



národní
úložiště
šedé
literatury

Zpráva o inflaci / IV, 2013

Česká národní banka
2013

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-166046>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 24.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2013

ZPRÁVA O INFLACI / IV

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

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

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

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

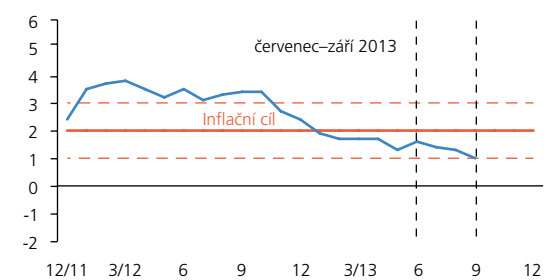
Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 14. listopadu 2013 a obsahuje informace dostupné k 25. říjnu 2013. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách 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 SHRUTÍ	6
BOX 1 Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek	8
II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	10
II.1 Vnější předpoklady prognózy	10
II.2 Prognóza	12
II.3 Srovnání s minulou prognózou	22
BOX 2 Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3	23
II.4 Alternativní scénář používání kurzu jako nástroje měnové politiky	26
II.5 Prognózy ostatních subjektů	28
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	30
III.1 Inflace	30
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	30
III.1.2 Současný vývoj inflace	32
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
BOX 3 Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví a vývoje reinvestic	40
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	42
III.3.3 Nabídka	42
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	44
III.4 Trh práce	46
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	46
III.4.2 Mzdy a produktivita	48
III.5 Finanční a měnový vývoj	49
III.5.1 Peníze	49
III.5.2 Úvěry	50
III.5.3 Úrokové sazby	52
III.5.4 Měnový kurz	55
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	56
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	56
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	57
III.6 Platební bilance	59
III.6.1 Běžný účet	59
III.6.2 Kapitálový účet	60
III.6.3 Finanční účet	60
III.7 Vnější prostředí	62
III.7.1 Eurozóna	62
III.7.2 Spojené státy	64
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	65
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	66
BOX 4 Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin	67
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	70
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	73
POUŽITÉ ZKRATKY	74
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	75
GLOSÁŘ POJMŮ	76
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	80

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

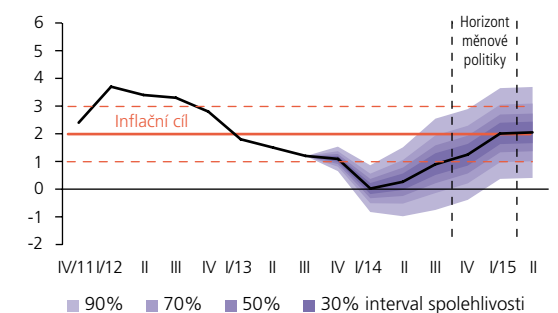
Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2013 nacházela znatelně pod cílem ČNB
(meziročně v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

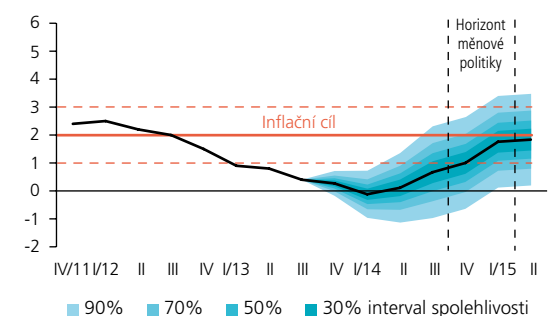
Celková inflace se počátkem roku 2014 sníží až k nule, odkud se bude zvyšovat směrem k 2% cíli ČNB
(meziročně v %)



GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace na počátku příštího roku krátkodobě překmitne do lehce záporných hodnot, poté se bude navracet směrem k cíli ČNB
(meziročně v %)



I. SHRUTÍ

Meziroční pokles české ekonomiky se ve druhém čtvrtletí 2013 zmírnil. Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2013 snižovala k dolní hranici tolerančního pásma cíle, měnověpolitická inflace se nacházela hluboko pod touto hranicí. Zdrojem inflace zůstávají vedle daňových změn ceny potravin a regulované ceny, jejich příspěvek se však snižuje. Pokračuje významně protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco předchozí oslabení kurzu koruny má vliv v opačném směru. Reálná ekonomická aktivita v letošním roce klesne o 0,9 %, od druhého čtvrtletí 2013 však již dochází k pozvolnému ožívání. V příštím roce HDP v důsledku zrychlující zahraniční poptávky při odeznění tlumicího vlivu domácí fiskální konsolidace vzroste o 1,5 %, v roce 2015 pak růst dále zrychlí. Celková i měnověpolitická inflace se počátkem roku 2014 sníží k nule, resp. do lehce záporných hodnot, poté se na horizontu měnové politiky budou navracet k cíli. Kurz koruny vůči euru bude nejprve stagnovat na současné úrovni, a na delším konci prognózy pak jen velmi zvolna posilovat. S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014. To při existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby ukazuje na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Alternativní scénář používání kurzu koruny potvrzuje, že déletrvajícím oslabením kurzu je účinným nástrojem urychlujícím návrat inflace k cíli.

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně klesla o 1,3 % vlivem propadu hrubé tvorby kapitálu. Ostatní složky vykázaly kladné příspěvky, největší čistý vývoz. Mezičtvrtletně se však HDP po šesti čtvrtletích poklesu v řadě zvýšil. Ve třetím čtvrtletí 2013 prognóza předpokládá další zmírnění meziročního poklesu HDP při pokračujícím lehkém mezičtvrtletním růstu ekonomické aktivity.

Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2013 snižovala k dolní hranici tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace se nacházela hluboko pod touto hranicí. Zdrojem inflace zůstávají vedle daňových změn ceny potravin a regulované ceny, jejich příspěvek se však snižuje. Záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odráží zejména významně protiinflační vliv domácí ekonomiky, zatímco oslabení kurzu koruny působí prostřednictvím dovozních cen v opačném směru.

Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v prvním pololetí 2013 jen lehce vzrostla. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl růst v efektivním vyjádření dosáhnout 0,5 %, v následujících letech pak zrychlí. Cenový vývoj zůstává vlivem poklesu cen komodit při jen pozvolném ožívání ekonomické aktivity v eurozóně utlumený, bude však postupně zrychlovat. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou stávající i očekávanou měnovou politiku ECB. Kurz eura k dolaru aktuálně posílil, jeho výhled však směřuje k oslabování. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá postupný pokles.

Dle prognózy se celková inflace na počátku roku 2014 po odeznění dopadů změn DPH a při poklesu regulovaných cen sníží až k nule, v dalším období se pak bude opět zvyšovat směrem k cíli (Graf I.2).

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, na počátku příštího roku krátkodobě překmitne do lehké záporných hodnot. Pod dolní hranici tolerančního pásma cíle se bude pohybovat až do třetího čtvrtletí 2014. Poté se spolu s celkovou inflací na horizontu měnové politiky přiblíží k 2% cíli ČNB (Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se budou v nejbližším období z aktuálně nízké úrovně zvyšovat, když bude odeznívat protiinflační vliv domácí ekonomiky. S oživením ekonomické aktivity pak v delším horizontu začne domácí ekonomika působit mírně směrem k růstu cen. Proinflační vliv dovozních cen bude v důsledku stability kurzu koruny a nízké dynamiky cen zahraničních výrobců v průběhu roku 2014 slábnout, později se však opět zvýší vlivem zrychlujícího růstu cen výrobců v zahraničí. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posune do mírně kladných hodnot v polovině příštího roku a v podmínkách oživující domácí ekonomické aktivity se bude dále plynule zvyšovat. Ceny potravin ztlačí svůj růst v důsledku mezitím příznivější sklizně, ceny pohonných hmot i regulované ceny budou v příštím roce klesat.

S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních **úrokových sazeb** zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014 (Graf I.4). To při existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby ukazuje na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Směrem k poklesu úrokových sazeb působí především velmi nízký výhled regulovaných cen a pomalý růst mezd i dalších nákladů. **Kurz koruny** vůči euru ve třetím čtvrtletí 2013 nepatrně oslabil a v nejbližším období bude – při hypoteticky záporných domácích úrokových sazbách – zhruba stagnovat. Na delším konci prognózy pak začne jen velmi pozvolna posilovat (Graf I.5) vlivem nízkého výhledu zahraničních úrokových sazeb a rostoucího čistého vývozu v důsledku ožívání zahraniční poptávky.

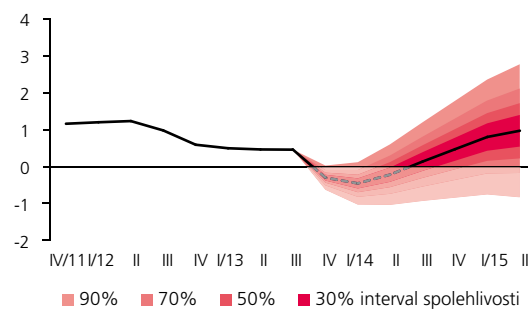
Celkově slabá domácí poptávka ovlivněná fiskální konsolidací spolu s jen pozvolna oživující zahraniční poptávkou vyústí v letošním roce v pokles **české ekonomiky** o 0,9 % (Graf I.6). Ekonomickou aktivitu bude výrazně brzdit propad hrubé tvorby kapitálu, kladné příspěvky naopak zaznamenají čistý vývoz a spotřeba domácností i vlády. Od druhého čtvrtletí 2013 však již dochází k pozvolnému ožívání díky vývoji zahraniční poptávky. V příštím roce do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let a ekonomika vzroste o 1,5 %. V roce 2015 pak růst HDP zrychlí na 3 %. Dosavadní utlumený vývoj ekonomiky se na **trhu práce** projeví nárůstem míry nezaměstnanosti. Zároveň bude v nejbližší době pokračovat nízký růst mezd v podnikatelské sféře a k jeho zrychlení dojde až v průběhu roku 2014 s již výraznějším oživením ekonomické aktivity. Mzdy v nepodnikatelské sféře i nadále porostou umírněným tempem.

Současná predikce ekonomického vývoje ukazuje na výraznou potřebu dalšího uvolňování měnové politiky, když v základním scénáři tržní úrokové sazby klesají zřetelně pod nulovou úroveň (Graf I.7). To při

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

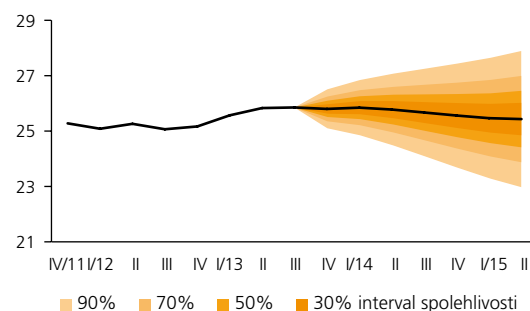
S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014
(3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

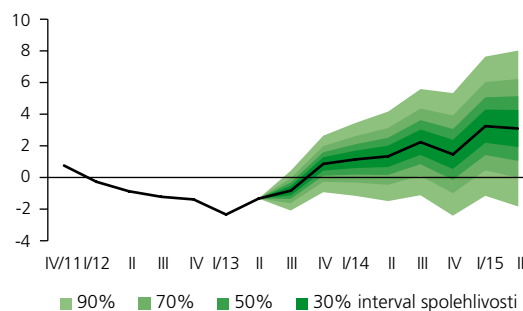
Kurz koruny vůči euru bude na delším konci prognózy jen velmi pozvolna posilovat
(CZK/EUR)



GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

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

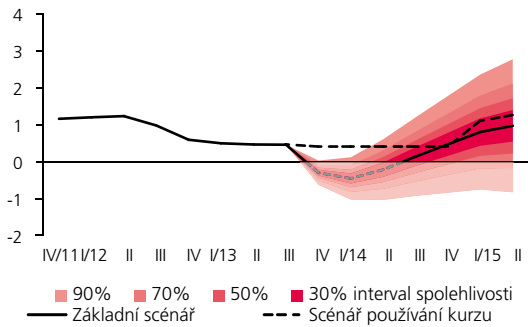


GRAF I.7

3M PRIBOR – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO SCÉNÁŘE A SCÉNÁŘE POUŽÍVÁNÍ KURZU

Scénář používání kurzu respektuje nulové dolní omezení pro úrokové sazby, když uvolnění měnové politiky je zajištěno prostřednictvím oslabení kurzu

(3M PRIBOR v %)

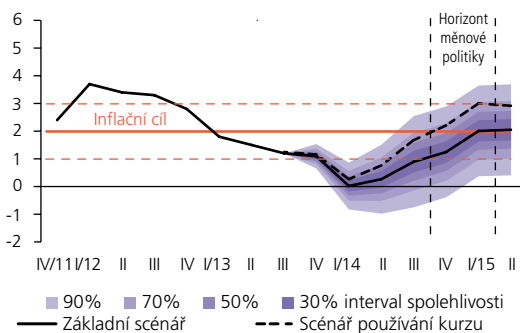


GRAF I.8

CELKOVÁ INFLACE – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO SCÉNÁŘE A SCÉNÁŘE POUŽÍVÁNÍ KURZU

Využití kurzu jako nástroje měnové politiky urychluje návrat inflace k cíli ČNB

(meziročně v %)



existenci prémie na mezibankovním trhu ve výši 0,4 procentního bodu implikuje hypoteticky zápornou hladinu repo sazby v období od čtvrtého čtvrtletí 2013 téměř do konce roku 2014. V důsledku existence nulového omezení úrokových sazeb byl zpracován **alternativní scénář**, který kvantifikuje důsledky **používání kurzu koruny jako nástroje uvolňování měnové politiky**, jehož možnost byla již od podzimu roku 2012 komunikována ze strany ČNB.

V alternativním scénáři se kurz koruny posouvá až do blízkosti hladiny 27 CZK/EUR, a je tedy výrazně slabší oproti základnímu scénáři prognózy. Slabší hladina kurzu se promítá do nárůstu dovozních cen zvyšujících celkovou i měnověpolitickou inflaci (Graf I.8). Následně se rychleji obnovují i inflační tlaky z domácí ekonomiky. Inflace se tak vrací k cíli ČNB již ve druhé polovině roku 2014, poté se posouvá do horní poloviny tolerančního pásma cíle, a v průběhu roku 2015 se pak k němu seshora přibližuje. Dočasné překročení inflačního cíle v tomto scénáři kompenzuje jeho výrazné podstřelování v roce 2013 a v prvním pololetí 2014 a prostřednictvím poklesu reálných úrokových sazeb napomáhá k opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb. Z hlediska vývoje HDP působí protisměrně několik vlivů, které v souhrnu urychlují oživení ekonomické aktivity v roce 2014 a naopak snižují růst ekonomiky v roce 2015.

Na svém měnověpolitickém zasedání 7. listopadu 2013 bankovní rada rozhodla jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Úrokové sazby budou drženy na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Bankovní rada dále rozhodla začít **používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek**. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tímto rozhodnutím se alternativní scénář používání kurzu stává nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího ekonomického vývoje.

BOX 1

Používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek

Světová finanční a ekonomická krize donutila mnoho centrálních bank začít využívat výjimečné (někdy též nazývané nestandardní či nekonvenční) nástroje měnové politiky. Americká centrální banka Fed, britská Bank of England i Evropská centrální banka přistoupily k nákupům cenných aktiv a masivnímu dodávání likvidity do ekonomiky, švýcarská centrální banka svými intervencemi na devizovém trhu de facto zafixovala minimální kurz franku vůči euru. Měnová politika ČNB k tlumení dopadů finanční a následně i dluhové krize do české ekonomiky doposud využívala své standardní nástroje, když postupně snížila

základní úrokové sazby až k technicky nulové hladině na podzim roku 2012. Avšak poslední makroekonomický vývoj si vyžaduje další uvolnění měnové politiky ČNB. Z tohoto důvodu ČNB začala používat měnový kurz jako další nástroj své měnové politiky, a to s cílem udržet inflaci v blízkosti cíle ČNB a urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat svůj standardní nástroj, tj. úrokové sazby.

Měnový kurz byl z poměrně široké palety možných nástrojů vybrán již na podzim roku 2012 proto, že v podmínkách malé otevřené ekonomiky je oslabení kurzu koruny účinným nástrojem ke zvýšení dovozních cen a tím i domácí cenové hladiny, resp. ke stabilizaci inflačních očekávání v blízkosti cíle ČNB. V menší míře oslabení kurzu podporuje i domácí ekonomickou aktivitu. Vlivem nárůstu dovozních cen lze sice očekávat nižší koupěschopnost domácností, jejich poptávka však může být ve zvýšené míře přesměrována k domácímu zboží a službám a podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Zároveň slabší kurz podpoří české vývozy a ziskovost podniků, a tím i jejich ochotu investovat. Oživení výroby následně přispěje k nárůstu zaměstnanosti a mezd, čímž dojde ke zvýšení kupní síly domácností. Výše nastíněné dopady změn kurzu do vývoje české ekonomiky jsou přitom z pohledu ČNB poměrně dobře zmapované. Dle analýz provedených s využitím predikčního aparátu ČNB lze navíc předpokládat, že v podmínkách používání devizového kurzu jako systematického nástroje měnové politiky u nulové dolní meze úrokových sazeb budou dopady změn kurzu silnější než obvykle.

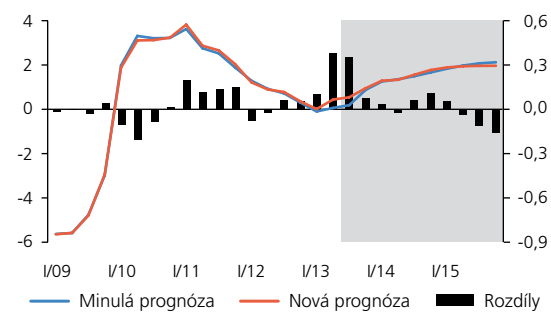
Alternativní scénář prognózy obsažený v této Zprávě o inflaci zohlednil, že prostor pro snižování měnověpolitických úrokových sazeb byl vyčerpán dosažením technické nuly (0,05 %). Tomuto omezení odpovídá nemožnost poklesu tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR pod úroveň, která odpovídá uvedené technické nule navýšené o rizikovou prémii mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo. Stabilizační úlohu měnové politiky v alternativním scénáři přebírá kurz koruny, jehož budoucí vývoj reflektuje přítomnost ČNB na devizovém trhu, což je v souladu s rozhodnutím bankovní rady z listopadu 2013 začít používat měnový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. V alternativním scénáři oslabení kurzu k hodnotám 27 CZK/EUR napomáhá k urychlení návratu inflace k 2% inflačnímu cíli ČNB a dřívějšímu opuštění nulového omezení měnověpolitických úrokových sazeb. Stejně jako doposud se přitom může bankovní rada vůči tomuto scénáři prognózy vymezit z hlediska vnímaných rizik, a toto hodnocení zohlednit při svém rozhodování o potřebném oslabení měnového kurzu. Hladina, poblíže které bude ČNB udržovat měnový kurz, je veřejně oznámena v den rozhodnutí.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Po mírném ekonomickém růstu v letošním roce by ekonomika eurozóny měla v příštích dvou letech zrychlit

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

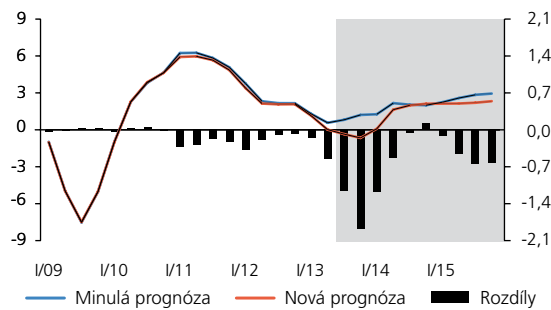


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Aktuálně klesající ceny výrobců odrážejí snížení cen komodit a utlumenou ekonomickou aktivitu, postupně se však obnoví jejich růst

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

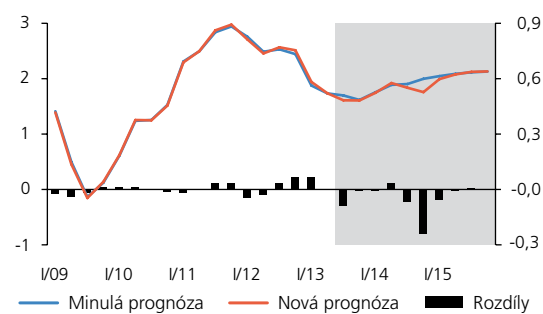


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Efektivní inflace se ze současných nízkých hodnot bude na horizontu prognózy navracet k 2% hladině

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



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo ekonomického růstu v efektivní eurozóně bude v letošním roce jen mírné, výraznější oživení ekonomické aktivity se očekává až v následujících dvou letech. Výrazný pokles cen komodit a postupný nástup ekonomického oživení se promítají do vývoje spotřebitelských a zejména výrobních cen, jejichž růst by měl z aktuálně utlumených hodnot pozvolna zrychlovat. Nízký výhled tržních úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou stávající i očekávanou měnovou politiku ECB. Euro by vůči americkému dolaru mělo z aktuálně posílené hodnoty v delším horizontu pozvolna oslabovat. Výhled ceny ropy Brent i nadále předpokládá postupný pokles.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce jen mírný ekonomický růst ve výši 0,5 % (Graf II.1.1).¹ Prognóza zohledňuje zrychlený růst HDP zemí eurozóny ve druhém čtvrtletí 2013, který spolu s některými předstihovými ukazateli naznačuje počínající oživení ekonomické aktivity. V příštím roce by ekonomický růst v efektivní eurozóně měl zrychlit na 1,5 % a v roce 2015 na 1,9 %. Ve srovnání s minulou prognózou se jedná o mírný posun směrem k vyššímu růstu v letošním roce, v dalších dvou letech se výhled mění jen nevýrazně. Rizikem zůstávají stále nedořešené dluhové problémy řady zemí eurozóny.

Pozorovaný výrazný pokles cen komodit se spolu s nadále utlumenou ekonomickou aktivitou odráží ve vývoji **efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2). Ten by tak měl v letošním roce v průměru zhruba stagnovat, přičemž v závěru roku dochází k meziročnímu poklesu těchto cen. V příštím roce se s postupným ekonomickým oživením očekává růst výrobních cen v průměru o 1,5 %, který pak v roce 2015 zrychlí na 2,2 %. V porovnání s minulou prognózou to téměř na celém horizontu představuje výrazně nižší hodnoty.

Výhled **růstu efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** v nejbližším období odráží utlumenou ekonomickou aktivitu a v jejím rámci i spotřebitelskou poptávku, pokles cen energií a posílení kurzu eura v letošním roce (Graf II.1.3). V průměru za celý rok 2013 se předpokládá znatelné snížení tempa růstu spotřebitelských cen na 1,7 %, přičemž aktuálně se inflace nachází ještě výrazně níže. V příštím roce by inflace měla v průměru jen nepatrně zrychlit (na 1,8 %), v roce 2015 by se měla pohybovat v těsné blízkosti 2% hladiny. V porovnání s minulou prognózou se výhled z celoročního pohledu téměř nemění.

1 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z říjnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů ke 14. říjnu 2013. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou na minulosti jsou vedle revizí dat dány zejména aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu.

Tržní výhled zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží očekávaný utlumený cenový vývoj ve střednědobém horizontu a tomu odpovídající uvolněnou měnovou politikou ECB, jejíž představitelé navíc stále nevylučují možnost jejího dalšího uvolnění. Tržní výhled předpokládá v letošním roce 3M EURIBOR v průměru na 0,2 % (Graf II.1.4). V dalších dvou letech by se průměrná úroková sazba 3M EURIBOR měla v kontextu zrychlujícího ekonomického růstu zvýšit na 0,4 %, resp. 0,8 %. Tržní výhled sazeb se oproti minulé prognóze posunul lehce nahoru v souvislosti s pozitivním vývojem ekonomické aktivity ve druhém čtvrtletí a vlivem pokračujícího snižování objemu likvidity na mezibankovním trhu eurozóny v důsledku splácení LTRO. Tržní výhled zahraničních sazeb leží přibližně o 0,1 procentního bodu výše oproti očekáváním analytiků oslovených v rámci říjnového CF. Ti předpokládali úroveň sazby 3M EURIBOR v horizontu 3 měsíců na aktuální hladině 0,2 %, resp. v horizontu jednoho roku na úrovni 0,3 %. Většina z nich přitom očekávala stagnaci základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,5 % minimálně do konce října 2014.

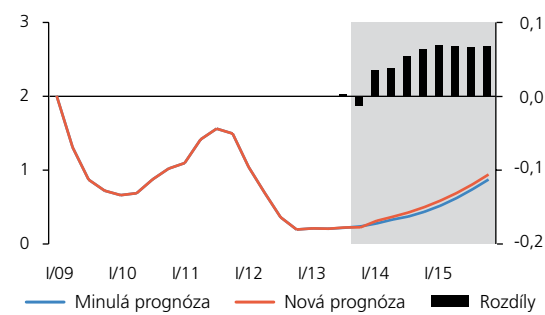
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá v letošním roce kurz na průměrné úrovni 1,32 USD/EUR (Graf II.1.5). Posílení evropské měny v dosavadním průběhu roku 2013 odráží zmírnění projevů dluhové krize v eurozóně na finančních trzích a pokračující kvantitativní uvolňování v USA. Aktuální vývoj zohledňuje také příznivé zprávy naznačující ekonomické oživení v eurozóně a problémy se schválením rozpočtu a navýšením dluhového stropu v USA. Oproti minulé prognóze se tak na celém horizontu prognózy očekává silnější kurz eura přibližně o 1 %. Avšak i nadále výhled naznačuje pozvolné oslabování eura v roce 2014 v průměru na 1,29 USD/EUR, a v roce 2015 pak na 1,27 USD/EUR.

Výhled **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů stále předpokládá klesající trajektorii na celém horizontu prognózy (Graf II.1.6). Z aktuálních hodnot okolo 110 USD/barel se očekává pokles na přibližně 97 USD/barel na konci roku 2015. Oproti minulé prognóze dochází na celém horizontu prognózy k posunu na vyšší úroveň přibližně o 4 USD/barel. To je dáno zejména pokračující politickou nestabilitou na Blízkém východě a výpadkem produkce ropy v Libyi. K vyšší ceně ropy Brent aktuálně přispívají také opětovně rostoucí poptávka z Číny a slabší kurz amerického dolaru. Analytici oslovení v rámci říjnového CF předpokládají pokles ceny ropy Brent v horizontu 12 měsíců cca na 107 USD/barel, což je oproti tržnímu výhledu pro dané období mírně výše.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

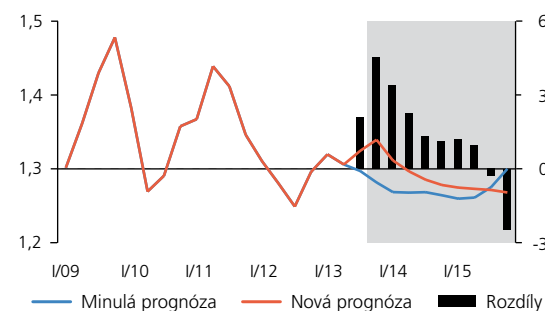
Očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB se promítá do nízkého výhledu zahraničních úrokových sazeb
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

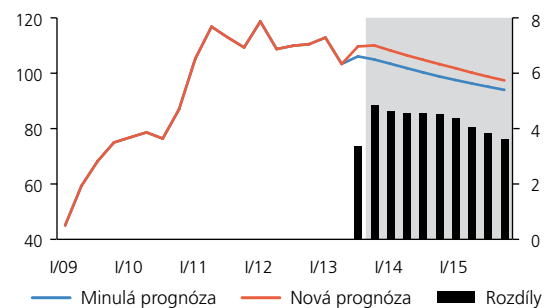
Kurz eura by měl po aktuálním posílení v následujících dvou letech postupně oslabovat
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

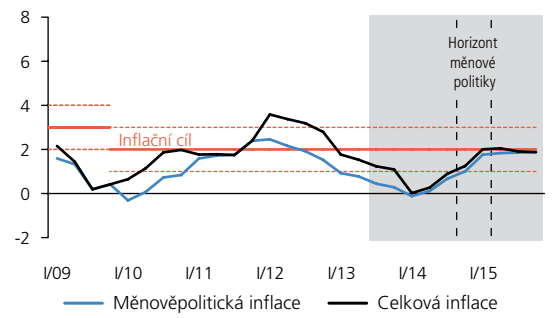
Tržní výhled ceny ropy předpokládá na celém horizontu prognózy velmi pozvolný pokles z aktuálně zvýšené úrovně
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

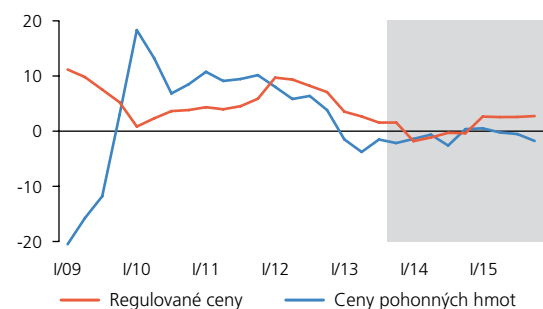
Celková i měnověpolitická inflace se na počátku roku 2014 sníží k nule, na horizontu měnové politiky se budou přibližovat k cíli
(meziročně v %)



GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

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



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za snížením regulovaných cen v roce 2014 bude stát výrazný pokles cen elektrické energie

(meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2012		2013		2014		2015	
	skutečnost		progn.		progn.		progn.	
Regulované ceny ^{a)}	6,2	1,16	1,3	0,24	-0,4	-0,08	2,8	0,49
z toho (hlavní změny):								
Ceny elektřiny	4,2	0,18	2,7	0,12	-9,0	-0,40	3,5	0,15
Ceny zemního plynu	4,3	0,12	-6,9	-0,20	0,4	0,01	-0,4	-0,01
Ceny tepla	8,4	0,17	3,8	0,08	3,5	0,07	5,0	0,10
Vodné	12,0	0,12	6,9	0,07	6,0	0,06	6,0	0,06
Regulované ceny ve zdravotnictví	8,3	0,15	1,3	0,02	2,0	0,04	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		0,99		0,70		0,25		0,00

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

II.2 PROGNOZA

Celková inflace se významně snížila vlivem zmírňujícího se růstu cen potravin a regulovaných cen při nadále záporné korigované inflaci bez pohonných hmot. V nejbližším období prognóza očekává pokles celkové inflace až k nule, když se k nízkým hodnotám čisté inflace přidá i propad regulovaných cen a odezní primární dopady změny DPH. Celková inflace se tak spolu s měnověpolitickou inflací budou až do třetího čtvrtletí 2014 pohybovat pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB, poté se na horizontu měnové politiky přiblíží k cíli. Působení dovozních cen zůstane proinflační v souvislosti s dosavadním oslabením kurzu koruny vůči euru a jeho následnou stabilitou, respektive pouze velmi pozvolným posilováním při současně zrychlujícím růstu zahraničních cen z aktuálně utlumených hodnot. Protiinflační vliv domácí ekonomiky bude odeznívat jen zvolna a mírně směrem k růstu cen začne její vývoj působit až v průběhu roku 2014. Utlumená zahraniční i domácí poptávka ovlivněná fiskální konsolidací vyústí v roce 2013 v pokles HDP o 0,9 %. V následujícím roce ekonomika vzroste o 1,5 % v důsledku oživení zahraniční poptávky spolu s odezněním vlivu vládních konsolidačních opatření a v roce 2015 dále zrychlí na hodnoty kolem 3 %. S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014. To při existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby ukazuje na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

Meziroční **celková inflace** se ve třetím čtvrtletí 2013 snížila v průměru na 1,2 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období v průměru 0,4 %, a nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Na počátku roku 2014 prognóza očekává další pokles celkové inflace až k nulovým hodnotám, když odezní primární dopady změn DPH z ledna letošního roku a regulované ceny klesnou. Celková inflace se tak výrazněji vzdálí od cíle (Graf II.2.1). K návratu inflace do jeho blízkosti dojde až v roce 2015 v důsledku zvýšení dynamiky regulovaných cen zpět do kladných hodnot při postupně zrychlující čisté inflaci. Měnověpolitická inflace na počátku příštího roku krátkodobě překmitne do lehce záporných hodnot a pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle se bude pohybovat do třetího čtvrtletí 2014, poté se bude spolu s celkovou inflací na horizontu měnové politiky přibližovat k 2 % cíli ČNB. Umírněný růst cen v nejbližším období bude zejména důsledkem utlumené – i když pozvolna oživující – domácí ekonomické aktivity, velmi nízkého růstu mezd a propadu regulovaných cen počátkem příštího roku. Obnovení inflačních tlaků na prognóze bude jen pozvolné, když ke zvyšování nákladů bude především v letošním roce přispívat růst dovozních cen. V příštím roce jejich proinflační vliv s pozvolným posilováním měnového kurzu zeslábně, což však bude více než vyvažováno oživením domácí ekonomiky.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve třetím čtvrtletí 2013 oslabil v průměru na 1,6 % (včetně vlivu zvýšení DPH; Graf II.2.2) zejména vlivem snížení cen plynu pro domácnosti (blíže k vývoji světových cen

plynu viz BOX 4 v kapitole III.7) a zmírnění meziročního růstu cen tepla. Ve čtvrtém čtvrtletí zůstane meziroční dynamika regulovaných cen poblíž aktuální úrovně. Dojde k mírnému snížení cen elektřiny, když jeden z významných distributorů promítne pokles cen silové elektřiny do koncových cen. To bude částečně kompenzováno zvýšením jízdného u železniční dopravy. Na počátku příštího roku budou regulované ceny výrazně ovlivněny skokovým poklesem cen elektrické energie o 9 %. Do koncových cen se přitom promítne jak pokles cen silové elektřiny na evropských burzách, tak i snížení příspěvku domácností na podporu obnovitelných zdrojů² a předpokládané snížení poplatků za distribuci³. Zejména v důsledku snížení cen energií spojených s bydlením budou regulované ceny celý příští rok meziročně klesat. V roce 2015 jejich dynamika přejde zpět do kladných hodnot (Tab. II.2.1).

Příspěvek změn **nepřímých daní** do neregulovaných cen dosáhl ve třetím čtvrtletí 2013 v průměru 0,7 procentního bodu, primární dopad do celkové inflace činil 0,8 procentního bodu. Projevilo se tak zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod z ledna 2013 spolu se souběžným harmonizačním zvýšením spotřebních daní u cigaret. V lednu 2014 dojde k dalšímu harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret⁴, jehož dopad do celkové inflace je vyčíslen na cca 0,25 procentního bodu. Z důvodu obvyklého předzásobení cigaretami pracuje prognóza s pozdějším promítnutím uvedené daňové změny do spotřebitelských cen, přičemž toto promítnutí je stejně jako v minulých letech uvažováno v plné výši.

Meziroční **čistá inflace** ve třetím čtvrtletí 2013 lehce poklesla na průměrnou hodnotu 0,4 % (Graf II.2.3), když došlo ke zpomalení meziročního růstu cen potravin při stagnaci korigované inflace bez pohonných hmot v záporných hodnotách. Ke konci letošního roku prognóza očekává další pokles čisté inflace téměř k nulovým hodnotám, když zpomalování růstu cen potravin bude převažovat nad pozvolným zmírňováním meziročního poklesu cen v segmentu korigované inflace bez PH. Ta se do kladných hodnot posune v polovině roku 2014 a její další postupný nárůst se promítne do vývoje čisté inflace, která se zvýší zhruba na 1,7 % na konci příštího roku. V blízkosti těchto hodnot se pak čistá inflace bude pohybovat i v roce 2015.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** zůstala ve třetím čtvrtletí 2013 záporná, přičemž její vývoj byl zhruba stabilní (Graf II.2.3). Nadále tak odrážela protiinflační působení domácí ekonomiky a nízkou meziroční dynamiku dovozních cen. V nejbližších

2 Senát schválil 13.9.2013 vládní novelu, která snižuje příspěvek na podporu obnovitelných zdrojů energie (OZE), který spotřebitelé platí v ceně elektřiny. Novela rovněž omezuje podporu výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie.

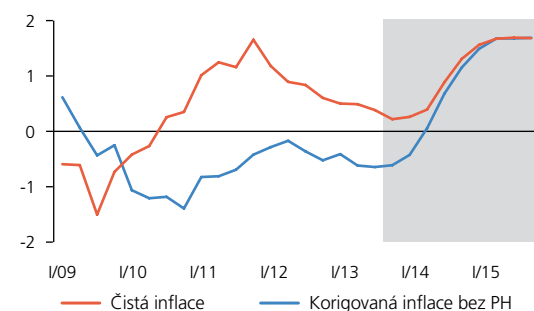
3 K rozhodnutí Energetického regulačního úřadu ohledně avizovaného snížení distribučních poplatků dojde pravděpodobně v listopadu 2013.

4 Česká republika je povinna s účinností od 1.1.2014 splnit specifický minimální požadavek ve výši spotřební daně 90 eur na 1000 kusů všech cigaret. Podle směrnice je specifický požadavek nutné splnit v přepočtu podle kurzu koruny vůči euru k prvnímu pracovnímu dni v říjnu 2013. Vzhledem ke slabšímu kurzu CZK/EUR oproti loňskému roku, kdy byla přijata stávající právní úprava, je navrhováno výraznější zvýšení daně z tabákových výrobků.

