Kč a zhruba z poloviny byl spojen s předpokládanou hodnotou reinvestic zisku. Současně k němu přispěly růst závazků v akciích a ostatních účastech (příliv do základního kapitálu) a přírůstek v dluhových nástrojích (čisté čerpání úvěrů). České investice v zahraničí souvisely především s růstem čistého pořízení aktiv u akcií a s reinvesticemi zisku. K meziročnímu přechodu salda přímých investic z čistých půjček (čistého odlivu) do čistých výpůjček (čistého přílivu) přispěl především vývoj v úvěrových vztazích.

Na rozdíl od přímých investic skončily **portfoliové investice** čistými půjčkami do zahraničí (čistým odlivem) 6,7 mld. Kč, tedy v obdobné výši jako ve stejném období minulého roku (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty, které přesáhly 12 mld. Kč. Souvisely zejména s nákupy zahraničních dluhopisů investory z finančních institucí a nefinančních podniků. Mírně se také zvýšila držba zahraničních účastí a podílů v investičních fondech tuzemskými investory. Rovněž v obchodování s tuzemskými cennými papíry nerezidenty celkově převážily nákupy. Byly však spojeny pouze s nákupy českých dluhopisů, zatímco v případě akcií byly celkově zaznamenány jejich prodeje.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty a zaměstnanec-kými opcemi na akcie** vedlo k čistým výpůjčkám (čistému přílivu) 0,8 mld. Kč, jejichž výše se meziročně téměř nezměnila.

U **ostatních investic** byly zaznamenány čisté půjčky do zahraničí (čistý odliv) 21,5 mld. Kč, tj. v obdobné výši jako ve třetím čtvrtletí 2013. K celkovému čistému odlivu přispěl hlavně čistý odliv v položce půjčky, který dosáhl téměř 37 mld. Kč a souvisel zejména se splátkami krátkodobých finančních půjček a obchodních úvěrů nerezidentům podnikovým sektorem. Ve směru zmírnění celkového čistého odlivu působil pouze čistý příliv u oběživu a vkladů (-22 mld. Kč) v důsledku poklesu převážně krátkodobých vkladů rezidentů u zahraničních bank.

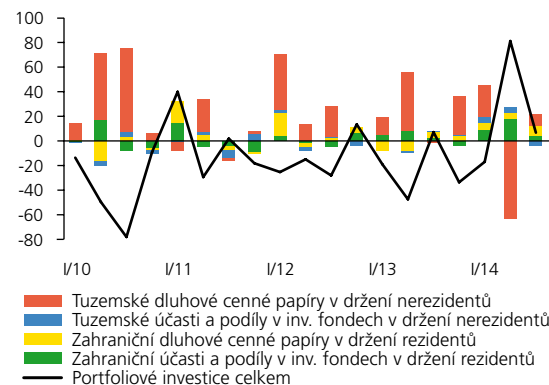
Rezervní aktiva se ve třetím čtvrtletí 2014 po předchozím ročním růstu snížila o 14,4 mld. Kč (Graf III.6.8) v důsledku záporného salda transakcí pro klienty ČNB.

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Ve třetím čtvrtletí 2014 zaznamenaly portfoliové investice čisté půjčky zejména v důsledku nákupu zahraničních cenných papírů rezidenty

(v mld. Kč)

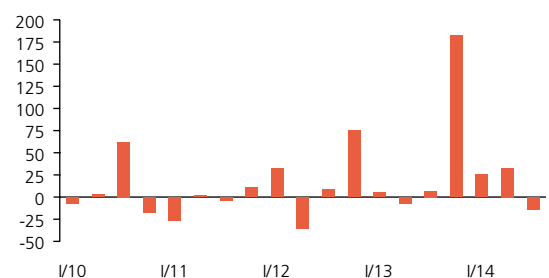


GRAF III.6.8

REZERVNÍ AKTIVA

Rezervní aktiva se ve třetím čtvrtletí 2014 vlivem schodku transakcí pro klienty ČNB snížila

(změny v mld. Kč)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Vývoj vnějšího ekonomického prostředí byl ve sledovaném období ovlivněn zejména výrazným poklesem ceny ropy, za kterým stál převís rychle rostoucí nabídky ropy nad poptávkou. Pokles cen ropy se v prosinci 2014 projevil ve výrazných protiinflačních tlacích jak v eurozóně, tak ve Spojených státech, přičemž eurozóna se ocitla v deflaci. HDP eurozóny pokračoval ve třetím čtvrtletí 2014 v mírném růstu, který však byl výrazně nižší ve srovnání s růstem ve Spojených státech. Lepší výhledy růstu Spojených států a lednové další uvolnění měnové politiky ECB v podobě výrazného rozšíření programu nákupu dluhopisů vedly k oslabení eura vůči americkému dolaru na jedenáctileté minimum.

III.7.1 Eurozóna

V eurozóně zrychlilo tempo mezičtvrtletního růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2014 o 0,1 procentního bodu na 0,2 %. Meziročně se HDP zvýšil stejně jako v předchozím čtvrtletí o 0,8 % (Graf III.7.1). K meziročnímu růstu produktu přispělo zrychlující tempo růstu soukromé spotřeby a dále spotřeba vlády spolu s čistým vývozem. Naopak příspěvek změny stavu zásob k růstu HDP byl záporný. Nejrychlejší mezičtvrtletní tempa růstu zaznamenalo Řecko a Slovinsko (0,7 %), v Německu a Francii byl po poklesu v předchozím čtvrtletí zaznamenán nevýrazný nárůst a Itálie se nacházela v technické recesi.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 se očekává pokračující mírný nárůst ekonomické aktivity podporovaný mimo jiné klesajícími cenami ropy. Průmyslová produkce v listopadu zaznamenala meziměsíční nárůst (o 0,2 %), když pokles výroby v energetickém sektoru byl vyvážen výrazným nárůstem produkce zboží dlouhodobé spotřeby. Podobný meziměsíční nárůst vykázaly v listopadu i maloobchodní tržby. Také předstihové ukazatele signalizují mírné zlepšení ekonomické aktivity v závěru roku 2014. Například PMI vzrostl ve zpracovatelském průmyslu v prosinci na 50,6, přičemž jeho složka nových zakázek (především ze zahraničí) zaznamenala poprvé za poslední čtyři měsíce zlepšení. Růst ekonomiky zatím nebyl dostatečně rychlý na to, aby se odrazil v poklesu míry nezaměstnanosti, která od června setrvává na 11,6 %. Za celý rok 2014 se očekává nárůst HDP eurozóny o 0,6 %. V roce 2015 by měl hospodářský růst zrychlit přibližně na 1 % (Graf III.7.2) a v příštím roce dále na 1,5 %.

