

V Praze dne 16. prosince 2011

Č.j.: 2011 / 844 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

**8. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji**

**Stručný obsah – důvod předložení:**

Jedná se o pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB. Materiál se předkládá bez rozporu.

**Část I**

Předkládací zpráva

**Útvary, s nimiž byl materiál projednán:**

Sekce bankovních obchodů  
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

**Část II**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Příloha: Inventura a analýza dopadů fiskálních opatření v ČR 2001–2011

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

Petr Vojtíšek, Petr Král, Tibor Hlédik,  
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,  
Kateřina Šmídková, Bořek Vašíček,  
Dana Hájková

**Část III**

Tisková zpráva má standardní obsah a vyplývá z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik

Zpracovatel: Sekce měnová a statistiky

**Předkládací zpráva**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. Obsahuje přílohu: Inventura a analýza dopadů fiskálních opatření v ČR 2001–2011.

## O B S A H

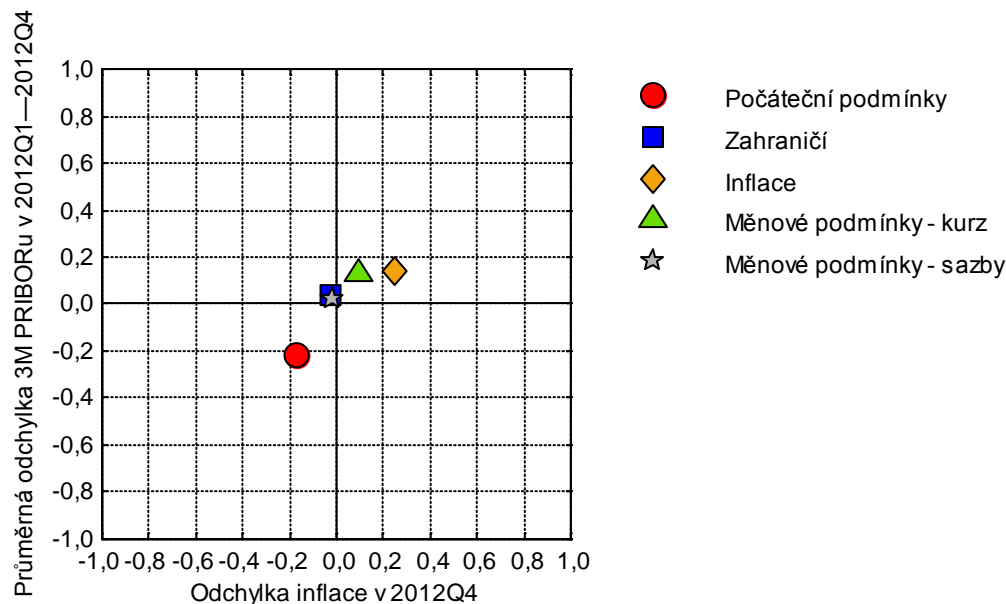
<b>I. SHRNU TÍ .....</b>	<b>1</b>
1 Graf rizik inflační prognózy (GRIP) a výsledná bilance rizik prognózy .....	1
2 Prognózy ostatních institucí .....	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů .....	5
<b>II. PROGNOZA ZE 7.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY .....</b>	<b>6</b>
<b>III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNOZY .....</b>	<b>7</b>
1 Vnější prostředí .....	7
Box: Jsou předpovědi Consensus Forecasts (CF) strnulé? .....	8
Box: Vzájemná obchodní výměna ČR se spolkovými zeměmi Německa .....	11
2 Vývoj veřejných rozpočtů .....	16
<b>IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN .....</b>	<b>18</b>
1 Trh práce .....	18
2 Ekonomický růst a jeho složky .....	21
3 Platební bilance .....	26
Box: Vývoj teritoriální struktury zahraničního obchodu ČR .....	27
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy .....	29
5 Peníze a úvěry .....	33
<b>V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNOZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH .....</b>	<b>38</b>
1 Domácí úrokové sazby .....	38
2 Devizový kurz .....	39

**Příloha – Inventura a analýza dopadů fiskálních opatření v ČR 2001–2011**

**Tabulkové a grafické přílohy**

## I. SHRNTÍ

### 1 Graf rizik inflační prognózy (GRIP) a výsledná bilance rizik prognózy



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu znamenají téměř neutrální bilanci rizik prognózy. Ve směru vyšší inflace i sazeb působí vývoj kurzu a inflace, v opačném směru pak počáteční podmínky. Vliv domácích úrokových sazeb a zahraničních veličin je neutrální.

Nad rámec simulace GRIPu existují další rizika a nejistoty. Klíčovou obousměrnou nejistotou je další průběh dluhové krize v eurozóně. Ta byla v 7.SZ zachycena alternativním scénářem, k němuž však zahraniční výhledy prozatím nakročily jen částečně. Nejistotou je zatížena též kvantifikace toho, do jaké míry současný vývoj cen potravin odráží předčasný průsak změny DPH či jiné faktory. Aktuálně slabší kurz vůči dosavadnímu průměru za celé čtvrtletí představuje dodatečné riziko ve směru vyšší inflace a sazeb oproti prognóze.

Celkovou bilanci rizik prognózy inflace ze 7.SZ tak hodnotíme jako mírně proinflační.

U **zahraničních veličin** došlo ke změně zejména u výhledu úrokových sazeb a poptávky<sup>1</sup>. Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se oproti základnímu scénáři ze 7.SZ posunul dolů. Rozdíl oproti RS07 je zhruba -0,2 p.b. na celé trajektorii sazeb. Toto přehodnocení působí na posun výhledu domácích sazeb směrem dolů. Tempo růstu zahraniční poptávky je přehodnoceno rovněž níže, což působí prostřednictvím zhoršení čistého vývozu a následně slabšího kurzu proinflačně, a kompenzuje tak vliv zahraničních úrokových sazeb. U výhledu zahraniční inflace nedošlo k výraznému přehodnocení. Celkově tak bod „Zahraničí“ působí v simulaci GRIPu neutrálně.

<sup>1</sup> Aktuální výhled zahraničního vývoje je založen na publikaci Consensus Forecasts (CF11) ze 14. listopadu (efektivní HDP, CPI, PPI a kurz USD/EUR) a tržních výhledech zpracovaných k 5. prosinci.

**Na trhu práce** v souladu s předpoklady odeznívá dosavadní slabé oživení. Celková zaměstnanost ve třetím čtvrtletí podle očekávání meziročně vzrostla o 0,3 %. Současně zřetelně poklesla i sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti (na 6,6 %), přičemž její výraznější pokles oproti prognóze byl dán neočekávaným poklesem pracovní síly. Nicméně pokles sezonně očištěné registrované nezaměstnanosti se v souladu s očekáváním během čtvrtého čtvrtletí zastavil. Vůči prognóze byl o něco pomalejší meziroční růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře, což však neplatí pro sezonně očištěná data. V nepodnikatelské sféře meziroční růst mezd po pěti čtvrtletích poklesu překvapivě překmitl do kladných hodnot. Růst národohospodářské produktivity práce dále zpomalil a ve třetím čtvrtletí byl mírně pod prognózou. Nominální jednotkové náklady ještě klesaly, zatímco prognóza předpokládala obnovení jejich růstu.

Spolu s uveřejněním **čtvrtletních národních účtů** za třetí čtvrtletí letošního roku došlo i k jejich výrazné mimořádné revizi. Nová data potvrzují pokračování fáze zpomalování meziročního růstu HDP, které však bylo oproti prognóze zřetelnější (na 1,2 %). Mezičtvrtletně ekonomická aktivita dokonce mírně poklesla. Jedinou složkou s kladným příspěvkem k meziročnímu růstu HDP byl v souladu s prognózou čistý vývoz. Záporné příspěvky spotřeby domácností a vlády odrážejí utlumený trh práce spolu s pokračujícím vlivem fiskální konsolidace. Oproti prognóze z listopadu byl růst ekonomické aktivity o 0,5 p.b. meziročně nižší, což je důsledkem menších příspěvků čistého vývozu a hrubé tvorby kapitálu. Část rozdílu mezi prognózou a skutečností je důsledkem uvedené revize dat, ačkoli změny se týkaly především úrovní i růstů jednotlivých výdajových složek, zatímco celkový růst HDP byl revidován jen mírně. Předstihové indikátory z domácí ekonomiky pro čtvrté čtvrtletí naznačují přetrvávání utlumené ekonomické aktivity.

Růst mezd v podnikatelské sféře v simulaci GRIPu působí na **Bod „počáteční podmínky“** zhruba neutrálně. Ve směru mírně nižších úrokových sazeb i inflace tak tento bod vychylují nově zveřejněná data národních účtů včetně provedené revize, jejíž hlubší posouzení však bude možné až při tvorbě nové prognózy<sup>2</sup>.

Hodnota celkové meziroční **inflace** za listopad letošního roku je oproti prognóze ze 7.SZ o 0,5 p.b. vyšší. Dominantní příčinou této odchylky je vývoj cen potravin, ostatní složky se od prognózy liší zanedbatelně. Vyšší růst cen potravin při naplněném vývoji cen zemědělských výrobců i cen zemědělských komodit v zahraničí byl pravděpodobně zčásti zapříčiněn dřívějším zvýšením cen prodejců v reakci na schválené zvýšení snížené sazby DPH. Tuto hypotézu podporuje plošný charakter růstu cen potravin v situaci nízkých poptávkových tlaků a načasování cenového růstu do listopadu – podobně tomu bylo i v roce 2007 před zvýšením snížené sazby DPH ve stejném rozsahu. V simulaci GRIPu je tento vliv částečně zohledněn tak, že je předpokládán následný méně výrazný nárůst cen v lednu 2012. Současně je zohledněn vyšší výhled regulovaných cen v oblasti regulovaného nájemného a cen energií. Bod „Inflace“ v GRIPu tak leží ve slabě proinflační poloze.

Průměr **úrokové sazby 3M PRIBOR** za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí 2011 činí přibližně 1,2 %. Tato hodnota je mírně nad prognózou ze 7.SZ 2011 (1,0 %), neboť v listopadu nedošlo ke snížení měnověpolitických sazeb v intencích základního scénáře prognózy. V simulaci GRIPu má však tato odchylka – za předpokladu zachování kredibility měnové politiky – zanedbatelný vliv na výhled inflace i průměr úrokových sazeb v delším

---

<sup>2</sup> Mimořádná revize národních účtů v simulaci GRIPu vede na horizontu prognózy k méně výrazné apreciaci koruny vlivem snížení nominálních čistých vývozů. Současně však dochází k pozvolnějšimu náběhu domácích inflačních tlaků, což má v souhrnu zhruba neutrální dopad do inflace a úrokových sazeb.

horizontu. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba dosahuje v průměru 0,41 p.b., což je v souladu s předpokladem prognózy.

Dosavadní průměr **měnového kurzu** za čtvrté čtvrtletí činí 25,2 CZK/EUR, a je tak oproti prognóze (24,8 CZK/EUR) o zhruba 0,4 Kč/EUR slabší. Kurzový bod v GRIPu se proto nachází v mírně proinflační poloze. Aktuální vývoj kurzu na hodnotě okolo 25,60 zesiluje tato rizika.

## 2 Prognózy ostatních institucí

Analytici očekávají dle listopadových šetření v příštím roce zpomalení růstu HDP lehce pod 1 %. Inflační očekávání v ročním i tříletém horizontu stagnují. Všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb na prosincovém zasedání BR ČNB. Tržní výhled sazeb je lehce klesající, pohybuje se mírně nad základním scénářem prognózy ČNB, avšak níže než alternativní scénář.

Ke dni odevzdání 8.SZ nebylo publikováno žádné prosincové šetření, na základě kterého by bylo možno provést standardní srovnání se základním a alternativním scénářem prognózy ze 7.SZ. Využíváme proto údaje za listopad, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 14.11.), Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 14.11.) a Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 21.11.).<sup>3</sup>

### Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

(u prognóz ČNB je vždy nejdříve uvedena hodnota základního scénáře a pokud se liší, pak i za lomítkem hodnota alternativního scénáře)

HDP (%)	rok 2011			rok 2012		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
8/11		2,1	2,3		2,2	2,5
9/11		2,0	2,1		1,6	1,8
10/11	2,0/1,9	1,9	2,0	1,2/-0,4	1,3	1,5
11/11		1,9	2,0		0,9	0,9

mzdy (%)	rok 2011			rok 2012		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
8/11		2,3	2,6		3,6	4,3
9/11		2,4	2,4		3,4	3,7
10/11	2,4	2,3	2,4	3,8/2,8	3,1	3,4
11/11		2,3	2,4		2,9	3,2

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
8/11		24,3		23,8	23,9
9/11		24,3		23,7	23,9
10/11	24,8 (4Q11)	24,5	22,7/24,0	24,0	24,0
11/11		25,0		24,3	24,1

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
8/11		2,8		2,3	
9/11		2,8	2,4	2,3	3,2
10/11	2,8 (4Q12)	2,8		2,2	
11/11		2,8		2,2	

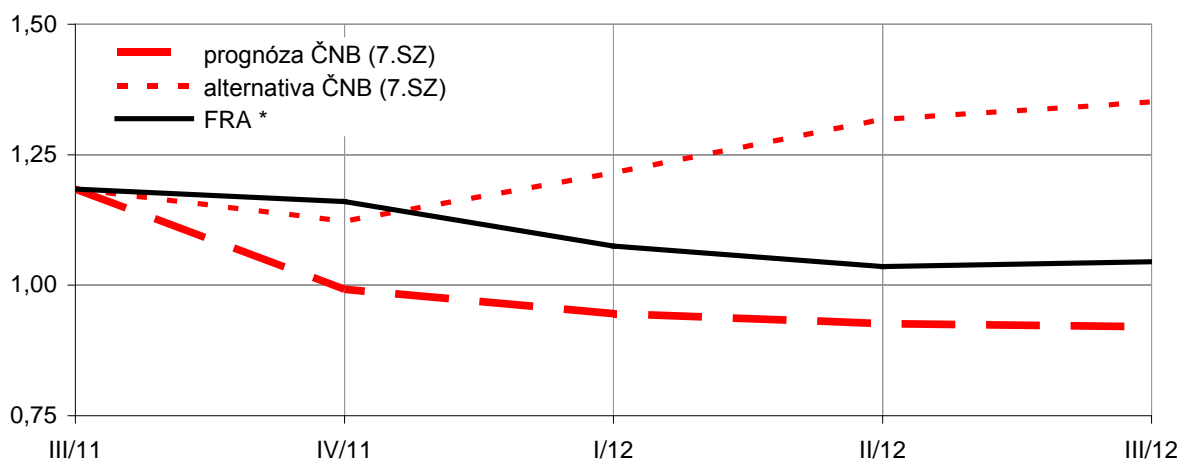
<sup>3</sup> Údaje z prosincového šetření IOFT a FECF budou uvedeny v MPD.

úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
8/11		1,4		1,7	2,3
9/11		0,9		1,5	2,0
10/11	0,5/0,9 (4Q12)	0,8	1,0/1,3 (4Q12)	1,3	1,9
11/11		0,8		1,3	1,9

Analytici v listopadu ponechali odhady růstu **HDP** pro letošní rok beze změny, v případě prognózy pro příští rok pokračovali v jejím snižování. Příčinou je zhoršující se výhled v zahraničí. Očekávaný růst **mezd** v letošním roce se nezměnil. V příštím roce se předpokládá mírné zrychlení tempa jejich růstu, ovšem v souvislosti s nižším odhadovaným růstem ekonomiky se také zde oproti prognózám v minulých měsících výhled snižuje. Převážně domácí analytici oslovení v listopadu v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu silnější **kurz** vůči současným hodnotám (průměr za 4.Q 2011 do 14.12. činí 25,2 CZK/EUR) o 3,7 %, převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FEECF pak o 4,2 %. Obě skupiny analytiků tak předpokládají v ročním horizontu podstatně slabší kurz než základní scénář prognózy ČNB (22,7 CZK/EUR), zatímco odchylka prognóz analytiků od výhledu kurzu z alternativního scénáře ČNB není významná. **Inflační očekávání** v ročním i tříletém horizontu stagnovala. V obou horizontech se stále pohybují nad 2% inflačním cílem. Přitom v ročním horizontu se v prognózovaném zvýšeném růstu cen odráží analyticky očekávaný dopad růstu snížené sazby DPH. V horizontu tří let pak očekávání analytiků v posledních měsících postupně klesají směrem k inflačnímu cíli. Predikce **úrokových sazeb** se nezměnily. Na prosincovém zasedání BR ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. V ročním horizontu se jejich odhady repo sazby pohybují v rozmezí 0,75 až 1,00 %. To znamená, že s dalším snižováním repo sazby pod současnou úroveň již nepočítají.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s trajektorií sazeb konzistentní se základním a alternativním scénářem prognózy. **Výhled sazeb FRA** je lehce klesající. Pro rok 2012 se pohybuje na mírně vyšší hladině než základní scénář, avšak níže než alternativní scénář.

#### Srovnání sazeb FRA s trajektorií sazeb konzistentní se základním a alternativním scénářem (v %)



\* kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 14.12.2011

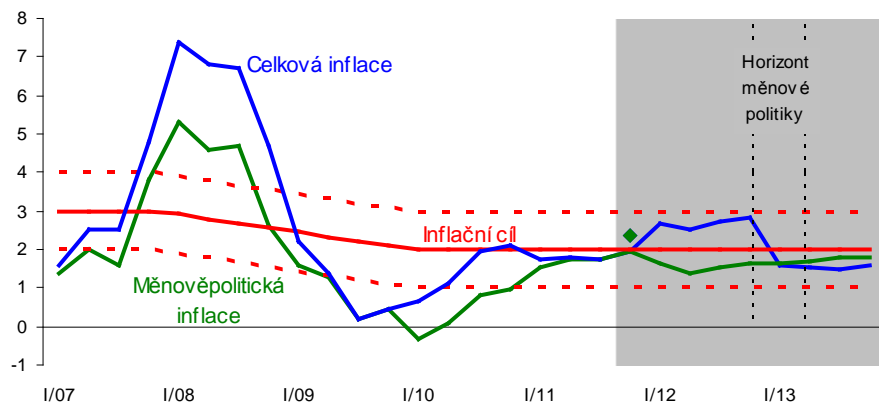
### 3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		predikce 7. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	III/11	1.7	1.2
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	III/11	-0.3	-0.4
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	III/11	-3.5	-3.0
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	III/11	-6.8	-6.6
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	III/11	0.2	-1.9
Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	III/11	-1.7	-1.4
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	III/11	7.7	8.8
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	III/11	2.5	3.1
Vývoz zboží (přeshraniční statistika)	10/11	7.8 (Q)	9.6
Dovoz zboží (přeshraniční statistika)	10/11	5.6 (Q)	4.9
Obchodní bilance (přeshraniční statistika) (mld. Kč)	10/11	20.0	25.5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	10/11	.	1.3
Finanční účet platební bilance (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	10/11	.	-16.5
Index spotřebitelských cen	11/11	2.0	2.5
Ceny průmyslových výrobců	11/11	5.1 (Q)	5.6
Ceny zemědělských výrobců	11/11	5.0 (Q)	5.3
Vývozní ceny	10/11	2.7 (Q)	4.5
Dovozní ceny	10/11	4.9 (Q)	6.9
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	11/11	8.7 (Q)	8.3
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	11/11	.	8.0
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let, metodika ILO (ČSÚ)	III/11	7.2	6.6
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	III/11	0.3	0.3
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	III/11	0.3	0.2
ostatní	III/11	0.1	1.0
Průměrná nominální mzda	III/11	2.5	2.4
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	III/11	3.2	2.7
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	III/11	-1.0	1.1
Průměrná nominální mzda v průmyslu	10/11	.	3.1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	10/11	.	1.1
Peněžní zásoba (M2)	10/11	5.4 (Q)	4.3
Průmyslová produkce (s.o.)	10/11	.	2.1
Stavební produkce (s.o.)	10/11	.	-9.9
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (s.o.)	10/11	.	1.9

(Q) U uvedeného údaje neexistuje predikce na jednotlivý měsíc, proto se uvádí predikce na čtvrtletí.

## II. PROGNOZA ZE 7.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

Na počátku listopadu 2011 byla publikována nová střednědobá prognóza na roky 2011 až 2013. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, její prognózu, bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky. V listopadu 2011 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2,5 %, což bylo o 0,5 p.b. více, než očekávala prognóza ze 7.SZ.



Pozn.: Údaj za 4.čtvrtletí 2011 je průměrem skutečnosti za říjen a listopad a očekávanou hodnotou za prosinec.

### Aktuální prognóza a její změny oproti 5.SZ 2011 (mzr. v %)

		IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12	I/13	II/13	III/13	IV/13
CPI	7.SZ	2,0	2,7	2,5	2,7	2,8	1,6	1,5	1,5	1,6
	5.SZ	2,3	3,4	3,2	3,1	3,2	1,8	1,8	1,8	1,9
CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	7.SZ	2,0	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8
	5.SZ	2,3	2,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1
HDP (sezonně očištěno)	7.SZ	1,3	0,7	1,0	1,3	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0
	5.SZ	1,5	1,1	1,6	2,6	3,3	3,8	3,8	3,8	3,9
Nominální mzdy v podnikatelské sféře	7.SZ	3,5	3,7	3,9	4,3	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7
	5.SZ	3,8	4,3	4,9	5,2	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0
Implikované sazby	7.SZ	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,5	1,7
	5.SZ	1,3	1,5	1,6	1,7	1,9	2,2	2,4	2,6	2,7
		2012	2013							
Zaměstnanost	7.SZ	0,1	0,2							
	5.SZ	0,2	0,8							
Míra nezaměstnanosti *	7.SZ	8,8	8,2							
	5.SZ	8,2	7,9							
Deficit BÚ a KÚ na HDP v b.c.	7.SZ	-3,2	-2,4							
	5.SZ	-3,1	-2,8							

\* Registrovaná míra nezaměstnanosti celkem (průměr za období)

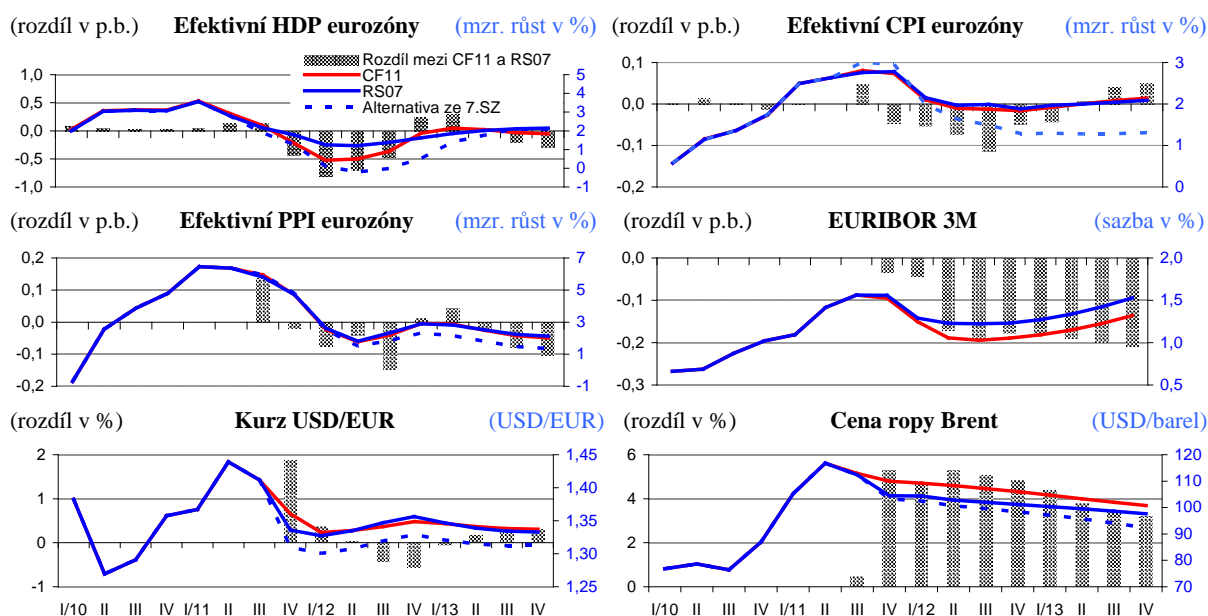
# III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

## 1 Vnější prostředí

Meziroční hospodářský růst v eurozóně ve třetím čtvrtletí zpomalil. Další zpomalení je očekáváno jak pro aktuální čtvrtletí, tak zejména pro celý příští rok. Aktualizovaný výhled růstu efektivního HDP v eurozóně se posunul ve směru alternativního scénáře prognózy. Dosavadní nejasnost řešení dluhové krize eurozóny významně zvýšila rizikovou averzi investorů vůči celé Evropě. ECB reagovala na tento vývoj v listopadu a prosinci dvojnásobným snížením úrokových sazeb, které je doprovázeno dodatečnými nástroji na podporu likvidity bankovního sektoru a odkupy státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny. Očekávané tržní úrokové sazby 3M EURIBOR následkem toho dále poklesly až na 1 %, kterého by mělo být dosaženo v průběhu roku 2012. Euro nicméně prozatím nereagovalo výraznějším oslabením. Aktuální výhled stejně jako předpoklady prognózy očekává oslabení eura, i když v menším rozsahu ve srovnání s alternativním scénářem. Očekávaná míra inflace v efektivní eurozóně se také nezměnila, a je tak stále v souladu se základním scénářem. Oproti předchozímu předpokladu však došlo k mírnému zvýšení očekávané trajektorie ceny ropy Brent.

### 1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální výhled zahraničního vývoje je založen na Consensus Forecasts (CF11) ze 14. listopadu<sup>4</sup> (efektivní HDP, CPI, PPI a kurz USD/EUR) a tržních výhledech zpracovaných k 5. prosinci (EURIBOR, ceny ropy Brent a benzínu). V grafech (viz níže) jsou vedle předpokladů základního scénáře prognózy uvedeny též výhledy zahraničních veličin podle alternativního scénáře ze 7.SZ.



Aktuální výhled **efektivního HDP** v eurozóně podle CF11 byl ve srovnání s referenčním scénářem 7.SZ (RS07) přehodnocen směrem dolů, tedy ve směru alternativního scénáře.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Prosincový CF bude k dispozici až 16. prosince, proto nemohl být do textu 8.SZ zpracován. Bude však zohledněna v MPD a prezentaci na jednání bankovní rady.

<sup>5</sup> Pro letošní rok byl nejvíce snížen výhled hospodářského růstu ve Finsku (o 0,5 p.b.). Pro rok 2012 došlo ke zhoršení výhledu u všech zemí eurozóny, nejvíce v případě Kypru a Slovenska (o 0,9 p.b.).