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

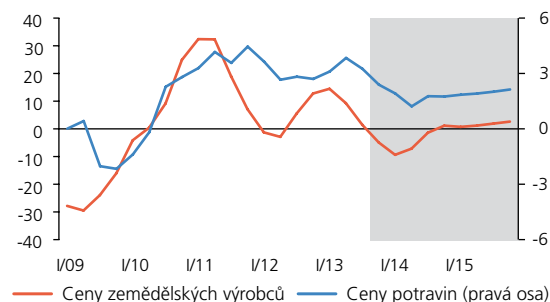
Růst tržních cen se bude od počátku roku 2014 postupně zvyšovat vlivem oživení ekonomické aktivity (meziročně v %)



GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

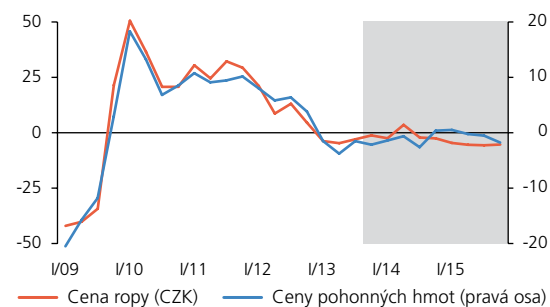
Růst cen potravin bude zpomalovat až do poloviny roku 2014 v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

Meziroční pokles cen pohonných hmot přetrvává i v roce 2014 (meziroční změny v %)

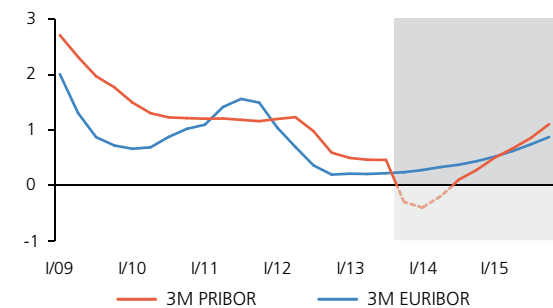


GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014

(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)

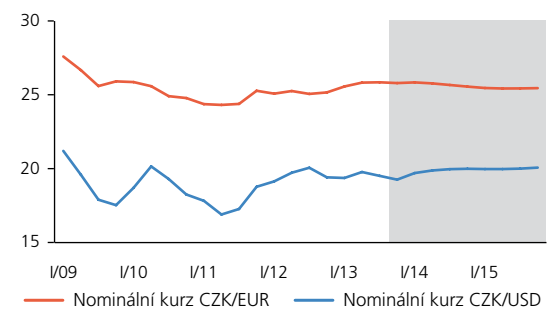


GRAF II.2.7

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Kurz koruny vůči euru bude na prognóze nejprve stabilní, a poté začne jen velmi pozvolna posilovat

(CZK/EUR a CZK/USD)

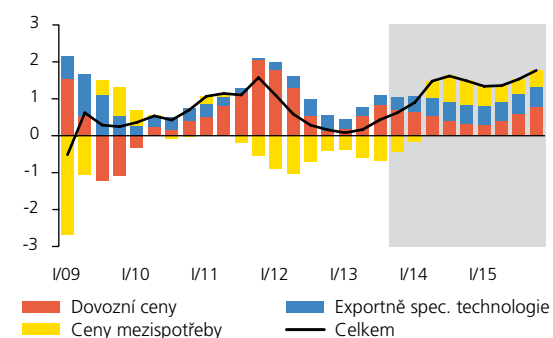


GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru se ze současných nízkých hodnot postupně zvýší

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



čtvrtletích dojde k posunu korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot, mimo jiné v návaznosti na obnovený meziroční nárůst dovozních cen. V průběhu roku 2014 pak přejde korigovaná inflace do kladných hodnot a v podmínkách oživující domácí ekonomické aktivity bude postupně zrychlovat. V roce 2015 vzroste na úroveň kolem 1,7 %.

Ceny potravin (bez primárního vlivu změn daní) ve třetím čtvrtletí 2013 zmírnily svůj meziroční růst v důsledku odeznění meziročního nárůstu cen v zemědělství. Postupné oslabování meziroční dynamiky cen potravin bude patrné až do poloviny příštího roku v návaznosti na prohlubující se pokles cen zemědělských výrobců (Graf II.2.4). Poté budou ceny potravin zvolna zrychlovat na hodnoty kolem 2 % v roce 2015.

Meziroční pokles **cen pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí 2013 v průměru zmírnil, přičemž jejich vývoj kopíroval rozkolísané ceny ropy a benzínu na světových trzích (Graf II.2.5). V dalším období by ceny pohonných hmot měly nadále mírně klesat v návaznosti na meziroční pokles cen benzínu na světových trzích při jen lehce oslabujícím kurzu CZK/USD. V závěru příštího roku ceny pohonných hmot přejdou do stagnace, kde setrvají i po většinu roku 2015.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu se v průběhu třetího čtvrtletí 2013 nadále pohybovaly na nízkých úrovních, ve kterých se promítala uvolněná měnová politika v ČR odrážející protiinflační působení domácí ekonomiky a nízké úrokové sazby v eurozóně. Sazby s delší než roční splatností se nejprve do začátku září zvýšily a poté opět klesly v návaznosti na vývoj dlouhodobých sazeb v zahraničí. S prognózou je konzistentní výrazný pokles tržních úrokových sazeb zřetelně pod nulovou úroveň a jejich nárůst nad současné hodnoty až ke konci roku 2014 (Graf II.2.6). Vzhledem k existenci úrokové prémie, která je na celém predikčním horizontu předpokládána ve stávající výši 0,4 procentního bodu, prognóza implikuje hypotetickou potřebu záporné repo sazby ve výši až cca -0,85 %. To při existenci nulové dolní meze pro úrokové sazby ukazuje na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji. Směrem k poklesu úrokových sazeb působí především velmi nízký výhled regulovaných cen a pomalý růst mezd i dalších nákladů.

Koruna vůči euru ve třetím čtvrtletí 2013 nepatrně oslabil na průměrnou úroveň 25,9 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro čtvrté čtvrtletí 2013 předpokládá kurz na hladině 25,8 CZK/EUR (Graf II.2.7). Stabilní vývoj kurzu na počátku prognózy odráží – při hypoteticky záporných domácích úrokových sazbách – utlumenou zahraniční poptávku a dosavadní komunikaci ČNB ohledně připravenosti použít kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky. Postupně však lehce převáží nízký výhled zahraničních úrokových sazeb a ožívání zahraniční poptávky projevující se rostoucím čistým vývozem, což na delším konci prognózy vede k velmi pozvolnému posilování kurzu k hladině 25,5 CZK/EUR v závěru roku 2015. Při výhledu postupně oslabujícího kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to znamená lehké oslabování kurzu CZK/USD na celém horizontu prognózy.

Mezičtvrtletní **růst nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve třetím čtvrtletí 2013 lehce zrychlil z velmi nízkých hodnot v předcházejícím období (Graf II.2.8). Toto zrychlení je dáno především zvýšením příspěvku dovozních cen, když se postupně projevuje dopad předchozího oslabení kurzu koruny a obnoveného mezičtvrtletního růstu zahraničních cen výrobců. Vlivem pokračující utlumené hospodářské aktivity zůstává působení domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, protiinflační. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie souvisí s rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), jehož příspěvek k vývoji inflace je již delší dobu méně znatelný ve srovnání s obdobím před nástupem krize. Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se na prognóze postupně zvýší, když protiinflační vliv domácí ekonomiky bude odeznívat a od druhého čtvrtletí 2014 začne působit mírně směrem k růstu cen. Vlivem stabilního vývoje kurzu koruny a nízké dynamiky cen zahraničních výrobců bude proinflační působení dovozních cen v roce 2014 postupně slábnout; od počátku roku 2015 se však se zrychlujícím růstem zahraničních výrobních cen opět zvýší. S postupným oživením ekonomické aktivity se bude zvyšovat i příspěvek exportně specifické technologie.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve třetím čtvrtletí 2013 nadále klesaly, i když oproti předcházejícím dvěma čtvrtletím v menší míře. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře zůstal (po odeznění jednorázového vlivu daňové optimalizace) velmi nízký, a byl tak převážen odhadovanou nadále klesající cenou kapitálu, v níž se odráží utlumená ekonomická aktivita a slabá investiční činnost. Domácí nominální náklady budou mírně klesat až do konce roku 2013 (Graf II.2.9). Od počátku příštího roku se pak růst domácích nominálních nákladů obnoví vlivem postupně zrychlující dynamiky mezd, jejichž růst však bude částečně vyvažován zrychlujícím růstem produktivity. Zároveň bude aktuálně záporný příspěvek ceny kapitálu od počátku roku 2014 působit zhruba neutrálně.

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

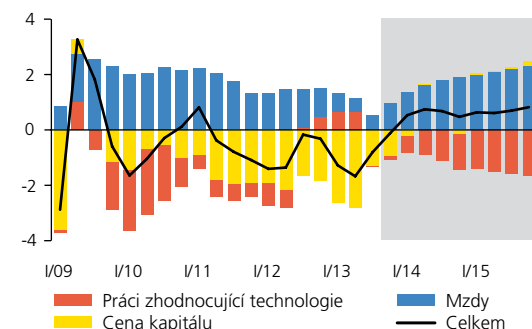
Ve třetím čtvrtletí 2013 se meziroční pokles národohospodářské **produktivity práce** dále zmírnil. Do kladných hodnot produktivity práce překmitne v prvním čtvrtletí 2014 a její růst bude postupně zrychlovat až k hodnotám okolo 3 % během roku 2015. K tomu bude kladně přispívat především růst ekonomické aktivity.

GRAF II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí náklady porostou od počátku příštího roku v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd a odeznívající pokles ceny kapitálu

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

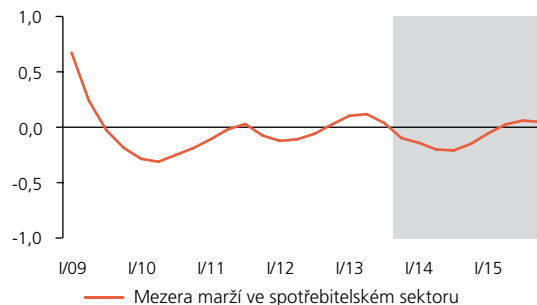


GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Mezera marží bude záporná po většinu predikčního horizontu

(v %)

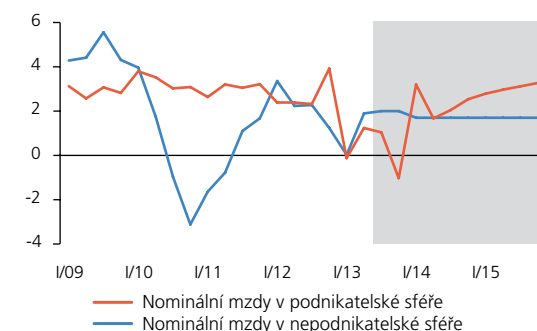


GRAF II.2.11

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd ze současných nízkých hodnot zrychlí s oživením ekonomické aktivity

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

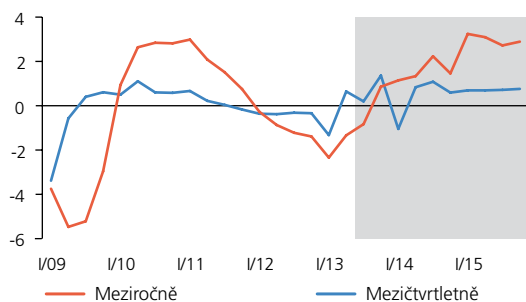


GRAF II.2.12

PROGNOZA RŮSTU HDP

V letošním roce HDP celkově klesne, k růstu se vrátí v příštím roce

(změny v %, sezonně očištěno)



Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně vzrostla o 1,2 %⁵. Poblíž této hodnoty setrvá mzdový růst očištěný o výkyvy způsobené daňovou optimalizací do prvního čtvrtletí 2014, s pokračujícím oživením ekonomické aktivity pak začne pozvolna zrychlovat. Po započtení vlivu daňové optimalizace však v letošním roce vzroste mzda v podnikatelské sféře pouze o 0,1 %. V následujících dvou letech mzdový růst v návaznosti na ožívování ekonomiky zrychlí na 2,4 %, resp. 3 % (Graf II.2.11).

Průměrná nominální **mzda v nepodnikatelské sféře** se ve druhém čtvrtletí 2013 zvýšila o 1,9 %. Prognóza očekává, že ve druhé polovině letošního roku poroste 2% tempem a na počátku roku 2014 její tempo mírně zpomalí na 1,7 %. Na této hodnotě setrvá až do konce roku 2015.

Reálný HDP ve druhém čtvrtletí 2013 v meziročním srovnání klesl o 1,3 %, v mezičtvrtletním vyjádření vykázal růst o 0,6 %, a to výhradně díky příspěvku čistého vývozu (Graf II.2.12). K meziročnímu poklesu přispěl zejména vývoj hrubé tvorby kapitálu, v opačném směru působil kladný příspěvek čistého vývozu. Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita ve třetím čtvrtletí 2013** klesla o 0,8 % meziročně (Graf II.2.13), avšak v mezičtvrtletním vyjádření vzrostla o 0,2 %. Pokračoval výrazný meziroční propad hrubé tvorby kapitálu, naopak u spotřeby domácností se očekává slabý růst. Také čistý vývoz zřejmě přispěl k vývoji ekonomické aktivity lehce kladně, stejně jako spotřeba vlády.

V roce 2013 reálná ekonomická aktivita celkově klesne o 0,9 % vlivem nadále restriktivní domácí fiskální politiky a jen pozvolného ožívování zahraniční poptávky. Spotřeba domácností bude tlumena vývojem disponibilního důchodu, ovlivněným především nízkým růstem nominálních mezd a působením fiskální konsolidace. V důsledku mírného snížení míry úspor (viz níže) však spotřeba domácností lehce vzroste a k vývoji HDP bude kladně přispívat též čistý vývoz. Nad nimi však převáží výrazně záporný příspěvek hrubé tvorby kapitálu.

V roce 2014 HDP vzroste o 1,5 %⁶, když do značné míry odezdní tlumící faktory z předchozích let. Prognóza totiž předpokládá již robustnější růst zahraniční poptávky a jen nepatrný restriktivní vliv fiskální politiky. Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP přitom bude lehce kladný a očekává se i pokračování růstu vládních investic započatého v letošním roce. V návaznosti na mírně zrychlující dynamiku mezd a velmi nízkou inflaci bude již zřetelněji růst spotřeba domácností. Vývoj hrubé tvorby kapitálu zůstane nadále utlumený, předpokládá se však postupná obnova zásob ze současných velmi nízkých úrovní. V důsledku oživení zahraniční poptávky bude čistý vývoz nadále přispívat k růstu HDP, bude však částečně tlumen postupným ožívováním dovozní náročné domácí poptávky.

⁵ Bez sezonního očištění o 1,1 %.

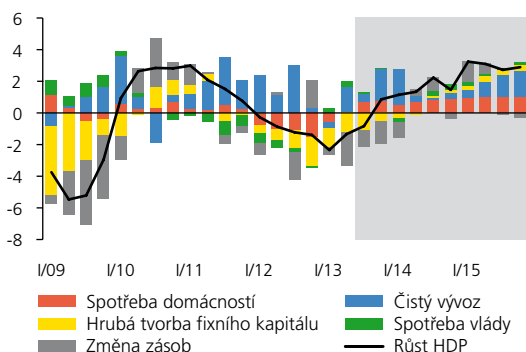
⁶ Dynamika HDP bude výrazně ovlivněna předzásobením výrobců cigaret ke konci letošního roku v souvislosti se zvyšováním spotřební daně na cigarety. Po očištění o tento vliv by růst HDP v letošním roce činil -1,0 %, v roce 2014 pak 2,1 % a v roce 2015 cca 2,6 %.

GRAF II.2.13

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Výrazně záporný příspěvek k vývoji HDP v letošním roce vykáže hrubá tvorba kapitálu, čistý vývoz a spotřeba domácností přispějí mírně kladně

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

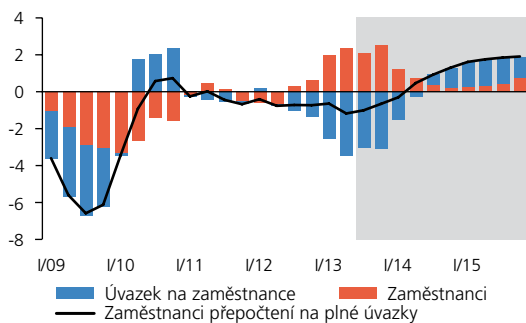


GRAF II.2.14

PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

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

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

Pozorovaný pokles počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky se bude v následujících čtvrtletích postupně zmírňovat (Graf II.2.14). Od druhého čtvrtletí 2014 se pak v návaznosti na oživení ekonomické aktivity začne přepočtený počet zaměstnanců opětovně zvyšovat. Celková zaměstnanost v meziročním vyjádření poroste až do poloviny roku 2014 a teprve následně přejde ke stagnaci (Graf II.2.15), když se oživení ekonomické aktivity bude projevovat opětovným zvyšováním průměrného úvazku spíše než nárůstem počtu zaměstnanců. K růstu se celková zaměstnanost vrátí ve druhé polovině roku 2015.

Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti během třetího čtvrtletí 2013 stagnovala na 7 %. Vzhledem k pozvolnému zpomalování růstu zaměstnanosti a přetrvávajícímu zvyšování pracovní síly však bude obecná míra nezaměstnanosti postupně narůstat až k 7,7 % ve třetím čtvrtletí 2014. Okolo této hodnoty se pak bude pohybovat až do poloviny roku 2015, kdy začne pozvolna klesat (Graf II.2.15). Pokračující nárůst lze v nejbližších čtvrtletích očekávat i u sezonně očištěného podílu nezaměstnaných osob dle MPSV, který se bude zvyšovat až mírně nad 8 %, a to v důsledku dalšího cyklického nárůstu počtu uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce při poklesu populace ve věku 15–64 let. Od druhé poloviny roku 2014 se ale podíl nezaměstnaných osob začne postupně snižovat.

Reálná spotřeba domácností podle předpokladu prognózy ve třetím čtvrtletí 2013 zrychlila svůj meziroční růst, přičemž za celý rok 2013 se zvýší o 0,4 % (Graf II.2.16). K růstu reálné i nominální spotřeby v nejbližším období dojde především vlivem pokračujícího pozvolného poklesu míry úspor, zatímco dynamika nominálních i reálných příjmů zůstává slabá. Mírný nárůst spotřebitelské poptávky naznačují i dostupné předstihové indikátory, např. výrazné zlepšení indikátoru spotřebitelské důvěry a vývoj maloobchodních tržeb v červenci a srpnu letošního roku (viz kapitola III.3). Reálnou spotřebu bude přitom podporovat zpomalující inflace, ve které se bude promítat odeznívající růst cen potravin a předpokládaný pokles cen energií pro domácnosti. V roce 2014 a 2015 se již spotřeba domácností bude zvyšovat v důsledku oživení ekonomické aktivity a z toho vyplývajícího postupného zrychlení růstu objemu mezd, spolu s odezněním dopadů fiskální konsolidace.

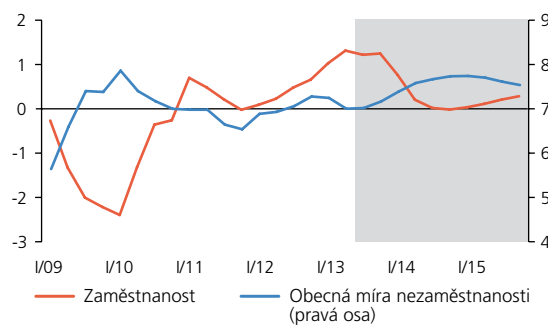
Hrubý nominální disponibilní důchod v souhrnu za letošní rok nepatrně klesne (o 0,2 %) především z důvodu mírného poklesu objemu mezd a platů. Jeho rozkolísaná meziroční dynamika bude i ve zbývajících částech letošního roku ztlačena dopadem daňové optimalizace z přelomu let 2012–2013 (Graf II.2.17). Od počátku příštího

GRAF II.2.15

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Meziroční dynamika celkové zaměstnanosti se sníží, míra nezaměstnanosti se zvýší

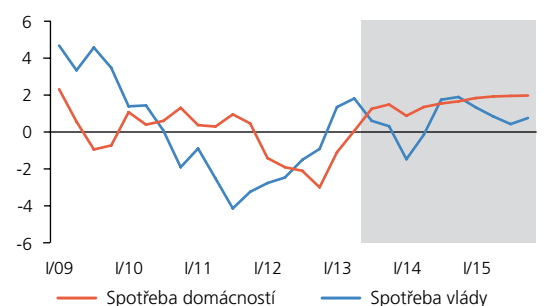
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností na prognóze poroste téměř 2% tempem (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

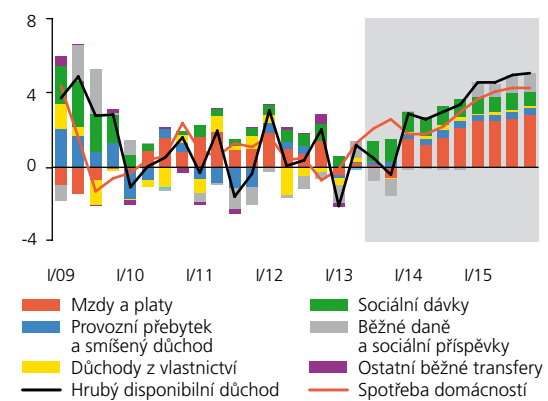


GRAF II.2.17

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Disponibilní důchod se v příštích dvou letech zvýší zejména vlivem vývoje mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

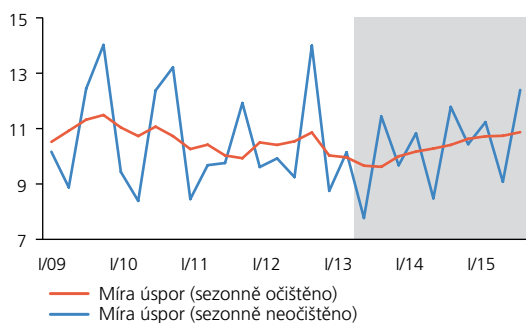


GRAF II.2.18

MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor se bude pohybovat poblíž hladiny 10 % s tendencí mírného nárůstu od roku 2014

(v %)

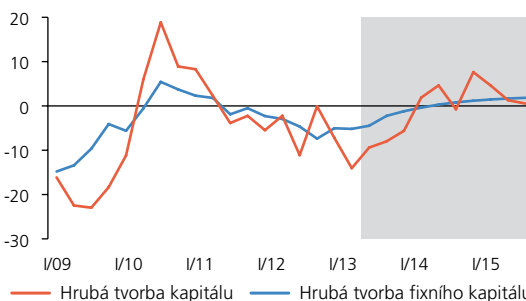


GRAF II.2.19

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Hrubá tvorba kapitálu se v letošním roce výrazně sníží, k růstu se vrátí během roku 2014

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

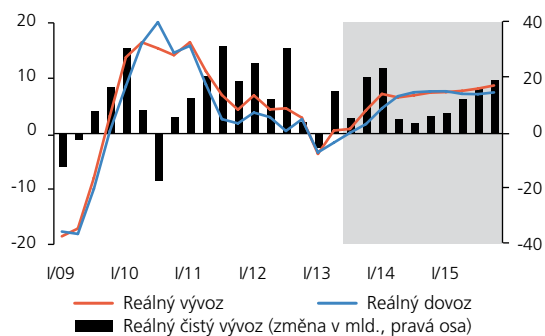


GRAF II.2.20

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Dynamika vývozu a dovozu zrychlí s oživením zahraniční i domácí poptávky

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



roku tempo meziročního růstu mezd a platů zřetelně zrychlí, a to jak ve vazbě na odeznění vlivu daňové optimalizace, tak i v důsledku oživení ekonomiky. Sociální dávky budou dle očekávání prognózy vykazovat kladné, i když zvolna se zmenšující, příspěvky na celém horizontu prognózy. Celkově nominální hrubý disponibilní důchod v příštím roce vzroste o 3 %, v roce 2015 pak jeho růst zrychlí na 4,8 %.

Prognóza předpokládá do konce letošního roku pokračující mírný pokles sezonně očištěné **míry úspor domácností** (Graf II.2.18). Ten bude odrážet nárůst důvěry spotřebitelů, v jehož důsledku spotřeba domácností oživuje mírně rychleji než disponibilní důchod. Poté se míra úspor začne opět zvolna zvyšovat nad hladinu 10 %, když disponibilní zdroje domácností budou vlivem znatelného zrychlení dynamiky mezd a platů oživovat rychleji než spotřeba domácností.

Reálná **spotřeba vlády** v letošním roce vzroste o 1%. V mírně kladných hodnotách se udrží i na horizontu prognózy (Graf II.2.16). V letošním roce bude tento vývoj dán souběhem mírného nominálního růstu spotřeby vlády a celkově nízké dynamiky jejího deflátoru. V následujících dvou letech spotřeba vlády ovlivní také postupné uvolňování doposud restriktivní fiskální politiky.

Hrubá tvorba kapitálu ve druhém čtvrtletí 2013 zdatelně propadla, když bylo pozorováno pokračující snižování stavu zásob i fixních investic. Prognóza očekává postupné ožívování fixních investic spolu se zrychlujícím růstem zahraniční poptávky i domácí ekonomické aktivity, přičemž do kladných temp růstu fixní investice přejdou v průběhu roku 2014. V příštím roce je zároveň předpokládáno částečné obnovení zásob z jejich aktuálně velmi nízké úrovně. Ty budou navíc na přelomu let 2013 a 2014 opět výrazně ovlivněny předzásobením výrobců cigaret z důvodu dalšího zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků k 1.1.2014. Celkově tak hrubá tvorba kapitálu v roce 2013 poklesne o 9,7 % (Graf II.2.19). Za celý rok 2014 bude hrubá tvorba kapitálu stagnovat, a v roce 2015 pak vzroste o 3,4 %.

Reálný **vývoz zboží a služeb** se ve druhém čtvrtletí 2013 po poklesu na počátku roku v meziročním srovnání opět zvýšil. Mírné oživení zahraniční poptávky a náběh produkce nových modelů v automobilovém průmyslu se ve druhém pololetí letošního roku odrazí v postupném zrychlování meziroční dynamiky vývozu zboží a služeb (Graf II.2.20). V souhrnu za celý letošní rok vývoz zboží a služeb vzroste o 0,5 %. Vyšší dynamika vývozu pak bude pokračovat i v následujících dvou letech, kdy při zrychlujícím růstu zahraniční poptávky poroste vývoz tempem okolo 8 %.

Meziroční pokles reálného **dovozu zboží a služeb** se ve druhém čtvrtletí 2013 zdatelně zmírnil. V souvislosti s narůstající dynamikou vývozu a zmírňováním útlumu domácí poptávky se ve druhé polovině letošního roku dovoz opět začne zvyšovat. Za celý letošní rok se však dovoz sníží (-0,8 %). V roce 2014 pak i v souvislosti s očekávanou obnovou dovozně náročných zásob vzroste dovoz o 6,6 % a v roce 2015 dále zrychlí na hodnoty nad 7 %.

Čistý vývoz ve stálých cenách ve druhém čtvrtletí 2013 vykázal výrazně kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (1,6 procentního bodu). Jeho příspěvky zůstanou kladné v celém horizontu prognózy, v průběhu roku 2014 se však dočasně sníží, když začne zrychlovat růst dovozu pro spotřební účely, obnovu zásob a výrobu vývozních statků. V letech 2013 až 2015 bude v průměru čistý vývoz přispívat k vývoji reálného HDP kladně v rozsahu okolo 1 procentního bodu.

Prognóza platební bilance předpokládá, že snižování deficitu **běžného účtu** z předchozích dvou let bude pokračovat i v letošním a příštím roce, v roce 2015 by pak mělo být dosaženo nepatrného přebytku běžného účtu (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu z 2,4 % HDP v roce 2012 na 1,2 % v letošním roce a 0,3 % v příštím roce, v roce 2015 pak přebytek 0,1 % HDP. Příčinou tohoto vývoje bude pokračující zvyšování přebytku výkonové bilance, proti rychlejšímu poklesu deficitu běžného účtu bude naopak působit narůstající deficit bilance výnosů. Rostoucí přebytek obchodní bilance v roce 2013 je spojen na jedné straně s meziročním poklesem celkové domácí poptávky a mírným poklesem cen surovin na světových trzích, což se projeví v mírném meziročním poklesu nominálního dovozu, a na druhé straně s růstem zahraniční poptávky (byť zatím slabým), který přispívá ke zvyšování nominálního vývozu. Růst zakázek v průmyslu naznačuje, že v poslední třetině roku lze očekávat zrychlení vývozu, a to zejména osobních automobilů. Zřetelně rychlejší růst zahraniční než domácí poptávky se projeví rovněž v roce 2014. Pokračující prohlubování deficitu bilance výnosů bude téměř výhradně důsledkem rostoucích výnosů nerezidentů z přímých investic. V oblasti běžných převodů prognóza očekává stagnaci salda kolem nuly, tj. na úrovni roku 2012.

Meziroční pokles přebytku **kapitálového účtu** v letošním roce souvisí především s očekávaným mírně nižším přílivem prostředků z fondů EU. V roce 2014 prognóza naopak předpokládá rychlejší čerpání těchto prostředků a také jednorázový příjem z prodeje kmitočtů pro telekomunikace⁷.

Přebytek **finančního účtu** se oproti předcházejícím rokům na prognóze výrazně snižuje. Vzhledem ke slabé poptávce a přebytku výrobních kapacit v Evropě je potřeba investic do nových kapacit omezená. V roce 2013 bude celkové saldo přímých investic ovlivněno jednou poměrně významnou akvizicí rezidenta v zahraničí, její dopad však bude více než kompenzován významným navýšením základního kapitálu jedné zahraniční energetické firmy v tuzemsku. Mírné opětovné zvýšení přílivu přímých zahraničních investic prognóza očekává až v letech 2014 a 2015 v souvislosti s předpokládaným zrychlujícím oživením evropské ekonomiky. Meziročně vyšší přebytek portfoliových investic v letošním roce je spojen především s očekáváním poklesu držby zahraničních dluhových cenných papírů rezidenty. Naopak ve směru nižšího přebytku bude působit předpokládané mírně nižší čerpání zdrojů

TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČÍN

Reálný disponibilní důchod v příštích dvou letech vzroste se zrychlením růstu mezd a zvyšováním produktivity práce

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Trend snižování deficitu běžného účtu bude pokračovat
(v mld. Kč)

	2012	2013	2014	2015
	skut.	progn.	progn.	progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-94,0	-45,0	-10,0	5,0
Obchodní bilance	145,8	200,0	240,0	270,0
Bilance služeb	49,8	65,0	70,0	75,0
Bilance výnosů	-288,7	-310,0	-320,0	-340,0
Běžné převody	-1,0	0,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	51,7	42,0	86,0	78,0
C. FINANČNÍ ÚČET ^{a)}	121,8	60,0	50,0	20,0
Přímé investice	181,1	50,0	65,0	75,0
Portfoliové investice	42,6	65,0	30,0	-15,0
Finanční deriváty	8,6			
Ostatní investice	-110,6	-55,0	-45,0	-40,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	1,0			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-80,5			

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

⁷ Není však zatím zcela jisté, zda kupujícím bude nerezident.

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

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

	2012	2013	2014	2015
	skut.	progn.	progn.	progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	41,2	42,1	41,2
Výdaje vládního sektoru	44,5	43,8	44,6	43,8
z toho: úrokové platby	1,5	1,5	1,6	1,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-4,4	-2,6	-2,5	-2,6
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-2,9	-1,1	-0,9	-0,9
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-1,5	0,0	0,0	0,0
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-2,9	-2,6	-2,5	-2,6
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,4	-0,9	-0,7	-0,3
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-2,4	-1,8	-1,8	-2,3
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	0,9	0,7	-0,1	-0,4
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,5	-1,2	-1,0	-0,4
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-2,4	-1,5	-1,5	-2,2
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	0,9	0,9	0,0	-0,7
Dluh vládního sektoru	46,2	46,9	48,4	48,7

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

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

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

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

v zahraničí ze strany vlády a vládou kontrolovaných firem a zvýšený zájem rezidentů o držbu zahraničních akcií. Očekávaný nižší čistý příliv portfoliových investic v příštích dvou letech pak souvisí s předpokládaným zvýšeným zájmem rezidentů o investice v zahraničí vlivem ekonomického oživení a s dalším snížením zahraničního financování vlády a vládou kontrolovaných firem.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a aktuální nastavení fiskální politiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2013 až 2015 (Tab. II.2.4).⁸

V **roce 2013** by se měl vládní deficit snížit na 2,6 % HDP v důsledku přijatých konsolidačních opatření.⁹ Protisměrně působí doznívající pokles reálné ekonomické aktivity a pokračující útlum na trhu práce. Růst náhrad zaměstnancům v nepodnikatelské sféře letos pokračuje v oživování započatém v minulém roce. To se projeví i v mírném zrychlení nominálního růstu vládní spotřeby. Zároveň prognóza pro letošní rok nadále předpokládá částečné oživení vládních investic v souvislosti s čerpáním prostředků z fondů EU. Domácí složka vládních investic však zůstane v roce 2013 utlumená. V souhrnu prognóza očekává v letošním roce záporný příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,6 procentního bodu, tj. zhruba na úrovni minulého roku. Vliv konsolidačních opatření na ekonomiku se realizuje jak skrze cenový dopad plynoucí ze zvýšení DPH, tak prostřednictvím nižšího nominálního disponibilního důchodu, přičemž oba tyto faktory snižují reálnou spotřebu domácností. Výpadek pojistného na sociální zabezpečení spojený se spuštěním II. pilíře důchodového systému bude z důvodu malého zájmu o účast v tomto pilíři velmi nízký. Snížení deficitu hospodaření vládního sektoru pod 3 % HDP v roce 2013 umožní v příštím roce ukončit v termínu Proceduru při nadměrném schodku (EDP).

V **roce 2014** je očekáván mírný pokles vládního deficitu na 2,5 % HDP, což bude převážně dáno obnovením růstu ekonomické aktivity. Prognóza zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (např. nižší valorizace důchodů) a harmonizační úpravy nepřímých daní, avšak jejich restriktivní působení na ekonomický růst bude vyvažováno zesilujícím oživením vládních investic a pokračujícím mzdovým růstem v nepodnikatelské sféře. V roce 2014 tak bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální až lehce restriktivní.

V **roce 2015** lze očekávat mírné zvýšení deficitu vládního sektoru na 2,6 %, a to navzdory již poměrně robustnímu hospodářskému růstu. V tomto roce totiž dle platné legislativy vstoupí v účinnost daňová

8 Koncem září odeslal ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95 za roky 2009–2012 včetně výhledu pro rok 2013 v rámci tzv. podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu. U údajů o výši vládního deficitu došlo jen k nepatrným změnám. Údaje o vládním dluhu byly navýšeny na základě revize ocenění cizoměnových dluhopisů emitovaných vládními institucemi. Podíl vládního dluhu na HDP se pro roky 2009–2012 zvýšil o 0,4–0,6 procentního bodu.

9 Ve výrazném letošním snížení vládního deficitu oproti roku 2012 se rovněž odráží odezdný vlivu finančního vyrovnání s církvemi, které jednorázově prohloubilo schodek v sektoru vlády dle metodiky ESA 95 v minulém roce.

reforma¹⁰, která povede ke značnému poklesu příjmů z přímých daní (o 0,7 % HDP). Fiskální politika tak bude v roce 2015 mírně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,3 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2012 dosáhl zhruba 2,4 % HDP. V souvislosti s konsolidačními opatřeními se očekává v roce 2013 jeho pokles pod 2 % HDP, kde setrvá i v roce 2014. V roce 2015 strukturální schodek naopak opět vzroste nad 2 % HDP. Prohloubení strukturálního schodku v podmínkách očekávaného hospodářského růstu bude znamenat procyklické působení fiskální politiky a současně vzdálení se od střednědobého cíle pro strukturální schodek vládního sektoru, který je stanoven ve výši 1 % HDP.

Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k postupnému nárůstu **vládního zadlužení** na 48,7 % HDP v roce 2015. V predikci tohoto poměru se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí a vedle pozitivního vlivu oživení růstu nominálního HDP projevuje i letošní rozpuštění v minulosti vytvořené dluhové rezervy, které úroveň dluhu snižuje.

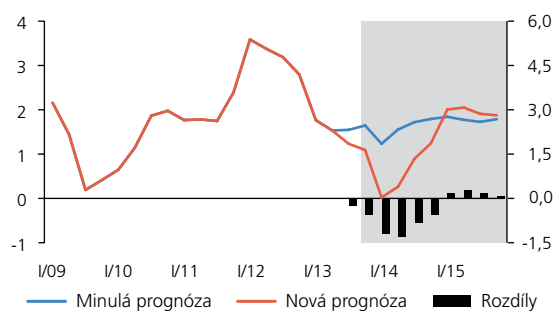
Rizikem fiskální prognózy směrem k nižším schodkům a restriktivnějšímu působení fiskální politiky je případně slabší oživení v oblasti investiční aktivity subjektů vládního sektoru. Zdrojem nejistoty je i další směřování fiskální politiky po proběhlých předčasných volbách.