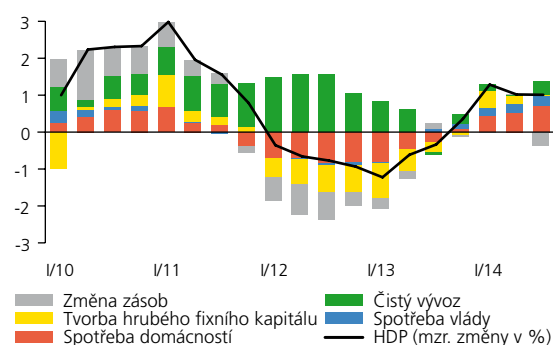
Inflace v eurozóně poklesla v prosinci 2014 oproti listopadu o 0,5 procentního bodu na -0,2 % (Graf III.7.3). Přechod do záporné hodnoty byl způsoben klesajícími cenami energií, zatímco jadrová inflace a v jejím rámci zejména růst cen služeb se pohybovaly na úrovni předchozích měsíců (0,8 %, resp. 1,2 %). V roce 2014 poklesla průměrná inflace o téměř 1 procentní bod na 0,4 %. Její letošní hodnoty budou ovlivněny na jedné straně nízkými cenami ropy a utlumenou ekonomickou aktivitou, na druhé straně bude působit uvolněná měnová politika ECB a slabší kurz eura. Lednový CF očekává v roce 2015 nevýrazný růst cenové hladiny, v příštím roce by se pak měla inflace zvýšit

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

Růst HDP zůstal ve třetím čtvrtletí 2014 nezměněn, když proti zápornému příspěvku zásob působily vyšší příspěvky spotřeby domácností a čistého vývozu

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

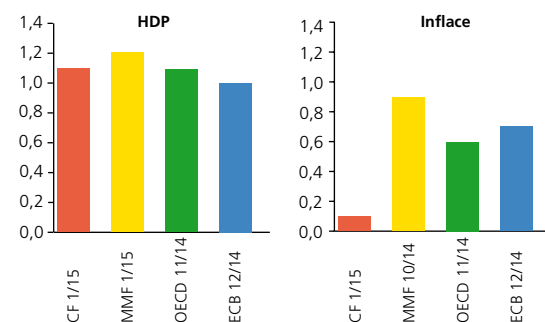


GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO EUROZÓNU NA ROK 2015

Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2015 dosáhnout cca 1 %, inflace by měla zůstat velmi nízká

(meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)

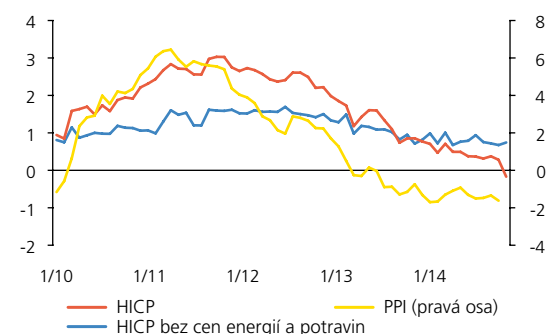


Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2014 dále snížila až do záporných hodnot, ceny výrobců pokračovaly v poklesu (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



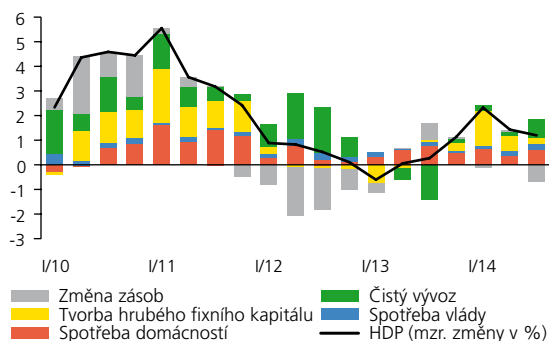
o 1 procentní bod. Ostatní sledované instituce očekávají vyšší hodnoty inflace (Graf III.7.2), nicméně jejich předpovědi ještě nepočítaly s poklesem ceny ropy v průběhu prosince 2014 a ledna letošního roku.

ECB v závěru roku pokračovala v implementaci oznámených programů pro uvolnění měnové politiky. V říjnu byl zahájen program nákupů krytých dluhopisů (CBPP3), přičemž jejich celkový nakoupený objem na začátku ledna 2015 dosáhl 31,3 mld. EUR. V listopadu dále ECB spustila program nákupu cenných papírů krytých aktivy (ABSPP), v rámci něhož ECB na začátku ledna držela aktiva v objemu 1,8 mld. EUR. V prosinci proběhlo také druhé z osmi kol cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO), jehož využití (130 mld. EUR) bylo vyšší než v prvním kole (83 mld. EUR), nicméně zůstalo za očekáváním. Na svém lednovém zasedání proto ECB rozhodla o podstatném rozšíření stávajícího programu nákupu dluhopisů a snížila úrokovou sazbu dalších aukcí probíhajícího programu TLTRO o 0,1 procentního bodu na 0,05 %. Celkový objem nákupů dluhopisů bude od března 2015 do září 2016 činit 60 mld. EUR měsíčně, z čehož přibližně 50 mld. EUR budou nově tvořit nákupy vládních dluhopisů.⁶² Dodatečné uvolnění měnové politiky se odrazilo v okamžitém poklesu výnosů dluhopisů většiny zemí eurozóny. Ke snižování výnosů docházelo nicméně pod vlivem tohoto dlouho očekávaného kroku ECB a také v souvislosti s poklesem dlouhodobějších inflačních očekávání, které je signalizováno mimo jiné inflačními swapy, již v předchozím průběhu ledna 2015. Naproti tomu výnosy dluhopisů Řecka rostly v souvislosti s nervozitou kolem očekávaných výsledků předčasných voleb na konci ledna.

GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve třetím čtvrtletí 2014 se tempo růstu HDP snížilo, neboť rychlejší nárůst spotřeby domácností a přírůstek čistého vývozu byl převážen nižší dynamikou fixních investic a poklesem zásob (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)



Ve třetím čtvrtletí 2014 **hospodářský růst v Německu** mezičtvrtletně dosáhl 0,1 % oproti stejné velkému poklesu v předchozím čtvrtletí. Toto zlepšení ekonomického vývoje bylo důsledkem rychlejšího růstu spotřeby domácností, zmírnění propadu fixních investic a zvýšení čistého vývozu. Meziroční dynamika HDP naopak oslabilo o 0,2 procentního bodu na 1,2 % (Graf III.7.4). Rychlejší nárůst spotřeby domácností a přírůstek čistého vývozu byl převážen zpomalením růstu fixních investic a poklesem stavu zásob.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 ekonomický růst v důsledku vzestupu domácí poptávky pravděpodobně mírně zesílil. Zejména vlivem rychlejšího růstu spotřeby domácností (nezaměstnanost je na nejnižší úrovni od roku 1990 a mzdy vzrostly reálně o 2 %) a vývozu se za celý rok 2014 HDP zvýšil podle předběžného odhadu o 1,5 % (přestože ještě v prosinci řada institucí predikovala jeho růst okolo 1,3 %). Lednový CF očekává pro letošní rok dynamiku hospodářského růstu na zhruba stejné úrovni. Vzhledem k poklesu ceny ropy a oslabujícímu kurzu eura by ale ekonomický růst mohl být i vyšší. To do určité míry podporují i rostoucí hodnoty předstihových ukazatelů.

⁶² Nákupy vládních dluhopisů budou probíhat proporcionálně podle podílu jednotlivých zemí eurozóny na základním kapitálu ECB. ECB samotná bude nakupovat 8 % celkového objemu dluhopisů. Zbývající část budou nakupovat jednotlivé národní centrální banky eurozóny, přičemž 12 % tohoto objemu bude podléhat společnému sdílení rizika a zbytek bude tvořit riziko pro národní centrální banky.

V důsledku vyššího hospodářského růstu a nízkých úrokových sazeb dosáhla **německá vláda** v roce 2014 vyrovnaného federálního rozpočtu. Proto je pravděpodobné, že dodatečné investice, které vláda uvolní do ekonomiky, budou vyšší než 10 mld. EUR, které německé MF ohlásilo v listopadu.

V prosinci se **inflace v Německu** snížila o 0,4 procentního bodu na 0,2 % především jako výsledek klesajících cen energií a potravin. Jádrová inflace mírně zrychlila na 1,3 % (Graf III.7.5). Za celý rok 2014 inflace dosáhla 0,9 % a v letošním roce by se měla snížit na 0,7 %.

Slovenská ekonomika ve třetím čtvrtletí 2014 udržela poměrně vysoké mezičtvrtletní i meziroční tempo růstu (0,6 %, resp. 2,5 %). Zpomalení dynamiky domácí poptávky bylo vyrovnáno zvýšením čistého vývozu. Silný hospodářský růst se projevil i v meziročním snížení míry nezaměstnanosti v listopadu o 1,5 procentního bodu a v meziročním růstu zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí o 1,4 %.

Podle lednového CF se slovenská ekonomika vyvíjela **ve čtvrtém čtvrtletí 2014** se zhruba stejnou dynamikou jako v předchozím čtvrtletí a HDP se za celý rok 2014 zvýšil o 2,4 %. V letošním roce by jeho růst měl zrychlit na 2,7 %. Obdobné předpovědi v posledních měsících představila i řada dalších institucí (MF SR, EK, MMF, EBRD).

V prosinci **spotřebitelské ceny na Slovensku** meziročně poklesly o 0,1 %. Příčinou deflace byly klesající ceny potravin a energií, proti nimž působily pouze rostoucí ceny služeb. Za celý minulý rok se hladina spotřebitelských cen snížila o 0,1 %. Podle lednového CF by se inflace měla v letošním roce zvýšit na 0,8 %.

III.7.2 Spojené státy

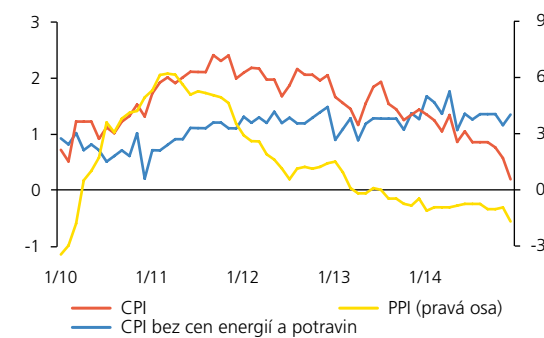
Podobně jako ve druhém čtvrtletí 2014 dosáhl mezičtvrtletní růst **HDP Spojených států** ve třetím čtvrtletí 2014 vysoké hodnoty (1,2 %). Meziročně se HDP zvýšil o 2,7 %. K růstu produktu nejvíce přispěla spotřeba domácností, což odráží zlepšující se situaci na trhu práce. Dále měly kladný příspěvek ještě fixní investice, zatímco příspěvky ostatních složek HDP byly nevýznamné (Graf III.7.6). Reálný vývoz i reálný dovoz rostly přibližně stejným tempem (o 3,8 %, resp. 3,4 %). Roční kumulovaný deficit běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2014 stabilizoval na úrovni 2,2 % HDP a deficit vládních financí se již delší dobu pohybuje okolo 3 % HDP po předchozí dlouhé fázi jeho postupného poklesu. Vnitřní a vnější nerovnováha ekonomiky Spojených států se tak již pravděpodobně stabilizovala na dlouhodobějších úrovních.

Údaje za **čtvrté čtvrtletí 2014** naznačují pokračování dosavadního pozitivního vývoje ekonomiky. Průmyslová produkce meziročně vzrostla v tomto čtvrtletí o 4,8 % a předstihový indikátor PMI v průmyslu signalizuje její růst i v příštích měsících, když se i přes své oslabení v prosinci stále nachází v růstovém pásmu. V prosinci i v lednu výrazně vzrostl index spotřebitelského sentimentu Michiganské univerzity, což

GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

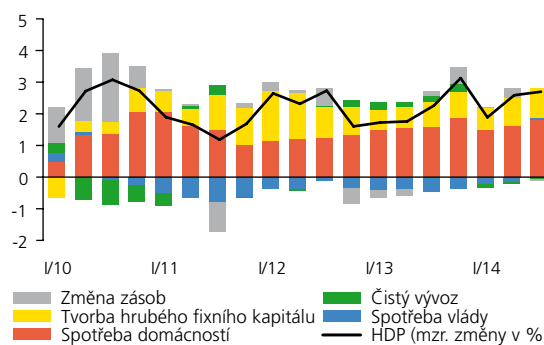
V prosinci se inflace snížila o 0,4 procentního bodu na 0,2 %, ceny průmyslových výrobců pokračují v poklesu
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Spotřeba domácností přispívá výrazně k růstu HDP
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream, výpočet ČNB)

