

ZPRÁVA O INFLACI / II

2014



## ZPRÁVA O INFLACI / II

---



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 15. května 2014 a obsahuje informace dostupné k 25. dubnu 2014. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.



|  |           |
|--|-----------|
| <b>PŘEDMLUVA</b>   | <b>3</b>  |
| <b>OBSAH</b>   | <b>5</b>  |
| <b>I SHRUTÍ</b>  | <b>6</b>  |
| <b>II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>                                | <b>9</b>  |
| <b>II.1 Vnější předpoklady prognózy</b>                                | <b>9</b>  |
| <b>II.2 Prognóza</b>   | <b>11</b> |
| <b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>                               | <b>22</b> |
| <b>II.4 Prognózy ostatních subjektů</b>                                | <b>24</b> |
| <b>III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>                                   | <b>26</b> |
| <b>III.1 Inflace</b>   | <b>26</b> |
| III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle                 | 26        |
| III.1.2 Současný vývoj inflace   | 29        |
| <b>III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců</b>                               | <b>31</b> |
| III.2.1 Dovozní ceny   | 31        |
| III.2.2 Ceny výrobců   | 32        |
| <b>III.3 Poptávka a nabídka</b>  | <b>35</b> |
| III.3.1 Domácí poptávka  | 35        |
| III.3.2 Čistá zahraniční poptávka                                      | 38        |
| III.3.3 Nabídka  | 38        |
| III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky | 40        |
| <b>III.4 Trh práce</b>   | <b>42</b> |
| III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost                                  | 42        |
| BOX 1 Vývoj a struktura zaměstnanosti na kratší pracovní dobu          | 43        |
| III.4.2 Mzdy a produktivita  | 45        |
| <b>III.5 Finanční a měnový vývoj</b>                                   | <b>47</b> |
| III.5.1 Peníze   | 47        |
| III.5.2 Úvěry  | 48        |
| III.5.3 Úrokové sazby  | 50        |
| III.5.4 Měnový kurz  | 54        |
| III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků                       | 54        |
| III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností                           | 55        |
| III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí                                      | 56        |
| <b>III.6 Platební bilance</b>  | <b>58</b> |
| III.6.1 Běžný účet   | 58        |
| III.6.2 Kapitálový účet  | 59        |
| III.6.3 Finanční účet  | 59        |
| BOX 2 Obchodní vztahy České republiky s Ukrajinou a Ruskou federací    | 61        |
| <b>III.7 Vnější prostředí</b>  | <b>63</b> |
| III.7.1 Eurozóna   | 63        |
| III.7.2 Spojené státy  | 65        |
| III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám                   | 66        |
| III.7.4 Cena ropy a dalších komodit                                    | 67        |
| <b>SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU</b>                                  | <b>70</b> |
| <b>SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU</b>                                | <b>73</b> |
| <b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>   | <b>74</b> |
| <b>SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI</b>           | <b>75</b> |
| <b>GLOSÁŘ POJMŮ</b>  | <b>76</b> |
| <b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>                              | <b>80</b> |

## I. SHRNU TÍ

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2013 po téměř dvou letech nepřetržitého poklesu meziročně vzrostla. Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2014 dle očekávání snížily na nízké, avšak kladné hodnoty, a nacházely se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Prozatím pokračuje protiinflační působení domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny má vliv v opačném směru. V důsledku zrychlující dynamiky zahraniční poptávky a uvolněných měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny HDP letos vzroste o 2,6 %. V roce 2015 pak s výrazným přispěním expanzivní fiskální politiky růst dále zrychlí na 3,3 %. Celková inflace se bude v nejbližším období zvyšovat vlivem nárůstu dovozních cen, v delším období se v ní začne projevovat růst ekonomické aktivity a mezd. Na začátku roku 2015 se tak dostane lehce nad 2% cíl ČNB, měnověpolitická inflace se vrátí k cíli a v jeho těsné blízkosti se bude pohybovat i na horizontu měnové politiky. Průměrná inflace přitom v letošním roce dosáhne 0,8 % a v příštím roce 2,2 %. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvávání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR až do počátku příštího roku. Uvedená hladina kurzu nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu.

**Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2013** meziročně vzrostla o 1,2 % s kladnými příspěvky všech složek poptávky s výjimkou zásob. Kladný meziroční růst byl zaznamenán poprvé po téměř dvou letech a odrážel odpoutání ekonomiky ode dna hospodářského cyklu v průběhu roku 2013, přičemž výrazný mezičtvrtletní nárůst HDP byl zaznamenán v jeho závěru. Mezera výstupu se tak přivřela, nadále je však zřetelně záporná. V protiinflačním směru působil i pokles mezd v podnikatelském sektoru zaznamenaný ve čtvrtém čtvrtletí 2013. V prvním čtvrtletí letošního roku prognóza předpokládá zrychlující meziroční růst HDP při dalším mírném mezičtvrtletním zvýšení ekonomické aktivity a obnovení mírného meziročního růstu nominálních mezd.

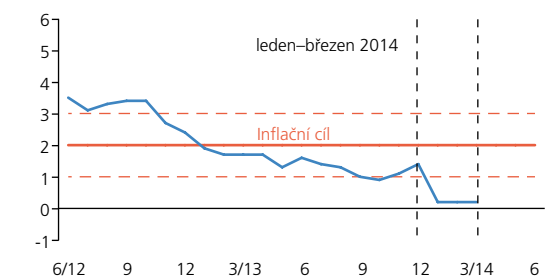
**Celková i měnověpolitická inflace se v prvním čtvrtletí 2014** nacházely dle očekávání na velmi nízkých, avšak kladných hodnotách, tj. hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1). Již jen nepatrně záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále odrážela protiinflační vliv domácí ekonomiky, zatímco oslabený kurz koruny působil prostřednictvím dovozních cen v opačném směru. K výraznému meziročnímu propadu došlo u regulovaných cen, zároveň z celkové inflace odezněl vliv změny DPH z roku 2013.

**Ekonomická aktivita v efektivní eurozóně** postupně zrychluje. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl její růst dosáhnout 1,6 %, v příštím roce se dále zvýší na 2 %. Cenový vývoj zůstává vlivem snížení cen energií a posílení eura při jen pozvolném oživování poptávky velmi utlumený, když ceny průmyslových výrobců v eurozóně meziročně klesají a totéž platí v některých zemích i pro spotřebitelské ceny. Dle předpokladů prognózy ale dojde k obratu a ceny v eurozóně porostou, a to postupně zrychlujícím tempem. Nízký výhled tržních

GRAF I.1

## PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

**Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2014 nacházela výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB**  
(meziročně v %)





úrokových sazeb 3M EURIBOR zohledňuje nadále uvolněnou stávající i očekávanou měnovou politiku ECB. Kurz eura k dolaru by měl ze současné relativně silné hodnoty v delším horizontu postupně oslabovat. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá pozvolný pokles.

**Dle prognózy se celková inflace od druhého čtvrtletí 2014 začne zvyšovat směrem k 2% cíli ČNB, na horizontu měnové politiky se pak bude pohybovat lehce nad ním (Graf I.2). Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude vyvíjet podobně jako celková inflace, ovšem na lehce nižší hladině (Graf I.3). Na horizontu měnové politiky se tak bude nacházet v těsné blízkosti cíle. Celkové nákladové tlaky se v nejbližším období ještě mírně zvýší vlivem dovozních cen, ve kterých se při velmi nízké dynamice cen zahraničních výrobců postupně promítá oslabený kurz koruny. Tento vliv však bude následně slábnout a v roce 2015 již budou dovozní ceny inflaci lehce brzdit. Aktuálně protiinflační působení domácí ekonomiky odezní do poloviny letošního roku; poté se do vývoje cen již bude promítat oživující domácí ekonomika a zrychlující mzdový růst. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se v důsledku toho v nejbližším období posune do kladných hodnot a následně se bude dále zvyšovat. Ceny potravin na horizontu prognózy porostou mimo jiné vlivem pozorovaného zvýšení světových cen zemědělských komodit, naopak regulované ceny budou v letošním roce nadále klesat a v příštím roce se vrátí k jen nízkému meziročnímu růstu. Ceny pohonných hmot budou převážně mírně klesat vlivem vývoje světových cen ropy a benzínu.**

Prognóza předpokládá stabilitu tržních **úrokových sazeb** do začátku roku 2015 na stávající velmi nízké úrovni (Graf I.4), která odráží ponechání 2T repo sazby na technické nule a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu. V roce 2015 dle prognózy dojde k nárůstu tržních sazeb v rozsahu cca 0,6 procentního bodu. **Kurz koruny** vůči euru se na počátku roku 2014 stabilizoval poblíž hodnoty 27,4 CZK/EUR. Prognóza předpokládá návrat kurzu k hladině kurzového závazku ČNB, tj. 27 CZK/EUR, která je dle provedených analýz nadále adekvátní k odvrácení rizika deflace a urychlení oživení ekonomiky i návratu inflace k cíli ČNB. Na této úrovni by měl kurz dle předpokladu prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Během této doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by od počátku roku 2015 mělo umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin.

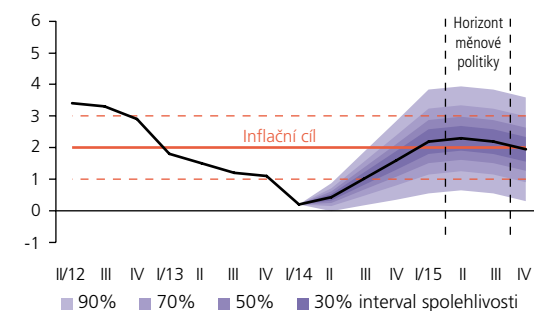
Po poklesu **české ekonomiky** v minulém roce HDP letos poroste (Graf I.5). Zrychlující dynamika zahraniční poptávky a uvolněné měnové podmínky prostřednictvím slabšího kurzu koruny při mírně expanzivním působení fiskální politiky vyústí v růst HDP o 2,6 %. V roce 2015 pak růst ekonomiky zrychlí na 3,3 % s výrazným přispěním

GRAF I.2

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

**Celková inflace od druhého čtvrtletí 2014 začne zrychlovat, na horizontu měnové politiky se pak bude pohybovat lehce nad cílem**

(meziročně v %)

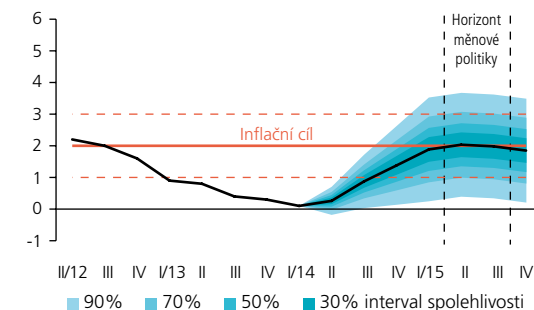


GRAF I.3

## PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

**Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky bude pohybovat v těsné blízkosti cíle**

(meziročně v %)

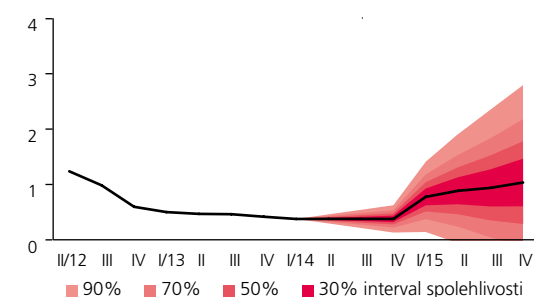


GRAF I.4

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

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

(3M PRIBOR v %)

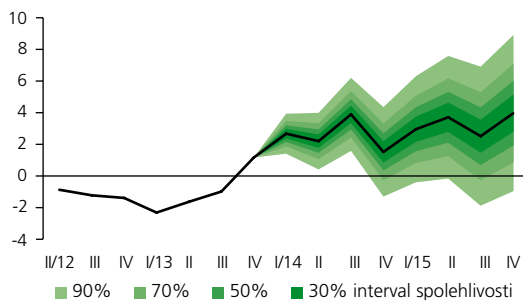


GRAF I.5

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

**HDP poroste díky zrychlení dynamiky zahraniční poptávky, uvolněným měnovým podmínkám a expanzivní fiskální politice**

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



fiskální politiky. V průběhu roku 2014 se oživení ekonomiky s obvyklým časovým odstupem projeví na **trhu práce** obnoveným růstem počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky. Míra nezaměstnanosti bude letos ještě stagnovat v důsledku přetrvávajícího růstu pracovní síly, k jejímu poklesu dojde od počátku příštího roku. Růst mezd v podnikatelské sféře zřetelně zrychlí ze současných nízkých hodnot. Mzdy v nepodnikatelské sféře porostou o něco mírnějším tempem.

Na svém měnověpolitickém zasedání 7. května 2014 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule. Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále **používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek** a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Charakter tohoto kurzového závazku se přitom nemění. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako mírně protiinflační. Hladinu kurzového závazku 27 CZK/EUR bankovní rada nadále považuje za vhodně zvolenou a předpokládá udržování kurzu poblíž této hladiny přinejmenším do začátku roku 2015. Bankovní rada v debatě o nové prognóze konstatovala, že se zvyšuje pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku. Současně dospěla bankovní rada k závěru, že domácí úrokové sazby nemusí v roce 2015 růst tak rychlým tempem, jak naznačuje prognóza.

## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

### II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo ekonomického růstu v efektivní eurozóně bude v letošním i příštím roce postupně zrychlovat. Aktuálně klesající výrobní ceny, odrážející pokračující pokles cen energií a silný kurz eura, porostou na horizontu prognózy jen nevýrazně. Také spotřebitelské ceny se budou zvyšovat jen mírně v návaznosti na zvolna oživující poptávku. Utlumený cenový vývoj se promítá v uvolněné měnové politice ECB i ve výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR, které na celém horizontu prognózy setrvávají na velmi nízkých hodnotách. Euro by vůči americkému dolaru mělo ze současné relativně silné hodnoty v delším horizontu pozvolna oslabovat. Výhled ceny ropy Brent i nadále předpokládá její postupný pokles.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce zrychlení tempa meziročního ekonomického růstu na 1,6 %, což je o 1,1 procentního bodu více ve srovnání s rokem 2013 (Graf II.1.1).<sup>1</sup> Další zrychlení tempa růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně na 2 % se pak očekává v roce 2015. Zrychlování zahraniční ekonomické aktivity (zejména v průmyslu) potvrzují i rostoucí předstihové ukazatele za eurozónu. Ve srovnání s minulou prognózou se výhled z celoročního pohledu v letošním roce posouvá lehce nahoru, v příštím roce se nemění.

Aktuálně klesající **efektivní ukazatel výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2) by měl letos z celoročního pohledu stagnovat. I při nárůstu cen zemědělských komodit jsou výraznější inflační tlaky tlumeny poklesem cen energií a také silnějším kurzem eura. Se zrychlujícím ekonomickým oživením se dynamika výrobních cen ve druhé polovině roku 2014 vrátí k růstu a v průměru za příští rok dosáhne 1,5 %. Oproti minulé prognóze je výhled v letošním roce o 0,6 procentního bodu nižší, v příštím roce zůstává beze změny.

Nízký výhled **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** v letošním roce odráží zejména pokračující snižování cen energií pro domácnosti a jen pozvolna oživující poptávku, přičemž k inflaci budou zřejmě přispívat především ceny potravin (Graf II.1.3). V průměru za celý rok 2014 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit o 1,1 %. V příštím roce se spolu se zrychlujícím růstem ekonomické aktivity předpokládá zvýšení inflace spotřebitelských cen v průměru na 1,7 %. Oproti minulé prognóze přitom dochází v obou letech k posunu směrem dolů cca o 0,4 procentního bodu.

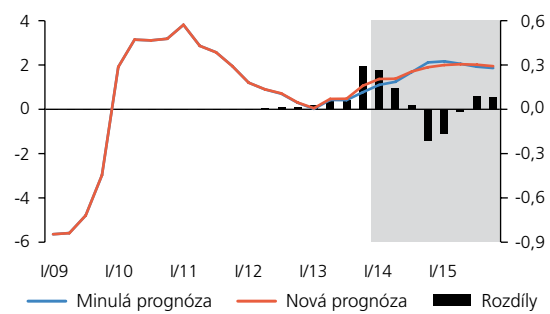
1 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z dubnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů ke 14. dubnu 2014. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou na minulosti jsou vedle revizí dat dány zejména aktualizací vah jednotlivých zemí na českém vývozu.

GRAF II.1.1

#### EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Tempo růstu zahraniční poptávky by mělo v letošním a příštím roce postupně zrychlovat

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

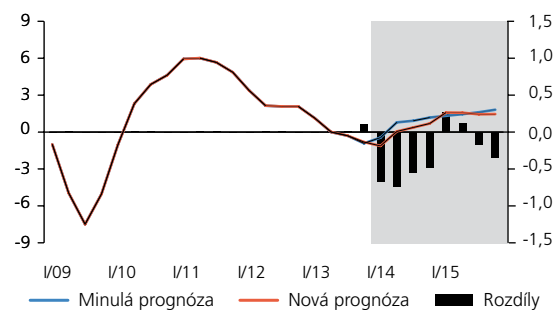


GRAF II.1.2

#### EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Utlumený vývoj cen výrobců zohledňuje především současný pokles cen energií a nedávné posílení kurzu eura při jen postupném oživení ekonomiky

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

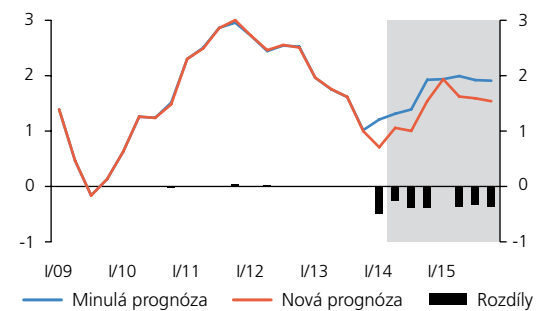


GRAF II.1.3

#### EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Efektivní inflace je aktuálně velmi nízká a na celém horizontu prognózy se pohybuje pod 2 %

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

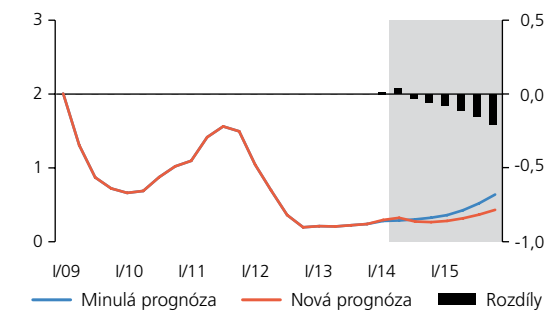


GRAF II.1.4

## 3M EURIBOR

Nízký výhled úrokových sazeb zohledňuje velmi utlumený cenový vývoj a očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB

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



Nízký výhled tržních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** zohledňuje pokračující utlumený cenový vývoj ve střednědobém horizontu a jej odrážející měnovou politiku ECB, jejíž představitelé nadále připouštějí možnost dalšího uvolnění. Tržní výhled předpokládá, že v letošním i příštím roce by 3M EURIBOR měl v průměru stagnovat na hodnotě 0,3 % (Graf II.1.4). Ve srovnání s minulou prognózou nedochází v letošním roce ke změně, pro rok 2015 je výhled přehodnocen v průměru o 0,1 procentního bodu směrem dolů. Tržní výhled zahraničních úrokových sazeb je v souladu s dubnovým CF, když analytici oslovení v tomto průzkumu také předpokládají stagnaci zahraničních úrokových sazeb v horizontu 3 – 12 měsíců na úrovni 0,3 %. Většina analytiků zároveň očekává stagnaci základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,25 % minimálně do konce března příštího roku.

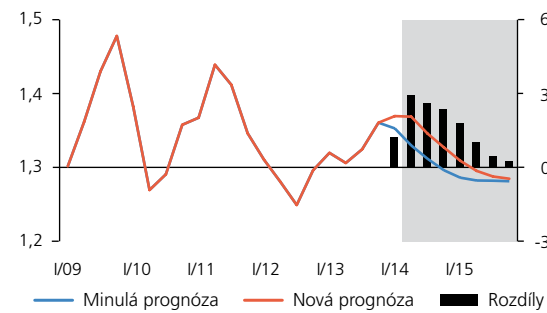
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** vychází z aktuálně relativně silné hodnoty eura, která zohledňuje zlepšující se sentiment v důsledku pokračujícího zrychlování ekonomické aktivity v eurozóně a příznivého vývoje na dluhopisových trzích periferních zemí. Oproti minulé prognóze se tak na celém horizontu očekává silnější kurz eura přibližně o 2 %, avšak i nadále se předpokládá trend jeho pozvolného oslabování (Graf II.1.5). V tom se promítá očekávaná rychlejší dynamika americké ekonomiky v porovnání s eurozónou a postupné ukončování kvantitativního uvolňování v USA, zatímco v eurozóně není vyloučeno další uvolnění měnové politiky. V průměru by tak hodnota kurzu evropské měny měla v letošním roce dosahovat 1,35 USD/EUR. V roce 2015 by pak kurz eura vůči americkému dolaru měl oslabit na 1,29 USD/EUR.

GRAF II.1.5

## KURZ EURA K DOLARU

Kurz eura vůči americkému dolaru by měl na celém horizontu pozvolna oslabovat z aktuálně relativně silné hodnoty

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



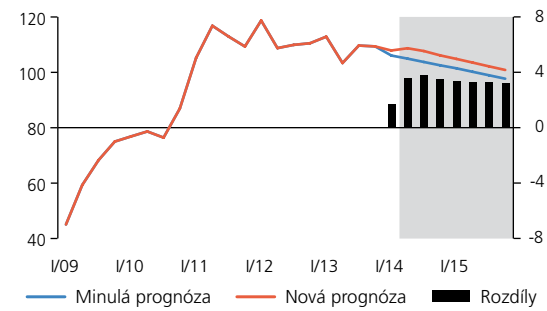
**Cena ropy Brent** je aktuálně mírně vyšší oproti minulé predikci (Graf II.1.6), což odráží zejména geopolitické napětí související s vývojem na Ukrajině a z toho vyplývající nejistoty ohledně budoucích dodávek zemního plynu a ropy z Ruska. Sklon futures křivky však zůstává i nadále klesající a cena ropy Brent by tak měla klesat z hodnoty kolem 108 USD/barel na přibližně 100 USD/barel na konci roku 2015. Oproti minulé předpovědi tak dochází na celém horizontu k přehodnocení směrem nahoru přibližně o 3 USD/barel. Analytici oslovení v rámci dubnového CF předpokládají cenu ropy v horizontu 12 měsíců poblíž 106 USD/barel.

GRAF II.1.6

## CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá na celém horizontu prognózy pozvolný pokles

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



## II.2 PROGNOZA

Celková meziroční inflace v prvním čtvrtletí 2014 skokově klesla na velmi nízké, avšak kladné, hodnoty. Od druhého čtvrtletí 2014 bude postupně zrychlovat. Celková inflace se tak na začátku roku 2015 dostane lehce nad 2% cíl ČNB, měnověpolitická inflace se vrátí k cíli. V jeho blízkosti se pak stabilizují. V proinflačním působení dovozních cen v letošním roce se odráží oslabení kurzu koruny při utlumeném vývoji cen výrobců v zahraničí. Domácí ekonomika bude přispívat k růstu cen od poloviny letošního roku, a to zejména v důsledku oživení dynamiky mezd. Po poklesu HDP v minulém roce ekonomika letos vzroste o 2,6 %, a to v návaznosti na zrychlující dynamiku zahraniční poptávky a uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzu koruny. V roce 2015 růst dále zrychlí na 3,3 %, a to s výrazným přispěním expanzivní fiskální politiky. Oživení ekonomiky se začne příznivě projevovat i ve vývoji na trhu práce. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR až do počátku příštího roku. Uvedená hladina kurzu nadále zajišťuje uvolnění měnových podmínek v potřebném rozsahu. Následný návrat do standardního režimu měnové politiky přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB.

Meziroční **celková inflace** se v prvním čtvrtletí 2014 v souladu s očekáváním skokově snížila, a to v průměru na 0,2 %, a nacházela se tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Na zpomalení spotřebitelských cen se podílel především propad regulovaných cen a odeznění primárních dopadů změny DPH z minulého roku. V následujícím období se celková inflace bude zvyšovat, zejména vlivem přechodu korigované inflace bez pohonných hmot do kladných hodnot v návaznosti na pokračující růst dovozních cen. Postupný nárůst inflačních tlaků z oživující domácí ekonomiky následně povede k posílení dynamiky tržních cen nad 2 % v závěru letošního roku. Ve směru vyšší inflace bude působit také zmírnění meziročního poklesu regulovaných cen a zrychlení cen potravin do konce roku 2014. V roce 2015 pak pokles regulovaných cen zcela odezní, i když jejich růst bude velmi nízký. Celková inflace se tak bude postupně zvyšovat, přičemž na počátku příštího roku se dostane lehce nad cíl (Graf II.2.1). Ve druhé polovině roku 2015 opět zvolní a přiblíží se shora ke 2% cíli, kde se bude stabilizovat. Průměrná inflace v letošním roce dosáhne 0,8 %, v příštím roce se zvýší na 2,2 %.

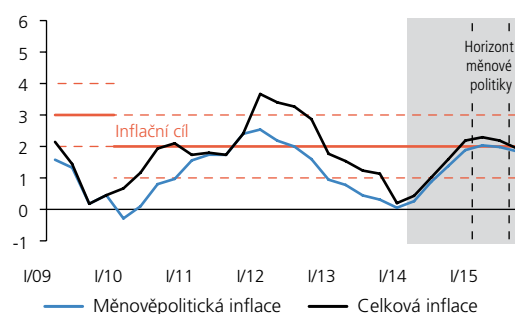
**Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se v prvním čtvrtletí 2014 snížila v průměru na 0,1 %, a setrvala tak hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle. Na prognóze se bude vyvíjet podobně jako celková inflace, ovšem na lehce nižší hladině vzhledem k primárním dopadům změn spotřební daně z cigaret. Na horizontu měnové politiky se tak bude nacházet v těsné blízkosti cíle ČNB.

Příspěvek změn **nepřímých daní** do neregulovaných cen v prvním čtvrtletí 2014 činil v průměru 0,1 procentního bodu, když odezněl vliv zvýšení obou sazeb DPH z počátku minulého roku. Meziroční inflace

GRAF II.2.1

### CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

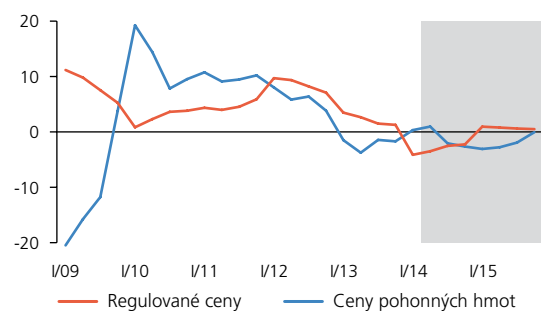
Celková inflace se na začátku roku 2015 dostane lehce nad 2% cíl ČNB, měnověpolitická inflace se vrátí k cíli (meziročně v %)



GRAF II.2.2

## REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Regulované ceny budou v letošním roce klesat, ceny pohonných hmot mírně porostou jen v nejbližším období (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 stojí zejména výrazný pokles cen elektrické energie, který je v menším rozsahu očekáván i pro rok 2015

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

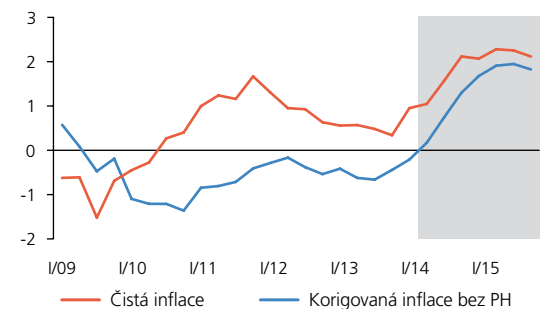
|   | 2013       |       | 2014   |       | 2015   |       |
|---|------------|-------|--------|-------|--------|-------|
|   | skutečnost | 0,40  | progn. | -0,52 | progn. | 0,12  |
| Regulované ceny <sup>a)</sup>                     | 2,2        | 0,40  | -3,1   | -0,52 | 0,7    | 0,12  |
| z toho (hlavní změny):                            |            |       |        |       |        |       |
| Ceny elektřiny                                    | 3,2        | 0,15  | -10,4  | -0,49 | -4,6   | -0,22 |
| Ceny zemního plynu                                | -3,5       | -0,09 | -3,4   | -0,10 | -0,2   | -0,01 |
| Ceny tepla  | 4,3        | 0,10  | 1,1    | 0,02  | 3,9    | 0,08  |
| Vodné   | 6,7        | 0,07  | 3,4    | 0,03  | 4,3    | 0,04  |
| Regulované ceny ve zdravotnictví                  | 2,6        | 0,05  | -6,8   | -0,08 | 4,5    | 0,05  |
| Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách | 0,67       |       | 0,17   |       | 0,21   |       |

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

## ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

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



byla nadále ovlivněna zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky z ledna 2013, jehož dopad se v návaznosti na předzásobení promítl do spotřebitelských cen s výrazným zpožděním. Od ledna 2014 došlo k dalšímu zvýšení spotřební daně na cigarety v důsledku harmonizační úpravy přijaté již v roce 2012, přičemž její očekávaný dopad do celkové inflace je odhadnut na cca 0,1 procentního bodu. Vlivem předzásobení se ale tato změna promítl do koncových cen zatím jen nevýrazně. Prognóza navíc předpokládá dodatečné harmonizační zvýšení daně na cigarety v souladu s navrhovanou změnou zákona<sup>2</sup>, která zároveň nově omezuje možnost předzásobení na tři měsíce. Dopad tohoto opatření do inflace je odhadnut na zhruba 0,2 procentního bodu, přičemž jeho plné promítnutí do spotřebitelských cen lze očekávat v závěru letošního roku. Pro rok 2015 zatím prognóza žádné úpravy nepřímých daní nepředpokládá.<sup>3</sup>

Regulované ceny přešly na počátku letošního roku skokově do meziročního poklesu, který v prvním čtvrtletí 2014 dosáhl v průměru 4,1 % (Graf II.2.2). Na tomto vývoji se podílelo zejména lednové snížení cen energií pro domácnosti, pokles cen ve zdravotnictví a oslabení meziročního růstu vodného (Tab. II.2.1). Prognóza předpokládá postupné zmírňování meziročního poklesu regulovaných cen v letošním roce, k němuž přispěje zejména odeznění meziročního poklesu cen plynu pro domácnosti. V roce 2015 pak prognóza očekává opětovné snížení cen elektřiny pro domácnosti, do nichž se promítne již aktuálně pozorovaný pokles cen silové elektřiny na energetických burzách. Vlivem očekávaného cenového nárůstu ostatních regulovaných položek ale přejdou regulované ceny počátkem příštího roku do kladných temp růstu, i když jen nízkých (pod 1 %).

Meziroční čistá inflace se v prvním čtvrtletí 2014 v průměru zvýšila na 1 %, když se korigovaná inflace bez pohonných hmot posunula k méně záporným hodnotám a ceny potravin mírně zrychlily (Graf II.2.3). Pokračovalo přitom promítání oslabeného kurzu koruny do cenového vývoje. Ve druhém čtvrtletí 2014 prognóza očekává zhruba stagnaci čisté inflace, když korigovaná inflace bez PH přejde do lehce kladných hodnot, v opačném směru ale bude působit krátkodobě zmírňování meziročního růstu cen potravin. Korigovaná inflace bez PH se pak bude dále postupně zvyšovat, což se promítne i do vývoje čisté inflace, která na konci letošního roku přesáhne 2 %. Lehce nad touto hladinou se čistá inflace bude pohybovat i během roku 2015.

- Česká republika je povinna s účinností od 1. 1. 2014 splnit specifický minimální požadavek ve výši spotřební daně 90 eur na 1000 kusů cigaret. Podle směrnice EU je tento požadavek nutné splnit v přepočtu podle kurzu koruny vůči euru k prvnímu pracovnímu dni v říjnu 2013. Vzhledem ke slabšímu říjnovému kurzu CZK/EUR oproti roku 2012, kdy byla přijata stávající právní úprava, ČR tuto směrnici aktuálně neplní. Proto bylo Ministerstvem financí navrženo dodatečné zvýšení daně z tabákových výrobků, které zároveň zohledňuje oslabení kurzu koruny od listopadu 2013. Úprava zákona zatím nebyla přijata, prognóza s ní však počítá, neboť jde o harmonizační změnu daní.
- Vládou plánované zavedení třetí sazby DPH není prozatím v prognóze obsaženo.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se v prvním čtvrtletí 2014 posunula do již jen nepatrně záporných hodnot, když se podstatně zmírnil meziroční pokles cen ostatních obchodovatelných statků v návaznosti na oslabení kurzu koruny. Její záporná hodnota však nadále vypovídala o protiinflačním vlivu domácí ekonomiky, odrážejícím zejména ložskou nízkou dynamiku mezd, navíc při obnoveném růstu produktivity v poslední době. V nejbližším období korigovaná inflace bez pohonných hmot přejde do kladných hodnot, a to vlivem pokračujícího růstu dovozních cen. Poté se do ní již budou promítat obnovené domácí inflační tlaky odrážející hospodářské oživení a zrychlující mzdový růst. Se zesilováním tohoto působení domácí ekonomiky se bude korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně dále zvyšovat až téměř ke 2 % v roce 2015 (Graf II.2.3).

**Ceny potravin** (bez primárního vlivu změn daní) v prvním čtvrtletí 2014 v průměru meziročně zrychlily svůj růst, přičemž se do jejich dynamiky promítalo oslabení měnového kurzu spolu s obnoveným nárůstem cen zemědělských komodit na světových trzích. Ve druhém čtvrtletí růst cen potravin přechodně zpomalí, poté však opětovně posílí na hodnoty kolem 4 %, když se projeví výrazný nárůst cen zemědělských výrobců vlivem zvýšení cen agrárních komodit na světových trzích při současně pokračujícím růstu cen dovážených potravinářských komodit (Graf II.2.4). V příštím roce se dynamika spotřebitelských cen potravin zmírní v návaznosti na postupné odeznění vysokého růstu světových cen agrárních komodit.

**Ceny pohonných hmot** v prvním čtvrtletí 2014 v průměru jen velmi lehce vzrostly, a to vlivem oslabení kurzu CZK/USD při současném meziročním poklesu světových cen ropy a benzínu. Ve druhém čtvrtletí meziroční dynamika cen pohonných hmot přechodně zrychlí v návaznosti na obnovený růst cen ropy na světových trzích při současném zmírnění meziročního oslabení kurzu CZK/USD (Graf II.2.5). Poté prognóza očekává, že ceny pohonných hmot budou klesat v návaznosti na vývoj cen ropy a benzínu na světových trzích.

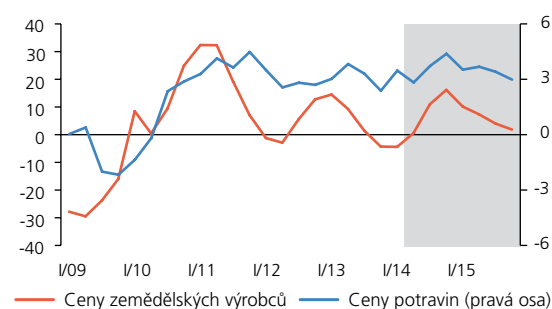
**Úrokové sazby** na domácím peněžním trhu v prvním čtvrtletí 2014 stagnovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb do začátku roku 2015 na stávající velmi nízké úrovni, která odráží ponechání 2T repo sazby na úrovni technické nuly a zachování aktuální výše úrokové prémie na peněžním trhu. V roce 2015 dle prognózy dojde k nárůstu tržních sazeb v rozsahu cca 0,6 procentního bodu (Graf II.2.6).