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

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace je do konce roku 2014 přehodnocena na výrazně nižší hladinu
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



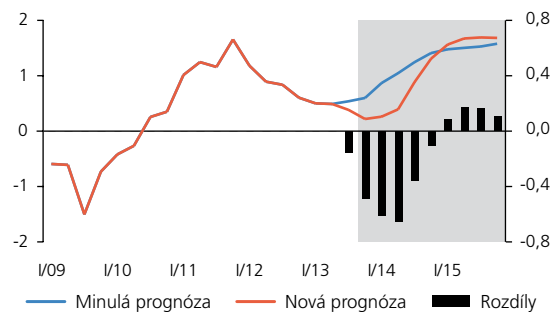
II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé předpovědi posouvá až do konce roku 2014 výrazně směrem dolů v důsledku sníženého výhledu regulovaných cen i čisté inflace. Trajektorie úrokových sazeb se pro nejbližší čtvrtletí snižuje výrazně pod minulou prognózu, když odráží především očekávaný pokles regulovaných cen a pozorovaný vývoj inflace a mezd. Trajektorie kurzu se posouvá k lehce slabším hodnotám na celém horizontu predikce především vlivem změny ve výhledu zahraničních veličin. Ve změně prognózy HDP, mířící v roce 2013 k méně výraznému poklesu a v následujících dvou letech naopak k pomalejšímu růstu, se nejvíce promítá pozorovaný vývoj ve druhém čtvrtletí letošního roku a zapracování předpokladu o předzásobení cigaretami na přelomu let 2013–2014 v důsledku harmonizačního zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky od ledna 2014. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se posouvá výrazně směrem dolů.

GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Prognóza čisté inflace se ve zbytku letošního roku a v roce 2014 posouvá znatelně směrem dolů
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



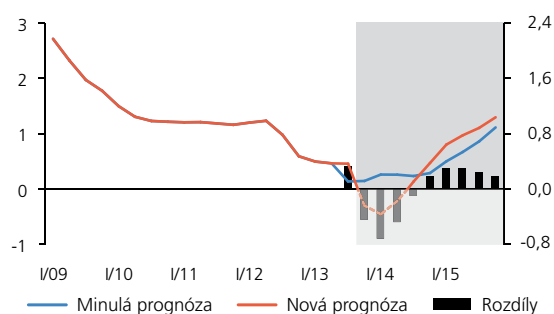
Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci až do konce příštího roku výrazně snižuje (Graf II.3.1). Změna je důsledkem nově zapracovaného poklesu regulovaných cen v roce 2014 i snížené predikce čisté inflace, v níž se odráží více protiinflační působení domácí ekonomiky i pomalejší cenový růst pozorovaný v uplynulém čtvrtletí. Předpoklady ohledně dopadů změn nepřímých daní se jen nepatrně zvyšují v porovnání s minulou prognózou, a proto se i výhled **měnověpolitické inflace** mění obdobně jako u celkové inflace.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** je ve zbývajících částech roku 2013 oproti minulé prognóze nižší. Již minulá prognóza očekávala značný pokles komoditní složky ceny plynu pro domácnosti, ve skutečnosti však byl tento pokles ještě výraznější. Ve výhledu je navíc zapracován předpoklad o poklesu cen elektrické energie v roce 2014 o 9 % a zmírnění růstu cen tepla. Růst regulovaných cen tak v příštím roce propadne do záporných hodnot, což minulá predikce nepředpokládala. Pro rok 2015 zatím nejsou k dispozici informace, které by měnily výhled růstu regulovaných cen.

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb leží v nejbližších čtvrtletích výrazně níže
(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Prognóza meziroční **čisté inflace** je oproti minulé předpovědi až do závěru roku 2014 nižší (Graf II.3.2). Přehodnoceny směrem dolů byly všechny její složky. Mírně nižší dynamika cen zemědělských výrobců se odráží v nižších cenách potravin. V návaznosti na výraznější než očekávaný meziroční pokles cen benzínů na světových trzích se snižují i výhledy cen pohonných hmot. V nižší korigované inflaci bez pohonných hmot se promítá zejména její nižší výchozí hodnota, aktuálně více protiinflační působení domácí ekonomiky a pozvolnější růst dovozních cen.

U výhledu **zahraničí** byl oproti předpokladům minulé prognózy znatelně snížen očekávaný růst cen zahraničních výrobců, ve kterém se promítají snížené výhledy cen komodit na světových trzích. Vlivem vyššího růstu zaznamenaného ve druhém čtvrtletí 2013 a převážně příznivých předstihových ukazatelů byl růst zahraniční poptávky

na začátku prognózy přehodnocen mírně směrem nahoru, ke konci prognózy naopak slabě dolů. Výhled sazeb 3M EURIBOR se posunul jen lehce vzhůru.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se posouvá ve čtyřech následujících čtvrtletích výrazně dolů, přičemž ve svém maximu na počátku roku 2014 rozdíl dosahuje cca 0,7 procentního bodu (Graf II.3.3). Směrem k nižším sazbám v uvedeném období působí zejména nově zapracovaný výhled regulovaných cen a vliv počátečních podmínek (Graf II.3.4), ve kterých převažuje nižší pozorovaná inflace i růst mezd. Ke snížení sazeb na začátku prognózy v malé míře přispívají i krátkodobé predikce inflace a kurzu, a také modelová změna předpokládaných dlouhodobých rovnovážných trendů v ekonomice (viz BOX 2 níže). Mírné přehodnocení vlivu fiskální politiky v roce 2014, mimo jiné z důvodu výraznějšího zvýšení spotřební daně na tabák a pomaleji oživujících vládních investic, působí směrem k lehce nižším sazbám. Ve směru mírně vyšších úrokových sazeb naopak působí výhled zahraničí, především vlivem vyšších zahraničních sazeb. Směrem k vyšším domácím sazbám bude od konce roku 2014 slabě působit také návrat regulovaných cen v roce 2015 k meziročnímu růstu.

BOX 2

Nové nastavení dlouhodobých trendů v modelu g3

V aktuální prognóze došlo k úpravě nastavení dlouhodobých temp růstu, rovnovážného zhodnocování měnového kurzu a zahraniční rovnovážné úrokové sazby predikčního modelu g3 (Tab. 1). Ta nahrazuje expertní úpravy použité v minulých prognózách, a proto nemá významný vliv na změny oproti minulé predikci. Změna nastavení vychází z předpokladu, že pokrizový růst produktivit v ČR a eurozóně nedosáhne v horizontu následujících 3–5 let hodnot pozorovaných před rokem 2008. Úprava uvedených veličin zároveň odráží pokročilejší fázi konvergence české ekonomiky k eurozóně ve srovnání s obdobím, kdy byl model g3 vyvíjen a zaváděn do prognostické praxe.¹¹ Při nastavení parametrů modelu bylo použito hodnocení historických dat a výsledky dostupných analýz zaměřujících se na nominální a reálnou konvergenci české ekonomiky k eurozóně.

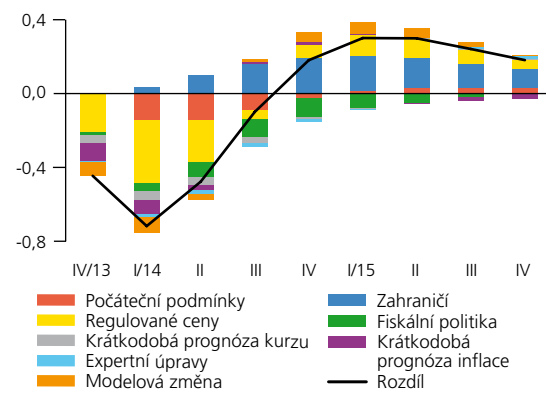
Předpoklad o dlouhodobém růstovém tempu české ekonomiky byl snížen ze 4 % na 3 % (již od konce roku 2012 prognózy ČNB vycházely z expertního předpokladu, že se růst nabídkové strany české ekonomiky po odeznění krize bude blížit 3 % tempu). Snížení rovnovážného (reálného i nominálního) tempa zhodnocování kurzu koruny k euru o 0,9 procentního bodu odráží vedle nižšího růstového diferenciálu české ekonomiky oproti eurozóně i vyšší stupeň konvergence v cenové hladině

11 Od té doby bylo přitom již jednou sníženo dlouhodobé rovnovážné tempo růstu domácí ekonomiky z 5 % na 4 %.

GRAF II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Směrem k nižším sazbám v nejbližším období působí především regulované ceny a počáteční podmínky, naopak v delším horizontu k mírně vyšším sazbám přispívá vliv zahraničí (3M PRIBOR, v procentních bodech)



TAB. 1 (Box)

NASTAVENÍ DLOUHODOBÝCH TRENDŮ

V nastavení modelu g3 došlo ke snížení temp dlouhodobého růstu a rovnovážného zhodnocování kurzu koruny (meziročně v %)

	Původní nastavení	Nové nastavení
Domácí růst	4,0	3,0
Zahraniční růst	2,1	1,8
Zhodnocování kurzu	2,4	1,5
Domácí úroková sazba	3,0	3,0
Zahraniční úroková sazba	4,0	3,5

dosažený v předkrizovém období. V důsledku méně výrazného zhodnocování kurzu přispívají v rovnováze k inflaci zřetelněji dovozní ceny, zároveň však dochází k přehodnocení příspěvku tzv. Balassova–Samuelsonova efektu (resp. exportně specifické technologie) k cenovému růstu směrem dolů.

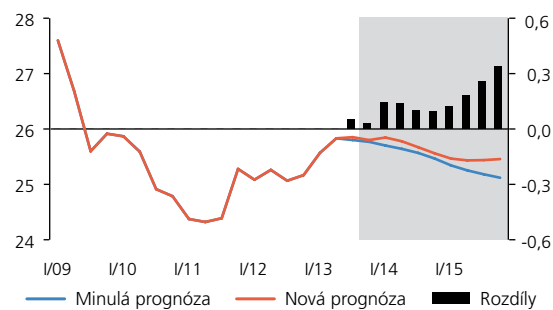
Snížení dlouhodobého tempa růstu zahraniční efektivní poptávky o 0,3 procentního bodu odráží jak strukturální problémy některých zemí platících eurem, tak negativní vliv předlužení veřejného i soukromého sektoru na růstové možnosti eurozóny. Tyto faktory vysvětlují i předpokládané snížení reálné rovnovážné zahraniční úrokové sazby, což při předpokladu nezměněné dlouhodobé zahraniční inflace znamená úměrné snížení i u nominálních úrokových sazeb. Česká ekonomika (na rozdíl od některých zemí eurozóny) v současnosti neřeší dluhové nebo strukturální problémy, které by vedly k poklesu rovnovážné úrokové sazby. Rovnovážná reálná úroková sazba v ČR proto zůstala nastavena na 1 %, což při nezměněném 2% inflačním cíli implikuje nastavení domácí nominální úrokové sazby na 3 %. Navíc provedené snížení rovnovážné reálné aprece v malé otevřené ekonomice tlačí – v logice nepokryté úrokové parity – na vyšší reálné sazby, čímž kompenzuje faktory působící v opačném směru. Těmi jsou zmíněné nižší rovnovážné úrokové sazby v eurozóně spolu s pokračujícím poklesem rizikové prémie ČR.

GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Predikce kurzu se posouvá k lehce slabším hodnotám

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

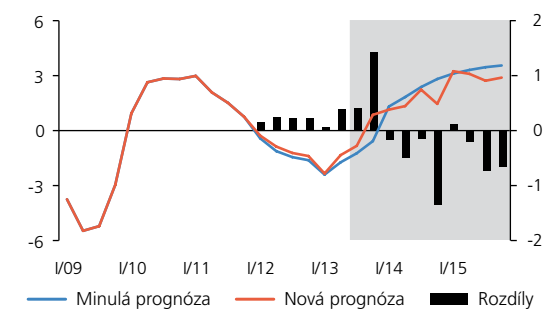


GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP je v letošním roce přehodnocena výše, naopak v letech 2014 a 2015 je nižší

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



Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je přehodnocena na lehce slabší úroveň na celém svém horizontu (Graf II.3.5). To je důsledkem zejména prohloubení záporného úrokového diferenciálu i nižšího tempa rovnovážné aprece, jež převažují nad vlivem vyššího nominálního čistého vývozu. Na konci horizontu prognózy ve směru slabšího kurzu působí i nižší výhled zahraniční poptávky v roce 2015.

Prognóza růstu **hrubého domácího produktu** pro letošní rok se oproti předchozí prognóze zvýšila o 0,6 procentního bodu (Graf II.3.6). Důvodem je vyšší pozorovaná skutečnost za druhé čtvrtletí 2013 a předpokládaná silnější dynamika vývozu ve druhé polovině letošního roku, tažená zejména rychlejším růstem vývozu automobilového průmyslu. Přehodnocení vládní spotřeby také přispívá k mírně vyššímu růstu, ostatní složky poptávky působí v predikci opačným směrem. V roce 2014 je prognóza HDP naopak o 0,6 procentního bodu nižší, protože nově zohledňuje dopad předzásobení výrobců cigaret na přelomu let 2013–2014 (část produkce z prvního čtvrtletí 2014 je v reakci na změnu spotřební daně z tabákových výrobků přesunuta do čtvrtého čtvrtletí 2013 a směřována do dočasně zvýšených zásob). Navíc je předpokládáno slabě restriktivní působení fiskální politiky oproti neutrálnímu vlivu v minulé prognóze. V roce 2015 se prognóza růstu HDP snižuje o 0,4 procentního bodu zejména v důsledku nižšího růstu vývozu, který reaguje na mírně slabší zahraniční poptávku. Nové nastavení dlouhodobých trendů modelu g3 zároveň snižuje růst HDP v letech 2014 a 2015 o 0,1 procentního bodu.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP bude v letošním roce ve srovnání s minulou prognózou vyšší, což odráží převážně revize dat na minulosti, nově zveřejněné údaje i mírně příznivější krátkodobý výhled zahraniční poptávky. V roce 2014 bude naopak příspěvek čistého vývozu oproti předchozí predikci nižší v důsledku předpokládané výraznější obnovy stavu zásob, která se bude realizovat prostřednictvím vyššího dovozu. Na delším konci prognózy se také projeví vliv slabší dynamiky zahraniční poptávky ve srovnání s minulou prognózou.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru byla oproti minulé predikci značně snížena. Za tím stojí zejména revize dat na minulosti, nově zveřejněné údaje a nižší výhled růstu práci zhodnocující technologie.

II.4 ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POUŽÍVÁNÍ KURZU JAKO NÁSTROJE MĚNOVÉ POLITIKY

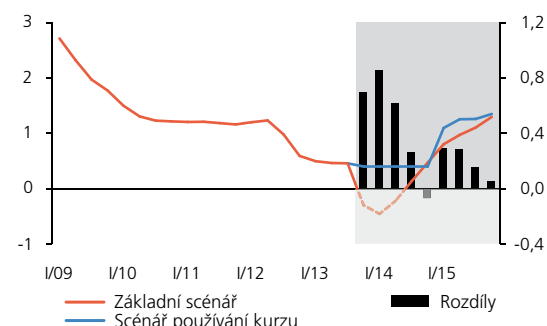
V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik a nejistot. Jednou z nich je rozsah poklesu regulovaných cen v příštím roce a jejich další vývoj v roce 2015. Významné riziko se týká rovněž interpretace pozorovaného oživení ekonomické aktivity (vysoká dynamika vývozu, průmyslové výroby a nových zahraničních zakázek v automobilovém průmyslu). Výhled ekonomické aktivity je také zatížen nejistotou ohledně rychlosti obnovování zásob ze současné nízké úrovně a rozsahu předzásobení výrobců cigaret v souvislosti se zvýšením spotřební daně tabákových výrobků v příštím roce. Uvedená rizika a nejistoty však nejsou natolik vyhraněné, aby vedly ke zpracování alternativního scénáře prognózy. V návaznosti na pokles implikovaných úrokových sazeb pod nulovou hranici však byl zpracován alternativní scénář používání kurzu koruny jako nástroje měnové politiky s cílem uvolnit měnové podmínky a zajistit rychlejší dosažení inflačního cíle a následně opuštění nulové dolní meze sazeb.

GRAF II.4.1

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POUŽÍVÁNÍ KURZU – 3M PRIBOR

Scénář používání kurzu respektuje nulové dolní omezení pro úrokové sazby, když uvolnění měnové politiky je zajištěno prostřednictvím oslabení kurzu

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



Současná predikce ekonomického vývoje ukazuje na výraznou potřebu dalšího uvolňování měnové politiky, když v základním scénáři tržní úrokové sazby klesají zřetelně pod nulovou úroveň. To při existenci premie na mezibankovním trhu ve výši 0,4 procentního bodu implikuje hypoteticky zápornou hladinu repo sazby v období od čtvrtého čtvrtletí 2013 téměř do konce roku 2014. V důsledku existence nulového omezení úrokových sazeb byl zpracován **alternativní scénář**, který kvantifikuje důsledky **používání kurzu koruny** jako nástroje uvolňování měnové politiky, jehož možnost byla již od podzimu roku 2012 komunikována ze strany ČNB.

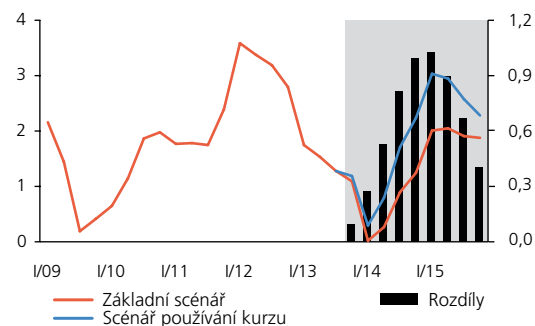
Alternativní scénář kvantifikuje takové déletrvající oslabení **kurzu koruny vůči euru** ze strany centrální banky, které urychluje návrat inflace k cíli ČNB i při nulových **úrokových sazbách**, od nichž je následně možno se na přelomu let 2014 a 2015 zřetelně odpoutat (Graf II.4.1). Konkrétně se kurz posouvá až do blízkosti hladiny 27 CZK/EUR, a je tedy výrazně slabší oproti základnímu scénáři prognózy.

GRAF II.4.2

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POUŽÍVÁNÍ KURZU – CELKOVÁ INFLACE

Využití kurzu jako nástroje měnové politiky urychluje návrat inflace k cíli ČNB, v roce 2015 se pak inflace k cíli přibližuje shora

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



Slabší hladina kurzu se promítá do nárůstu dovozních cen zvyšujících **celkovou** i měnověpolitickou **inflaci** (Graf II.4.2). Následně se rychleji obnovují i inflační tlaky z domácí ekonomiky a přebírají hlavní roli v cenovém vývoji od dovozních cen. Inflace se tak vrací k cíli ČNB již ve druhé polovině roku 2014, poté se posouvá do horní poloviny tolerančního pásma cíle, a v průběhu roku 2015 se pak k němu seshora přibližuje. Dočasné překročení inflačního cíle v tomto scénáři kompenzuje jeho výrazné podstřelování v roce 2013 a v prvním pololetí 2014 a prostřednictvím poklesu reálných úrokových sazeb napomáhá k rychlejšímu a robustnějšímu opuštění nulové dolní meze úrokových sazeb.

Z hlediska **vývoje HDP** působí protisměrně několik vlivů, které v souhrnu urychlují oživení ekonomické aktivity v roce 2014 a naopak snižují růst ekonomiky v roce 2015 (Graf II.4.3). Vlivem nárůstu dovozních

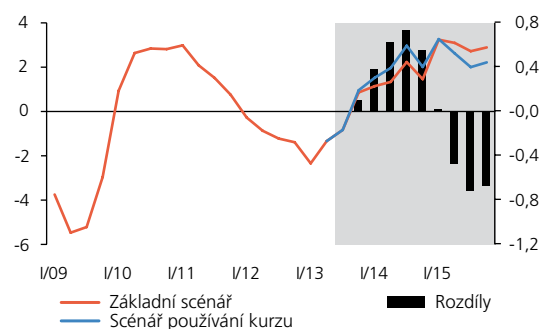
cen lze sice očekávat nižší koupěschopnost domácností, dočasně brzdící spotřebu, jejich poptávka však je ve zvýšené míře přesměrována k domácímu zboží a službám a navíc podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Zároveň slabší kurz podporuje české vývozy, a tím roste konkurenceschopnost podniků i jejich ochota investovat. Oživení výroby následně přispívá k nárůstu zaměstnanosti a mezd, což zvyšuje kupní sílu domácností a tím i jejich spotřebu. Celkově HDP v alternativním scénáři vzroste v roce 2014 o 2,1 %, tj. o 0,6 procentního bodu rychleji než v základním scénáři. Naopak v roce 2015 růst ekonomiky v alternativním scénáři mírně zaostává za hodnotou ze základního scénáře.

GRAF II.4.3

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ POUŽÍVÁNÍ KURZU – REÁLNÝ HDP

Uvolněnější měnová politika při použití kurzu vede v kratším horizontu k vyššímu růstu ekonomické aktivity

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



TAB. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním horizontu nacházela znatelně pod cílem ČNB

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

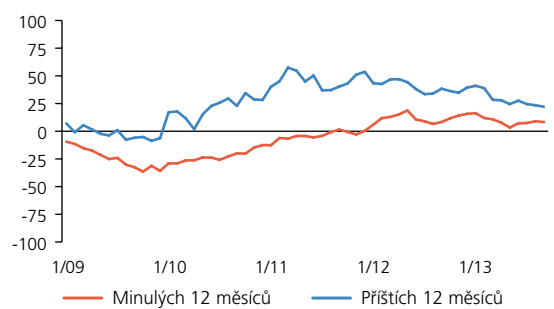
	6/13	7/13	8/13	9/13	10/13
IOFT:					
Index spotř. cen	1,6	1,6	1,7	1,7	1,4
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1
Reálný HDP v roce 2013	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Reálný HDP v roce 2014	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8
Nominální mzdy v roce 2013	1,5	1,1	1,0	0,8	0,7
Nominální mzdy v roce 2014	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,1	25,2	25,3	25,1	25,1
2T repo (v %)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1R PRIBOR (v %)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Podniky:					
Index spotř. cen	2,3			2,1	

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností se ve třetím čtvrtletí 2013 dále mírně snížila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici dle CF předpokládají, že po poklesu HDP v letošním roce ekonomika v příštím roce vzroste

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

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

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním horizontu snížila, a pohybovala se tak již znatelně pod 2% cílem ČNB, ve tříletém horizontu se nacházela v jeho těsné blízkosti. Indikátor domácnostmi očekávané inflace pokračoval v postupném poklesu. Analytici očekávají v letošním roce pokles HDP, v příštím roce by se ekonomika měla vrátit k růstu. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Většina z nich zároveň předpokládala, že nedojde k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí. Téměř všichni analytici očekávají během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci dvou-týdenní repo sazby ČNB, resp. tržních úrokových sazeb. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou přibližnou stabilitu sazeb, přičemž v celém horizontu se v důsledku dosažení dolní meze pro pohyb úrokových sazeb pohybuje výrazně výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se od počátku roku 2013 pohybovala pod cílem ČNB, v říjnu se pak pod něj snížila výrazně. Inflační očekávání podnikových manažerů se snížila do blízkosti 2% cíle ČNB (Tab. II.5.1). Analytiky očekávaná inflace v tříletém horizontu se nacházela také v těsné blízkosti cíle.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** od konce roku 2011 vykazuje lehce kladné saldo (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Také indikátor **očekávané inflace** se pohybuje v kladných hodnotách, pokračuje však trend jeho postupného poklesu. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, ve stále menší míře převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že HDP letos klesne cca o 1 % (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla vzrůst o necelá 2 %, zrychlit z letošních velmi utlumených hodnot by měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z října 2013 očekávají analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF v ročním horizontu silnější kurz, a to o 2,3 %, resp. o 1,1 %. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB všech třináct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Zároveň většina z nich předpokládala, že nedojde k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí.¹² Také v ročním horizontu výrazná většina analytiků předpokládá stabilitu sazeb na stávající úrovni, přičemž jejich odhady 2T repo sazby se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,25 %.

12 Tři analytici připouštěli devizové intervence, z toho jeden s 50% pravděpodobností.

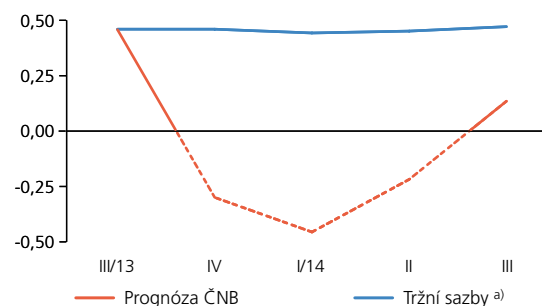
V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním roce přibližně stejný pokles reálného HDP, naopak v příštím roce by podle nich měla ekonomika růst o něco rychlejším tempem, než předpovídá ČNB. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu leží lehce výše než v prognóze ČNB. Měnový kurz v ročním výhledu se v předpovědích analytiků pohybuje na silnějších hodnotách než v predikci ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb se na ročním horizontu nacházejí zhruba na hladině, jakou implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s novou prognózou ČNB, která ovšem na kratším výhledu leží oproti výhledům analytiků výrazně níže, když klesá do (hypoteticky) záporných hodnot.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jejich očekávanou přibližnou stabilitu minimálně do třetího čtvrtletí 2014, což zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě při zachování stávající výše prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje výrazně výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB, když tržní výhled zohledňuje nulovou dolní mez pro pohyb měnověpolitických sazeb, zatímco v prognóze ČNB hypoteticky záporné úrokové sazby ukazují na výraznou potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb odvozený z FRA se v důsledku dosažení dolní hranice pro pohyb úrokových sazeb nachází v celém horizontu výrazně nad sazbami konzistentními s prognózou ČNB (v %)



a) pro III/13 a IV/13 3M PRIBOR, pro I/14 až III/14 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 25.10.2013

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

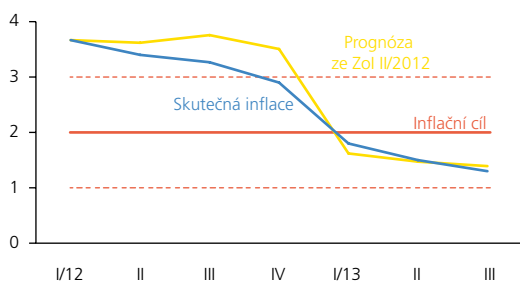
III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v září 2013 meziroční hodnoty 1 %, a nacházela se tak na dolní hranici tolerančního pásma cíle ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 0,2 % pak byla hluboko pod touto hranicí. Na dalším snížení celkové meziroční inflace oproti konci předchozího čtvrtletí se podílely všechny její složky s výjimkou korigované inflace bez pohonných hmot, jejíž záporná hodnota zůstala víceméně beze změny. Celkově se přitom v podmínkách pokračujícího protiinflačního působení domácí ekonomiky růst tržních cen nadále nacházel na nízkých hodnotách. Také meziročně zhruba stagnující ceny ropy a zlepšení situace na světovém trhu agrárních komodit přispěly k nízké inflaci ve třetím čtvrtletí 2013.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2013 v souladu s prognózou ze Zol II/2012 nacházela pod cílem (meziročně v %)



III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

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

Prognóza ze Zprávy o inflaci II/2012 očekávala, že celková inflace se v důsledku daňových změn bude v roce 2012 nacházet mírně pod 4 % a měnověpolitická inflace se bude především v důsledku růstu cen komodit pohybovat v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. V roce 2013 měly celková i měnověpolitická inflace klesnout pod cíl (Graf III.1.1). Na začátku prognózy měl doznávat proinflační vliv dovozních cen, nevýrazné cenové tlaky z domácí ekonomiky se měly obnovit od druhé poloviny roku 2012 spolu s pozvolným ožíváním ekonomické aktivity. Prognóza předpokládala, že k poklesu inflace pod cíl přispěje i znatelné zpomalení růstu cen potravin a pohonných hmot.

Celková **inflace se ve skutečnosti** v roce 2012 pohybovala mírně pod prognózou, v roce 2013 v její blízkosti. Prognóza však nepočítala se zvýšením obou sazeb DPH od začátku roku 2013. K rozdílu skutečné celkové inflace od predikce ve výši pouze 0,1 procentního bodu přispěly protichůdné odchylky jednotlivých složek cenového vývoje. Směrem k nižší inflaci působila nižší korigovaná inflace bez PH, odrážející protiinflační domácí tlaky, a v menší míře také regulované ceny. V opačném směru inflaci ovlivňovaly prognózou neočekávané úpravy DPH a vyšší ceny potravin (Tab. III.1.1). Pozorovaný vývoj tak do určité

TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Korigovaná inflace bez PH byla výrazně nižší ve srovnání s prognózou, u primárních dopadů změn nepřímých daní a u cen potravin tomu bylo naopak

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol II/2012	Skutečnost 3.čtvrtletí 2013	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,4	1,3	-0,1
z toho:			
regulované ceny	3,2	1,5	-0,3
primární dopady změn nepřímých daní ^{a)}	-0,4	0,7	1,0
ceny potravin ^{b)}	1,5	3,3	0,4
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	-1,9	-1,5	0,0
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	1,6	-0,6	-1,2

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

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

míry naplnil charakteristiky alternativního scénáře prognózy ze Zprávy o inflaci II/2012, který počítal se zvýšením obou sazeb DPH a mírně nižší měnověpolitickou inflací, avšak byl ve srovnání s tímto scénářem více protiinflační.

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

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Tržní úrokové sazby klesaly v reakci na snížení sazeb ČNB, přičemž prognóza výraznější pokles sazeb nepředpovídala (Tab. III.1.3). Měnový kurz se v celém predikovaném období pohyboval na slabších hodnotách v porovnání s prognózou – mimo jiné v důsledku komunikace ČNB a útlumu zahraniční poptávky.

Vývoj od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Domácí ekonomická aktivita byla téměř v celém období výrazně nižší než prognózovaná, a to z důvodu výrazného zvolnění dynamiky zahraniční poptávky od konce roku 2012 ovlivněného dluhovou krizí v eurozóně. Negativně přispívalo též utlumení domácí poptávky jako reakce na nejistotu o budoucím vývoji a dopady domácí fiskální konsolidace. Tyto vlivy se projeví především v prognózu neočekávaném propadu spotřeby a investic a v pomalejším růstu mezd, rovněž objemy vývozu a dovozu zaostávaly za předpoklady predikce. Srovnání aktuálních dat o struktuře vývoje HDP a tehdejší prognózy je zároveň ovlivněno výraznými revizemi národních účtů. Uvedené faktory byly jen částečně kompenzovány uvolněnějšími domácími měnovými podmínkami, a to v úrokové i kurzové složce.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležitá i posouzení jejích rizik. Na jednáních v prvním čtvrtletí 2012 byla rizika prognózy hodnocena jako vyrovnaná. Ve druhém čtvrtletí 2012 pak byla rizika prognózy označena za proinflační pro celkovou inflaci, resp. vychýlená směrem k alternativnímu scénáři (ten předpokládal nižší měnověpolitickou inflaci i úrokové sazby než základní scénář); na červnovém zasedání bankovní rada snížila 2T repo sazbu o 0,25 procentního bodu. Ve třetím čtvrtletí 2012 byla rizika posouzena jako vyrovnaná, resp. protiinflační; na zářijovém zasedání byla 2T repo sazba snížena o 0,25 procentního bodu.

V souhrnu lze měnovou politiku v rozhodném období hodnotit následujícím způsobem. Tržní úrokové sazby klesaly v reakci na vývoj sazeb ČNB, nicméně se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období

Tab. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRA NIČÍ

Zahraniční veličiny působily na domácí inflaci mírně protiinflačně

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

		II/12	III/12	IV/12	I/13	II/13	III/13
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	0,5	0,2	0,4	0,9	1,4	1,9
	s	0,9	0,8	0,3	-0,2	0,3	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	2,0	2,0	2,1	1,7	2,0	2,3
	s	2,3	2,2	2,2	1,3	0,2	-
3M EURIBOR (v %)	p	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
	s	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,32	1,29	1,29	1,29	1,29	1,28
	s	1,28	1,25	1,30	1,32	1,31	1,32
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	123,1	118,5	116,7	115,0	113,2	111,4
	s	108,7	109,9	110,5	112,8	103,3	109,7

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol II/2012

Tab. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Pozorovaný vývoj HDP se v celém období pohyboval výrazně pod prognózou

		II/12	III/12	IV/12	I/13	II/13	III/13
3M PRIBOR (v %)	p	1,1	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0
	s	1,2	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	24,7	24,6	24,5	24,4	24,3	24,3
	s	25,3	25,1	25,2	25,6	25,8	25,9
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	-0,1	-0,1	0,3	0,9	1,4	2,3
	s	-1,1	-1,4	-1,6	-2,4	-1,3	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	2,8	2,9	3,1	3,4	3,7	4,0
	s	2,2	1,6	4,0	-0,5	1,1	-

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

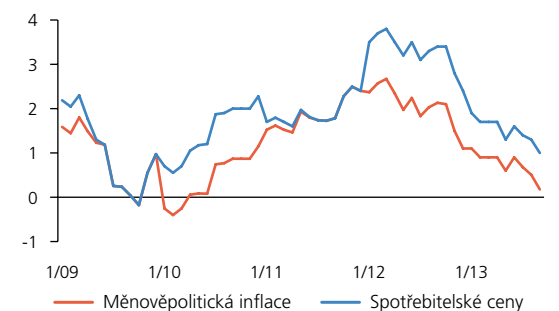
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Ve třetím čtvrtletí 2013 se inflace dále snížila

(meziročně v %)

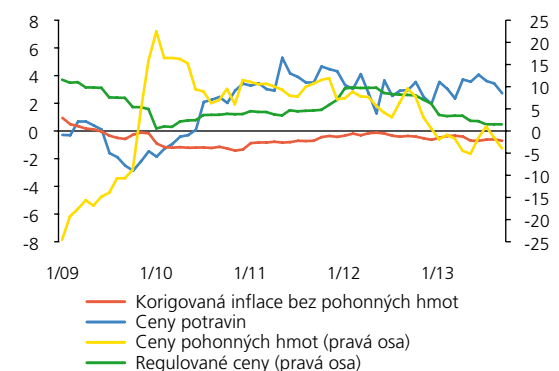


GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Ke snížení inflace ve třetím čtvrtletí 2013 přispěly zejména potraviny a regulované ceny

(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)

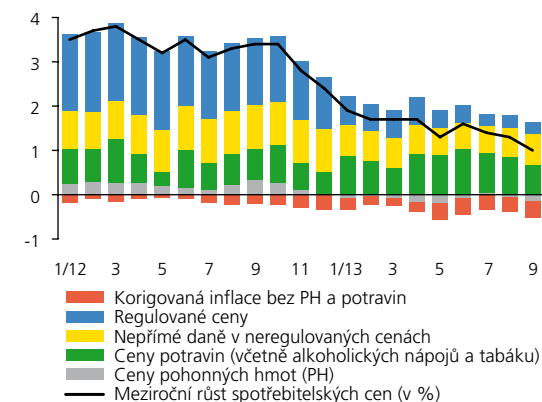


GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

Podíl tržních cen na inflaci se snížil, zejména vlivem cen potravin. Klesl i příspěvek regulovaných cen

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



od ledna do září 2012 měla být výrazně uvolněnější. Celková inflace se totiž ve třetím čtvrtletí 2013 i přes významné dopady daňových změn pohybovala pod cílem, měnověpolitická inflace se pohybovala pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. V rozhodném období se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu převažovala protiinflační rizika.

III.1.2 Současný vývoj inflace

V průběhu třetího čtvrtletí 2013 se **meziroční inflace**¹³ dále snížila. V září byla o 0,6 procentního bodu nižší než na konci předchozího čtvrtletí a dosáhla 1 % (Graf III.1.2). Na zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen se podílely všechny složky inflace s výjimkou korigované inflace bez pohonných hmot, která byla ve sledovaném období zhruba stabilní (Graf III.1.3).

Ve **struktuře meziroční inflace** ve třetím čtvrtletí 2013 nadále převažovalo působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen. Příspěvek regulovaných cen k inflaci však klesl. Podíl tržních cen na celkovém meziročním růstu spotřebitelských cen se rovněž snížil, zejména vlivem oslabení meziroční dynamiky cen potravin, jejichž příspěvek k inflaci však byl nadále významný (Graf III.1.4).

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen dosáhl ve třetím čtvrtletí 2013 cca 0,7 procentního bodu v důsledku zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod spolu se zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky z počátku letošního roku. Celkový primární dopad daňových změn do inflace včetně regulovaných cen pak dosáhl zhruba 0,8 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez primárního vlivu všech změn nepřímých daní, se tak nadále nacházela výrazně pod celkovou meziroční inflací, přičemž v září činila 0,2 % (Graf III.1.2). Nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB.