V letošním roce by tak měl hospodářský růst v efektivní eurozóně dosáhnout 2,5 % (snížení o 0,1 p.b.). V roce 2012 by však mělo dojít k prudkému zpomalení růstu na 0,9 %, což je o 0,5 p.b. méně ve srovnání s předpokladem RS07. Předpoklad pro rok 2013 zůstal zachován na úrovni 2 %. Alternativní scénář předpokládá větší zpomalení růstu HDP téměř na nulu v roce 2012 a na 1,9 % v roce 2013.

Ve srovnání s hospodářským růstem bylo očekávané tempo růstu **cen průmyslových výrobců (PPI) i spotřebitelských cen (CPI)** v efektivní eurozóně oproti RS07 přehodnoceno pouze nepatrně (snížení o 0,1 p.b. v roce 2012). Růst cen průmyslových výrobců by tak měl v letošním roce dosáhnout 5,9 % a v příštích dvou letech poklesnout na 2,4 %. V případě spotřebitelských cen by měl růst v letošním roce činit 2,7 % a v dalších dvou letech potom 1,9 %, resp. 2,0 %. Aktuální výhledy cenového vývoje v eurozóně tak prozatím odpovídají spíše předpokladům základního scénáře prognózy, neboť alternativní scénář předpokládá v souvislosti s nižším očekávaným hospodářským růstem také výraznější zpomalení růstu cen.

Výhled **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů je pro roky 2012 a 2013 o 5 %, resp. 3,7 % vyšší ve srovnání se základním scénářem 7.SZ, i když si stále zachovává pozvolna klesající trajektorii k hladině 100 USD/b. na konci roku 2013. Alternativní scénář přitom podobně jako v případě obou cenových agregátů (PPI, CPI) předpokládá mírně nižší hladinu ceny ropy ve srovnání se základním scénářem.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dosahuje **kurz amerického dolaru vůči euru** mírně slabších hodnot ve srovnání s RS07. Po zbytek horizontu předpovědi by se však již měl kurz USD/EUR vyvíjet v souladu s předpokladem základního scénáře prognózy, tj. setrvávat na úrovni okolo 1,34 USD/EUR. Alternativní scénář předpokládá v souvislosti s výraznějším dopadem dluhové krize eurozóny slabší euro, resp. větší posílení amerického dolaru vůči euru k hodnotám okolo 1,31 USD/EUR.

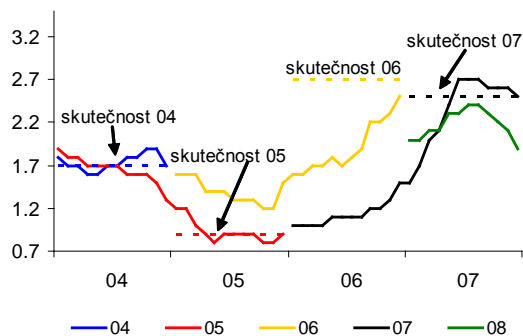
K dalšímu posunu směrem dolů došlo u implikované trajektorie sazeb **3M EURIBOR**. Oproti základnímu scénáři prognózy je tak výhled zahraničních sazeb v průměru o přibližně 0,2 p.b. níže. Úrokové sazby tak reagovaly na snížení základní refinanční sazby ECB na jejím listopadovém a prosincovém zasedání na současnou 1% úroveň, na které se tato sazba nacházela v dubnu letošního roku, a rovněž na dodatečná opatření ECB na podporu likvidity. Během roku 2012 je trhy očekáván postupný pokles tříměsíčního EURIBORu až na 1 % ve třetím čtvrtletí a poté jeho opětovný mírný růst. Změna tržního výhledu 3M EURIBORu je víceméně v souladu s očekáváním analytiků CF11, kteří také oproti říjnu přehodnotili výhled úrokových sazeb směrem dolů.

#### **Box 1: Jsou předpovědi Consensus Forecasts (CF) strnulé?**

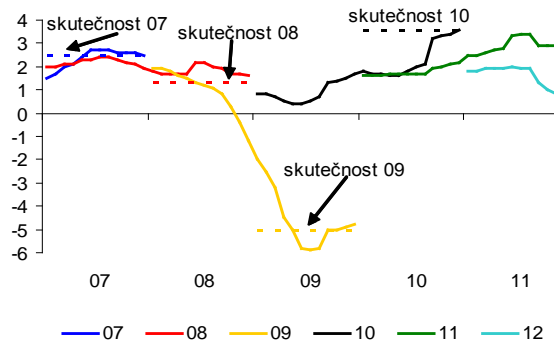
V minulé Situační zprávě byl vedle základního scénáře prognózy – standardně založeném mj. na očekávané efektivní poptávce dle výhledů CF – vypracován také alternativní scénář prognózy. Důvodem jeho vzniku bylo namodelovat budoucí vývoj vnějšího prostředí konzistentně s v té době aktuálním vnímáním finančních trhů a eliminovat pozorovanou strnulost výhledů CF. Cílem boxu je tuto předpokládanou strnulost CF popsat, a to na datech o německém HDP, která mají výrazný vliv na výsledek predikčního procesu v ČNB.

Kvalitativní vyhodnocení rozsahu zpoždění v procesu vsřebávání nových informací do CF lze provést sledováním revizí historických předpovědí CF. Z grafů je patrné, že revize jsou tím výraznější, čím výraznější je změna růstu ekonomiky. Například ještě na začátku roku 2009 CF předpovídal pouze mírný meziroční pokles německé ekonomiky, avšak tento pokles byl nakonec výrazný. Dalším příkladem může být situace v USA v roce 2008, kdy CF ještě v prosinci predikoval nárůst HDP o 1,2 %, zatímco HDP ve skutečnosti v roce 2008 poklesl o 0,3 % (revidovaný údaj).

**Vývoj predikcí CF německého HDP  
(2004 – 2007)**  
(% HDP, zdroj: Consensus Economics)



**Vývoj predikcí CF německého HDP  
(2007 – 2011)**  
(% HDP, zdroj: Consensus Economics)



Poznámka: plné čáry označují predikci HDP v daném měsíci (osa x) na daný rok (podle barvy), přerušované čáry pak skutečnou (nerevidovanou) hodnotu.

Kvantifikace míry zpoždění a efektivnosti CF byla provedena např. Isiklarem et al. (2006)<sup>6</sup> na bázi panelových dat, která zohledňují přelévání šoků mezi zeměmi. Autoři došli k závěru, že CF je slabě neefektivní, tedy že autokorelace revizí predikcí je statisticky významně pozitivní; podobné výsledky dalších prací shrnují např. Franses et al. (2011)<sup>7</sup>. Tato první neefektivnost výhledu CF pramení z toho, že směr revizí CF je předvídatelný. Pro současnou situaci to znamená, že nemůžeme na základě CF vyloučit podobnou situaci jako ke konci roku 2008, kdy byly silně směrem dolů postupně revidovány výhledy hospodářské výkonnosti Německa, ale i celé eurozóny. Listopadový CF přináší výhledy německé ekonomiky (eurozóny) s mírným růstem za celý rok 2012, nicméně revize v posledních pěti měsících probíhají směrem dolů.

Z anekdotické evidence plyne, že se v daném měsíčníku CF vydává za aktuální predikci i předpověď, která byla danou institucí vyhotovena dříve, tj. ne výslovně ke dni sběru výhledů pro dané číslo CF. Navíc výhledy zveřejňované k danému měsíci jsou o několik dní starší z důvodu zpracování ve firmě Consensus Economics (vydavatel CF). To může být jeden z důvodů postupných a opožděných revizí výhledů.

Druhá neefektivnost CF plyne z pozitivní zpožděné korelace revizí CF napříč zeměmi v daném období. Ta je zřejmě způsobena tím, že analytici v jednotlivých zemích předpokládají podobný vývoj v zahraničí a revize vývoje jedné země jsou tedy v dalším období reflektovány podobně v predikcích dalších zemí. Isiklar et al. (2006) došli na základě VAR modelu k závěru, že rychlost vstřebávání inovací v predikci jedné země do predikce dalších zemí je relativně nízká; především u predikcí týkajících se Německa trvá v průměru 5 měsíců, než je absorbováno 90 % inovací v zahraničních prognózách.

Přes výše uvedené skutečnosti je nutné konstatovat, že podobnými nedostatky je zatížena většina zveřejňovaných předpovědí. Základním důvodem je to, že předpovědi jsou založeny z větší části na modelech, které využívají historická data. Jak ukázali Novotný a Raková (2011)<sup>8</sup>, chybovost předpovědí CF je oproti mezinárodním institucím nejnižší, a tak se stále jedná o nejlepší volbu z daných nedokonalých možností, které jsou pro pravidelnou evaluaci vnějšího prostředí ze zdrojů mimo ČNB k dispozici (navíc s měsíční frekvencí předpovědí). V turbulentních dobách je nicméně vhodné zvažovat vytváření alternativ vůči výhledům CF.

<sup>6</sup> Isiklar, G. – Lahiri, K. – Loungani, P. (2007): How quickly do forecasters incorporate news? Evidence from cross-country surveys. *Journal of Applied Econometrics* 21 (6), 703--725.

<sup>7</sup> McAleer, M. – Franses, P. – Chang, C. (2011): Analyzing Fixed-event Forecast Revisions. *KIER Working Papers*.

<sup>8</sup> Novotný, F. – Raková, M. (2011). Assessment of Consensus Forecasts Accuracy: The Czech National Bank Perspective. *Finance a úvěr* 61 (4), 348--366.

## 1.2 Eurozóna

Ve třetím čtvrtletí 2011 zůstalo mezičtvrtletní tempo růstu **HDP eurozóny** nezměněno na úrovni 0,2 %, zatímco meziroční ekonomický růst zpomalil o 0,3 p.b. na 1,4 %. Míra nezaměstnanosti se zvýšila na 10,3 %. Výhled pro čtvrté čtvrtletí je výrazně ovlivněn prohlubováním evropské dluhové krize. Zpomalení hospodářského růstu naznačují říjnová snížení využití kapacit, stejně jako meziměsíční pokles nových průmyslových objednávek v září o 6 %. Zhoršení ekonomické aktivity ve čtvrtém čtvrtletí naznačuje také pokles všech sledovaných předstihových ukazatelů v průběhu třetího a čtvrtého čtvrtletí. Pokud vyjdeme z predikce CF11 pro celý rok 2011 (sdíleno též EK, ECB, MMF a OECD) ve výši 1,6 %, tato hodnota implikuje meziroční růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí o 0,9 % resp. mezičtvrtletní pokles o 0,5 %.

Výhled vývoje HDP pro rok 2012 zásadně závisí na dalším průběhu dluhové krize a jejím vyřešení nebo alespoň zmírnění. Významnou roli při jejím řešení měl sehrát evropský summit 8. a 9. prosince, jeho výsledky jsou však zatím spíše nejasné a budí rozpaky.

CF11 snížil svůj odhad ekonomického růstu v příštím roce na 0,4 %, obdobně jako EK (na 0,5 %) a ECB (na 0,3 %). Prognóza MMF ze září je vyšší (1,1 %).

**Inflace se v eurozóně** udržuje od letošního září (podle rychlého šetření i v listopadu) na úrovni 3 % zejména kvůli vysokým cenám energií a dalších komodit. Podle CF11 by se inflace měla postupně snižovat, ale až do prvního čtvrtletí 2012 by měly její hodnoty zůstat nad 2% hranicí a klesnout pod ni by inflace měla teprve ve druhém čtvrtletí příštího roku.

**ECB snížila 8. prosince svou základní úrokovou sazbu** o 0,25 p.b. na 1 % po obdobném snížení 3. listopadu (z 1,5 % na 1,25 %). ECB uvolnila měnovou politiku, přestože inflace zůstala i v listopadu na 3% hladině, a ECB očekává její udržení nad hranicí 2 % ještě řadu měsíců. ECB se domnívá, že ve čtvrtém čtvrtletí 2011 a zejména v příštím roce dojde k významnému oslabení ekonomického růstu eurozóny. Prosincová makroekonomická prognóza ECB výrazně snížila očekávaný hospodářský růst pro rok 2012 o 1 p.b. na 0,3 %. Z tohoto důvodu dojde také k významnému oslabení inflačních tlaků v eurozóně. Takový výhled podporuje též vývoj měnových agregátů. Meziroční nárůst M3 se v říjnu snížil na 2,7 %, zatímco růst úvěrů soukromému sektoru se mírně zvýšil na 3 %. ECB dále rozhodla o opatřeních ke zvýšení likvidity bankovního sektoru eurozóny a zlepšení fungování peněžního trhu s cílem podpořit vývoj úvěrů soukromému nebankovnímu sektoru. Jsou to zavedení dlouhodobé (tříleté) refinanční operace s plným uspokojením požadavků, uvolnění podmínek pro přijímaný kolaterál a snížení sazby PMR ze 2 % na 1 %.