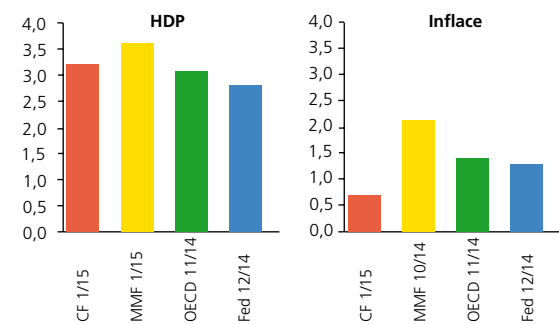


GRAF III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY NA ROK 2015

V roce 2015 je očekáván rychlý růst HDP při výrazně utlumené inflaci

(meziročně v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



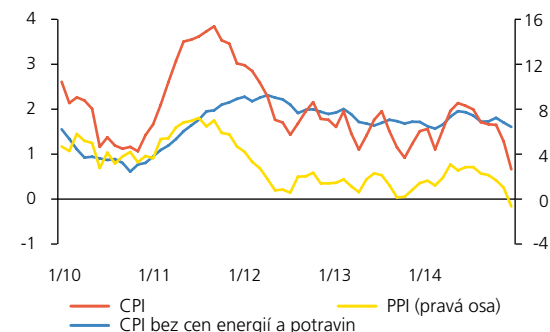
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Pokles ceny ropy způsobil v prosinci 2014 výrazné zpomalení růstu spotřebitelských cen a pokles cen výrobců

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

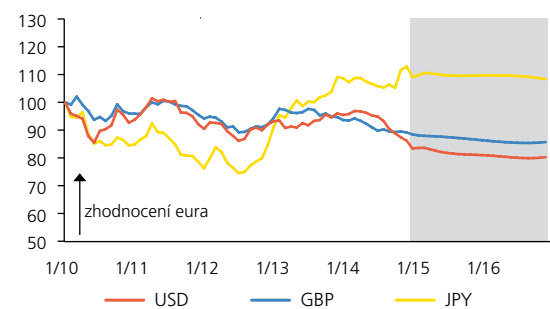


GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvýrazněji oslabilo vůči americkému dolaru

(leden 2010 = 100, zdroj: Datastream, výpočet ČNB, předpověď na základě Consensus Forecasts)



ukazuje na pozitivní výhledy spotřeby domácností. K tomu ve značné míře přispěla nejen klesající cena ropy, ale i situace na trhu práce, kdy míra nezaměstnanosti v prosinci dále poklesla na 5,6 %. Spotřeba domácností tak bude zřejmě nadále hrát hlavní roli v pokračování rychlého ekonomického růstu.

Za celý rok 2014 je **očekáván růst HDP** o 2,4 %, který by měl v roce 2015 dále výrazně zrychlit (Graf III.7.7). MMF ve své lednové předpovědi předpokládá pro rok 2015 růst o 3,6 % a v roce 2016 o 3,3 %. Naopak inflační očekávání podle lednového CF, který již odráží pozorovaný pokles ceny ropy, se výrazně snížila na 0,7 % pro rok 2015, přičemž v roce 2014 dosáhla průměrná inflace úrovně 1,6 %.

V samotném prosinci 2014 zpomalil meziroční růst **spotřebitelských cen** o 0,5 procentního bodu na 0,7 %. Meziměsíčně ceny klesaly již druhý měsíc v řadě. V jejich poklesu se odrážel zejména pokles ceny ropy, když inflace bez cen energií a potravin v prosinci zpomalila pouze nepatrně na 1,6 %. Ceny průmyslových výrobců v prosinci meziročně poklesly o 0,7 % (Graf III.7.8).

Nižší inflační tlaky vyvolávají diskuzi o oddálení prvního zvýšení úrokových sazeb **Fedem**, ke kterému pravděpodobně dojde až ve druhé polovině roku 2015. Desetileté výnosy vládních dluhopisů v lednu poklesly na více jak 1,5letá minima, což naznačuje, že zpřísnování měnové politiky by nemuselo být tak rychlé, jak se ještě nedávno očekávalo.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 **kurz eura vůči hlavním světovým měnám** odrážel nejen rozdílnou dynamiku světových ekonomik, ale i další uvolnění měnové politiky v eurozóně a Japonsku (Graf III.7.9). Euro ve čtvrtém čtvrtletí 2014 nejvýrazněji oslabilo vůči americkému dolaru. Ekonomické výhledy USA se zlepšovaly, a tak Fed ustoupil od dalších měnových stimulů. V říjnu byl ukončen program měsíčních nákupů dluhopisů, přičemž centrální banka nespecifikovala termín prvního zvýšení sazeb. Naproti tomu ECB v říjnu ohlásila další dva stimulační programy. Vedl ji k tomu nejen pokračující pokles inflačních očekávání, ale i málo optimistický ekonomický výhled eurozóny. V prosinci 2014 dosáhl průměrný kurz eura vůči americkému dolaru úrovně 1,23 USD/EUR, což představuje meziroční oslabení eura o více než 10 %.

Oslabení eura vůči britské libře bylo ve stejném období přibližně poloviční. Oživení britské ekonomiky i nadále podporuje domácí spotřeba, zatímco v sektoru služeb a zahraničním obchodu došlo ke zpomalení dynamiky. Propad cen ropy v závěru roku se také podílel na historicky nejnižší inflaci (meziročně 0,5 % v prosinci 2014).

Vůči japonskému jenu naopak euro v závěru roku 2014 posílilo. Propad do recese ve třetím čtvrtletí 2014 a zpomalující tempo růstu spotřebitelských cen totiž vedly BoJ ke zvýšení cíle pro roční nárůst

měnové báze z původních 60 až 70 bil. jenů na 80 bil. jenů. Zároveň bylo odloženo zvýšení daní a schválen dodatečný podpůrný balíček v objemu 3,5 bil. jenů.

V první polovině ledna 2015 euro vůči hlavním světovým měnám dále oslabovalo. Ve druhém lednovém týdnu prolomil kurz vůči americkému dolaru hranici 1,18 USD/EUR. K propadu přispěly nově zveřejněné údaje o deflaci v eurozóně a spekulace, že ECB přistoupí k nákupům státních dluhopisů. Lednové rozhodnutí ECB o objemu nakupovaných dluhopisů předčilo očekávání trhů a euro dále oslabilo na své jedenáctileté minimum.

Vývoj na světových devizových trzích byl rovněž významně ovlivněn **rozhodnutím švýcarské centrální banky (SNB)** dne 15. ledna opustit intervenční hladinu 1,20 CHF/EUR, zavedenou v srpnu 2011, kdy se SNB snažila zabránit prudkému posilování franku. Součástí lednového rozhodnutí SNB bylo také snížení základní úrokové sazby z -0,25 % na -0,75 %, jehož cílem bylo alespoň částečně tlumit prvotní šok a bránit tak dalšímu zpevnování švýcarské měny. Švýcarský frank v bezprostřední reakci skokově posílil vůči euru o 29 %, když se dostal krátce až na 0,8517 CHF/EUR. Ve druhé polovině ledna následně frank postupně oslabil na hladinu poblíž 1,05 CHF/EUR.