Meziroční růst **regulovaných cen** v průběhu třetího čtvrtletí 2013 zpomalil na 1,5 % (včetně vlivu změny DPH; Graf III.1.3), zejména vlivem červencového snížení cen plynu pro domácnosti. Ve stejném období došlo také ke zřetelnému zpomalení meziročního růstu cen tepla a cen regulovaných položek ve zdravotnictví. Za tímto vývojem cen plynu a tepla pro domácnosti byl déletrvajícím pokles světových cen zemního plynu a uhlí (viz též BOX 4 v kapitole III.7), který se výrazně promítal do konečných cen energií spojených s bydlením v podmínkách zostřené konkurence mezi distributory. Souhrnný příspěvek cen energií k celkové inflaci byl již ve třetím čtvrtletí 2013 zanedbatelný, když meziroční pokles cen plynu téměř kompenzoval pokračující růst cen elektřiny a zpomalující meziroční růst cen tepla. Na dosaženém

13 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

meziročním růstu regulovaných cen se tak nejvýrazněji podílely stále rychle rostoucí vodné a stočné a ceny za odvoz odpadů. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek tržní inflace bez dopadu změn daní.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, ve třetím čtvrtletí 2013 zpomalil (na 0,2 % v září). Snížení čisté inflace bylo důsledkem oslabení dynamiky meziročního růstu cen potravin a prohloubení poklesu cen pohonných hmot, zatímco korigovaná inflace bez pohonných hmot byla ve třetím čtvrtletí víceméně stabilní.

Vývoj meziroční **čisté inflace** tak nadále svědčil o přetrvávajícím protiinflačním vlivu utlumené domácí ekonomické aktivity a pomalého růstu mezd. K nízké čisté inflaci přispělo též výrazné snižování meziroční dynamiky dovozních cen energetických surovin. Dovozní ceny finálních produktů pro spotřebitelský trh pokračovaly vlivem meziročního oslabení kurzu CZK/EUR v růstu, který byl však jen mírný. Vliv cen potravin, které v předchozím čtvrtletí působily nejvýrazněji směrem ke zvýšení čisté inflace, ve třetím čtvrtletí 2013 zřetelně oslabil zejména v návaznosti na vývoj cen agrárních komodit.

Opětovné zpomalení meziročního růstu **cen potravin** ve třetím čtvrtletí 2013 (z 4,1 % v červnu na 2,7 % v září; Graf III.1.5) souviselo zejména se zastavením meziročního růstu cen zemědělských výrobců, ke kterému došlo v souvislosti s příznivými výsledky letošní sklizně. Výrazné zpomalení bylo patrné především u cen zeleniny a ovoce, jejichž meziroční dynamika dosáhla zhruba poloviny červnových hodnot.

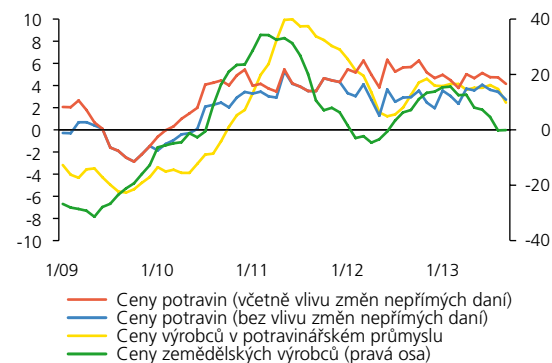
Podobně jako v předchozích čtvrtletích bylo působení utlumené ekonomické aktivity, pomalého růstu mezd a nízké spotřebitelské poptávky nejvíce patrné v meziroční **korigované inflaci bez pohonných hmot**, jejíž záporné hodnoty setrvaly ve třetím čtvrtletí 2013 zhruba na úrovni předchozího čtvrtletí (v září -0,7 %; Graf III.1.6). Její stagnace byla výsledkem protisměrného vývoje jejích dvou hlavních složek. Ke zmírnění meziročního poklesu cen ostatních obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot přispělo zejména obnovení cenového růstu v oddíle odívání a obuvi. Na druhé straně ceny neobchodovatelných ostatních statků přešly poprvé od měření tohoto cenového indexu do nepatrného meziročního poklesu. Hlavní příčinou byl meziroční pokles cen komunikačních služeb spolu s oslabením cenového růstu u některých dalších položek. Z hlediska makroekonomických faktorů se jedná o odraz cyklického vývoje i snížení příspěvku tzv. Balassova-Samuelsonova efektu vlivem zpomalení dlouhodobé konvergence k vyspělým zemím.

Ceny pohonných hmot v průběhu třetího čtvrtletí 2013 následovaly rozkolísaný vývoj cen ropy a benzinů na světových trzích. V meziročním srovnání se jejich pokles prohloubil (z -1,6 % v červnu na -3,9 % v září; Graf III.1.3).

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

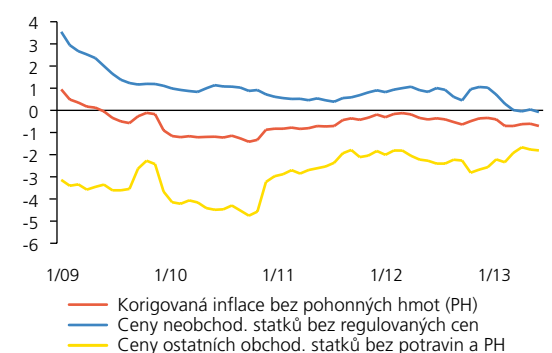
Růst cen potravin ve třetím čtvrtletí 2013 zřetelně zpomalil
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

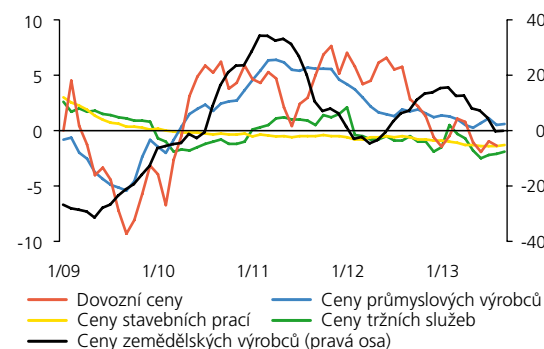
Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla ve třetím čtvrtletí 2013 víceméně stabilní
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

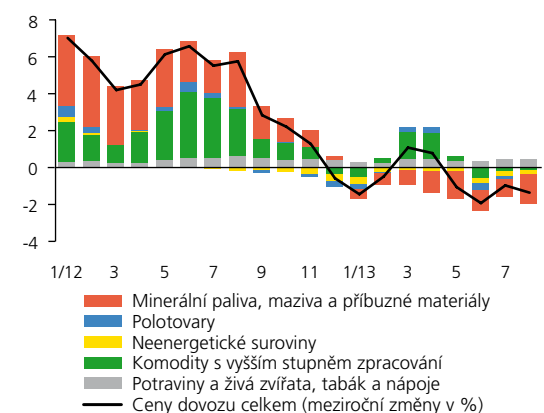
Dovozní ceny ve třetím čtvrtletí 2013 klesaly, růst cen průmyslových výrobců byl jen mírný a ceny zemědělských výrobců se od srpna nepatrně snižovaly (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

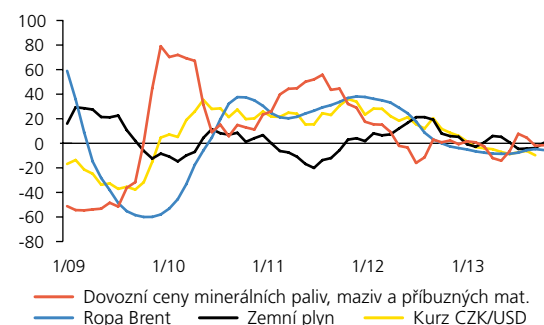
Na poklesu dovozních cen se nejvíce podílely dovozní ceny minerálních paliv (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Ceny dovážených minerálních paliv a maziv klesaly zejména vlivem vývoje světových cen zemního plynu a silnějšího kurzu CZK/USD (meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Pokračující pokles dovozních cen v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2013 byl v rozhodující míře ovlivněn výrazně klesajícími cenami dovážených energetických a neenergetických surovin v návaznosti na vývoj jejich cen na světových trzích. Mírně se snižovaly i dovozní ceny polotovarů a komodit s vyšším stupněm zpracování. Rostly pouze ceny dovážených potravin a průmyslového spotřebního zboží. Růst cen průmyslových výrobců se i ve třetím čtvrtletí 2013 udržoval na nízkých hodnotách, když při snižujících se cenách surovin a trvalí nízké poptávce převažovala odvětví s klesajícími nebo jen slabě rostoucími cenami. Ceny zemědělských výrobců od srpna nepatrně klesaly. Ceny stavebních prací a tržních služeb v podnikatelské sféře při přetrvávající nízké domácí poptávce setrvaly v meziročním poklesu.

III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny pokračovaly v červenci a srpnu v mírném meziročním poklesu započatém v květnu letošního roku (Graf III.2.1). Podle posledních údajů za srpen se meziročně snížily o 1,4 %. S výjimkou skupin potraviny, živá zvířata, nápoje a tabák a průmyslové spotřební zboží klesaly dovozní ceny ve všech hlavních sledovaných skupinách, nejvíce u dovozních cen neenergetických surovin a minerálních paliv.

Nejvýrazněji ovlivnily vývoj dovozních cen v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2013 váhově významné dovozní ceny **minerálních paliv**, které od počátku roku 2013 meziročně klesají (v srpnu o 9,7 %; Graf III.2.2). Jejich záporný příspěvek k meziročnímu vývoji dovozních cen dosáhl v srpnu 1,6 procentního bodu. Na meziročním poklesu cen dovážených minerálních paliv se významně podílely ceny zemního plynu. Dovozní ceny minerálních paliv byly zároveň výrazně ovlivněny rozkolísaným vývojem dolarových cen ropy. Ty se v červnu a červenci nečekaně zvýšily vlivem zesílení rizik spojených se situací na Blízkém východě (Graf III.2.3), ale v srpnu se vrátily do meziročního poklesu. K poklesu dovozních cen minerálních paliv přispělo i meziroční posílení kurzu CZK/USD v červenci a srpnu (Graf III.2.3)¹⁴.

Dovozní ceny **neenergetických surovin**, které více než rok klesají, zmírnily svůj meziroční pokles na -7,2 % v srpnu. Jejich příspěvek k meziroční dynamice dovozních cen byl ovšem při jejich nízké váze zanedbatelný. Dovozní ceny **polotovarů**, jejichž meziroční změny kolísaly v prvním i druhém čtvrtletí 2013 kolem nulových hodnot, zaznamenaly v srpnu slabý růst (Tab. III.2.1). Na meziročním poklesu dovozních cen se podílely i dovozní ceny **chemikálií** a příbuzných výrobků, jejichž vývoj obvykle s krátkým zpožděním následuje změny cen ropy na světových trzích (Tab. III.2.1).

14 Kurz CZK/USD v červenci i srpnu 2013 meziročně posílil, a to o 4,4 %, resp. 3,9 %.

Pouze dovozní ceny **potravin a živých zvířat** pokračovaly ve výrazném meziročním růstu, který dále zrychlil (na 7,7 % v červenci, resp. 7 % v srpnu). Jejich vysoký růst byl ovlivněn výrazným zvýšením cen některých kolísavých položek na světových trzích¹⁵ a částečně i vyššími dovozními cenami masa a mléčných výrobků. Světové ceny hlavních potravinářských komodit rostlinného původu naopak klesaly.

Dovozní ceny **komodit s vyšší přidanou hodnotou** po předchozím růstu od června opět meziročně mírně klesaly, zejména v důsledku klesajících cen ve váhově významné skupině strojů a dopravních prostředků (Tab. III.2.1). Dovozní ceny průmyslového spotřebního zboží ale pokračovaly v mírném růstu, odrážejícím slabší kurz CZK/EUR a povolný růst cen v zahraničí.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Meziroční růst **cen průmyslových výrobců** setrval ve třetím čtvrtletí 2013 na nízkých hodnotách, které se od dubna¹⁶ pohybují pod 1 % (v září 0,6 %; Graf III.2.4). Jejich nízká meziroční dynamika naznačuje, že působení protiinflačních faktorů mělo víceméně plošný charakter, což dokládá také více než polovina hlavních odvětví s klesajícími cenami a jen dvě odvětví se zřetelným růstem cen.

Ze **struktury růstu cen** průmyslových výrobců je dále patrné, že k jeho nízkým tempům přispíval zejména pokračující pokles světových cen energetických surovin a cen dovážených neenergetických vstupů, a také mírně klesající či stagnující dovozní ceny polotovarů. V opačném směru působil růst domácích cen energií (elektřiny), služeb spojených s vodou a rostoucí ceny v potravinářském průmyslu, jejichž dynamika se však již ke konci třetího čtvrtletí 2013 zřetelně snížila. Pouze nepatrně rostoucí ceny výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu zároveň potvrzovaly jejich úzkou souvislost s celkově utlumenou poptávkou a klesajícími cenami většiny hlavních výrobních vstupů.

Vývoj dolarových cen ropy se nejvíce promítal do cen výrobců v **odvětví koxu a rafinérských ropných produktů**. Po slabém růstu v červenci ceny výrobců v tomto odvětví od srpna výrazně meziročně klesaly (v září o 6,0 %; Graf III.2.6). Meziroční pokles cen výrobců v **odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků** se ve třetím čtvrtletí 2013 postupně zmírňoval (až na -1,2 % v září). V **potravinářském průmyslu** se meziroční tempo růstu cen výrobců ve třetím čtvrtletí 2013 zmírnilo z předchozích vyšších hodnot kolem 4 % na 2,4 % v září v souvislosti s poklesem cen domácích agrárních vstupů rostlinného původu (ceny produktů živočišné produkce naopak rostly).

15 Týkalo se to zejména zeleniny, ovoce a ořechů.

16 S výjimkou července, kdy meziročně vzrostly o 1,1 %.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Dovozní ceny surovin klesaly, zatímco dovozní ceny potravin a průmyslového spotřebního zboží rostly

(meziroční změny v %)

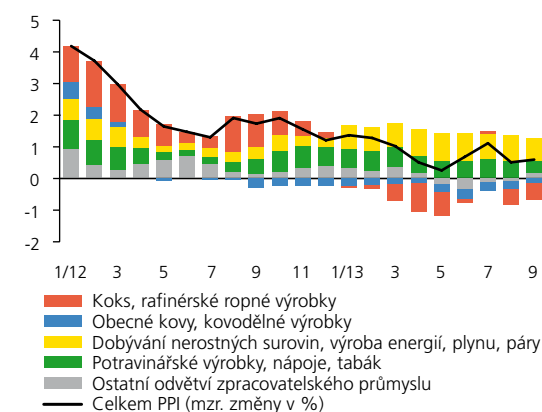
	5/13	6/13	7/13	8/13
DOVOZ CELKEM	-1,1	-1,9	-1,0	-1,4
z toho:				
potraviny a živá zvířata	5,5	5,3	7,7	7,0
nápoje a tabák	9,7	8,7	9,4	9,2
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-5,7	-8,5	-8,4	-7,2
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	-8,8	-7,3	-6,2	-9,7
živočišné a rostlinné oleje	-8,2	-8,6	-10,5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

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLYVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců byl ve třetím čtvrtletí 2013 mírný

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

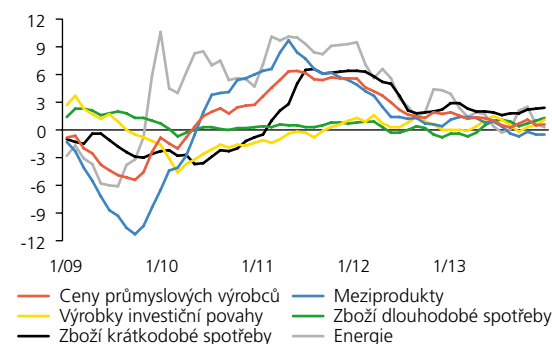


Graf III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLYVÝCH SKUPIN

Klesaly zejména ceny meziproductů, nejvíce rostly ceny zboží krátkodobé i dlouhodobé spotřeby

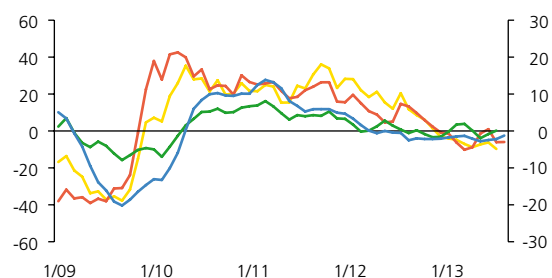
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.6

CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

Ceny v odvětví koks a rafinérských ropných výrobků i v odvětví kovů a kovodělných výrobků nadále klesaly (meziroční změny v %)

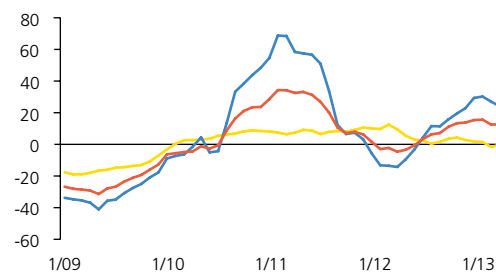


— Ceny výrobců v odvětví koks a rafinérských ropných výrobků
 — Dovozní ceny energetických surovin
 — Ceny výrobců v odvětví kovů a kovodělných výrobků (pravá osa)
 — Dovozní ceny polotovarů (pravá osa)

GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ceny zemědělských výrobců začaly v srpnu nepatrně klesat (meziroční změny v %)

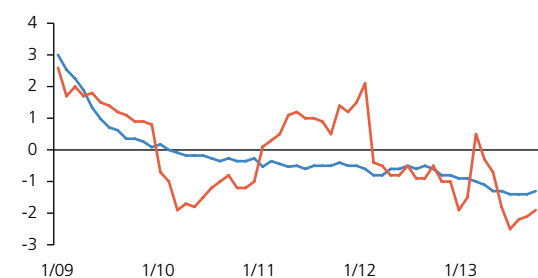


— Ceny zemědělských výrobců
 — Ceny rostlinných produktů
 — Ceny živočišných produktů

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

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



— Ceny tržních služeb v podnikatelské sféře
 — Ceny stavebních prací

Stabilní cenový růst naopak vykazuje od počátku roku 2013 **odvětví elektřina, plyn, pára a klimatizovaný vzduch**, kde ceny výrobců v září vzrostly o 3,6 %. Ještě rychleji rostly ceny v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami, které od počátku roku 2013 vykazují víceméně stabilní meziroční růst lehce pod 6 %.¹⁷ V odvětví **těžby a dobývání** naopak ceny po mírném růstu ve druhém čtvrtletí 2013 přešly do poklesu, který se prohloubil na -3,6 %.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, růst cen ve třetím čtvrtletí 2013 zhruba stagnoval (Graf III.2.4). K poklesu cen přitom došlo ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu. Jen mírný či nepatrný cenový růst vykazala pouze tři odvětví.¹⁸

Ceny zemědělských výrobců

Postupné zpomalování meziročního růstu **cen zemědělských výrobců** v průběhu letošního roku vyústilo v srpnu v nepatrný meziroční pokles (Graf III.2.7). Zatímco ještě v červenci ceny vzrostly o 4,7 %, v srpnu byly meziročně nižší o 0,2 %; v září pak poklesly o zhruba stejnou hodnotu. Za tímto vývojem stály produkty rostlinné výroby. V první polovině letošního roku tempa jejich cenového růstu ještě přesahovala úroveň 20 %, avšak jejich následné zpomalování od přelomu druhého a třetího čtvrtletí přešlo v srpnu do meziročního poklesu o 6,5 %. V září se pak jejich pokles zmírnil na -4,9 %. Opačný vývoj vykazovaly ceny produktů živočišné výroby, jejichž meziroční růst ve třetím čtvrtletí 2013 pozvolna zrychloval až na 7,6 % v srpnu.

Hlavní příčinou klesajících cen produktů rostlinné výroby byl vliv **sklizně** v letošním roce zejména u obilovin a olejnin. Ta byla na rozdíl od velmi slabého roku 2012 v letošním roce jak ve světě, tak i v ČR z dlouhodobého pohledu nadprůměrná. Dobré výsledky sklizně byly v letošním roce zaznamenány především v Evropě a dále v oblasti černomořského regionu, jehož země opět vstoupily na světové trhy. Rovněž v Severní Americe, která je významným světovým exportérem obilovin, byla zaznamenána vyšší úroda oproti předchozímu roku. Tyto skutečnosti v souhrnu vedly k poklesu cen agrárních komodit ve světě v průběhu letošního roku. Dopad těchto vlivů na ceny zemědělských výrobců v ČR však byl částečně tlumen slabším kurzem koruny.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

Ve třetím čtvrtletí 2013 zůstaly **ceny stavebních prací** v meziročním poklesu, který je při přetrvávající nízké poptávce po stavebních pracích pozorován již od roku 2010 (Graf III.2.8). V samotném třetím čtvrtletí 2013 se ceny stavebních prací meziročně snížily o 1,4 %. Meziroční pokles cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví byl v září již nevýrazný, když dosáhl -0,1 %.

¹⁷ V těchto odvětvích jsou cenová ujednání uzavírána zpravidla na jeden rok.

¹⁸ V odvětví nábytek a ostatní výrobky zpracovatelského průmyslu ceny meziročně v září vzrostly o 1,3 %, v odvětví dopravních prostředků o 2,1 % a v odvětví stroje a zařízení o 0,5 %.

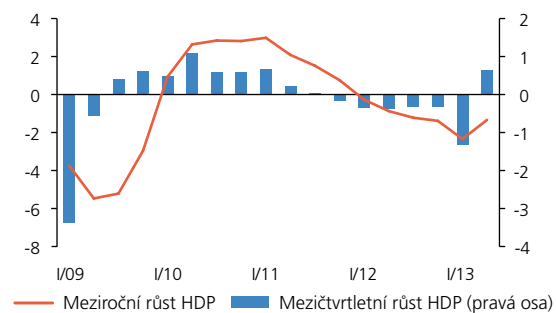
Ceny tržních služeb pro podnikatelskou sféru v průběhu třetího čtvrtletí 2013 zmírnily svůj meziroční pokles (z -2,5 % v červnu na -1,9 % v září; Graf III.2.8). Nejvýrazněji klesaly ceny u telekomunikačních služeb, skladování a pozemní a potrubní dopravy. Zhruba u poloviny sledovaných odvětví však ceny služeb mírně rostly. Nejvíce se ceny služeb v září meziročně zvýšily u poštovních a kurýrních služeb (8,3 %), a také u reklamních služeb a průzkumu trhu, které obvykle vykazují nejvýraznější cyklické výkyvy.

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Meziroční pokles HDP se ve druhém čtvrtletí 2013
znatelně zmírnil

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

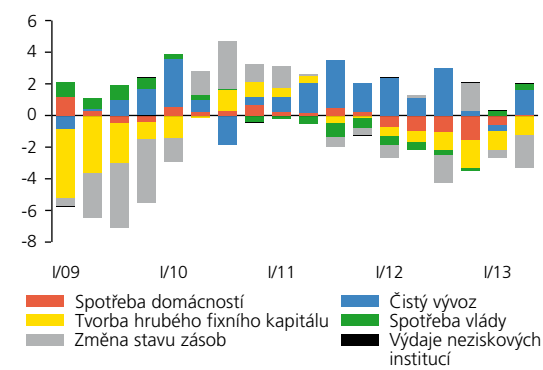


GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Kladný příspěvek spotřeby vlády a čistého vývozu k vývoji
HDP byl převážen poklesem zásob a fixních investic

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)

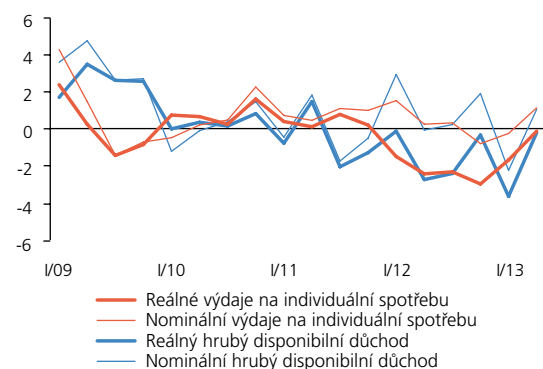


GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Reálné výdaje domácností v meziročním srovnání stagnovaly,
stejně jako reálný disponibilní důchod

(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve druhém čtvrtletí 2013 se meziroční pokles reálného hrubého domácího produktu zmírnil na $-1,3\%$,¹⁹ když v mezičtvrtletním srovnání ekonomická aktivita po šesti čtvrtletích útlumu vzrostla o $0,6\%$ díky čistému vývozu. Na meziročním poklesu se podílela výhradně tvorba hrubého kapitálu. Kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity naopak vykázala spotřeba vlády a čistý vývoz při obnoveném předstihu růstu vývozu před dovozem. Na straně nabídky přidaná hodnota ve zpracovatelském průmyslu nadále meziročně klesala, i když mírněji než v předchozím čtvrtletí. Kladný příspěvek k meziroční dynamice produktu měla pouze některá odvětví služeb. Mezera výstupu setrvala ve výrazně záporných hodnotách.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční pokles **domácí poptávky** se ve druhém čtvrtletí 2013 dále zřetelně prohloubil. Na dosaženém poklesu se nejvíce podílela změna stavu zásob, záporný příspěvek fixních investic byl oproti zásobám zhruba poloviční (Graf III.3.2). Vliv spotřeby domácností byl již neutrální. Pouze spotřeba vlády pokračovala v růstu a zmírňovala pokles celkové domácí poptávky.

Konečná spotřeba

Ve druhém čtvrtletí 2013 byl pokles **výdajů domácností na konečnou spotřebu**, pozorovaný od počátku předchozího roku, vystřídán meziroční stagnací (Graf III.3.3)²⁰. K zastavení dosavadního nepříznivého trendu spotřeby domácností došlo zejména v souvislosti s obnovou růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností a jeho meziroční stagnací v reálném vyjádření. Také postupně rostoucí důvěra domácností pravděpodobně podpořila výdaje domácností na konečnou spotřebu ve druhém čtvrtletí 2013 (Graf III.3.6).

Hrubý nominální disponibilní důchod, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, překmitl ve druhém čtvrtletí 2013 opět do meziročního růstu. V podmínkách utlumené ekonomické aktivity byl ale jeho růst mírný, když dosáhl jen $1,2\%$. Jeho **reálná kupní síla**²¹ se pak při klesající meziroční inflaci prakticky nezměnila (resp. se snížila jen o $0,1\%$; Graf III.3.3).

Ze **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu je přitom patrné, že k jeho meziročnímu růstu ve druhém čtvrtletí 2013 přispěla většina jeho složek, zejména meziroční pokles odváděných daní a sociálních příspěvků (Graf III.3.4). Příspěvek mezd a platů, které

19 Hodnocení výdajů i zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů čtvrtletních národních účtů revidovaných podle publikace ročních národních účtů za rok 2012.

20 V mezičtvrtletním měřítku se však spotřeba domácností po revizi národních účtů nepatrně snížila.

21 Měřena deflátorem spotřeby domácností.

představují objemově největší složku hrubého disponibilního důchodu domácností, byl ale ve sledovaném čtvrtletí jen mírný, zejména vlivem slabého růstu průměrné mzdy²².

Při meziroční stagnaci reálného disponibilního důchodu a spotřebních výdajů **míra úspor** domácností ve druhém čtvrtletí 2013 setrvala zhruba na úrovni 10 % (Graf II.2.18).²³

V první polovině roku 2013 tak pravděpodobně došlo k částečné změně ve **spotřebním chování domácností** ve srovnání s předchozím rokem. V roce 2012, kdy byla dynamika disponibilního důchodu domácností v průměru vyšší než spotřebních výdajů, rostla míra úspor (i když po revizi dat jen poměrně nevýrazně) a v chování domácností převažoval opatrnostní motiv. Přitom v loňském roce jejich reálné příjmy a výdaje meziročně klesaly. Ve druhém čtvrtletí 2013 však již při příznivější dynamice spotřeby a meziročně lehce nižší míře úspor nelze vyloučit vliv zlepšující se důvěry domácností na jejich rozhodování.

S popsaným vývojem korespondují poslední statistiky ČSÚ o **struktuře spotřeby domácností**, podle kterých v roce 2012 klesaly výdaje na většinu kategorií spotřebních statků a služby, pouze nákupy statků dlouhodobé spotřeby rostly. V této skupině pokračoval růst nákupů i v první polovině roku 2013, a také výdaje na služby se začaly zvyšovat. V ostatních skupinách však pokračoval dlouhodobý pokles výdajů domácností (Graf III.3.5).

Poslední dostupné **předstihové indikátory** poskytují smíšené signály o možném zlepšení vývoje spotřeby domácností v nejbližším období. I když maloobchodní prodej v červenci i srpnu meziročně rostl²⁴, jeho nárůst se téměř výhradně koncentroval do motoristického segmentu. V nemotoristickém segmentu meziroční růst prodeje zboží v těchto měsících kolísá kolem nulových hodnot. Na druhé straně poslední říjnové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ signalizovaly další ztelné zlepšení indikátoru spotřebitelské důvěry (Graf III.3.6). V jeho struktuře došlo nejen k příznivějšímu vnímání hospodářské a finanční situace spotřebitelů, ale také k poklesu úmyslu spořit. Tyto změny by se mohly v dalším období pozitivně projevit ve spotřebním chování domácností.

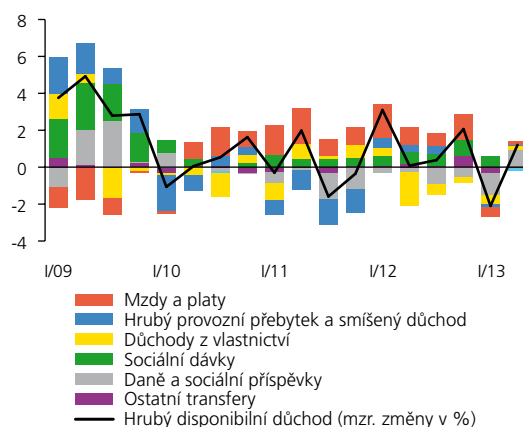
Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve druhém čtvrtletí 2013 zrychlily svůj meziroční růst na 1,8 %.

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Ve druhém čtvrtletí 2013 překřídil nominální hrubý disponibilní důchod zpět do meziročního růstu

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

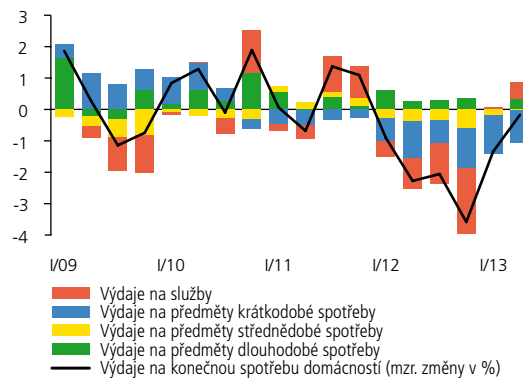


GRAF III.3.5

STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

Výdaje na statky krátkodobé spotřeby pokračovaly v poklesu, zvýšily se výdaje za služby a statky dlouhodobé spotřeby

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

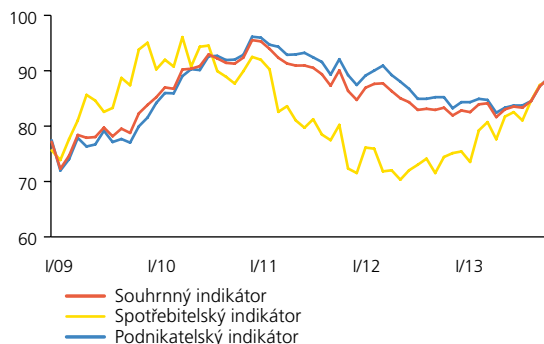


GRAF III.3.6

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů se znatelně zlepšila

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



22 Viz kapitola III.4 Trh práce.

23 Sezonně očištěný údaj. Mezičtvrtletně se míra úspor zvýšila o 0,1 procentního bodu, meziročně poklesla o 0,4 procentního bodu.

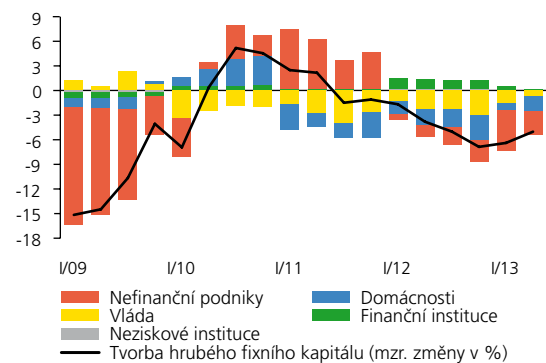
24 Podle sezonně očištěných údajů.

GRAF III.3.7

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Investice klesaly ve většině sledovaných sektorů

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

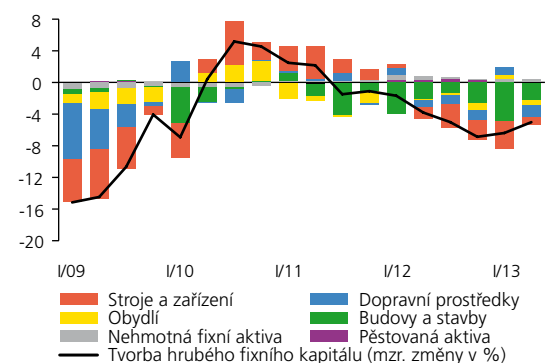


GRAF III.3.8

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice klesaly s výjimkou nehmotných aktiv ve všech ostatních skupinách

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

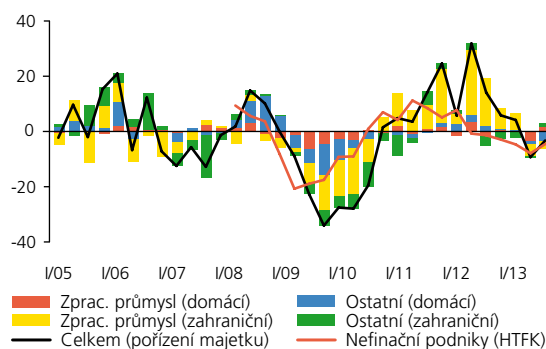


GRAF 1 (Box)

POŘÍZENÍ MAJETKU PODLE VLASTNICTVÍ PODNIKŮ A HRUBÁ TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Na vývoj investic mají v posledních letech největší vliv zahraniční podniky ve zpracovatelském průmyslu

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



Investice

Při přetrvávající nízké úrovni ekonomické aktivity a nejistotách podniků a domácností o budoucím vývoji ekonomiky byl vývoj investic i ve druhém čtvrtletí 2013 nadále značně utlumený (Graf III.3.7). Podle sezonně očištěných údajů meziroční pokles **fixních investic** ve druhém čtvrtletí 2013 dosáhl -5,2 %.

Pokles investic byl nadále vykazován v převážně většině sektorů ekonomiky, pouze sektor finančních institucí zaznamenal nevýrazný kladný příspěvek k meziroční dynamice celkových investic. Nejvíce se na meziročním poklesu celkových investic podílel **sektor nefinančních podniků**, i když se jeho záporný příspěvek po výrazném prohloubení v prvním čtvrtletí 2013 znatelně zmírnil (na -2,9 procentního bodu; Graf III.3.7).²⁵ Tomu odpovídalo zřetelné oslabení meziročního poklesu investic do strojů a zařízení (Graf III.3.8). Pokračující nízkou úroveň investiční aktivity v sektoru nefinančních podniků lze vidět především jako důsledek trvalé nízké poptávky po jejich produkci. Poslední údaje ČSÚ z července a srpna sice naznačují výrazné meziroční oživení nových průmyslových zakázek, to však pravděpodobně významněji neovlivní rozhodování podniků o investicích v blízkém období s ohledem na zápornou mezeru výstupu a nejistoty ohledně trvalosti oživení poptávky. Podrobnější pohled na vývoj investic nefinančních podniků z hlediska formy vlastnictví poskytuje níže uvedený BOX 3.

BOX 3

Porovnání investic a zaměstnanosti firem z hlediska vlastnictví a vývoje reinvestic

Cílem tohoto boxu je provést srovnání vývoje investic a zaměstnanosti podle typu vlastnictví firem (soukromé domácí, zahraniční) a dále ukázat, jak se vyvíjely výnosy z PZI u firem pod zahraniční kontrolou a jejich rozdělení na vyplacené dividendy a reinvestovaný zisk. Chování domácích a zahraničních podniků je porovnáváno pomocí čtvrtletních finančních tokových ukazatelů ČSÚ u hrubé tvorby kapitálu a zaměstnanosti. Jako rozhodné období pro členění podniků na domácí a zahraniční byly použity poslední dostupné údaje ze druhého čtvrtletí 2013.²⁶

Podnikové investice jsou sledovány pomocí ukazatele pořizování hmotného a nehmotného majetku, který je při předpokladu neměnnosti podílu odprodeje majetku²⁷ schopen zhruba aproximovat hrubou tvorbu fixního kapitálu. Graf 1 ukazuje,

25 Podle sezonně neočištěných údajů.

26 Z důvodu srovnatelnosti v čase bylo srovnání domácích a zahraničních podniků provedeno na stálém vzorku obsahujícím celkem 3086 soukromých podniků, které během celého sledovaného období 2004-2013 reportovaly úplná a spolehlivá data. V uvedeném výběru bylo zastoupeno 1190 zahraničních a 1896 domácích podniků, které ve sledovaném období v součtu zaměstnávaly téměř 870 tisíc zaměstnanců.

27 Hrubá tvorba fixního kapitálu je v národních účtech odhadována jako součet hodnoty pořizování hmotného a nehmotného majetku minus součet příjmů z prodeje tohoto majetku.