**Kurz koruny vůči euru** se v prvním čtvrtletí 2014 stabilizoval poblíž hodnoty 27,4 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro druhé čtvrtletí 2014 předpokládá kurz 27,3 CZK/EUR. Tato hodnota zhruba odpovídá průměru aktuálně pozorované úrovně kurzu a předpokladu o následném návratu kurzu k hladině kurzového závazku ČNB, tj. 27 CZK/EUR, která je dle provedených analýz nadále adekvátní k odvrácení rizika deflace a urychlení oživení ekonomiky i návratu inflace k cíli ČNB. Na této úrovni by měl kurz dle předpokladu prognózy setrvat po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Během této

GRAF II.2.4

## CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

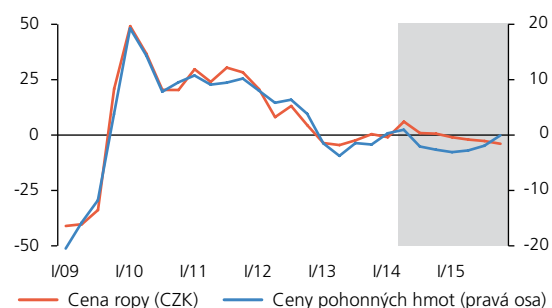
**Ceny potravin nadále porostou, když se od poloviny roku 2014 obnoví růst cen zemědělských výrobců**  
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

## CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

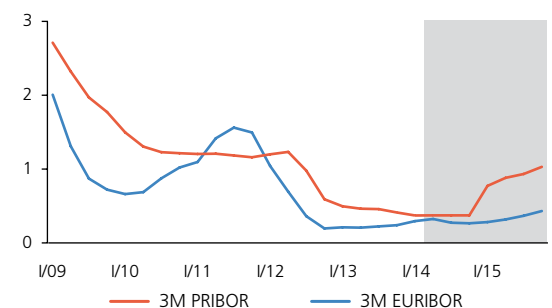
**Aktuálně mírně rostoucí ceny pohonných hmot budou od poloviny roku 2014 klesat v návaznosti na vývoj světových cen ropy a benzínu**  
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

## PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

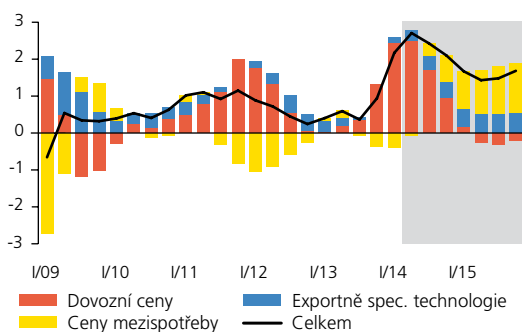
**Prognóza předpokládá stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do začátku roku 2015**  
(v %)



GRAF II.2.7

## NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

**Celkové náklady ve spotřebitelském sektoru porostou zpočátku vlivem dovozních cen a později působení domácí ekonomiky**  
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



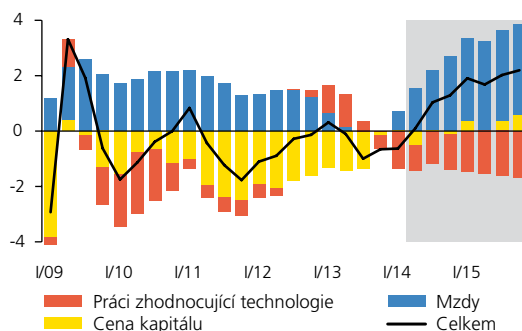
doby by mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd, které by od počátku roku 2015 mělo umožnit návrat do standardního režimu měnové politiky. Tento návrat přitom nebude znamenat posílení kurzu na úroveň před zahájením intervencí ČNB, protože v mezidobí dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Při výhledu postupně oslabujícího eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to v letošním roce představuje pozvolné oslabování kurzu CZK/USD.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** v prvním čtvrtletí 2014 zrychlil (Graf II.2.7). Toto zrychlení je dáno zvýšením příspěvku dovozních cen v souvislosti s oslabením kurzu koruny od listopadu 2013. Naopak působení domácí ekonomiky, zachycené růstem cen mezispotřeby, zůstává protiinflační vlivem předchozího útlumu hospodářské aktivity (i přes aktuálně patrné oživení spotřeby a investic) a velmi pomalého růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře při současně obnoveném růstu produktivity. Odhadovaný vliv růstu exportně specifické technologie, související s rozdílným růstem produktivit v oblasti obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), na vývoj inflace je již delší dobu podstatně méně znatelný ve srovnání s obdobím před nástupem krize. Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se v nejbližším období ještě mírně zvýší. I přes velmi nízkou dynamiku cen zahraničních výrobců budou dovozní ceny vlivem postupného promítání oslabeného kurzu koruny nadále přispívat ke zvyšování nákladů ve spotřebitelském sektoru, přičemž tento vliv bude nejvýraznější ve druhém čtvrtletí 2014. Po opuštění režimu používání kurzu koruny jako nástroje uvolňování měnové politiky – dle předpokladů prognózy začátkem roku 2015 – působení dovozních cen překmitne do lehce protiinflační polohy, přestože zahraniční ceny výrobců již mírně zrychlí svou dynamiku. Protiinflační působení domácí ekonomiky do poloviny letošního roku odezní, a poté bude domácí ekonomika přispívat k růstu cen vlivem prognózovaného urychlení růstu mezd a pokračujícího oživení ekonomické aktivity. S ním se bude zvyšovat i příspěvek exportně specifické technologie.

GRAF II.2.8

## NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

**Domácí náklady porostou zejména v návaznosti na zrychlující dynamiku mezd**  
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



**Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby** v prvním čtvrtletí 2014 nadále klesaly. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře se sice po předchozím poklesu vrátil do kladných hodnot, zůstal ale nízký (po očištění o jednorázový vliv daňové optimalizace). Byl tak převážen obnoveným růstem produktivity práce (Graf II.2.8) odrážejícím mimo jiné oživení investiční aktivity. Od druhého čtvrtletí se růst domácích nominálních nákladů poměrně rychle obnoví vlivem zrychlující dynamiky mezd, k čemuž přispěje oživení domácí i zahraniční poptávky a oslabený kurz. Nákladové tlaky vyplývající z růstu nominálních mezd však budou částečně vyvažovány zrychlujícím růstem produktivity. Cena kapitálu bude kladně přispívat k růstu nákladů až od začátku roku 2015.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** byla v prvním čtvrtletí 2014 lehce záporná, když se v maržích již projevilo navýšení nákladů v důsledku slabšího měnového kurzu (Graf II.2.9).



Na začátku predikčního horizontu se mezer marží otevře dále do záporných hodnot, neboť při oslabeném kurzu porostou náklady dočasně rychleji než ceny. K narovnávání marží dojde postupně v podmínkách rostoucí ekonomické aktivity od druhé poloviny letošního roku, do nepatrně kladných hodnot mezer marží překmitne v polovině roku 2015.

Národohospodářská **produktivita práce** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 slabě meziročně vzrostla, výraznější zrychlení růstu až na 2 % úroveň prognóza očekává v prvním čtvrtletí 2014. V průměru by růst produktivity v letošním roce měl mírně přesáhnout 2 % a v příštím roce dále zrychlit na téměř 3 %. Trajektorie produktivity práce bude ovlivněna především zrychlováním ekonomické aktivity, za kterou bude s časovým odstupem a menším tempem následovat růst zaměstnanosti. To se projeví zejména na počátku predikčního horizontu.

Průměrná nominální **mzda v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nečekaně výrazně meziročně poklesla (o 2,4 %; Graf II.2.10), a to i po očištění o odhadovaný vliv daňové optimalizace (očistěný pokles o 0,4 %). V souhrnu za minulý rok tak po očištění o vliv daňové optimalizace vzrostla mzda v podnikatelské sféře pouze o 0,9 %. Již v prvním čtvrtletí letošního roku by průměrná mzda měla obnovit svůj meziroční růst, což naznačují i data z průmyslu a stavebnictví za leden a únor (která jsou ovšem opět zkreslena vlivem daňové optimalizace, tentokrát směrem nahoru). Tento růst by měl v dalších čtvrtletích trendově zrychlovat, a to v souvislosti s pokračujícím oživením ekonomické aktivity. Obnovení mzdového růstu naznačují i výsledky mzdového vyjednávání a očekávání podniků ohledně vývoje mezd ze společného šetření ČNB a Svazu průmyslu. Celkově za rok 2014 tak mzdový růst v podnikatelské sféře dosáhne 2,3 % a v roce 2015 dále zrychlí na 4,6 %, když vedle vyššího růstu ekonomiky bude podpořen i fiskální expanzí (Graf II.2.10).<sup>4</sup>

Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 stagnoval na 0,8 %. Prognóza očekává v letošním roce zrychlení mzdového růstu v průměru na 2,2 %, v roce 2015 by se pak dynamika mezd v nepodnikatelské sféře v podmínkách výraznějšího růstu HDP a uvolněnější fiskální politiky měla dále zvýšit na 2,7 %.

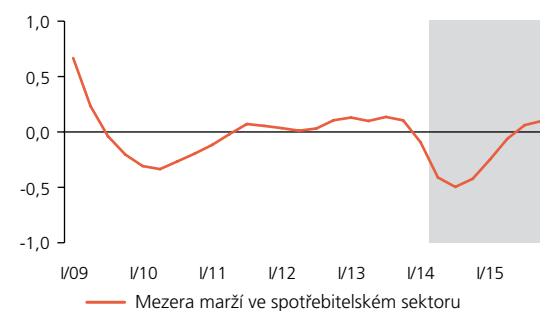
**Reálný HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2013** v meziročním srovnání vzrostl o 1,2 %, v mezičtvrtletním vyjádření se zvýšil o 1,8 % (Graf II.2.11). K meziročnímu růstu přispěl zejména vývoj fixních investic, spotřeby domácností a čistého vývozu. V opačném směru působil záporný příspěvek změny stavu zásob (Graf II.2.12), které meziročně poklesly navzdory výraznému vlivu předzásobení cigaretami před zvýšením spotřební daně od ledna 2014. V roce 2013 reálná ekonomická aktivita

4 Vývoj hrubé mzdy v příštím roce bude přítom dle předpokladů prognózy částečně ovlivněn i změnou v odvodech na zdravotní pojištění, když 2 procentní body ze sazby zdravotního pojištění doposud placené zaměstnavateli budou nově hradit zaměstnanci. Jako reakci na tuto úpravu prognóza předpokládá částečné navýšení hrubých mezd v souhrnné výši 0,3 % průměrné hrubé nominální mzdy během prvního pololetí 2015. Rozsah tohoto vlivu je však zatížen nejistotou, stejně jako samotná realizace uvedené změny v odvodech.

GRAF II.2.9

**MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU**

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

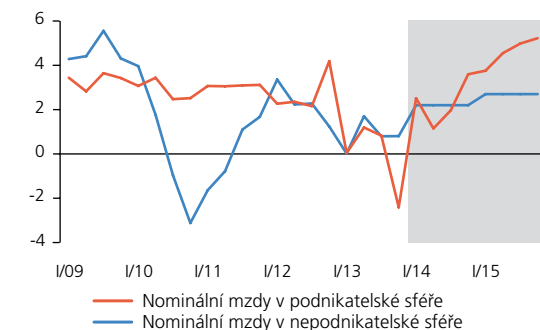


GRAF II.2.10

**PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA**

**Růst mezd ze současných nízkých hodnot zřetelně zrychlí s oživením ekonomické aktivity**

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

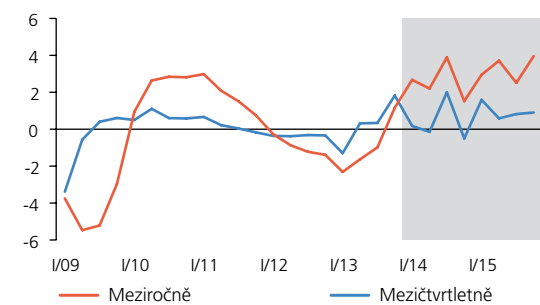


GRAF II.2.11

**PROGNÓZA RŮSTU HDP**

**V letošním i příštím roce HDP poroste**

(změny v %, sezonně očištěno)

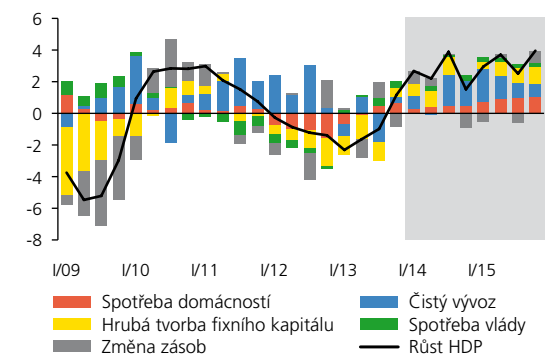


GRAF II.2.12

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP přispějí kladně všechny složky poptávky

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



celkově klesla o 0,9 % s významným restriktivním příspěvkem vývoje ve fiskální oblasti. Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita v prvním čtvrtletí 2014** vzrostla o 2,7 % meziročně a o 0,2 % mezičtvrtletně. Naznačují to již zveřejněné údaje o průmyslové výrobě, stavební produkci a maloobchodních tržbách. Rovněž pokračující růst zakázek v průmyslu (zejména ze zahraničí) a sentimentu firem i domácností ukazují na zlepšování vnímané ekonomické situace (viz kapitola III.3). Významný růst se očekává u hrubé tvorby kapitálu (ačkoli podstatný vliv na dynamiku zásob směrem dolů by mělo mít vyprodávání zásob cigaret vytvořených před zvýšením spotřební daně v roce 2014) a čistého vývozu, mírný růst u spotřeby domácností.

**V roce 2014 HDP** vzroste o 2,6 %, když růst ekonomiky bude podpořen oživením zahraniční poptávky i uvolněním měnových podmínek prostřednictvím slabšího kurzu koruny. Tyto faktory umožní pokračování růstu fixních investic v průběhu celého roku 2014, zejména ve zpracovatelském průmyslu. Vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu by měl být v letošním roce podpořen rovněž obnoveným růstem investic vládního sektoru v souvislosti s dočerpáváním EU fondů a obnovením růstu vládních investic z domácích zdrojů<sup>5</sup>. V návaznosti na mírné zrychlující dynamiku mezd v podmínkách nízké inflace bude již zřetelněji růst spotřeba domácností. V důsledku oživení zahraniční poptávky a oslabení kurzu bude čistý vývoz přispívat k růstu HDP kladně, bude však částečně tlumen postupným obnovováním dynamiky dovozně náročné domácí poptávky.

**V roce 2015 se HDP** zvýší o 3,3 %, k čemuž přispěje další mírné zrychlení růstu v zahraničí a již poměrně robustní růst domácí poptávky při výrazně expanzivním působení fiskální politiky. Za ním bude stát předpokládané další zrychlení dynamiky vládních investic financovaných z domácích i evropských zdrojů a snížení daňové zátěže spojené s reformou v oblasti přímých daní a odvodů (jejichž realizace je však předmětem nejistoty). Vedle spotřeby domácností vykáže kladný příspěvek i hrubá tvorba kapitálu<sup>6</sup>. Rovněž příspěvek čistého vývozu bude vlivem pokračujícího oživení v zahraničí kladný, a to i přes pokračující nárůst dovozu spotřebního zboží a meziproduktů pro výrobu vývozních statků.

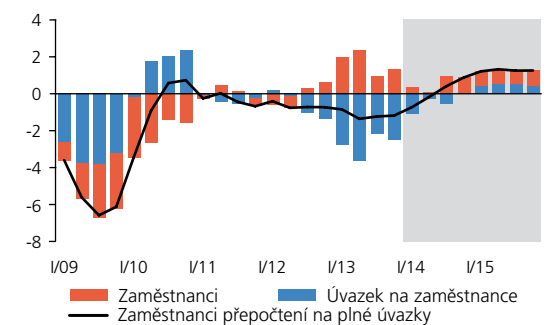
Na trhu práce na konci minulého roku doznávaly vlivy předchozí fáze ekonomického útlumu. Meziroční pokles **počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky** pozorovaný již delší dobu pokračoval nezměněným tempem, v letošním roce se ale bude postupně zmírňovat (Graf II.2.13). Od třetího čtvrtletí 2014 v návaznosti na dříve započaté oživení ekonomické aktivity se přepočtený počet zaměstnanců začne opětovně zvyšovat a jeho dynamika dosáhne úrovně 1,3 % v závěru

GRAF II.2.13

## PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

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

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



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

6 Soukromé investice v roce 2015 budou navíc dle předpokladů prognózy podpořeny snížením odvodového zatížení zaměstnavatelů.

roku 2015. **Celková zaměstnanost** se v meziročním vyjádření bude nadále zvyšovat, avšak zhruba polovičním tempem v porovnání s minulým rokem (Graf II.2.14). Za celý rok 2014 by měl růst celkové zaměstnanosti dosáhnout hodnoty 0,5 %. Pro rok 2015 prognóza počítá s mírně nižším růstem zaměstnanosti, který však bude doprovázen obnoveným meziročním růstem úvazku na zaměstnance.

Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během prvního čtvrtletí 2014 stagnovala na úrovni 6,8 %. Okolo této úrovně se bude pohybovat až do začátku roku 2015, přičemž se zhruba vykompenzují přetrvávající růst pracovní síly a růst zaměstnanosti. Poté však převáží růst zaměstnanosti navazující na zrychlující ekonomické oživení a obecná míra nezaměstnanosti začne pozvolna klesat (Graf II.2.14). Na celém horizontu prognózy lze očekávat i postupné snižování sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV** z aktuálních hodnot kolem 8 %, mimo jiné i v důsledku již pozorované zvolna se zvyšující nabídky volných pracovních míst. V důsledku ekonomického oživení a částečně i vlivem administrativních změn (zvýšení počtu sankčně vyřazených) by se počet registrovaných uchazečů o práci měl snížit k 7 % úrovni koncem roku 2015 při mírném poklesu populace ve věku 15–64 let.

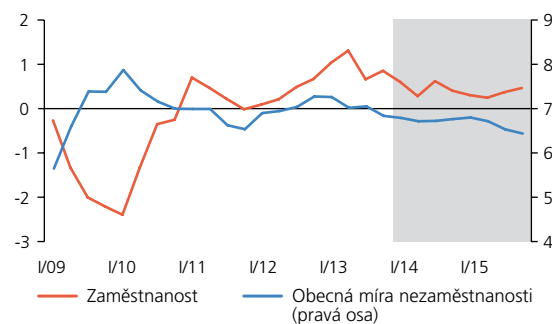
Reálná **spotřeba domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zrychlila svůj meziroční růst (Graf II.2.15). V prvním čtvrtletí 2014 prognóza očekává jeho dílčí zpomalení v souvislosti s částečnou kompenzací vyšších nákupů po oslabení kurzu koruny na konci roku 2013, zachování kladného meziročního tempa růstu spotřeby však naznačují údaje o maloobchodních tržbách za leden a únor. Od druhého čtvrtletí 2014 pak bude meziroční dynamika spotřeby domácností opět pozvolna zrychlovat. Udržitelnost dlouhodobějšího nárůstu spotřebitelské poptávky naznačuje již delší dobu zvyšující se spotřebitelský indikátor důvěry (viz kapitola III.3). Spotřeba domácností tak v návaznosti na oživení ekonomické aktivity, zrychlení meziročního růstu mezd a platů a odeznění vlivu fiskální konsolidace vzroste v roce 2014 o 0,7 % a v roce 2015, kdy se dle předpokladů prognózy sníží zatížení příjmů daněmi a odvody, o 1,8 %. Ve směru vyšší spotřeby domácností bude působit i pokles reálných úrokových sazeb.

**Hrubý nominální disponibilní důchod** v souhrnu za minulý rok nominálně poklesl o 1,7 %, na čemž se podílely všechny jeho složky (Graf II.2.16). Jeho nízká, a v průběhu roku rozkolísaná, meziroční dynamika přitom byla ztlačena dopadem daňové optimalizace z přelomu let 2012–2013. Od počátku letošního roku již meziroční růst mezd a platů překmitne do ztlačení kladných hodnot; nejdříve dominantně v souvislosti s odezněním výše uvedeného vlivu daňové optimalizace, od poloviny roku 2014 i vlivem postupného oživení na trhu práce. Rovněž sociální dávky vykáží výrazně kladné příspěvky. Celkově tak nominální hrubý disponibilní důchod v letošním roce vzroste o 2,3 %, v roce 2015 pak jeho růst dále zrychlí na 4,7 %.

GRAF II.2.14

## PROGNOZA TRHU PRÁCE

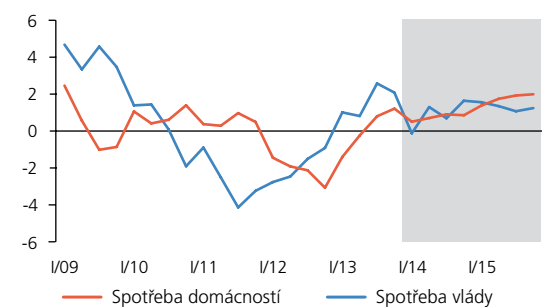
**Celková zaměstnanost dále poroste, míra nezaměstnanosti bude stagnovat do začátku roku 2015, poté začne klesat** (zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.15

## REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

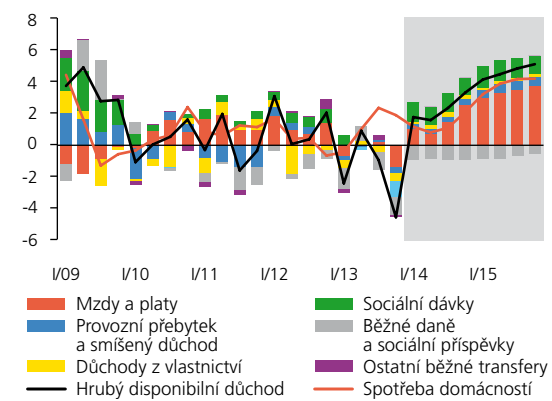
**Spotřeba domácností pozvolna poroste, stejně jako spotřeba vlády** (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

## NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

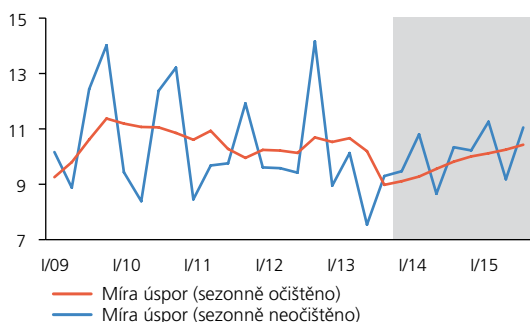
**Růst disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat zejména v důsledku vývoje mezd a platů při obnoveném růstu sociálních dávek** (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.17

## MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor na horizontu prognózy vzroste mírně nad hladinu 10 %  
(v %)



Po znatelném poklesu v závěru minulého roku se sezonně očištěná **míra úspor domácností** bude pozvolna navracet k úrovni 10 %, a to především vlivem oživení dynamiky mezd a platů (Graf II.2.17), zatímco v opačném směru budou působit uvolněné měnové podmínky. Při pokračující o něco rychlejší dynamice hrubého nominálního disponibilního důchodu než nominální spotřeby domácností pak míra úspor v roce 2015 dále vzroste mírně nad 10 %.

Meziroční růst reálné **spotřeby vlády** v závěru minulého roku mírně zpomalil, za celý rok spotřeba vlády vzrostla o 1,6 %. Kladnou, avšak o něco nižší, dynamiku si udrží i v letech 2014 a 2015 (Graf II.2.15). Tento vývoj bude přitom kombinací sílícího růstu nominální spotřeby vlády, souvisejícího s uvolňováním doposud restriktivní fiskální politiky, a růstu jejího deflátoru.

**Hrubá tvorba kapitálu** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 vykázala meziroční pokles, když výrazný překmit k meziročnímu růstu fixních investic byl více než kompenzován záporným příspěvkem změny stavu zásob (a to navzdory výraznému předzásobení cigaretami). Prognóza očekává v prvním čtvrtletí 2014 znatelný meziroční nárůst hrubé tvorby kapitálu tažený pokračujícím oživením fixních investic. V rámci struktury investic prognóza předpokládá na celém horizontu prognózy nejen nárůst soukromých investic v důsledku trvalého oživení poptávky po českých vývozech a uvolněných měnových podmínkách, ale též významný příspěvek vládních investic. To bude způsobeno předpokládaným zvýšeným čerpáním prostředků z EU fondů z programového období 2007–2013. Celkově tak poroste hrubá tvorba kapitálu v roce 2014 i 2015 více než 3% tempem, tažena převážně příspěvkem fixních investic (Graf II.2.18). Její vývoj však bude značně rozkolísaný.<sup>7</sup>

Reálný **vývoz zboží a služeb** na konci minulého roku zdatelně zrychlil. Pokračování tohoto trendu prognóza očekává také v letošním roce (Graf II.2.19). V návaznosti na zrychlující zahraniční poptávku, příznivý vývoj zahraničních zakázek v průmyslu a pozitivní efekt slabšího kurzu koruny se tempo růstu vývozu bude v roce 2014 pohybovat nad 8 %. V roce 2015 se tato hodnota zmírní v průměru na 7,1 %.

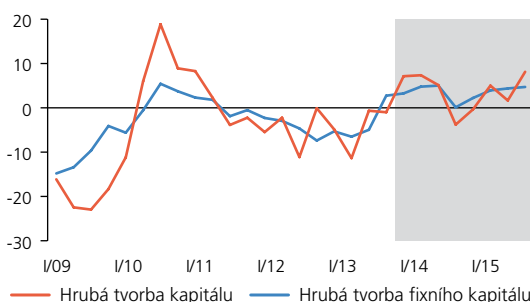
Také reálný **dovoz zboží a služeb** se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále zvýšil. V souvislosti s narůstající dynamikou vývozu, jeho vysokou dovozní náročností a obnoveným růstem domácí poptávky zdatelně zrychlí svou dynamiku také dovoz zboží a služeb, a to v roce 2014 na 7,9 % a v roce 2015 na 6,0 %.

7 Předzásobení výrobců cigaret v závěru roku 2013 v reakci na zvýšení spotřební daně v roce 2014 (s příspěvkem ve výši cca 1 procentního bodu do mezičtvrtletního růstu HDP) bude negativně působit na vývoj zásob v první polovině letošního roku. Ve druhé polovině roku s největší pravděpodobností dojde k další vlně předzásobení výrobců cigaret, jeho rozsah však již bude menší s ohledem na navrhovanou změnu legislativy, která umožní následné čerpání zásob pouze po dobu 3 měsíců.

GRAF II.2.18

## HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

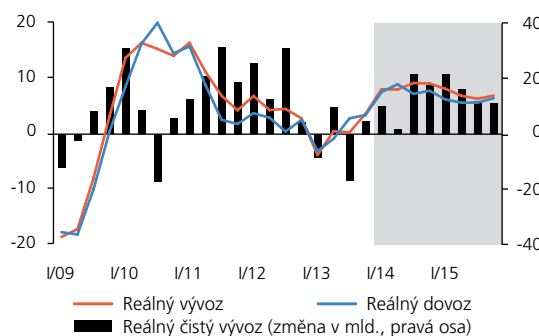
Hrubá tvorba kapitálu poroste rozkolísaným tempem  
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.19

## REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

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



**Čistý vývoz** ve stálých cenách vykázal ve čtvrtém čtvrtletí 2013 kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP. To by mělo platit také na většině prognostického horizontu. V souhrnu tak čistý vývoz přispěje kladně k meziročnímu růstu HDP v rozsahu 1,1 procentního bodu v roce 2014 a 1,3 procentního bodu v roce 2015.

Prognóza platební bilance předpokládá přechod **běžného účtu** z deficitu ve výši -1,4 % HDP v roce 2013 do mírného přebytku ve výši cca 0,5 % HDP v letošním roce i příštím roce (Tab. II.2.3). Příčinou tohoto vývoje bude pokračující zvyšování přebytku výkonové bilance (a v jejím rámci především obchodní bilance) a salda běžných převodů. Růst přebytku výkonové bilance bude spojen s očekávaným růstem zahraniční poptávky, oslabeným kurzem koruny a mírným poklesem cen surovin na světových trzích. V opačném směru než výkonová bilance bude na saldo běžného účtu nadále působit rostoucí deficit bilance výnosů, který bude v obou letech souviset zejména s růstem zisků nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR a v roce 2015 též se zvyšováním záporného salda úrokových výnosů. Bilance běžných převodů by měla v obou letech dosahovat historicky rekordních přebytků vlivem předpokládaného výrazně vyššího čerpání zdrojů z fondů EU ve srovnání s minulými roky.

Prognózovaný přebytek **kapitálového účtu** je spojen výhradně s čerpáním prostředků z fondů EU.<sup>8</sup> Meziroční pokles přebytku oproti roku 2013 je dán odezněním jednorázové finanční transakce značného rozsahu v plynárenském odvětví realizované v minulém roce.

Čistý příliv **přímých investic** se v roce 2014 oproti minulému roku lehce zvýší vlivem očekávaného menšího rozsahu investic rezidentů v zahraničí a nižšího odlivu zdrojů z ČR formou úvěrů domácích dceřiných společností zahraničním mateřským firmám. V roce 2015 by se v souvislosti se zrychlujícím ekonomickým růstem evropské i české ekonomiky měl zvýšit zájem nerezidentů o investice v tuzemsku. Prognóza předpokládá, že investice budou mít nadále v rozhodující míře formu reinvestovaného zisku, jehož kladné saldo se bude zvyšovat. Dalším faktorem vyššího salda přímých investic by měl být pokles odlivu kapitálu do zahraničí ve formě akvizic. V oblasti **portfoliových investic** se v letošním roce očekává výrazný meziroční pokles kladného salda především v souvislosti se záměrem vlády vydat nové dluhopisy denominované v eurech v menším objemu, než činí v letošním roce splatné eurové obligace. V menší míře se projeví také nižší zahraniční financování investičních potřeb firem kontrolovaných vládou a obnovený zájem rezidentů o investice v zahraničí vlivem ekonomického oživení. V opačném směru bude působit zvýšený zájem nerezidentů o korunové vládní dluhopisy. V roce 2015 se očekává další pokles kladného salda vyvolaný rostoucím zájmem rezidentů o investování v zahraničí, a to i přes mírný nárůst předpokládaného přílivu investic do vládních obligací.

<sup>8</sup> Zvýšení meziročního čistého čerpání zdrojů z EU v roce 2014 o polovinu odráží snahu o minimalizaci nedočerpání těchto prostředků v souvislosti s koncem programového období 2007–2013.

TAB. II.2.2

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČÍN

**Reálný disponibilní důchod vzroste se zrychlením růstu mezd a zvyšovat se začne i produktivita práce**

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

## PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

**V letošním i příštím roce by běžný účet měl být v mírném přebytku**

(v mld. Kč)

|                                | 2013   | 2014   | 2015   |
|--------------------------------|--------|--------|--------|
|                                | skut.  | progn. | progn. |
| A. BĚŽNÝ ÚČET                  | -56,0  | 15,0   | 20,0   |
| Obchodní bilance               | 188,0  | 250,0  | 270,0  |
| Bilance služeb                 | 53,0   | 60,0   | 65,0   |
| Bilance výnosů                 | -312,4 | -335,0 | -355,0 |
| Běžné převody                  | 15,4   | 40,0   | 40,0   |
| B. KAPITÁLOVÝ ÚČET             | 74,8   | 60,0   | 60,0   |
| C. FINANČNÍ ÚČET <sup>a)</sup> | 185,4  | 40,0   | 65,0   |
| Přímé investice                | 33,2   | 40,0   | 75,0   |
| Portfoliové investice          | 91,9   | 40,0   | 10,0   |
| Finanční deriváty              | 4,7    |        |        |
| Ostatní investice              | 55,6   | -40,0  | -20,0  |
| D. CHYBY A OPOMENUTÍ           | -14,7  |        |        |
| E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)      | 189,5  |        |        |

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

TAB. II.2.4

## FISKÁLNÍ PROGNOZA

Počínaje rokem 2014 bude fiskální politika působit expanzivně  
(v % nominálního HDP)

|  | 2013  | 2014   | 2015   |
|--|-------|--------|--------|
|  | skut. | progn. | progn. |
| Příjmy vládního sektoru                            | 40,9  | 41,0   | 40,9   |
| Výdaje vládního sektoru                            | 42,3  | 42,4   | 42,9   |
| z toho: úrokové platby                             | 1,4   | 1,4    | 1,5    |
| SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU                             | -1,5  | -1,4   | -2,0   |
| z toho:  |       |        |        |
| primární saldo <sup>a)</sup>                       | -0,1  | 0,0    | -0,6   |
| mimořádné jednorázové operace <sup>b)</sup>        | 0,0   | 0,2    | 0,0    |
| UPRAVENÉ SALDO <sup>c)</sup>                       | -1,4  | -1,6   | -2,0   |
| Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>d)</sup>        | -0,9  | -0,6   | -0,2   |
| Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>d)</sup>     | -0,6  | -1,0   | -1,8   |
| Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) <sup>e)</sup> | 1,7   | -0,4   | -0,7   |
| Cyklická složka (metoda EK) <sup>d)</sup>          | -1,1  | -0,7   | 0,0    |
| Strukturální saldo (metoda EK) <sup>d)</sup>       | -0,3  | -1,0   | -2,0   |
| Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) <sup>e)</sup>   | 1,9   | -0,6   | -1,0   |
| Dluh vládního sektoru                              | 46,0  | 45,8   | 45,8   |

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) Pro roky 2013 až 2015 je do této položky zahrnut vliv penzijní reformy, v roce 2014 příjem z prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům.

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

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

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj a aktuální nastavení fiskální politiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2014 a 2015 (Tab. II.2.4).

Podle tzv. **jarních notifikací** vládního deficitu a dluhu dosáhl v **roce 2013** deficit vládního sektoru 1,5 % HDP. Za meziročním poklesem vládního deficitu stojí odeznění vlivu finančního vyrovnání s církvemi, které jednorázově prohloubilo schodek v roce 2012, vliv fiskálních konsolidačních opatření a nárůst vládních příjmů z dividend. Fiskální restriktce byla v roce 2013 výraznější, než předpokládala minulá prognóza, a její záporný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity činil zhruba 1 procentní bod. Výrazně propadly vládní investice, zejména jejich část financovaná z domácích zdrojů. Snížení deficitu hospodaření vládního sektoru pod 3 % HDP v roce 2013 a výhled na další roky by měly umožnit ukončit v termínu Proceduru při nadměrném schodku (EDP).

V **roce 2014** je očekáván další mírný pokles vládního deficitu na 1,4 % HDP, ke kterému přispěje zejména ekonomické oživení a související nárůst daňových příjmů. V témže směru bude působit též mimořádný výnos z aukčního prodeje kmitočtových pásem mobilním operátorům ve výši 8,5 mld. Kč. Prognóza vedle toho zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (např. nižší valorizace důchodů) a harmonizační úpravy spotřební daně z cigaret, avšak jejich restriktivní působení na ekonomický růst bude převáženo výrazným oživením vládních investic v souvislosti s realizací projektů spolufinancovaných z fondů EU a pokračujícím mzdovým růstem ve vládním sektoru. V roce 2014 tak bude celkové působení fiskální politiky na ekonomickou aktivitu mírně expanzivní s příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,2 procentního bodu (Tab. II.2.5).

V **roce 2015** lze dle platné legislativy očekávat mírné zvýšení deficitu vládního sektoru na 2 %. V tomto roce má totiž vstoupit v účinnost daňová reforma<sup>9</sup>, která by měla vést ke znatelnému poklesu příjmů z přímých daní (téměř o 0,6 % HDP). Dopad již poměrně robustního hospodářského růstu na daňový výnos v příštím roce by tak měl být daňovou reformou kompenzován. Vedle toho k růstu podílu deficitu na HDP přispěje pokračující rychlý růst vládních investic, který bude tažen snahou o maximální vyčerpání prostředků evropských fondů z programového období 2007–2013, obnovení schématu plné valorizace penzí i odeznění výše uvedeného dopadu prodeje kmitočtových pásem v letošním roce. Fiskální politika tak bude v roce 2015 výrazně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši

9 Reforma zahrnuje zejména změny v přímých daních, příspěvcích na sociální zabezpečení, snížení registračního limitu pro plátce DPH a zvýšení limitů daňového odpočtu z darů. Opatření obsažená v Konvergenčním programu 2014, která plánují zrušení nebo změnu některých opatření daňové reformy, budou do prognózy zapracována až ve fázi, kdy jejich podoba a dopady budou mít konkrétnější podobu. Dalším rizikem pro uvedenou prognózu ve směru vyššího schodku vládních rozpočtů je dopad prodloužení pronájmu nadzvukových stíhacích letounů v metodice ESA 95.

TAB. II.2.5

## FISKÁLNÍ IMPULS

Fiskální expanze bude mít v letech 2014 a 2015 vliv zejména na vývoj investic

(příspěvek k růstu HDP v procentních bodech)

|                             | 2013  | 2014   | 2015   |
|-----------------------------|-------|--------|--------|
|                             | skut. | progn. | progn. |
| Fiskální impuls             | -1,0  | 0,2    | 0,8    |
| z toho dopad skrze:         |       |        |        |
| spotřebu domácností         | -0,7  | 0,0    | 0,2    |
| soukromé investice          | 0,0   | 0,0    | 0,2    |
| vládní investice domácí     | -0,3  | 0,0    | 0,1    |
| vládní investice z EU fondů | 0,0   | 0,2    | 0,3    |

přibližně 0,8 procentního bodu. Vzhledem k tomu, že daňová reforma zahrnuje i snížení odvodového zatížení zaměstnavatelů, ovlivní tato expanzivní fiskální politika jak spotřebu domácností, tak investice v soukromém sektoru.

**Strukturální schodek** vládního sektoru v roce 2013 prudce klesl na zhruba 0,5 % HDP. Od letošního roku se začne postupně opět zvyšovat a v roce 2015 dosáhne přibližně 2 % HDP. Fiskální expanze a související prohloubení strukturálního schodku v podmínkách očekávaného hospodářského růstu a uzavírání záporné produkční mezery bude zejména v příštím roce znamenat nakročení k opětovně procyklickému působení fiskální politiky a současně vzdálení se od střednědobého cíle, který je stanoven ve výši 1 % HDP.

Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede na horizontu prognózy k přibližné stabilitě **vládního zadlužení** na úrovni kolem 46 % HDP. V predikci tohoto poměru se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí projevuje pozitivní vliv oživení růstu nominálního HDP.

**Rizikem fiskální prognózy** směrem k nižším schodkům a méně expanzivnímu působení fiskální politiky je případně slabší oživení v oblasti investiční aktivity subjektů vládního sektoru (významnější než dosud uvažované nedočerpání prostředků z EU fondů) a vládou avizované odložení či úplné zrušení již schválené daňové reformy.

## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé předpovědi snižuje z důvodu nižšího výhledu regulovaných cen a čisté inflace. Růst HDP je v letošním i příštím roce přehodnocen směrem nahoru, a to zejména v důsledku předpokládané rychlejší obnovy investiční aktivity v soukromém i vládním sektoru a celkově více expanzivního působení fiskální politiky. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se v letošním roce posouvá níže, když částečně zohledňuje data z konce minulého roku. Trajektorie úrokových sazeb je po ukončení používání kurzu jako nástroje měnové politiky v predikci nižší, což odráží především nižší výhled zahraničních sazeb, nižší regulované ceny i aktuálně více protiinflační působení domácí ekonomiky.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se v letech 2014 i 2015 pohybuje oproti minulé predikci na zřetelně nižších hodnotách (Graf II.3.1). Příčinou je nižší výhled regulovaných cen a nižší prognóza čisté inflace, ve které se odráží pomalejší růst mezd a oživení investiční aktivity s příznivými dopady do vývoje produktivity. Předpoklady ohledně dopadů změn nepřímých daní se mění jen nevýrazně, a proto je výhled **měnověpolitické inflace** přehodnocen obdobně jako u celkové inflace.