Lednový CF očekává v horizontu jednoho roku kurz eura vůči americkému dolaru na úrovni 1,16 USD/EUR. Vůči britské libře by mělo euro oslabit o 2,4 %, zatímco v případě kurzu eura vůči japonskému jenu se očekává korekce na slabší hodnoty během prvních dvou měsíců roku 2015 a následná stabilita na úrovni z října 2014.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Průměrné měsíční ceny ropy klesají již sedmý měsíc v řadě a **ropa Brent** ztratila mezi polovinou června 2014 a polovinou letošního ledna cca 60 % své dolarové hodnoty, když se její cena poprvé od dubna 2009 dostala pod hranici 50 USD/barel (Graf III.7.10). Pokles korunové ceny v uvedeném období činil cca 50 % (Graf III.7.11). Vedle posilujícího dolaru za tímto vývojem stojí zejména fundamentální převis rychle rostoucí nabídky nad poptávkou a od konce loňského listopadu i změna politiky zemí OPEC.

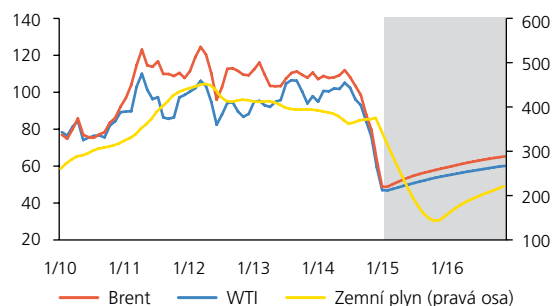
Ropný kartel **OPEC** hrál donedávna na trhu s ropou stabilizační roli (tzv. swing producer), když na jedné straně ze svých rezervních kapacit vykrýval globální výpadky těžby v důsledku geopolitických konfliktů a na druhé straně nevyužíval plně své těžební kapacity, aby udržoval cenu ropy dostatečně vysoko. Vysoké ceny ropy, levné financování investic a úspěšný rozvoj technologií horizontálního vrtání a frakování podpořily rychlý růst nekonvenční těžby ropy z břidlic na severoamerickém kontinentu, která při slábnoucím růstu globální poptávky po ropě vedla jednak k poklesu cen ropy a jednak ke snižování tržního podílu zemí kartelu OPEC. Představitelé kartelu se proto na svém listopadovém zasedání dohodli, že nebudou omezovat svoji těžbu a přenechají

GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Ceny ropy výrazně poklesly, aktuální ceny dlouhodobých kontraktů na zemní plyn však pokles zatím nezohlednily

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

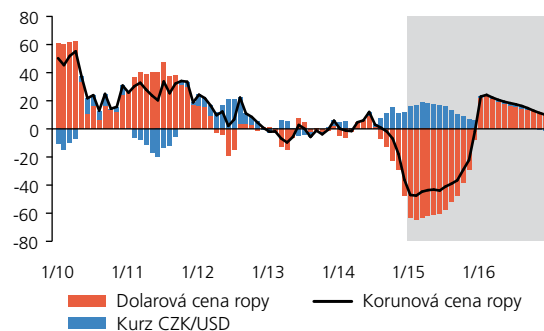


GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Meziroční pokles dolarových cen ropy dále zesílil a je jen částečně kompenzován oslabováním kurzu koruny vůči americkému dolaru

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

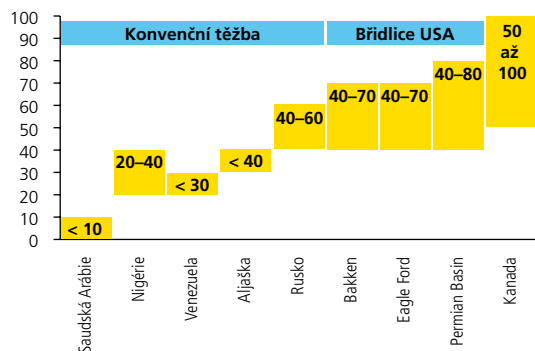


GRAF 1 (Box)

NEZISKOVÁ CENA ROPY PRO NALEZIŠTĚ V RŮZNÝCH OBLASTECH SVĚTA

Odhady neziskové ceny ropy se výrazně liší jak podle technologie těžby, tak z důvodu specifických geologických podmínek

(USD/barel; zdroj: CNBC)



Poznámka: V Kanadě jde o těžbu z ropných písků. Cena potřebná k investování v arktických oblastech a hlubokých vodách přesahuje 100 USD/barel.

TAB. 1 (Box)

ODHADY NEZISKOVÉ CENY ROPY PRO BŘIDLICOVOU TĚŽBU V USA OD RŮZNÝCH INSTITUCÍ

Odhady neziskové ceny nových projektů od různých institucí se pohybují v širokém rozmezí, většinou jsou ale nad aktuální tržní cenou

(USD/barel; zdroj: Reuters, Bloomberg)

Instituce	Naleziště				
	Eagle Ford	Bakken	Permian Basin	Barnett	Niobrara
Baird Equity res.	53–65	61–75	57–75	93	64–68
Bloomberg	50–65	67–74	59–77		
Credit Suisse	46–55	65	53–65	84	46
Goldman Sachs	80–90	70–80	70–80		
Morgan Stanley	60–80				
Scotia Bank	50	69	68		
UBS	43	65	53–75		73
Wood Mackenzie	50–75	60–80			

zajištění rovnováhy na trhu s ropou čistě tržním silám. Toto rozhodnutí na konci listopadu 2014 dále urychlilo pokles cen ropy a vyvolalo spekulace, kam až ceny ropy mohou klesnout. Důležitou roli v tom přitom bude hrát reakce nabídky ropy na prudký cenový pokles, které se blíže věnuje následující Box 2.