**Mezičtvrtletní růst německého HDP** ve třetím čtvrtletí 2011 zrychlil o 0,2 p.b. na 0,5 % zejména díky silnému nárůstu spotřeby domácností, fixních investic a pokračujícímu silnému vývozu. Meziroční ekonomický růst sice mírně oslabil na 2,6 %, ale zůstává jeden z nejvyšších v eurozóně. Přispěly k němu silná spotřeba domácností i vlády, růst investic a přebytek čistého vývozu. Přes rychlý hospodářský růst ve třetím čtvrtletí je výhled pro německou ekonomiku ve čtvrtém čtvrtletí poněkud zamlžený. Meziměsíčně se průmyslová výroba v říjnu zvýšila o 0,8 %, ale nové průmyslové objednávky v září poklesly o 4 % a meziroční tempa jejich růstu se ve čtvrtém čtvrtletí (za dosud známé měsíce) snížila na polovinu. Navíc PMI v průmyslu dlouhodobě klesá a v listopadu se snížil také PMI ve službách. Naproti tomu maloobchodní obrát v září a říjnu meziměsíčně vzrostl a listopadové ukazatele spotřebitelské důvěry se zlepšily, stejně jako index Ifo. Pro příští rok se prognózy v průběhu posledního měsíce významně zhoršily. CF11 snížil svůj odhad růstu na 0,8 %, stejně jako EK. Německá vláda očekává 1% růst HDP. Postiženy by podle CF11 v příštím

roce měly být zejména investice (propad dynamiky proti roku 2011 o 7 p.b. na 3 %) a průmyslová výroba (zpomalení o 6 p.b. na 2 %). Důvodem zhoršeného výhledu je prohlubování evropské dluhové krize a pokles zájmu o německé vývozy v důsledku oslabení globální poptávky.

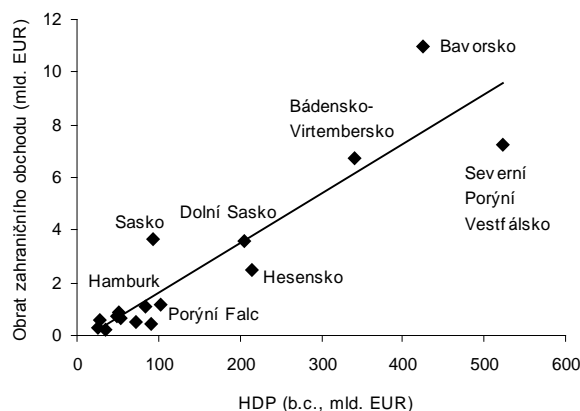
**Inflace se v Německu** podle předběžného odhadu v listopadu snížila o 0,1 p.b., ale zůstává vysoká (2,8 %). Hlavní příčinou jsou přetrvávající vysoké ceny energií a komodit. Růst cen průmyslových výrobců mírně zpomaluje (na 5,3 % v říjnu). Také CF11 očekává ve čtvrtém čtvrtletí snížení inflace a od druhého čtvrtletí 2012 růst spotřebitelských cen pod 2% hladinou.

### Box 2: Vzájemná obchodní výměna ČR se spolkovými zeměmi Německa<sup>9</sup>

Cílem boxu je zmapovat význam jednotlivých spolkových zemí Německa na zahraničním obchodu ČR. Jak ukazuje obrázek 1, intenzita zahraničního obchodu jednotlivých spolkových zemí Německa s ČR se odvíjí od jejich celkového ekonomického významu v rámci SRN (dle velikosti HDP). Svou roli ale hraje i jejich geografická vzdálenost od ČR. Proto má Bavorsko, přestože není ekonomicky nejvýznamnější spolkovou zemí SRN, největší obchodní výměnu s ČR. Druhou hraniční spolkovou zemí s ČR je Sasko (obr. 3), které se rovněž nachází nad spojnici trendu mezi velikostí obrátu vzájemného zahraničního obchodu a velikostí HDP jednotlivých spolkových zemí. Naopak s ekonomicky nejsilnějším ale geograficky vzdálenějším Severním Porýním-Vestfálskem (tj. tradičním centrem německého průmyslu – Porýní-Porúří) má ČR relativně menší obchodní výměnu. Ostatní spolkové země se příliš neodchylují od spojnice trendu.

Tabulka 1 dále zachycuje podíl jednotlivých spolkových zemí na celkovém vývozu ČR do Německa. Nejvýznamnější v tomto ohledu jsou tři bývalé „západoněmecké“ země: Bavorsko, Bádensko-Virtembersko a Severní Porýní-Vestfálsko, které společně absorbují přibližně 62 % celkového českého vývozu do Německa.

**Obr. 1 Srovnání ekonomického významu spolkových zemí Německa a hodnoty jejich zahraničního obchodu s ČR (rok 2009)**



Pozn.: HDP ČR činil v roce 2009 141,4 mld. EUR.  
Zdroj: Německý statistický úřad (vlastní výpočty)

**Tab. 1 Podíl jednotlivých spolkových zemí na celkovém vývozu ČR do Německa (v %) a změna podílu mezi roky 2010 a 2002 (v p.b.)**

	2002	2010	2010-2002
Bavorsko	28,4	30,4	2,0
Bádensko-Virtembersko	13,9	17,3	3,4
Severní Porýní-Vestfálsko	13,2	14,3	1,1
Sasko	5,0	9,1	4,1
Dolní Sasko	6,8	7,3	0,5
Hesensko	9,8	6,4	-3,4
Hamburk	1,5	3,9	2,4
Porýní Falc	2,8	2,0	-0,8
Durínsko	1,3	1,4	0,1
Sársko	1,4	1,3	0,0
Sasko-Anhaltsko	0,8	1,2	0,4
Brandembursko	0,7	1,0	0,3
Brémy	0,8	1,0	0,1
Šlesvicko-Holštýnsko	0,7	0,9	0,2
Berlin	1,0	0,9	-0,1
Meklenbursko-Přední Pomořansko	0,2	0,3	0,1
Nezařazeno	11,7	1,4	-10,3

Pozn.: Řazeno podle podílu na vývozu ČR v r. 2010.  
Zdroj: Německý statistický úřad (vlastní výpočty)

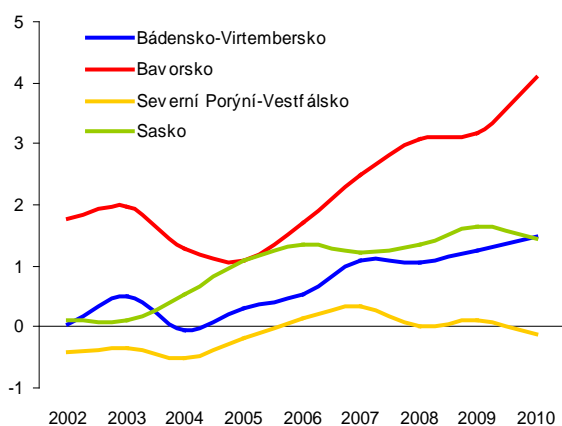
Další důležitý pohled představuje vývoj obchodní bilance ČR s jednotlivými spolkovými zeměmi.<sup>10</sup> Největší obchodní přebytek má ČR podle dostupných dat s Bavorskem. Dále následují sousední Sasko

<sup>9</sup> Statistika zahraničního obchodu mezi jednotlivými spolkovými zeměmi Německa není k dispozici, proto je analýza zaměřena pouze na vzájemný obchod mezi ČR a jednotlivými spolkovými zeměmi na základě dat Německého statistického úřadu ([www.destatis.de](http://www.destatis.de)).

a vzdálenější Bádensko-Virtembersko. Přibližně vyrovnanou obchodní bilanci má ČR s ekonomicky nejvýznamnější spolkovou zemí Severním Porýním-Vestfálskem (obr. 2).

Z hlediska komoditní struktury zahraničního obchodu pracujeme pro zjednodušení pouze se čtyřmi výše zmíněnými, pro ČR z hlediska objemu vývozu nejvýznamnějšími, spolkovými zeměmi. Na základě dat zahraničního obchodu za rok 2010 dosahovala koncentrace vývozu do Bavorska vyšší úroveň než koncentrace dovozu z Bavorska do ČR. Vývoz z ČR se nejvíce koncentroval do těchto komoditních skupin: přístroje na zpracování dat a elektrické a optické přístroje, resp. motorová vozidla a jejich součásti. Z hlediska přebytku obchodní bilance ČR byl důležitý také vývoz elektrické energie. Ještě větší koncentrace než v případě Bavorska dosahuje český vývoz do sousedního Saska, kdy více jak polovinu vývozu tvořila motorová vozidla a jejich součásti. Z hlediska přebytku obchodní bilance byl opět relativně významný také vývoz elektrické energie. Naopak dovozu ze Saska do ČR dominovaly stroje.

**Obr. 2 Saldo zahraničního obchodu ČR s vybranými spolkovými zeměmi (mld. EUR)**



**Obr. 3 Mapa Spolkové republiky Německo**



Zdroj: Německý statistický úřad (vlastní výpočty)

Do Bádenska-Virtemberska vyvážela ČR opět nejvíce motorová vozidla a jejich součásti a také stroje, které však měly podobný podíl zároveň na dovozu do ČR. Nejvíce diverzifikovaný vývoz měla ČR do Severního Porýní-Vestfálska s nejvýznamnějším podílem motorových vozidel, elektrického vybavení, kovů a strojů. Na straně dovozu do ČR zaujímaly významné místo chemické výrobky.

Analýza struktury celkového vývozu ČR do Německa z hlediska užití<sup>11</sup> ukazuje, že nejvýznamnější položku představovaly v průměru za roky 2002, 2006 a 2010 vývozy pro mezispotřebu (přibližně 61 %) následovány vývozy pro konečnou spotřebu (21 %) a vývozy pro investiční účely (18 %). V průběhu sledovaných let byl přítom patrný pokles podílu vývozu pro mezispotřebu (o 6,1 p.b.) při rostoucím podílu vývozu pro konečnou spotřebu a investiční účely. Přes pozorovaný pokles však vývozy pro mezispotřebu stále představují zdaleka nejvýznamnější skupinu celkových vývozu do

<sup>10</sup> Na straně vývozu jednotlivých spolkových zemí do ČR představují nejvýznamnější položku operace nezařazené k žádné zemi (ozn. nezařazeno). Na straně dovozu jednotlivých spolkových zemí z ČR není tato položka zdaleka tolik významná.

<sup>11</sup> Vývozem zboží podle způsobu užití se rozumí vývoz pro konečnou spotřebu, tj. spotřebu domácností a vlády, vývoz pro investice a vývoz pro mezispotřebu. Dekompozice vývozu dle užití vychází z databáze zahraničního obchodu ČSÚ, a to z dvoumístného a trojmístného členění vývozu zboží v běžných cenách na základě klasifikace SITC. Pro zařazení příslušné položky byly rozhodující její převažující toky podle užití v roce 2006.

Německa, což nepřímo potvrzuje zprostředkovaný význam poptávky po německých vývozech pro českou ekonomiku.

Geografická blízkost a zejména nižší relativní mzdové náklady v ČR<sup>12</sup> představují pro ČR významnou komparativní výhodu ve srovnání s ostatními spolkovými zeměmi Německa a předurčují českou ekonomiku do role exportéra meziproductů pro konečné zpracování, což ve výsledku vede k těsné vertikální provázanosti české a německé ekonomiky. Z teritoriálního hlediska tomu odpovídá koncentrace českého vývozu zejména na ekonomicky vyspělejší bývalé „západoněmecké“ spolkové země. Provázanost české a německé ekonomiky byla navíc podpořena předchozími přílivy přímých zahraničních investic z Německa, které je hned po Nizozemí<sup>13</sup> nejvýznamnějším přímým zahraničním investorem v ČR.

Mezičtvrtletní **růst HDP slovenské ekonomiky** ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval na úrovni 0,8 %, meziroční růst se mírně snížil o 0,2 p.b. na 3,2 %; vedle Finska a Estonska zůstává nejrychlejší v eurozóně. Silná je zejména dynamika investic a vývozu, průmyslová výroba se v září meziročně zvýšila o 7,4 %. Podobně jako u dalších zemí CF11 očekává pro čtvrté čtvrtletí 2011 další mírný pokles zatím rychlého mezičtvrtletního i meziročního růstu. Proti minulému měsíci snížil CF11 významně svůj výhled slovenského ekonomického růstu pro rok 2012, a to téměř o 1 p.b. na 1,8 %. Očekávaný pokles evropské poptávky se projeví ve výrazném snížení fixních investic a průmyslové výroby. Mírně posílit by naopak měla spotřeba domácností.

**Slovenská inflace** se v listopadu dále mírně zvýšila na 4,8 % z hladiny 4,6 % v říjnu. V tomto měsíci také rostly rychleji ceny průmyslových výrobců. Důvodem jsou akcelerující ceny energií a nezpracovaných potravin. CF11 pro příští rok očekává snížení průměrné inflace o 1,5 p.b. na 2,4 %.

### 1.3 Cena ropy

Od druhé říjnové dekády se pohybuje cena **ropy Brent** v pásmu 106–115 USD/b. Vývoj ceny ropy byl v uvedeném období částečně ovlivněn makroekonomickými údaji, avšak dominujícím faktorem byl ubývajícím optimismus ohledně vyřešení evropské dluhové krize, politické změny v Řecku a Španělsku a riziko ohrožení dalších zemí eurozóny. Ve druhé polovině listopadu cenu ropy mírně tlačil dolů posilující americký dolar. Na konci měsíce se však obnovil její růst. Ten vyvrcholil v posledním listopadovém dni, když cena ropy vystoupala na dvoutýdenní maximum po rozhodnutí Fedu o snížení úroku na poskytovanou dolarovou likviditu přes swapové linky s ECB a dalšími čtyřmi centrálními bankami. Úvahy EU o zavedení embarga na iránskou ropu zatím cenu ropy Brent ovlivnily jen nepatrně.