Pozorovaný i pro zbytek letošního roku očekávaný meziroční pokles **regulovaných cen** je oproti minulé prognóze hlubší, zejména vlivem výraznějšího propadu cen ve zdravotnictví a mírnějšího nárůstu cen tepla v lednu. Ve druhé polovině roku prognóza navíc očekává mírnější růst cen zemního plynu pro domácnosti. Také výhled růstu regulovaných cen na rok 2015 je významně snížen, a to vlivem předpokládaného poklesu cen elektřiny, do nichž se promítne již pozorovaný meziroční pokles cen silové elektřiny na energetických burzách.

Meziroční **čistá inflace** se oproti minulé prognóze snižuje téměř na celém prognostickém horizontu (Graf II.3.2). V rámci její struktury rychleji porostou pouze ceny potravin, jejichž růst je přehodnocen v návaznosti na zvýšené výhledy světových cen zemědělských komodit. Pomalejší pozorovaný i pro letošní rok predikovaný růst nominálních mezd působí směrem k nižší čisté inflaci v obou prognózovaných letech a promítne se zejména do pozvolnějšího zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot.

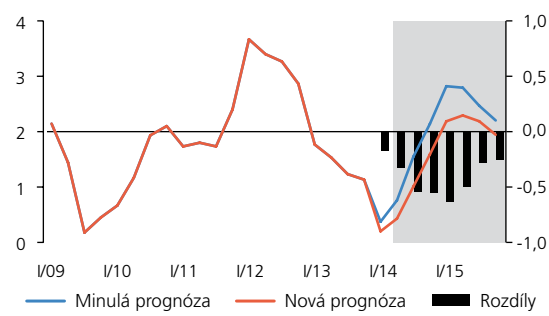
U výhledu **zahraničí** byl oproti předpokladům minulé prognózy snížen očekávaný růst cen zahraničních výrobců, ve kterém se částečně promítají i snížené výhledy cen některých komodit na světových trzích a silnější trajektorie kurzu eura vůči dolaru. Výhled sazeb 3M EURIBOR se posunul níže ve vzdálenějším horizontu. Výhled růstu zahraniční poptávky se pro letošní rok lehce zvyšuje, pro příští rok se nemění.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se v letošním roce prakticky nemění. Nižší růst sazby 3M PRIBOR od počátku roku 2015 (Graf II.3.3) je pak důsledkem nižšího výhledu zahraničních sazeb a domácích regulovaných cen i aktuálně více protiinflačního působení domácí ekonomiky zejména vlivem utlumenějších mezd.

GRAF II.3.1

## ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

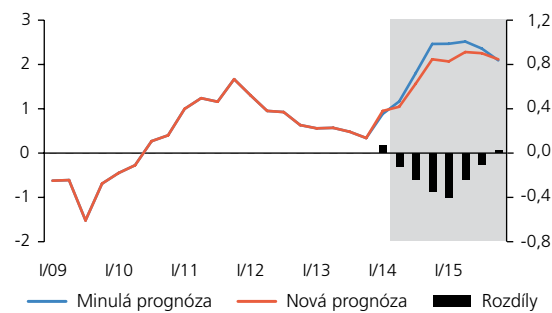
Prognóza celkové inflace se posouvá zřetelně níže  
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.2

## ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Prognóza čisté inflace je přehodnocena na mírně nižší hladinu  
(meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)





Data národních účtů ukazují, že pokles **hrubého domácího produktu** v roce 2013 nebyl tak výrazný, jak předpokládala minulá prognóza. Důvodem je vyšší pozorovaná skutečnost za čtvrté čtvrtletí 2013 u spotřeby domácností a fixních investic. V opačném směru působil nižší růst vládní spotřeby a čistého vývozu (zčásti patrně i vlivem dovozu pro účely investic). V roce 2014 je růst HDP prognózován na vyšších hodnotách (o 0,4 procentního bodu) než v minulé predikci. Důvodem je mírně expanzivní působení fiskální politiky a v menší míře i lehce rychlejší růst zahraniční poptávky a o něco slabší úroveň kurzu koruny v prvním pololetí letošního roku. Zároveň se změnila i očekávaná struktura růstu, když k oživení ve větší míře přispěje hrubá tvorba kapitálu a spotřeba domácností (Graf II.3.4). V roce 2015 se prognóza růstu HDP zvyšuje o 0,5 procentního bodu zejména v důsledku výraznější fiskální expanze.

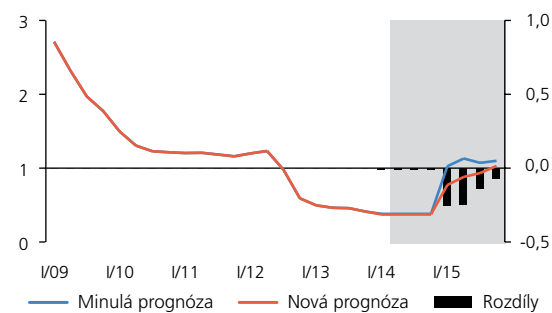
Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP byl v roce 2013 ve srovnání s minulou prognózou nižší. Vliv pozorovaného nižšího vývozu a vyššího dovozu v roce 2013 je však v prognóze částečně tlumen. Rostoucí počet zahraničních zakázek v průmyslu totiž naznačuje rychlejší oživení vývozního sektoru. Přes výrazný růst vývozu v roce 2014 bude příspěvek čistého vývozu k růstu HDP v tomto období oproti předchozí predikci nižší z důvodu oživení dovozně náročných složek domácí poptávky. Na delším konci prognostického horizontu bude čistý vývoz přispívat obdobně jako v minulé prognóze.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelské sféře se v letošním roce oproti minulé prognóze snižuje z důvodu více utlumeného vývoje mezd na minulosti včetně jejich propadu ze závěru minulého roku. Pro rok 2015 prognóza nepřináší výrazné přehodnocení.

GRAF II.3.3

## ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb je v roce 2015 mírně nižší vlivem nižšího výhledu zahraničních sazeb a regulovaných cen i aktuálně více protiinflačního působení domácí ekonomiky (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

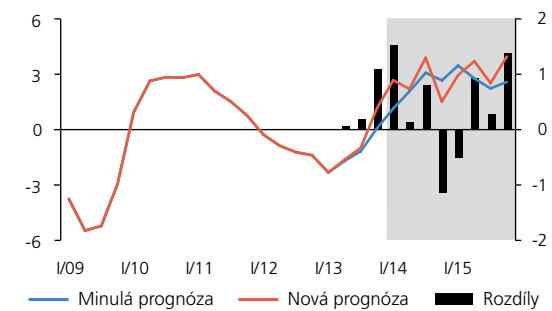


GRAF II.3.4

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP je v letošním i příštím roce celkově mírně vyšší

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



TAB. II.4.1

## OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se od počátku roku 2014 pohybovala mírně nad cílem ČNB

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

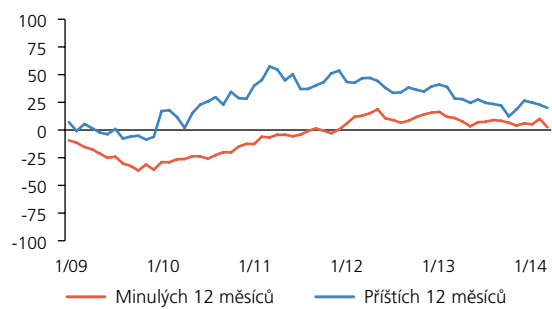
|                                 | 12/13 | 1/14 | 2/14 | 3/14 | 4/14 |
|---------------------------------|-------|------|------|------|------|
| IOFT:                           |       |      |      |      |      |
| Index spotř. cen                | 1,7   | 2,3  | 2,3  | 2,4  | 2,3  |
| Index spotř. cen v horizontu 3R | 2,1   | 2,1  | 2,1  | 2,1  | 2,1  |
| Reálný HDP v roce 2014          | 1,9   | 1,9  | 1,9  | 2,1  | 2,1  |
| Reálný HDP v roce 2015          |       | 2,6  | 2,5  | 2,6  | 2,5  |
| Nominální mzdy v roce 2014      | 2,3   | 2,2  | 2,1  | 2,2  | 2,2  |
| Nominální mzdy v roce 2015      |       | 2,9  | 2,8  | 3,0  | 3,1  |
| Kurz CZK/EUR (úroveň)           | 26,9  | 26,9 | 27,0 | 26,9 | 27,0 |
| 2T repo (v %)                   | 0,1   | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  |
| 1R PRIBOR (v %)                 | 0,7   | 0,7  | 0,7  | 0,8  | 0,8  |
| Podniky:                        |       |      |      |      |      |
| Index spotř. cen                |       |      |      | 1,9  |      |

GRAF II.4.1

## VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Vnímaná inflace i inflační očekávání domácností se na začátku letošního roku mírně snížily

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.4.2

## OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

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

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

|                            | 12/13 | 1/14 | 2/14 | 3/14 | 4/14 |
|----------------------------|-------|------|------|------|------|
| Reálný HDP v roce 2014     | 1,8   | 1,9  | 1,9  | 2,0  | 2,1  |
| Reálný HDP v roce 2015     |       | 2,6  | 2,5  | 2,6  | 2,6  |
| Nominální mzdy v roce 2014 | 2,4   | 2,3  | 2,3  | 2,0  | 2,3  |
| Nominální mzdy v roce 2014 |       | 3,4  | 3,3  | 3,2  | 3,4  |
| Kurz CZK/EUR (úroveň)      | 26,8  | 26,9 | 26,9 | 26,9 | 26,8 |
| 3M PRIBOR (v %)            | 0,4   | 0,5  | 0,6  | 0,5  | 0,5  |

## II.4 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním i tříletém horizontu se nacházela mírně nad cílem ČNB. Indikátor domácnostmi vnímané i očekávané inflace se mírně snížil. Analytici očekávají, že v letošním roce se ekonomika vrátí ke zhruba 2% růstu a zrychlí i dynamika mezd. Kurz koruny by podle analytiků měl v ročním horizontu posílit k hladině 27 CZK/EUR, resp. jen lehce pod ní. Všichni analytici předpokládali, že základní sazby budou na květnovém zasedání bankovní rady ČNB ponechány beze změny, většina z analytiků očekává stabilitu sazeb i během následujících dvanácti měsíců. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou přibližnou stabilitu sazeb, přičemž do konce letošního roku se pohybuje zhruba v souladu s trajektorií sazeb z nové prognózy ČNB.

**Inflace očekávaná analytiky** finančního trhu v ročním horizontu se od počátku letošního roku pohybovala mírně nad 2% cílem ČNB, inflační očekávání podnikových manažerů se nacházela v jeho těsné blízkosti (Tab. II.4.1). Analytiky očekávaná inflace v tříletém horizontu stagnovala jen nepatrně nad cílem.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** od konce roku 2011 vykazuje lehce kladné saldo, přičemž v posledních měsících se dále snížil (Graf II.4.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Také indikátor **očekávané inflace** se pohybuje v kladných hodnotách. Po jeho mírném nárůstu v posledních dvou měsících roku 2013 (tj. po oznámení ČNB, že začala používat kurz jako nástroj uvolnění měnové politiky) se ale od počátku letošního roku opět mírně snížil. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.

**Analytici v rámci IOFT i CF** předpokládají v letošním roce růst HDP o cca 2% (Tab. II.4.1 a Tab. II.4.2). V příštím roce by ekonomika měla dále zrychlit a také růst mezd by se měl zvyšovat z aktuálně velmi nízkých hodnot. V ročním horizontu očekávají analytici posílení měnového kurzu koruny k hladině 27 CZK/EUR, resp. lehce pod ní. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB všech čtrnáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu většina analytiků předpokládá stabilitu 2T repo sazby na stávající úrovni 0,05%, přičemž jejich odhady se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,25%.

V souhrnu tak analytici v **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají v letošním i příštím roce nižší růst reálného HDP. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu je v souladu s prognózou ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb jsou do konce tohoto roku zhruba v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR z nové prognózy ČNB

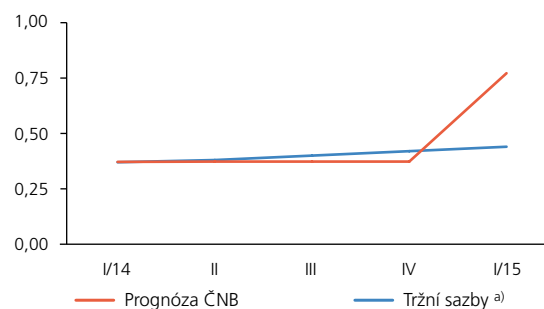
Graf II.4.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb z nové prognózy ČNB. Aktuální tržní výhled 3M sazeb implikuje jen zanedbatelný nárůst sazeb 3M PRIBOR na konci letošního roku. To zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě minimálně do začátku roku 2015 při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. Do konce letošního roku se tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb z nové prognózy ČNB.

GRAF II.4.2

**SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB**

**Výhled úrokových sazeb odvozený z FRA je do konce letošního roku přibližně v souladu se sazbami z prognózy ČNB**

(v %)



a) pro I/14 a II/14 3M PRIBOR, pro III/14 až I/15 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 25. 4. 2014

### III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

#### III.1 INFLACE

Rozhodnutí ČNB z listopadu 2013 začít používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky významně přispělo k odvrácení hrozby dlouhodobější deflace. Celková inflace v souladu s očekáváním ČNB klesla začátkem letošního roku na nízké, avšak kladné hodnoty, když v březnu dosáhla meziroční hodnoty 0,2 %. Po očištění o dopady změn nepřímých daní se cenová hladina v prvním letošním čtvrtletí v meziročním srovnání prakticky nezměnila. Inflace se tak nadále nachází hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Na snížení meziroční inflace v prvním čtvrtletí 2014 se podílel především propad regulovaných cen spolu s odezněním dopadů změn DPH z minulého roku. Meziroční růst tržních cen naopak lehce zrychlil, a to vlivem mírně vyššího růstu cen potravin a posunu korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot. Celkově se však i přes znatelné oživení ekonomiky a meziroční oslabení měnového kurzu nacházel růst tržních cen na nízkých hodnotách, zejména v souvislosti s utlumeným vývojem mezd v závěru loňského roku. Také klesající dovozní ceny energetických surovin a cen domácích energií působily ve směru nižší inflace. Působení těchto protiinflačních faktorů bylo částečně vyvažováno vlivem rostoucích cen dovozu u produktů pro spotřebitelský trh.

##### III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

**Celková i měnověpolitická inflace** se v prvním čtvrtletí 2014 v průměru nacházely hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle v prvním čtvrtletí 2014 je přitom nutné zkoumat nejen období zhruba od července 2012 do března 2013 (obvykle používané tzv. rozhodné období), zohledňující transmissi úrokových sazeb, ale rovněž druhou polovinu roku 2013. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky promítá do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě, kdy jsou standardním nástrojem měnové politiky úrokové sazby. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se nicméně z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci IV/2012 s následným vývojem.

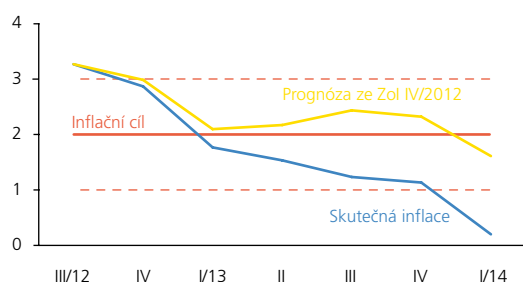
**Prognóza ze Zprávy o inflaci IV/2012** očekávala, že celková inflace setrvá v roce 2013 lehce nad cílem ČNB vlivem zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod, po odeznění tohoto daňového efektu na počátku roku 2014 se měla inflace snížit mírně pod cíl (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace se až do konce roku 2014 měla pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma cíle, a to v souvislosti s vyprcháváním nákladových tlaků a celkově utlumenou ekonomickou aktivitou. Na začátku prognózy měl slábnout proinflační vliv dovozních cen

GRAF III.1.1

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se v prvním čtvrtletí 2014 nacházela výrazně pod prognózou ze Zol IV/2012

(meziročně v %)



v souvislosti se zmírněním cenového růstu v zahraničí. Protiinflační působení domácí ekonomiky mělo na konci roku 2012 přechodně odeznít, výraznější tlaky na růst cen v domácí ekonomice však nebyly očekávány až do konce predikčního horizontu. Prognóza předpokládala zpomalení růstu regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot.

Celková **inflace se ve skutečnosti** v celém období pohybovala pod prognózou, přičemž v roce 2013 se odchylka postupně zvyšovala. Rozdíl skutečné celkové inflace od predikce v prvním čtvrtletí 2014 ve výši 1,4 procentního bodu byl dán neočekávaným propadem regulovaných cen a přetrvávající zápornou hodnotou korigované inflace bez pohonných hmot, odrážející nečekaně silně protiinflační působení domácí ekonomiky. Tyto záporné odchylky byly jen částečně kompenzovány rychleji rostoucími cenami potravin (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti prognóze došlo k pomalejšímu než očekávanému oživení zahraniční ekonomické aktivity (Tab. III.1.2). Výrobní ceny v zahraničí zpočátku rostly vůči předpokladům o něco rychleji, od začátku roku 2013 se však jejich dynamika nacházela výrazně pod prognózou, když klesla až do záporných hodnot. Zahraniční úrokové sazby zhruba odpovídaly předpokládané nízké trajektorii; ta již reagovala na prohloubení evropské dluhové krize a zhoršený výhled ekonomické aktivity. Vyšší oproti předpokladům prognózy byla pouze cena ropy. V souhrnu tak vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci mírně protiinflačně.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Tržní úrokové sazby klesly v reakci na snížení sazeb ČNB, ovšem v průběhu roku 2013 již byly ovlivněny existencí nulové dolní meze u měnověpolitických sazeb při přetrvávající rizikové prémii na peněžním trhu. Nacházely se tak mírně nad úrovní prognózy. Měnový kurz se pohyboval na slabších hodnotách v porovnání s prognózou – mimo jiné v důsledku komunikace ČNB<sup>10</sup> a od listopadu 2013 i využití měnového kurzu jako dalšího nástroje uvolnění měnové politiky (Tab. III.1.3).

**Vývoj od sestavení hodnocené prognózy** lze na základě dnešních znalostí ČNB shrnout následujícím způsobem. Vývoj domácího HDP byl výrazně nižší, a to z důvodu nižší zahraniční poptávky i výrazného útlumu domácí poptávky v reakci na nejistotu o budoucím vývoji s významně záporným příspěvkem domácí fiskální konsolidace v letech 2012 i 2013. Vývoj reálné spotřeby domácností odrážel negativní spotřebitelský sentiment a pokles reálného disponibilního důchodu zejména v důsledku zvýšení nepřímých daní a slabého růstu

10 Na svém zasedání v září 2012 se bankovní rada shodla, že v případě potřeby použití jiných nástrojů měnové politiky než úrokových sazeb by tímto nástrojem byl pravděpodobně měnový kurz. V listopadu 2012 bankovní rada současně se snížením úrokových sazeb na tzv. technickou nulu rozhodla o přerušení programu prodeje části výnosů z investování devizových rezerv, neboť by nebylo možné vyloučit potenciální rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy měnověpolitické úrokové sazby jsou na technické nule. Komunikace připravenosti v případě potřeby použít devizové intervence na oslabení kurzu koruny pak probíhala i v roce 2013.

TAB. III.1.1

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

**Odchylka inflace od prognózy byla dána nečekaným propadem regulovaných cen a přetrvávající zápornou korigovanou inflací bez PH**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

|  | Prognóza<br>Zol IV/2012 | Skutečnost<br>1.čtvrtletí<br>2014 | Příspěvek<br>k celkovému<br>rozdílu <sup>c)</sup> |
|--|-------------------------|-----------------------------------|---|
| SPOTŘEBITELSKÉ CENY                                  | 1,6                     | 0,2                               | -1,4  |
| z toho:  |                         |                                   |   |
| regulované ceny                                      | 2,2                     | -4,1                              | -1,1  |
| primární dopady změn<br>nepřímých daní <sup>a)</sup> | 0,1                     | 0,1                               | 0,0   |
| ceny potravin <sup>b)</sup>                          | 1,4                     | 3,5                               | 0,5   |
| ceny pohonných hmot (PH) <sup>b)</sup>               | -0,4                    | 0,3                               | 0,0   |
| korigovaná inflace bez PH <sup>b)</sup>              | 1,4                     | -0,2                              | -0,9  |

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

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

c) Celkový rozdíl nemusí odpovídat z důvodu zaokrouhlení.

TAB. III.1.2

## NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRAŇIČÍ

**Zahraniční veličiny působilý na domácí inflaci v souhrnu mírně protiinflačně**

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

|                                      | IV/12   | I/13  | II/13 | III/13 | IV/13 | I/14  |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| HDP v eurozóně <sup>a), b), c)</sup> | p 0,3   | -0,1  | 0,6   | 1,2    | 1,6   | 1,8   |
| s 0,3                                | 0,0     | 0,5   | 0,5   | 1,1    | -     | -     |
| PPI v eurozóně <sup>b), c)</sup>     | p 1,1   | 0,4   | 1,2   | 2,1    | 3,0   | 2,8   |
| s 2,1                                | 1,1     | 0,0   | -0,3  | -0,8   | -     | -     |
| 3M EURIBOR                           | p 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2    | 0,3   | 0,3   |
| (v %)                                | s 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2    | 0,2   | 0,3   |
| Kurz USD/EUR                         | p 1,29  | 1,25  | 1,25  | 1,25   | 1,24  | 1,24  |
| (úroveň)                             | s 1,30  | 1,32  | 1,31  | 1,32   | 1,36  | 1,37  |
| Cena ropy Brent                      | p 111,4 | 109,5 | 107,8 | 106,1  | 104,7 | 103,4 |
| (USD/barel)                          | s 110,5 | 112,9 | 103,3 | 109,7  | 109,4 | 107,9 |

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) výhled efektivního ukazatele ze Zol IV/2012

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

**Pozorovaný vývoj HDP se v celém období pohyboval pod prognózou, kurz koruny byl slabší**

|                              | IV/12  | I/13 | II/13 | III/13 | IV/13 | I/14 |
|------------------------------|--------|------|-------|--------|-------|------|
| 3M PRIBOR                    | p 0,5  | 0,4  | 0,2   | 0,2    | 0,2   | 0,3  |
| (v %)                        | s 0,6  | 0,5  | 0,5   | 0,5    | 0,4   | 0,4  |
| Kurz CZK/EUR                 | p 24,9 | 25,1 | 25,2  | 25,2   | 25,2  | 25,2 |
| (úroveň)                     | s 25,2 | 25,6 | 25,8  | 25,9   | 26,7  | 27,4 |
| Reálný HDP <sup>a)</sup>     | p -1,2 | -0,8 | -0,2  | 0,3    | 1,5   | 2,1  |
| (mzr. změny v %)             | s -1,4 | -2,2 | -1,6  | -1,0   | 1,3   | -    |
| Nominální mzdy <sup>b)</sup> | p 2,3  | 2,4  | 2,6   | 2,7    | 2,9   | 3,1  |
| (mzr. změny v %)             | s 4,0  | -0,4 | 1,1   | 1,5    | -2,4  | -    |

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

mezd. Rovněž vývoj investic byl v reakci na slabou domácí i zahraniční poptávku a jejich nejistý výhled významně nižší, než předpokládala prognóza. Také objemy vývozu a dovozu zaostávaly za předpoklady predikce. Utlumená ekonomická aktivita a mzdy spolu s nečekaným propadem regulovaných cen převážily z pohledu vývoje inflace nad vlivem slabšího kurzu koruny, jehož intenzita se však od konce roku 2013 zvýšila.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách i dalších nástrojích měnové politiky** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na jednáních ve třetím čtvrtletí 2012 byla rizika prognózy posouzena nejprve jako vyrovnaná, na dalším zasedání pak jako protiinflační; na zářijovém zasedání byla 2T repo sazba snížena o 0,25 procentního bodu. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako vyrovnaná, resp. slabě protiinflační; na listopadovém zasedání byla 2T repo sazba snížena o 0,20 procentního bodu na tzv. technickou nulu. Také v prvním čtvrtletí 2013 byla rizika prognózy posouzena nejprve jako vyrovnaná, na dalším zasedání pak jako jdoucí ve směru potřeby mírně uvolněnějších měnových podmínek. Zároveň ČNB komunikovala připravenost použít kurz jako nástroj v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky. K tomu bankovní rada přistoupila na základě prognózy ze ZOI IV/2013 v listopadu 2013. V souladu s vyzněním alternativního scénáře této prognózy byla zvolena intervenční hladina 27 CZK/EUR.

**V souhrnu** lze měnovou politiku v rozhodném období hodnotit následujícím způsobem. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že se naplnila většina identifikovaných rizik, přičemž v součtu převažovala protiinflační rizika. Tržní úrokové sazby klesaly v reakci na vývoj sazeb ČNB, ovšem ve druhé polovině roku 2013 již byly ovlivněny existencí nulové dolní meze sazeb. Oslabený kurz se prozatím promítá do cenového vývoje dle předpokladů ČNB, když celková inflace se na počátku letošního roku snížila na velmi nízké, avšak kladné, hodnoty. Inflační cíl je tak v současné době sice výrazně podstřelován, avšak rozhodnutí začít používat měnový kurz jako další nástroj měnové politiky významně přispělo k odvrácení hrozby dlouhodobější deflace a s tím i možného ohrožení celkové makroekonomické a finanční stability. Bez tohoto opatření by celková inflace v prvním čtvrtletí 2014 byla výrazně záporná (odhadovaný dopad oslabení kurzu do inflace činí zhruba 1 procentní bod). Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od července 2012 do konce roku 2013 měla být ještě výrazně uvolněnější, resp. k uvolnění měnové politiky prostřednictvím oslabení kurzu mělo být přikročeno dříve.

### III.1.2 Současný vývoj inflace

V prvním čtvrtletí 2014 se **meziroční inflace**<sup>11</sup> v souladu s očekáváním ČNB skokově snížila, když v lednu byla o 1,2 procentního bodu nižší než v prosinci předchozího roku a dosáhla 0,2 %. Na této nízké kladné hodnotě pak setrvala až do března (Graf III.1.2). Ke zpomalení celkové inflace přispěl zejména pokles regulovaných cen a odeznění primárních dopadů změny daně z přidané hodnoty z minulého roku.

Za těchto okolností již při pohledu do **struktury meziroční inflace** k její lehce kladné meziroční hodnotě v prvním čtvrtletí 2014 přispěl pouze vliv tržních cen a v jejich rámci výhradně rostoucí ceny potravin (Graf III.1.3). Administrativní vlivy, tj. dopady změn nepřímých daní a regulované ceny, působily v tomto období v souhrnu směrem k poklesu cenové hladiny, když propad regulovaných cen výrazně převážil nad již jen mírným dopadem změn nepřímých daní.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen se v prvním čtvrtletí 2014 výrazně zmírnil na necelých 0,2 procentního bodu zaznamenaných v březnu, když odezněl vliv zvýšení obou sazeb DPH z počátku roku 2013. Meziroční inflace tak byla nadále ovlivněna již jen zvýšením spotřební daně na tabákové výrobky z ledna 2013, jehož dopad se v návaznosti na předzásobení promítl do spotřebitelských cen se zpožděním. Obdobně jako v předchozím roce bylo v lednu 2014 provedeno další zvýšení spotřební daně na cigarety v důsledku harmonizační změny přijaté již v roce 2012. Očekávaný dopad této úpravy do celkové inflace je odhadován přibližně na 0,1 procentního bodu, prozatím se však do spotřebitelských cen promítl jen nepatrně v důsledku výrazného předzásobení.

**Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez primárního vlivu všech změn nepřímých daní, se snížila až k nulovým hodnotám v březnu. Nadále se tedy nacházela výrazně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB, přičemž byla jen mírně nižší než celková inflace (Graf III.1.2).

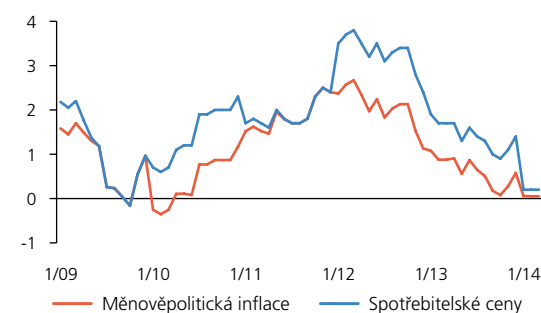
Po předchozím dlouhodobě pozorovaném růstu přešly **regulované ceny** na počátku roku 2014 do výrazného meziročního poklesu, který v březnu dosáhl -4,1 % (Graf III.1.4). Na tomto vývoji se podílelo zejména lednové meziroční snížení cen energií pro domácnosti zahrnující pokles cen elektřiny a zemního plynu, oslabení růstu cen tepla, pokles cen ve zdravotnictví (zrušení regulačního poplatku za pobyt v nemocnici) a zmírnění meziročního růstu vodného a stočného. Zmírnění dynamiky cenového vývoje bylo také patrné u dalších skupin s regulovanými cenami. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek tržní inflace bez dopadu změn daní.

11 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.2

#### INFLACE

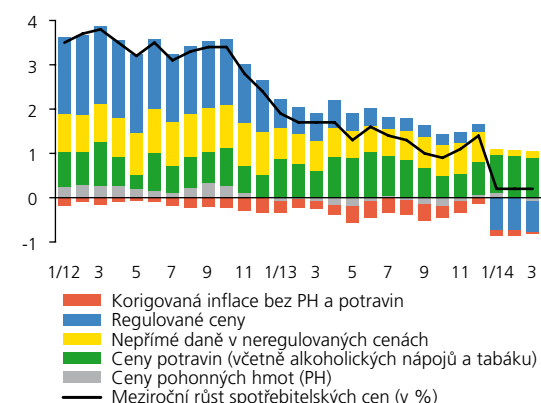
**Meziroční inflace se v prvním čtvrtletí 2014 skokově snížila** (meziročně v %)



GRAF III.1.3

#### STRUKTURA INFLACE

**Kladný podíl tržních cen na dosažené inflaci byl v prvním čtvrtletí 2014 výhradně důsledkem růstu cen potravin** (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

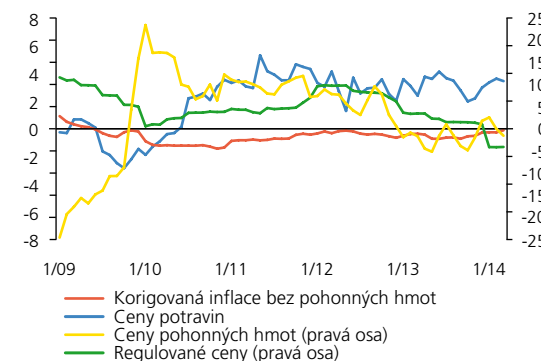


GRAF III.1.4

#### VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

**Regulované ceny přešly do meziročního poklesu, ceny potravin vzrostly**

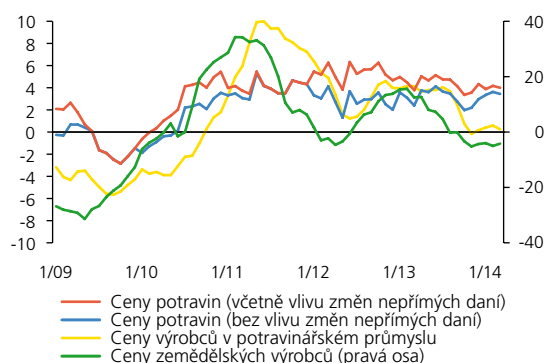
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



GRAF III.1.5

## CENY POTRAVIN

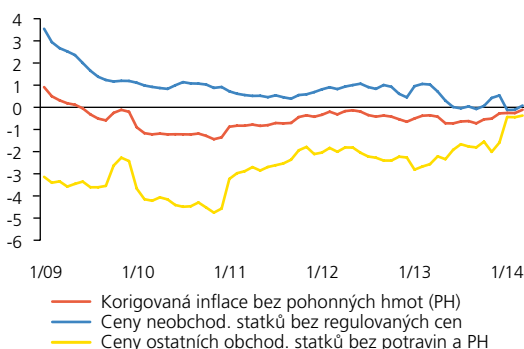
Růst cen potravin bez vlivu změn daní mírně zrychlil  
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

## KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posunula téměř k nulové hodnotě v důsledku zmírnění poklesu cen obchodovatelných statků  
(meziroční změny v %)



Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, v prvním čtvrtletí 2014 lehce posílil (na 0,9 % v březnu). Na zvýšení čisté inflace se podílelo mírné zrychlení růstu cen potravin spolu s posunem korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot. To bylo na druhé straně částečně kompenzováno obnoveným meziročním poklesem cen pohonných hmot v březnu. Celkově byl dosažený růst tržních cen nadále nízký a odrážel, i přes probíhající oživení, především stále ještě protiinflační působení domácí ekonomiky včetně utlumeného vývoje mezd (zejména v podnikatelské sféře). Na nízké meziroční dynamice tržních cen se podílely také klesající dovozní ceny energetických surovin a domácích výrobců energií. Zároveň se však do vývoje tržních cen promítalo oslabení měnového kurzu a zrychlení tempa růstu zahraničních cen některých komodit prostřednictvím dovozních cen produktů pro spotřebitelský trh.

Nejrychleji rostly i v prvním čtvrtletí 2014 **ceny potravin**, jejichž meziroční tempo růstu zrychlilo na 3,4 %<sup>12</sup> v březnu (tj. oproti prosinci předchozího roku o 0,4 procentního bodu; Graf III.1.5). Jejich meziroční dynamika byla ovlivněna zejména obnoveným růstem světových cen některých potravinářských komodit a meziročním oslabením kurzu koruny. Vliv těchto faktorů indikovalo rovněž zrychlení růstu dovozních cen potravin na počátku roku 2014 (týkalo se zejména ovoce a zeleniny)<sup>13</sup>, zatímco domácí ceny zemědělských výrobců setrvaly v meziročním poklesu.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se v prvním čtvrtletí 2014 ještě nacházela v záporných hodnotách, avšak posunula se již téměř k nulové hranici (na -0,1 % v březnu; Graf III.1.6). Přispělo k tomu významné zmírnění dlouhodobého meziročního poklesu cen **ostatních obchodovatelných statků** bez potravin a pohonných hmot. Meziroční pokles cen v tomto segmentu, které jsou více ovlivňovány vývojem měnového kurzu a zahraničních cen než neobchodovatelné komodity, se oproti listopadu minulého roku dále zmírnil o 0,4 procentního bodu na -0,4 % v březnu. Ceny **neobchodovatelných ostatních statků**<sup>14</sup> naopak zpomalily ve srovnání se závěrem loňského roku svůj meziroční růst (na 0,1 %) při nadále protiinflačním působení domácí ekonomiky. Toto zpomalení bylo částečně ovlivněno i nízkou srovnatelnou základnou z konce roku 2012.

**Ceny pohonných hmot** po mírném nárůstu v prosinci předchozího roku přešly během prvního čtvrtletí 2014 do meziročního poklesu (-1,6 % v březnu; Graf III.1.4). Při jen mírném meziročním oslabení kurzu CZK/USD se tak stalo v důsledku prohlubujícího se meziročního poklesu cen benzínů a ropy na světových trzích.

12 Ceny potravin včetně vlivu nepřímých daní se v březnu 2014 meziročně zvýšily o 4 %.

13 Viz kapitola III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců.

14 Tento segment zahrnuje především služby.



### III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Meziroční růst dovozních cen započatý v listopadu a prosinci předchozího roku vlivem oslabení měnového kurzu se v prvních dvou měsících roku 2014 poněkud zmírnil. K této změně nejvíce přispělo zpomalení růstu cen komodit s vyšším stupněm zpracování a v menší míře též obnovený meziroční pokles dovozních cen energetických surovin. Ceny průmyslových výrobců přešly v prvním čtvrtletí 2014 do meziročního poklesu, který byl zejména spojen s výrazným snížením cen elektřiny od počátku roku 2014 a opětovným meziročním poklesem cen výrobců v odvětví primárního zpracování ropy. V ostatních odvětvích průmyslu převažoval mírný růst cen. Ceny zemědělských výrobců meziročně klesaly v důsledku výrazných propadů cen rostlinných produktů. Pokračovalo zmírňování poklesu cen tržních služeb pro podnikatelskou sféru, pokles cen stavebních prací již v březnu zcela odezněl.

#### III.2.1 Dovozní ceny

**Dovozní ceny** v prosinci 2013 meziročně vzrostly o 3,8 % (Graf III.2.1), když v nich bylo patrné listopadové oslabení kurzu koruny. V lednu letošního roku pak jejich růst zvolnil na 2,9 % a na této hodnotě setrval i v následujícím měsíci. Hlavní příčinou změny dynamiky dovozních cen na počátku roku 2014 bylo zřetelné zmírnění tempa růstu cen dovozu komodit s vyšší přidanou hodnotou, jejichž podíl na dosaženém růstu dovozních cen je od listopadu zdaleka nejvyšší (Graf III.2.2).

Podle posledních údajů za únor se dovozní ceny **komodit s vyšší přidanou hodnotou** podílely na celkovém meziročním růstu dovozních cen téměř ze dvou třetin. V rámci této skupiny dovozu se na počátku roku 2014 nejvýrazněji zmírnil meziroční růst dovozních cen strojů a dopravních prostředků (v únoru oproti prosinci o 1,5 procentního bodu na 3,8 %). Obdobně zpomalilo i tempo růstu dovozních cen průmyslového spotřebního zboží (Tab. III.2.1).