BOX 2

Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy

Odhady různých analytických pracovišť, **jak bude reagovat těžba ropy na současný cenový vývoj**, se pohybují v širokém rozmezí. Pro nové projekty (a pro stávající projekty v dlouhodobém horizontu) je důležitá tzv. nezisková cena („breakeven price“). Pokud tržní cena není dostatečně vysoko nad neziskovou cenou, a tento stav trvá delší dobu, stávající projekty přestávají být ziskové a nové investice ztrácejí své opodstatnění. Odhady neziskové ceny pro různé způsoby těžby v různých oblastech od jednotlivých institucí se pohybují v širokém rozmezí (Graf 1 BOX, Tab. 1 BOX). Mnoho plánovaných projektů již bylo na základě tohoto kritéria v průběhu aktuálního poklesu ceny ropy odloženo. V současnosti pozorovaný pokles nových investic však bude mít vliv na omezení těžby ropy až v poměrně vzdálené budoucnosti. V již existujících projektech se bude těžit minimálně do doby, kdy cena ropy bude pokrývat alespoň provozní náklady⁶³, které jsou mnohem nižší, než celkové náklady v průběhu celého investičního cyklu. Navíc existují projekty, které budou těžit přechodně i za cenu provozní ztráty (například vrty v Severním moři nebo těžba z ropných písků v Kanadě), neboť při jejich odstavení by již znovuoobnovení těžby nebylo možné, nebo by znamenalo nadměrně vysoké náklady. Zároveň mnoho firem má cenu své produkce zajištěnu proti výraznějšímu poklesu pomocí finančních derivátů, a mohou tak po určitou dobu pokračovat v těžbě bez ohledu na aktuální cenu. Rovněž v zemích, kde na těžbě ropy je kriticky závislé financování jejich rozpočtů a devizové příjmy, produkce pravděpodobně nebude omezována ani při nízké rentabilitě těžby.

Největší **potenciál k omezení má těžba ropy z břidlic** v Severní Americe, neboť vydatnost těchto vrtů se během produkce velice rychle snižuje. Například v Severní Dakotě činí přirozený pokles vydatnosti vrtu v průměru 65 % v prvním roce, 35 %

⁶³ Nedávná analýza společnosti Wood Mackenzie uvádí, že při ceně ropy Brent 50 USD/barel by provozní ztrátu vykazala naleziště těžící pouhých 0,2 % světové těžby (tj. 190 tis. barelů denně). Při ceně 45 USD/barel by ztrátový objem těžby vzrostl na 400 tis. barelů denně a při ceně 40 USD/barel na 1,5 mil. barelů denně (což reprezentuje 1,6 % světové těžby). Při této ceně by měly potíže některé kanadské projekty těžby z ropných písků. Těžba z břidlic v USA začne mít výraznější problémy až při ceně ropy Brent kolem 30 USD/barel. Ztrátová těžba však neznámá automaticky okamžité zastavení produkce, neboť producenti mohou po určitou dobu navyšovat zásoby.

ve druhém, 15 % ve třetím a 10 % ve čtvrtém roce, zatímco u konvenčních vrtů je pokles rovnoměrný cca 9 % ročně. K udržení stejného objemu těžby je tak nutné vrtat stále nové a nové vrtvy. Ale ani zde nelze očekávat rychlé přizpůsobení tržním podmínkám. Nejprve – se zpožděním cca tří měsíců od doby, kdy začala klesat cena ropy – lze již pozorovat pokles počtu povolení nových vrtů. S ještě větším zpožděním (cca 4–6 měsíců) začíná reagovat počet nově hloubených vrtů („rig count“; Graf 2 BOX). Po vyvrtání, které je dnes otázkou několika dnů, trvá většinou dalších 1–6 měsíců, než se vrt zkompletuje, aby mohl začít produkovat ropu.

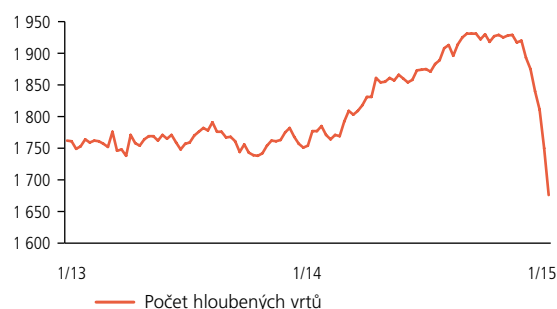
Na podrobných datech ze Severní Dakoty (zejména Bakken) lze dokumentovat, že **operátoři aktuálně nespěchají s kompletací nových vrtů**, aby v současných podmínkách výrazného přebytku ropy nezvyšovali přetlak nabídky na trhu. Roste tak zásoba neaktivovaných vrtů (Tab. 2 BOX). Počet hloubených vrtů v Severní Americe vrcholil v polovině října 2014 a jejich vysoká počáteční vydatnost tak bude přispívat k dalšímu rychlému růstu těžby v USA ještě minimálně v první polovině letošního roku. V tomto období je zároveň sezonně nejnižší globální poptávka po ropě, a lze tedy očekávat i nejvyšší převis nabídky a největší tlak na cenu ropy. Poté by růst produkce v USA měl začít zpomalovat s klesajícím počtem produkujících vrtů („well count“). Nejvíce vrtů bude uzavíráno v okrajových částech jednotlivých břidlicových nalezišť, omezovat se však bude i část konvenční těžby z málo vydatných vrtů (tzv. stripper wells), které produkují méně než 10 barelů denně, a mají tak vysoké provozní náklady. Těžba by měla být omezována též v oblasti Bakken, která je nejvíce vzdálena od zpracovatelské a dopravní infrastruktury (skutečné ceny ropy u „hlavy“ vrtů jsou zde proto výrazně nižší než publikovaná cena WTI) a v Permian Basin, kde jsou vysoké náklady na těžbu kvůli složitějším geologickým podmínkám.

Aktuální propad cen ropy zvýrazňují ve značné míře i **finanční investoři**, kteří v minulosti nakoupili termínované kontrakty a postupně je musí prodávat, neboť nemají možnost ropu fyzicky odebrat a skladovat. Někteří musejí prodávat kontrakty ještě před jejich vypršením proto, že nakoupili na úvěr a při aktuálním propadu nemají již finance na tzv. marginy. Protistranou těchto obchodů jsou tzv. komerční obchodníci, kteří jsou schopni ropu skladovat v zásobnících na pevnině nebo v obřích tankerech na moři. Na druhé straně již roste počet investorů, kteří opět sázejí na budoucí růst cen ropy. Zda bude tento růst stejně prudký jako v roce 2009, nebo zda bude jen pozvolný, o tom rozhodne až rozsah skutečně pozorovaného omezení nabídky ropy na trhu, případně i síla oživení poptávky po ropě. Je pravděpodobné, že i menší nedostatek ropy na trhu by mohl vést k rychlému růstu její ceny. Případný prudký růst však budou tlumit zásoby, které se v současnosti značně zvyšují i díky tvaru futures křivky („contango“), kdy

GRAF 2 (Box)

POČET HLOUBENÝCH VRTŮ V USA

Počet hloubených vrtů v USA začal v prosinci 2014 prudce klesat (zdroj: Baker Hughes rig count)



TAB. 2 (Box)