Ve sledovaném období **ropa WTI** trendově rostla, v důsledku čehož postupně mizel od začátku roku rostoucí záporný diferenciál mezi cenou ropy WTI a Brent. Příčinou rostoucího cenového rozdílu byl od začátku roku 2011 výrazný přebytek nabídky ropy nad poptávkou, který způsobila specifika infrastruktury v místě dodání ropy WTI (Cushing, stát Oklahoma).<sup>14</sup> V polovině listopadu začal tento rozdíl poprvé za letošní rok klesat. Růst ropy WTI podpořily zprávy o klesajících zásobách v USA spolu s uspokojujícími makroekonomickými údaji

<sup>12</sup> V roce 2010 dosahovaly hodinové pracovní náklady v ČR pouze 33% úrovně hodinových pracovních nákladů v Německu (zdroj Eurostat).

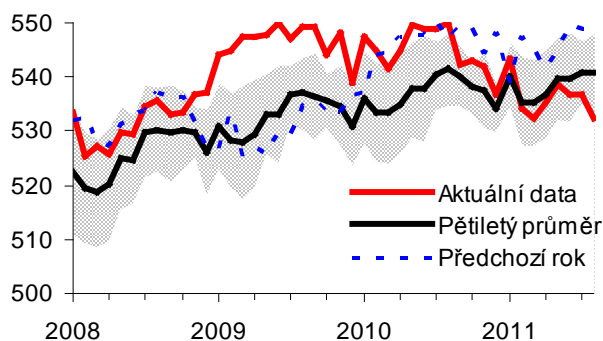
<sup>13</sup> Přes obchodní společnosti zaregistrované v Nizozemí je v ČR investován kapitál z dalších zemí a díky tomu není Nizozemí plně srovnatelnou zemí.

<sup>14</sup> Pro podrobnou analýzu cenového rozdílu viz J. Hošek a F. Novotný (2011): „Nárůst rozpětí mezi cenou severomořské ropy Brent a americké ropy WTI“, Globální ekonomický výhled, listopad, str. 12–17.

z americké ekonomiky a akvizicí podílu ConocoPhillips na ropovodu vedoucím mezi Oklahomou a Mexickým zálivem kanadskou společností Enbridge. Nový vlastník předložil návrh obrácení toku ropovodu Seaway tak, aby se mohla ropa z přeplněného skladiště v Cushingu dostat k rafinériím na pobřeží Mexického zálivu, kde je soustředěna přibližně polovina rafinérských kapacit Spojených států. Očekávaný pokles zásob ropy vedl okamžitě k růstu ceny ropy WTI. Snížení nadbytečného skladování ropy předložené Enbridge někteří analytici nicméně považují za efektivní pouze krátkodobě kvůli rostoucí produkci v regionu.

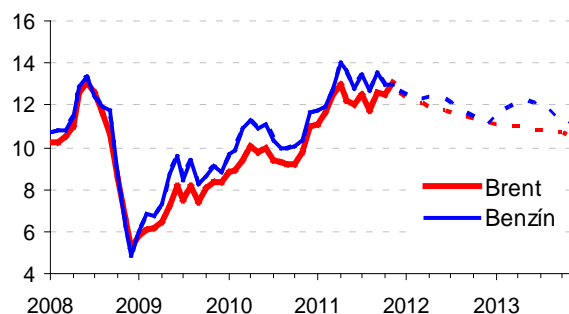
Pod vlivem horších (oproti očekáváním) makroekonomických údajů ze Spojených států, Japonska a Číny revidovala **IEA** začátkem listopadu prognózu globální poptávky po ropě na rok 2011–2012 směrem k slabším hodnotám. Oproti roku 2010 poroste letos podle IEA globální poptávka po ropě o 0,9 mil b/d a dosáhne 89,2 mil. b/d. Další rok by měl přinést zvýšení globální poptávky o 1,3 mil. b/d na 90,5 mil. b/d. Prosincová prognóza OPEC se oproti listopadové prognóze téměř nezměnila (87,9 mil. b/d v roce 2011 a 88,9 mil. b/d v roce 2012). Na svém jednání 14. prosince ve Vídni se OPEC rozhodl pro ponechání těžebních kvót beze změny.

**Vývoj zásob surové ropy a ropných produktů v zemích OECD (mil. tun)**



Pozn.: Šedivá plocha je pásmo dané směrodatnou odchylkou od pětiletého průměru pro dané období. Modrá čára znázorňuje stav zásob před rokem.

**Vývoj cen ropy Brent a benzínu na burzách ARA (CZK/litr)**



**Zásoby** ropy v zemích OECD v říjnu klesaly především v důsledku menších zásob surové ropy a jejích základních derivátů a stále zůstávají pod pětiletým průměrem. V říjnu klesaly zásoby ropných produktů v USA; zásoby surové ropy naopak vykázaly nepatrný růst. Celkem zásoby Spojených států zůstávají na pětiletém průměru. Za prvních deset měsíců letošního roku byl dovoz ropných produktů do USA nižší než vývoz (689,4 mil. barelů oproti 753,4 mil. barelů). Pokud se přebytek vývozu nad dovozem udrží do konce roku, stanou se Spojené státy poprvé od roku 1949 čistým vývozcem pohonných hmot.

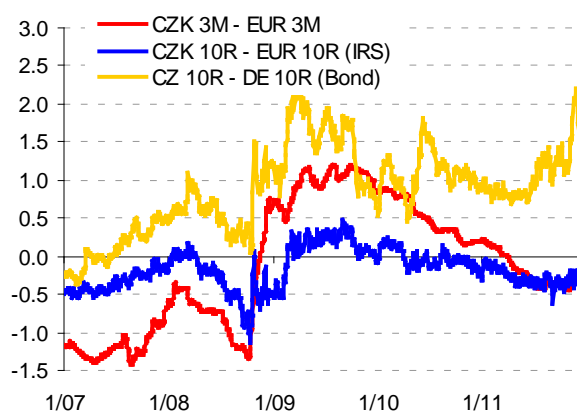
#### 1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

Úroková sazba **3M EURIBOR** na začátku srpna klesla na úroveň 1,53 %, kde stagnovala až do konce září. V průběhu října se opět vrátila na hodnoty ze začátku srpna, ale na začátku listopadu opět prudce klesla a na této úrovni (okolo 1,47 %) se pohybuje i na začátku prosince. Na vývoji sazeb se podepsaly obavy spojené s dluhovou krizí a první náznaky recese v zemích eurozóny, což vedlo ECB k opětovnému snížení základní sazby v listopadu a prosinci na 1 %, které bylo doprovázeno nástroji na podporu likvidity bankovního sektoru. Výhled na základě implikovaných sazeb odvozených z tržní výnosové křivky se změnil v listopadu směrem k nižším hladinám sazeb po celém horizontu. Sazba 3M Euribor by měla

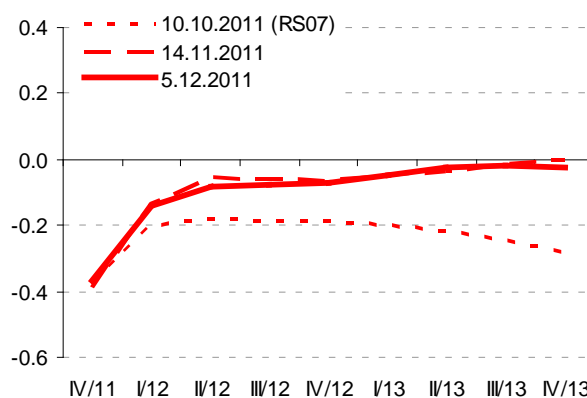
v horizontu jednoho roku klesat až na 1 %, poté bude následovat růst na 1,3 % ke konci roku 2013<sup>15</sup>. Prosincová předpověď je téměř totožná s listopadovou. Ve výhledu se odrazilo zejména očekávané další snížení základních sazeb a poskytnutí dlouhodobé likvidity bankám eurozóny ještě do konce roku 2011.

Záporný úrokový diferenciál mezi sazbami 3M PRIBOR a 3M EURIBOR se až do konce října prohluboval, na začátku prosince je však opět na úrovni z poloviny srpna 2011 (-0,3 p.b.). Listopadový i prosincový výhled implikovaného rozpětí byl vyšší (tj. méně záporný) než referenční scénář; trhy očekávají postupné uzavírání diferenciálu do konce roku 2013.

### Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



### Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Na **kurzu amerického dolaru vůči euru** se v posledních měsících podepsala dluhová krize v eurozóně a střídání pozitivních a negativních makroekonomických zpráv z USA i eurozóny. Eurozóna již čelí systematické krizi, náznaky recese jsou čím dál patrnější a trhy jsou stále více citlivé na nové informace, zejména politické. Přední světové centrální banky se dohodly na rozšíření, zlevnění a prodloužení měnových swapů, což pomůže dolarové likviditě v Evropě. Podstatné zklidnění by však přineslo až definitivní řešení krize. V tomto ohledu byl s nadějí vyhlášen prosincový summit EU, který přinesl návrhy celé řady dlouhodobých opatření k zajištění fiskální stability. Investory a ratingovými agenturami však byla očekávána větší razance v krátkém horizontu. Odmítnutí německých představitelů navýšit mechanismus ESM nad 500 miliard eur a reaktivace domácího záchranného fondu pro domácí banky pak srazily v polovině prosince euro vůči dolaru pod úroveň 1,3 USD/EUR.

Listopadový výhled CF očekává stabilitu kurzu v pásmu 1,33 až 1,35 USD/EUR v následujících dvou letech. Nové informace však mluví ve prospěch dolaru, když se zatím nenaplní scénář recese v USA a také potřeba dalších měnověpolitických opatření pro stimulaci americké ekonomiky je menší.

<sup>15</sup> CF11 očekává stabilitu 3M EURIBOR od února do prosince 2012 na úrovni 1,2 %.

## 2 Vývoj veřejných rozpočtů

V období od zpracování 7.SZ nebyly zveřejněny žádné informace z fiskální oblasti, které by znamenaly výrazné nové riziko pro naplňování prognózy veřejných rozpočtů na roky 2011 až 2013. Prognóza předpokládá meziroční pokles schodku vládního sektoru v letošním roce na 3,8 % HDP, především v důsledku fiskálních opatření přijatých vládou v roce loňském. Rozsah a kanály působení této fiskální restriktive na reálnou ekonomiku zatím odpovídají našim očekáváním. K dalšímu poklesu schodku na 3,4 % HDP dojde podle prognózy v roce 2012, zejména kvůli zvýšení snížené sazby DPH. V roce 2013 i přes oživení ekonomiky dojde k mírnému meziročnímu nárůstu schodku na 3,5 % HDP, mimo jiné v důsledku rozpočtových dopadů penzijní reformy. Nejistota kolem fiskální prognózy se týká přijetí případných dodatečných konsolidačních rozpočtových opatření a termínu nabytí účinnosti plánovaných reforem (daňová a penzijní reforma, zdanění hazardu, Jednotné inkasní místo). Rizikem mimo rámec informací z fiskální oblasti pak zůstává především případný horší vývoj domácí ekonomiky v duchu alternativního scénáře poslední prognózy a jeho rozpočtové implikace.

		2010	2011	2012	2013
		7.SZ			
<b>Saldo vládního sektoru</b>	v % HDP	-4,8	-3,8	-3,4	-3,5
(ESA 95, ČNB)					
<b>Upravené saldo *</b>	v % HDP	-4,7	-3,7	-3,3	-3,1
(ESA 95, ČNB)					
<b>Strukturální saldo (metoda ESCB) **</b>	v % HDP	-4,2	-3,4	-2,8	-2,7
(ESA 95, ČNB)					
<b>Fiskální pozice (ECSB) ****</b>	v p.b.	2,0	0,8	0,6	0,1
<b>Strukturální saldo (metoda EK) ***</b>	v % HDP	-4,2	-3,3	-2,9	-3,1
(ESA 95, ČNB)					
<b>Fiskální pozice (EK) ****</b>	v p.b.	1,2	0,9	0,5	-0,2

\* upraveno o mimořádné jednorázové operace

\*\* cyklicky očištěné saldo dle metodiky ESCB (upravené o mimořádné jednorázové operace)

\*\*\* cyklicky očištěné saldo dle metodiky EK (metoda založená na produkční funkci, upravené o mimořádné jednorázové operace)

\*\*\*\* měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktici, záporná hodnota fiskální expanzi)

V roce 2011 dojde k výraznému meziročnímu poklesu deficitu vládního sektoru na úroveň 3,8 % HDP vlivem působení konsolidačních opatření přijatých v souvislosti s přípravou státního rozpočtu na rok 2011. Tato fiskální restriktive se skrze kanály spotřeby vlády a spotřeby domácností promítá do dynamiky reálného HDP v rozsahu cca -0,6 procentního bodu. Problémy s čerpáním prostředků z fondů EU v prvním pololetí roku se odráží v nižších kapitálových příjmech a nižších vládních investicích.

V roce 2012 je očekáván pokles deficitu vládního sektoru na 3,4 % HDP, a to především v důsledku nárůstu příjmů plynoucích ze zvýšení snížené sazby DPH (posílí daňové příjmy cca o 25 mld. Kč). Vyšší životní náklady spojené s růstem DPH však budou domácnostem částečně kompenzovány formou zvýšení slevy na vyživované dítě z daně z příjmu fyzických osob (odhadovaný dopad 3,4 mld. Kč) a prostřednictvím valorizace důchodů (5,8 mld. Kč). Výsledné restriktivní působení fiskální politiky se promítá do vývoje spotřeby domácností, s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši cca -0,3 procentního bodu.