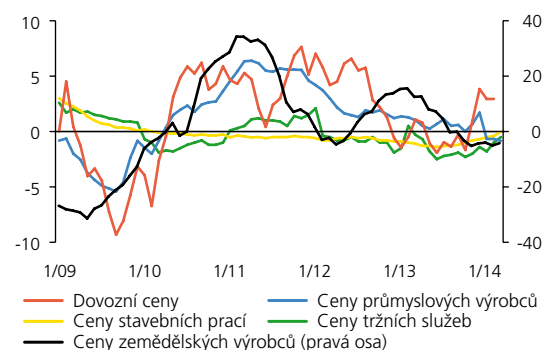
Také vývoj dovozních cen **minerálních paliv** částečně přispěl k oslabení meziroční dynamiky dovozních cen na počátku roku 2014 (Graf III.2.2). V pozadí tohoto vývoje stály především klesající světové ceny hlavních energetických komodit – ropy a zemního plynu. Meziroční pokles cen zemního plynu a ropy na světových trzích se v posledních měsících pohyboval na úrovni jednociferných hodnot (Graf III.2.3).<sup>15</sup> Dynamika dovozních cen minerálních paliv byla zároveň protisměrně ovlivňována mírně oslabeným kurzem CZK/USD. Pokles světových cen ropy a zemního plynu byl však výraznější, a tak došlo v lednu k obnovení meziročního poklesu dovozních cen minerálních paliv; v únoru se pak prohloubil na -2 %. Jejich záporný příspěvek k celkovému meziročnímu růstu dovozních cen byl ovšem nízký, v únoru dosáhl jen -0,3 procentního bodu.

15 S výjimkou prosince.

GRAF III.2.1

#### DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

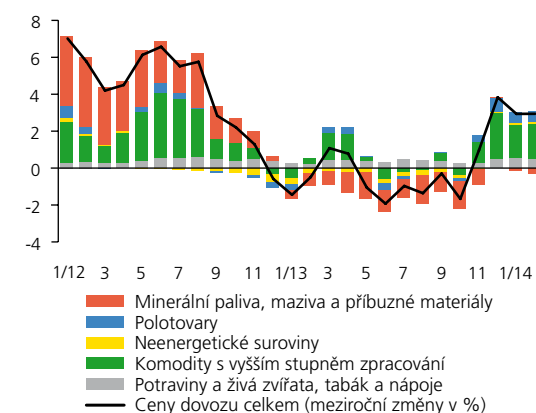
Růst dovozních cen mírně zpomalil, ceny výrobců klesaly, i když ve stavebnictví a tržních službách se jejich pokles zřetelně zmírnil (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

#### DOVOZNÍ CENY

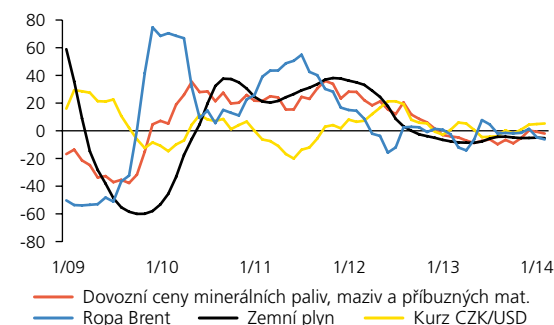
Na zmírnění růstu dovozních cen se nejvíce podílely komodity s vyšší přidanou hodnotou (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

#### MINERÁLNÍ PALIVA

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



TAB. III.2.1

## STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

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

(meziroční změny v %)

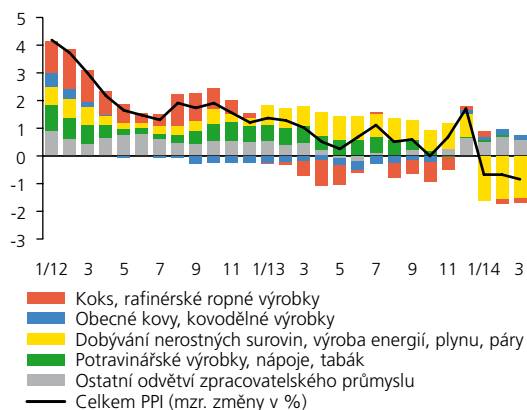
|  | 11/13 | 12/13 | 1/14  | 2/14  |
|--|-------|-------|-------|-------|
| DOVOZ CELKEM                                 | 1,0   | 3,8   | 2,9   | 2,9   |
| z toho:                                      |       |       |       |       |
| potraviny a živá zvířata                     | 4,0   | 7,7   | 9,0   | 8,2   |
| nápoje a tabák                               | 8,6   | 6,8   | 8,1   | 6,1   |
| suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv      | -1,2  | 2,6   | 3,8   | 3,9   |
| minerální paliva, maziva a příbuzné mat.     | -5,2  | 0,2   | -0,7  | -2,0  |
| živočišné a rostlinné oleje                  | -14,2 | -12,8 | -13,2 | -12,9 |
| chemikálie a příbuzné výrobky                | -0,8  | 1,0   | 1,2   | 1,8   |
| tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu | 1,9   | 4,1   | 3,5   | 3,1   |
| stroje a dopravní prostředky                 | 2,5   | 5,3   | 3,4   | 3,8   |
| průmyslové spotřební zboží                   | 3,3   | 4,9   | 3,8   | 3,3   |

GRAF III.2.4

## CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

V prvním čtvrtletí 2014 se ceny průmyslových výrobců meziročně snížily

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

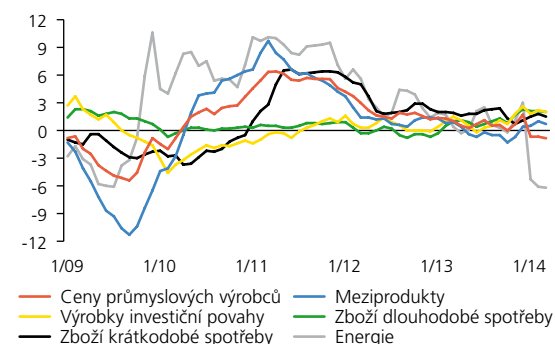


GRAF III.2.5

## CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

K poklesu cen průmyslových výrobců nejvíce přispěly ceny výrobců energií

(meziroční změny v %)



Na počátku roku 2014 zvolnil i meziroční růst dovozních cen **polotovárů** (ze 4,1 % v prosinci 2013 na 3,1 % v únoru). Jejich podíl na meziroční dynamice dovozních cen se tak snížil na 0,6 procentního bodu.

V ostatních skupinách dynamika růstu dovozních cen naopak dále zrychlila. Nejvýrazněji zesílilo tempo růstu dovozních cen **potravin a živých zvířat** (ze 7,7 % v prosinci na 8,2 % v únoru), zejména vlivem vývoje zahraničních cen ovoce a zeleniny. Také v prosinci obnovený růst dovozních cen **neenergetických surovin** začátkem roku 2014 dále zesílil (na 3,9 % v únoru). Podobný vývoj zaznamenaly i dovozní ceny **chemikálií**, kde došlo v lednu k mírnému zrychlení meziročního růstu obnoveného v prosinci předchozího roku (Tab. III.2.1). Příspěvek posledně zmíněných dvou skupin dovozu k meziroční dynamice dovozních cen byl ale při jejich nízké váze slabý.

## III.2.2 Ceny výrobců

## Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců zaznamenaly v prvním čtvrtletí 2014 zřetelnou změnu meziročního vývoje, když zrychlení jejich růstu v závěru předchozího roku bylo v prvním čtvrtletí 2014 vystřídáno poklesem (v březnu o 0,8 %; Graf III.2.4). Za touto výraznou změnou stály především klesající ceny elektřiny, plynu a páry a v menší míře též ceny výrobců v odvětví primárního zpracování ropy. Jejich tlumící dopad do meziročního vývoje cen průmyslových výrobců byl jen zčásti kompenzován převážně mírně rostoucími cenami v některých ostatních odvětvích průmyslu.

Ze **struktury růstu cen** průmyslových výrobců (a dovozních cen) je tak patrné, že k jejich poklesu přispěly nejvíce klesající ceny elektrické energie ovlivněné změnami na trhu s elektřinou na evropském trhu, jejichž prvotní příčiny lze vidět v rychlém vzestupu těžby břidlicového plynu ve světě.<sup>16</sup> Tyto faktory se dotkly i cen uhlí na domácím trhu, které se v prvním čtvrtletí 2014 zřetelně meziročně snížily (Graf III.2.5). Také klesající světové ceny energetických surovin (ropy a zemního plynu), jejichž dopad do domácích cen byl opět jen zčásti korigován oslabením kurzu koruny, přispěly k meziročnímu poklesu cen výrobců. Stejným směrem působily klesající ceny agrárních vstupů rostlinného původu, které významně přispěly k již jen slabému růstu cen výrobců v potravinářském průmyslu. Dopad rychle rostoucích cen dovážených potravin se v jejich celkovém vývoji výrazněji neprojevil. Zpomalení růstu cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu v prvním čtvrtletí 2014 – následně po jejich zvýšení v závěru předchozího roku vlivem oslabení koruny – naznačuje, že výrobci své ceny v souvislosti se slabším kurzem dále nezvyšovali. K mírnému zpomalení jejich růstu přitom mohl přispět pokles nákladů na energie.

16 Bliže viz BOX 4, Zpráva o inflaci IV/2013.

Klesající světové ceny ropy a oslabený kurz koruny se odrážely ve vývoji cen výrobců v **odvětví koksu a rafinérských ropných produktů**, které po přechodném růstu na přelomu let 2013 a 2014 opět meziročně poklesly (na -2,7 % v březnu). V důsledku toho se příspěvek uvedeného odvětví k meziroční změně cen průmyslových výrobců snížil na -0,2 procentního bodu. Obnovený mírný růst cen výrobců v **odvětví obecných kovů a kovárenských výrobků** z konce roku 2013 pokračoval i v prvním čtvrtletí 2014 (zvýšení o 2 % v březnu). Meziroční růst cen výrobců v **potravinářském průmyslu** byl velmi mírný (o 0,3 % v březnu), zejména vlivem klesajících cen domácích vstupů rostlinného původu (ceny produktů živočišného původu naopak rostly).

Po stabilním růstu v předchozím roce<sup>17</sup> ceny výrobců v **odvětví elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch** v prvním čtvrtletí 2014 výrazně meziročně klesaly (o 8,8 %; Graf III.2.6). Podobně se vyvíjely i ceny v odvětví **těžby a dobývání**, kde byl slabý meziroční růst na konci předchozího roku vystřídán v následujícím čtvrtletí poklesem (o 4 % v březnu). Naopak v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami, jejichž činnost a zdroje jsou obtížně zastupitelné, pokračoval i na počátku roku 2014 meziroční cenový růst (3,4 %), který byl ovšem mírnější než v předchozím roce.<sup>18</sup>

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, pokračoval i v prvním čtvrtletí 2014 mírný růst, který byl ale v průměru nižší než v závěru předchozího roku (1,4 %; Graf III.2.4). Výrazněji rostly ceny zejména v odvětví dopravních prostředků (zhruba 4% tempem), a také v dřevozpracovatelském průmyslu. Nadále naopak klesaly ceny výrobců v odvětví farmaceutických výrobků.

### Ceny zemědělských výrobců

Na počátku roku 2014 pokračoval pokles **cen zemědělských výrobců** započatý již ve druhé polovině předchozího roku (Graf III.2.7). V březnu dosáhl jejich meziroční pokles -4,2 %, což se zřetelně neodlišovalo od hodnot vykázaných v závěru roku 2013. Ve struktuře celkového indexu cen zemědělských výrobců byl však nadále vykazován značně rozdílný cenový vývoj jeho dvou hlavních složek: zatímco u cen rostlinných produktů došlo v průběhu prvního čtvrtletí 2014 k dalšímu prohloubení výrazného meziročního poklesu (na -13,9 % v březnu), ceny živočišné výroby pokračovaly v rychlém růstu (o 8,2 % v březnu). Pokles cen rostlinných produktů byl způsoben zejména výrazně klesajícími cenami váhově dominantních skupin obilovin a olejnin.

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

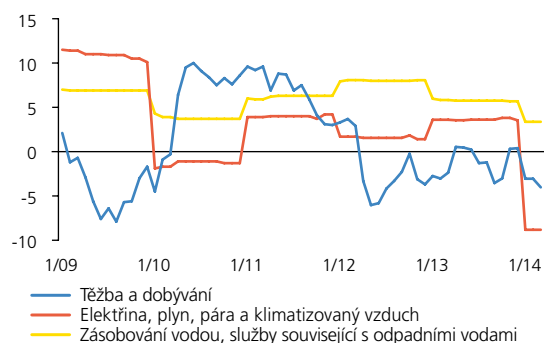
<sup>17</sup> V průměru ceny výrobců v tomto odvětví meziročně vzrostly v roce 2013 o 3,6 %.

<sup>18</sup> V tomto odvětví a v odvětví elektřina, plyn a pára a klimatizovaný vzduch jsou cenová ujednání uzavírána zpravidla na jeden rok.

GRAF III.2.6

### CENY ENERGIÍ A SLUŽEB SOUVISEJÍCÍCH S VODOU

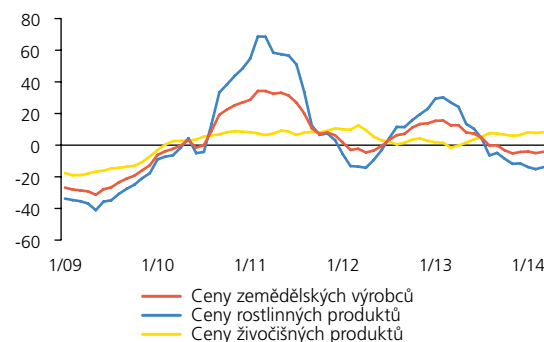
Ceny elektřiny na počátku roku 2014 výrazně poklesly (meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

### CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Pokles cen rostlinných produktů se v prvním čtvrtletí 2014 prohloubil, zatímco ceny živočišných produktů pokračovaly v růstu (meziroční změny v %)



byl v závěru roku 2013 částečně kompenzován meziročním oslabením kurzu koruny. V prvním čtvrtletí 2014 se však situace na světových trzích výrazně změnila a cenová hladina většiny agrárních komodit se začala zřetelně zvyšovat. Bylo to dáno kombinací více faktorů, mezi které patřilo zejména očekávání slabé úrody v USA vlivem extrémně tuhé zimy a nestabilní geopolitická situace na Ukrajině. Na druhou stranu je i přes výše uvedené informace očekáván v letošním roce další nárůst produkce rostlinné výroby v celosvětovém měřítku, zejména pak u obilovin. Nárůst spotových i termínových cen v zahraničí se prozatím do produkčních cen v ČR v průběhu prvního čtvrtletí 2014 promítl pouze v malé míře.

#### **Ostatní cenové okruhy produkční sféry**

V podmínkách jen zvolna oživující poptávky po stavebních investicích setrvaly **ceny stavebních prací** i v prvním čtvrtletí 2014 v meziročním poklesu, který se však již od poloviny předchozího roku postupně zmírňuje. V samotném březnu pak již tyto ceny meziročně stagnovaly (Graf III.2.8). Také u materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví docházelo k pozvolnému zrychlování meziročního cenového růstu (na 1,1 % v březnu).

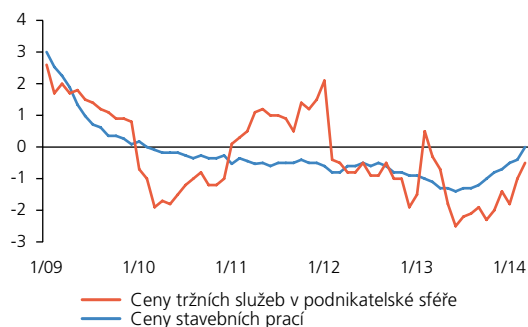
Podobný vývoj byl pozorován i v případě **cen tržních služeb** pro podnikatelskou sféru, které v průběhu prvního čtvrtletí 2014 zřetelně zmírnil svůj meziroční pokles (na -0,5 % v březnu; Graf III.2.8). Tento trend byl pozorován u řady odvětví, například ve skladování a podpůrných službách v dopravě, informačních službách, právních a účetnických službách. V těchto odvětvích již ceny služeb v březnu vykazovaly meziroční růst. Nejrychleji meziročně rostly ceny poštovních a kurýrních služeb (v březnu o 8,2 %) a v odvětví reklamních služeb a průzkumu trhu (v březnu o 4,2 %).

GRAF III.2.8

#### **OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY**

**Meziroční pokles cen stavebních prací i tržních služeb se dále výrazně zmírnil**

(meziroční změny v %)



### III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 došlo k obnově meziročního reálného růstu hrubého domácího produktu, který dosáhl 1,2 %. V mezičtvrtletním srovnání růst produktu výrazně zrychlil na 1,8 %. Na dosaženém meziročním zvýšení produktu se podílela většina složek domácí poptávky, pouze příspěvek změny stavu zásob byl výrazně záporný. Kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity vykázal rovněž čistý vývoz při obnoveném předstihu růstu vývozu před dovozem. Na straně nabídky podpořilo tvorbu produktu kladným růstovým příspěvkem nejvíce odvětví zpracovatelského průmyslu. Oživení ekonomické aktivity pokračuje i na počátku letošního roku. Mezera výstupu se přivřela, nadále je však zřetelně záporná.

#### III.3.1 Domácí poptávka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2014 setrvala **domácí poptávka** v mírném meziročním růstu z předchozího čtvrtletí, který nepřesáhl úroveň 1 %. Na rozdíl od předchozího čtvrtletí byl však její růst nejvíce tažen spotřebou domácností a fixními investicemi, které po dlouhodobějším poklesu opět vzrostly (Graf III.3.2). Také příspěvek spotřeby vlády byl kladný. Pouze výrazný meziroční pokles tvorby zásob působil ke zmirnění růstu domácí poptávky.

#### Konečná spotřeba

Reálné **výdaje domácností na konečnou spotřebu** zrychlily ve čtvrtém čtvrtletí 2013 svůj meziroční růst. Ten byl ve srovnání s předchozím čtvrtletím vyšší o 0,4 procentního bodu, když dosáhl 1,2 %.<sup>19</sup> Ke zrychlení dynamiky spotřeby domácností došlo i přes prohloubení meziročního poklesu reálného hrubého disponibilního důchodu. Je pravděpodobné, že za těchto okolností bylo zvýšení reálných výdajů domácností na spotřebu do určité míry podpořeno oslabením kurzu koruny ze strany ČNB a s ním spojeným očekáváním nárůstu cen v brzké budoucnosti.

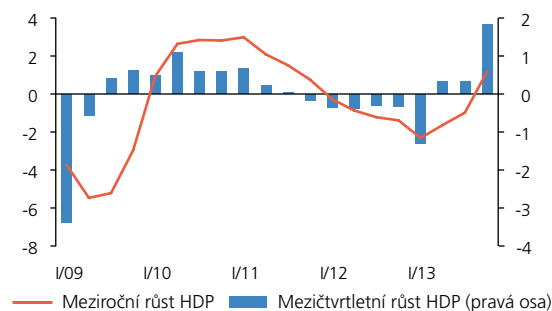
Ve vývoji **hrubého nominálního disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 k výraznému meziročnímu poklesu (o 4,5 %; Graf III.3.3). Do určité míry za tímto hlubokým poklesem stál vliv daňové optimalizace na meziroční vývoj mezd (viz kapitola III.4.2). Nicméně i z dlouhodobějšího pohledu byl trend dynamiky nominálního disponibilního důchodu přes dílčí výkyvy již od roku 2009 klesající. **Reálná kupní síla** disponibilního důchodu, měřená deflátorem spotřeby domácností, se pak snížila o výrazných 5,4 %.

Ze **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu je přítomné patrné, že se na jeho meziročním poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 podílely všechny jeho složky (Graf III.3.4). Příspěvek mezd a platů, které představují objemově největší složku hrubého disponibilního důchodu

GRAF III.3.1

#### HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

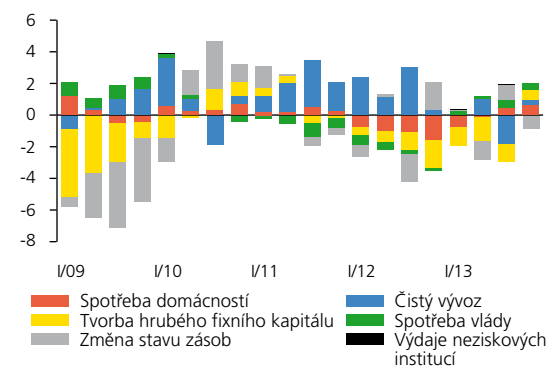
Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 došlo k obnově meziročního růstu HDP (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

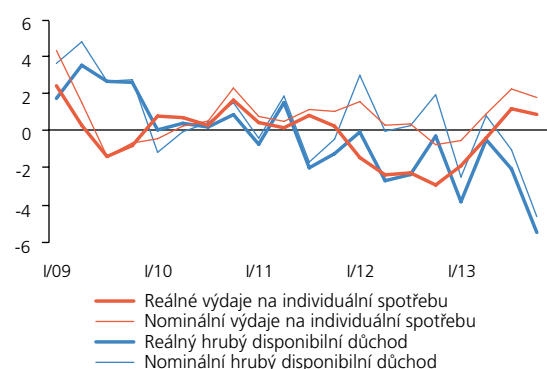
Na meziročním růstu HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 podílely všechny složky poptávky s výjimkou zásob (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.3

#### VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Reálné výdaje domácností meziročně vzrostly, zatímco pokles reálného disponibilního důchodu se prohloubil (meziroční změny v %, sezonně neočištěno)



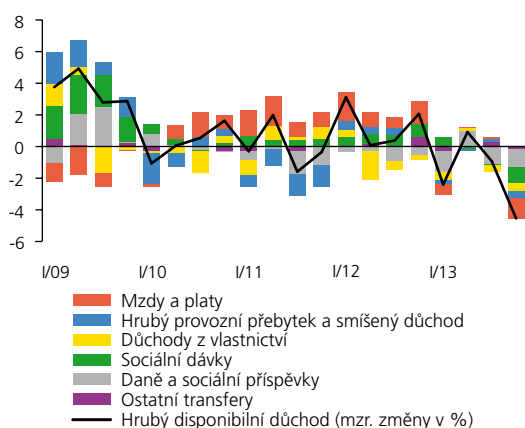
19 Podle sezonně očištěných údajů ČSÚ.

GRAF III.3.4

## DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Meziroční pokles nominálního hrubého disponibilního důchodu se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 prohloubil

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



domácností, byl při souběhu klesající průměrné mzdy a počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky<sup>20</sup> nejvyšší (-1,3 procentního bodu). Také příspěvek váhově poměrně významných příjmů podnikatelů (důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu) byl po růstu ve třetím čtvrtletí 2013 opět záporný (-0,4 procentního bodu). Na poklesu disponibilního důchodu se téměř ve stejné míře podílely i klesající důchody z vlastnictví. Kromě toho příjmy ze sociálních dávek již druhé čtvrtletí v řadě klesaly. Ještě výrazněji působily ke snížení hrubého disponibilního důchodu domácností odváděné daně a sociální příspěvky.

Při prohloubení meziročního poklesu hrubého nominálního disponibilního důchodu a nárůstu spotřebních výdajů domácností se **míra úspor** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále snížila k úrovni 9 % (Graf II.2.17). To bylo doprovázeno pozvolným zvýšením meziročního růstu spotřebitelských úvěrů na 2,4 % (viz kapitola III.5).

Zvýšení spotřeby domácností ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se za uvedených okolností odrazilo i ve **struktuře jejich spotřebních výdajů**. Domácnosti své zvýšené výdaje převážně realizovaly ve skupině statků krátkodobé spotřeby, které v předchozích třech letech setrvale meziročně klesaly (Graf III.3.5). Zároveň domácnosti zvýšily i své výdaje na předměty střednědobé spotřeby. Naopak lehce omezily výdaje na statky dlouhodobé spotřeby, které ve třetím čtvrtletí 2013 poměrně rychle rostly. Mírně také snížily výdaje na služby, jejich záporný příspěvek k meziroční změně spotřeby domácností byl však jen nepatrný.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** pokračovalo i na počátku roku 2014 oživení maloobchodních tržeb. Bylo to patrné nejen v dosud rostoucím motoristickém segmentu, ale i ve zbytku maloobchodu. Přitom v rámci nemotoristického segmentu zrychlil meziroční růst tržeb<sup>21</sup> jak v maloobchodu s potravinářským, tak nepotravinářským zbožím. Zároveň se dále zvyšoval indikátor spotřebitelské důvěry (Graf III.3.6), zejména se zlepšilo vnímání výhledu hospodářské a finanční situace a očekávání vývoje nezaměstnanosti.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 mírně zpomalily svůj meziroční růst z předchozího čtvrtletí, a to na 2,1 %.

## Investice

V podmínkách pozvolného oživení ekonomické aktivity zaznamenaly **fixní investice** po více než dvou letech meziročního poklesu kladnou hodnotu růstu, která ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dosáhla 2,7 %<sup>22</sup> (Graf III.3.7). V mezičtvrtletním srovnání rostly investice již druhé čtvrtletí v řadě, přičemž v samotném čtvrtém čtvrtletí přesáhl jejich růst úroveň 5 %.

20 Viz kapitola III.4 Trh práce.

21 Podle sezonně neočištěných údajů.

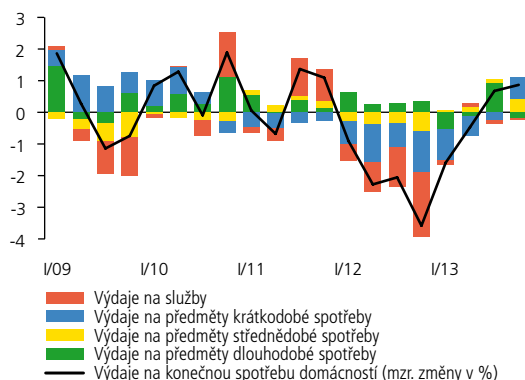
22 Podle sezonně očištěných údajů. Dle sezonně neočištěných údajů, na nichž jsou založeny Grafy III.3.7 a III.3.8, jejich růst činil 1,7 %.

GRAF III.3.5

## STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

Domácnosti zvýšily své spotřební výdaje ve skupině statků krátkodobé a střednědobé spotřeby

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

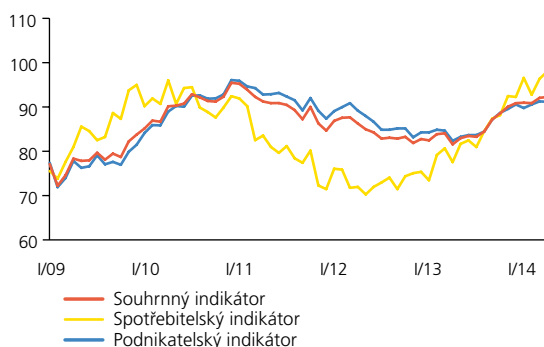


GRAF III.3.6

## INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra spotřebitelů i podnikatelů se dále zvýšila

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



Ke zřetelnému oživení investiční aktivity došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v sektoru **nefinančních podniků**, ve kterém se realizuje zhruba 60 % z celkových investic. Meziroční růst fixních investic v tomto sektoru o 6,2 % souvisel zejména s výrazným zvýšením investic do strojů a zařízení. Je také pravděpodobné, že se nefinanční podniky podílely na rostoucích investicích do nehmotných fixních aktiv a dopravních prostředků a na zmírnění poklesu investic do budov a staveb (Graf III.3.8). Obnovený růst investic v tomto sektoru byl zejména odrazem zlepšujícího se náhledu podniků na budoucí vývoj poptávky, který byl podpořen příznivým vývojem zakázek v průmyslu. Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z ledna 2014 očekávají nefinanční podniky růst investic i v horizontu šesti a dvanácti měsíců, což indikuje přechod váženého salda očekávaných investic ze záporných do kladných hodnot.

Investice v **sektoru domácností** i ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziročně klesaly, i když mírnějším tempem než v předchozím čtvrtletí (zvolnění poklesu z -8,7 % ve třetím čtvrtletí 2013 na -7,0 %). Přesto byl jejich záporný příspěvek k dynamice fixních investic v rámci sektorů nejvyšší (Graf III.3.7). Na rozdíl od sektoru nefinančních podniků předstihové indikátory zatím nenaznačují znatelné zlepšení vývoje investic domácností do obydlí, které jsou hlavní složkou investic domácností, když došlo k opětovnému propadu počtu dokončených i zahájených bytů (-7,6 %, resp. -22,8 %). Hlavní příčinou přetrvávající nízké poptávky domácností po investicích do bydlení zůstávají nejisté výhledy mzdového vývoje a nezaměstnanosti, přestože podmínky financování byly nadále příznivé.

Rovněž ve vývoji investic v **sektoru vlády** bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 patrné zmírnění dlouhodobějšího meziročního poklesu, což mohlo mít svůj odraz ve zmírnění propadu investic do budov a staveb. Nicméně i tak byl pokles vládních investic stále ještě poměrně hluboký (-7,1 %). Přetrvávající útlum investiční aktivity vlády byl nadále ovlivňován problémy při přípravě a realizaci projektů financovaných z domácích i evropských zdrojů.

Pouze příspěvek **změny stavu zásob** k meziročnímu vývoji HDP byl po výrazném nárůstu ve třetím čtvrtletí 2013 opět záporný (-0,9 procentního bodu ve čtvrtém čtvrtletí 2013). Za tímto kolísavým vývojem bylo pravděpodobně využítí výrazného předzásobení z předchozího čtvrtletí ve zvýšené výrobě čtvrtého čtvrtletí. Tento faktor přitom převážil nad předzásobením tabákovými výrobky před dalším zvýšením spotřební daně od ledna 2014. Příznivé údaje o vývoji nových průmyslových zakázek a výsledky posledního konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu ale naznačují,<sup>23</sup> že lze očekávat opětovný nárůst stavu zásob v první polovině roku 2014.

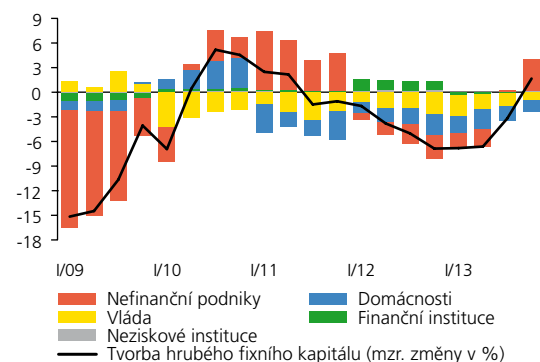
23 Podle výsledků tohoto šetření nefinanční podniky očekávají výrazný nárůst zásob surovin, materiálů a polotovarů v první a druhém čtvrtletí 2014.

GRAF III.3.7

## INVESTICE PODLE SEKTORŮ

**Obnovený růst fixních investic byl tažen sektorem nefinančních podniků**

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

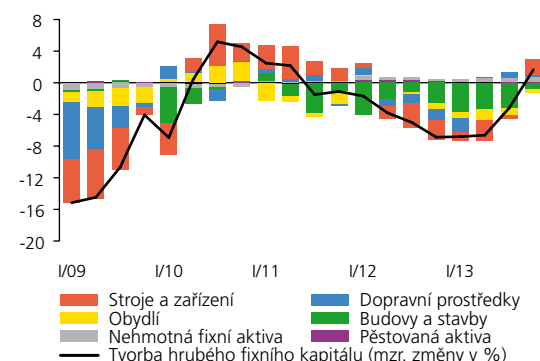


GRAF III.3.8

## TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

**Nejvíce rostly investice do strojů a zařízení**

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

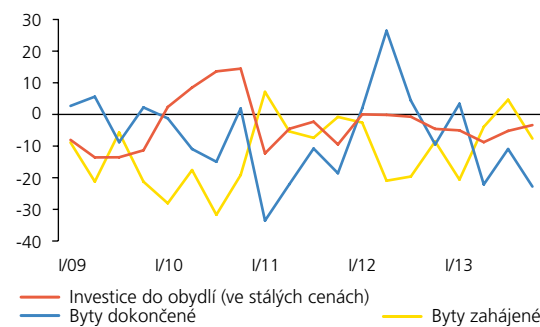


GRAF III.3.9

## INVESTICE DO OBYDLÍ

**Pokles investic do obydlí se zmírnil, avšak počet zahájených bytů se opět meziročně snížil**

(meziroční změny v %)

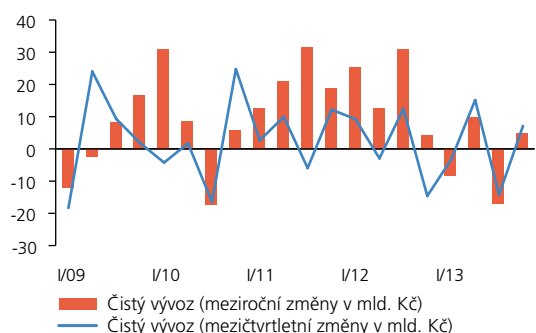


GRAF III.3.10

## ČISTÝ VÝVOZ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se čistý vývoz opět zvýšil

(sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



## III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se **čistý vývoz zboží a služeb**<sup>24</sup> po meziročním poklesu v předchozím čtvrtletí opět zvýšil (o 4,8 mld. Kč; Graf III.3.10). V mezičtvrtletním srovnání byl jeho nárůst ještě výraznější, když přesáhl 7 mld. Kč. Zvýšení čistého vývozu souviselo zejména s vývojem obchodní bilance, jejíž přebytek po poklesu v předchozím čtvrtletí opět vykázal růst. K růstu čistého vývozu však přispělo i mírné meziroční zvýšení přebytku bilance služeb, který v předchozích třech čtvrtletích klesal. Za těchto okolností byl příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu na rozdíl od předchozího čtvrtletí, kdy působil v opačném směru, mírně kladný (ve výši 0,4 procentního bodu).

Meziroční zvýšení čistého vývozu bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dosaženo při obnoveném předstihu růstu vývozu před růstem dovozu (o 0,2 procentního bodu), zatímco v předchozím čtvrtletí byla patrná opačná relace výrazně ve prospěch dovozu (Graf III.3.11). **Celkový vývoz** meziročně vzrostl o 3,7 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím zrychlil o 3,4 procentního bodu. Zesílení růstu celkového vývozu souviselo se zrychlením růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Ke zvýšení vývozu však došlo pouze ve skupině zboží (o 5 %), zatímco vývoz služeb již čtvrté čtvrtletí v řadě meziročně klesal, a působil tak ke zpomalení růstu celkového vývozu. Zřetelné zrychlení dynamiky vývozu se projevilo také ve zrychlení růstu celkového obchodního obrátu.

Dynamika růstu **celkového dovozu** navázala na zřetelné zrychlení ze třetího čtvrtletí 2013. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se celkový dovoz meziročně zvýšil o 3,5 %, což znamenalo další mírné zrychlení růstové dynamiky o 0,6 procentního bodu oproti předchozímu čtvrtletí.<sup>25</sup> Pokračující růst celkového dovozu byl spojen s růstem domácí poptávky i vývozu s ohledem na jeho tradičně vysokou dovozní náročnost. Oživení vývozu se zřetelně projevilo v dalším růstu dovozu pro mezispotřebu a v obnoveném rychlém růstu dovozu pro investiční účely. Směrem ke zmírnění růstu celkového dovozu naopak působil, podobně jako v předchozím čtvrtletí, klesající dovoz služeb.

## III.3.3 Nabídka

Po šesti čtvrtletích poklesu se **hrubá přidaná hodnota** v základních cenách ve čtvrtém čtvrtletí 2013 opět meziročně zvýšila (o 0,7 %). V mezičtvrtletním srovnání přidaná hodnota rostla již druhé čtvrtletí v řadě, přitom v samotném čtvrtém čtvrtletí její růst zrychlil na 0,8 %. Pozvolné oživení zejména zahraniční poptávky se promítlo nejvíce do výkonů odvětví průmyslu, v ostatních odvětvích přidaná hodnota převážně rostla jen mírně či klesala (Graf III.3.12). Kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty zaznamenala zhruba polovina sledovaných odvětví.

24 V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

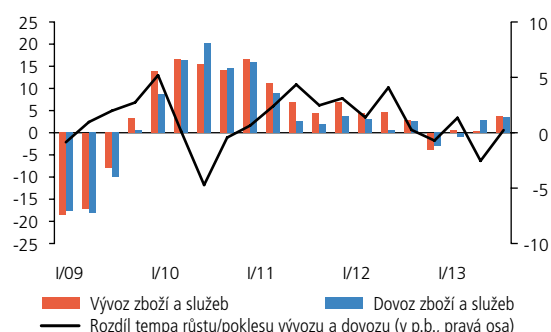
25 V předchozím čtvrtletí to bylo o 3,7 procentního bodu.

GRAF III.3.11

## VÝVOZ A DOVOZ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziroční růst vývozu výrazně zrychlil, a obnovil se tak jeho předstih před růstem dovozu

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

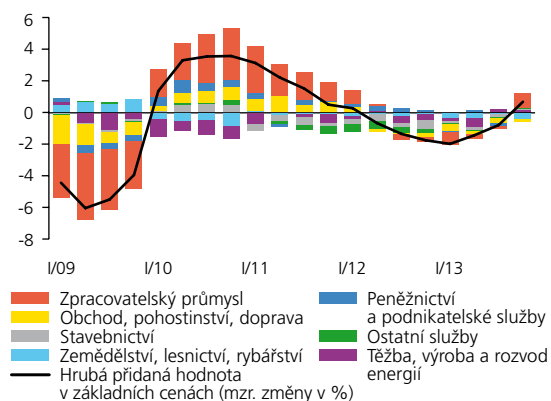


GRAF III.3.12

## PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Hrubá přidaná hodnota ve čtvrtém čtvrtletí 2013 po dlouhé době opět vzrostla zejména díky zpracovatelskému průmyslu

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)





Obnovený meziroční růst hrubé přidané hodnoty nejvíce ovlivnilo odvětví průmyslu, jehož kladný příspěvek ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dosáhl 1,1 procentního bodu. Přispělo k tomu váhově významnější odvětví zpracovatelského průmyslu, kde došlo ke zřetelnému meziročnímu nárůstu přidané hodnoty o 3,8 %. V odvětví těžby a dobývání již předchozí pokles přidané hodnoty také odezněl, když v závěru roku 2013 meziročně stagnovala.

Růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 korespondoval s údaji o vývoji **průmyslové produkce** (Graf III.3.13)<sup>26</sup>, která meziročně reálně vzrostla o 6,1 %. Na jejím růstu se nejvíce podílela rychle rostoucí produkce ve zpracovatelském průmyslu, jejíž meziroční tempo dosáhlo výrazných 7 %. Přitom produkce rostla u téměř tří čtvrtin sledovaných odvětví. Z pohledu užití byl patrný zejména rychlý růst produkce pro investice a mezispotřebu (o 8,8 %, resp. 6,7 %), kde byla mimo jiné zřejmá souvislost s růstem vývozu. Produkce pro krátkodobou spotřebu rostla nejpomaleji. K obnovení růstu produkce došlo i v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu.

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** poměrně rychlý reálný růst průmyslové produkce pokračoval i v lednu a únoru 2014 (Graf III.3.13).<sup>27</sup> Největší kladný příspěvek k meziročnímu reálnému růstu průmyslové produkce dosáhlo v únoru odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů (2,8 procentního bodu, růst o 16,1 %). Kromě toho poslední dostupné údaje o rychle rostoucích tržbách z přímého vývozu (v únoru o 16,1 % v běžných cenách) naznačovaly další zřetelné zlepšení dynamiky vývozu v prvním čtvrtletí 2014.<sup>28</sup>

Podle dubnových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se v průmyslu dále snížil souhrnný vliv **bariér růstu v průmyslu** (Graf III.3.14). Nejvýznamnější zmírnění bylo přitom zaznamenáno u nedostatečné poptávky, která přesto zůstává největším limitujícím faktorem. Zároveň se zvýšilo **využití výrobních kapacit**. Rovněž pokračující rychlý meziroční růst zahraničních i domácích **nových průmyslových zakázek** v prvních dvou měsících roku 2014 (v únoru meziročně téměř o 20 %)<sup>29</sup> indikuje další zlepšení podmínek pro vývoj průmyslové produkce v následujícím období (Graf III.3.15).

Souhrnný záporný příspěvek odvětví **obchodu a služeb** k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty byl ve čtvrtém čtvrtletí 2013 již nepatrný (-0,1 procentního bodu). Za tímto výsledkem se ale skrýval rozdílný vývoj přidané hodnoty v jednotlivých odvětvích. Nejvýrazněji působily k poklesu přidané hodnoty v tomto segmentu odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství, činností v oblasti nemovitosti

26 Podle sezonně očištěných údajů.

27 Podle sezonně očištěných údajů.

28 Domácí tržby, které zahrnují i nepřímý vývoz prostřednictvím neprůmyslových podniků, v běžných cenách vzrostly o 5,6 %.

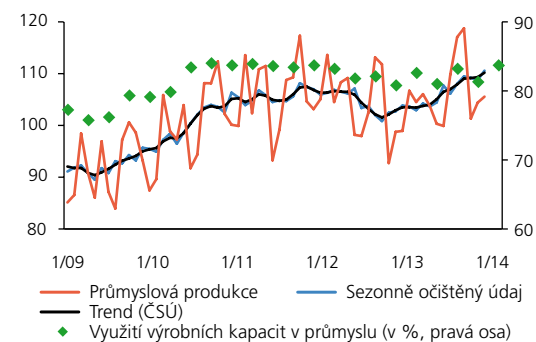
29 Nové zakázky ze zahraničí se v únoru zvýšily o 23,0 %, zatímco tuzemské nové zakázky vzrostly o 14,1 %

GRAF III.3.13

### PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Data za únor dále potvrzovala rychlé oživení průmyslové produkce

(bazický index, rok 2010 = 100)

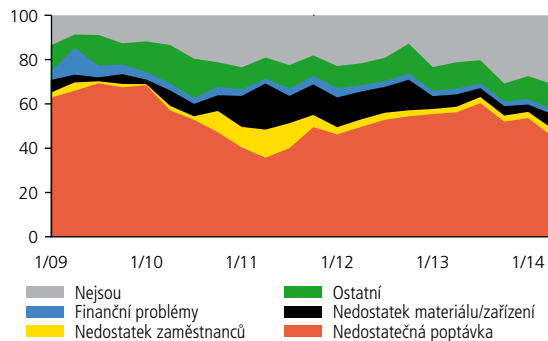


GRAF III.3.14

### BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se dále zřetelně snížil

(v %)

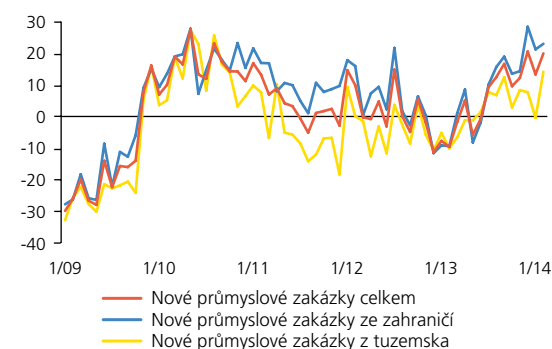


GRAF III.3.15

### NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

Rychlý růst nových průmyslových zakázek pokračoval

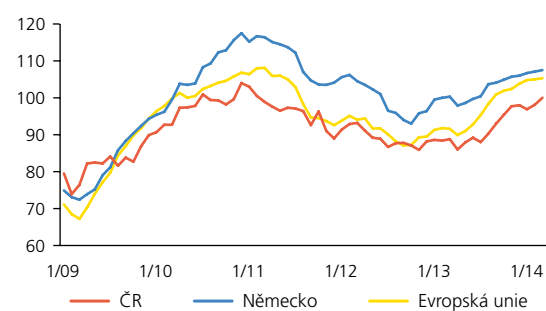
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

## EKONOMICKÝ SENTIMENT

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

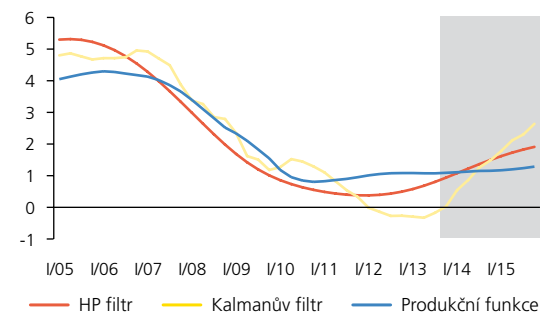


GRAF III.3.17

## POTENCIÁLNÍ PRODUKT

**Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nadále nacházelo jen těsně nad 1 %**

(meziroční změny v %)

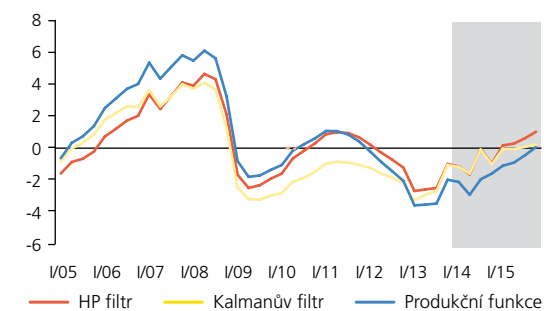


GRAF III.3.18

## MEZERA VÝSTUPU

**Mezera výstupu je nadále výrazně záporná, v roce 2015 se však uzavře**

(v % z potenciálního produktu)



a profesních a jiných činností. Na druhé straně pokračoval v odvětví peněžnictví a pojišťovnictví rychlý meziroční růst přidané hodnoty dosahující téměř 9 %. Poslední předstihové statistiky ČSÚ sice naznačují růst přidané hodnoty v obchodu v prvním čtvrtletí 2014, avšak ve větší míře v motoristickém segmentu než v ostatních segmentech maloobchodního prodeje.

Ve **stavebnictví** zaznamenala hrubá přidaná hodnota ve stálých cenách ve čtvrtém čtvrtletí 2013 po téměř třech letech mírný meziroční růst (o 0,4 %; Graf III.3.12). Nadále však přetrvával meziroční reálný pokles stavební produkce jak v pozemním, tak inženýrském stavitelství v důsledku stále ještě nízké poptávky po stavebních pracích. Míra poklesu stavební produkce se však již snížila na úroveň jednociferných hodnot. Poslední dostupné předstihové údaje ČSÚ signalizují zlepšení dosavadního trendu, neboť v lednu a únoru stavební produkce reálně vzrostla (o 5 %, resp. 6,1 %) a hodnota stavebních ohlášení a povolení se také zvýšila, i když při jejich klesajícím počtu.

**Mezinárodní srovnání ekonomického sentimentu**, vycházející z údajů za březen, potvrzuje trendy vývoje tohoto indikátoru z předchozích období jak v ČR, tak v Německu a v EU jako celku. Pokračuje tak rostoucí trend, který je v Německu a EU patrný od druhé poloviny roku 2012 (Graf III.3.16) a v České republice – přes mírnou korekci v lednu letošního roku – od dubna minulého roku.

### III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se meziroční tempo růstu potenciálního produktu dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** nadále nacházelo jen mírně nad 1% hranicí (Graf III.3.17). Výrazný mezičtvrtletní růst ekonomické aktivity pozorovaný ve čtvrtém čtvrtletí 2013 pak vyústil ve skokové přivření mezery výstupu, která se ale stále nacházela ve zřetelně záporných hodnotách (-2 % z potenciálního produktu; Graf III.3.18). V letošním roce naznačuje tato metoda stabilní meziroční vývoj potenciálního produktu s jeho opětovným pozvolným ožíváním na vzdálenějším horizontu prognózy. Mezera výstupu by se pak při obnovení ekonomického růstu měla postupně uzavírat, přičemž k nulové hodnotě se přiblíží až v závěru roku 2015.

Vývoj příspěvků jednotlivých **faktorů růstu potenciálního produktu** vstupujících do produkční funkce na prognóze ukazuje na stabilní vývoj u kapitálu a růst příspěvku produktivity při lehce klesajícím příspěvku zaměstnanosti. Postupné zrychlování růstu potenciálního produktu bude tedy dáno pouze nárůstem dynamiky produktivity. V souhrnu tak meziroční růst potenciálního produktu zrychlí jenom nepatrně k hodnotám kolem 1,3 % v roce 2015 (Graf III.3.19).

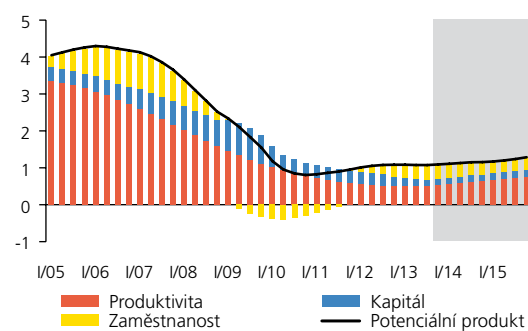
Alternativní odhad pomocí **HP filtru**<sup>30</sup> indikuje lehce nižší tempo růstu potenciálního produktu (0,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013) než výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu je podle této metody aktuálně uzavřenější a HP filtr naznačuje při rychlejším tempu růstu potenciálního produktu její uzavření na počátku roku 2015. **Kalmanův filtr** indikuje ve čtvrtém čtvrtletí 2013 setrvání meziročního růstu potenciálního produktu na nulových hodnotách. Na prognóze se růst potenciálního produktu opět obnovuje a jeho tempo zrychlí v průběhu roku 2015 směrem ke 3% úrovni (což je předpokládané dlouhodobé tempo růstu v ustáleném stavu ekonomiky). V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce indikuje také Kalmanův filtr v současné době mírnější otevření mezery výstupu do záporných hodnot a zároveň její dřívější uzavření na horizontu prognózy.

GRAF III.3.19

**PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU**

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

(produkční funkce, meziroční změny v %)

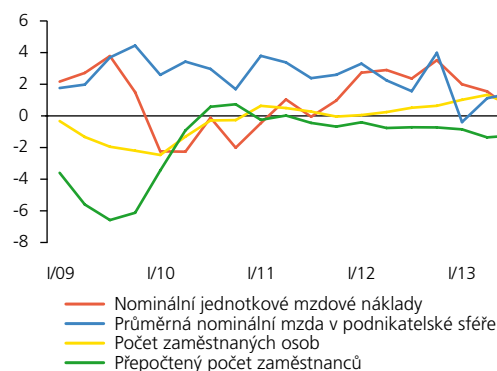


30 V odhadu pomocí HP filtru byl použit koeficient  $\lambda = 1600$ .

GRAF III.4.1

## INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 růst zaměstnanosti mírně zrychlil, pokračoval pokles počtu zaměstnanců přepočtených na plné pracovní úvazky a průměrná mzda poklesla (meziroční změny v %)



## III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce ve čtvrtém čtvrtletí 2013 charakterizovalo mírné zrychlení růstu zaměstnanosti a pokles nezaměstnanosti při zvyšující se ekonomické aktivitě, což ale bylo doprovázeno výrazným meziročním poklesem průměrné mzdy. Zároveň pokračovalo zkracování pracovních úvazků v řadě odvětví, avšak v průmyslu již tento trend prakticky odezněl a obnovil se v něm i růst počtu zaměstnanců. Při rychlejším růstu zaměstnanosti než pracovní síly se obecná míra nezaměstnanosti snížila. Zároveň se zastavil růst podílu nezaměstnaných osob, resp. v prvním čtvrtletí 2014 se tento podíl lehce snížil. Výrazný pokles nominální i reálné průměrné mzdy byl důsledkem vývoje mezd v podnikatelském sektoru. Údaje za leden a únor 2014 nicméně ukazují na obnovení mírně kladného růstu mezd. Zrychlení ekonomické aktivity doprovázené jen mírným růstem zaměstnanosti vedlo k obnovení slabého růstu národohospodářské produktivity práce. Mzdová náročnost produktu se výrazně meziročně snížila, převážně vlivem propadu objemu mezd a platů.

## III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 růst **celkové zaměstnanosti**<sup>31</sup> – po zřetelném zpomalení v předchozím čtvrtletí – opět mírně zesílil (meziročně na 0,8 %; Graf III.4.1). Také v mezičtvrtletním srovnání se celková zaměstnanost po očištění od sezonních vlivů zvýšila (o 0,2 %). Celkový mírný meziroční růst zaměstnanosti byl nadále tažen rostoucími počty zaměstnanců, zatímco počty podnikatelů prohloubily svůj meziroční pokles.

V rámci sektorů se i ve čtvrtém čtvrtletí 2013 nejvíce zvýšila zaměstnanost v terciárním sektoru, jehož **podíl na meziročním růstu celkové zaměstnanosti** tak byl nejvyšší (Graf III.4.2). Nicméně meziroční růst zaměstnanosti v tomto sektoru v závěru roku 2013 již dále nezrychloval a naopak mírně zvolnil. Ke zrychlení tempa růstu celkové zaměstnanosti přispěl po delším období sekundární sektor, kde se oživení ekonomické aktivity začalo pozvolna projevovat v poptávce po práci.

V **terciárním sektoru** byl meziroční růst zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2013 (o 1,4 %) tažen, na rozdíl od předchozích tří čtvrtletí, pouze tržními službami<sup>32</sup>. V netržních službách počty zaměstnaných osob po odeznění vyšších nárůstů z první poloviny roku 2013 v závěru tohoto roku mírně meziročně klesaly. Přispělo k tomu především odvětví ostatních činností a vzdělávání, zatímco v některých dalších odvětvích (například ve veřejné správě a obraně, zdravotnictví a kultuře) růst zaměstnanosti pokračoval.

31 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

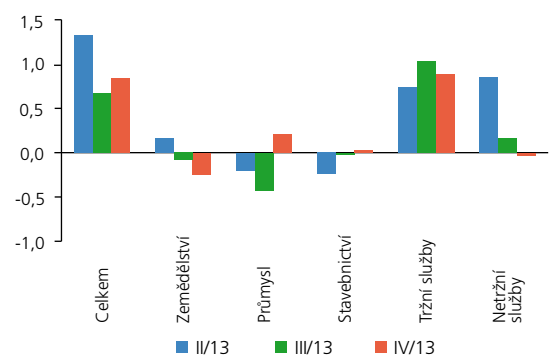
32 Zejména ve velkoobchodu, maloobchodu, ubytování a informačních a komunikačních činnostech.

GRAF III.4.2

## ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se nejvíce podílely tržní služby, kladný byl i příspěvek průmyslu a stavebnictví

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



V **sekundárním sektoru** se zaměstnanost po déletrvajícím poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 opět zvýšila (o 0,6 %). Její nárůst byl patrný nejvíce ve zpracovatelském průmyslu, avšak i v odvětví výroba a rozvod elektřiny a zásobování vodou byl v závěru roku 2013 vykázán její růst. Podle posledních údajů ČSÚ za leden a únor se růst průmyslové produkce, pozorovaný již od poloviny předchozího roku, projevil v meziročním nárůstu evidenčního počtu zaměstnanců<sup>33</sup> (o 0,6 %, resp. 1,1 %). Rovněž ve stavebnictví zaměstnanost po dlouhodobém poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2013 mírně vzrostla. Pouze v **primárním sektoru** setrvala zaměstnanost v meziročním poklesu z předchozího čtvrtletí, který se dále prohloubil.

Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl nárůst počtu zaměstnanců i ve čtvrtém čtvrtletí 2013 ovlivněn využíváním alternativních forem zaměstnávání, zejména v podobě kratších pracovních úvazků. Výsledkem byla přetrvávající rozdílná trajektorie vývoje počtu zaměstnanců a **přepočteného počtu zaměstnanců na plné úvazky** (Graf III.4.1).<sup>34</sup> Meziroční pokles tohoto přepočteného indikátoru zaměstnanosti nadále odrážel snahu zaměstnavatelů o optimalizaci zaměstnanosti při předchozím útlumu ekonomické aktivity a jen pomalu odeznívajících nejistotách o budoucím vývoji poptávky. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 přitom tento pokles setrval na úrovni předchozího čtvrtletí (Graf III.4.3), za čímž se skrýval rozdílný vývoj v hlavních sledovaných odvětvích.

V **tržních službách** se pokles přepočteného počtu zaměstnanců ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziročně prohloubil, což indikovalo meziroční snížení průměrného úvazku v tomto odvětví. V **průmyslu** se naopak meziroční pokles přepočteného počtu zaměstnanců již třetí čtvrtletí v řadě postupně zmírňuje (na -0,8 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013). Z toho lze odvodit, že pokles průměrného úvazku v průmyslu se na rozdíl od tržních služeb v závěru roku 2013 zmírňoval. Pouze v nepodnikatelském sektoru se přepočtené počty zaměstnanců dále meziročně zvýšily. Bližší pohled na vývoj a strukturu zaměstnanosti na zkrácené úvazky v delším časovém období poskytuje následující BOX 1.

#### BOX 1

##### Vývoj a struktura zaměstnanosti na kratší pracovní dobu

Tento box popisuje vývoj trhu práce z pohledu **využívání kratší pracovní doby** jako reakce na nepříznivý ekonomický vývoj v minulých letech. K tomuto účelu byla využita data z výběrového šetření pracovních sil ČSÚ, která umožňují analýzu dat od roku 2007.

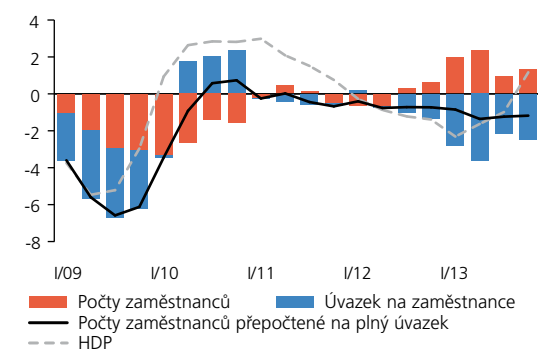
Počet osob zaměstnaných na kratší pracovní dobu **se vyvíjí silně proticyklicky** (Graf 1), když v návaznosti na pokles ekonomické aktivity je pozorován pokles počtu zaměstnaných s plnou

GRAF III.4.3

#### PŘEPOČTENÉ POČTY ZAMĚSTNANCŮ

**Pokles přepočteného počtu zaměstnanců stagnoval při protisměrném vývoji počtu zaměstnanců a průměrného pracovního úvazku**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

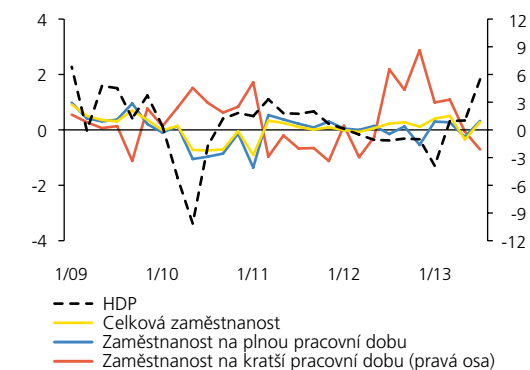


GRAF 1 (Box)

#### HDP, CELKOVÁ ZAMĚSTNANOST A JEJÍ SLOŽKY

**Vývoj zaměstnanosti na kratší pracovní dobu je silně proticyklický**

(mezičtvrtletní změny v %)



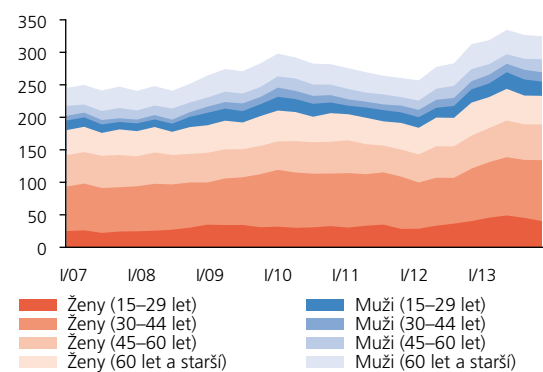
<sup>33</sup> Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

<sup>34</sup> Zaměstnavatelé touto cestou racionalizovali mzdové náklady a snižovali riziko ztráty stálých kvalifikovaných pracovníků, které by bylo obtížné hledat ve fázi oživení.

GRAF 2 (Box)

### STRUKTURA POČTU ZAMĚSTNANÝCH NA KRATŠÍ PRACOVNÍ DOBU PODLE POKLAVÍ A VĚKU

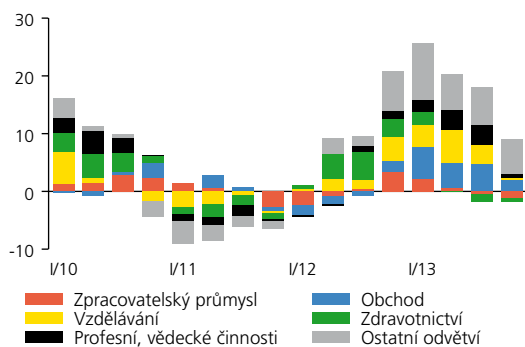
Většinu zaměstnaných na kratší pracovní dobu tvoří ženy (v tis. osob)



GRAF 3 (Box)

### PŘÍSPĚVKY VYBRANÝCH SEKTORŮ K MEZIROČNÍ ZMĚNĚ ZAMĚSTNANOSTI NA KRATŠÍ PRACOVNÍ DOBU

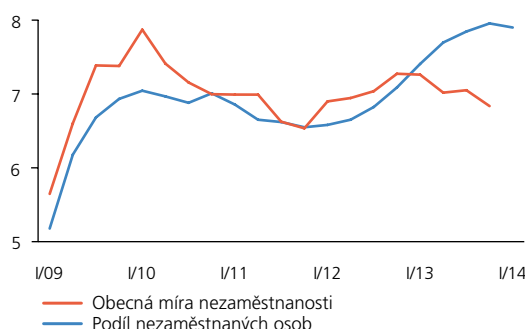
Dynamiku zaměstnanosti na částečné úvazky ovlivňují nejvíce odvětví vzdělávání, zdravotnictví a obchod (příspěvky k meziroční změně v procentních bodech)



GRAF III.4.4

### UKAZATELE NEZAMĚSTNANOSTI

Obecná míra nezaměstnanosti se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 snížila, růst podílu nezaměstnaných osob se zastavil, resp. v prvním čtvrtletí 2014 tento podíl lehce klesl (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



pracovní dobou, zatímco počet osob pracujících na kratší pracovní dobu se výrazně zvyšuje. Z uvedeného lze dovodit, že u některých zaměstnaných pravděpodobně dochází ke snižování jejich pracovní doby, což bylo patrné zejména v roce 2012. Naopak výsledkem přechodného oživení české ekonomiky během let 2010 a 2011 byl pokles počtu zaměstnaných na kratší pracovní dobu, kdy část z nich zřejmě opětovně přešla na plnou pracovní dobu.

V důsledku donedávna pozorovaného poklesu ekonomické aktivity se podíl zaměstnanců na kratší pracovní dobu na celkovém počtu zaměstnanců od roku 2012 postupně zvyšoval, a to téměř až k 7 % v roce 2013. Bylo to dáno především **rostoucím podílem u žen**, zatímco u mužů se zvýšil jen slabě. Celkově se tak počet zaměstnaných na kratší pracovní dobu zvýšil z necelých 250 tisíc v roce 2007 až téměř na 330 tisíc osob v roce 2013 (Graf 2). Z tohoto počtu tvoří necelé tři čtvrtiny ženy, především ve věkové skupině 30–44 let. Pravděpodobně se tedy týká převážně žen, které se vracejí na trh práce po rodičovské dovolené. V letech 2012 a 2013 však rostl i počet žen pracujících na zkrácený úvazek v nejmladší věkové skupině (15–29 let). V předchozím roce 2013 se jejich počet zvýšil zejména u odvětví obchodu a ubytování a stravování.

V rámci **vybraných sektorů**<sup>35</sup> se na meziročním růstu zaměstnanosti na kratší pracovní dobu v období od druhé poloviny roku 2012 nejvýznamněji podílela odvětví vzdělávání a obchodu (Graf 3). Ve váhově významném zpracovatelském průmyslu byl na přelomu let 2012 a 2013 zaznamenán též vysoký růst zaměstnanosti na kratší pracovní dobu, který však v dalším průběhu minulého roku s oživením průmyslové produkce odezněl. Z ostatních odvětví je významnější i příspěvek administrativních a podpůrných činností a ubytování a stravování.

Při rychlejší meziročnímu růstu zaměstnanosti než pracovní síly se **obecná míra nezaměstnanosti**<sup>36</sup> snížila na hodnotu 6,8 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013 (Graf III.4.4). Meziroční růst pracovní síly byl při pokračujícím poklesu populace výsledkem rostoucí **míry ekonomické aktivity**<sup>37</sup> ve všech věkových skupinách, když celková míra ekonomické aktivity dosáhla nejvyšších hodnot v historii ČR (73,1 % po sezonním očištění). K jejímu zvýšení přispělo mimo jiné prodloužení

35 Publikace dat z VŠPS obsahuje údaje pouze za nejvýznamnější odvětví ekonomiky. Součet zaměstnaných na kratší pracovní dobu v jednotlivých odvětvích tak nemusí odpovídat celkovému počtu osob s kratší pracovní dobou. Data za jednotlivé CZ-NACE sektory jsou dostupná až od roku 2009.

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

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

hranice odchodu do důchodu, demografický vývoj, a také využívání zkrácených pracovních úvazků. Podle posledních lednových a únorových údajů se sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti dále nepatrně snížila na 6,7 % a míra ekonomické aktivity dále lehce vzrostla.

**Podíl nezaměstnaných osob**<sup>38</sup>, publikovaný MPSV, se naopak v posledním čtvrtletí roku 2013 dále meziročně i mezičtvrtletně zvýšil (Graf III.4.4). K nepatrnému snížení tohoto indikátoru nezaměstnanosti (sezonně očištěného) na hodnotu 7,9 % pak došlo v prvním čtvrtletí 2014 v souvislosti s výraznějším snížením počtu dosažitelných uchazečů o zaměstnání oproti poklesu populace v dané věkové skupině.

Pozvolné zlepšování situace na trhu práce naznačují i poslední dostupné údaje za první čtvrtletí 2014, podle kterých dochází k postupnému posunu **Beveridgeovy křivky**<sup>39</sup> severozápadním směrem. Tento posun je dán poklesem sezonně očištěného počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání při růstu počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5).

### III.4.2 Mzdy a produktivita

Jen mírný meziroční růst **průměrné nominální mzdy**, pozorovaný v průběhu předchozího roku, přešel ve čtvrtém čtvrtletí 2013 do výrazného meziročního poklesu (o 1,8 %; Graf III.4.6). Tato zřetelná změna v dynamice mzdového vývoje byla způsobena výrazným poklesem průměrné mzdy v podnikatelské sféře, neboť v nepodnikatelské sféře pokračovala průměrná mzda ve slabém růstu. Při nízké meziroční inflaci se pak **reálná průměrná mzda**, po nepatrném růstu v předchozím čtvrtletí, snížila o 2,9 % (Tab. III.4.1).

Po slabém růstu ve druhém a třetím čtvrtletí 2013 překmitl meziroční růst průměrné mzdy v **podnikatelské sféře** v závěru roku do výrazného poklesu (o 2,4 %). Podle očekávání byla jeho dosažená meziroční hodnota zřetelně ovlivněna efektem daňové optimalizace zaznamenané v závěru roku 2012 (téměř v rozsahu -2,0 procentních bodů)<sup>40</sup>. I po očištění o tento faktor však průměrná mzda meziročně poklesla. K jejímu snížení přitom došlo i v mezičtvrtletním vyjádření. Vliv předchozího dlouhodobého útlumu ekonomické aktivity a převaha nabídky nad poptávkou na trhu práce tak měly nečekaně výrazný vliv na mzdový vývoj.

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

39 Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1. 1. 2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst.

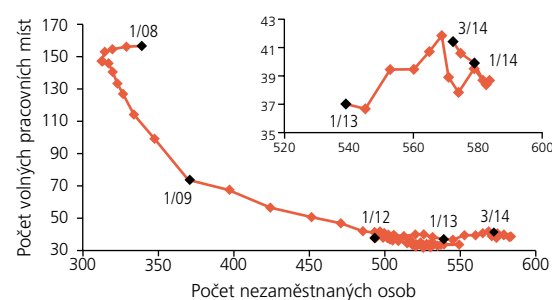
40 Od 1. 1. 2013 došlo k zavedení tzv. solidární daně, tedy zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně, a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění. Proto došlo v řadě odvětví, která obvykle vykazují nejvyšší podíl mimořádných odměn za výsledky uplynulého roku, k přesunu těchto odměn z prvního čtvrtletí roku 2013 do čtvrtého čtvrtletí 2012. Jednalo se zejména o odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, energetiku a teplárenství a kulturní, zábavní a rekreační činnosti.

GRAF III.4.5

#### BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Růst počtu nezaměstnaných osob se zastavil

(sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)

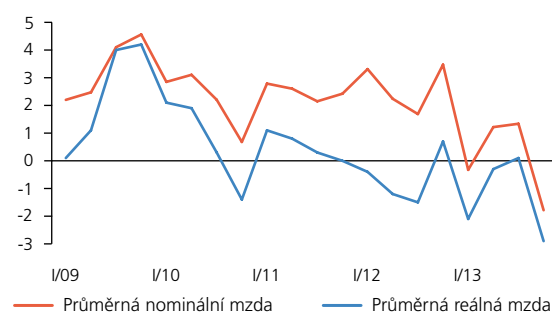


GRAF III.4.6

#### PRŮMĚRNÁ MZDA

Průměrná nominální i reálná mzda výrazně poklesly

(meziroční změny v %)



TAB. III.4.1

#### MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Pokles průměrné nominální mzdy se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 přiblížil 2 %

(meziroční změny v %)

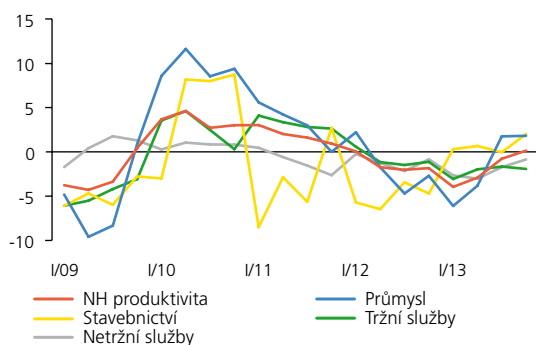
|                                       | I/13 | II/13 | III/13 | IV/13 |
|---------------------------------------|------|-------|--------|-------|
| Průměrná mzda v ČR                    |      |       |        |       |
| nominální                             | -0,3 | 1,2   | 1,3    | -1,8  |
| reálná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

GRAF III.4.7

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Na odeznění poklesu národohospodářské produktivity práce se nejvíce podílelo odvětví průmyslu

(meziroční změny v %)

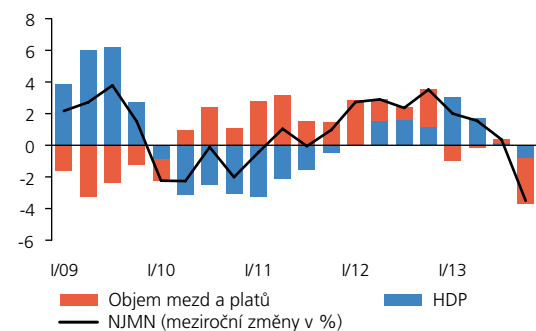


GRAF III.4.8

## MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

NJMN ve čtvrtém čtvrtletí 2013 poklesly, především vlivem propadu objemu mezd a platů

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Pokles průměrné mzdy byl přítom ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zaznamenan ve většině **odvětví podnikatelské sféry**, významnější výjimkou byla pouze odvětví zemědělství a ubytování, resp. stravování a pohostinství. Reálná průměrná mzda v podnikatelské sféře po předchozím nepatrném růstu opět výrazně meziročně poklesla (o 3,5 %; Tab. III.4.1). Údaje za leden a únor z průmyslu a stavebnictví nicméně naznačují obnovení mírného růstu mezd, a to i po očištění o vliv daňové optimalizace.

Průměrná nominální mzda v **nepodnikatelské sféře** si ve čtvrtém čtvrtletí 2013 udržela stejnou dynamiku jako v předchozím čtvrtletí, když meziročně vzrostla o 0,8 %. Na tomto umírněném růstu se podílel růst průměrné mzdy v ústředních vládních institucích (o 1,3 %) i v místních vládních institucích (o 0,7 %). V souhrnu tak nízká meziroční inflace převýšila v tomto sektoru nominální růst průměrné mzdy, což se projevilo v meziročním poklesu reálné průměrné mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2013 (o 0,3 %; Tab. III.4.1).

Při souběhu nepatrně vyššího růstu reálného hrubého domácího produktu než zaměstnanosti došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 k obnovení jen velmi slabého meziročního růstu **národohospodářské produktivity práce**<sup>41</sup> (meziročně o 0,1 %). Přispěl k tomu nejvíce průmysl, kde výrazný meziroční pokles produktivity z první poloviny roku 2013 přešel do kladných hodnot (Graf III.4.7). Za touto změnou stál především obnovený (sezonně neočištěný) růst přidané hodnoty v tomto odvětví. Nárůst produktivity byl zaznamenán rovněž ve stavebnictví. V ostatních sledovaných odvětvích ještě produktivita klesala, i když v netržních službách mírněji než v předchozím čtvrtletí. Ještě výraznější růst než národohospodářská produktivita zaznamenala **hodinová produktivita práce**, která byla ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziročně vyšší o 1,5 %. Její růst byl zaznamenán ve všech sledovaných sektorech, nejvíce pak v průmyslu a ve stavebnictví.

Výrazný propad objemu mezd a platů<sup>42</sup>, při uvedeném vývoji ekonomické aktivity měřené HDP, vyústil ve čtvrtém čtvrtletí 2013 ve zřetelné snížení **mzdové náročnosti produktu**<sup>43</sup> (o 3,5 %; Graf III.4.8). V rámci jednotlivých odvětví zřetelně klesaly NJMN především ve stavebnictví, průmyslu a tržních službách. Slabý růst mzdových nákladů byl zaznamenán pouze v netržních službách.

41 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

42 Po nevýrazném meziročním nárůstu o 0,3 % poklesl objem mezd a platů ve čtvrtém čtvrtletí 2013 o 2,7 %.

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



### III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se na počátku roku 2014 nadále pohybovala v blízkosti 5 %. Vysoce likvidní jednodenní vklady byly hlavní složkou přispívající k růstu M2. Pokračovalo zrychlování dynamiky vkladů nefinančních podniků korespondující s jejich zlepšenou finanční situací při zpomalení růstu vkladů finančních neměnových institucí. Vlivem oživení ekonomické aktivity se zřetelně zmírnil pokles rychlosti obratu peněz. Dostupnost úvěrů soukromému sektoru se mírně zlepšila. Roční míra růstu celkových úvěrů po zvýšení v závěru loňského roku souvisejícím s financováním obnoveného růstu podnikových fixních investic následně na počátku roku 2014 značně zpomalila. Naopak dynamika úvěrů domácnostem se dále mírně zvýšila, což korespondovalo s oživením spotřebitelské poptávky. Dluhové zatížení domácností při poklesu hrubého disponibilního důchodu v závěru loňského roku rostlo. Klientské úrokové sazby se obdobně jako sazby finančního trhu většinou výrazněji neměnily či slabě klesaly. Na počátku roku 2014 pokračovalo ožívování nabídkových cen bytů v Praze a nově i mimo Prahu.

#### III.5.1 Peníze

Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** zůstala na počátku letošního roku umírněná, v únoru 2014 se nepatrně zvýšila na 4,5 % (Graf III.5.1). Při oživení meziročního růstu nominálního HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2013 na 3,5 % se pokles rychlosti obratu peněz zřetelně zmírnil. Roční míra růstu peněžního agregátu M3 v únoru dosáhla 5,2 %, ve srovnání s průměrem za eurozónu je nadále vyšší zhruba o čtyři procentní body.<sup>44</sup> Růst peněžní zásoby byl v ČR na straně aktiv podporován zejména růstem úvěrů soukromému sektoru a čistých zahraničních aktiv.

Preference likvidity udržuje růst peněžního agregátu M1 na vysoké úrovni 7,2 % (Graf III.5.1). To bylo ovlivňováno růstem **jednodenních vkladů** (Graf III.5.2). Vysoce likvidní peníze (M1) byly jedinou složkou přispívající k růstu M2. Záporný příspěvek ostatních složek se většinou zmírnil. Pokles krátkodobých termínovaných vkladů (zahrnutých v agregátu M2–M1) dále zvolnil zejména v důsledku vývoje podnikových vkladů. Dlouhodobé vklady v podmínkách nízkých úrokových sazeb nadále slabě klesaly.