VÝVOJ BŘIDLICOVÉ TĚŽBY V SEVERNÍ DAKOTĚ

V reakci na pokles místní ceny ropy klesají počty povolených i hloubených vrtů. Operátoři navíc odkládají zkompletování vrtů, a roste tak zásoba nezkompletovaných vrtů

(zdroj: Ministerstvo minerálních zdrojů Severní Dakoty)

	2014				2015
	září	říjen	listopad	prosinec	leden
Místní cena ropy (USD/barel)	74,9	68,9	60,6	40,7	29,3
Počet povolených vrtů	261	328	235	251	
Počet hloubených vrtů	193	191	188	181	156
Počet zkompletovaných vrtů	193	145	39		
Zásoba nezkompletovaných vrtů	610	650	775		
Počet produkujících vrtů	11 758	11 903	11 942		
Denní produkce ropy (mil. barelů)	1,186	1,184	1,187		

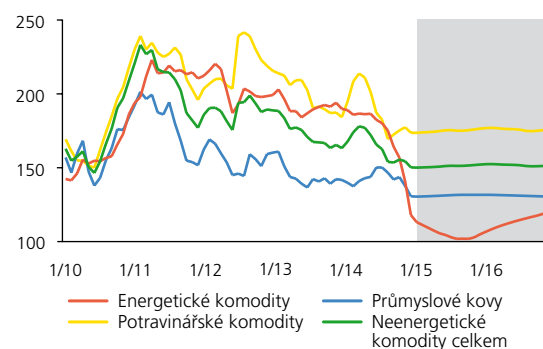
Poznámka: Za rok 2015 jsou uvedeny údaje k 14. lednu.

GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Vývoj indexů cen průmyslových kovů a cen potravinářských komodit byl v uplynulém čtvrtletí protisměrný. Na výhledu oba indexy stagnují

(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).

cena ropy roste se vzdalujícím se termínem dodání. Na trhu probíhá i arbitráž mezi ropou Brent a WTI, která vedla ke snížení rozpětí mezi jejich cenami až pod 2 USD/barel. Volné skladovací kapacity v USA (Cushing) totiž zvyšují poptávku po ropě WTI.

Většina předpovědí očekává oživení cen ropy až v průběhu druhé poloviny letošního roku, kdy by měl začít oslabovat růst těžby⁶⁴ a sezonní růst poptávky by mohl přiblížit trh k fundamentální rovnováze. Dle tržního výhledu na základě futures křivky by cena ropy Brent měla vzrůst do konce letošního roku na cca 59 USD/barel a o rok později na 65 USD/barel. Zároveň se očekává růst rozpětí mezi cenou ropy Brent a WTI na zhruba 5 USD/barel. Lednový CF předpokládá rychlejší růst cen jak v tříměsíčním, tak ročním horizontu, a to na cca 57, resp. 68 USD/barel. Naopak společnost Goldman Sachs, která svůj aktuální výhled značně revidovala směrem dolů, uvádí v horizontu tří měsíců cenu ropy Brent a WTI 42, resp. 41 USD/barel a průměrnou cenu pro letošní rok 50,4, resp. 47,2 USD/barel.

U **indexu cen neenergetických surovin** se v říjnu 2014 zastavil trendový pokles, ale v první polovině ledna se index již opět snížil (Graf III.7.12). Za tímto vývojem stojí protisměrné pohyby jeho složek. Zatímco index cen průmyslových kovů byl nadále pod tlakem posilujícího dolaru a slabé globální průmyslové poptávky a s výjimkou listopadu 2014 nepřetržitě klesal, průměrný měsíční index cen potravinářských komodit mírně rostl během celého čtvrtého čtvrtletí 2014 a až na počátku letošního roku se mírně snížil v důsledku příznivého výhledu nové úrody a dostatečných zásob. Do budoucna tržní výhledy naznačují stagnaci obou indexů.

64 Aktuální zpráva IEA snížila odhad růstu produkce mimo země OPEC zejména pro Kolumbii, Kanadu, USA a Rusko.

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	9
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	9
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	9
Graf II.1.4	3M EURIBOR	10
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	10
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	10
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	11
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	12
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	12
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	13
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	13
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	13
Graf II.2.7	Náklady spotřebitelského sektoru	14
Graf II.2.8	Náklady sektoru mezispotřeby	14
Graf II.2.9	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	15
Graf II.2.10	Průměrná nominální mzda	15
Graf II.2.11	Prognóza růstu HDP	15
Graf II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	16
Graf II.2.13	Přepočtený počet zaměstnanců	16
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	16
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	17
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	17
Graf II.2.17	Míra úspor domácností	17
Graf II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	18
Graf II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	18
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	22
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	22
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	23
Graf II.3.4	Změna prognózy HDP	23
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	27
Graf II.5.2	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	35
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 a NH produktivita	47
Graf III.4.7	Vývoj produktivity v NH	50
Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	50
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	51
Graf III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2	51
Graf III.5.3	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	51
Graf III.5.4	Úvěry nefinančním podnikům	52
Graf III.5.5	Nové korunové úvěry finančním podnikům	53
Graf III.5.6	Úvěry podnikům určené k financování fixních investic	53
Graf III.5.7	Úvěry a emitované dluhopisy podle velikosti nefinančních podniků	54
Graf III.5.8	Úvěry domácnostem	54
Graf III.5.9	Struktura nových úvěrů na bydlení	54
Graf III.5.10	Zadluženost domácností	55
Graf III.5.11	Základní sazby ČNB	55
Graf III.5.12	Tržní úrokové sazby	56
Graf III.5.13	Úrokové diferenciály	57
Graf III.5.14	Výnosová křivka státních dluhopisů	57
Graf III.5.15	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	57
Graf III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	58
Graf III.5.17	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	58
Graf III.5.18	Úrokové sazby z vkladů	58
Graf III.5.19	Ex ante reálné sazby	59
Graf III.5.20	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	59
Graf III.5.21	Základní ukazatele hospodaření	60
Graf III.5.22	Vývoj provozního zisku v odvětvích	60
Graf III.5.23	Finanční závazky nefinančních podniků	61
Graf III.5.24	Struktura finančních aktiv domácností	61

Graf III.5.25	Realizované a nabídkové ceny bytů	62
Graf III.5.26	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	62
Graf III.6.1	Běžný účet	64
Graf III.6.2	Zahraniční obchod se zbožím	64
Graf III.6.3	Služby	65
Graf III.6.4	Prvotní důchody	65
Graf III.6.5	Finanční účet	65
Graf III.6.6	Přímé investice	66
Graf III.6.7	Portfoliové investice	66
Graf III.6.8	Rezervní aktiva	66
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	67
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2015	67
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	68
Graf III.7.4	HDP v Německu	68
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	69
Graf III.7.6	HDP ve Spojených Státech	69
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2015	70
Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech	70
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	70
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	71
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	71
Graf III.7.12	Ceny komodit	74