Předpokládané sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013 bude mít v souhrnu zhruba neutrální vliv na daňové příjmy. V důsledku zvýšené celkové inflace v roce 2012 současně dojde k další (rozsahem větší než obvyklé) valorizaci důchodů, jež povede k růstu výdajů na důchody o 3,6 mld. Kč. V roce 2013 je očekáváno spuštění penzijní reformy, kde ČNB

odhaduje záporný dopad do výběru sociálního pojištění v rozsahu cca 15 mld. Kč.<sup>16</sup> Reálné dopady na spotřebu domácností budou pravděpodobně zanedbatelné. Očekávaná dodatečná úsporná výdajová opatření realizovaná v kompetenci vlády budou tlumit růst HDP v roce 2013 v rozsahu necelých 0,2 procentního bodu. I přesto přesáhne deficit vládního sektoru ve výši 3,5 % HDP plánovanou hodnotu z Konvergenčního programu (2,9 %).

Nejistota kolem fiskální prognózy se týká přijetí případných dodatečných konsolidačních rozpočtových opatření a termínu nabytí účinnosti plánovaných reforem. Sem patří zejména daňová a penzijní reforma, plánované zdanění loterií a avizované úspory plynoucí ze zefektivnění státní správy a zavedení jednotného inkasního místa. Z aktuálních informací není dosud zřejmé, zda a na jaký termín<sup>17</sup> bude odsunuta účinnost legislativních norem, o něž se tato opatření opírají. Rizikem mimo rámec informací z fiskální oblasti pak zůstává především případný horší vývoj domácí ekonomiky v duchu alternativního scénáře poslední prognózy a jeho rozpočtové implikace<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Poslanecká sněmovně schválila 9. září vládní návrh zákona o důchodové reformě, zavádějící možnost dobrovolného spoření v nových penzijních fondech (tzv. druhý pilíř důchodového systému). Objem prostředků vyvedených z průběžně financovaného prvního pilíře, a tedy i dopad do veřejných rozpočtů, bude záviset na počtu účastníků v tomto druhém fondovém pilíři. Předběžné odhady se pohybují v širokém rozpětí od 300 tis. osob dle scénáře některých analytiků až po vládní odhad ve výši přes 2,5 mil. osob (50 – 60 % účastníků stávajícího průběžného systému).

<sup>17</sup> Na počátku prosince Senát na základě dohody s MF vrátil opravenou verzi loterijního zákona Poslanecké sněmovně (v intencích původního vládního návrhu a s účinností od ledna 2012) výměnou za odsunutí účinnosti zákonů o daňových reformách souvisejících se zavedením Jednotného inkasního místa až na rok 2015.

<sup>18</sup> Při nezměněné fiskální politice by se podíl deficitu na HDP v alternativním scénáři prohloubil v roce 2012 na 4,2 % a v roce 2013 na 4,9 %.

## IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

### 1 Trh práce

Data za třetí a počátek čtvrtého čtvrtletí poukazují na zpomalování dosavadního slabého oživení na trhu práce, a v souhrnu tak zhruba odpovídají prognóze. Celková zaměstnanost ve třetím čtvrtletí meziročně i mezičtvrtletně mírně vzrostla. Sezonně očištěná obecná míra nezaměstnanosti v tomto období poklesla. Míra registrované nezaměstnanosti však již ve čtvrtém čtvrtletí po sezonním očištění zhruba stagnovala. Z odvětvového hlediska se nadále zlepšovala situace především v průmyslu a tržních službách, zatímco v ostatních odvětvích je vývoj spíše nepříznivý. Růst mezd byl celkově téměř na prognóze, v podnikatelské sféře za ní nicméně zaostal. Národohospodářská produktivita práce vzrostla, mzdová náročnost produktu se neočekávaně vrátila k poklesu.

#### Srovnání predikce se skutečností

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)	11/11	8.7(Q)	8.3
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	11/11	.	8.0
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let)	III/11	7.2	6.6
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	III/11	0.3	0.3
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	III/11	0.3	0.2
ostatní zaměstnaní	III/11	0.1	1.0
Nominální měsíční mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	III/11	2.5	2.4
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	III/11	3.2	2.7
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	III/11	-1.0	1.1
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	10/11	.	3.1
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	10/11	.	1.1
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	III/11	1.1	-0.6
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	III/11	.	-2.1
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	III/11	.	2.7
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	III/11	1.4	1.2

Poznámka: (Q) U uvedeného údaje neexistuje predikce na jednotlivý měsíc, proto se uvádí predikce na čtvrtletí.

Nominální hodinová mzda v podn. sféře dle MPSV není k dispozici

Pramen: MPSV, ČSÚ

V souladu s predikcí ze 7.SZ vzrostla meziročně **celková zaměstnanost** (podle metodiky VŠPS) během třetího čtvrtletí letošního roku o 0,3 %<sup>19</sup>. Pokračovalo tak postupné zpomalování výraznějších meziročních temp z počátku roku. Po sezonním očištění celková zaměstnanost zpomalila své mezičtvrtletní tempo na 0,1 % (dle 7.SZ). Na nárůstu zaměstnanosti se přibližně rovným příspěvkem podílel přírůstek počtu jak zaměstnanců, tak i podnikatelů. Počet zaměstnanců se oproti stejnému období minulého roku zvýšil o 0,2 % (tj. 8,3 tis. osob). Současně i nadále dochází k nárůstu počtu podnikatelů. Ve třetím čtvrtletí to bylo meziročně o 1 %<sup>20</sup>.

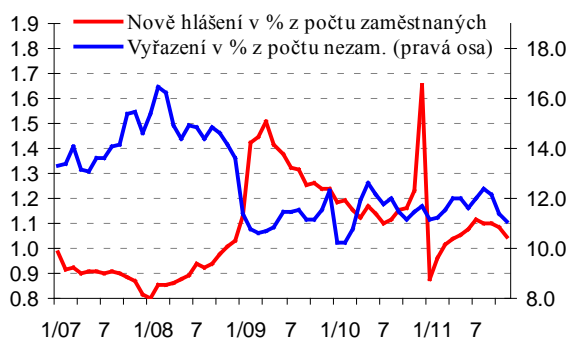
**Obecná míra nezaměstnanosti** (VŠPS, dle metodiky ILO) poklesla ve třetím čtvrtletí na hodnotu 6,6 %. V porovnání se stejným obdobím předchozího roku došlo k poklesu o 0,5 p.b., zatímco prognóza ze 7.SZ očekávala zhruba meziroční stagnaci. Tato odchylka od predikce je způsobena odlišným vývojem pracovní síly, která se po jednom čtvrtletí růstu vrátila k poklesu (o -0,2 %), zatímco predikce očekávala pokračující růst (o 0,3 %). Po sezonním očištění byla potom obecná míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí o 0,3 p.b. nižší než ve čtvrtletí předcházejícím.

<sup>19</sup> Tomu odpovídá nárůst zaměstnanosti o 16,8 tis. osob.

<sup>20</sup> Jejich podíl na celkové zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí činil 18,0 %.

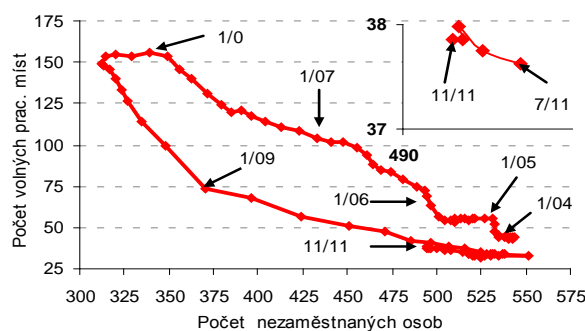
**Míra registrované nezaměstnanosti celkem** dosáhla ve třetím čtvrtletí roku 2011 v průměru hodnoty 8,4 %, resp. 8,9 % po sezonním očištění, přičemž v obou případech šlo o hodnoty přibližně o 0,3 p.b. nižší, než tomu bylo ve stejném období loňského roku. Podle aktuálních údajů za říjen a listopad by se měla predikce ze 7.SZ zhruba naplnit. Vývoj Beveridgeovy křivky potvrzuje, že v posledním období došlo rovněž k zastavení růstu počtu volných pracovních míst. Na rozdíl od předcházejících měsíců se však během listopadu zastavil i postupný úbytek nezaměstnaných osob. Tento vývoj se projevil stagnací Beveridgeovy křivky takřka ve stejném bodě, ve kterém se nacházela v předcházejících dvou měsících. Hodnota sezonně očištěného podílu nově hlášených uchazečů o zaměstnání na celkové zaměstnanosti se postupně snižuje, stále se však pohybuje nad svou dlouhodobou úrovní. V posledních třech měsících docházelo ke snížení míry vyřazování nezaměstnaných z evidence úřadů práce, což se projevilo zpomalením poklesu sezonně očištěné míry registrované nezaměstnanosti, který v listopadu přešel k nepatrnému nárůstu.

### Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Poznámka: sezonně očištěné údaje  
Pramen: MPSV, propočít ČNB

### Beveridgeova křivka



Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících  
Pramen: MPSV, propočít ČNB

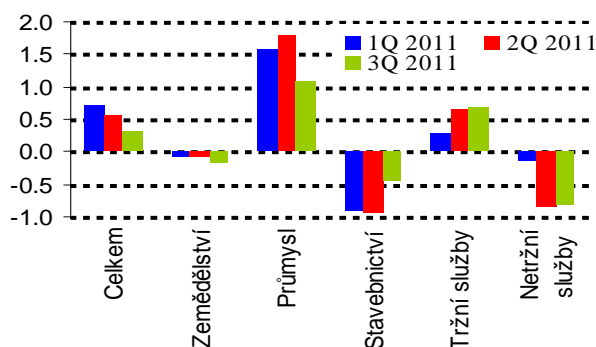
Z hlediska **odvětvové struktury** počtu zaměstnaných osob byl vývoj ve třetím čtvrtletí nadále výrazně nerovnoměrný. Nejvíce roste zaměstnanost, stejně jako tomu bylo v minulých čtvrtletích, v průmyslu, kde se ve třetím čtvrtletí meziročně zvýšila o 3,8 % (v absolutním vyjádření o 52,7 tis osob). Tento nárůst zaměstnanosti byl dosažen hlavně díky vývoji ve zpracovatelském průmyslu. V porovnání s minulým čtvrtletím došlo také ke zrychlení meziročního růstu zaměstnanosti v tržních službách, které zaměstnávaly o 34 tis. osob více než ve stejném období roku 2010. V ostatních odvětvích však zaměstnanost i nadále klesala, nejvíce pak v netržních službách (o 39,4 tis) a ve stavebnictví.

**Mzda v podnikatelské sféře** během třetího čtvrtletí 2011 zpomalila tempo svého meziročního růstu na 2,7 %<sup>21</sup>. Po sezonním očištění potom růst průměrné mzdy v podnikatelském sektoru dosáhl hodnoty 3,1 %. Stejně jako v případě zaměstnanosti i v případě průměrné mzdy přetrvávají výrazné rozdíly mezi jednotlivými odvětvími. Nadprůměrný růst mezd byl zaznamenán ve velkoobchodu a skladování (4,2 %) a také v průmyslu (3,2 %). Reálně průměrná mzda v podnikatelské sféře vzrostla o 0,9 %. Podle údajů z října pokračoval umírněný meziroční růst průměrné mzdy v průmyslu<sup>22</sup>, a to o 3,1 %.

<sup>21</sup> Prognóza ze 7.SZ očekávala nárůst mezd o 3,2 %. Tato odchylka jde zčásti na vrub revizi dat, která posunula níže dynamiku mezd během posledních dvou čtvrtletí, a to o 0,1 p.b. v prvním čtvrtletí a o 0,2 p.b. ve čtvrtletí druhém (v obou případech na 3 %).

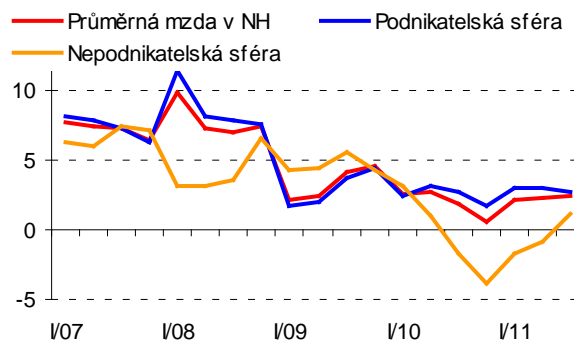
<sup>22</sup> Jedná se o údaj pro podniky s 50 a více zaměstnanci a bez agenturních zaměstnanců.

## Příspěvky k vývoji počtu zaměstnaných v metodice VŠPS (mzr., v p.b.)



Pramen: ČSÚ

## Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ

**Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře** přešla po čtyřech čtvrtletích poklesu k meziročnímu růstu, který ve třetím čtvrtletí 2011 dosáhl 1,1 %. Listopadová predikce naopak očekávala pokračování poklesu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře. Mírný nárůst mezd byl doprovázen poklesem počtu zaměstnanců (-2,4 % po přepočtu na plně zaměstnané). Pokles počtu zaměstnanců byl realizován především v oblasti veřejné správy a obrany. Úsporná opatření vlády se tedy projevila výrazněji na straně zaměstnanosti. Nicméně i přes významný pokles počtu zaměstnanců byla celková mzdová restrikce mírnější než v předcházejících čtvrtletích, i než jsme předpokládali. Reálně se průměrná mzda v nepodnikatelské sféře snížila o 0,7 %.

**Meziroční růst průměrné mzdy v ČR** tak v souhrnu dosáhl hodnoty 2,4 %, což je o 0,1 p.b. méně, než očekávala prognóza ze 7.SZ. V reálném vyjádření mzdy vzrostly o 0,6 %. Celkový objem nominálních mezd a platů podle statistiky ČSÚ meziročně vzrostl o 2,0 % a počet zaměstnanců přepočtený na plně zaměstnané poklesl o 0,3 %.