že na vývoj investic u sledovaného vzorku podniků mají největší vliv investice zahraničních podniků v exportně orientovaném zpracovatelském průmyslu, jejichž příspěvky mají v posledních letech výrazně procyklický charakter. Tomu odpovídá skutečnost, že cyklický průběh hrubé tvorby fixního kapitálu je v ČR tradičně silně korelován s vývojem zahraniční poptávky. Podobný obrázek jako u investic poskytuje i vývoj zaměstnanosti (Graf 2). Domácí podniky obvykle přispívají jak ke změnám investic, tak zaměstnanosti v podstatně menší míře. Výjimkou bylo pouze období po začátku ekonomické krize, kdy byl propad investic i zaměstnanosti zřetelný rovněž u domácích podniků.

Větší variabilita vývoje v podnicích pod zahraniční kontrolou ve sledovaných ukazatelích zřejmě odráží jejich větší pružnost jak na trhu práce, tak v produkci. PZI jsou navíc koncentrovány ve více cyklických odvětvích. Oba tyto faktory se následně promítají do vývoje výnosů z PZI a jejich rozdělování (Graf 3). Na počátku finanční krize výnosy z PZI absolutně poklesly a návazně se výrazně snížil i podíl reinvestovaných zisků na těchto výnosech, což koresponduje s daty o poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu podniků pod zahraniční kontrolou. Uvedený pokles reinvestovaného zisku byl také zčásti ovlivněn odlivem nerozděleného zisku z minulých let v období nedostatku likvidity mateřských firem na počátku globální finanční krize.

Také v **sektoru vlády** se meziroční pokles fixních investic ve druhém čtvrtletí 2013 zmírnil zhruba na polovinu (z -9,7 % v prvním čtvrtletí na -4,2 %). Jejich záporný příspěvek k celkovému meziročnímu poklesu investic se tak snížil pod úroveň 1 procentního bodu.

V **sektoru domácností** se však pokles fixních investic ve druhém čtvrtletí 2013 výrazně meziročně prohloubil (z -3,8 % v prvním čtvrtletí 2013 na -9,8 %). Přispěly k tomu zejména investice do obydlí, které z mírného růstu v prvním čtvrtletí 2013 opět překmitly do záporných meziročních hodnot (na -4,1 %; Graf III.3.9). Za nízkou poptávkou domácností po investicích do bydlení nadále stály především nejisté výhledy hospodářského vývoje a nezaměstnanosti. Rovněž na straně developerů byl zřejmý opatrný přístup k realizaci nových investic do bydlení, což indikoval pokračující dlouhodobý pokles počtu zahájených bytů. Poslední vývoj předstihových indikátorů sice naznačuje zmínění dosavadních nepříznivých tendencí (zvolnění poklesu počtu zahájených bytů, zlepšení spotřebitelské důvěry), avšak v podmínkách stále ještě nízké úrovně ekonomické aktivity nelze očekávat ztelné zlepšení poptávky domácností po investicích.

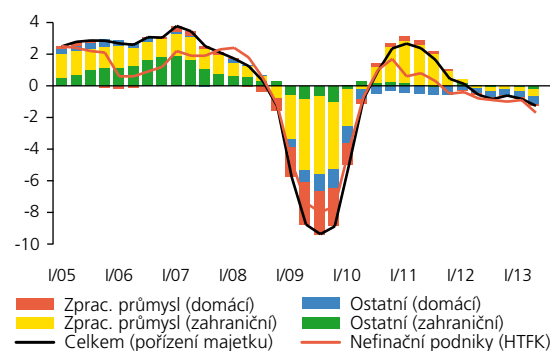
Také u meziroční **změny stavu zásob** došlo ve druhém čtvrtletí 2013 k prohloubení jejího záporného příspěvku k vývoji HDP (na -2,1 procentního bodu; Graf III.3.2). Prohloubení poklesu tvorby zásob v tomto čtvrtletí bylo pravděpodobně výsledkem souběhu doznívajícího vlivu předzásobení výrobců cigaret ze závěru roku 2012 a poklesu zásob

GRAF 2 (Box)

ZAMĚSTNANOST V PODNÍCÍCH PODLE VLASTNICTVÍ A CELKOVÁ ZAMĚSTNANOST

Zaměstnanost je obvykle ovlivňována zejména podniky pod zahraniční kontrolou, během krize však propadla i v domácích podnicích

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

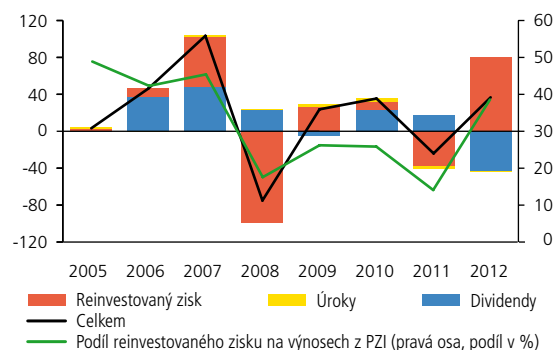


GRAF 3 (Box)

VÝVOJ VÝNOSŮ Z PZI A REINVESTIC

Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI se od počátku globální finanční krize výrazně snížil

(meziroční změny v mld.Kč, podíl v %)



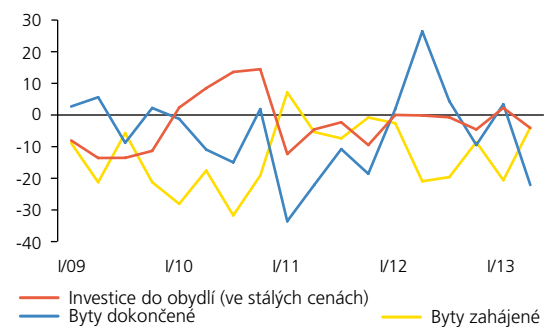
Poznámka: Údaje za rok 2012 jsou předběžné.

GRAF III.3.9

INVESTICE DO OBYDLÍ

Investice do obydlí se opět snížily

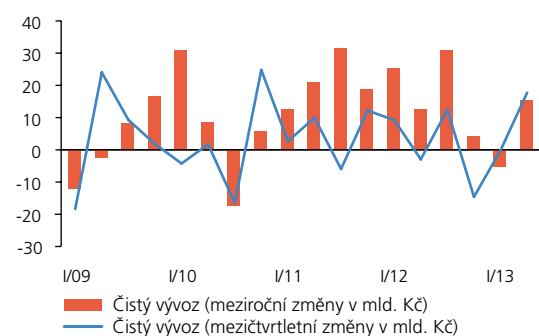
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.10

ČISTÝ VÝVOZ

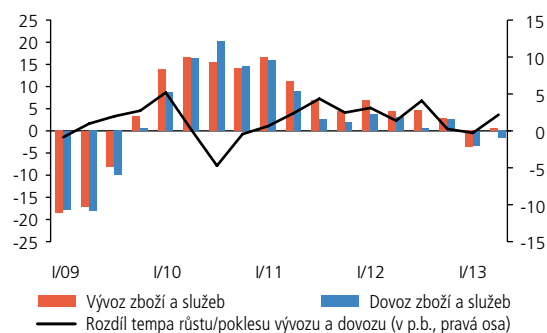
Ve druhém čtvrtletí 2013 se čistý vývoz opět meziročně zvýšil (sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



GRAF III.3.11

VÝVOZ A DOVOZ

Obrat zahraničního obchodu pokračoval v poklesu z předchozího čtvrtletí, který se však zmírnil (meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



ve velkoobchodě a v některých odvětvích průmyslu. S přihlédnutím k současné neobvykle nízké úrovni zásob nelze vyloučit jejich opětovné doplňování na horizontu prognózy. Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu však nelze v nejbližším období očekávat jejich výrazný nárůst.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve druhém čtvrtletí 2013 se meziroční růst **čistého vývozu zboží a služeb**²⁸ po poklesu v předchozím čtvrtletí opět obnovil (Graf III.3.10). Přebytek čistého vývozu se meziročně zvýšil o více než 15 mld. Kč. V mezičtvrtletním srovnání byl jeho nárůst ještě výraznější (téměř o 18 mld. Kč). Obnovený meziroční růst čistého vývozu byl především důsledkem vývoje obchodní bilance, jejíž přebytek se po poklesu v prvním čtvrtletí 2013 znovu zvýšil. Také mírné zvýšení přebytku bilance služeb přispělo k růstu čistého vývozu. Za těchto okolností byl příspěvek čistého vývozu k vývoji hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí 2013 – oproti předchozímu čtvrtletí, kdy byl mírně záporný – opět kladný (1,6 procentního bodu).

Meziroční růst čistého vývozu ve druhém čtvrtletí 2013 byl dosažen díky obnovenému předstihu růstové dynamiky vývozu před dovozem (Graf III.3.11).²⁹ **Celkový obchodní obrat** pokračoval v meziročním poklesu z předchozího čtvrtletí, který se ale díky zlepšení výsledků vývozu zmírnil. **Celkový vývoz** ve druhém čtvrtletí 2013 po předchozím poklesu opět meziročně vzrostl (o 0,6 %), což znamenalo zrychlení jeho růstové dynamiky oproti prvnímu čtvrtletí o více než 4 procentní body. Obnovený meziroční růst vývozu souvisel s přechodem vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů ze slabého poklesu do velmi mírného růstu. Ve struktuře se na dosaženém růstu celkového vývozu podílel vývoz zboží a vývoz služeb zhruba ve stejném rozsahu.

Celkový dovoz na rozdíl od vývozu setrval ve druhém čtvrtletí 2013 v meziročním poklesu, který se jen částečně zmírnil (na -1,6 %). Meziroční snížení celkového dovozu bylo spojeno s pokračujícím poklesem celkové domácí poptávky, který byl patrný zejména u dovozu komodit pro investiční účely. Ke zmírnění poklesu celkového dovozu naopak přispěl mírný růst dovozu služeb.

III.3.3 Nabídka

Ve druhém čtvrtletí 2013 se meziroční pokles **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách zmírnil (na -0,8 %; Graf III.3.12). V mezičtvrtletním srovnání přidaná hodnota po šesti čtvrtletích poklesu opět

²⁸ V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

²⁹ Zatímco v prvním čtvrtletí 2013 vývoz klesal meziročně výrazněji než dovoz, ve druhém čtvrtletí 2013 vývoz rostl při pokračujícím poklesu dovozu.

vzrostla (o 0,6 %). Pokračující meziroční snižování hrubé přidané hodnoty bylo i ve druhém čtvrtletí 2013 důsledkem působení slabé poptávky na výkony ve většině sledovaných odvětví, když kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty zaznamenala jen tři odvětví služeb³⁰.

V **průmyslu** se záporný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2013 znatelně zmírnil (na -0,4 procentního bodu). Přispěl k tomu **zpracovatelský průmysl**, kde meziroční pokles přidané hodnoty dosáhl pouze 0,5 %, což znamenalo již jen nepatrný záporný příspěvek k meziroční dynamice hrubé přidané hodnoty ve sledovaném čtvrtletí (-0,1 procentního bodu; Graf III.3.12). Za touto změnou stálo zřejmě především mírné oživení vnější poptávky, neboť tržby z přímého vývozu v průmyslu obnovily svůj meziroční růst (v běžných cenách na 3,1 %). Pokles domácích tržeb byl i po svém zmírnění ve druhém čtvrtletí 2013 stále poměrně výrazný. V **odvětví těžby a dobývání a výroby a rozvodu energií** meziroční pokles hrubé přidané hodnoty, na rozdíl od zpracovatelského průmyslu, výrazně zesílil a působil na vývoj hrubé přidané hodnoty v průmyslu opačným směrem.

K dalšímu oslabení záporné meziroční dynamiky hrubé přidané hodnoty v průmyslu došlo při znatelném zmírnění reálného poklesu **průmyslové produkce** (na -2,4 %; Graf III.3.13)³¹. Ve většině odvětví průmyslu produkce setrvala v meziročním poklesu, který však byl převážně mírnější než v předchozím čtvrtletí. Růst produkce z předchozího čtvrtletí si udržela odvětví výroba oděvů, zpracování dřeva, výroba základních farmaceutických výrobků a přípravků a ostatní zpracovatelský průmysl. V samotném druhém čtvrtletí 2013 pak ještě došlo k oživení růstu produkce v některých dalších váhově méně významných odvětvích. Ke zhoršení dynamiky vývoje průmyslové produkce oproti prvnímu čtvrtletí 2013 tak došlo u relativně menšího počtu odvětví. Nejvýznamnější byl propad produkce v odvětví těžba a dobývání, který přesáhl úroveň 20 %.

Poslední dostupné sezonně očištěné údaje ze srpna signalizují obnovení meziročního růstu průmyslové produkce (o 4,1 %; Graf III.3.13) po jejím rok trvajícím poklesu. Podle říjnových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ v průmyslu se poprvé od začátku roku 2012 snížil vliv nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu v průmyslu** (Graf III.3.14). **Využití výrobních kapacit** se mírně zvýšilo. Zároveň zřetelný meziroční nárůst zahraničních i domácích **nových průmyslových zakázek** v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2013 naznačuje zlepšování podmínek pro vývoj průmyslové produkce i v dalším období (Graf III.3.15).

30 Podle národních účtů ČSÚ Zdroje hrubého domácího produktu to bylo v odvětví činnosti v oblasti nemovitostí, peněžnictví a pojištnictví a ostatní služby.

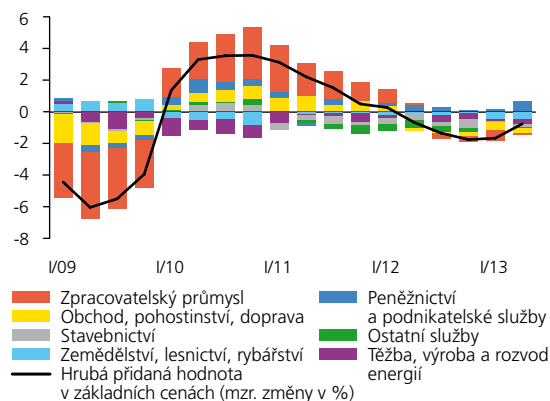
31 Podle sezonně očištěných údajů.

GRAF III.3.12

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Pokles hrubé přidané hodnoty se meziročně zmírnil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

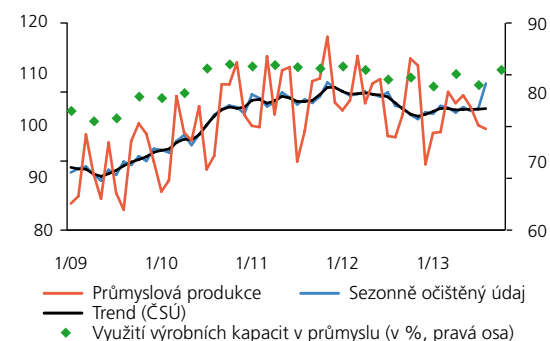


GRAF III.3.13

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Sezonně očištěný objem průmyslové produkce v srpnu skokově vzrostl

(bazický index, rok 2010 = 100)

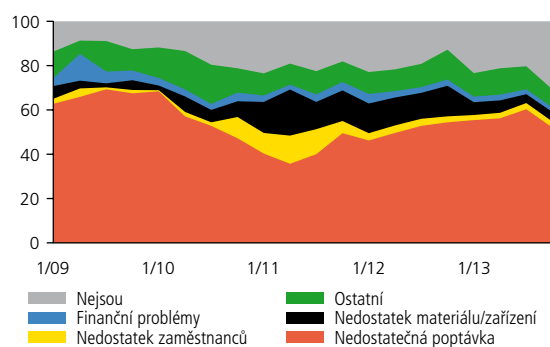


GRAF III.3.14

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se po dlouhé době snížil

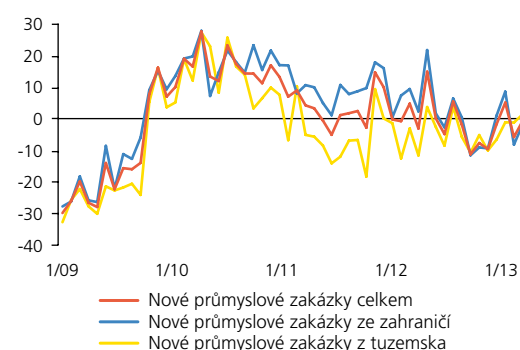
(v %)



GRAF III.3.15

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

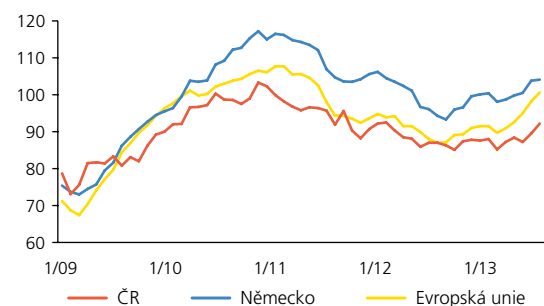
Růst nových průmyslových zakázek v srpnu výrazně zrychlil
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

EKONOMICKÝ SENTIMENT

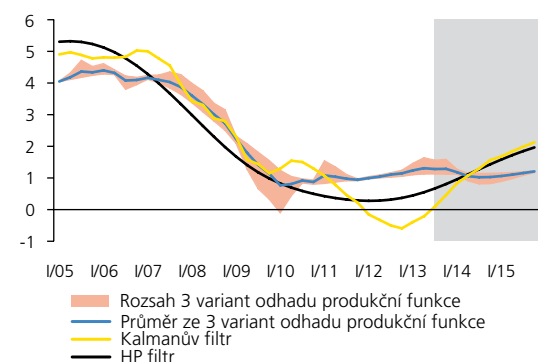
Ekonomický sentiment v ČR, Německu a EU se dále zlepšuje
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



GRAF III.3.17

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

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



Příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl kladný (0,2 procentního bodu). Na tomto výsledku se nadále nejvíce podílelo odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, kde hrubá přidaná hodnota rostla v první polovině roku 2013 výrazným meziročním tempem (ve druhém čtvrtletí 2013 o 15,8 %).³² V odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství však přidaná hodnota nadále klesala. Poslední statistiky ČSÚ zatím nesignalizují výraznější oživení růstu přidané hodnoty v obchodu ve třetím čtvrtletí 2013, když nárůst tržeb v červenci a srpnu se koncentroval jen do motoristického segmentu, zatímco růst prodeje v ostatních segmentech kolísal kolem nulových hodnot.

Ve **stavebnictví** byl vývoj hrubé přidané hodnoty i ve druhém čtvrtletí 2013 nepříznivě ovlivněn přetrvávajícím silným útlumem poptávky po stavebních pracích. V těchto podmínkách hrubá přidaná hodnota v meziročním vyjádření setrvala v poklesu, který se opět prohloubil (na -2,4 %; Graf III.3.12). Přispělo k tomu další mírné zesílení meziročního poklesu produkce pozemního i inženýrského stavitelství v tomto období na úrovni dvouciferných hodnot. Rovněž poslední dostupné údaje ČSÚ nesignalizují zlepšení dosavadního trendu, neboť v srpnu nadále klesala nejen stavební produkce, ale i počet a orientační hodnota vydaných stavebních povolení.

Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu, vycházející z údajů za srpen a září, signalizuje zlepšení vývoje tohoto indikátoru jak v ČR, tak v Německu a v EU jako celku. Pokračuje tak trend, který je v Německu a EU patrný od druhé poloviny předchozího roku (Graf III.3.16). Obdobný vývoj zaznamenal **souhrnný indikátor důvěry** podle výsledků konjunkturního šetření ČSÚ (Graf III.3.6). Záporný rozdíl mezi ekonomickým sentimentem v ČR a Evropské unii jako celku se však při jeho rychlejšímu růstu v EU než v ČR prohloubil.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve druhém čtvrtletí 2013 meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**³³ nepatrně vzrostlo, i nadále se však nacházelo jen mírně nad 1% hranicí (Graf III.3.17). Oživení ekonomické aktivity pozorované ve druhém čtvrtletí pak vyústilo v lehké přivření mezery výstupu, která se ale i navzdory tomu nacházela hluboko v záporných číslech (-3,4 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). V letošním roce naznačuje tato

32 Tento vývoj byl ovlivněn zejména dvouciferným růstem HPH v odvětví pojišťovnictví jak vlivem nízké srovnávací základny předchozího roku, tak vlivem rozpuštění rezerv pojišťoven před výplatou povodňových náhrad.

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

metoda stabilní meziroční vývoj potenciálního produktu s jeho opětovným pozvolným oživením na vzdálenějším horizontu prognózy. Mezera výstupu by se pak při obnovení ekonomického růstu měla postupně uzavírat, přičemž k nule se přiblíží až v závěru roku 2015.

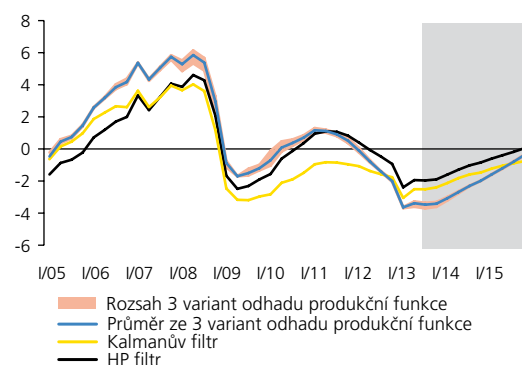
Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce³⁴ rovněž ukazuje na jejich stabilní vývoj v porovnání s prvním čtvrtletím 2013. Na prognóze ale odhad naznačuje postupné zmírňování jak příspěvku kapitálu, tak příspěvku zaměstnanosti, zatímco pozvolna zvyšující se kladný příspěvek produktivity bude tyto vlivy kompenzovat. V souhrnu tak meziroční dynamika potenciálního produktu v základní variantě zrychlí jenom nepatrně k hodnotám kolem 1,2 % v roce 2015 (Graf III.3.19).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³⁵ indikuje ztuhlé tempo růstu potenciálního produktu (0,5 % ve druhém čtvrtletí 2013) než výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je dle této metody v nejbližším období mírně uzavřenější a HP filtr naznačuje při mírně zrychlujícím tempu růstu potenciálního produktu její o něco dřívější uzavření v roce 2015. **Kalmanův filtr** indikuje ve druhém čtvrtletí 2013 setrvání meziročního růstu potenciálního produktu v záporných hodnotách. Na prognóze se však růst potenciálního produktu opět obnoví a jeho tempo zrychlí nad úroveň 2 % v roce 2015. V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce indikuje také Kalmanův filtr v současné době mírnější otevření mezery výstupu do záporných hodnot, ale i její pomalejší uzavírání na horizontu prognózy.

GRAF III.3.18

MEZERA VÝSTUPU

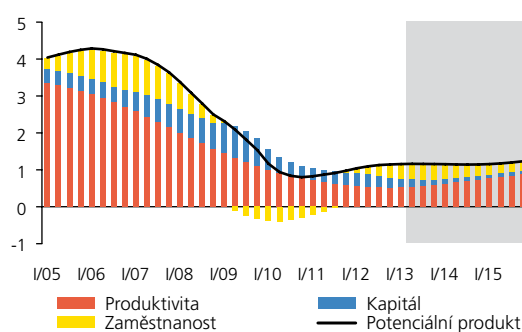
Mezera výstupu se ve druhém čtvrtletí 2013 mírně uzavřela, nadále je však výrazně záporná
(v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.19

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

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



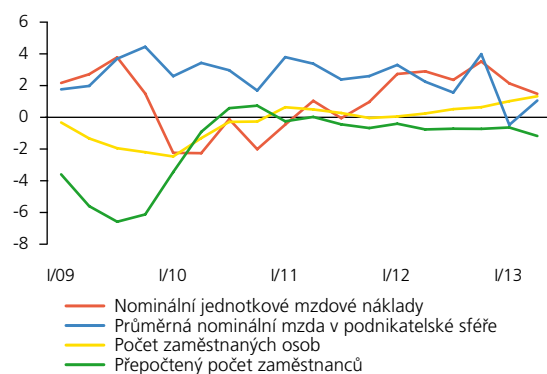
34 V její základní variantě.

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

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

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

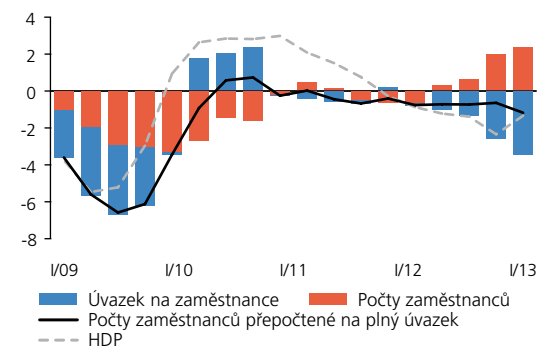


GRAF III.4.2

PŘEPOČTENÉ POČTY ZAMĚSTNANCŮ

Pokles průměrného pracovního úvazku na zaměstnance se prohloubil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

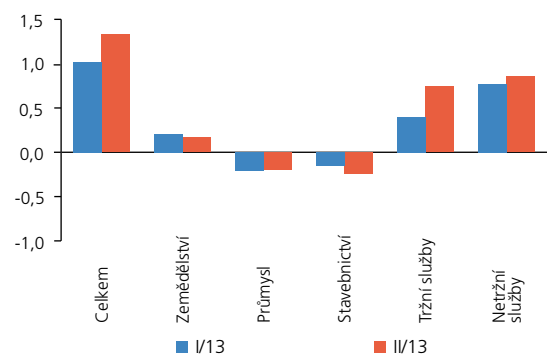


GRAF III.4.3

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se téměř výhradně podílely služby

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



III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i ve druhém čtvrtletí 2013 ovlivňován předchozím útlumem ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců sice vzrostly, nicméně zároveň pokračovalo zkracování pracovních úvazků v řadě odvětví v důsledku nízké poptávky, takže počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky dále klesal. Při souběhu již jen nepatrně rychlejšího růstu pracovní síly než zaměstnanosti se obecná míra nezaměstnanosti meziročně jen slabě zvýšila. Podíl nezaměstnaných osob se ale zvýšil výrazněji. Zmírnění poklesu ekonomické aktivity vedlo ke zvolnění poklesu národohospodářské produktivity práce a zpomalení tempa růstu mzdové náročnosti produktu.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Vývoj zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2013 naznačoval pokračování růstového trendu trvajících od počátku předchozího roku (Graf III.4.1). Tempo meziročního růstu **celkové zaměstnanosti**³⁶ dále zrychlilo jak v meziročním (na 1,3 %), tak v mezičtvrtletním srovnání (na 0,4 %)³⁷. Na tomto vývoji se podílela skupina zaměstnanců³⁸, jejíž růst zesílil až na 2,4 %, zatímco počty podnikatelů pokračovaly v meziročním poklesu z prvního čtvrtletí 2013.

Podobně jako v předchozích čtvrtletích stálo za zřetelným nárůstem počtu zaměstnanců ve druhém čtvrtletí 2013 výraznější využívání alternativních forem zaměstnávání, především v podobě kratších pracovních úvazků. Tuto skutečnost potvrzoval i pokračující meziroční pokles **přepočteného počtu zaměstnanců** (Graf III.4.2), který zohledňuje i výši průměrného úvazku zaměstnanců. Tento indikátor, odrážející cyklickou pozici domácí ekonomiky lépe než vývoj celkové zaměstnanosti, se ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně snížil o 1,2 %. Na dosaženém poklesu se podílel podnikatelský sektor (zejména průmysl a stavebnictví), v nepodnikatelské sféře přepočtený počet zaměstnanců dále vzrostl.

Prostřednictvím zkracování pracovních úvazků tak zaměstnavatelé nadále řešili otázku **přizpůsobení zaměstnanosti** při nejistotách o budoucím vývoji poptávky. Tím dosáhli racionalizaci mzdových nákladů po předchozím útlumu produkce a současně snížili riziko ztráty stálých kvalifikovaných pracovníků, které by bylo obtížné hledat – v nyní počínající – fázi oživení. Zkrácené úvazky byly využívány i v jiných případech, zejména při návratu do práce po rodičovské dovolené.

Na dosaženém meziročním růstu zaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí 2013 podílel téměř výhradně **terciární sektor**. Byly to především netržní služby (Graf III.4.3), kde vzrostly počty zaměstnaných osob zejména

36 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

37 Jde o sezonně očištěný údaj.

38 Včetně členů produkčních družstev.

v odvětví veřejné správy a obrany a v menší míře i ve zdravotní a sociální péči. Růst zaměstnanosti v sektoru tržních služeb zesílil a koncentroval se především do informačních a komunikačních činností, kde se počet zaměstnaných po předchozím poklesu meziročně zvýšil více než o pětinu. Vzrostl také počet zaměstnaných osob v **primárním sektoru** (v zemědělství), jeho podíl na celkovém meziročním růstu zaměstnanosti byl však oproti službám daleko méně významný (Graf III.4.3).

V **sekundárním sektoru** však v podmínkách trvající slabé domácí i zahraniční poptávky (zejména ve stavebnictví) se počet zaměstnaných osob dále snižoval. V průmyslu, kde se již ve druhém čtvrtletí 2013 meziroční útlum produkce zmírnil, pokles zaměstnanosti setrval na úrovni předchozího čtvrtletí. Ve stavebnictví však přetrvával hluboký propad poptávky a pokles zaměstnanosti zesílil. Podle posledních údajů ČSÚ se snižování počtu zaměstnanců v průmyslu v červenci a srpnu 2013 zmírnilo (na -1,2 % v srpnu).³⁹ Ve stavebnictví naopak pokračoval jejich výrazný propad, který v srpnu dosáhl -8,8 %.

Již jen nepatrně rychlejší růst pracovní síly⁴⁰ než zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2013 vyústil ve slabé meziroční zvýšení **obecné míry nezaměstnanosti**⁴¹ (Graf III.4.4). Mezičtvrtletně nezaměstnanost po sezonním očištění poklesla na hodnotu 7 %. Meziroční růst pracovní síly byl především výsledkem rostoucí **míry ekonomické aktivity**⁴² ve všech věkových skupinách, když celková míra ekonomické aktivity dosáhla nejvyšších hodnot v historii ČR (72,9 % po sezonním očištění). Ke zvýšení míry ekonomické aktivity přispělo mimo jiné i prodloužení hranice odchodu do starobního důchodu a demografický vývoj. Podle červencových a srpnových údajů sezonně očištěná míra nezaměstnanosti setrvala na 7 % a míra ekonomické aktivity zhruba stagnovala.

Meziroční i mezičtvrtletní růst **podílu nezaměstnaných osob**⁴³ pokračoval i ve druhém čtvrtletí 2013 (Graf III.4.4). Ve třetím čtvrtletí 2013 se pak sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob dále zvýšil (na 7,8 %), což bylo způsobeno jak nárůstem počtu registrovaných nezaměstnaných, tak pokračujícím poklesem populace v dané věkové skupině.

Poslední údaje za třetí čtvrtletí 2013 indikují další mírné zhoršování situace na trhu práce, když postupný posun **Beveridgeovy křivky**⁴⁴ zhruba východním směrem je dán pokračujícím nárůstem počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání při přetrvávajícím nízkém počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

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

40 Pracovní síla se zvýšila nejvíce ve věkové skupině 60 let a více.

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

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

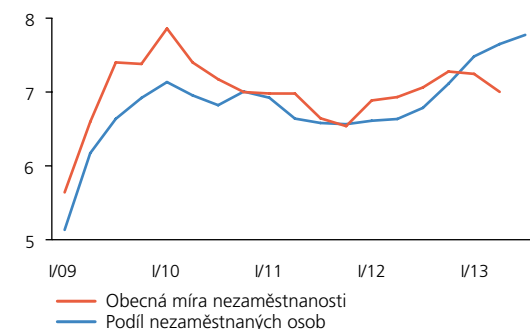
43 Podíl nezaměstnaných osob je výsledkem poměru dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku. Jedná se o ukazatel MPSV.

44 Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1.1.2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst.

GRAF III.4.4

UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

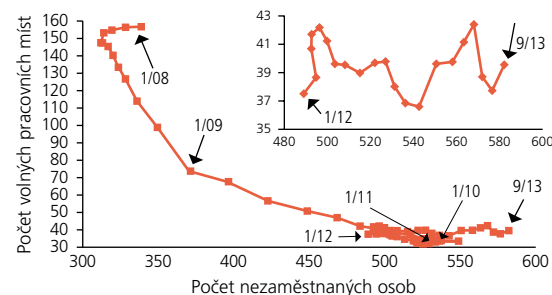
Obecná míra nezaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí 2013 meziročně slabě zvýšila, mezičtvrtletně však poklesla, na rozdíl od podílu nezaměstnaných osob
(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

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



TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

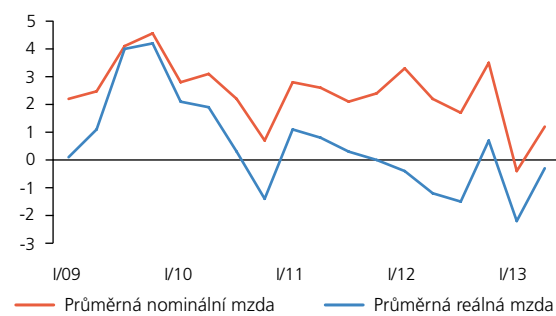
Průměrná nominální mzda rostla ve druhém čtvrtletí 2013 jen slabě
(meziroční změny v %)

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

GRAF III.4.6

PRŮMĚRNÁ MZDA

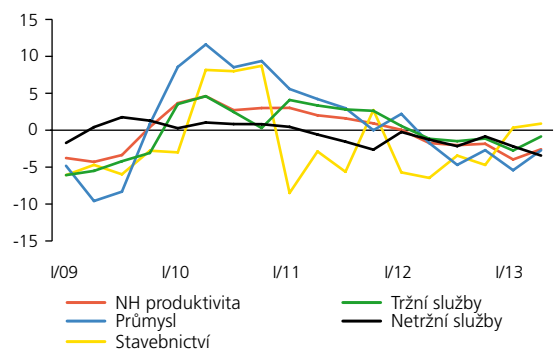
Po odeznění vlivu daňové optimalizace se růst mezd pohybuje lehce nad 1 %
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.7

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

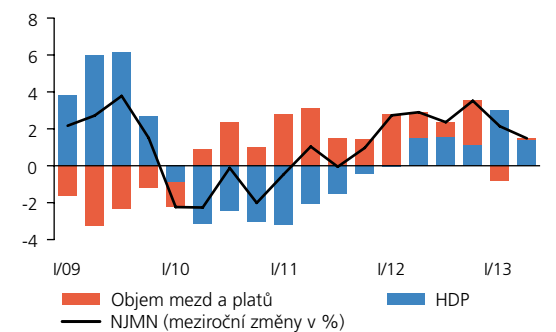
Pokles národně hospodářské produktivity práce se zmírnil, a to zejména vlivem vývoje v průmyslu
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.8

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Došlo k dalšímu zmírnění růstu NJMN
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



III.4.2 Mzdy a produktivita

Po odeznění jednorázových vlivů na meziroční vývoj **průměrné nominální mzdy** na přelomu let 2012 a 2013, spojených s daňovou optimalizací, byl meziroční růst průměrné nominální mzdy ve druhém čtvrtletí 2013 nízký (1,2 %; Graf III.4.6). Bylo to dáno především slabou dynamikou průměrné mzdy v podnikatelské sféře, v nepodnikatelské sféře byl její růst výraznější. Při snižující se meziroční inflaci byl pak pokles **reálné průměrné mzdy** zřetelně slabší než v předchozím čtvrtletí, když dosáhl hodnoty -0,3 %.

V **podnikatelské sféře** se průměrná nominální mzda vrátila po odeznění jednorázových dopadů způsobených změnami daní a odvodů od 1.1.2013⁴⁵ ke slabému růstu (meziročně ve druhém čtvrtletí 2013 o 1,1 %; Tab. III.4.1). Toto nízké tempo růstu svědčilo o dopadech nízké úrovně ekonomické aktivity a převahy nabídky nad poptávkou na trhu práce. Tento poznatek potvrzuje i meziroční vývoj **průměrné mzdy v jednotlivých odvětvích**: s výjimkou odvětví vzdělávání a ubytování a stravování byl meziroční nárůst průměrné mzdy nízký a zhruba ve třetině odvětví průměrná mzda meziročně klesala. Reálná průměrná mzda v podnikatelské sféře meziročně klesala (o 0,4 %; Tab. III.4.1).

Naopak v **nepodnikatelské sféře** se průměrná nominální mzda ve druhém čtvrtletí 2013 po předchozí meziroční stagnaci opět zvýšila (o 1,9 %). Za tímto vývojem stál výrazný meziroční nárůst průměrné mzdy v ústředních vládních institucích (o 4,5 %), zatímco v místních vládních institucích se mzdy snížily. Po delším období meziročního poklesu vzrostla v tomto sektoru i reálná průměrná mzda, když nominální růst průměrné mzdy převýšil klesající meziroční inflaci (Tab. III.4.1).

Výrazné zmírnění poklesu reálného hrubého domácího produktu se i přes rychlejší růst zaměstnanosti projevilo ve zpomalení poklesu **národně hospodářské produktivity práce**⁴⁶ ve druhém čtvrtletí 2013 (meziročně na -2,6 %; Graf III.4.7). V rámci odvětví k tomu přispěl nejvíce průmysl, kde výrazný pokles produktivity z prvního čtvrtletí 2013 zvolnil na polovinu vlivem zřetelného zmírnění poklesu přidané hodnoty v tomto sektoru.