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	12
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	18
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	19
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	20
Tab. II.2.5	Fiskální impuls	20
Tab. II.4.1	Dovozní náročnosti podle input-output analýzy	25
Tab. II.4.2	Dopady nižší ceny ropy do vybraných veličin	26
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	27
Tab. II.5.2	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	34
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	47
Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	52
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	60

ABSPP	assets-backed securities purchase programme	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
ČNB	Česká národní banka	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČR	Česká republika	MF SR	Ministerstvo financí Slovenské republiky
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
DPH	daň z přidané hodnoty	NH	národní hospodářství
EBRD	Evropská banka pro obnovu a rozvoj	NHPP	národohospodářská produktivita
ECB	Evropská centrální banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESA	Evropský systém národních účtů	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PH	pohonné hmoty
EU	Evropská unie	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EUR	euro	PPI	ceny průmyslových výrobců
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
Fed	centrální banka USA	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	PZI	přímé zahraniční investice
GBP	britská libra	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
HDP	hrubý domácí produkt	RPSN	roční procentní sazba nákladů
HICP	harmonizovaný cenový index	SP	Svaz průmyslu
HNP	hrubý národní produkt	USA	Spojené státy americké
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	USD	americký dolar
HPH	hrubá přidaná hodnota	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)	TLTRO	targeted longer-term refinancing operations (cílené dlouhodobé refinanční operace)
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
Struktura vývoje mezd v podnikatelské sféře	(box)	I/2015
Budoucí vývoj nabídky ropy na světových trzích s ohledem na rentabilitu těžby na různých nalezištích při klesající ceně ropy	(box)	I/2015

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 Cobbůvě-Douglasově produkční funkci.

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

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

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

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

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	4 060,9	4 164,9	4 291,2
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	7,1	5,5	2,5	-4,7	2,1	2,0	-0,7	-0,7	2,3	2,6	3,0
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	1,7	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	1,5	2,2	2,1
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	10,5	14,3	0,9	-17,8	4,2	1,9	-3,6	-5,2	5,6	5,0	2,8
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	14,8	11,0	3,8	-9,5	14,4	9,3	4,3	0,3	7,6	7,5	8,9
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	11,9	12,8	2,8	-10,7	14,5	6,7	2,6	0,3	8,3	8,2	8,6
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	250,4	250,9	284,3
<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	0,4	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	2,6	2,5	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	-0,1	1,8
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	9,4	4,9	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,2	-3,0	-2,5	1,4
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	0,5	1,5	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,5	0,9	0,2	1,8
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	1,8	1,1	2,4
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	0,8	1,4
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	3,7	-0,1	4,3	-11,1	12,8	9,9	6,0	-2,1	0,2	-18,3	3,7
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	2,3	1,9	4,3	0,9	0,4	1,9	2,1	0,6	0,2	-0,2	1,8
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,7	3,5	2,0	2,6	-1,4	-0,2	1,4	1,7	1,9	1,3	1,6
<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	-0,8	-3,1	1,7
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	1,3	16,4	10,8	-24,3	7,7	22,7	3,6	5,2	-3,7	-2,2	1,7
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,1	0,4	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	20,0	9,9	35,4	-36,5	28,4	38,2	0,7	-2,6	-8,5	-45,8	15,9
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,5	2,5	0,0	2,7	2,8	3,6
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,4	2,4	2,7	1,9
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	1,6	0,5	0,5	0,7
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,2	2,6	4,8	3,0	-1,7	0,3	2,9	0,4	0,9	0,9	1,1
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	-1,1	1,9	2,2	2,7
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	7,2	5,4	4,5	6,7	7,3	6,8	7,0	7,0	6,2	5,7	5,5
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,1	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	7,7	7,1	6,9
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	-50,0	-86,2	-65,0
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,3	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,2	-1,9	-1,4
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	1 868,9	1 942,0	2 005,7
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	41,0	45,5	45,7	43,9	43,9	43,3
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	24,4	10,4	-4,4	65,0	40,4	75,5	123,8	163,6	240,0	305,0	350,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	0,7	0,3	-0,1	1,7	1,0	1,9	3,1	4,0	5,6	6,9	7,6
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	76,8	88,1	89,3	81,9	78,5	81,3	77,6	68,6	55,0	55,0	55,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-74,3	-164,5	-75,3	-89,2	-141,8	-84,8	-63,3	-56,8	10,0	60,0	75,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-2,1	-4,3	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-1,4	0,2	1,4	1,6
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	-90,3	-179,1	-36,3	-37,7	-95,0	-46,8	-121,3	-57,4	-135,0	-30,0	-75,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,6	19,6	20,8	-	-
Kč/EUR	průměr	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	-	-
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-5,1	-2,2	-12,6	5,3	-4,6	-2,1	1,5	3,5	6,0	-	-
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-1,3	-3,7	-8,6	4,6	-4,1	-3,1	2,6	2,3	4,8	-	-
<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	0,0	1,5
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	0,2	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,2	-0,2	1,9	-3,8	2,0
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	9,5	11,6	9,5	5,7	4,3	3,6	5,6	4,4	4,2	4,4	6,2
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	0,05
3 M PRIBOR	%, průměr	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	1,0	0,5	0,4	0,3	0,3

* 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	1 012,1	1 016,5	1 022,0	1 029,3	1 036,9	1 045,6	1 053,1	1 059,7	1 068,4	1 077,4	1 085,8
0,2	-0,6	-1,1	-1,4	-2,2	-1,3	-0,5	1,1	2,6	2,3	2,4	1,8	1,9	2,5	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,1
-1,2	-1,6	-1,9	-2,4	-0,6	-0,5	1,0	1,6	0,9	1,7	1,5	1,2	1,8	1,5	1,7	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2
-1,6	-2,0	-0,8	0,4	1,0	0,8	3,5	3,7	1,5	3,3	0,6	0,5	2,1	1,8	2,6	2,3	2,1	2,0	2,1	2,1
-2,6	-1,4	-5,1	-5,4	-6,0	-8,4	-3,3	-2,8	2,0	6,9	6,8	6,8	5,0	3,6	3,1	8,0	4,0	3,8	3,6	-0,1
7,0	4,2	3,4	2,5	-4,6	-0,2	0,6	5,6	11,3	8,6	6,1	4,5	3,7	5,9	9,9	10,6	10,1	9,3	8,6	7,9
4,6																			

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)