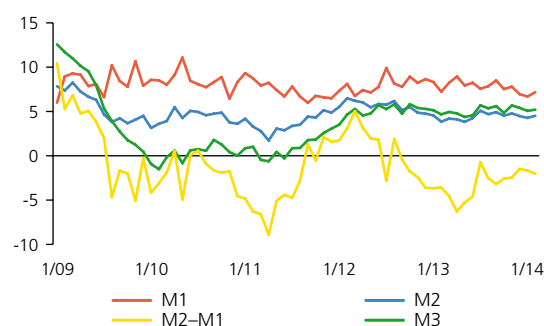
Z hlediska **sektorové struktury vkladů** přispívaly k růstu M2 nejvýrazněji vklady nefinančních podniků a v menší míře i vklady domácností, zatímco růst vkladů finančních neměnových institucí pokračoval ve zpomalování, a to v podmínkách snížené averze k riziku a snahy

<sup>44</sup> Relativně nízký růst M3 v eurozóně (1,3 %) odráží v podmínkách snížené averze k riziku snahu ekonomických subjektů o vyšší zhodnocení svých aktiv například v investičních fondech. Naopak k růstu M3 eurozóny přispívá zájem zahraničních investorů o nákupy cenných papírů eurozóny, což se projevuje zvýšením čistých zahraničních aktiv bank.

GRAF III.5.1

#### PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 a M3 se v průběhu prvního čtvrtletí 2014 celkově výrazněji neměnily (roční míry růstu v %)

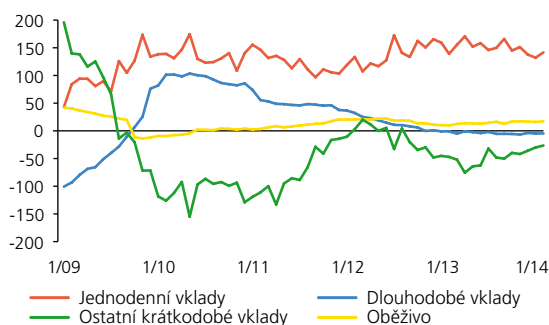


GRAF III.5.2

#### HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

Jednodenní vklady jsou nadále hlavní složkou přispívající k růstu M2

(roční toky v mlrd. Kč)

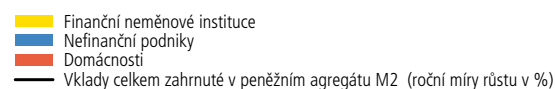
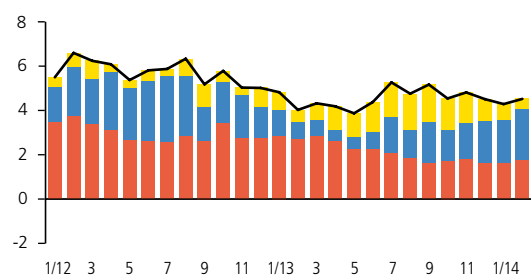


GRAF III.5.3

#### STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

Příspěvek vkladů nefinančních podniků k růstu peněžní zásoby se dále zvýšil

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



TAB. III.5.1

## ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

## Poptávka podniků po úvěrech se dle bank dočasně snížila, úvěrové standardy banky plošněji neměnily

(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 |     |                     |
| <b>Úvěry nefinančním podnikům</b> |                   |                             |     |                     |
| II/13                             | 17 (9)            | -36                         | 3   | 19 (-1)             |
| III/13                            | 0 (20)            | -21                         | 0   | -7 (23)             |
| IV/13                             | -2 (0)            | -20                         | 2   | 27 (-8)             |
| I/14                              | 0 (2)             | 0                           | 20  | -26 (29)            |
| II/14                             | (-16)             |                             |     | (54)                |
| <b>Úvěry na bydlení</b>           |                   |                             |     |                     |
| II/13                             | 4 (-26)           | -43                         | -4  | 67 (17)             |
| III/13                            | -4 (-22)          | -53                         | 20  | 61 (-7)             |
| IV/13                             | 0 (27)            | 22                          | 8   | 11 (6)              |
| I/14                              | -4 (-4)           | -2                          | 36  | -11 (-2)            |
| II/14                             | (4)               |                             |     | (35)                |
| <b>Spotřebitelské úvěry</b>       |                   |                             |     |                     |
| II/13                             | 26 (30)           | 7                           | 7   | 69 (-7)             |
| III/13                            | 0 (0)             | -9                          | 0   | -34 (-15)           |
| IV/13                             | 0 (-7)            | -9                          | -9  | -9 (2)              |
| I/14                              | -18 (16)          | -25                         | -25 | 76 (-28)            |
| II/14                             | (22)              |                             |     | (69)                |

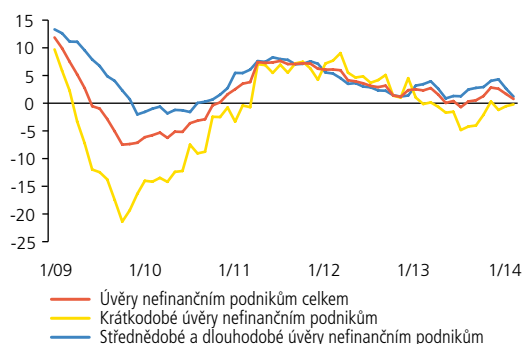
Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky) a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy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

GRAF III.5.4

## ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

## Růst podnikových úvěrů se po zvýšení v závěru loňského roku následně výrazně snížil

(roční míry růstu v %)



o vyšší zhodnocení finančních prostředků (Graf III.5.3). Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků v únoru 2014 zrychlila na 9 %, což korespondovalo se zvýšenou úrovní pohotové likvidity podniků. Dynamika vkladů domácností přetrvávala na úrovni 2,5 %. Podíl cizoměnových rezidentských vkladů na celkových rezidentských vkladech zahrnutých v M2 v důsledku zvýšeného růstu podnikových vkladů mírně vzrostl a v únoru 2014 dosáhl 8,9 % oproti 8,5 % v prosinci 2013.

## III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** v průběhu prvního čtvrtletí 2014 zpomalila a v únoru dosáhla 3 %. Dle šetření úvěrových podmínek bank poklesla poptávka po úvěrech u nefinančních podniků a u úvěrů domácnostem na bydlení. Na straně nabídky se úvěrové standardy při schvalování úvěrů plošněji neměnily (Tab. III.5.1).<sup>45</sup>

U **úvěrů nefinančním podnikům** roční míra růstu po zvýšení v závěru loňského roku následně v průběhu prvního čtvrtletí 2014 značně zpomalila na 0,8 %. Nižší růst byl zaznamenán u úvěrů s delší splatností, krátkodobé úvěry nepatrně poklesly (Graf III.5.4). Z hlediska velikosti podniků se poptávka po úvěrech snížila u menších i velkých podniků. Nepříznivě na poptávku působil dle šetření úvěrových podmínek bank pokles financování zásob a provozního kapitálu a zvýšení emise podnikových dluhopisů. Meziroční dynamika podnikových dluhopisů byla nadále poměrně vysoká (20 %), přestože se v loňském roce zmírnila. Na druhou stranu pokračoval růst poptávky po úvěrech určených k financování fixních investic, i když méně plošně než v závěru roku 2013. Přetrvává poptávka po úvěrech na financování fúzí a akvizic podniků.

**Investiční úvěry**, které v průměru dosahují zhruba 57 % celkového objemu podnikových úvěrů, se po zvýšení ve čtvrtém čtvrtletí 2013 vlivem financování obnoveného růstu fixních investic následně v průběhu prvního čtvrtletí 2014 výrazněji meziročně neměnily. Snížil se příspěvek investičních úvěrů developerům a průmyslu (především zpracovatelskému průmyslu a odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla; Graf III.5.5).

Od druhé poloviny loňského roku se zvyšoval zájem českých podniků o **úvěry v cizí měně**. Roční míra růstu těchto úvěrů očištěná mimo jiné i o kurzové vlivy výrazně zrychlila a v prosinci 2013 dosáhla 18 %. Podíl cizoměnových úvěrů na celkových podnikových úvěrech vzrostl

45 V eurozóně výsledky šetření úvěrových podmínek bank ve čtvrtém čtvrtletí 2013 ukazují na pokračující, byť méně plošné, zpřísnění úvěrových standardů u podnikových úvěrů a na uvolnění standardů u úvěrů domácnostem na bydlení. Mezi hlavními faktory působily náklady financování a rozvahová omezení bank na změnu standardů neutrálně, zvýšená konkurence přispívala k jejich uvolnění a pokles bankami vnímaného rizika ohledně celkové ekonomické aktivity a určitých odvětví k jejich méně plošnému zpřísnění. Poptávka po úvěrech zůstává slabá ve všech segmentech úvěrového trhu s tím, že pro první čtvrtletí 2014 banky očekávaly její zvýšení. Meziroční pokles úvěrů soukromému sektoru se v souladu se současnou fází hospodářského cyklu stabilizoval na úrovni 2 % a odrážel jen pozvolné zlepšování poptávky a nabídky úvěrů (viz *Monthly Bulletin ECB*, April 2014).

na zhruba 21 %. K tomu přispívaly zejména úvěry poskytované developerům, neboť výstavba komerčních realitních projektů je z důvodu stanovování nájmu v eurech obvykle financována právě eurovými úvěry. Pozvolna rostly úvěry v cizí měně i v některých průmyslových odvětvích (především ve zpracovatelském, těžebním a energetickém průmyslu) a v obchodu. Jednalo se o úvěry s delší splatností poskytované v eurech. V průběhu prvního čtvrtletí 2014 se příspěvky uvedených odvětví snížily a roční míra růstu úvěrů v cizí měně zpomalila na 9 % (Graf III.5.6)<sup>46</sup>. I přesto zůstává na zvýšené úrovni zejména v důsledku přirozeného zajišťování podniků při nárůstu exportního financování a obnoveného růstu investiční aktivity.

**Úvěrové standardy** při schvalování podnikových úvěrů se v prvním čtvrtletí 2014 celkově neměnily. Ve směru jejich uvolnění působilo poprvé po dvou letech vnímání poklesu rizik spojených s výhledem určitých odvětví a celkové ekonomické aktivity. Tendence bank k uvolnění úvěrových standardů, a tím ke zlepšení dostupnosti úvěrů, se týká úvěrů poskytovaných všem typům podniků z hlediska jejich velikosti. U podmínek při schvalování úvěrů velkým podnikům navíc klesaly průměrné úrokové marže, banky zmírnily limity na velikost úvěrů a snížily požadavky na zajištění a smluvní doložky (Tab. III.5.2).

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** se v průběhu prvního čtvrtletí 2014 dále slabě zvýšila na 5,3 %. Růst stavu úvěrů domácnostem byl doprovázen zvýšením dynamiky nových obchodů odrážejících též refinancování již existujících úvěrů (Graf III.5.7).

Roční míra růstu **úvěrů na bydlení** se výrazněji neměnila. Dynamika hypoték dosáhla 6,4 % při poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Poptávka domácností po úvěrech na bydlení se podle šetření úvěrových podmínek bank v prvním čtvrtletí 2014 dočasně snížila. To souviselo s legislativními změnami v rámci nového občanského zákoníku a katastrálního zákona, na které banky reagovaly úpravou v nastavení svých postupů. Příznivě na poptávku domácností po úvěrech na bydlení působilo zvyšování spotřebitelské důvěry. Úvěrové standardy banky v prvním čtvrtletí plošněji neměnily. Ve druhém čtvrtletí 2014 banky očekávají růst poptávky po úvěrech na bydlení, který však bude nadále z části tažen refinancováním již existujících úvěrů. Stabilizované ceny bytů a vyšší dostupnost hypoték vytvářejí prostor pro investování do nemovitostí, i když výraznější oživení trhu s nemovitostmi lze očekávat v souvislosti s vývojem na trhu práce teprve v roce 2015.

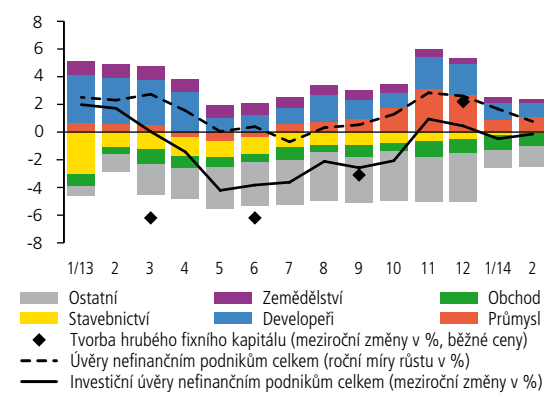
Dle údajů Hypoindexu za březen 2014 se **počet a objem nových hypoték** při dalším snížení úrokových sazeb z nových hypoték meziročně zvýšil o 15,9 %, resp. 14,4 %. K uvedenému vývoji přispívaly nové hypotéky na koupi a výstavbu nemovitostí (Graf III.5.8).

<sup>46</sup> Jak je patrné z Grafu III.5.6, v posledním období byl zaznamenán rovněž nárůst eurových úvěrů s delší splatností poskytovaných nerezidentským nefinančním podnikům, a to zejména v odvětví těžebního průmyslu, energetiky, telekomunikací a obchodu.

GRAF III.5.5

### ÚVĚRY PODNIKŮM URČENÉ K FINANCOVÁNÍ FIXNÍCH INVESTIC

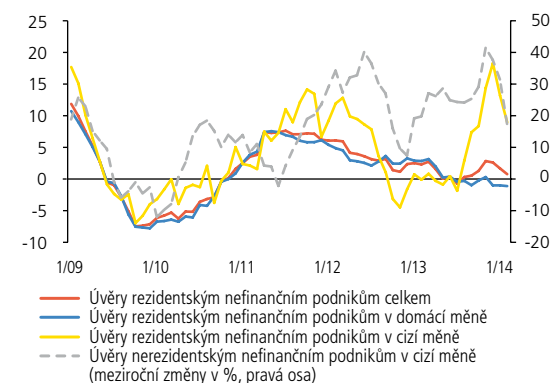
Růst investičních úvěrů z konce roku 2013 zatím nepokračuje  
(příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



GRAF III.5.6

### MĚNOVÁ STRUKTURA PODNIKOVÝCH ÚVĚRŮ

Roční míra růstu úvěrů v cizí měně se v posledním čtvrtletí 2013 výrazně zvýšila  
(roční míry růstu očištěné o kurzové vlivy v %, meziroční změny v %)



TAB. III.5.2

### PODMÍNKY ÚVĚRŮ PODNIKŮM PODLE JEJICH VELIKOSTI

Tendence bank ke zlepšování dostupnosti úvěrů je patrná u velkých i u malých a středních podniků  
(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, záporná hodnota = uvolnění)

|                              | Čtvrtletní průměry |      | 1.čtvrtletí 2014 | 2.čtvrtletí 2014 <sup>a)</sup> |
|------------------------------|--------------------|------|------------------|--------------------------------|
|                              | 2012               | 2013 |                  |                                |
| Úvěrové standardy            |                    |      |                  |                                |
| Malé a střední podniky       | 13                 | 4    | 0                | (-17)                          |
| Velké podniky                | 22                 | 0    | 0                | (-16)                          |
| Průměrná úroková marže úvěrů |                    |      |                  |                                |
| Malé a střední podniky       | -1                 | -16  | 0                |                                |
| Velké podniky                | 18                 | -8   | -18              |                                |
| Velikost úvěrů               |                    |      |                  |                                |
| Malé a střední podniky       | 13                 | 3    | 0                |                                |
| Velké podniky                | 29                 | 10   | -4               |                                |
| Požadavek na zajištění úvěrů |                    |      |                  |                                |
| Malé a střední podniky       | 26                 | 9    | 9                |                                |
| Velké podniky                | 25                 | 1    | -8               |                                |

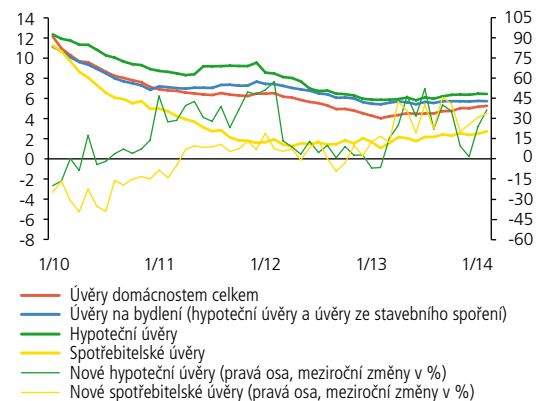
a) V závorkách je uvedeno očekávání bank zaznamenané v prvním čtvrtletí 2014. Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky) a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

GRAF III.5.7

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Roční míra růstu úvěrů domácnostem se dále mírně zvýšila

(roční míry růstu, meziroční změny v %)



Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** u bank se dále pozvolna zvyšovala a v únoru 2014 dosáhla 2,7 %. Naopak spotřebitelské úvěry čerpané domácnostmi od nebankovních institucí meziročně klesaly o 1,3 %. Dynamika nových spotřebitelských úvěrů poskytovaných bankami se rovněž zvýšila (Graf III.5.7). Poptávka po spotřebitelských úvěrech vzrostla u významné části bankovního trhu (76 % čistého procentního podílu) částečně vlivem konsolidace již existujících úvěrů doprovázené též jejich navýšením. Příznivě na poptávku působilo zvyšování spotřebitelské důvěry a vyšší financování výdajů domácností na zboží dlouhodobé spotřeby, což koresponduje s oživením spotřebitelské poptávky. Dostupnost spotřebitelských úvěrů se zvýšila v důsledku uvolnění úvěrových standardů bank při schvalování těchto úvěrů a u podmínek prostřednictvím poklesu průměrných úrokových marží bank. Ve druhém čtvrtletí 2014 banky očekávají další růst poptávky v tomto segmentu úvěrového trhu.

**Celková zadluženost domácností** v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále zvýšila na 61,5 %. To odráželo pokles disponibilního důchodu při zpomalení tempa růstu zadluženosti domácností. Obdobný poměr v eurozóně přetrvává na zřetelně vyšší úrovni (98,5 %), i když aktuálně pozvolna klesá. Rostl zejména poměr zadluženosti českých domácností k příjmům u bank, zatímco u zadluženosti vůči nebankovním institucím tento poměr dlouhodobě pozvolna klesá. Úrokové zatížení českých domácností se v čistém vyjádření snížilo na 1,8 % disponibilního příjmu. V tom se projevoval pokles úrokových plateb bankám při jen mírném snížení přijatých úroků z vkladových účtů (Graf III.5.9).

## III.5.3 Úrokové sazby

## Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB v prvním čtvrtletí 2014 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Ta předpokládala stabilitu tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni a setrvání kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR po dobu potřebného uvolnění měnových podmínek, tj. do počátku roku 2015. Bankovní rada na únorovém jednání jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** na stávající úrovni, tj. na technické nule<sup>47</sup> (Graf III.5.10). Bankovní rada také rozhodla nadále používat **devizový kurz jako další nástroj** uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR, a to přinejmenším do začátku roku 2015. Na březnovém zasedání pak bankovní rada rovněž ponechala jednomyslně základní úrokové sazby beze změny; současně potvrdila výše uvedené kurzové závazek.

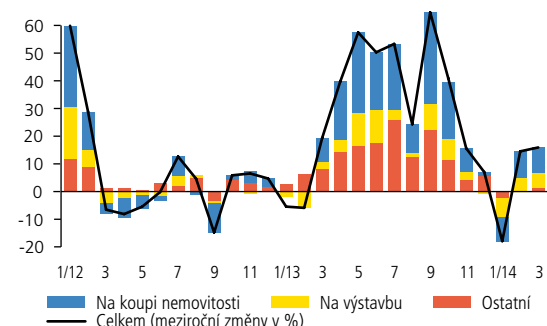
47 S účinností od 2. listopadu 2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.

GRAF III.5.8

## STRUKTURA POČTU NOVÝCH HYPOTÉK

Počet nových hypoték na koupi nemovitostí v únoru a březnu 2014 vzrostl

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

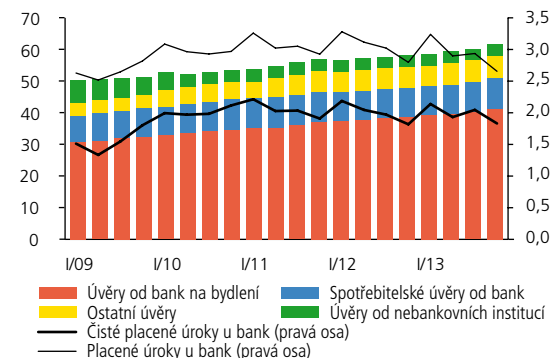


GRAF III.5.9

## ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

Zadluženost domácností ve vztahu k příjmům stále 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.

Na svém měnověpolitickém zasedání 7. května 2014 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, tj. na technické nule. Bankovní rada ČNB také rozhodla nadále **používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek** a potvrdila závazek ČNB intervenovat v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Charakter tohoto kurzového závazku se přitom nemění. Bankovní rada vyhodnotila rizika nové prognózy jako mírně protiinflační. Hladinu kurzového závazku 27 CZK/EUR bankovní rada nadále považuje za vhodně zvolenou a předpokládá udržování kurzu poblíž této hladiny přinejmenším do začátku roku 2015. Bankovní rada v debatě o nové prognóze konstatovala, že se zvyšuje pravděpodobnost pozdějšího opuštění kurzového závazku. Současně dospěla bankovní rada k závěru, že domácí úrokové sazby nemusí v roce 2015 růst tak rychlým tempem, jak naznačuje prognóza.

### Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby **PRIBOR** se v prvním čtvrtletí 2014 nadále udržovaly na historicky nejnižších hodnotách ve všech splatnostech. Odrážely tak nastavení základních sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni (Graf III.5.11). Derivátové tříměsíční sazby **FRA** pro bližší časový horizont (3\*6) od začátku roku zhruba stagnovaly, sazby pro vzdálenější období (6\*9, 9\*12) se zvýšily cca o 0,1 procentního bodu, pravděpodobně v reakci na příznivé údaje potvrzující oživení tuzemské ekonomiky. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce dubna implikuje jen zanedbatelný nárůst sazeb 3M PRIBOR na konci letošního roku. To zhruba odpovídá převažujícímu očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě minimálně do začátku roku 2015 při zachování aktuální výše prémie na peněžním trhu. Do konce letošního roku se tržní výhled pohybuje v těsné blízkosti trajektorie sazeb z nové prognózy ČNB (viz kapitola II).

Domácí **úrokové sazby s delší splatností** se od počátku letošního roku téměř nezměnily (do splatnosti 2R) nebo se mírně snížily (od splatnosti 3R dále). Do výnosů dluhopisů se v podmínkách téměř nulové inflace promítl zvýšený zájem zahraničních investorů o tuzemská aktiva po oslabení koruny. Tuzemské sazby IRS a výnosy dluhopisů se vyvíjely podobně jako dlouhodobé sazby v eurozóně, na které mělo vliv několik faktorů: smíšené vyznění zveřejněných makroekonomických ukazatelů, možnost dalšího uvolnění měnové politiky ECB v souvislosti s nízkou inflací v eurozóně a vývoj na Ukrajině. V USA se dlouhodobé sazby celkově příliš nezměnily, neboť byly ovlivněny rychlejším oživením ekonomiky ve srovnání s eurozónou a také probíhajícím utlumováním programu kvantitativního uvolňování a s tím související komunikací Fedu.

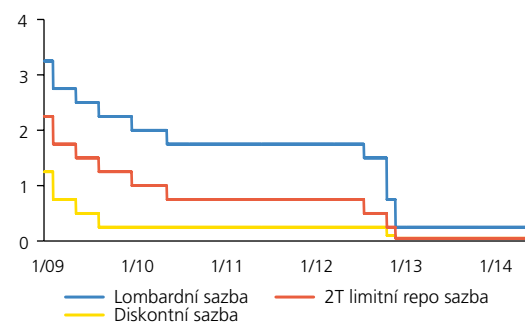
Průměrná **sazba 3M PRIBOR** za první čtvrtletí 2014 dosáhla 0,4 %, tj. byla v souladu s hodnotou předpovídanou minulou prognózou. Kreditní prémie na peněžním trhu měřená rozpětím 3M PRIBOR–2T repo sazba se po zvýšení volné likvidity vlivem devizových intervencí v listopadu 2013 pohybuje těsně nad 0,3 procentního bodu.

GRAF III.5.10

### ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB v prvním čtvrtletí 2014 ponechala své základní úrokové sazby na "technicky nulové" úrovni

(v %)

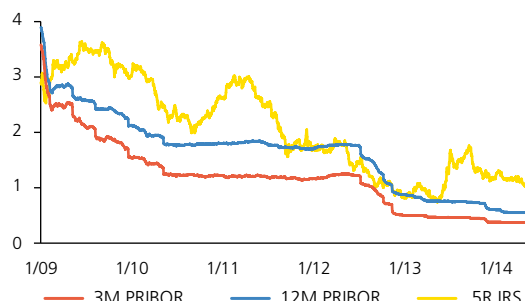


GRAF III.5.11

### TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu na začátku letošního roku stagnovaly na historicky nejnižších hodnotách

(v %)

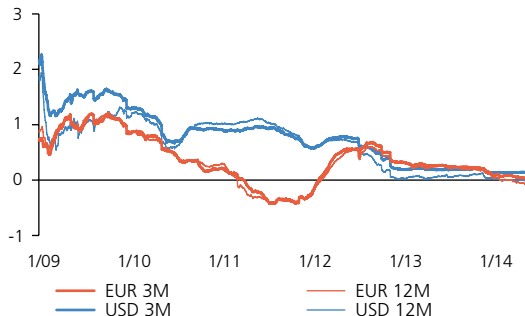


GRAF III.5.12

### ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru se pohybovaly poblíž nuly

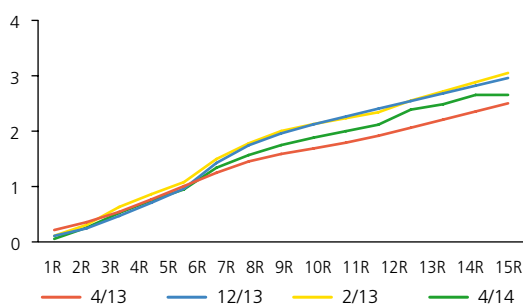
(v procentních bodech)



GRAF III.5.13

## VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

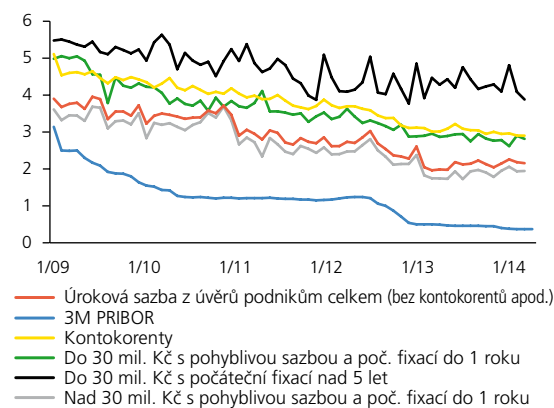
Výnosová křivka státních dluhopisů lehce zmírnila svůj kladný sklon  
(v %)



GRAF III.5.14

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ PODNIKŮM

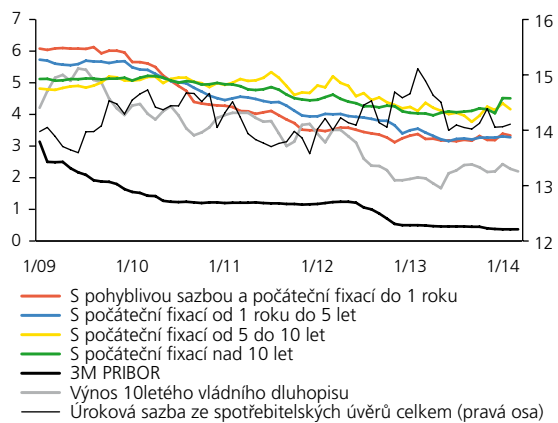
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům se v průběhu prvního čtvrtletí 2014 slabě snížily  
(nové obchody, v %)



GRAF III.5.15

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ DOMÁCNOSTEM

Úrokové sazby z úvěrů domácnostem na bydlení s kratšími fixacemi stagnovaly  
(nové obchody, v %)



**Výnosová křivka PRIBOR** v prvním čtvrtletí 2014 nezměnila svůj tvar a kladný sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR dosahovalo v březnu 2014 v průměru 0,4 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu prvního čtvrtletí 2014 posunovala na nižší hladinu, ovšem jen na delším konci, takže se mírně snížil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v březnu 0,8 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1,5 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK–EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely jen nevýrazné změny sazeb na tuzemském i zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se pohybovaly v blízkosti nulových hodnot (Graf III.5.12). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR v prvním čtvrtletí 2014 činil průměrně 0,1 procentního bodu, na konci dubna 2014 dosahoval nulové hodnoty.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku letošního roku uskutečnilo šestnáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem a jedna aukce dluhopisu s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 90,9 mld. Kč<sup>48</sup>. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 2,1. Státní dluhopisy byly nadále upisovány s velmi nízkými výnosy poblíž jejich historických minim. Výnosová křivka státních dluhopisů se – podobně jako křivka IRS – posunula lehce níže ve střední a delší části křivky. Tím se mírně snížil její kladný sklon (Graf III.5.13).

## Klientské úrokové sazby

**Klientské úrokové sazby z nových úvěrů** se obdobně jako sazby finančního trhu v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2014 většinou výrazněji neměnily či mírně klesaly. Ex ante klientské reálné úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů poklesly vlivem lednového nárůstu inflace očekávané analytiky finančního trhu v ročním horizontu, a to ve všech segmentech úvěrového trhu.

**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** v nominálním vyjádření se v únoru 2014 lehce snížila na 2,2 %, přičemž zhruba na této úrovni se pohybuje již rok. Snížily se sazby s krátkodobou i dlouhodobou fixací (Graf III.5.14). Úroková sazba z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč nepatrně poklesla na 2 % a sazba z malých úvěrů na 3,1 %. Rozpětí mezi uvedenými sazbami přetrvává lehce nad svým dlouhodobě klesajícím trendem a dosahuje 1,1 procentního bodu. Spread mezi krátkodobou sazbou z podnikových úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se v únoru mírně snížil (Graf III.5.16). V eurozóně sazby z podnikových úvěrů na počátku letošního roku rovněž slabě klesaly a zůstávají vyšší (v průměru 2,7 %) oproti sazbám v ČR.

48 Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2014 předpokládá emise v rozsahu 119,2 až 280,1 mld. Kč.

U domácích **úroková sazba z úvěrů na bydlení** přetrvávala v únoru 2014 na úrovni 3,4 % (u hypoték 3,2 %). Sazba z úvěrů s fixací od jednoho roku do pěti let, které představují zhruba 77 % všech úvěrů na bydlení, dosáhla 3,3 % (Graf III.5.15). Obdobně se vyvíjela i pohyblivá a fixní sazba do jednoho roku. Naopak sazby s fixací nad pět let se lehce snížily, a to zřejmě vlivem poklesu dlouhodobých úrokových sazeb finančního trhu. Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou v průběhu prvního čtvrtletí 2014 lehce vzrostlo (Graf III.5.16). Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu se výrazněji neměnilo. Dle Hypoindexu se v březnu 2014 úroková sazba z nových hypoték snížila a dosáhla svého nového historického minima. Další pokles úrokových sazeb z hypoték avizovaly některé banky v rámci svých jarních akčních nabídek i v dubnu 2014. V eurozóně úroková sazba z úvěrů na bydlení v únoru zůstala na úrovni 3 %.

**Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** po značném snížení v závěru loňského roku zejména v důsledku poklesu sazby s krátkodobou fixací následně přetrvávala na úrovni 14,1 % (Graf III.5.15). Naopak sazba RPSN vzrostla na 15,1 %. Úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů se snížila na 14,3 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet dosáhla 24,2 %. V eurozóně sazba ze spotřebitelských úvěrů přetrvávala v průměru na výrazně nižší úrovni (6,6 %) než v ČR s tím, že sazba s krátkodobou fixací na rozdíl od ČR postupně roste.

**Úrokové sazby z vkladů domácností a podniků** se ve sledovaném období výrazněji neměnily s výjimkou sazby z některých termínovaných vkladů, která dále rostla. Úroková sazba z jednodenních vkladů dosáhla u domácností 0,4 % a u nefinančních podniků 0,2 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců zahrnující relativně vysoce úročené vklady ze stavebního spoření zůstala na úrovni 2 %. Naopak krátkodobá i dlouhodobá sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností vzrostla na 1,8 %, resp. na 2,6 %, což bylo doprovázeno zvýšením objemu těchto vkladů (Graf III.5.17). V eurozóně obdobné sazby klesaly a v únoru dosáhly 1,6 %, resp. 1,9 % (u vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců činily cca 1 %).

**Reálné klientské úrokové sazby**<sup>49</sup> se v prvním čtvrtletí 2014 snížily v důsledku vyšší očekávané inflace, zatímco nominální sazby neznamenaly významné změny. Reálné sazby z nových úvěrů v únoru dosáhly 3,9 %, přičemž reálná úroková sazba z podnikových úvěrů byla prakticky nulová. Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů činily -0,5 % (Graf III.5.18).

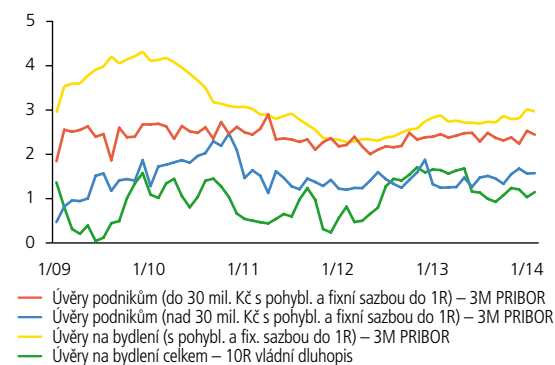
49 Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.16

## ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rozpětí mezi klientскими a tržními sazbami se výrazněji neměnila

(v procentních bodech)

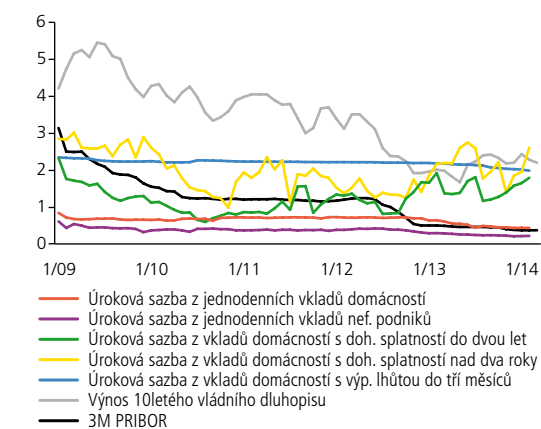


GRAF III.5.17

## ÚROKOVÉ SAZBY Z VKLADŮ

Úrokové sazby z termínovaných vkladů domácností s dohodnutou splatností vzrostly

(v %)

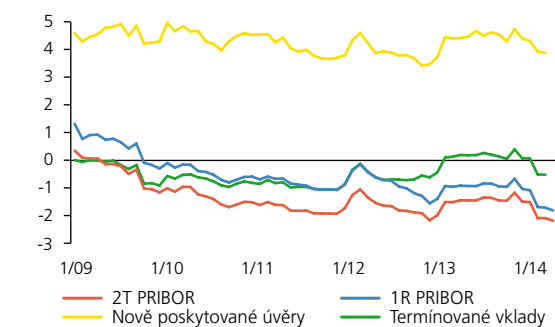


GRAF III.5.18

## EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

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

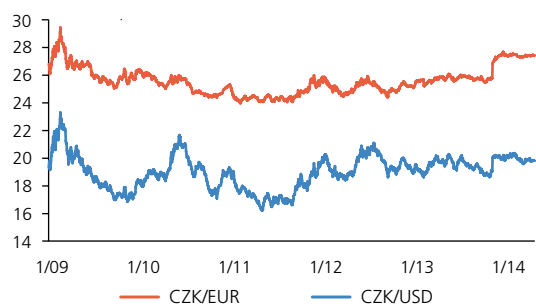
(v %)



GRAF III.5.19

## MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

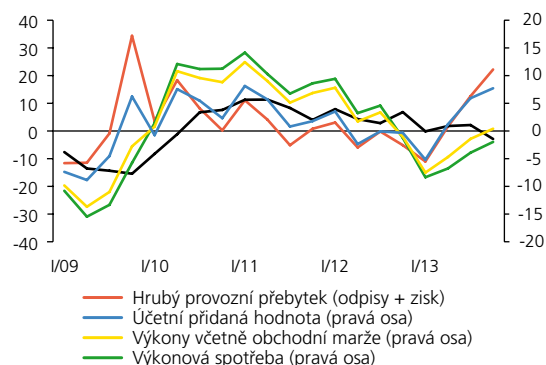
Kurz koruny vůči euru i dolaru byl v průběhu prvního čtvrtletí 2014 stabilní, meziročně i mezičtvrtletně však oslabil



GRAF III.5.20

## ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 byl zaznamenán růst hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)



TAB. III.5.3

## UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Materiálová i mzdová náročnost výkonů se snížila

|   | 4. čtvrtletí 2012 | 4. čtvrtletí 2013 | Meziroční změny v %           |
|---|-------------------|-------------------|-------------------------------|
| Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) <sup>a)</sup>       | 1 469,5           | 1 475,5           | 0,4                           |
| Osobní náklady (mld. Kč)                                | 221,4             | 218,2             | -1,4                          |
| Výkonová spotřeba (mld. Kč)                             | 1 108,2           | 1 086,3           | -2,0                          |
| Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)                        | 361,3             | 389,2             | 7,7                           |
| Tržby (mld. Kč)   | 1 953,7           | 1 973,8           | 1,0                           |
|   | <b>v %</b>        | <b>v %</b>        | <b>Meziroční změny v p.b.</b> |
| Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě <sup>a)</sup> | 61,3              | 56,1              | -5,2                          |
| Podíl výkonové spotřeby na výkonech <sup>a)</sup>       | 75,4              | 73,6              | -1,8                          |
| Podíl osobních nákladů na výkonech <sup>a)</sup>        | 15,1              | 14,8              | -0,3                          |
| Podíl přidané hodnoty na výkonech <sup>a)</sup>         | 24,6              | 26,4              | 1,8                           |

a) propočít ČNB

## III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl v prvním čtvrtletí 2014 hodnoty 27,4 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 7,3 % a mezičtvrtletní oslabení o 2,9 % (Graf III.5.19). Koruna se pohybovala v úzkém rozpětí 27,3–27,6 CZK/EUR, přičemž od poloviny února se stabilně nacházela již jen v těsné blízkosti hodnoty 27,4 CZK/EUR. Prognóza kurzu koruny vůči euru předpokládá na druhé čtvrtletí 2014 hodnotu 27,3 CZK/EUR. V průběhu prvních dvou dubnových dekád přitom byla průměrná hodnota koruny oproti prognóze lehce slabší (o 0,3 %).