Uvedený vývoj ekonomické aktivity se při zhruba stagnujícím objemu mezd a platů projevilo v dalším zpomalení meziročního růstu **mzdové náročnosti produktu**⁴⁷ ve druhém čtvrtletí 2013 (meziročně na 1,5 %; Graf III.4.8). V rámci odvětví NJMN rostly zhruba 2% tempem v průmyslu a netržních službách, kde byl pokles hrubé přidané hodnoty doprovázen růstem objemu mzdových prostředků. Ve stavebnictví a tržních službách NJMN klesaly.

45 Od 1.1.2013 došlo ke zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění.

46 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

47 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 v průběhu třetího čtvrtletí 2013 zrychlila. Pokračoval přitom růst peněžního agregátu M1, který je i nadále jedinou složkou přispívající k růstu M2. I přes slabé zrychlení dynamiky podnikových úvěrů zůstává roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru jako celku na nízkých úrovních, když v srpnu dosáhla 3 %. Růst úvěrů domácnostem stagnoval. Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům se dále zvýšila, zatímco růst čistých finančních aktiv domácností zpomalil. Meziroční pokles nových podnikových úvěrů se zmírnil, růst nových úvěrů domácnostem kolísal a byl ovlivňován též refinancováním a konsolidací starých úvěrů. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v podmínkách stagnace 3M PRIBORu a dosažení letošního maxima dlouhodobých sazeb finančního trhu vykazovaly v srpnu tendenci ke slabému růstu. Ukazatele hospodaření nefinančních podniků se mírně zlepšily. U nabídkových cen starších bytů došlo k dílčímu oživení, realizované ceny v Praze stagnovaly, zatímco ceny mimo Prahu nadále klesaly.

III.5.1 Peníze

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2013 zvýšila a v srpnu dosáhla 4,7 % (Graf III.5.1). Ke zvýšené dynamice M2 přispívalo zrychlení růstu podnikových vkladů. Ve srovnání s předkrizovým obdobím však zůstává růst M2 na výrazně nižší úrovni. Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se vyvíjela obdobně jako u M2 a oproti průměru za eurozónu byla o zhruba tři procentní body vyšší. Meziroční pokles rychlosti obrátu M2 se při obnoveném růstu nominálního HDP ve druhém čtvrtletí 2013 zmírnil.

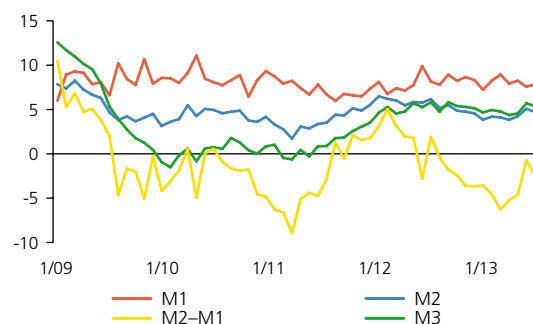
Preference likvidity udržovala dynamiku peněžního agregátu M1 na úrovni okolo 8 %. Růst jednodenních vkladů domácností a nefinančních podniků zůstal poměrně silný. Roční míra růstu oběživa je naproti tomu jen mírná s lehkou tendencí k postupnému zrychlování. Pokles krátkodobých termínovaných vkladů (zahrnutých v peněžním agregátu M2–M1) se zmírnil v důsledku přírůstku vkladů nefinančních podniků do neobchodovatelných cenných papírů zahrnutých v této kategorii. Dlouhodobé termínované vklady v podmínkách nízkých úrokových sazeb nadále slabě klesaly (Graf III.5.2). Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných a jednodenních vkladů domácností se snížilo.

Z hlediska **sektorové struktury** vkladů zahrnutých v M2 se v průběhu třetího čtvrtletí 2013 zvýšil příspěvek vkladů nefinančních podniků a finančních neměnových institucí (jiných než pojišťoven a penzijních fondů) k růstu M2. Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků dosáhla 4,8 %. Její zvýšení koresponduje především s obnovením růstu pohotové likvidity podniků. Naopak příspěvek vkladů domácností dále klesal a byl nejnížší za posledních několik let (Graf III.5.3). V tom se odráželo zpomalení roční míry růstu vkladů domácností na 2,7 %.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

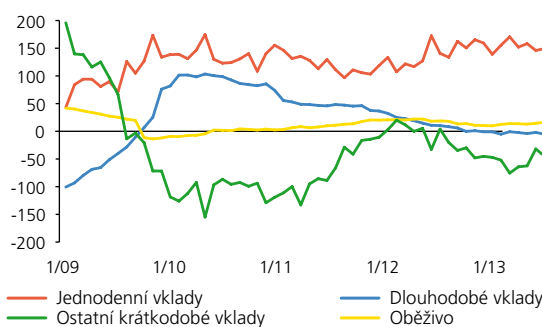
Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 se ve třetím čtvrtletí 2013 zvýšila
(roční míry růstu v %)



GRAF III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

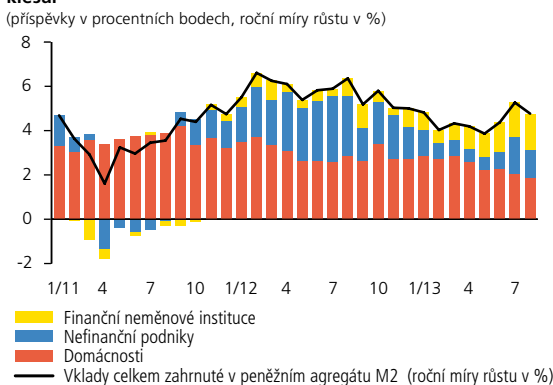
Vysoce likvidní peníze byly nadále jedinou složkou přispívající k růstu M2, pokles krátkodobých termínovaných vkladů se ale zmírnil
(roční toky v mld. Kč)



GRAF III.5.3

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

Příspěvek vkladů nefinančních podniků k růstu M2 se ve třetím čtvrtletí 2013 zvýšil, zatímco u domácností dále klesal
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



TAB. III.5.1

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

Poptávka po úvěrech se u podniků výrazněji neměnila, zatímco u úvěrů na bydlení rostla; úvěrové standardy banky ponechaly prakticky beze změny

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

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

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 vázány objemem úvěrů daného typu.

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

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

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

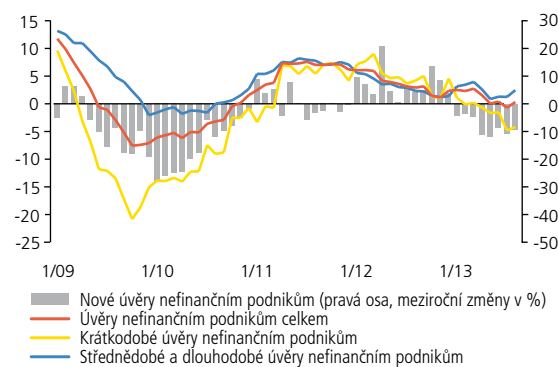
d) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve třetím čtvrtletí 2013.

GRAF III.5.4

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Úvěry nefinančním podnikům slabě vzrostly

(roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** se v srpnu 2013 zvýšila na 3 %. V tom se projevovala nepatrně vyšší dynamika podnikových úvěrů. Dle šetření úvěrových podmínek bank se poptávka podniků po úvěrech ve třetím čtvrtletí 2013 téměř nezměnila. Na straně nabídky se úvěrové standardy při schvalování úvěrů rovněž výrazněji neměnily, a to v žádném z hlavních segmentů úvěrového trhu (Tab. III.5.1).⁴⁸ Výsledky šetření tak odpovídají fázi odpoutávání se ode dna ekonomického cyklu.

Úvěry nefinančním podnikům se po předchozím poklesu v srpnu meziročně zvýšily o 0,3 %. To odráželo zmírnění poklesu krátkodobých úvěrů a vyšší růst úvěrů s delší splatností (Graf III.5.4). K růstu úvěrů přispívaly úvěry poskytované do činností v oblasti nemovitostí, zpracovatelského průmyslu a zemědělství při zpomalení dynamiky úvěrů do odvětví obchodu a poklesu úvěrů poskytnutých podnikům ve stavebnictví. Meziroční pokles nově sjednaných úvěrů podnikům se zmírnil. Poptávka podniků po úvěrech se přitom dle bank ve třetím čtvrtletí 2013 v souhrnu výrazněji neměnila (obdobný vývoj je očekáván i v závěru letošního roku). Nepříznivě na poptávku ve třetím čtvrtletí působila snaha podniků o vyšší financování z vnitřních zdrojů, naopak ve směru jejího růstu působilo financování restrukturalizace dluhů při odeznívání růstu poptávky po úvěrech na financování fúzí/akvizic a restrukturalizací podniků. Propad poptávky po úvěrech na financování fixních investic se zastavil, potřeba financování provozu a zásob měla na poptávku neutrální vliv.⁴⁹

Růst úvěrů byl v posledních měsících slabý u **domácích podniků i u podniků pod zahraniční kontrolou** (Graf III.5.5). K růstu úvěrů na počátku letošního roku přispívaly zejména úvěry poskytované domácím podnikům, zatímco příspěvek úvěrů podnikům pod zahraniční kontrolou byl záporný. To zřejmě odráželo snahu druhé uvedené skupiny podniků o racionalizaci nákladů a snižování dluhového zatížení, což je trend patrný i v eurozóně. Nižší poptávka po úvěrech však byla doprovázena zvýšenou emisí dluhových cenných papírů, a to s vyšší intenzitou u domácích podniků. Dle údajů ČSÚ se ve druhém čtvrtletí 2013 emise dluhopisů dále meziročně zvýšila o cca 81 % u domácích podniků a o 28 % u podniků pod zahraniční kontrolou.

⁴⁸ V eurozóně se dle šetření úvěrových podmínek bank pro druhé čtvrtletí 2013 pokles poptávky po úvěrech v čistém vyjádření zmírnil, a to nejvýrazněji u úvěrů domácnostem (jejich vývoj obvykle v eurozóně předchází vývoj reálného HDP v průměru o jedno čtvrtletí – *Monthly Bulletin ECB, September 2013*). To bylo doprovázeno dalším, byť slabším, zpřísněním úvěrových standardů u úvěrů domácnostem ve srovnání s předchozím obdobím, u podnikových úvěrů pokračovalo zpřísnění standardů v nezměněném rozsahu. Obdobný vývoj banky očekávaly i pro třetí čtvrtletí tohoto roku.

⁴⁹ Úvěrové standardy banky dle uvedeného šetření ve třetím čtvrtletí 2013 v souhrnu nezměnily, když rizika spojená s výhledem celkové ekonomické situace a určitých odvětví působila na zpřísnění úvěrových standardů méně než v předchozích obdobích (resp. neutrálně). Standardy se neměnily u úvěrů malým a středním podnikům, u velkých podniků se poprvé za poslední rok uvolnily.

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** v srpnu 2013 dosáhla 4,5 %. Stabilní růst stavu úvěrů domácnostem celkem i obou jejich hlavních složek, tj. úvěrů na bydlení i spotřebitelských úvěrů, přitom poněkud kontrastuje se značně kolísavým vývojem nových úvěrů v obou zmíněných segmentech (Graf III.5.6).

Roční míra růstu **úvěrů na bydlení** zhruba stagnovala. V její struktuře dynamika hypoték přetrvávala na úrovni 6 % při lehkém prohloubení poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Úvěrové standardy u úvěrů na bydlení přitom banky ve třetím čtvrtletí 2013 výrazněji neměnily.⁵⁰ Počet a objem nových hypoték nadále rostl. Poptávka po úvěrech na bydlení se ve třetím čtvrtletí dle vnímání bank zvyšovala též vlivem zvýšeného příspěvku refinancování starých úvěrů, dopad na zvýšení stavů úvěrů, které by financovaly koupi či výstavbu nemovitostí pro bydlení, byl tudíž omezený. Příznivě na poptávku dále působilo zlepšování spotřebitelské důvěry a očekávaný růst cen nemovitostí. Podle Hypoindexu je zřejmě podíl počtu nových hypoték spojených zejména s refinancováním starých úvěrů již poblíž svého vrcholu a k růstu **počtu nových hypoték** přispívaly v září 2013 ztlačně i hypotéky na nákup nemovitostí (Graf III.5.7). Podíl počtu hypoték na refinancování je přitom výrazně vyšší než v loňském roce a pohybuje se v rozmezí 25 až 29 %.⁵¹

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** od bank se v srpnu 2013 nadále pohybovala v blízkosti 2 %, zatímco růst těchto úvěrů čerpaných od nebankovních institucí zpomalil (na 3 %). Meziroční růst nových spotřebitelských úvěrů kolísá na poměrně vysokých hodnotách (Graf III.5.6). Poptávka po spotřebitelských úvěrech byla z pohledu bank ve třetím čtvrtletí 2013 tlumena nižšími výdaji domácností na zboží dlouhodobé spotřeby a ukončením marketingových kampaní z první poloviny tohoto roku. Na druhou stranu nadále rostla poptávka domácností po konsolidaci starých úvěrů.⁵²

Celková **zadluženost domácností** ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu se ve druhém čtvrtletí 2013 oproti předchozímu období dále zvýšila, a to na 55 %, včetně ostatních závazků na 65 %. Zůstává však stále na výrazně nižší úrovni než je průměr za eurozónu, kde zadluženost dosahuje zhruba 100 %. V růstu zadluženosti domácností se v ČR odráželo výraznější zvýšení dluhu oproti příjmům. Úrokové zatížení domácností ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu se vlivem poklesu úrokových sazeb ve sledovaném období v čistém vyjádření nepatrně snížilo na 1,9 % (Graf III.5.8).

50 Dalšímu uvolnění standardů bránilo dle vnímání bank zvýšené náklady financování spojené s růstem dlouhodobých úrokových sazeb finančního trhu. U podmínek při schvalování úvěrů na bydlení se tento faktor projevoval ve snižování průměrných úrokových marží vyjádřených rozpětím klientských a referenčních sazeb bank.

51 Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 banky předpokládají mírné zpřísnění úvěrových standardů, poptávka by měla dle jejich vnímání zůstat stejná.

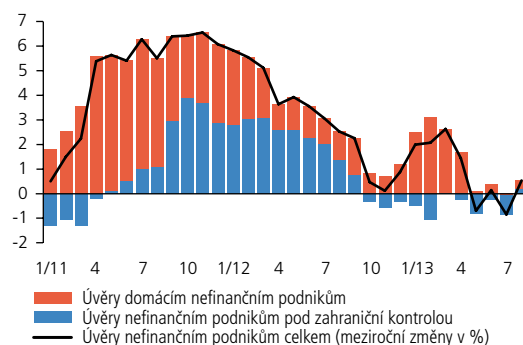
52 Na straně nabídky se úvěrové standardy a podmínky při schvalování spotřebitelských úvěrů ve třetím čtvrtletí 2013 výrazněji neměnily. Obdobný vývoj nabídky i poptávky po spotřebitelských úvěrech banky očekávají i v závěru letošního roku.

GRAF III.5.5

ÚVĚRY PODLE VLASTNICTVÍ NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst úvěrů byl slabý u domácích podniků i u podniků pod zahraniční kontrolou

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

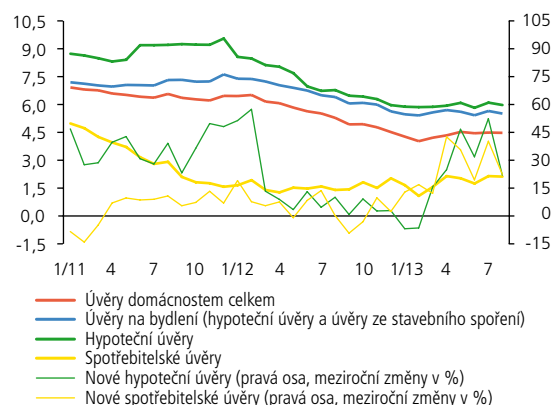


GRAF III.5.6

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Roční míra růstu úvěrů domácnostem se v posledních měsících téměř nemění

(roční míry růstu v %, meziroční změny v %)

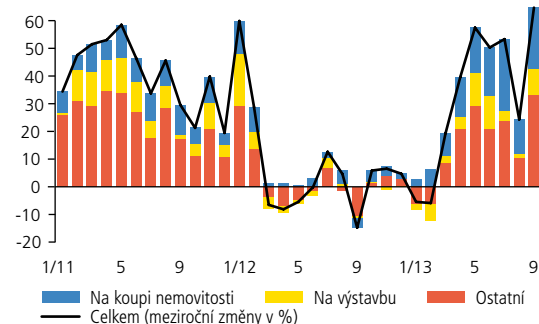


GRAF III.5.7

STRUKTURA POČTU NOVÝCH HYPOTÉK

Podíl počtu nových hypoték spojených zejména s refinancováním starých úvěrů je zřejmě poblíž svého vrcholu

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

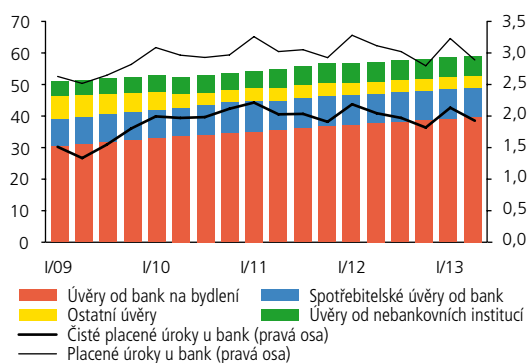


GRAF III.5.8

ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům ve druhém čtvrtletí 2013 dále pozvolna roste

(poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)



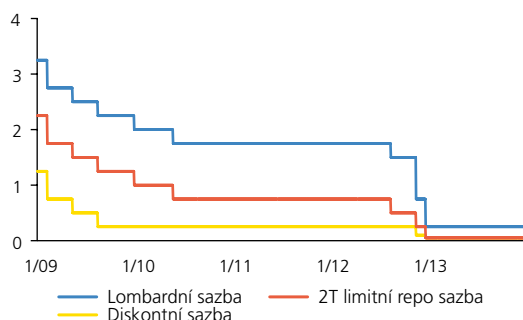
Poznámka: Čisté placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. Placené úroky zahrnují úrokové náklady domácností spojené s čerpáním úvěrů.

GRAF III.5.9

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB ve třetím čtvrtletí 2013 své základní úrokové sazby ponechala na „technicky nulové“ úrovni

(v %)

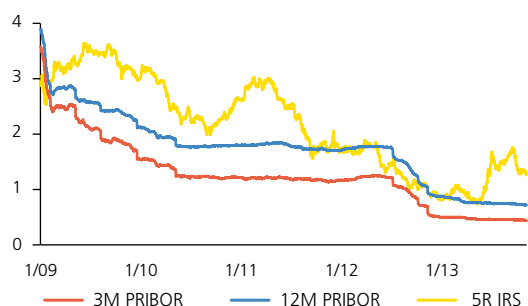


GRAF III.5.10

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly, sazby s delší splatností dosáhly svého letošního maxima na počátku září a poté klesly

(v %)



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve třetím čtvrtletí 2013 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní pokles tržních úrokových sazeb na nulovou úroveň a jejich znatelný nárůst až během roku 2015.⁵³ Bilance rizik minulé prognózy byla na srpnovém jednání bankovní rady posouzena jako vychýlená ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek. V tomto směru působily ceny energií a riziko nenaplněného očekávání oživení v eurozóně. Bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby**⁵⁴ beze změny (Graf III.5.9); zároveň bankovní rada konstatovala, že se zvýšila pravděpodobnost použití měnového kurzu za účelem dalšího uvolnění měnové politiky. Na zářijovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika jako mírně protiinflační, resp. jdoucí ve směru potřeby mírně uvolněnějších měnových podmínek oproti prognóze. Tímto směrem působily nižší domácí inflace včetně výhledu regulovaných cen a nižší růst mezd. Bankovní rada v září jednomyslně rozhodla o ponechání základních úrokových sazeb beze změny. Uvedla současně, že pravděpodobnost použití měnového kurzu se nezměnila a zůstala vysoká.

Na svém měnověpolitickém zasedání 7. listopadu 2013 bankovní rada rozhodla jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Úrokové sazby budou drženy na stávajících úrovních (tj. na „technické nule“) v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Bankovní rada dále rozhodla začít **používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek**. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tímto rozhodnutím se alternativní scénář používání kurzu stává nejpravděpodobnějším popisem očekávaného budoucího ekonomického vývoje.

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu se ve třetím čtvrtletí 2013 nadále udržovaly na rekordně nízkých hodnotách. Důvodem bylo nastavení základních úrokových sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Úrokové sazby PRIBOR stagnovaly ve všech splatnostech (Graf III.5.10). Derivátové sazby **FRA** se v porovnání s koncem června celkově nepatrně snížily, především v delších splatnostech. V jejich kotacích přitom byla patrná vyšší krátkodobá volatilita v reakci na zveřejňovaná makroekonomická data (HDP, maloobchodní tržby, index nákupních manažerů, inflace). Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce října implikuje očekávanou přibližnou stabilitu uvedených sazeb minimálně v horizontu jednoho roku. V celém horizontu se tržní výhled pohybuje výrazně výše než trajektorie úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou (viz kapitola II).

53 To při existenci nulové dolní meze pro měnověpolitické úrokové sazby ukazovalo na potřebu uvolňování měnové politiky jinými nástroji.

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

Do vývoje **úrokových sazeb s delší splatností** se promítaly především zahraniční faktory. K nim patřily nejprve obavy z brzkého omezení objemu nákupu dluhopisů ze strany Fedu v rámci ukončování jeho programu kvantitativního uvolňování. Posléze naopak došlo k rozptýlení těchto obav komunikací ze strany americké centrální banky a jejím rozhodnutím na zářijovém zasedání. Dalším faktorem nárůstu sazeb bylo splácení půjček čerpaných finančními institucemi od ECB v rámci programu LTRO. Na počátku září tak tuzemské sazby IRS dosáhly svého letošního maxima, poté došlo ke korekci. Celkově od konce června sazby se splatností do 5 let klesly o 0,1 až 0,2 procentního bodu, sazby s delší splatností se naopak v podobném rozsahu zvýšily.

Průměrná **sazba 3M PRIBOR** za třetí čtvrtletí 2013 dosáhla 0,5 %, tj. byla výše než hodnota předpovídána minulou prognózou, která však implikovala hypotetický pokles 2T repo sazby do záporných hodnot. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Tato premie měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba stagnovala na průměrné hodnotě 0,4 procentního bodu.

Kladně skloněná **výnosová křivka PRIBOR** se ve třetím čtvrtletí 2013 nezměnila. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR stagnovalo na úrovni 0,5 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu třetího čtvrtletí 2013 nejdříve posunovala na vyšší hladinu a zároveň se zvyšoval její kladný sklon, od poloviny září pak převažoval vývoj opačným směrem. Průměrné rozpětí 5R-1R činilo v září 1,1 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 1,7 procentního bodu.

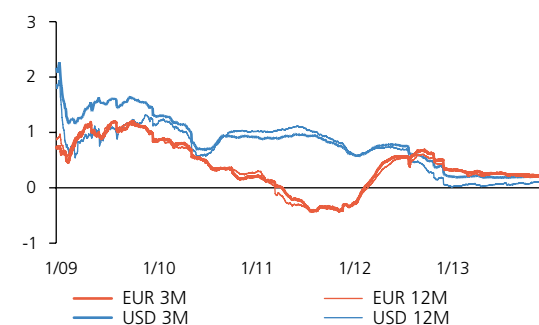
Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely jen nevýrazné změny sazeb v ČR i na zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se proto téměř neměnily (Graf III.5.11). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve třetím čtvrtletí 2013 činil průměrně 0,2 procentního bodu, stejné hodnoty dosahoval i na konci října.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku července uskutečnilo osm aukcí dluhopisů s pevným kuponem a čtyři aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 52,9 mld. Kč⁵⁵. Téměř ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 2,4. Ministerstvo financí nadále upisovalo státní dluhopisy s velmi nízkými výnosy, a to i přes přechodný mírný nárůst výnosů na sekundárním trhu. Výnosová křivka státních dluhopisů se ve třetím čtvrtletí 2013 – podobně jako křivka IRS – nejdříve posunula lehce výše a poté opět níže, převážně vlivem vývoje na zahraničních dluhopisových trzích. Její kladný sklon se příliš neměnil (Graf III.5.12).

GRAF III.5.11

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

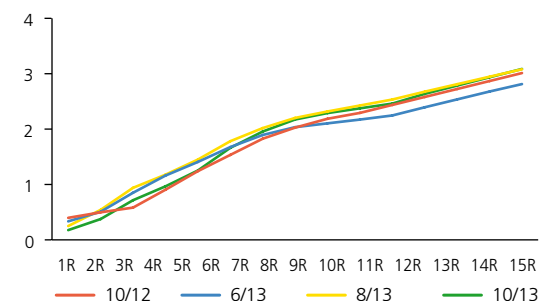
Úrokové diferenciály vůči euro i dolaru stagnovaly na nízkých hodnotách
(v procentních bodech)



GRAF III.5.12

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka státních dluhopisů příliš neměnila svůj tvar a sklon
(v %)



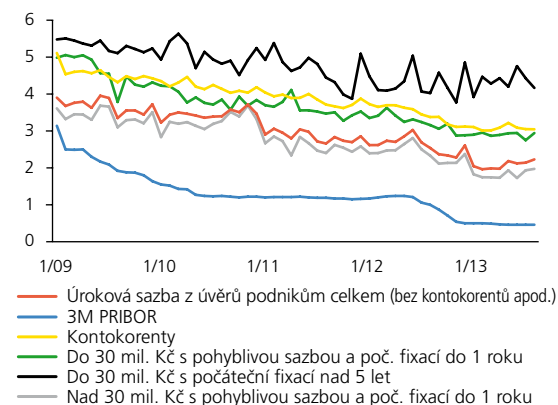
⁵⁵ Celkově od počátku letošního roku dosáhly prodeje státních dluhopisů na primárním trhu 127,9 mld. Kč; revidovaná Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2013 předpokládá emise v rozsahu 96,7 až 170,7 mld. Kč.

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se v průměru mírně zvýšila

(nové obchody, v %)

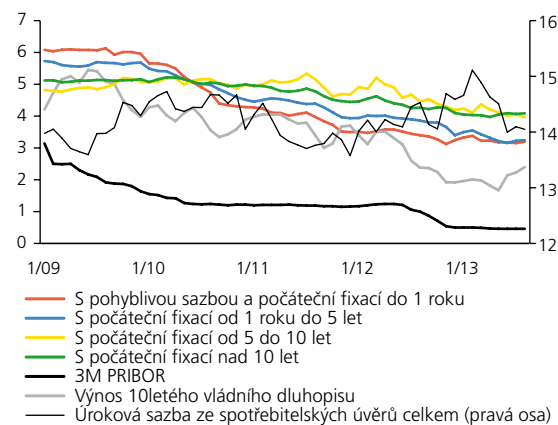


GRAF III.5.14

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

Úrokové sazby z úvěrů domácnostem po snižování z první poloviny tohoto roku slabě vzrostly

(nové obchody, v %)

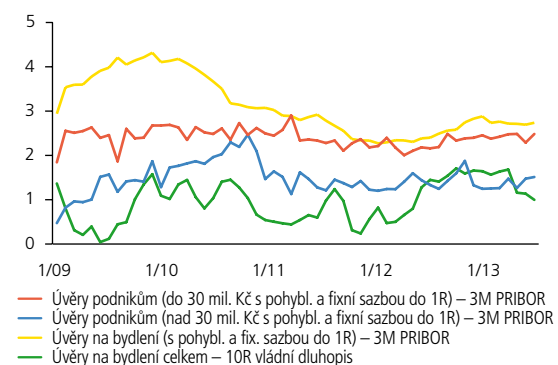


GRAF III.5.15

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rozpětí mezi krátkodobou sazbou z velkých podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se mírně zvýšilo

(v procentních bodech)



Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů poskytovaných nefinančním podnikům a domácnostem se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2013 většinou mírně zvýšily. Uvedený vývoj byl zaznamenán s rozdílnou intenzitou u sazeb s krátkodobou i dlouhodobou fixací. Úrokové sazby z vkladů domácností naopak většinou klesaly.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se mírně zvýšila a v srpnu 2013 dosáhla v průměru 2,2 %. V tom se projevoval růst sazeb u krátkodobých fixací, za které je poskytováno 94 % nových podnikových úvěrů, při kolísavém vývoji sazeb u dlouhodobých fixací (Graf III.5.13). Průměrná sazba z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč nepatrně vzrostla na 2 %, sazba z malých úvěrů dosáhla 3,2 %. Rozpětí mezi uvedenými sazbami se snížilo, pohybuje se však lehce nad svým dlouhodobým trendem, což ukazuje, že úvěrové podmínky u malých úvěrů zůstávají přísnější oproti velkým úvěrům. Při stagnaci 3M PRIBORu se spread mezi krátkodobou sazbou z velkých úvěrů a sazbou 3M PRIBOR zvýšil (Graf III.5.15). V eurozóně se většina úrokových sazeb z podnikových úvěrů snižovala, sazby zde však zůstávají vyšší oproti sazbám v ČR (v průměru sazba dosáhla 2,6 %).

U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** slabě zvýšila na 3,4 % v srpnu 2013 (u hypoték na 3,1 %). Nepatrně vzrostla sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let (3,2 %), které představují tři čtvrtiny všech úvěrů na bydlení (Graf III.5.14). V uvedeném vývoji se projevoval zejména předchozí nárůst dlouhodobých úrokových sazeb finančního trhu, a to v podmínkách bankami vnímaného polevování konkurenčního tlaku. Pohyblivá a fixní sazba do jednoho roku prakticky stagnovala. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou se neměnilo (Graf III.5.15). Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu naopak vlivem nedávného zvýšení výnosu desetiletého vládního dluhopisu oproti sazbě z úvěrů na bydlení dále klesalo. Obdobně se vyvíjely dle bank i jejich průměrné marže mezi úrokovou sazbou z úvěrů na bydlení a jejich referenční sazbou. V září 2013 se dle Hypoindexu úroková sazba z nových hypoték výrazněji neměnila. V eurozóně se úroková sazba z úvěrů na bydlení snižovala u krátkodobých fixací a mírně rostla u dlouhodobých fixací, v průměru se pohybuje na úrovni 3 %.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů po propadu v první polovině letošního roku přetrvávala v srpnu 2013 na úrovni 14 % při zvýšení sazby RPSN na 15,1 % (Graf III.5.14). V uvedeném vývoji se dle vnímání bank projevovalo odeznění marketingových kampaní. Banky přitom úvěrové standardy při schvalování těchto úvěrů ve třetím čtvrtletí 2013 neměnilly. Úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů nepatrně vzrostla na 14,6 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet stagnovala na úrovni 24,1 %. V eurozóně se sazba v průměru nadále pohybuje na výrazně nižší úrovni než v ČR (6,6 %).

Úrokové sazby z vkladů domácností a podniků přetrvávaly na nízké úrovni s tendencí k poklesu. Úroková sazba z jednodenních vkladů se dále slabě snížila, a to u domácností na 0,5 % a u nefinančních

podniků na 0,2 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou se vlivem významného podílu relativně vysoce úročených vkladů ze stavebního spoření dlouhodobě pohybuje kolem 2 %. Krátkodobá sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností do dvou let se snížila na 1,2 % a dlouhodobá sazba poklesla na 1,8 % (minulý nárůst těchto sazeb byl ovlivňován zvýšenou snahou některých bank o jejich zatraktivnění, Graf III.5.16).

Reálné klientské úrokové sazby⁵⁶ se v průběhu třetího čtvrtletí 2013 příliš neměnily v souvislosti s přibližnou stabilitou nominálních sazeb i očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů v srpnu dosáhly 4,6 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů 0,1 % (Graf III.5.17).

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve třetím čtvrtletí 2013 hodnoty 25,9 CZK/EUR, což v meziročním srovnání představuje oslabení koruny o 3,1 % (Graf III.5.18). Oproti druhému čtvrtletí 2013 však průměrná hodnota výrazné změny nezaznamenala. Od začátku července až do poloviny srpna se kurz pohyboval v relativně úzkém pásmu kolem své průměrné čtvrtletní hodnoty. V závěru srpna však koruna vůči euru posílila až na 25,6 CZK/EUR. V průběhu září sice došlo ke korekci, ale v poslední dekádě koruna opět posílila a v prvním říjnovém týdnu dosáhla hodnoty 25,5 CZK/EUR.

Významným faktorem kurzového vývoje ve třetím čtvrtletí 2013 byla i nadále měnová politika ČNB, která zahrnuje kromě nízké úrovně měnověpolitických sazeb i komunikaci připravenosti začít používat kurz jako nástroj uvolňování měnových podmínek. Na srpnovém zasedání bankovní rady ČNB se poprvé hlasovalo o této možnosti, což vedlo ke krátkodobému oslabení koruny vůči euru. Zasedání bankovní rady na konci září pak opět vyústilo v rozhodnutí prozatím kurz jako nástroj měnové politiky nepoužívat. V reakci na tento vývoj koruna posílila vůči euru na nejsilnější hodnotu za poslední tři měsíce. Na měnový kurz mají v omezeném rozsahu vliv také údaje o domácím hospodářském vývoji (například průmyslová výroba či inflace), které by mohly naznačit další směr měnové politiky, a vývoj na finančních trzích v zahraničí.

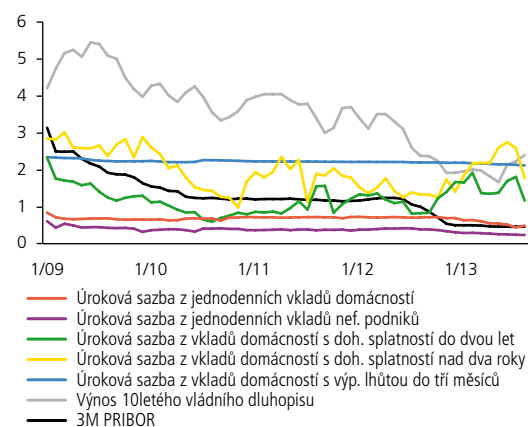
Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve třetím čtvrtletí 2013 činil 19,5 CZK/USD, což představovalo oslabení v meziročním srovnání o 2,7 % a v mezičtvrtletním srovnání o 1,3 %. Koruna vůči dolaru v průběhu července a srpna sice posilovala, ale první zářijový týden přinesl oslabení až na 19,60 CZK/USD. Následně se opět vrátil posilující trend a koruna vůči dolaru posílila až pod 18,80 CZK/USD. Na vývoji měnového kurzu se podepsalo zejména oslabování dolaru

⁵⁶ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z VKLADŮ

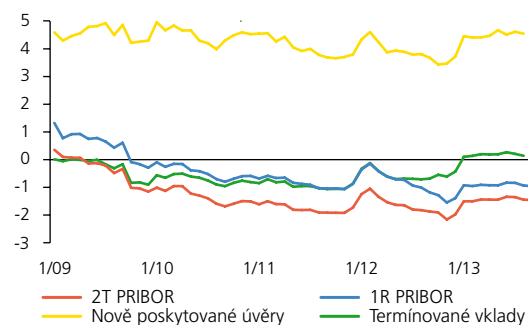
Úrokové sazby z vkladů domácností většinou klesaly (v %)



GRAF III.5.17

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

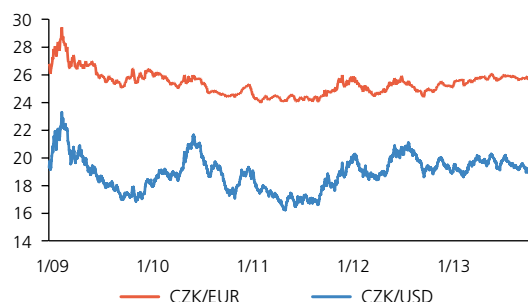
Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů i vkladů nezaznamenaly významné změny (v %)



GRAF III.5.18

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

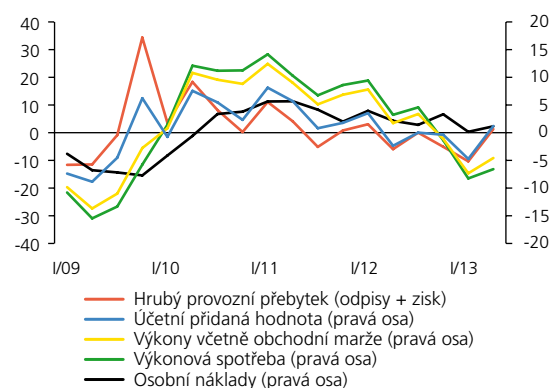
Koruna vůči euru i dolaru byla meziročně slabší i ve třetím čtvrtletí 2013



GRAF III.5.19

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

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



TAB. III.5.2

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů se dále snížila

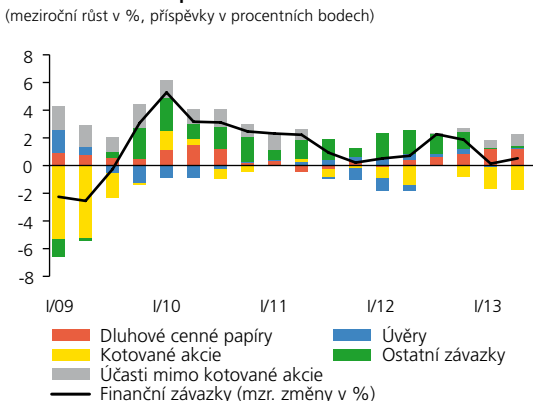
	2. čtvrtletí 2012	2. čtvrtletí 2013	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1 431,8	1 366,3	-4,6
Osobní náklady (mld. Kč)	203,7	206,0	1,2
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1 062,0	992,1	-6,6
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	369,7	374,2	1,2
Tržby (mld. Kč)	1 857,8	1 803,2	-2,9
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	55,1	55,1	0,0
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	74,2	72,6	-1,6
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	14,2	15,1	0,9
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	25,8	27,4	1,6

a) propočten ČNB

GRAF III.5.20

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Finanční závazky podniků ve druhém čtvrtletí 2013 rostly meziročně i nadále pouze mírně (meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech)



vůči ostatním měnám, ke kterému přispělo nejen odložení očekávaného omezení měnových stimulů v USA, ale i nárůst politické nejistoty v souvislosti s dluhovým stropem.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Vývoj výsledků finančního hospodaření nefinančních podniků s **50 a více zaměstnanci**⁵⁷ ve druhém čtvrtletí 2013 odrazil zvolnění poklesu ekonomické aktivity. Výkony a tržby zřetelně zmírnily svůj meziroční pokles oproti předchozímu čtvrtletí (na -4,6 %, resp. -2,9 %). Při vysokém poklesu výkonové spotřeby pak došlo k obnovení mírného meziročního růstu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.19). Rovněž hrubý provozní přebytek se meziročně zvýšil, i když růst osobních nákladů mírně zrychlil.