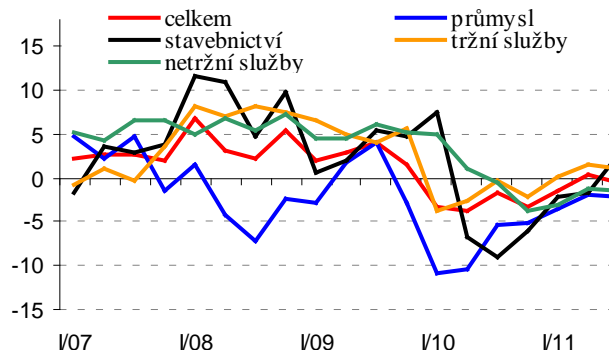
Výše popsany mzdový vývoj spolu s výraznou revizí čtvrtletních národních účtů vyústil v pokles **nominálních jednotkových mzdových nákladů** ve třetím čtvrtletí. Meziročně se NJMN snížily o -0,6 %, zatímco predikce ze 7.SZ očekávala nárůst NJMN o 1,1 %. Revize čtvrtletních národních účtů<sup>23</sup> posunula trajektorii vývoje NJMN směrem dolů. Od posledního čtvrtletí loňského roku docházelo k postupnému zmírňování meziročního poklesu NJMN, který během druhého čtvrtletí 2011 přešel v mírný růst. Ve třetím čtvrtletí však jednotkové mzdové náklady opět poklesly. Z jednotlivých sledovaných odvětví ekonomiky byl pokles NJMN zaznamenán především v průmyslu (-2,1 %), a to hlavně ve zpracovatelském průmyslu (-6 %). Mimo průmysl NJMN poklesly i v netržních službách (-1,4 %). Jak v tržních službách (1,1 %) tak i ve stavebnictví (2,7 %) NJMN naopak meziročně vzrostly.

Národohospodářská **produktivita práce** ve třetím čtvrtletí roku 2011 pokračovala ve zpomalování svého meziročního tempa růstu. I této časové řady se dotkla revize národních účtů, jejímž výsledkem byl rychlejší nárůst produktivity hlavně během roku 2010. Od konce roku 2010 však dochází k postupnému zpomalování její meziroční dynamiky z hodnoty 4,1 % až k 1,2 % ve třetím čtvrtletí 2011. Toto zpomalení bylo nepatrně výraznější, než očekávala listopadová predikce (na nerevidovaných datech). Zpomalení produktivity práce bylo patrné především v průmyslu, ve kterém produktivita zpomalila na stále výrazných 5,6 % meziročně. V rámci průmyslu pokračoval již sedm čtvrtletí trvající dvouciferný nárůst produktivity ve

<sup>23</sup> Porovnání revidovaných a původních časových řad celkových NJMN a produktivity práce je uvedeno v tabulkové příloze SZ v části „Trh práce“.

zpracovatelském průmyslu (ve třetím čtvrtletí o 10,5 %). K celkovému růstu produktivity přispěl nárůst HDP (1,2 p.b.) doprovázený stagnací celkové zaměstnanosti podle národních účtů. Vývoj produktivity práce v jednotlivých odvětvích národního hospodářství však není rovnoměrný. Mimo průmysl produktivita práce poklesla, a to buď mírně jako v případě obou odvětví služeb (-0,6 %) a nebo výrazněji jako ve stavebnictví (-5,8 %).

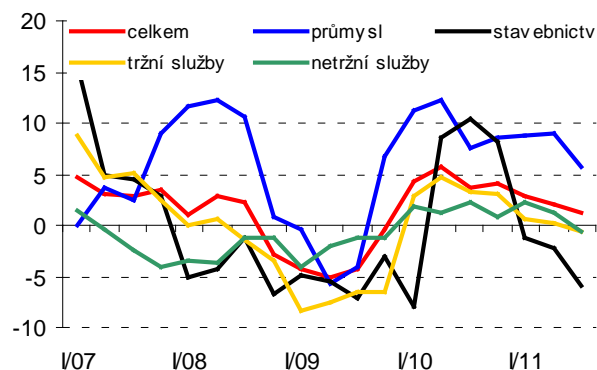
### NJMN v metodice ESA 95 (mzr. V %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

Poznámka: NJMN celkem jsou podílem objemu mezd a HDP v kupních cenách (zohledňují vliv daní a dotací), zatímco NJMN v jednotlivých odvětvích jsou podílem objemu mezd a hrubé přidané hodnoty v daném odvětví v základních cenách

### Produktivita práce v metodice ESA 95 (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

## 2 Ekonomický růst a jeho složky

*Růst reálného HDP ve třetím čtvrtletí 2011 nadále pokračuje ve zpomalování, které je však oproti prognóze ze 7.SZ výraznější, resp. v mezičtvrtletním srovnání došlo dokonce k mírnému poklesu ekonomické aktivity. Vysoce kladný příspěvek k růstu podle očekávání vykázal čistý vývoz. Všechny ostatní výdajové složky, zejména však změna stavu zásob, přispěly záporně. Rozdíly mezi aktuálními a prognózou předpokládanými růsty výdajových složek nebyly výrazné, oproti prognóze byl poněkud nižší příspěvek čistého exportu a hrubé tvorby kapitálu. Část rozdílu mezi prognózou a skutečností jde na vrub mimořádné revize národních účtů od roku 1995, kde při mírně odlišné dynamice celkového HDP byla znatelněji zrevidována struktura jednotlivých výdajových komponent. Předstihové indikátory na začátku čtvrtého čtvrtletí naznačují pokračování zpomalení meziročního růstu průmyslové produkce i přetrvávající propad výstupu ve stavebnictví. Růst maloobchodních tržeb se rovněž ukazuje jako slabý, navíc je tažen jen motoristickým segmentem. Souhrnný indikátor důvěry v průběhu tohoto roku doposud klesal, přičemž v jeho rámci klesal i nadále rychleji spotřebitelský indikátor důvěry oproti podnikatelskému.*

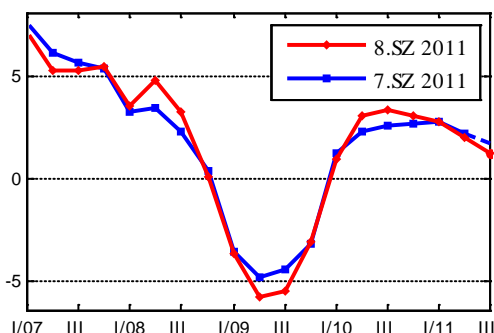
Ukazatel (s. c., sezonně oč., mizr. změny v %)	Období	Predikce ze 7. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	3Q 2011	1.7	1.2
Spotřeba domácností	3Q 2011	-0.3	-0.4
Spotřeba vládních institucí	3Q 2011	-3.5	-3.0
Hrubá tvorba kapitálu	3Q 2011	-6.8	-6.6
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	3Q 2011	0.2	-1.9
Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	3Q 2011	-1.7	-1.4
Vývoz zboží a služeb	3Q 2011	7.7	8.8
Dovoz zboží a služeb	3Q 2011	2.5	3.1
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	3Q 2011	4.3	4.0
Průmyslová výroba	říjen 2011	.	2.1
Stavební výroba	říjen 2011	.	-9.9
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	říjen 2011	.	1.9

Hodnoty růstu **sezonně očištěného HDP** ve třetím čtvrtletí 2011, tj. 1,2 % meziročně a -0,1 % mezičtvrtletně, byly znovu nižší než o čtvrtletí dříve. Prognóza ze 7.SZ předpokládala o 0,5 p.b. vyšší meziroční a o 0,3 p.b. vyšší mezičtvrtletní údaj. Současně s novými údaji za 3.čtvrtletí ČSÚ zveřejnil také rozsáhlou mimořádnou revizi národních účtů. Největší dopad na HDP měly revize metodiky odhadu imputovaného nájemného, nezjištěné (neboli šedé) ekonomiky a zahraničního obchodu. Současně došlo také k posunu referenčního roku v případě stálých cen z roku 2000 na rok 2005. Růst celkového HDP se při revizi zvýšil v průměru jen mírně, ale zároveň došlo k výraznějším přehodnocením ve struktuře výdajových složek.

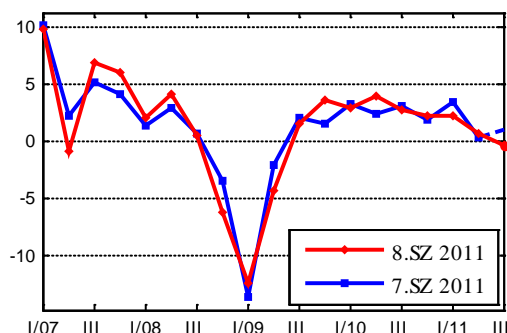
Nejvýznamnější dopad na **revizi HDP** měla reálná spotřeba domácností a vlády, kde došlo k navýšení úrovně časových řad v souvislosti se zpřesněným odhadem imputovaného nájemného a šedé ekonomiky. Avšak toto navýšení bylo výraznější na začátku časových řad ve druhé polovině 90. let, což způsobilo v průměru nepatrně nižší tempo růstu reálné spotřeby než před revizí. Objemově druhá nejvýznamnější revize dat se týkala zvýšení čistého vývozu, která vychází z výraznějšího snížení úrovně i tempa reálného dovozu ve srovnání s vývozem. Tempa celoročních růstů reálného vývozu a dovozu se v průměru snížila o 2,2 resp. 2,4 p.b. Hlavními příčinami změn těchto údajů jsou podle ČSÚ mimo jiné lepší zachycení tzv. kvazitransitivních obchodů a přímých obchodních nákladů souvisejících s obchodem zboží.<sup>24</sup> Zbývající výdajová složka, tj. reálná hrubá tvorba kapitálu, také zaznamenala navýšení úrovně dat, k němuž ale došlo jen ve fixních investicích, zatímco změna stavu zásob byla nepatrně snížena. Hlavními příčinami změn investic jsou podle ČSÚ mimo jiné zlepšení metody odhadu individuální bytové výstavby a započtení kapitalizace softwaru vyráběného ve vlastní režii.

<sup>24</sup> Uvedené metodologické změny způsobily zvýšení salda zahraničního obchodu v nominálním vyjádření před rokem 2005 a jeho snížení od roku 2005 do současné doby. Zároveň došlo k přehodnocení deflátoru vývozu směrem nahoru a deflátoru dovozu směrem dolů v průběhu celého období časových řad. Tyto dopady pak v souhrnu reálný čistý vývoz zvýšily.

### Vývoj HDP (sez. oč., mzr. v %)



### Vývoj HDP (sez. oč., mzč. v %, anualizováno)



Reálná **spotřeba domácností** ve třetím čtvrtletí nadále klesala (o 0,4 %). Tento údaj byl zhruba stejný jako prognóza 7.SZ. Dopad revize dat za první čtvrtletí byl zanedbatelný, ve druhém čtvrtletí však došlo ke zpřesnění meziročního růstu spotřeby směrem nahoru (o 0,4 p.b.) vlivem snížení deflátoru spotřeby. Aktuální údaj deflátoru spotřeby domácností (1,7 %) je rovněž nižší než očekávala prognóza, což znamená přiblížení trajektorie deflátoru spotřeby domácností směrem k časové řadě CPI. Poměrně mírného poklesu reálné spotřeby bylo dosaženo při omezení reálných spotřebních výdajů domácností na širokou škálu komodit krátkodobé, střednědobé i dlouhodobé trvanlivosti. Výjimku tvoří pouze služby, kde reálné výdaje domácností ve třetím čtvrtletí meziročně vzrostly. Aktuální vývoj objemu mezd a platů za třetí čtvrtletí 2011 je zhruba v souladu s prognózou a vykazuje stabilní nominální růst kolem 2,6 %. Podle toho lze očekávat vývoj disponibilního důchodu za třetí čtvrtletí zhruba v souladu s prognózou.<sup>25</sup> Reálné tržby v maloobchodě, které jsou podle ČSÚ nejdůležitějším ukazatelem při odhadu spotřeby, vykazují ve třetím čtvrtletí mírný růst, který v říjnu ještě zrychlil. Avšak kladné hodnoty růstu tržeb jsou pouze výsledkem příznivého vývoje v motoristickém segmentu, kde mohou být časové řady zkresleny vlivem reexportů osobních automobilů do zahraničí. Vývoj předstihových indikátorů za říjen zatím nenaznačuje obrat uvedených trendů.

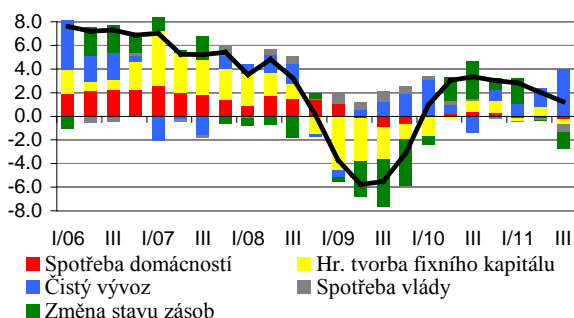
Reálná **spotřeba vlády** pokračovala v poklesu i ve třetím čtvrtletí, který se prohloubil na -3,0 % meziročně. Reálné údaje za první pololetí letošního roku byly zrevidovány nahoru, přičemž deflátor spotřeby vlády se významně snížil. Vládní spotřeba v běžných cenách poklesla ve třetím čtvrtletí téměř stejným tempem jako v reálném vyjádření (o 2,5 %). ČSÚ nezveřejnil detailnější informace o příčinách aktuálního poklesu vládní spotřeby ani změn v rámci mimořádné revize dat. Prognóza ze 7.SZ předpokládala ještě o něco výraznější pokles reálné spotřeby vlády (o 3,5 % m/zr.).