Klíčovým faktorem ovlivňujícím vývoj kurzu v dosavadním průběhu letošního roku byl nadále **závazek ČNB** bránit posílení koruny výrazněji pod hodnotu 27 CZK/EUR. Vývoj kurzu ve sledovaném období byl přitom v souladu s asymetrickou povahou tohoto kurzového závazku a nevyžadoval faktické intervence ČNB na devizových trzích. Na světových finančních trzích byl v prvním čtvrtletí 2014 patrný relativně klidný vývoj. Z tohoto vývoje se vymykalo především výrazné oslabení ruského rublu.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** v prvním čtvrtletí 2014 činil 20,0 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 3,4 % (a mezičtvrtletní oslabení o 2,3 %). V průběhu čtvrtletí se koruna vůči dolaru pohybovala v intervalu 19,6 až 20,4 CZK/USD, přičemž v první polovině tohoto období se nacházela v horní části uvedeného intervalu a ve druhé polovině v jeho spodní části. Ve druhé dubnové dekádě byl kurz koruny vůči dolaru na úrovni cca 19,8 CZK/USD.

## III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Vývoj výsledků finančního hospodaření **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**<sup>50</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2013 odrážel probíhající oživení ekonomické aktivity. Výkony a tržby obnovily svůj meziroční růst po poklesu v předchozím čtvrtletí (na 0,4 %, resp. 1 %). Při klesající výkonové spotřebě došlo k dalšímu zrychlení meziročního růstu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.20). Také hrubý provozní přebytek se meziročně výrazně zvýšil, k čemuž přispěly i klesající osobní náklady ve čtvrtém čtvrtletí 2013.

Při souběhu klesající výkonové spotřeby a rostoucích výkonů se **materiálová náročnost výkonů**<sup>51</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále meziročně snížila (o 1,8 procentního bodu; Tab. III.5.3). V pozadí snižující se materiálové náročnosti výkonů byl především prudký pokles výkonové spotřeby v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu, který dosáhl téměř 30 %. Významnější pokles výkonové spotřeby byl zaznamenán také u činností v oblasti nemovitostí.

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

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



Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se meziročně snížila i **mzdová náročnost výkonů**<sup>52</sup> (o 0,3 procentního bodu; Tab. III.5.3), která v předchozích třech čtvrtletích roku 2013 meziročně rostla. Za touto změnou stál především meziroční pokles osobních nákladů ve mzdové složce, které se meziročně snížily o 2,8 %. Přitom pokles počtu zaměstnanců byl jen nevýrazný.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)<sup>53</sup> ukazují ve čtvrtém čtvrtletí 2013 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků, avšak výkony nadále meziročně klesaly.

### III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

**Finanční závazky nefinančních podniků** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziročně slabě vzrostly (Graf III.5.21). K tomu přispěly zejména emitované dluhové cenné papíry, účasti mimo kótované akcie a v menší míře i úvěry. Naopak záporný příspěvek zaznamenaly kótované akcie, a to vlivem přecenění. Na straně **aktiv nefinančních podniků** ve čtvrtém čtvrtletí rostl – podobně jako v předchozích čtvrtletích – zejména objem účastí i hotovosti a vkladů. K růstu finančních aktiv přispěly také ostatní pohledávky. Celková záporná čistá finanční pozice nefinančních podniků se zmírnila na -81 % HDP, když při jen slabě rostoucích závazcích rostla výrazněji finanční aktiva. Průměrný růst čistých finančních aktiv nefinančních podniků v roce 2013 činil přibližně 4 %, a pozvolna tak dochází ke zlepšování finanční pozice podniků.

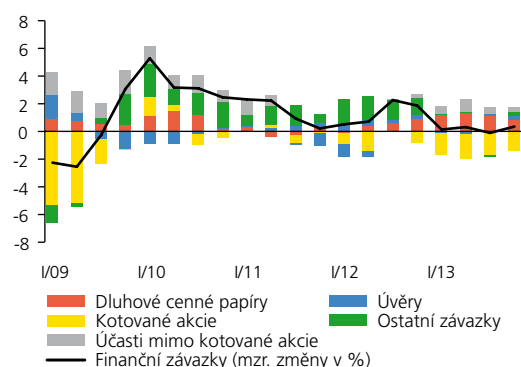
Základní **tendence ve vývoji rozvah** nefinančních podniků se odrážejí ve finančních ukazatelích; pohotová likvidita podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2013 v meziročním vyjádření mírně zvolnila svůj dosud výrazný růst. Poměrový ukazatel tržního financování mírně poklesl. Solventnost podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2013 opět vzrostla.

Domácnosti jsou čistými věřiteli v národním hospodářství. Jejich čistá finanční pozice v posledních třech letech mírně roste a v průběhu roku 2013 kolísala kolem úrovně 70 % HDP. **Čistá finanční aktiva domácností** rostla ve čtvrtém – stejně jako ve třetím – čtvrtletí meziročním tempem 4,5 % (Graf III.5.22). Nejvíce k růstu finančních aktiv přispěly oběživo a vklady, jejichž příspěvek k dynamice finančních aktiv však dlouhodobě pozvolna klesá. Dluhové cenné papíry, pojistné technické rezervy a účasti si zachovaly obdobnou dynamiku růstu jako v předchozím čtvrtletí. Vývoj meziroční změny dluhových cenných papírů držených domácnostmi ovlivnila transakce související s tzv. Vánoční emisí spořicíh dluhopisů<sup>54</sup>. Meziroční růst **finančních**

GRAF III.5.21

#### FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

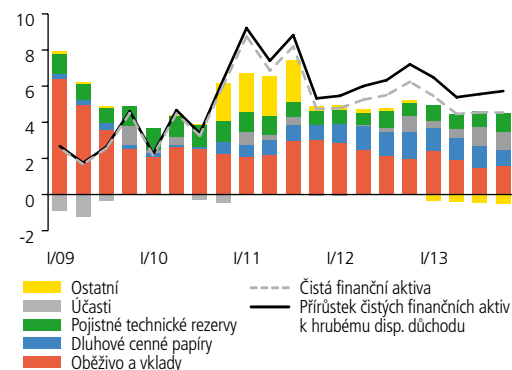
Finanční závazky podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2013 slabě vzrostly (meziroční růst v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.5.22

#### STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

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



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

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

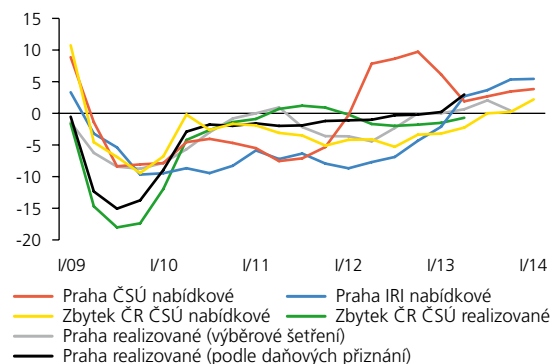
54 Celkový objem prodaných dluhopisů činil ve Vánoční emisí 21,3 mld. Kč, přičemž část emise byla prodána jiným subjektům než domácnostem, např. občanským sdružením, nadacím, obcím, krajům apod.

GRAF III.5.23

## REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

V prvním čtvrtletí 2014 pokračovalo oživení nabídkových cen bytů z konce roku 2013

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



**závazků domácností** činil 3 %. K tomu nadále dominantně (necelými 4 procentními body) přispívaly dlouhodobé půjčky. Meziroční přírůstek čistých finančních aktiv domácností dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2013 hodnoty 5,7 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností.

## III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Na počátku roku 2014 dále zrychlil růst **nabídkových cen starších bytů** z konce roku 2013. Vyplývá to jak z meziročního vývoje nabídkových cen v Praze dle údajů ČSÚ v prvním čtvrtletí 2014 (zrychlení růstu z 3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013 na 3,8 %; Graf III.5.23), tak nově i z růstu cen za ČR mimo Prahu (zrychlení z 0,2 % na 2,2 %). Na rozdíl od oživení nabídkových cen ČSÚ v roce 2012 aktuální oživení nabídkových cen potvrzují i alternativní datové zdroje jako je Institut regionálních informací, podle kterého činil růst těchto cen v Praze 5,4 % a mimo Prahu v průměru 1,1 %. Vývoj nabídkových cen mimo Prahu byl přitom značně různorodý pro jednotlivé regiony.<sup>55</sup>

U **realizovaných cen bytů z výběrového šetření** ČSÚ byly revidovány dřívější údaje za třetí čtvrtletí 2013, když se meziroční růst cen starších bytů za Prahu zvýšil o 0,8 procentního bodu na 2 % a meziroční pokles u starších bytů v ČR mimo Prahu se zmírnil o 0,4 procentního bodu na -4,1 %. Dále byly publikovány nové údaje za čtvrté čtvrtletí 2013, které indikují nižší růsty realizovaných cen bytů oproti nabídkovým cenám. V Praze u starších bytů meziroční růst realizovaných cen zpomalil na 0,4 %, ceny nových bytů v Praze a starších bytů ve zbytku ČR pak klesaly o -0,8 %, resp. -3 %. Za ČR celkem pak realizované ceny z výběrového šetření ČSÚ klesaly o 2,1 %, což je o něco hlubší pokles, než ukazuje alternativní HB index s poklesem o 0,2 %. V souhrnu nabídkové i realizované ceny z výběrových šetření potvrdily mírné ožívání trhu nemovitostí z konce roku 2013, ke kterému dochází po čtyřech letech jejich poklesu. Toto oživení je však výrazně diferencované podle regionů a vzhledem k revizím minulých dat a ne zcela shodným signálům z různých datových zdrojů je zatím jeho robustnost předmětem nejistoty.

Nejistota spojená s výše uvedeným oživením trhu nemovitostí souvisí také s pokračujícím poklesem **počtu transakcí na nemovitostním trhu**, když v roce 2013 poklesl počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva pro domy a byty o 6,9 %.<sup>56</sup> I v počtu transakcí přitom existuje významná regionální diferenciaci, když za ČR bez Prahy poklesl v roce 2013 počet řízení o vkladu vlastnického práva o 10,4 %, zatímco v Praze se zvýšil o 2,5 %. Meziroční zvýšení počtu transakcí

<sup>55</sup> Zatímco v Brně, Hradci Králové a Českých Budějovicích byl růst cen srovnatelný s Prahou (4,5–5,5 %), ve Zlíně a v Ústí nad Labem ceny pokračovaly v poklesu (-4,4 %, resp. -6,0 %).

<sup>56</sup> Zdrojem je ČÚZK.

v Praze je v souladu s oživením prodeje nových bytů z developerských projektů. Po roce 2013, ve kterém počty prodeje nových bytů rostly meziročně o 24,9 %, pokračoval růst i v prvním čtvrtletí 2014 (meziročně o 11,2 %).<sup>57</sup>

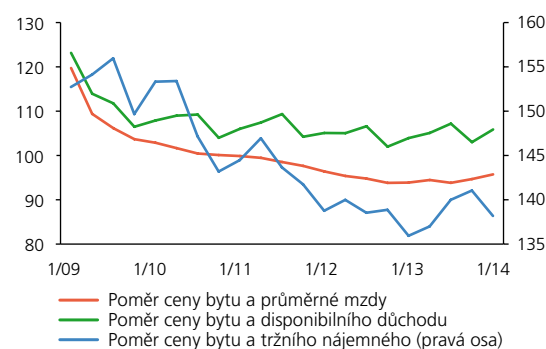
Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí v prvním čtvrtletí 2014 převážně rostly především v souvislosti s růstem nabídkových cen bytů (Graf III.5.24). **Poměr ceny bytu a průměrné mzdy** vzrostl mezičtvrtletně o 1,1 %, **poměr ceny bytu a disponibilního důchodu domácností** pak o 2,8 %. Oproti svým minimálním hodnotám z předchozích let jsou oba indexy vyšší o 2 %, resp. o 3,8 %. Nárůst obou indexů sice znamená mírné snížení dostupnosti bydlení<sup>58</sup>, vzhledem k poklesům indexů v minulých letech a nízké úrovni úroků z úvěrů na bydlení však není příliš významný. **Poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) dle IRI mezičtvrtletně poklesl o 2 %, stále se však pohybuje o 1,6 % nad svojí minimální hodnotou z počátku roku 2013.

Všechny tři ukazatele udržitelnosti cen se přes svůj nárůst v roce 2013 v porovnání se svými dlouhodobějšími průměry pohybují na poměrně nízkých hodnotách, což indikuje **podhodnocení cen nemovitostí**. Alternativní odhady udržitelnosti cen nemovitostí, které jsou založeny na vyhodnocení jejich souladu s dynamikou determinant cen bytů, však signalizují, že jsou ceny bytů zhruba v rovnováze. Je to dáno tím, že pozorované oživení cen bytů nebylo v roce 2013 v souladu s vývojem těchto fundamentálních faktorů, které se spíše zhoršovaly. **Do budoucna** bude v souvislosti s postupným oživováním domácí ekonomické aktivity zřejmě pokračovat pomalé oživování cen nemovitostí. To však bude i nadále diferencované podle jednotlivých regionů, a to nejen mezi Prahou a zbytkem ČR, ale i mezi mimopražskými regiony navzájem.

GRAF III.5.24

## UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí rostly s výjimkou poměru ceny bytu a tržního nájemného (průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



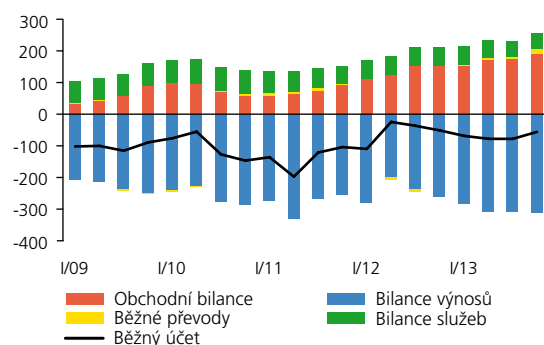
57 Zdrojem údajů je developerská společnost Ekospol, údaje jsou však shodné s údaji ostatních developerských společností (Skanska Reality a Trigema), když se zmínění developeři dohodli na uvádění jednotných čísel z developerského trhu.

58 Průměrná domácnost musí na byt vydělávat o něco delší dobu.

GRAF III.6.1

## BĚŽNÝ ÚČET

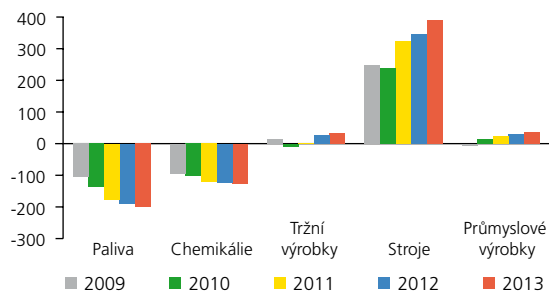
Roční klouzávký schodek běžného účtu se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 snížil především vlivem růstu přebytku obchodní bilance (roční klouzávké úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

## OBCHODNÍ BILANCE

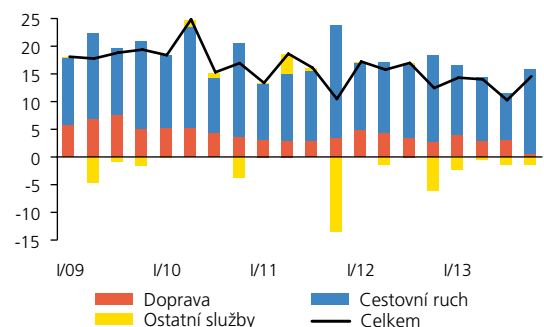
Meziroční změna obchodní bilance byla v roce 2013 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku strojů (roční kumulace v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)



GRAF III.6.3

## BILANCE SLUŽEB

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



## III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj běžného účtu platební bilance byl v roce 2013 charakteristický vysoký přebytek výkonové bilance, který souvisel s rostoucím přebytkem obchodní bilance. Jeho dopad do běžného účtu byl však převážen tradičně hlubokým schodkem bilance výnosů, spojeným zejména s výnosy z přímých investic připadajícími nerezidentům. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyššího přebytku portfoliové investice, především vlivem nákupu tuzemských dluhových cenných papírů zahraničními investory, a dále pak ostatní investice, jež zaznamenaly výraznou změnu ve svém vývoji v závěru roku zejména v souvislosti s devizovými intervencemi na oslabení koruny.

## III.6.1 Běžný účet

V roce 2013 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 56 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo prohloubení o necelých 5 mld. Kč. Mírné zvýšení celkového schodku bylo spojeno zejména s vývojem bilance výnosů. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2013 se roční klouzávký schodek běžného účtu zmírnil o více než 22 mld. Kč (Graf III.6.1) a v poměru k HDP klesl na 1,4 %.

Přebytek **obchodní bilance** se v roce 2013 meziročně dále zvýšil o více než 39 mld. Kč na 188 mld. Kč. K růstu přebytku přispěl cenový vliv spojený s kladnou meziroční změnou směnných relací, který byl velmi mírně korigován vývojem v reálném vyjádření. Oživení vnější poptávky se od druhého čtvrtletí projevilo v obnoveném reálném růstu vývozu zboží, jehož nominální meziroční tempo za celý rok 2013 přesáhlo 2 %. Dovoz zboží se vlivem poklesu v prvním pololetí celoročně nominálně zvýšil jen o necelé 1 %. K reálnému růstu dovozu přispěl obnovený růst celkové domácí poptávky a zrychlení dynamiky stabilně vysoce dovozně náročného vývozu zejména v závěru roku. Nárůst nominálního obrátu zahraničního obchodu byl současně – především ve čtvrtém čtvrtletí – podporován meziročním oslabováním kurzu koruny vůči euru. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku nejvýrazněji přispěl meziroční růst přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V opačném směru působilo zejména prohloubení schodku nerostných paliv. V průběhu prvního čtvrtletí 2014 meziroční zvyšování obchodního přebytku dále pokračovalo a za leden až únor přesáhlo 12 mld. Kč.

V roce 2013 dosáhl přebytek **bilance služeb** 53 mld. Kč a meziročně se snížil o více než 9 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se podílela zejména dílčí bilance cestovního ruchu a dále bilance dopravy. Jejich přebytky se však meziročně snížily, a to především v důsledku vyšších výdajů rezidentů na soukromé cesty a vyšších výdajů na leteckou a silniční dopravu. Ostatní služby zaznamenaly schodek, který se naopak meziročně mírně snížil. V rámci ostatních služeb přitom nejhlubší schodek zaznamenala položka autorské honoráře a licenční poplatky.

Na rozdíl od přebytkové výkonové bilance skončila **bilance výnosů** schodkem 312,5 mld. Kč, který se v důsledku růstu výdajů a současného poklesu příjmů meziročně prohloubil o téměř 53 mld. Kč. Rozhodující složku celkové bilance nadále představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-305,6 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a v menším rozsahu s předpokládanou hodnotou zisku reinvestovaného v ČR. Také meziroční zvýšení celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno vývojem výnosů z přímých investic. Schodkem skončily i výnosy z portfoliových investic. Výnosy z ostatních investic a náhrady zaměstnancům dosáhly naopak přebytku.

U **běžných převodů** byl za rok 2013 zaznamenán přebytek 15,4 mld. Kč. Saldo běžných převodů se při přechodu ze schodku do přebytku meziročně zvýšilo o téměř 18 mld. Kč. Nejvýznamnější složku představoval přebytek vládních převodů převyšující 34 mld. Kč. Vyplýval především z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a EU, který na běžném účtu dosáhl 36,4 mld. Kč. Rovněž meziroční zvýšení celkového salda běžných převodů bylo spojeno hlavně s vyššími vládními příjmy z rozpočtu EU. Přebytek vládních převodů byl však zhruba z poloviny korigován schodkem převodů ostatních sektorů.

### III.6.2 Kapitálový účet

Vysoký přebytek 74,8 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 23 mld. Kč, zaznamenal v roce 2013 **kapitálový účet**. Celkový přebytek souvisel hlavně s čerpáním příjmů z rozpočtu EU (ve výši 44,5 mld. Kč) a s jednorázovým příjmem, spojeným s výsledkem mezinárodní arbitráže mezi energetickými firmami. Meziroční růst celkového přebytku byl spojen především s tímto jednorázovým příjmem z arbitráže, neboť čerpání prostředků z rozpočtu EU zaznamenávané na kapitálovém účtu se v důsledku velmi vysoké srovnávací základny meziročně snížilo.

### III.6.3 Finanční účet

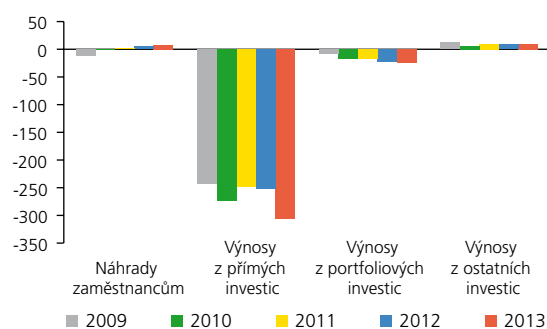
Za rok 2013 zaznamenal **finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) vysoký přebytek 187,9 mld. Kč, související s čistým přílivem v rámci všech čtyř sledovaných dílčích bilancí. Zhruba z poloviny se na něm podílel čistý příliv portfoliových investic a dále pak zejména přebytek ostatních a přímých investic.

**Přímé investice** dosáhly v roce 2013 přebytku 33,2 mld. Kč (Graf III.6.6), který se v důsledku nižšího přílivu investic do ČR a současně i vyššího odlivu investic do zahraničí meziročně snížil o více než 88 mld. Kč. Celkový hrubý příliv dosáhl 97,7 mld. Kč a přispěly k němu předpokládaná hodnota zisku reinvestovaného v ČR (95,3 mld. Kč) a dále investice do základního kapitálu, související zejména s navýšením základního jmění v důsledku jednorázové operace zahraniční energetické firmy. Jejich příspěvek byl však částečně kompenzován

GRAF III.6.4

#### BILANCE VÝNOSŮ

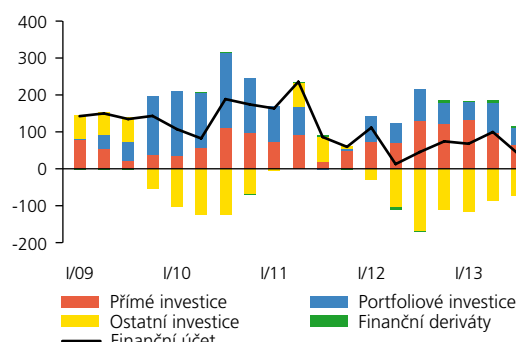
V rámci bilance výnosů došlo v roce 2013 zejména k meziročnímu zvýšení schodku výnosů z přímých investic (roční kumulace v mld. Kč)



GRAF III.6.5

#### FINANČNÍ ÚČET

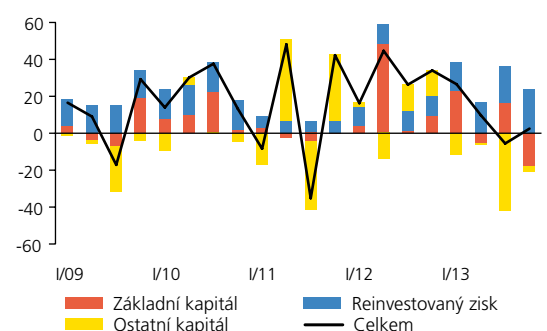
Roční klouzávy přebytek finančního účtu se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 výrazně zvýšil zejména vlivem změny toku ostatních investic (roční klouzávy úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.6

#### PŘÍMÉ INVESTICE

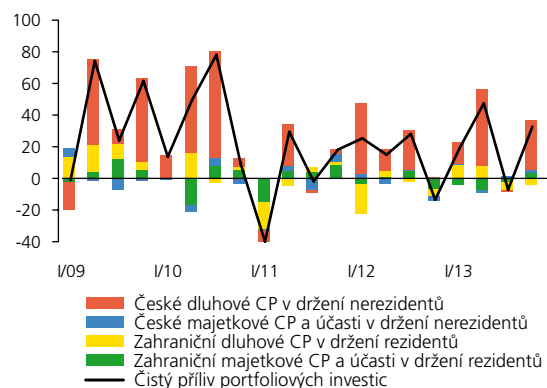
K přebytku přímých investic v roce 2013 nejvýznamněji přispěl reinvestovaný zisk, u ostatního kapitálu byl zaznamenán čistý odliv (v mld. Kč)



GRAF III.6.7

## PORTFOLIOVÉ INVESTICE

V roce 2013 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu zejména vlivem nákupu českých dluhových cenných papírů nerezidenty (v mld. Kč)



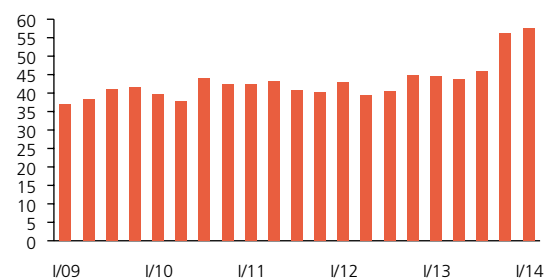
v úvěrových vztazích převahou splátek zahraničním mateřským podnikům tuzemskými dceřinými společnostmi. Meziroční změna v tocích ostatního kapitálu současně i nejvýznamněji přispěla ke zmírnění celkového čistého přílivu přímých investic. České přímé investice v zahraničí byly nejvýrazněji ovlivněny odlivem do základního kapitálu v důsledku významné zahraniční akvizice české firmy a navýšení majetkových účastí.

Nejvyšší čistý příliv v rámci finančního účtu zaznamenaly **portfoliové investice**, a sice ve výši 91,9 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy tuzemských dluhových cenných papírů zahraničními investory. Souvisely zejména se zahraničními emisemi českých nefinančních podniků ve druhém čtvrtletí a s nákupy tuzemských vládních a bankovních dluhopisů na tuzemském kapitálovém trhu po oslabení kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí. Držba akcií nerezidenty se naproti tomu zvýšila jen velmi mírně. Celkově dosáhl příliv portfoliových investic na straně pasiv téměř 95 mld. Kč. Rovněž v obchodování se zahraničními cennými papíry celkově mírně převážily nákupy. Souvisely však pouze s růstem držby zahraničních akcií. Držba zahraničních dluhopisů rezidenty se naopak snížila a nákupy akcií ve velkém rozsahu kompenzovala. Meziroční zvýšení čistého přílivu portfoliových investic o více než 37 mld. Kč bylo přitom ovlivněno zejména změnou toku v obchodování rezidentů se zahraničními dluhovými cennými papíry.

GRAF III.6.8

## DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

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



Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 4,7 mld. Kč, který se meziročně o necelé 4 mld. Kč snížil.

Také **ostatní investice** skončily čistým přílivem, a to v rozsahu 58 mld. Kč. K celkovému přebytku přispěl hlavně čistý příliv kapitálu v sektoru měnových finančních institucí (87,5 mld. Kč), který byl spojen především s růstem krátkodobých vkladů přijatých od zahraničních bank, představujících ve velké míře protipoložku zvýšení devizových rezerv v souvislosti s listopadovými devizovými intervencemi ČNB. Mírným přebytkem souvisejícím s růstem zahraničních pasiv skončily i ostatní investice sektoru vlády. Ke zmírnění celkového přebytku přispěl pouze čistý odliv v sektoru podniků (-33,1 mld. Kč), spojený s poskytováním úvěrů a růstem prostředků na účtech v zahraničí a se současným splácením dříve čerpaných obchodních a finančních úvěrů ze zahraničí. K výrazné meziroční změně toků ostatních investic (přesahující 164 mld. Kč) přispěla hlavně změna krátkodobé pozice v sektoru měnových finančních institucí.

**Devizové rezervy ČNB** se skokově zvýšily ve čtvrtém čtvrtletí 2013 vlivem devizových intervencí. Ke konci prvního čtvrtletí letošního roku dosáhly 1143,9 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní zvýšení o téměř 26 mld. Kč. Tento růst devizových rezerv souvisel s kladným saldem transakcí pro klienty ČNB a s výnosy z devizových rezerv. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření ve stejném období vzrostly o 1,3 mld. USD na 57,5 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly více než 50 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci roku 2013.

**BOX 2****Obchodní vztahy České republiky s Ukrajinou a Ruskou federací**

Cílem tohoto boxu je zmapování vzájemné obchodní výměny zboží a služeb ČR s Ukrajinou a s Ruskou federací v roce 2013 a vymezení nejvýznamnějších položek z hlediska ČR, které by byly politickým a návazně ekonomickým vývojem na Ukrajině a v Rusku nejzávažněji ovlivněny.

Obrat **obchodu se zbožím ČR s Ukrajinou** se v roce 2013 podílel na celkovém obchodním obratu ČR se zbožím pouze 0,9 %. Obchodní bilance přitom vykazovala v letech 2005–2013 většinou mírný přebytek. Dosažený přebytek v roce 2013 ve výši 8,7 mld. Kč souvisel především s přebytkem skupiny strojů (zejména v položce telefonní přístroje včetně mobilních). Přebytek strojů byl však významně vyvažován schodkem skupiny nepoživatelných neenergetických surovin, spojeným hlavně s položkou železná ruda a koncentráty (Tab. 1). Podíl obratu **obchodu se službami ČR s Ukrajinou** na celkovém obratu zahraničního obchodu ČR se službami byl obdobně jako u zboží nízký (1,0 %; v minulém roce dosáhl 8,6 mld. Kč). V letech 2005–2013 vykazovala bilance služeb s Ukrajinou mírný přebytek, který v roce 2013 dosáhl 6,7 mld. Kč. Téměř výhradně vyplýval z přebytku cestovního ruchu v důsledku příjmů ČR z pracovních cest nerezidentů.

Podíl obratu **obchodu se zbožím ČR s Ruskou federací** na celkovém obchodním obratu ČR se zbožím byl ve srovnání s Ukrajinou zřetelně vyšší, když v roce 2013 dosáhl 4,5 %. V případě vývozu šlo o sedmé nejvýznamnější obchodní partnera ČR, v dovozu bylo Rusko pátým největším dovozcem do ČR. Obchodní bilance vykazovala v letech 2005–2013 výrazný schodek, který se však vlivem rychle rostoucího vývozu trendově snižoval. V roce 2013 dosáhl schodek obchodní bilance 39,2 mld. Kč; byl ovlivněn především schodkem skupiny minerálních paliv, který se týkal ropy a zemního plynu. Schodek nerostných paliv byl však významně vyvažován přebytkem strojů, ovlivněným zejména dílčí položkou osobní automobily (Tab. 2). Obrat **obchodu se službami ČR s Ruskou federací** dosáhl v předchozím roce 21,9 mld. Kč a na celkovém obratu zahraničního obchodu ČR se službami se podílel 2,7 %. V letech 2005–2013 vykazovala bilance služeb s Ruskou federací střídavě mírný přebytek a mírný schodek. Celkové saldo bylo spojeno hlavně se stabilním přebytkem cestovního ruchu (zejména v důsledku příjmů ČR ze soukromých cest nerezidentů) a s vývojem bilance ostatních služeb, souvisejícím především s výsledkem salda obchodních operací se zbožím. V roce 2013 skončila bilance služeb schodkem 4,2 mld. Kč.

**Tab. 1 (Box)****ZAHRA NIČNÍ OBCHOD ČR S UKRAJINOU V ROCE 2013**

**Přebytek skupiny strojů byl výrazně vyvažován schodkem skupiny nepoživatelných neenergetických surovin**  
(zbožová struktura dle SITC, v mld. Kč, přeshraniční statistika)

| SITC  | Vývoz | Dovoz | Bilance |
|---|-------|-------|---------|
| 0 Potraviny a živá zvířata                      | 0,7   | 0,3   | 0,4     |
| 1 Nápoje a tabák                                | 0,1   | 0,0   | 0,1     |
| 2 Suroviny nepoživatelné, s výjimkou paliv      | 0,3   | 13,5  | -13,2   |
| 3 Minerální paliva, maziva a příbuzné materiály | 0,1   | 3,2   | -3,0    |
| 4 Živočišné a rostlinné oleje, tuky a vosky     | 0,0   | 0,2   | -0,2    |
| 5 Chemikálie a příbuzné výrobky, j.n.           | 3,7   | 0,6   | 3,1     |
| 6 Tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu  | 3,5   | 2,2   | 1,2     |
| 7 Stroje a dopravní prostředky                  | 21,4  | 2,9   | 18,5    |
| 8 Průmyslové spotřební zboží                    | 2,3   | 0,6   | 1,7     |
| 9 Komodity a předměty obchodu, j.n.             | 0,0   | 0,0   | 0,0     |
| Celkem  | 32,1  | 23,4  | 8,7     |

**Tab. 2 (Box)****ZAHRA NIČNÍ OBCHOD ČR S RUSKOU FEDERACÍ V ROCE 2013**

**Schodek skupiny minerálních paliv byl z velké části vyvážen přebytkem skupiny strojů**  
(zbožová struktura dle SITC, v mld. Kč, přeshraniční statistika)

| SITC  | Vývoz | Dovoz | Bilance |
|---|-------|-------|---------|
| 0 Potraviny a živá zvířata                      | 1,6   | 0,3   | 1,3     |
| 1 Nápoje a tabák                                | 0,6   | 0,1   | 0,5     |
| 2 Suroviny nepoživatelné, s výjimkou paliv      | 0,5   | 5,1   | -4,6    |
| 3 Minerální paliva, maziva a příbuzné materiály | 0,3   | 129,1 | -128,8  |
| 4 Živočišné a rostlinné oleje, tuky a vosky     | 0,0   | 0,0   | 0,0     |
| 5 Chemikálie a příbuzné výrobky, j.n.           | 8,9   | 5,5   | 3,5     |
| 6 Tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu  | 11,8  | 9,8   | 2,0     |
| 7 Stroje a dopravní prostředky                  | 82,5  | 5,1   | 77,4    |
| 8 Průmyslové spotřební zboží                    | 10,0  | 0,5   | 9,5     |
| 9 Komodity a předměty obchodu, j.n.             | 0,0   | 0,0   | 0,0     |
| Celkem  | 116,2 | 155,4 | -39,2   |

Případná další eskalace geopolitického napětí mezi Ukrajinou a Ruskou federací, přispívající k omezování obchodních vazeb mezi ČR a Ukrajinou, zpřísnění vízového režimu a zavedení určitého dovozního embarga pro Rusko by tak byly bezprostředně spojeny zejména s výpadky českých strojírenských vývozů a příjmů z cestovního ruchu. Na straně dovozů by si současně vyžádaly přesměrování dodávek a posílení dovozu ropy, plynu a železnorudných surovin a polotovarů z alternativních teritorií. Dopady výpadků obchodní výměny mezi ČR a Ruskou federací by přitom byly výrazně vyšší než v případě útlumu obchodu mezi ČR a Ukrajinou.



### III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Oživení v eurozóně postupně zesiluje, v posledním čtvrtletí 2013 její ekonomika zaznamenala již třetí mezičtvrtletní růst v řadě a po sedmi čtvrtletích poklesu se vrátila i k meziročnímu růstu. Ten bude v letošním a příštím roce pravděpodobně dále zesilovat, což by se mělo promítnout i do mírného zvýšení aktuálně velmi nízké inflace. ECB nicméně očekává, že inflace v eurozóně setrvá v horizontu tří let výrazně pod její definicí cenové stability a nevyklučuje další uvolnění měnových podmínek, pokud by došlo k poklesu inflačních očekávání. Inflační tlaky se neočekávají ani ve Spojených státech, přestože jejich ekonomika roste výrazně rychleji než v eurozóně. To umožňuje Fedu nadále pokračovat v uvolněné měnové politice, i když postupně zmiřňuje rozsah nákupů obligací, což v kombinaci s vyčkávacím postojem ECB oddaluje očekávané posilování amerického dolaru vůči euru. K nízké inflaci přispívají svým vývojem i ceny energetických komodit a průmyslových surovin, rizikem směrem nahoru však může být pozorovaný růst cen některých potravinářských komodit.

#### III.7.1 Eurozóna

Mezičtvrtletní **růst HDP v eurozóně** ve čtvrtém čtvrtletí 2013 zrychlil z 0,1 % na 0,3 %, a ekonomika tak již třetí čtvrtletí v řadě rostla. Meziroční růst dosáhl ve stejném období hodnoty 0,5 % (Graf III.7.1), nicméně za celý rok 2013 HDP eurozóny ještě v tomtéž rozsahu poklesl. Mezičtvrtletní růst byl tažen vnější poptávkou (příspěvek čistých vývozu dosáhl 0,4 procentního bodu). Příspěvek domácí poptávky k mezičtvrtletnímu zvýšení HDP byl záporný, když mírně vzrostla pouze tvorba hrubého fixního kapitálu a spotřeba domácností. Hospodářské oživení se projevuje napříč zeměmi eurozóny. Růst zrychlil nejen v tzv. jádrových zemích (především v Německu a Francii), ale také ve Španělsku a Portugalsku. V Řecku a na Kypru bylo zaznamenáno zmírnění poklesu ekonomik a v případě Itálie došlo k přechodu ze stagnace k růstu.