Při rychleji klesající výkonové spotřebě oproti výkonům se **materiálová náročnost výkonů**⁵⁸ ve druhém čtvrtletí 2013 dále meziročně snížila (o 1,6 procentního bodu; Tab. III.5.2). V pozadí snižující se materiálové náročnosti výkonů byly zejména klesající dovozní ceny energetických a neenergetických surovin. Jejich vliv byl patrný zejména ve váhově významném zpracovatelském průmyslu, kde se materiálová náročnost ve druhém čtvrtletí 2013 snížila. Podobně se vyvíjela materiálová náročnost i v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu a u činností v oblasti nemovitostí.

Mzdová náročnost výkonů⁵⁹ se však ve druhém čtvrtletí 2013 dále meziročně zvýšila (Tab. III.5.2). Hlavní příčinou byl pokračující – i když méně výrazný – meziroční pokles výkonů v důsledku trvající nízké poptávky, doprovázený mírným zesílením růstu osobních nákladů.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁶⁰ ukazují ve druhém čtvrtletí 2013 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků, míra poklesu výkonové spotřeby a výkonů včetně obchodní marže byla však ještě o něco výraznější.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Meziroční růst **finančních závazků nefinančních podniků** byl ve druhém čtvrtletí 2013 i nadále velmi mírný (Graf III.5.20). K růstu finančních závazků již několik čtvrtletí přispívají dluhové cenné papíry (v tomto čtvrtletí zejména emitované firemní dluhopisy v zahraniční měně) a účasti bez kotovaných akcií. Záporně přispěly kótované akcie, přičemž se jedná o vliv přecenění hodnoty těchto akcií.

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

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

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

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

Na straně **aktiv nefinančních podniků** ve druhém čtvrtletí vzrostl objem účastí, a také výše hotovosti a vkladů. Tempo růstu posledních dvou jmenovaných kategorií však během uplynulých pěti čtvrtletí zpomalovalo. Kladně přispěly k meziročnímu růstu finančních aktiv podniků i další cenné papíry (jiné než účasti). Na druhou stranu dochází ke korekci držby dříve nabytých dluhopisů, zejména vládních či komunálních. Popsaný vývoj jednotlivých stran bilance se ovšem výrazně nepromítá do celkové čisté finanční pozice podniků, která je dlouhodobě záporná a dosahuje -89 % HDP.

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

Čistá finanční pozice **domácností**, které jsou z finančního hlediska čistými věřiteli v národním hospodářství, dosahuje 70 % HDP. Meziroční růst čistých finančních aktiv v posledních dvou čtvrtletích zvolnil a aktuálně dosahuje zhruba 5 %. Stejně jako v minulém čtvrtletí rostly všechny složky finančních aktiv vyjma kategorie ostatní. Největší příspěvek měly tradičně oběživo a vklady, dlouhodobé cenné papíry⁶¹ a pojistné rezervy v penzijních fondech. Růst finančních závazků domácností mírně zrychlil. Nadále dominantní příspěvek (necelé 4 procentní body) k meziročnímu růstu finančních pasiv měly dlouhodobé půjčky. Meziroční přírůstek výše čistých finančních aktiv domácností dosáhl ve druhém čtvrtletí letošního roku 5,4 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.21).

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitosti

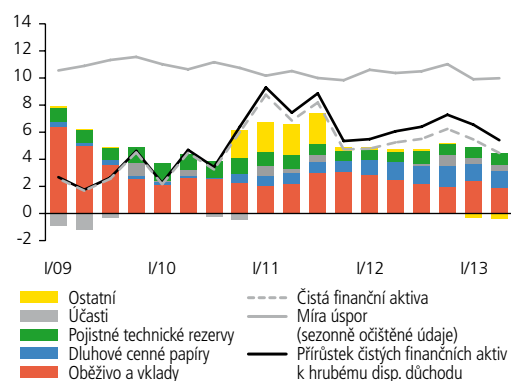
Ve třetím čtvrtletí 2013 došlo k dílčímu oživení **nabídkových cen starších bytů**. Dle údajů ČSÚ se tyto ceny v Praze mezičtvrtletně zvýšily o 1,1 % a meziročně o 2,7 %. V ČR mimo Prahu pak mezičtvrtletně vzrostly o 0,3 % a meziročně víceméně stagnovaly (pokles o 0,1 %; Graf III.5.22). Na rozdíl od vývoje v roce 2012 je přitom tento vývoj v souladu s vývojem nabídkových cen z jiných zdrojů (meziroční růst cen dle Institutu regionálních informací v Praze o 3,7 % a mimo Prahu v průměru o 0,1 %).

U **realizovaných cen** ČSÚ nově dostupné údaje z **výběrového šetření** za druhé čtvrtletí 2013 indikují pro Prahu jejich stagnaci (pro starší byty meziroční růst o 0,3 %, u nových bytů pokles o 0,7 %), u cen mimo Prahu pokračuje pokles cen (meziročně o 5,1 %). Přitom **index realizovaných cen z daňových přiznání** k dani z převodu nemovitostí vykazoval v roce 2012 jak pro Prahu, tak pro zbytek ČR výrazně

GRAF III.5.21

STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

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

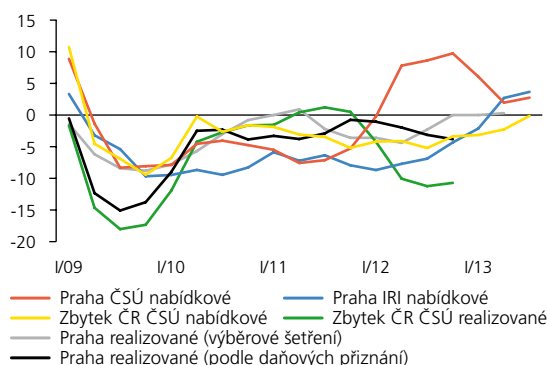


GRAF III.5.22

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve třetím čtvrtletí 2013 došlo k dílčímu oživení nabídkových cen bytů, realizované ceny však dále klesají, resp. v Praze stagnují

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



61 Ve druhém čtvrtletí 2013 došlo k další emisi vládních spořicí dluhopisů

nižší dynamiku než index cen z výběrových šetření (Graf III.5.22). Náznaky oživení vyplývající z nabídkových cen je tak třeba interpretovat spíše jako relativní stabilizaci trhu s byty po téměř čtyřech letech cenových poklesů.

Tomu nasvědčuje i přetrvávající útlum **počtu transakcí na nemovitostním trhu**, kde v prvních třech čtvrtletích letošního roku pokračoval pokles počtu předmětů řízení o vkladu vlastnického práva pro domy a byty celkem o 8,7 % (zdroj ČÚZK). V Praze ve stejném období počet transakcí klesl mírněji (o 2,0 %; v samotném třetím čtvrtletí 2013 však počet transakcí s budovami a byty poklesl o 21,5 %). Oživení poptávky na trhu s byty v Praze naopak naznačují údaje o prodejích nových bytů z developerských projektů, které za první tři čtvrtletí meziročně vzrostly zhruba o třetinu.

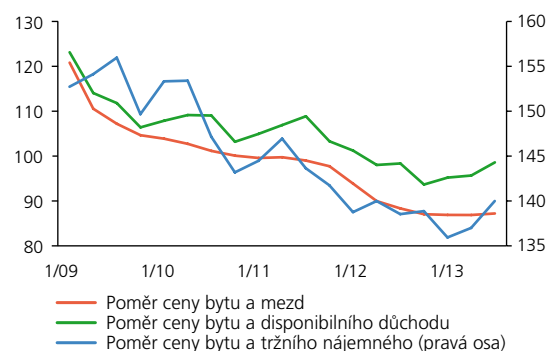
Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se ve třetím čtvrtletí 2013 zvýšily (Graf III.5.23). **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) se v reakci na nárůst cen v Praze dle IRI mezičtvrtletně zvýšil o 2,2 %, od svého minima pak již o 3 %. **Poměr ceny bytu a mezd** se poprvé od poloviny roku 2008 mezičtvrtletně zvýšil (o 0,4 %), **poměr ceny bytu a disponibilního důchodu domácností** vzrostl mezičtvrtletně o 3,1 % a ve srovnání se svým minimem z konce roku 2012 je již vyšší o 5,3 %. I když je úroveň všech tří indexů nadále poměrně nízká, což indikuje mírné podhodnocení cen nemovitostí, jejich vývoj v posledním období naznačuje postupné narovnávání tohoto podhodnocení. V souvislosti s výhledem ekonomické aktivity, výhledem trhu práce a předpoklady o demografickém vývoji lze nadále předpokládat pro ČR jako celek pro zbytek letošního roku přibližnou stagnaci cen s tím, že bude pokračovat diferencovaný vývoj podle jednotlivých regionů.

GRAF III.5.23

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se ve třetím čtvrtletí 2013 zvýšily

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



III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním pololetí 2013 byl charakteristický vysoký přebytek výkonové bilance, související zejména s růstem přebytku obchodní bilance. Jeho dopad do běžného účtu byl však téměř vyvážen schodkem bilance výnosů v důsledku vysokých výnosů z přímých zahraničních investic. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyššího přebytku portfoliové a dále pak přímé investice. Jejich čistý příliv byl nicméně z velké části kompenzován čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným rychlým růstem dlouhodobých depozit a úvěrů měnových finančních institucí v zahraničí a vysokým čistým odlivem v sektoru podniků.

III.6.1 Běžný účet

V prvním pololetí 2013 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 8,6 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zvýšení salda o téměř 18 mld. Kč. K přechodu běžného účtu ze schodku do přebytku přispěl zejména meziroční vývoj obchodní bilance. Roční klouzávy schodek běžného účtu se ve srovnání s předchozím čtvrtletím zmírnil o více než 21 mld. Kč (Graf III.6.1). Oproti prvnímu čtvrtletí 2013 se snížil rovněž roční klouzávy schodek běžného účtu v poměru k HDP, který dosáhl 2 %.

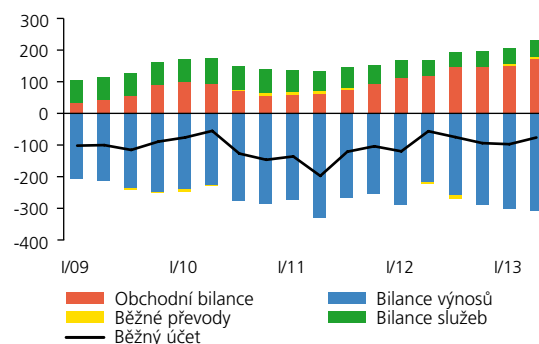
Přebytek **obchodní bilance** se v prvním pololetí 2013 meziročně zvýšil o více než 25 mld. Kč na 111,3 mld. Kč. Růst obchodního přebytku souvisel zhruba ze dvou třetin s cenovým vlivem, spojeným s kladnou meziroční změnou směnných relací, a zhruba z jedné třetiny k němu přispěl vývoj v reálném vyjádření. Velmi slabý růst vnější poptávky se odrazil ve vývoji vývozu. Nominální meziroční tempo růstu vývozu zboží se sice ve druhém čtvrtletí po zřetelném poklesu počátkem roku mírně zvýšilo, za celé první pololetí však zaznamenalo pokles přes 1 %. Dovoz zboží klesal ještě rychleji – o více než 3 %. K nominálnímu poklesu dovozu vedle snížení tradičně vysoce dovozně náročného vývozu přispěl pokračující útlum celkové domácí poptávky a dále též pokles cen energetických vstupů. Snižování nominálního obrátu zahraničního obchodu bylo přitom částečně brzděno meziročním oslabením kurzu koruny. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku nejvýrazněji přispěl růst přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu třetího čtvrtletí 2013 pokračovalo meziroční zvyšování přebytku z předchozího čtvrtletí, které za červenec až srpen přesáhlo 2 mld. Kč.

V prvním pololetí 2013 se přebytek **bilance služeb** meziročně zvýšil na 32,9 mld. Kč, tj. o téměř 7 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se podílely bilance cestovního ruchu a dopravy, jejichž přebytky se však meziročně velmi mírně snížily (více u cestovního ruchu vlivem nižších příjmů ČR z pracovních cest). Ostatní služby zaznamenaly nepatrný schodek, který se však v důsledku rychlého růstu příjmů meziročně výrazně snížil, a to zejména vlivem vývoje dílčí položky ziskové operace spojené se zbožím. Zmírnění schodku ostatních služeb současně i nejvýrazněji ovlivnilo meziroční vývoj celkového přebytku bilance služeb.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

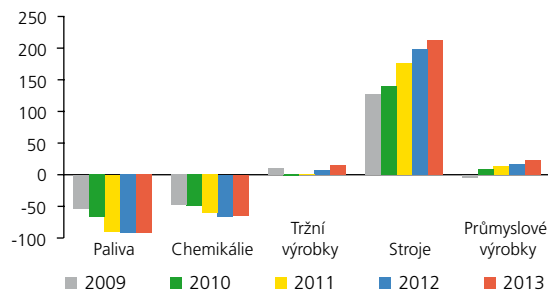
Roční klouzávy schodek běžného účtu se v prvním pololetí 2013 snížil především vlivem růstu přebytku obchodní bilance (roční klouzávy úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

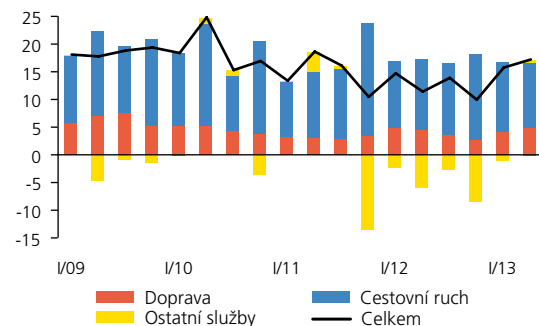
Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním pololetí 2013 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku strojů (kumulace od počátku roku v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)



GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

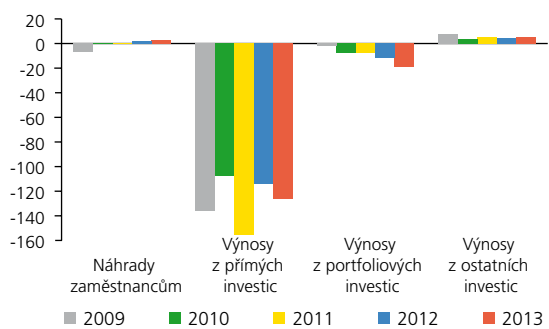
K přebytku bilance služeb v prvním pololetí 2013 přispěly cestovní ruch a doprava (v mld. Kč)



GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

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



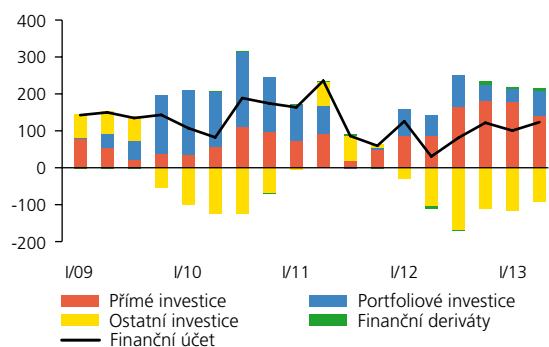
Ve srovnání s přebytkovou výkonovou bilancí dosáhla **bilance výnosů** schodku 138,2 mld. Kč, který se meziročně prohloubil o téměř 20 mld. Kč. Rozhodující složku celkové bilance představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-126,6 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a v menším rozsahu též s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR. Také meziroční zvýšení celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno růstem schodku výnosů z přímých investic, a to zejména ve formě výrazně vyšších vyplacených dividend. Schodkem, který se v důsledku růstu výdajů rovněž meziročně prohloubil, skončily i výnosy z portfoliových investic. Výnosy z ostatních investic a náhrady zaměstnancům dosáhly naopak mírného přebytku.

Běžné převody zaznamenaly v prvním pololetí 2013 přebytek 2,6 mld. Kč a meziročně se zvýšily o více než 5 mld. Kč. Nejvýznamnější složku běžných převodů představovaly vládní převody, které dosáhly přebytku téměř 12 mld. Kč. Ten souvisel hlavně s přebytkem převodů finančních prostředků mezi ČR a EU (12,9 mld. Kč). Vládní převody však byly z velké části korigovány schodkem převodů ostatních sektorů. Meziroční přechod běžných převodů ze schodku do přebytku byl ovlivněn vyššími vládními příjmy z rozpočtu EU.

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Roční klouzavý přebytek finančního účtu se v prvním pololetí 2013 zvýšil zejména vlivem růstu přebytku portfoliových investic (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



III.6.2 Kapitálový účet

Velmi mírným přebytkem 0,5 mld. Kč, který se meziročně téměř nezměnil, skončil rovněž **kapitálový účet**. Celkový přebytek byl spojen hlavně s čerpáním příjmů z rozpočtu EU ve výši 0,5 mld. Kč.

III.6.3 Finanční účet

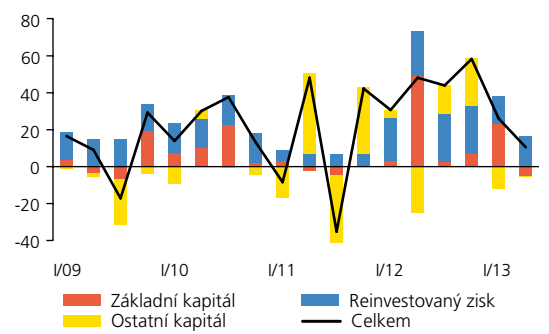
V prvním pololetí 2013 zaznamenal **finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) přebytek 23,2 mld. Kč, související především s čistým přílivem portfoliových a přímých investic. Jejich čistý příliv byl však ve velkém rozsahu vyvážen čistým odlivem ostatních investic.

Přímé investice dosáhly v prvním pololetí 2013 přebytku 36,6 mld. Kč (Graf III.6.6), který se především v důsledku vyššího odlivu investic do zahraničí meziročně snížil o více než 42 mld. Kč. Celkový hrubý příliv dosáhl 78 mld. Kč a byl spojen zejména s navýšením základního kapitálu, ovlivněným jednorázovou operací zahraniční energetické firmy, která ovšem zároveň vedla k hrubému odlivu v položce ostatního kapitálu. Významnou součástí celkového hrubého přílivu byla i předpokládaná hodnota reinvestovaného zisku. Rovněž české přímé investice v zahraničí byly nejvýrazněji ovlivněny odlivem do základního kapitálu, a to především v důsledku významné zahraniční akvizice české firmy a navýšení majetkových účastí. Odliv do základního kapitálu současně nejvýznamněji přispěl ke zmírnění celkového čistého přílivu. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (tj. bez reinvestic) zejména do administrativních činností a dále do obchodních služeb. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do finančních a pojišťovacích činností.

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

K přebytku přímých investic v prvním pololetí 2013 nejvýznamněji přispěl reinvestovaný zisk (v mld. Kč)



Také **portfoliové investice** skončily čistým přílivem, a to ve výši 66,4 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly emise dluhopisů tuzemských, především nefinančních, institucí na zahraničních trzích. Při růstu zájmu o tuzemské dluhové cenné papíry se držba českých akcií nerezidenty mírně snížila. Celkově dosáhl příliv pasivních portfoliových investic téměř 62 mld. Kč. V obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory naopak převážily odprodeje. Souvisely s poklesem držby dluhopisů, který však byl z velké části kompenzován nákupy akcií. Pokles zájmu rezidentů o zahraniční dluhopisy současně i nejvýrazněji přispěl k meziročnímu zvýšení celkového čistého přílivu o více než 26 mld. Kč.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 1,5 mld. Kč. Meziročně se bilance zvýšila při přechodu z mírného schodku do přebytku o více než 2 mld. Kč.

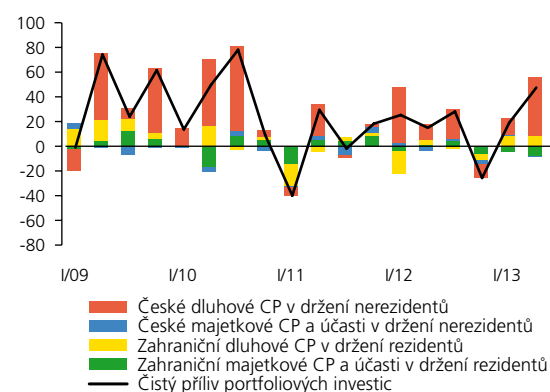
U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán vysoký čistý odliv v rozsahu 81,2 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru podniků (-50,4 mld. Kč), spojený se splácením dříve čerpaných obchodních a finančních úvěrů ze zahraničí a se současným poskytováním úvěrů a růstem prostředků na účtech v zahraničí. Čistý odliv kapitálu byl dále zaznamenán v sektoru měnových finančních institucí (téměř -26 mld. Kč), hlavně v souvislosti s nárůstem dlouhodobých půjček a vkladů v zahraničí. Mírným schodkem souvisejícím především se splátkou zahraničního úvěru od EIB skončily i ostatní investice v sektoru vlády. K meziročnímu zmírnění celkového čistého odlivu přispěla hlavně změna krátkodobé pozice měnových finančních institucí.

Ke konci třetího čtvrtletí 2013 dosáhly **devizové rezervy** ČNB 867,9 mld. Kč, což představovalo mírné mezičtvrtletní zvýšení (přes 2 mld. Kč), které bylo ovlivněno zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření ve stejném období vzrostly o 1,9 mld. USD na 45,5 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly téměř 43 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci druhého čtvrtletí 2013.

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

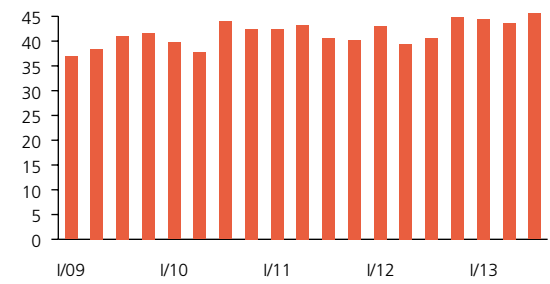
V prvním pololetí 2013 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu zejména vlivem zahraničních emisí dluhopisů (v mld. Kč)



GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

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



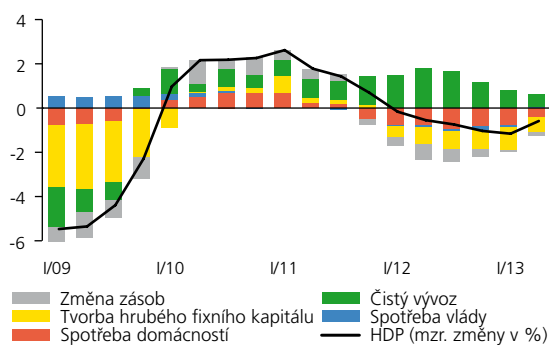
III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ve druhém čtvrtletí 2013 se meziroční hospodářský pokles eurozóny lehce zmírnil díky zlepšení všech složek domácí poptávky. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím ekonomika eurozóny vzrostla a nepříliš výrazný mezičtvrtletní růst lze očekávat i v průběhu druhé poloviny roku 2013. Příznivěji se vyvíjela ekonomika Spojených států, která zrychlila jak meziročně, tak oproti předchozímu čtvrtletí. Nadále však přetrvává nejistota ohledně dlouhodobější konsolidace veřejných financí Spojených států, což mimo jiné odsouvá očekávání ohledně dříve avizovaného omezování stimulačních opatření Fedu. Ve směru uvolněné měnové politiky působí i přetrvávající velmi mírné cenové tlaky na obou stranách Atlantiku. Euro ve sledovaném období vůči dolaru posilovalo, nicméně do budoucna je očekáváno jeho oslabení. Cena ropy se v září snížila a i do budoucna je očekáván její mírně klesající trend.

GRAF III.7.1

HDP V EUROZÓNĚ

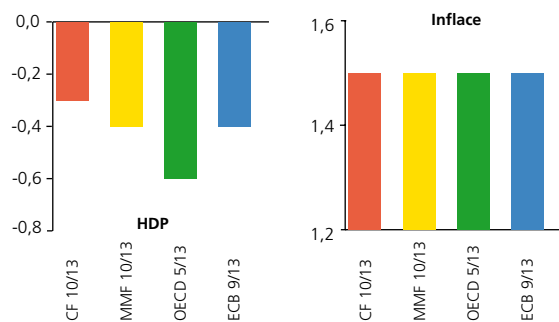
Zlepšení vývoje všech složek domácí poptávky přispělo ve druhém čtvrtletí 2013 ke zmírnění meziročního poklesu HDP (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.2

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO EUROZÓNU NA ROK 2013

Pro HDP eurozóny je v roce 2013 očekáván pokles o 0,3 až 0,4 %, inflace by se měla pohybovat na úrovni 1,5 % (meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



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

III.7.1 Eurozóna

Ve druhém čtvrtletí 2013 se ekonomika eurozóny po šesti čtvrtletích poklesu vrátila k mezičtvrtletnímu růstu (o 0,3 %). K této změně pozitivně přispěly všechny složky domácí poptávky. Také u meziročního vývoje došlo ve druhém čtvrtletí ke zlepšení (Graf III.7.1), když se útlum HDP proti předchozímu čtvrtletí zmírnil (z -1 % na -0,5 %). I tuto změnu ovlivnil příznivější vývoj všech složek domácí poptávky.

Ve druhé polovině letošního roku lze očekávat pokračování nepříliš výrazného mezičtvrtletního ekonomického růstu a další zvolňování jeho meziročního poklesu s přechodem ke kladným hodnotám v posledním čtvrtletí letošního roku. Tento výhled je podporován mírným zlepšením většiny sledovaných předstihových ukazatelů v posledním období. Jejich hodnoty ukazují na růst HDP, jehož dynamika ale nebude vysoká. Také pomalejší meziměsíční růst a hlubší meziroční pokles průmyslové výroby v červenci a srpnu ve srovnání s druhým čtvrtletím nasvědčuje tomu, že se tempo hospodářského oživení nebude ve druhém pololetí zvyšovat. Vývoj maloobchodního obrátu se naopak mírně zlepšil a míra nezaměstnanosti se snížila o 0,1 procentního bodu na 12 %.

Pro celý letošní rok říjnový CF zmírnil oproti červencovému CF svůj odhad meziročního poklesu HDP o 0,3 procentního bodu na -0,3 % (Graf III.7.2) a pro příští rok zvýšil svůj výhled ekonomického růstu na 0,9 %. Obdobně upravila svůj výhled minulý měsíc i ECB.

Inflace (HICP) se v eurozóně v září snížila o 0,2 procentního bodu na 1,1 % meziročně zejména v důsledku hlubšího poklesu cen energií a zpomaleného růstu cen potravin (Graf III.7.3). Také jádrová inflace se snížila (na 1 %) a vzhledem ke snížení cen průmyslových výrobců (o 0,8 % v srpnu) i slabému či negativnímu ekonomickému růstu v řadě zemí eurozóny nelze v dohledné době očekávat obrat k posilování inflačních tlaků. Pro celý letošní rok říjnový CF předpokládá inflaci na úrovni 1,5 % (Graf III.7.2) s nevýrazným poklesem na 1,4 % v příštím roce.

ECB ponechala v říjnu svou základní sazbu beze změny na hladině 0,5 %, na kterou ji snížila v květnu 2013. Banka očekává v eurozóně ve druhé polovině roku nevýrazné ekonomické oživení a současně odhaduje, že inflační tlaky se podstatně nezvýší a inflační očekávání zůstanou v souladu s její definicí cenové stability. Vývoj měnových a úvěrových agregátů tato očekávání podporuje: peněžní agregát M3 se v srpnu meziročně zvýšil o 2,3 % a úvěry soukromému sektoru klesly o 2 %. ECB zopakovala, že „Rada guvernérů očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na stávající nebo nižší úrovni po delší dobu“.

Mezičtvrtletní **růst německé ekonomiky** se ve druhém čtvrtletí letošního roku výrazně zvýšil (na 0,7 % ze stagnace v prvním čtvrtletí) vlivem vyššího růstu všech složek domácí poptávky. Zvláště patrné je zlepšení u fixních investic, kde se pokles o 2 % změnil ve stejně vysoký růst. Vzrostl též příspěvek čistého vývozu. Také meziroční vývoj HDP se zlepšil z poklesu o 0,3 % v prvním čtvrtletí 2013 na růst o 0,5 % ve druhém čtvrtletí v důsledku vyššího růstu domácí poptávky, který převážil nad lehce záporným příspěvkem čistého vývozu (Graf III.7.4).

Pro druhou polovinu letošního roku říjnový CF očekává pokračování mezičtvrtletního růstu mírně pod úrovní druhého čtvrtletí, doprovázeného postupným zrychlováním meziročního růstu. O tom, že mezičtvrtletní růst nebude výraznější, svědčí vývoj v průmyslu a obchodu v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí. Průměrný růst průmyslové výroby byl za toto období nižší než ve druhém čtvrtletí a růst maloobchodního obrátu mírně vyšší. Také u některých předstihových ukazatelů (PMI v průmyslu, důvěra spotřebitelů) došlo v září po několika měsících růstu k poklesu. Říjnový CF zvýšil své očekávání ekonomického růstu pro celý letošní i příští rok proti červencovému CF o 0,1 procentního bodu na 0,5 %, resp. 1,7 %. Obdobný vývoj předpokládá také německá vláda, EK a MMF.

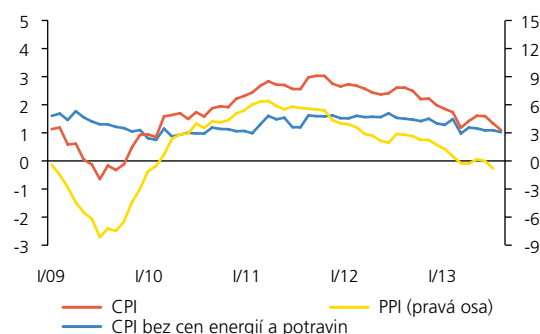
Inflace (CPI) se v září v Německu snížila (o 0,1 procentního bodu na 1,4 %; Graf III.7.5) zejména v důsledku poklesu cen energií a zmírnění růstu cen potravin. Také ceny průmyslových výrobců v srpnu přešly od růstu k poklesu (o 0,4 %). Pro zbytek roku říjnový CF očekává zhruba udržení současného tempa růstu spotřebitelských cen s tím, že inflace dosáhne za celý letošní rok hodnoty 1,6 % a v příštím roce se zvýší na 1,9 %.

Mezičtvrtletní tempo růstu **slovenské ekonomiky** se ve druhém čtvrtletí 2013 mírně zvýšilo (na 0,3 %) díky vyšším příspěvkům čistého vývozu a spotřeby domácností. Meziroční hospodářský růst zůstal na úrovni 0,8 %. Říjnový CF očekává pro celý rok 2013 růst HDP o 0,9 % a v příštím roce o 2,2 %. Nezaměstnanost se v srpnu mezi měsíčně i meziročně snížila (o 0,1 procentního bodu na 14 %). V září se slovenská inflace mírně snížila na 1 %, zejména vlivem pomalejšího růstu cen energií a cen dovozu. Na slabé inflační tlaky ukazuje i vývoj cen průmyslových výrobců, které v posledních čtyřech měsících vykazují meziroční pokles. Říjnový CF očekává pro celý letošní rok průměrnou inflaci na úrovni 1,7 % s nárůstem na 1,9 % v příštím roce.

GRAF III.7.3

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2013 snížila, ceny výrobců klesaly (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

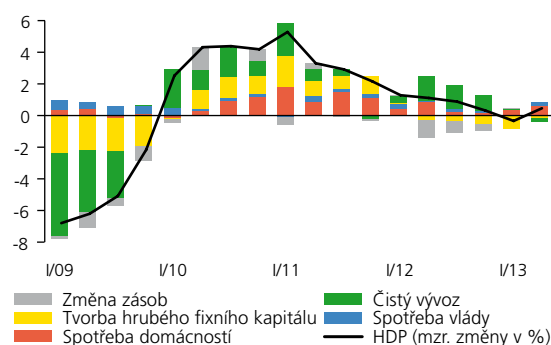


GRAF III.7.4

HDP V NĚMECKU

Ve druhém čtvrtletí 2013 HDP meziročně vzrostl při mírném oživení všech složek domácí poptávky

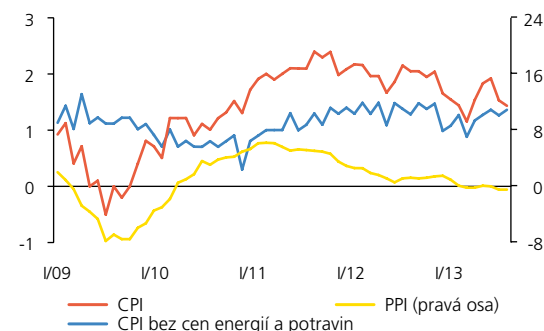
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.5

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

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

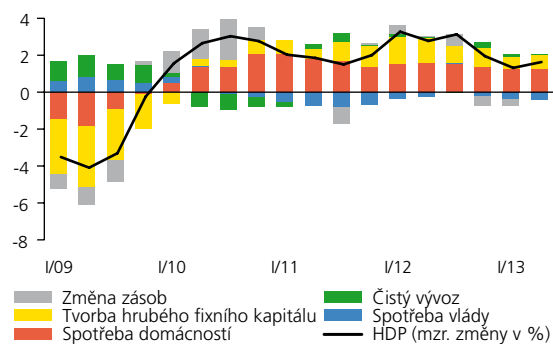


GRAF III.7.6

HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Soukromá spotřeba a investice přispěly ve druhém čtvrtletí 2013 nejvíce k růstu HDP

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

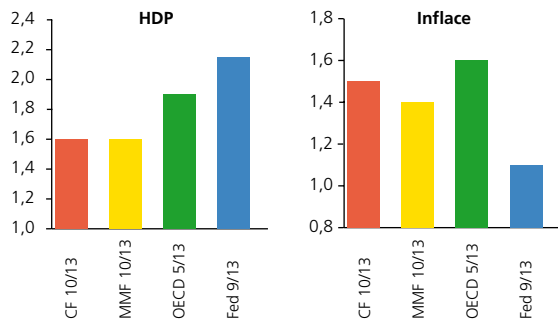


GRAF III.7.7

VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO USA NA ROK 2013

Růst HDP zřejmě dosáhne 1,6-2,2 %, inflace by se měla nacházet pod 2% hladinou

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



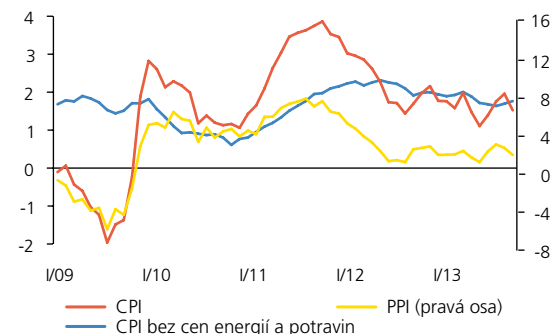
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

INFLACE A CENY VÝROBCŮ V USA

Inflace se od druhého čtvrtletí 2012 pohybuje na relativně nízkých hodnotách

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



III.7.2 Spojené státy

Ve druhém čtvrtletí 2013 se meziroční **hospodářský růst Spojených států** zvýšil z 1,3 % v prvním čtvrtletí 2013 na 1,6 % (Graf III.7.6). Zároveň zrychlil mezičtvrtletní růst HDP na 0,6 % z předchozích 0,3 %. Na vyšším růstu se nejvíce podílela soukromá spotřeba, která meziročně vzrostla o 1,9 %, a investice, které se meziročně zvýšily o 4,7 %. Naopak negativně působil pokles vládních výdajů o 2,0 %. Globální ekonomický útlum se odrazil v poměrně nízkém tempu růstu reálných vývozu (o 2,0 %) i dovozu (o 1,2 %). Celkový příspěvek čistého vývozu k růstu HDP přitom dosáhl 0,1 procentního bodu. Zároveň došlo ve druhém čtvrtletí 2013 k dalšímu zmírnění vnější nerovnováhy Spojených států, když roční kumulovaný deficit běžného účtu platební bilance poklesl na úroveň 2,5 % HDP.

Po předchozích třech měsících zpomalování tempa **růstu průmyslové výroby** došlo v srpnu k jejímu meziročnímu nárůstu o 2,7 %. Pozitivní vývoj v průmyslu naznačuje také předstihový indikátor PMI, který od června relativně významně rostl až na zářijovou hodnotu 56,2. Nominální maloobchodní tržby rostly v srpnu meziročním tempem 4,7 %, což představuje zpomalení oproti předchozím měsícům. Přitom ani vývoj spotřebitelské důvěry Michiganské univerzity nenaznačuje výraznější zlepšení, neboť po dosažení svého vrcholu v červenci poklesl v říjnu až na úroveň ze začátku roku 2013. Naproti tomu pozitivně se vyvíjela míra nezaměstnanosti, která v září dále poklesla na 7,2 %.

Výhledy růstu HDP pro rok 2013 se pohybují v intervalu 1,6 % až 2,2 % (Graf III.7.7). Růst HDP tak pravděpodobně zaostane za rokem 2012 zejména vlivem plošných škrťů ve vládním rozpočtu, které byly zavedeny na začátku března 2013.⁶² Roční kumulovaný deficit vládního rozpočtu poklesl ve druhém čtvrtletí 2013 na 4,2 % HDP. I přes odvrácení technického defaultu Spojených států v polovině října stále nedošlo ke shodě napříč politickým spektrem v otázce, jak dlouhodobě stabilizovat veřejné finance. Tato nejistota se negativně promítá do investičního a spotřebitelského rozhodování a podvazuje pozorované ekonomické oživení.

Meziroční **inflace spotřebitelských cen** v srpnu poklesla na 1,5 %. Od druhého čtvrtletí 2012 je tak celková inflace relativně utlumená a koresponduje s inflací bez cen energií a potravin (Graf III.7.8). Ani výhledy inflace pro rok 2013 nepřekračují hodnotu 1,6 % (Graf III.7.7).

Říjnová fiskální krize projevující se mimo jiné i výpadkem pravidelných makroekonomických dat v souvislosti s uzavřením federálních úřadů pravděpodobně přispěje k oddálení dříve avizovaného omezení stimulačních **opatření Fedu** v podobě programu nákupů dluhopisů (ve výši

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

85 mld. USD měsíčně). K oddálení postupného ústupu od politiky kvantitativního uvolňování nahrávají navíc horší než očekávaná data z trhu práce (nižší počet nových pracovních míst), a také nominace dosavadní místopředsdkyně Fedu Janet Yellenové na post předsdkyně této instituce. Meziroční růst měnového agregátu M2 v září mírně zpomalil na 6,4 %.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči hlavním světovým měnám byl i ve třetím čtvrtletí 2013 pod vlivem měnověpolitických rozhodnutí ve vyspělých ekonomikách (Graf III.7.9). Oproti předchozímu čtvrtletí přitom došlo ke zmírnění kurzových pohybů. Nejistota ohledně omezování nákupů dluhopisů Fedem působila ve prospěch eura, které vůči dolaru v červenci a srpnu posilovalo. Příznivě pro euro vyznívají i náznaky oživení v eurozóně, zatímco měnová politika ECB zůstává uvolněná. K dalšímu posílení eura vůči dolaru pak v září vedlo rozhodnutí Fedu odložit omezování měnových stimulů a rostoucí politická nejistota v USA spojená s hledáním konsensu ohledně rozpočtu na rok 2014. Na konci září se pak kurz pohyboval na úrovni 1,35 USD/EUR, což představuje meziroční posílení eura o více než 5 %. Ve třetím čtvrtletí posílilo euro také vůči japonskému jenu, ale oslabilo vůči britské libře. Reformy japonské ekonomiky se již projevují na mírném oživení, a také inflace se přesunula do kladných hodnot, takže další rozšíření měnových stimulů je málo pravděpodobné. Ve Velké Británii oživení v posledních měsících sice dále zesílilo, přesto se Bank of England zavázala k udržení současného uvolněného nastavení měnové politiky, dokud nezaměstnanost neklesne pod 7% hranici.

V první polovině října 2013 euro vůči hlavním měnám dále mírně posílilo. Hlavním důvodem bylo pokračující oslabování amerického dolaru, když se nedařilo americkému Kongresu dohodnout se na rozpočtu pro rok 2014. Politická krize vedla ke krátkodobému omezení veřejných služeb, ale hlavně otevřela otázku, jak bude v budoucnu řešen problém nutných reforem. Říjnová dohoda totiž pouze odložila definitivní řešení na příští rok.

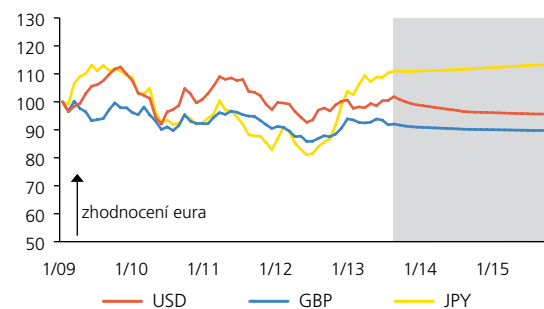
Říjnový CF očekává v dalších dvou letech oslabení eura vůči americkému dolaru (až na 1,27 USD/EUR). Euro by mělo i nadále oslabovat vůči britské libře, i když oslabení do konce roku 2015 bude malé (2 %). Také bude pokračovat současný trend oslabování jenu vůči euru, a to stabilně po celém horizontu předpovědi.

GRAF III.7.9

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Ve třetím čtvrtletí 2013 euro posílilo vůči americkému dolaru a japonskému jenu

(leden 2009 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)

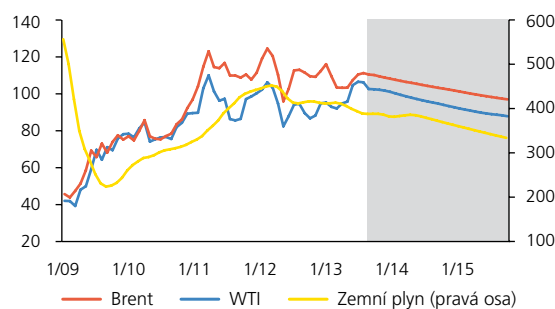


GRAF III.7.10

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent od konce června rostla, od poloviny září ale opět klesá a její výhled je rovněž mírně klesající

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

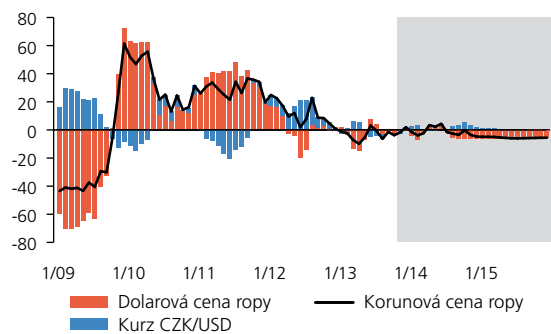


GRAF III.7.11

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Korunová cena ropy slabě klesá a totéž bude platit po většinu prognostického horizontu

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



III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent od konce června až do začátku září 2013 rostla (Graf III.7.10). Na začátku července se pohybovala kolem 102 USD/barel, v průběhu července poté vzrostla k 108 USD/barel a na konci srpna se pohybovala až na 117 USD/barel. Během září cena ropy klesla a v polovině října se nacházela poblíž 110 USD/barel. Za nárůstem cen ropy stály faktory na straně nabídky i poptávky. V průběhu července ovlivnily cenu ropy směrem nahoru nepokoje v Egyptě, které představovaly potenciální nebezpečí pro přepravu ropy. V srpnu se přidala možnost mezinárodní vojenské intervence v Sýrii, což by pravděpodobně mělo za následek přelití nepokojů do dalších oblastí regionu. Toto nebezpečí ale na začátku září odeznělo, když Sýrie souhlasila s likvidací svých chemických zbraní. Na straně nabídky k růstu cen ropy přispívala i omezení těžby v Libyi a Iráku a práce na zařízeních v Severním moři.

Na straně poptávky za růstem cen stála zvýšená poptávka po ropě ze strany rafinerií a také pozitivní vnímání některých makroekonomických dat, především z USA a Číny. Vyšší skutečná poptávka po ropě a zářijové oznámení Fedu o tom, že zatím nebude zpomalovat tempo nákupu dluhopisů, spolu s nižší těžební kapacitou, přispěly ke zvýšené spekulativní aktivitě investorů. Podle OPEC byl na konci září otevřen rekordní počet čistých dlouhých pozic na ropu. Na obavu o dostatečné kapacitě dodávek ropy ale reagovaly energetické agentury (OPEC, IEA, EIA), které trh uklidnily zprávami o dobrých vyhlídkách dodávek ropy. To spolu s nejistotou ohledně dohody o dluhovém stropu v USA vedlo k uzavírání části pozic na ropu.

Spread mezi ropou WTI a Brentem od února do začátku srpna klesal, především díky lepší přepravní infrastruktuře v USA. V srpnu došlo k rozšíření spreadu a na výhledu by nemělo docházet k jeho výrazným změnám.

Světová spotřeba ropy by podle OPEC měla v letošním roce růst o 0,8 mil. barelů za den (asi o 1 %) a v roce 2014 o 1,1 mil. barelů za den, což je nepatrně vyšší číslo než v minulém období. Růst poptávky by přitom měl být tažen především zeměmi mimo OECD. Vedle toho IEA ve své říjnové zprávě na základě vyšších než očekávaných skutečných dat mírně zvýšila předpověď spotřeby pro rok 2013 na 91 mil. barelů za den (růst o 1 mil. barelů /den).

Oproti minulému období se **výhled cen ropy** na základě futures kontraktů zvýšil, zůstává ale klesající. Na konci příštího roku by se cena ropy měla pohybovat pod 103 USD/barel, na konci roku 2015 by pak měla klesnout pod 98 USD/barel. Říjnový CF má oproti předchozím měsícům výhled také vyšší, ale stále klesající, když na konci roku 2014 očekává cenu ropy Brent těsně nad 108 USD/barel. I podle EIA by měla nadále cena Brentu klesat a v roce 2014 by měla být v průměru asi 102 USD/barel.

Celkový **index cen energetických surovin** v uplynulém čtvrtletí rostl pouze nevýrazně a na výhledu má mírně klesající trajektorii. Vedle

toho **index cen neenergetických** surovin v uplynulém čtvrtletí mírně poklesl, a to zásluhou cen potravinářských komodit. Jejich výhled i výhled celkového indexu neenergetických surovin je stagnující. Ceny průmyslových kovů se ve třetím čtvrtletí 2013 celkově nezměnily, když byly ovlivněny na jednu stranu pozitivními daty z vyspělých ekonomik, na druhou stranu možností zpomalení kvantitativního uvolňování v USA a zvolněním růstu rozvíjejících se ekonomik. Výhled cen průmyslových kovů je mírně rostoucí.

BOX 4

Vliv růstu těžby nekonvenčního plynu na globální ceny energetických surovin

Rychlý vzestup těžby **břidlicového plynu** zejména na území Severní Ameriky v uplynulých letech značně změnil podmínky nejen na trhu se zemním plynem, ale ovlivnil i ceny ostatních energetických komodit, zejména uhlí. Přebytky levného energetického uhlí jsou z USA vyváženy do Evropy a jejich prostřednictvím americký břidlicový plyn snižuje cenu elektřiny a tepla v Evropě včetně ČR (viz kapitola II.2). Vyšší spotřeba uhlí zároveň snižuje poptávku po zemním plynem, což nutí dodavatele potrubního plynu v Evropě zohledňovat ve svých dlouhodobých kontraktech kromě cen ropy i aktuální cenový vývoj zemního plynu na místních burzách.

Ohledně **budoucnosti těžby** břidlicového plynu existuje množství nezodpovězených otázek, například zda současný nárůst těžby v USA je pouze dočasný, nebo je dlouhodobě udržitelný. Další otázkou je, jestli bude možné nové technologie (jejichž vývoj byl předpokladem ekonomicky smysluplné těžby v USA) uplatnit i v ostatních oblastech světa a zda je potom možné očekávat pokles cen plynu i tam. Skeptické názory považují současný boom v USA za přechodný, neboť břidlicový plyn byl na počátku těžen z oblastí s největším nasycením horniny (tzv. sweet spots). Postupně se však těžba přesouvá do méně příznivých podmínek s nižší vydatností vrtu. To má za následek růst nákladů a méně ekonomickou produkci. Udržení či navýšení produkce v USA je tak podmíněno nárůstem cen ze současných nízkých hodnot. Aktuální předpověď EIA reflektuje výrazný růst ceny zemního plynu v USA v letošním roce, směrem nahoru přehodnotila i výhled růstu cen pro rok 2014. Růst těžby plynu v USA by měl přitom zpomalovat (Tab. 1).

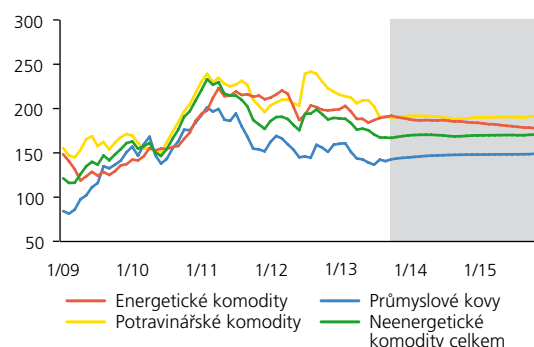
Náklady na těžbu konvenčního i nekonvenčního plynu se sblíží s tím, jak se konvenční těžba postupně stěhuje ze snadno dostupných, ale vyčerpaných ložisek na pevnině do náročnějších oblastí (na pevnině nebo v pobřežních vodách). Přitom se značně liší náklady v různých regionech světa (Tab. 2). Pro USA odhaduje IEA break-even náklady na nekonvenční těžbu na 5–7 USD/MBtu, pokud ložisko obsahuje i kapalnou složku,

GRAF III.7.12

CENY KOMODIT

Ceny energetických komodit vlivem vývoje cen ropy ve třetím čtvrtletí 2013 mírně vzrostly. Neenergetické komodity v souhrnu stagnovaly

(leden 2007 = 100, zdroj: Bloomberg)



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

Tab. 1 (Box)

PŘEDPOVĚĎ EIA PRO CENY A OBJEM TĚŽBY ZEMNÍHO PLYNU V USA

Rychlý růst těžby zemního plynu v USA by měl postupně zpomalovat, růst cen plynu by měl letos téměř kompenzovat propad z roku 2012. V příštím roce by cenový růst měl pokračovat (ceny v USD/MBtu, produkce v bcf/d, zdroj: EIA)

	2011	2012	2013	2014
Cena plynu v USA USD/MBtu	4,0	2,8	3,7	4,0
(Henry Hub) (mzr. v %)		-31,3	35,0	7,9
Produkce plynu v USA bcf/d	62,7	65,8	66,4	66,8
(mzr. v %)		4,8	1,0	0,6

Poznámka: MBtu = mil. britských termálních jednotek, bcf = mld. kubických stop

Tab. 2 (Box)

ORIENTAČNÍ INVESTIČNÍ A PROVOZNÍ NÁKLADY TĚŽBY ZEMNÍHO PLYNU V RŮZNÝCH OBLASTECH

Náklady na těžbu jsou nejnižší v USA, nejvyšší v Evropě (v USD roku 2010 za MBtu, zdroj: IEA)

	Konvenční těžba	Břidlicový plyn	Uhelný metan
USA	3–7	3–7	3–7
Evropa	5–9	5–10	5–9
Čína	4–8	4–8	3–8
Rusko	0–2, 3–7*	-	3–5
Katar	0–2	-	-

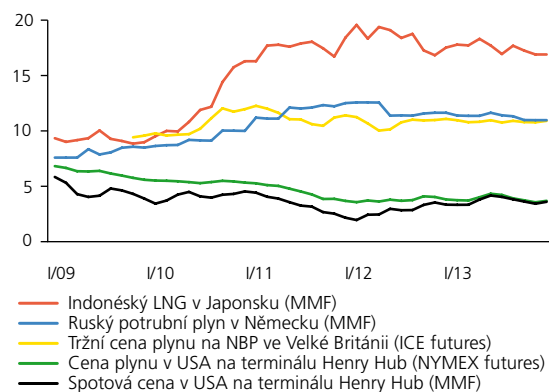
* Nižší hodnoty pro tradiční oblasti těžby (západní Sibiř, Povolží, Ural), vyšší hodnoty pro nové projekty na východní Sibiři a v arktických pobřežních vodách. Poznámka: MBtu = mil. britských termálních jednotek

GRAF 1 (Box)

VÝVOJ CENY PLYNU V RŮZNÝCH REGIONECH

Ceny zemního plynu v jednotlivých regionech se výrazně liší. V Evropě dochází ke sblížení cen potrubního plynu (ruského v Německu) a plynu na burze ICE

(v USD za MBtu, zdroj: Bloomberg)



TAB. 3 (Box)

SCÉNÁŘE VÝVOJE CEN ZEMNÍHO PLYNU DLE IEA

Obě varianty směřují k budoucímu růstu cen, zřetelněji při sub-optimální těžbě. Rozdíly cenových úrovní mezi jednotlivými regiony přetrvávají

(v USD roku 2010 za MBtu, zdroj: IEA)

	Minulost	Optimální těžba		Sub-optimální těžba	
	2010	2020	2035	2020	2035
USA	4,4	5,4	7,1	6,7	10,0
Evropa	7,5	10,5	10,8	11,6	13,1
Japonsko	11,0	12,4	12,6	14,3	15,2

Poznámka: MBtu = mil. britských termálních jednotek

mohou být náklady jen 3 USD/MBtu. V Evropě je konvenční i nekonvenční těžba dražší kvůli složitějším geologickým podmínkám. Případnou arbitráž mezi oběma trhy přitom komplikují náklady na zkapalnění a transport LNG. Ceny plynu v Evropě se tak pohybují výše než v USA (Graf 1).

Přetrvání **cenového rozdílu** mezi jednotlivými regiony světa naznačuje i studie IEA z roku 2012 (Golden rules for a golden age of gas). Zde jsou simulovány dva možné scénáře budoucího vývoje těžby nekonvenčního plynu. Optimální scénář (Golden rules) předpokládá, že jsou nastoleny podmínky pro globální expanzi těžby ze všech významných ložisek. Nepříznivý scénář naopak předpokládá, že se nepodaří překonat environmentální a ostatní překážky, kterým tato těžba v mnoha oblastech světa čelí. Na základě těchto scénářů byla modelována předpověď cen plynu v různých regionech (Tab. 3). Aktuální ceny plynu jsou sice značně mimo pásmo předpovědí (zejména v Evropě a Japonsku), přesto lze z tabulky odvodit, že ani optimální podmínky pro nekonvenční těžbu nezabrání budoucímu růstu cen zemního plynu. Ten je přirozeně zřetelnější pro sub-optimální těžbu, nicméně ani v optimální variantě není reálné očekávat v Evropě pokles cen zemního plynu na úroveň USA.

Graf I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf I.7	3M PRIBOR – porovnání základního scénáře a scénáře používání kurzu	8
Graf I.8	Celková inflace – porovnání základního scénáře a scénáře používání kurzu	8
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	10
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	10
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	10
Graf II.1.4	3M EURIBOR	11
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	11
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	11
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	12
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	12
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	13
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	14
Graf II.2.7	Prognóza měnového kurzu	14
Graf II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	14
Graf II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	15
Graf II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	15
Graf II.2.11	Průměrná nominální mzda	15
Graf II.2.12	Prognóza růstu HDP	16
Graf II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	16
Graf II.2.14	Přepočtený počet zaměstnanců	16
Graf II.2.15	Prognóza trhu práce	17
Graf II.2.16	Reálná spotřeba domácností a vlády	17
Graf II.2.17	Nominální disponibilní důchod	17
Graf II.2.18	Míra úspor domácností	18
Graf II.2.19	Hrubá tvorba kapitálu	18
Graf II.2.20	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	22
Graf II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	23
Graf II.3.5	Změna prognózy kurzu	24
Graf II.3.6	Změna prognózy HDP	24
Graf II.4.1	Alternativní scénář používání kurzu – 3M PRIBOR	26
Graf II.4.2	Alternativní scénář používání kurzu – celková inflace	26
Graf II.4.3	Alternativní scénář používání kurzu – reálný HDP	27
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	28
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	29
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	30
Graf III.1.2	Inflace	32
Graf III.1.3	Vývoj složek inflace	32
Graf III.1.4	Struktura inflace	32
Graf III.1.5	Ceny potravin	33

Graf III.1.6	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	34
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	35
Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	35
Graf III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	36
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	36
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	36
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	41
Graf III.3.10	Čistý vývoz	42
Graf III.3.11	Vývoz a dovoz	42
Graf III.3.12	Podíly odvětví na růstu HPH	43
Graf III.3.13	Průmyslová produkce	43
Graf III.3.14	Bariéry růstu v průmyslu	43
Graf III.3.15	Nové průmyslové zakázky	44
Graf III.3.16	Ekonomický sentiment	44
Graf III.3.17	Potenciální produkt	44
Graf III.3.18	Mezera výstupu	45
Graf III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	45
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	46
Graf III.4.2	Přepočtené počty zaměstnanců	46
Graf III.4.3	Zaměstnanost podle odvětví	46
Graf III.4.4	Ukazatele nezaměstnanosti	47
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	47
Graf III.4.6	Průměrná mzda	48
Graf III.4.7	Vývoj produktivity v NH	48
Graf III.4.8	Mzdová náročnost produktu	48
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	49
Graf III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb	49
Graf III.5.3	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	49
Graf III.5.4	Úvěry nefinančním podnikům	50
Graf III.5.5	Úvěry podle vlastnictví nefinančních podniků	51
Graf III.5.6	Úvěry domácnostem	51
Graf III.5.7	Struktura počtu nových hypoték	51
Graf III.5.8	Zadluženost domácností	52
Graf III.5.9	Základní sazby ČNB	52
Graf III.5.10	Tržní úrokové sazby	52
Graf III.5.11	Úrokové diferenciály	53
Graf III.5.12	Výnosová křivka státních dluhopisů	53
Graf III.5.13	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	54
Graf III.5.14	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	54
Graf III.5.15	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	54
Graf III.5.16	Úrokové sazby z vkladů	55

Graf III.5.17	Ex ante reálné sazby	55
Graf III.5.18	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	55
Graf III.5.19	Základní ukazatele hospodaření	56
Graf III.5.20	Finanční závazky nefinančních podniků	56
Graf III.5.21	Struktura finančních aktiv domácností	57
Graf III.5.22	Realizované a nabídkové ceny bytů	57
Graf III.5.23	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	58
Graf III.6.1	Běžný účet	59
Graf III.6.2	Obchodní bilance	59
Graf III.6.3	Bilance služeb	59
Graf III.6.4	Bilance výnosů	60
Graf III.6.5	Finanční účet	60
Graf III.6.6	Přímé investice	60
Graf III.6.7	Portfoliové investice	61
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	61
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	62
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2013	62
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	63
Graf III.7.4	HDP v Německu	63
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	63
Graf III.7.6	HDP ve Spojených Státech	64
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro USA na rok 2013	64
Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců v USA	64
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	65
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	66
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	66
Graf III.7.12	Ceny komodit	67

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	12
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	19
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	19
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	20
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	28
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	28
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	30
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	31
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	31
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	35
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	47
Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	50
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	56

CF	Consensus Forecasts	ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)
CP	cenné papíry	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IRI	Institut regionálních informací
CZK, Kč	česká koruna	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
ČNB	Česká národní banka	JPY	japonský jen
ČR	Česká republika	LIBOR	londýnská mezibankovní zá-půjční úroková sazba
ČSÚ	Český statistický úřad	LNG	liquefied natural gas
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	LTRO	Long Term Refinancing Operations (dlouhodobé refinanční operace)
DPH	daň z přidané hodnoty	M1, M2, M3	peněžní agregát
ECB	Evropská centrální banka	MMF	Mezinárodní měnový fond
EDP	Excessive Deficit Procedure (Procedura při nadměrném schodku)	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
EIA	Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblastí energetiky)	NH	národní hospodářství
EIB	Evropská investiční banka	NHPP	národohospodářská produktivita
EK	Evropská komise	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESA 95	Evropský systém národních účtů	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EU	Evropská unie	PH	pohonné hmoty
EUR	euro	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PPI	ceny průmyslových výrobců
Fed	centrální banka USA	PRIBOR	mezibankovní zá-půjční úroková sazba
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednomě-síční, jednorocní)
GBP	britská libra	PZI	přímé zahraniční investice
HDP	hrubý domácí produkt	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
HICP	harmonizovaný cenový index	RPSN	roční procentní sazba nákladů
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	SRN	Spolková republika Německo
HPH	hrubá přidaná hodnota	USA	Spojené státy americké
HTFK	hrubá tvorba fixního kapitálu	USD	americký dolar
ICE	Intercontinental Exchange	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

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 omezení 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

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Poměr ceny bytu a mezd (také ukazatel price-to-wage): podíl ceny bytu a součtu roční mzdy za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny. Index je 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 je počítán z nabídkového nájemného a nabídkových cen bytů dle údajů Insitutu regionálních informací.

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

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

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

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

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

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

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

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

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky										
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	3 113,5	3 338,4	3 529,4	3 632,1	3 473,9	3 554,0	3 619,0	3 585,0	3 552,1	3 606,9	3 714,6
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,8	-0,9	-0,9	1,5	3,0
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	3,0	4,4	4,1	2,9	0,3	0,9	0,5	-2,1	0,4	1,4	1,9
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,6	-0,6	0,4	1,2	4,0	0,2	-2,7	-1,9	1,0	0,5	0,8
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,5	10,6	15,5	1,5	-20,0	5,1	0,9	-4,8	-9,7	0,0	3,4
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	11,9	14,3	11,2	3,5	-10,5	15,0	9,6	4,7	0,5	7,0	8,0
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,1	11,2	12,8	2,3	-11,7	14,9	7,0	2,5	-0,8	6,6	7,3
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	84,8	156,3	139,3	174,7	185,3	213,3	297,2	370,1	406,4	445,5	500,8
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,8	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-1,1	-	-	-
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	%, konec období	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	-	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,6	2,0
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,3	-0,9	2,6
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,5	0,7	1,7
<i>Ceny potravin (včetně alkoholických)</i>												
nápojů a tabáku (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,9	2,9	3,1	1,7	2,0
<i>Korigovaná inflace bez pohonných</i>												
hmot (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,7	-0,3	-0,6	0,4	1,6
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	9,9	6,0	-2,2	-1,1	-0,5
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,9	2,1	0,6	0,4	1,8
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	-0,3	0,5	3,3	1,9	2,3	-1,6	-0,9	1,6	1,7	0,7	1,8
<i>Dílčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	3,1	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,7	-0,6	1,4
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	-10,0	1,3	16,4	10,8	-24,3	7,7	22,7	3,6	5,1	-4,2	1,6
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	45,0	18,4	11,4	35,4	-36,5	28,4	38,2	0,7	-2,5	-3,0	-5,8
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,5	2,7	0,4	2,2	2,8
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,6	-1,0	1,6	0,8
<i>Počet zaměstnanců včetně členů</i>												
produkčních družstev	%, meziročně	2,0	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	2,2	0,7	0,4
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	0,6	0,2	2,4	4,3	2,6	-1,7	0,4	2,9	0,6	1,2	1,4
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-7,2	-7,2	2,4	-3,3	5,4	-5,7	0,4	4,4	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	4,6	5,6	3,5	0,8	-2,8	3,5	1,9	-1,4	-2,2	1,3	2,8
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	8,0	7,2	5,4	4,4	6,7	7,4	6,8	7,0	7,1	7,6	7,6
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	6,6	6,1	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	8,0	7,7
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-101,1	-79,2	-26,7	-85,0	-217,4	-177,1	-121,9	-169,4	-102,6	-99,9	-107,9
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	-2,6	-2,5	-2,6
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	885,4	948,1	1 023,4	1 104,3	1 299,3	1 454,4	1 583,3	1 775,4	1 814,8	1 913,8	2 022,8
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	28,4	28,3	27,9	28,7	34,6	38,4	41,4	46,2	46,9	48,4	48,7
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	48,6	59,3	46,9	25,7	87,3	53,8	90,3	145,8	200,3	240,0	270,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	1,6	1,8	1,3	0,7	2,3	1,4	2,4	3,8	5,2	6,1	6,5
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	37,9	49,0	59,2	73,9	73,9	75,3	58,4	49,8	64,9	70,0	75,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-30,9	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-146,6	-104,0	-94,0	-45,4	-10,0	5,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-1,0	-2,0	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,7	-2,4	-1,2	-0,3	0,1
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	279,6	90,3	179,1	36,3	37,7	95,0	46,8	181,1	50,0	65,0	75,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,6	19,5	19,9	20,0
Kč/EUR	průměr	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	25,8	25,7	25,4
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,4	-4,6	-2,0	1,5	2,8	1,0	-0,9
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-5,6	-1,4	-3,8	-8,8	4,3	-3,2	-2,7	2,6	1,7	1,9	-0,2
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-1,5	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0	1,7	2,9	0,5	0,2	0,8
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,2	-0,7	-0,1	0,1
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	6,0	9,5	11,6	9,5	5,7	4,3	3,6	5,6	4,4	3,9	3,6
2T repo sazba	%, konec období, progn. ČNB = prům.	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	-0,14	-0,42	0,64
3M PRIBOR	%, průměr	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	1,0	0,3	0,0	1,0

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

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

čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014				čtvrtletí roku 2015			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
903,5	905,5	905,8	904,3	901,0	897,6	894,7	891,7	879,9	885,6	887,3	899,4	890,0	897,4	907,1	912,5	918,8	925,2	931,8	938,9
3,0	2,1	1,5	0,8	-0,3	-0,9	-1,2	-1,4	-2,3	-1,3	-0,8	0,9	1,1	1,3	2,2	1,5	3,2	3,1	2,7	2,9
0,4	0,3	1,0	0,5	-1,4	-1,9	-2,1	-3,1	-1,2	0,0	1,3	1,5	0,9	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0
-0,9	-2,5	-4,1	-3,2	-2,8	-2,5	-1,5	-0,9	1,4	1,8	0,6	0,3	-1,5	-0,2	1,7	1,9	1,3	0,8	0,4	0,8
8,3	2,3	-3,9	-2,2	-5,5	-2,2	-11,1	-0,1	-7,2	-14,0	-9,4	-8,0	-5,6	1,9	4,6	-0,8	7,6	4,6	1,3	0,5
16,5	11,3	7,0	4,3	6,9	4,4	4,6	2,9	-3,7	0,6	0,8	4,2	7,2	6,5	6,9	7,4	7,5	7,7	8,1	8,7
15,9	8,9	2,6	1,9	3,8	3,0	0,5	2,6	-3,4	-1,6	0,1	1,7	4,6	6,8	7,5	7,6	7,6	7,2	7,1	7,4
66,8	76,7	70,8	83,0	92,2	89,2	101,7	87,1	86,9	104,6	107,3	107,6	110,6	110,0	111,0	114,0	117,9	122,3	127,4	133,2
10,8	8,2	2,3	2,6	2,6	-0,8	-0,9	-4,1	-5,4	-2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,7	-5,3	-9,1	-0,9	-10,0	-6,0	-6,2	-9,0	-12,7	-13,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,2	1,1	0,3	0,7	0,9	-2,2	-1,1	-1,7	-3,0	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	2,3	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,7	1,8	1,7	2,4	3,7	3,4	3,3	2,8	1,8	1,5	1,2	1,1	0,0	0,3	0,9	1,2	2,0	2,0	1,9	1,9
4,4	4,0	4,5	5,9	9,7	9,4	8,2	7,1	3,5	2,7	1,6	1,6	-1,8	-1,1	-0,3	-0,4	2,6	2,6	2,6	2,7
1,0	1,2	1,2	1,7	1,3	1,0	0,9	0,6	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,9	1,3	1,6	1,7	1,7	1,7
3,2	4,1	3,6	4,5	3,5	2,5	2,8	2,7	3,0	3,8	3,3	2,4	1,9	1,2	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1
-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	0,1	0,7	1,2	1,5	1,7	1,7	1,7
10,8	9,1	9,5	10,2	8,0	5,8	6,4	3,8	-1,5	-3,7	-1,5	-2,1	-1,4	-0,6	-2,6	0,4	0,5	-0,2	-0,5	-1,8
1,6	1,7	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0	1,5	0,9	0,8	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,7	1,0	1,8	1,8	1,9	1,9
-1,9	-1,7	-0,9	0,8	2,2	1,9	1,4	1,0	1,8	1,5	2,0	1,3	0,3	0,7	0,6	1,2	1,4	1,7	2,0	2,1
5,4	6,0	5,6	5,2	3,6	1,8	1,6	1,6	1,2	0,5	0,7	0,5	-1,3	-0,4	-0,3	-0,2	1,3	1,3	1,4	1,5
32,4	32,3	19,2	7,1	-1,2	-2,9	5,6	12,7	14,5	9,3	1,4	-4,8	-9,4	-7,2	-1,3	1,2	0,7	1,2	1,9	2,6
-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
36,1	47,6	45,9	25,1	12,7	-7,2	-2,2	1,0	-4,6	-4,3	0,3	0,0	-3,9	3,0	-4,4	-6,1	-5,9	-5,9	-5,8	-5,7
2,8	2,6	2,1	2,4	3,3	2,2	1,7	3,5	-0,4	1,2	1,2	-0,5	2,9	1,7	2,0	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0
1,1	0,8	0,3	0,0	-0,4	-1,2	-1,5	0,7	-2,2	-0,3	-0,1	-1,5	2,9	1,4	1,1	1,1	0,6	0,7	0,9	1,1
-0,2	0,4	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	0,3	0,6	2,0	2,4	2,1	2,5	1,3	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2	0,4	0,7
-0,5	1,0	-0,1	1,0	2,7	2,9	2,4	3,5	2,1	1,5	1,0	-2,0	1,3	0,7	0,5	2,1	0,8	1,2	1,8	1,8
-1,1	0,7	-0,2	2,4	2,2	4,4	6,0	5,1	3,4	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,0	2,0	1,6	0,9	0,1	-1,7	-2,0	-1,8	-4,0	-2,6	-2,0	-0,4	0,4	1,1	2,2	1,5	3,2	3,0	2,5	2,6
7,3	6,8	6,6	6,5	7,2	6,8	7,0	7,2	7,5	6,8	7,0	7,1	7,7	7,4	7,6	7,7	8,1	7,5	7,6	7,5
7,4	6,5	6,4	6,4	7,1	6,5	6,6	7,0	8,0	7,5	7,5	7,9	8,8	7,9	7,6	7,7	8,5	7,5	7,3	7,5
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
33,3	27,3	6,5	23,2	51,8	34,1	34,2	25,6	53,9	57,4	43,0	46,0	66,0	66,0	54,0	54,0	72,0	72,0	63,0	63,0
3,8	2,8	0,7	2,3	5,7	3,5	3,5	2,6	6,0	5,9	4,4	4,5	7,3	6,7	5,4	5,1	7,6	6,9	6,0	5,7
13,3	18,6	16,1	10,4	14,7	11,4	13,9	9,9	15,7	17,2	19,0	13,0	18,0	19,0	19,0	14,0	19,0	20,0	21,0	15,0
32,9	-89,7	-29,9	-17,3	17,0	-26,1	-48,6	-36,3	13,7	-5,1	-36,0	-18,0	26,0	4,0	-37,0	-3,0	31,0	-2,0	-31,0	7,0
3,7	-9,3	-3,1	-1,7	1,9	-2,7	-5,0	-3,6	1,5	-0,5	-3,7	-1,8	2,9	0,4	-3,7	-0,3	3,3	-0,2	-2,9	0,6
-8,4	48,1	-35,2	42,3	30,7	48,1	44,0	58,3	26,0	10,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17,8	16,9	17,3	18,8	19,1	19,7	20,0	19,4	19,4	19,8	19,5	19,3	19,7	19,9	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,1
24,4	24,3	24,4	25,3	25,1	25,3	25,1	25,2	25,6	25,8	25,9	25,8	25,8	25,8	25,7	25,6	25,5	25,4	25,4	25,5
-5,3	-4,3	-1,0	2,6	2,0	2,9	2,1	-0,7	2,1	2,5	3,5	3,0	2,8	1,4	0,2	-0,4	-1,5	-1,3	-0,7	-0,2
-5,4	-5,0	-2,0	1,6	2,7	4,2	3,2	0,1	1,8	1,8	2,0	1,3	2,6	1,9	1,6	1,4	-0,6	-0,5	-0,1	0,4
0,8	-0,1	1,6	4,6	4,0	3,9	3,3	0,3	1,0	0,7	0,3	0,2	-0,1	-0,4	0,4	0,7	0,4	0,5	0,9	1,3
4,7	2,4	3,5	6,5	5,7	5,7	4,7	1,0	-0,3	-0,7	-0,9	-0,7	-0,5	-0,5	0,3	0,5	0,0	-0,1	0,1	0,5
3,4	2,6	3,7	4,8	6,0	5,8	5,7	5,0	4,2	4,1	4,9	4,4	4,1	4,3	3,4	3,8	4,4	3,9	3,2	2,8
0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,50	0,05	0,05	0,05	0,05	-0,70	-0,86	-0,62	-0,27	0,07	0,40	0,57	0,70	0,89
1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	-0,3	-0,5	-0,2	0,1	0,5	0,8	1,0	1,1	1,3

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)