Dostupné **údaje za první čtvrtletí 2014** signalizují pokračování mírného hospodářského růstu v eurozóně. Průmyslová produkce po stagnaci v lednu v únoru vzrostla a ve stejném měsíci stavební výroba rostla již třetí měsíc v řadě. Tržby v maloobchodu po prosincovém poklesu v lednu a únoru 2014 opět rostly. Nicméně výraznějšímu růstu spotřeby brání přetrvávající vysoká míra nezaměstnanosti, která se od října 2013 ustálila na 11,9 %. Většina předstihových ukazatelů, včetně ukazatelů důvěry spotřebitelů, vyznívá pozitivně, a to i přes mírný březnový pokles u některých z nich. Oživení za celý rok 2014 očekávají také výhledy CF a mezinárodních institucí, podle kterých by se růst HDP měl pohybovat mírně nad 1 % (Graf III.7.2). V roce 2015 by pak růst HDP měl zrychlit na hodnotu kolem 1,5 %.

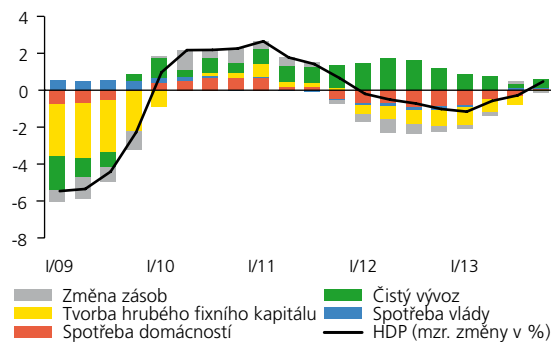
**Inflace** (HICP) v eurozóně v březnu již třetí měsíc v řadě klesala (na 0,5 %). K nižší březnové hodnotě částečně přispěl efekt základny, když v minulém roce byly v tomto měsíci Velikonoce. V rámci spotřebního koše poklesly především ceny paliv a ceny služeb v telekomunikacích.

GRAF III.7.1

#### HDP V EUROZÓNĚ

**Odeznění poklesu domácí poptávky a zvýšení dynamiky čistých vývozu vedlo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 k meziročnímu růstu HDP eurozóny**

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

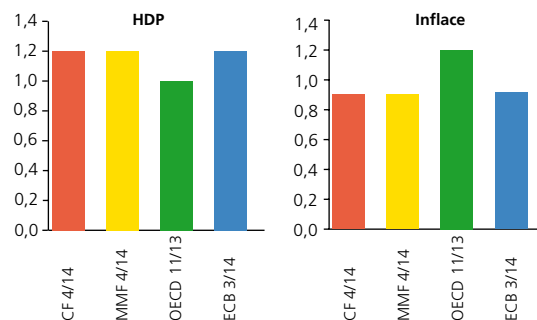


GRAF III.7.2

#### VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO EUROZÓNU NA ROK 2014

**Růst HDP v eurozóně by měl v roce 2014 mírně přesáhnout 1 %, inflace by měla být nízká**

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



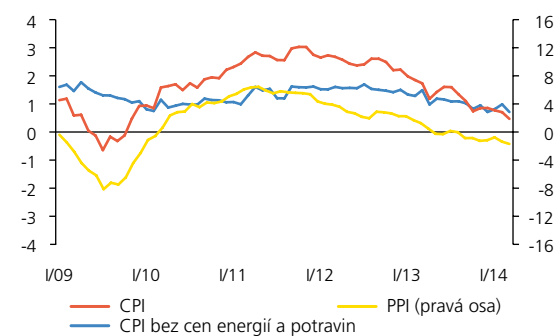
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

GRAF III.7.3

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

Inflace se v prvním čtvrtletí 2014 snížila, ceny výrobců klesaly

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Jádrová inflace se v březnu ve srovnání s únem snížila mírněji na hodnotu 0,7 %. Utlumené inflační tlaky jsou patrné napříč eurozónou, nejnižší jsou však v periferních zemích, z nichž se některé nacházejí v deflaci. Ceny výrobců stejně jako v předchozích měsících v únoru klesaly (Graf III.7.3), a to i ve většině jádrových zemí eurozóny. Pro letošní rok dubnový CF očekává průměrný růst spotřebitelských cen těsně pod 1 %, v příštím roce by se pak měla míra inflace zvýšit na 1,3 %.

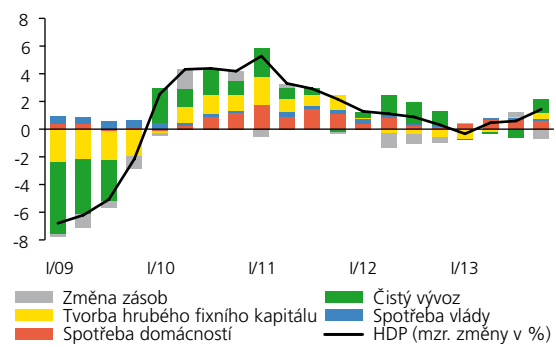
ECB očekává na horizontu prognózy, který byl v březnu prodloužen na 3 roky, mírné oživení a inflaci výrazně pod svou definici cenové stability (1 % v letošním roce a zrychlení na 1,3 %, resp. 1,5 % v příštích dvou letech). Přesto ECB zatím ponechala i v dubnu svoji základní sazbu beze změny na úrovni 0,25 % a nepřijala ani žádná jiná opatření. Nicméně oznámila, že poprvé dosáhla shody o možném použití nekonvenčních nástrojů pro uvolnění měnových podmínek v eurozóně v případě snížení inflačních očekávání. Připuštění možnosti nákupů blíže nespecifikovaných aktiv ze strany ECB přispělo k poklesu výnosů dluhopisů periferních zemí, které například v Itálii klesly na historická minima. Řecká vláda v úspěšné aukci upsala pětileté dluhopisy poprvé od restrukturalizace dluhu v roce 2012.

GRAF III.7.4

## HDP V NĚMECKU

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 došlo ke zrychlení růstu HDP díky obnově růstu čistého vývozu a fixních investic

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



Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 mezičtvrtletní i meziroční **růst německé ekonomiky** (0,4 %, resp. 1,4 %) ve srovnání s předchozím čtvrtletím zesílil (Graf III.7.4). Došlo přitom k obnovení růstu čistého vývozu a po delší době i fixních investic, zároveň pokračoval růst spotřeby domácností. Pro první čtvrtletí letošního roku a celý rok 2014 dubnový CF očekává zrychlení ekonomického růstu na 0,5 %, resp. 1,9 %. Navzdávající tomu i vyšší meziměsíční a meziroční tempa růstu průmyslové výroby a maloobchodního obrátu v lednu a únoru ve srovnání s předchozím čtvrtletím.

**Za celý rok 2013** vzrostla německá ekonomika o 0,4 %, což představuje s výjimkou krizového roku 2009 nejpomalejší hospodářský růst od roku 2003. Pro letošní rok dubnový CF očekává (obdobně jako německá vláda a EK) růst HDP o 1,9 % a jeho další nepatrné zrychlení na 2 % v příštím roce. Hlavním zdrojem vyšší ekonomické dynamiky by se měl stát rychlejší růst domácí poptávky, hlavně spotřeby domácností a investic. Vliv vnější poptávky bude pravděpodobně neutrální. Urychlení hospodářského růstu naznačují také hodnoty předstihových ukazatelů. Nejvíce se zvýšily ukazatele důvěry spotřebitelů, ale posílily také ukazatele důvěry v podnikatelském sektoru.

V minulém roce německá vláda hospodařila s vyrovnaným **rozpočtem**. Ke stejnému výsledku se vláda zavázala také pro roky 2015 až 2018. Pro letošní rok počítá ještě s rozpočtovým deficitem 6,5 mld. EUR (-0,2 % HDP). Pokud se ke stejnému nastavení fiskální politiky přihlásí i následující německé vlády, měl by se podíl zadlužení na HDP snížit do 10 let z téměř 80 % v roce 2013 pod 60 %.

**Meziroční inflace** se v březnu v Německu dále snížila o 0,2 procentního bodu na 1 % v důsledku poklesu cen energií, dopravy a komunikací (Graf III.7.5). Rychlejší růst cen potravin a nápojů naopak působil

směrem k vyšší inflaci. Za celý letošní rok by inflace podle dubnového CF měla zůstat na zhruba stejné úrovni jako v minulém roce (1,4 %) a v příštím roce by se měla zvýšit na 1,8 %.

Na **Slovensku** došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2013 ve srovnání se třetím čtvrtletím ke zrychlení mezičtvrtletního i meziročního ekonomického růstu na 0,4 %, resp. 1,3 %. K rychlejšímu růstu HDP přitom přispěla vyšší dynamika domácí poptávky, zatímco vývoj čistého vývozu ho naopak tlumil. Zaměstnanost po pěti čtvrtletích poklesu meziročně vzrostla o 0,1 %. Za celý rok 2013 se HDP zvýšil o 0,9 %. Pro letošní rok dubnový CF očekává výraznou akceleraci tempa růstu HDP na 2,3 % a jeho další zrychlení v příštím roce na 3 %. Podle CF bude zdrojem zesilující hospodářské dynamiky nárůst domácí poptávky, zejména investic a spotřeby domácností. V březnu se míra nezaměstnanosti snížila meziměsíčně o 0,2 procentního bodu (meziročně o 0,5 procentního bodu) na 13,7 %.

**Spotřebitelské ceny** se na Slovensku v únoru i březnu meziročně snížily o 0,1 %, především v důsledku poklesu cen energií. Ze stejného důvodu se v únoru dále prohloubil meziroční pokles cen průmyslových výrobců na -3,5 %. Podle NBS a výhledu dubnového CF nicméně dlouhodobá deflace nehrozí, i když CF snížil své očekávání inflace za celý letošní rok na 0,7 % (oproti lednové předpovědi 1,4 %) a pro příští rok z 2 % na 1,8 %.

### III.7.2 Spojené státy

Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 se meziroční **hospodářský růst Spojených států** dále zvýšil na 2,6 % ze 2,0 % v předchozím čtvrtletí (Graf III.7.6). V mezičtvrtletním vyjádření růst HDP naopak mírně zpomalil na 0,7 %. K rychlejšímu meziročnímu růstu nejvíce přispěla spotřeba domácností, která se meziročně zvýšila o 2,3 %. Také příspěvek ostatních složek poptávky (s výjimkou spotřeby vlády) k růstu HDP byl kladný, a to včetně čistého vývozu při rychlejšímu růstu vývozu než dovozu. S tím souviselo i další zmírnění vnější nerovnováhy USA, když roční kumulovaný deficit běžného účtu platební bilance poklesl ve čtvrtém čtvrtletí 2013 na 2,3 % HDP.

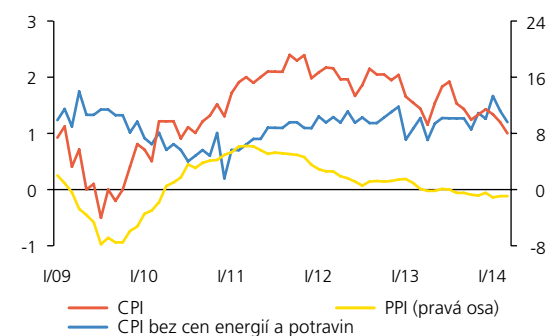
**Průmyslová výroba** po slabším meziročním růstu v lednu v následujících dvou měsících postupně zrychlovala a za celé první čtvrtletí její dynamika dosáhla 3,4 %. Navíc další zvýšení předstihového ukazatele PMI v průmyslu v březnu potvrzuje sílu ekonomického oživení v USA. V březnu vzrostl i indikátor spotřebitelské důvěry (Conference Board) a v dubnu indikátor spotřebitelského sentimentu (University of Michigan), což se odrazilo také ve výrazném růstu březnových maloobchodních tržeb v běžných cenách. Ekonomické oživení tak bude zřejmě i v roce 2014 založeno zejména na zvyšování spotřebitelské poptávky.

Podle dubnového CF by měl **růst HDP v roce 2014** dosáhnout 2,7 % (Graf III.7.7). To sice představuje mírné přehodnocení směrem dolů oproti předchozímu měsíci, ale i tak mají být Spojené státy podle

GRAF III.7.5

#### INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

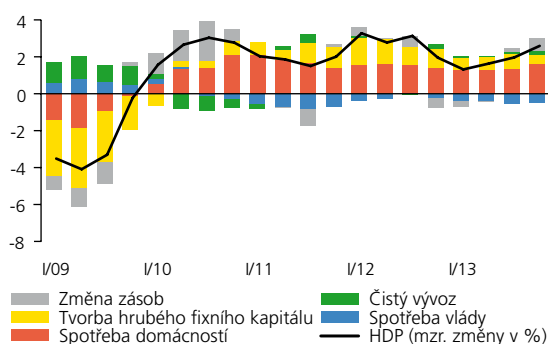
Inflace se v prvním čtvrtletí 2014 snižovala zejména vlivem cen energií, ceny průmyslových výrobců dále klesaly (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.6

#### HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

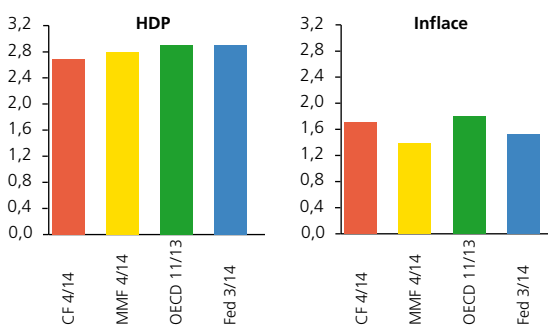
Růst HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2013 dále zvýšil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.7

#### VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO SPOJENÉ STÁTY NA ROK 2014

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



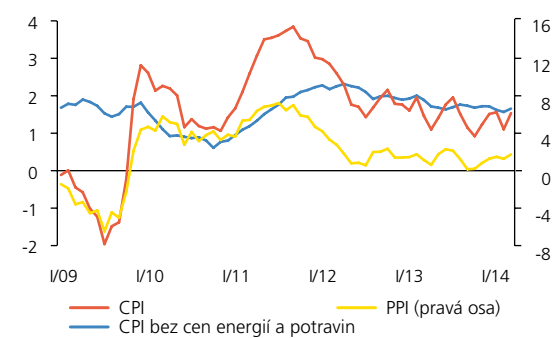
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ VE SPOJENÝCH STÁTECH

Inflace se od druhého čtvrtletí 2012 pohybuje na relativně nízkých hodnotách

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

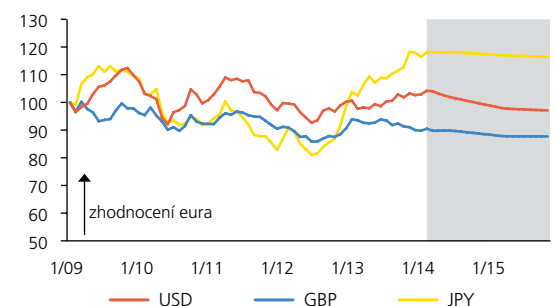


GRAF III.7.9

## KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

V prvním čtvrtletí 2014 euro vůči dolaru dále mírně posílilo

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



vyjádření MMF v letošním roce hlavním zdrojem růstu globální ekonomiky, a to vzhledem ke zpomalující čínské ekonomice a očekávanému relativně nižšímu růstu v eurozóně.

Ekonomické oživení bude přitom doprovázeno jen **utlumenými inflačními tlaky**, neboť podle sledovaných institucí včetně Fedu by se růst spotřebitelských cen měl v následujících dvou letech pohybovat pod 2 % (Graf III.7.7). Přitom v prvním čtvrtletí 2014 dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen 1,4 % a růst cen průmyslových výrobců byl pouze o 0,1 procentního bodu rychlejší (Graf III.7.8).

**Fed** podle očekávání rozhodl na svém březnovém zasedání o dalším snížení měsíčních nákupů MBS a dlouhodobých vládních dluhopisů na úroveň 55 mld. USD s účinností od dubna. Nicméně ani pozorované ekonomické oživení nemusí podle Fedu vést k růstu inflačních tlaků, což zvyšuje pravděpodobnost pokračování uvolněné měnové politiky po delší období (úrokové sazby poblíž nuly po větší část roku 2015). I když míra nezaměstnanosti v březnu setrvala na úrovni 6,7 %, znepokojivý je podle vyjádření Fedu výrazný podíl zaměstnaných pouze na částečný pracovní úvazek a vysoký podíl dlouhodobé nezaměstnanosti.

## III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

**Kurz eura vůči hlavním světovým měnám** byl v prvním čtvrtletí 2014 bez výrazných pohybů (Graf III.7.9). Euro dále mírně posílilo vůči americkému dolaru, když v polovině března dosáhlo nejsilnější hodnoty za posledních 2,5 roku (1,39 USD/EUR). Zájem o společnou evropskou měnu podpořily nové údaje o oživení ekonomiky eurozóny a příznivý vývoj na dluhopisových trzích periferních zemí. Inflace v eurozóně v prvním čtvrtletí 2014 dále mírně zpomalila, což zvýšilo spekulace ohledně uvolnění měnové politiky ECB. Tato centrální banka však žádné kroky prozatím nepodnikla, pouze vedle závazku ponechat základní sazby na stávajících nebo nižších hodnotách po delší časové období zopakovala ochotu reagovat v případě změny výhledu inflace či inflačních očekávání nákupy aktiv či dalšími opatřeními. Na druhou stranu vyšší dynamika americké ekonomiky umožňuje Fedu pokračovat v omezování měnových stimulů, ovšem zatím jen postupně.

Výrazné **posilování eura vůči japonskému jenu**, patrně od poloviny roku 2012, se v prvním čtvrtletí 2014 zastavilo. Pozitivní efekt reforem na ekonomický růst a inflaci v Japonsku při stabilní měnové politice podporuje zájem o japonskou měnu. Britská libra vůči ostatním světovým měnám v prvním čtvrtletí 2014 v souvislosti s opětovným zlepšením ekonomického výhledu posílila. Otázkou však zůstává další směřování měnové politiky, která by při zpomalující inflaci mohla zůstat uvolněná po delší dobu.

V první polovině dubna 2014 byl **kurz eura vůči ostatním světovým měnám** stabilní. ECB ponechala nastavení měnové politiky beze změny, ale v následujících komentářích bylo zmíněno jako riziko pro

vývoj inflace právě pokračující zhodnocování jednotné evropské měny, které by proto mohlo zvýšit pravděpodobnost přijetí nekonvenčních opatření.

**Dubnový CF** očekává v horizontu jednoho roku oslabení eura vůči všem ostatním světovým měnám. Nejvýrazněji by euro mělo oslabit vůči americkému dolaru, a to o více než 6 % na 1,29 USD/EUR. Americký dolar by měl dle CF posilovat vlivem ukončování kvantitativního uvolňování v USA.

### III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

**Cena ropy Brent** se v průběhu ledna 2014 pohybovala v úzkém intervalu kolem měsíčního průměru cca 107 USD/barel (Graf III.7.10). Na počátku února její cena vzrostla až k úrovni 110 USD/barel a na vyšších hodnotách setrvala celý měsíc, než začala v březnu opět pozvolna klesat. Během první poloviny dubna však cena ropy Brent opět postupně vzrostla až do blízkosti 110 USD/barel.

Vyšší cenu ropy v průběhu února podpořilo zejména neobvykle mrazivé počasí v USA, které vedlo k růstu cen topného oleje a ke snížení jeho zásob. Březnový pokles její ceny odrážel zejména obavy ze zpomalení ekonomické aktivity v Číně a nižší sezonní poptávku rafinérií. Ve druhé polovině března cenu ropy rozkolísaly události na Ukrajině a směrem k jejímu snížení působila zpráva o dohodě rebelů s vládou v Libyi, která vedla k odblokování dvou zatím menších vývozních terminálů. Na začátku dubna se však ukázalo, že růst vývozu ropy z Libye bude jen pozvolný, a tak převládly **obavy z vyostření politické situace na Ukrajině**. Cenu ropy podporovaly i příznivé údaje z americké ekonomiky, zejména z trhu práce.

**Z dlouhodobějšího pohledu** se průměrná měsíční cena ropy Brent udržuje již desátý měsíc v řadě v relativně úzkém rozmezí 107–112 USD/barel. Na základě vývoje nabídky a poptávky lze konstatovat, že trh je dostatečně zásoben, neboť růst těžby ropy (zejména na severoamerickém kontinentu) převyšuje globální růst spotřeby, a to i ve střednědobém výhledu. To vede k očekávání postupného růstu volných těžebních kapacit a menším obavám z neplánovaných výpadků těžby v rizikových zemích. Může to být také důvodem, proč zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD již téměř půl roku klesají, aniž by to mělo výraznější dopad do cen ropy. Množství ropy na trhu v současnosti zvyšují i dodávky z Íránu, který na základě dohody se západními zeměmi může dočasně vyvážet do některých asijských zemí a do Turecka.

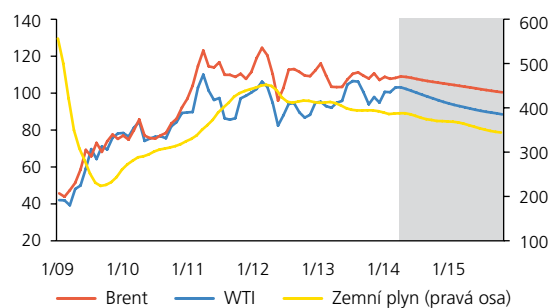
**Cena ropy WTI** měla zejména v lednu a v únoru výrazně odlišný vývoj od ceny ropy Brent, když v uvedeném období vzrostla o více než 10 USD/barel. Hlavním důvodem bylo otevření jižní větve ropovodu Keystone XL z amerického vnitrozemí na pobřeží Mexického zálivu. V důsledku toho zásoby ropy na vnitrozemském terminálu Cushing (který je místem vypořádání kontraktů na ropu WTI) od té doby

GRAF III.7.10

#### DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Průměrná měsíční cena ropy Brent se již desátý měsíc v řadě udržuje v úzkém rozmezí 107–112 USD/barel. Výhled zůstává nadále mírně klesající

(ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m<sup>3</sup> – pravá osa, zdroj: Bloomberg, MMF)

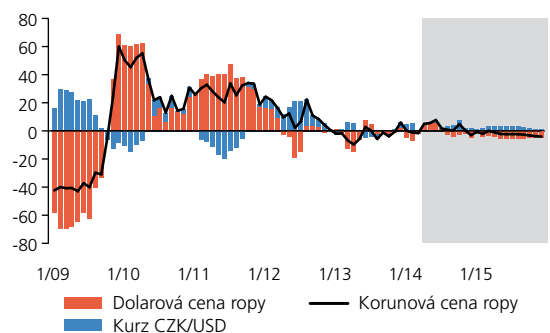


GRAF III.7.11

#### ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Průměrná korunová cena by se měla v roce 2014 mírně zvýšit zejména vlivem slabšího kurzu koruny při převážně klesající dolarové ceně ropy

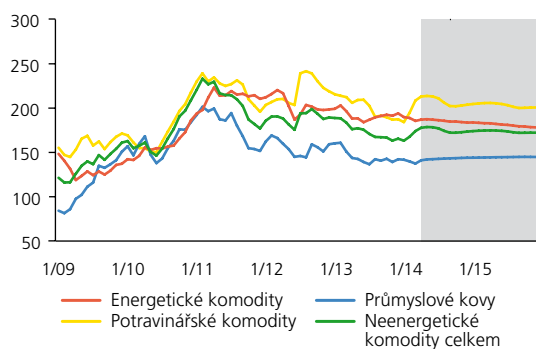
(ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



GRAF III.7.12

## CENY KOMODIT

Zatímco index cen průmyslových kovů již rok stagnuje, index cen potravinářských komodit od února prudce vzrostl  
(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).

nepřetržitě klesají. Rozpětí mezi cenami ropy Brent a WTI se tak od počátku roku značně snížilo (z téměř 15 USD/barel v polovině ledna na cca 5 USD/barel v polovině dubna). Americká vládní agentura EIA však očekává, že toto rozpětí opět vzroste (na cca 10 USD/barel). Vychází přitom z předpokladu, že rafinérie na pobřeží Mexického zálivu nebudou schopny zpracovat stále rostoucí množství lehké ropy WTI, neboť jsou přizpůsobeny spíše ke zpracování dovozové těžké a kyselé ropy. Vzhledem k trvajícimu zákazu vývozu surové ropy z USA (netýká se reexportu) tak porostou zásoby ropy WTI na pobřeží Mexického zálivu a lze očekávat pokles její ceny.

Tržní **výhled cen ropy Brent** zůstává nadále klesající v důsledku očekávané dostatečné nabídky na trhu. Příznivá očekávání spolu s nižšími obavami z inflace (v důsledku snižování měnového stimulu v USA) vedou rovněž k odchodu finančních investorů z komoditních trhů (a k jejich přesunu na akciové trhy). EIA očekává pro letošní a příští rok průměrnou cenu ropy Brent 105, resp. 101 USD/barel, což jsou o cca 1,5 USD/barel nižší hodnoty, než které lze odvodit z tržní křivky cen budoucích kontraktů. Průzkum dubnového CF předpokládá v horizontu jednoho roku méně výrazný pokles na 106 USD/barel.

Vývoj **cen neenergetických komodit** se liší podle jednotlivých druhů komodit. U indexu cen průmyslových kovů se nadále projevuje zejména slábnoucí růst poptávky z velkých rozvíjejících se ekonomik, a hodnoty tak prakticky již rok kolísají podél vodorovného trendu, který převládá i v předpovědi (Graf III.7.12). Odlišná situace je u cen potravinářských komodit. Jejich index v únoru otočil téměř rok a půl trvajícím pokles z rekordních hodnot v srpnu 2012 a v růstu pokračoval i v březnu a dubnu. Tento růst byl tažen zejména cenami pšenice, kukuřice a sóji nejprve kvůli obavám z následků mrazivého počasí v USA, později se přidala politická situace na Ukrajině a špatné počasí v Brazílii.



|              |   |    |
|--------------|---|----|
| Graf I.1     | Plnění inflačního cíle                          | 6  |
| Graf I.2     | Prognóza celkové inflace                        | 7  |
| Graf I.3     | Prognóza měnověpolitické inflace                | 7  |
| Graf I.4     | Prognóza úrokových sazeb                        | 7  |
| Graf I.5     | Prognóza růstu HDP                              | 8  |
|              |   |    |
| Graf II.1.1  | Efektivní HDP eurozóny                          | 9  |
| Graf II.1.2  | Efektivní PPI eurozóny                          | 9  |
| Graf II.1.3  | Efektivní CPI eurozóny                          | 9  |
| Graf II.1.4  | 3M EURIBOR                                      | 10 |
| Graf II.1.5  | Kurz eura k dolaru                              | 10 |
| Graf II.1.6  | Cena ropy Brent                                 | 10 |
| Graf II.2.1  | Celková a měnověpolitická inflace               | 11 |
| Graf II.2.2  | Regulované ceny a ceny PH                       | 12 |
| Graf II.2.3  | Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH       | 12 |
| Graf II.2.4  | Ceny potravin a zemědělských výrobců            | 13 |
| Graf II.2.5  | Ceny pohonných hmot a cena ropy                 | 13 |
| Graf II.2.6  | Prognóza úrokových sazeb                        | 13 |
| Graf II.2.7  | Náklady spotřebitelského sektoru                | 14 |
| Graf II.2.8  | Náklady sektoru mezispotřeby                    | 14 |
| Graf II.2.9  | Mezera marží ve spotřebitelském sektoru         | 15 |
| Graf II.2.10 | Průměrná nominální mzda                         | 15 |
| Graf II.2.11 | Prognóza růstu HDP                              | 15 |
| Graf II.2.12 | Struktura meziročního růstu HDP                 | 16 |
| Graf II.2.13 | Přepočtený počet zaměstnanců                    | 16 |
| Graf II.2.14 | Prognóza trhu práce                             | 17 |
| Graf II.2.15 | Reálná spotřeba domácností a vlády              | 17 |
| Graf II.2.16 | Nominální disponibilní důchod                   | 17 |
| Graf II.2.17 | Míra úspor domácností                           | 18 |
| Graf II.2.18 | Hrubá tvorba kapitálu                           | 18 |
| Graf II.2.19 | Reálný vývoz a dovoz                            | 18 |
| Graf II.3.1  | Změna prognózy celkové inflace                  | 22 |
| Graf II.3.2  | Změna prognózy čisté inflace                    | 22 |
| Graf II.3.3  | Změna trajektorie úrokových sazeb               | 23 |
| Graf II.3.4  | Změna prognózy HDP                              | 23 |
| Graf II.4.1  | Vnímaná a očekávaná inflace                     | 24 |
| Graf II.4.2  | Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB              | 25 |
|              |   |    |
| Graf III.1.1 | Srovnání prognózy inflace se skutečností        | 26 |
| Graf III.1.2 | Inflace   | 29 |
| Graf III.1.3 | Struktura inflace                               | 29 |
| Graf III.1.4 | Vývoj složek inflace                            | 29 |
| Graf III.1.5 | Ceny potravin                                   | 30 |
| Graf III.1.6 | Korigovaná inflace bez pohonných hmot           | 30 |
| Graf III.2.1 | Dovozní ceny a ceny výrobců                     | 31 |
| Graf III.2.2 | Dovozní ceny                                    | 31 |
| Graf III.2.3 | Minerální paliva                                | 31 |
| Graf III.2.4 | Ceny průmyslových výrobců                       | 32 |
| Graf III.2.5 | Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin | 32 |
| Graf III.2.6 | Ceny energií a služeb souvisejících s vodou     | 33 |
| Graf III.2.7 | Ceny zemědělských výrobců                       | 33 |
| Graf III.2.8 | Ostatní cenové okruhy                           | 34 |



|               |  |    |
|---------------|--|----|
| Graf III.3.1  | Hrubý domácí produkt                                 | 35 |
| Graf III.3.2  | Struktura meziročního růstu HDP                      | 35 |
| Graf III.3.3  | Výdaje domácností na spotřebu                        | 35 |
| Graf III.3.4  | Disponibilní důchod                                  | 36 |
| Graf III.3.5  | Struktura spotřeby domácností                        | 36 |
| Graf III.3.6  | Indikátory důvěry                                    | 36 |
| Graf III.3.7  | Investice podle sektorů                              | 37 |
| Graf III.3.8  | Tvorba fixního kapitálu                              | 37 |
| Graf III.3.9  | Investice do obydlí                                  | 37 |
| Graf III.3.10 | Čistý vývoz  | 38 |
| Graf III.3.11 | Vývoz a dovoz  | 38 |
| Graf III.3.12 | Podíly odvětví na růstu HPH                          | 38 |
| Graf III.3.13 | Průmyslová produkce                                  | 39 |
| Graf III.3.14 | Bariéry růstu v průmyslu                             | 39 |
| Graf III.3.15 | Nové průmyslové zakázky                              | 39 |
| Graf III.3.16 | Ekonomický sentiment                                 | 40 |
| Graf III.3.17 | Potenciální produkt                                  | 40 |
| Graf III.3.18 | Mezera výstupu                                       | 40 |
| Graf III.3.19 | Příspěvky k růstu potenciálu                         | 41 |
| Graf III.4.1  | Indikátory trhu práce                                | 42 |
| Graf III.4.2  | Zaměstnanost podle odvětví                           | 42 |
| Graf III.4.3  | Přepočtené počty zaměstnanců                         | 43 |
| Graf III.4.4  | Ukazatele nezaměstnanosti                            | 44 |
| Graf III.4.5  | Beveridgeova křivka                                  | 45 |
| Graf III.4.6  | Průměrná mzda  | 45 |
| Graf III.4.7  | Vývoj produktivity v NH                              | 46 |
| Graf III.4.8  | Mzdová náročnost produktu                            | 46 |
| Graf III.5.1  | Peněžní agregáty                                     | 47 |
| Graf III.5.2  | Hlavní složky peněžního agregátu M2                  | 47 |
| Graf III.5.3  | Struktura vkladů peněžního agregátu M2               | 47 |
| Graf III.5.4  | Úvěry nefinančním podnikům                           | 48 |
| Graf III.5.5  | Úvěry podnikům určené k financování fixních investic | 49 |
| Graf III.5.6  | Měnová struktura podnikových úvěrů                   | 49 |
| Graf III.5.7  | Úvěry domácnostem                                    | 50 |
| Graf III.5.8  | Struktura počtu nových hypoték                       | 50 |
| Graf III.5.9  | Zadluženost domácností                               | 50 |
| Graf III.5.10 | Základní sazby ČNB                                   | 51 |
| Graf III.5.11 | Tržní úrokové sazby                                  | 51 |
| Graf III.5.12 | Úrokové diferenciály                                 | 51 |
| Graf III.5.13 | Výnosová křivka státních dluhopisů                   | 52 |
| Graf III.5.14 | Úrokové sazby z úvěrů podnikům                       | 52 |
| Graf III.5.15 | Úrokové sazby z úvěrů domácnostem                    | 52 |
| Graf III.5.16 | Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb        | 53 |
| Graf III.5.17 | Úrokové sazby z vkladů                               | 53 |
| Graf III.5.18 | Ex ante reálné sazby                                 | 53 |
| Graf III.5.19 | Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD                        | 54 |
| Graf III.5.20 | Základní ukazatele hospodaření                       | 54 |
| Graf III.5.21 | Finanční závazky nefinančních podniků                | 55 |
| Graf III.5.22 | Struktura finančních aktiv domácností                | 55 |
| Graf III.5.23 | Realizované a nabídkové ceny bytů                    | 56 |
| Graf III.5.24 | Ukazatele udržitelnosti cen bytů                     | 57 |
| Graf III.6.1  | Běžný účet   | 58 |

|               |   |    |
|---------------|---|----|
| Graf III.6.2  | Obchodní bilance                                    | 58 |
| Graf III.6.3  | Bilance služeb                                      | 58 |
| Graf III.6.4  | Bilance výnosů                                      | 59 |
| Graf III.6.5  | Finanční účet                                       | 59 |
| Graf III.6.6  | Přímé investice                                     | 59 |
| Graf III.6.7  | Portfoliové investice                               | 60 |
| Graf III.6.8  | Devizové rezervy ČNB                                | 60 |
| Graf III.7.1  | HDP v eurozóně                                      | 63 |
| Graf III.7.2  | Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2014      | 63 |
| Graf III.7.3  | Inflace a ceny výrobců v eurozóně                   | 64 |
| Graf III.7.4  | HDP v Německu                                       | 64 |
| Graf III.7.5  | Inflace a ceny výrobců v Německu                    | 65 |
| Graf III.7.6  | HDP ve Spojených Státech                            | 65 |
| Graf III.7.7  | Výhledy HDP a inflace pro Spojené státy na rok 2014 | 65 |
| Graf III.7.8  | Inflace a ceny výrobců ve Spojených státech         | 66 |
| Graf III.7.9  | Kurz eura vůči hlavním měnám                        | 66 |
| Graf III.7.10 | Dolarové ceny ropy a plynu                          | 67 |
| Graf III.7.11 | Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy          | 67 |
| Graf III.7.12 | Ceny komodit  | 68 |

|              |  |    |
|--------------|--|----|
| 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.2.5  | Fiskální impuls                                | 20 |
| Tab. II.4.1  | Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků         | 24 |
| Tab. II.4.2  | Očekávané ukazatele dle CF                     | 24 |
| Tab. III.1.1 | Naplnění prognózy inflace                      | 27 |
| Tab. III.1.2 | Naplnění předpokladů o zahraničí               | 27 |
| Tab. III.1.3 | Naplnění prognózy klíčových veličin            | 27 |
| Tab. III.2.1 | Struktura vývoje dovozních cen                 | 32 |
| Tab. III.4.1 | Mzdy, produktivita, NJMN                       | 45 |
| Tab. III.5.1 | Změny úvěrových podmínek bank                  | 48 |
| Tab. III.5.2 | Podmínky úvěrů podnikům podle jejich velikosti | 49 |
| Tab. III.5.3 | Ukazatele hospodaření podniků                  | 54 |

|          |   |              |  |
|----------|---|--------------|--|
| 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 zápůjční úroková sazba                    |
| ČSÚ      | Český statistický úřad  | M1, M2, M3   | peněžní agregát  |
| ČÚZK     | Český úřad zeměměřičský a katastrální   | MBS          | mortgage-backed securities                                       |
| DPH      | daň z přidané hodnoty   | MMF          | Mezinárodní měnový fond  |
| ECB      | Evropská centrální banka  | MPSV         | Ministerstvo práce a sociálních věcí                             |
| EDP      | Excessive Deficit Procedure (Procedura při nadměrném schodku)   | NH           | národní hospodářství   |
| EIA      | Energy Information Administration (Americký vládní úřad, poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky) | NHPP         | národohospodářská produktivita                                   |
| EIB      | Evropská investiční banka   | NJMN         | nominální jednotkové mzdové náklady                              |
| EK       | Evropská komise   | OECD         | Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj                  |
| ESA 95   | Evropský systém národních účtů  | PH           | pohonné hmoty  |
| ESCB     | Evropský systém centrálních bank  | PPI          | ceny průmyslových výrobců  |
| EU       | Evropská unie   | PRIBOR       | mezibankovní zápůjční úroková sazba                              |
| EUR      | euro  | (1T, 1M, 1R) | (jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)                         |
| EURIBOR  | úroková sazba evropského mezibankovního trhu  | repo sazba   | sazba dohod o zpětném odkupu                                     |
| Fed      | centrální banka USA   | RPSN         | roční procentní sazba nákladů                                    |
| FRA      | forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)   | SITC         | Standardní mezinárodní klasifikace zboží                         |
| GBP      | britská libra   | USA          | Spojené státy americké   |
| HDP      | hrubý domácí produkt  | USD          | americký dolar   |
| HP filtr | Hodrick-Prescottův filtr  | VŠPS         | výběrové šetření pracovních sil                                  |
| HPH      | hrubá přidaná hodnota   | WTI          | West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)                     |

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

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

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

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

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

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

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

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

**Dezinflace:** snižování inflace.

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

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

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

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

**Finanční účet platební bilance:** zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, 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 diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

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

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

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

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

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

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



**Realizované ceny 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.





**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)