**Hrubá tvorba kapitálu** ve třetím čtvrtletí meziročně poklesla o 6,6 %, přičemž v mezičtvrtletním vyjádření zhruba stagnovala (růst o 0,2 %). Prognóza ze 7.SZ předpokládala zhruba stejný pokles (o 6,8 % m/zr.). Při zpřesnění dat za první pololetí ČSÚ meziroční růst hrubých investic v průměru zvýšil. Co se týče složek hrubých investic, ve třetím čtvrtletí poklesla hlavně **tvorba zásob**, ale záporný příspěvek měly i **fixní investice**. Přitom prognóza očekávala o něco hlubší pokles investic do zásob a stagnaci tvorby fixního kapitálu. Oproti tomu k mezičtvrtletní stagnaci hrubých investic došlo při mírném poklesu fixních investic a mírném růstu tvorby zásob. Podle věcného členění k meziročnímu poklesu

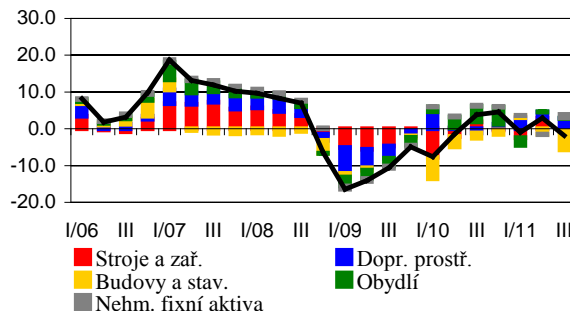
<sup>25</sup> Národní účty domácností budou pravděpodobně zveřejněny na konci prosince, proto podrobnější analýza vývoje disponibilního důchodu a spotřeby bude provedena až v 1.SZ 2012.

fixního kapitálu přispěl nejvíce propad investic do budov a staveb. Zhruba neutrální příspěvek vykázaly investice do strojů a zařízení a fixní investice vzrostly pouze ve složkách investic do dopravních prostředků a nehmotných fixních aktiv.

### Příspěvky výdajových složek k růstu HDP (mzr. v p.b.)



### Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k mzd. růstu (v p.b.) ve s.c.



Růst reálného **vývozu zboží a služeb** po roce a půl dvouciferných hodnot ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalil na 8,8 %, byť mezičtvrtletně vykázal zrychlení na hodnotu 2,5 %. Prognóza byla oproti skutečnosti o něco pesimističtější (7,6 % mzd.). Zpomalení vývozu je konzistentní s aktuálním vývojem efektivní poptávky v eurozóně, která také ztrácí na dynamice růstu. Reálný **dovoz** vykázal ve třetím čtvrtletí ještě výraznější zpomalení než vývoz (růst o 3,1 % mzd.), což kromě zpomalení vývozu navazuje i na výraznější pokles investic a nadále slabou konečnou spotřebu. Podle prognózy měl být růst dovozu ještě o něco pomalejší (2,5 % mzd.). Při mnohem výraznějším zpomalení dovozu oproti vývozu byl příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP ve třetím čtvrtletí obzvlášť vysoký (4,0 p.b.). Prognóza ze 7.SZ však očekávala příspěvek ještě o něco větší.

**Průmyslová produkce** (sezonně očištěná ve stálých cenách) ve třetím čtvrtletí 2011 mezičtvrtletně poklesla o 1 % a tempo jejího meziročního růstu zpomalilo na 4,0 %. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy potvrdily klíčový význam zahraniční poptávky pro růst produkce, když tržby z přímého vývozu nadále rostly dvouciferným tempem, zatímco domácí tržby meziročně poklesly. Obdobný byl i vývoj nových zakázek – zakázky ze zahraničí opět meziročně vzrostly, i když s menší dynamikou než v předchozím čtvrtletí, kdežto tuzemské výrazně poklesly. V říjnu vzrostla průmyslová produkce (po sezonním očištění) meziměsíčně o 0,1 % a meziročně o 2,1 %. Nové zakázky naznačují pokračování rozdílného vývoje domácí a zahraniční poptávky i v dalších měsících. Zahraniční zakázky totiž vzrostly o 8,4 %, zatímco tuzemské zakázky poklesly o 7,8 %.

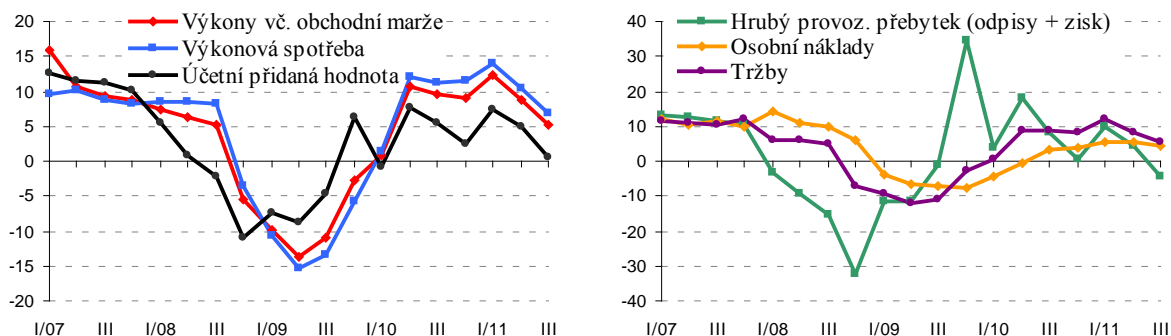
**Stavební produkce** (sezonně očištěná ve stálých cenách) ve třetím čtvrtletí 2011 při mezičtvrtletním snížení o 1,7 % meziročně poklesla o 10,1 %. K poklesu stejně jako v předchozím čtvrtletí výrazněji přispělo inženýrské než pozemní stavitelství. Meziroční růst počtu vydaných stavebních povolení ve třetím čtvrtletí zpomalil a prohloubil se propad orientační hodnoty stavebních ohlášení a povolení i hodnoty nových zakázek stavebních prací v tuzemsku. V říjnu se sezonně očištěná stavební produkce udržela na úrovni předchozího měsíce, v meziročním srovnání poklesla o 9,9 %. Hlubší pokles přetrvával v inženýrském stavitelství, váhově významnější pozemní stavitelství však k poklesu celkové stavební produkce přispělo obdobným dílem. Meziroční růst počtu vydaných stavebních povolení v říjnu dále zpomalil a ještě více se prohloubil pokles orientační hodnoty stavebních ohlášení a povolení.

**Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu** (sezonně očištěné ve stálých cenách) ve třetím čtvrtletí 2011 mezičtvrtletně mírně poklesly (o 0,3 %), v meziročním srovnání zaznamenaly slabý růst (0,7 %). Kladně k němu přispěl pokračující růst tržeb v motoristickém segmentu<sup>26</sup>, zatímco ostatní maloobchod zaznamenal meziroční pokles tržeb. Dle nejnovějších údajů v říjnu zrychlil meziměsíční i meziroční růst tržeb v motoristickém segmentu. Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu sice v říjnu meziměsíčně také lehce vzrostly, v meziročním srovnání ale opět zaznamenaly pokles. V jejich rámci meziročně poklesly tržby z prodeje potravinářského zboží a z prodeje pohonných hmot, tržby z prodeje nepotravinářského zboží mírně meziročně vzrostly.

**Souhrnný indikátor důvěry** ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval v poklesu. V říjnu pak došlo k jeho dočasnému zlepšení, ale v listopadu opětovně poklesl (na 86,6 bodu<sup>27</sup>). V jeho rámci klesal rychleji spotřebitelský indikátor důvěry oproti podnikatelskému. Spotřebitelský indikátor důvěry zaznamenal nejnižší hodnotu za posledních 12 let (72,6 bodu). Mezi podnikateli nadále výrazně převažovaly optimistické vyhlídky ve službách a obchodě. Saldo indikátoru důvěry podnikatelů v průmyslu<sup>28</sup> zůstalo jen mírně kladné. Ve stavebnictví zůstala výrazná převaha negativních vyhlídek.

**Výsledky finančního hospodaření** nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) ukázaly, že ve třetím čtvrtletí 2011 pokračovalo zpomalování meziročního růstu hlavních sledovaných ukazatelů. Tempo růstu výkonů zpomalilo na 5,2 %. Při stále o něco rychlejším růstu výkonové spotřeby (7 %) se téměř zastavil růst účetní přidané hodnoty (0,5 %). Naopak růst osobních nákladů, stejně jako růst počtu zaměstnanců i jejich průměrné mzdy, zpomalil jen mírně (na 4,3 %), což vedlo k meziročnímu poklesu hrubého provozního přebytku (o 4,2 %).

#### Vybrané absolutní ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %) <sup>29</sup>



<sup>26</sup> Prodej a opravy motorových vozidel (NACE 45) zahrnuje velkoobchod, maloobchod s novými a ojetými vozidly, opravy a údržbu motorových vozidel, velkoobchod a maloobchod se součástkami a příslušenstvím motorových vozidel, zprostředkování obchodu s motorovými vozidly, velkoobchodní aukce a velkoobchod přes internet.

<sup>27</sup> Průměr roku 2005 = 100

<sup>28</sup> Saldo indikátoru důvěry je rozdíl (v %) mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí.

<sup>29</sup> Údaje do 3.Q 2010 jsou semidefinitivní, od 4.Q 2010 předběžné.

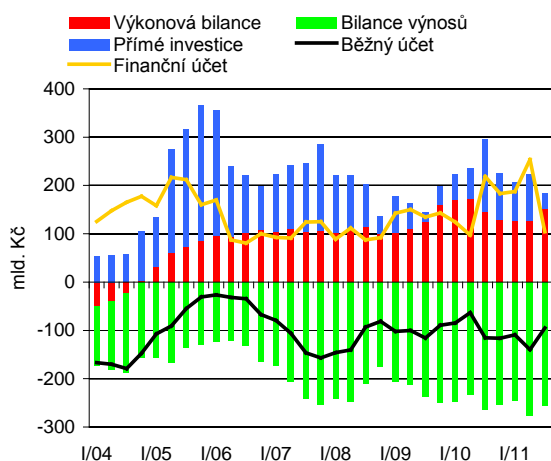
### 3 Platební bilance

Schodek běžného účtu platební bilance ve 3.čtvrtletí 2011 byl ve srovnání s predikcí ze 7.SZ o téměř 31 mld. Kč nižší. Odchylka od predikce byla především důsledkem nižšího schodku bilance výnosů (o 24 mld. Kč) vlivem nižší než očekávané hodnoty výnosů z přímých investic. Kapitálový účet skončil v souladu s predikcí jen mírným přebytkem. Vývoj predikovaných položek finančního účtu za 1.–3. čtvrtletí celkově odpovídal celoroční predikci. Mírně nižší než předpokládané hodnoty prozatím dosahoval pouze čistý odliv v sektoru podniků.

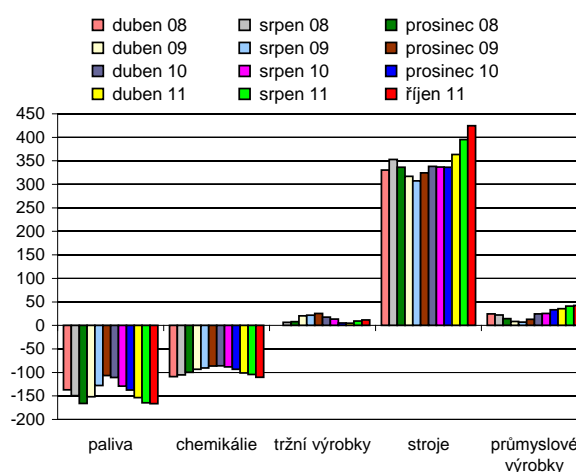
Ve 3.čtvrtletí 2011 skončil **běžný účet** platební bilance schodkem 42,2 mld. Kč a roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP se snížil na -2,5 % (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil -2,2 %). Schodek běžného účtu se na rozdíl od předchozího čtvrtletí, kdy došlo k jeho prohloubení, meziročně snížil. Zmírnění celkového schodku meziročně o téměř 45 mld. Kč souviselo především s vývojem obchodní bilance a bilance výnosů.

Ve třetím čtvrtletí 2011 dosáhla **výkonová bilance** přebytku 36,3 mld. Kč, který se meziročně výrazně zvýšil (o téměř 26 mld. Kč). Růst přebytku bilance výkonů souvisel s vývojem **obchodní bilance**, která přešla v meziročním srovnání ze schodku do přebytku. Rychlý růst obchodního přebytku v reálném vyjádření byl přitom vlivem záporné meziroční změny směnných relací z jedné třetiny kompenzován cenovým vývojem. Nominální meziroční růst obchodního obrátu ve třetím čtvrtletí dále zpomalil (na 5,2 %, tj. oproti předchozímu čtvrtletí zhruba na polovinu). Jeho zpomalení bylo především důsledkem oslabení strojírenského dovozu, zejména pro mezispotřebu, patrně již v souvislosti s poklesem růstu zahraničních zakázek. K růstu přebytku výkonové bilance ve třetím čtvrtletí přispělo i mírné zvýšení přebytku **bilance služeb**. Ten byl výsledkem růstu přebytku cestovního ruchu (v důsledku zvýšení příjmů a současného snížení výdajů) a dále i růstu přebytku ostatních služeb. Pokles přebytku dopravních služeb však tento vývoj částečně korigoval.

#### Roční klouzavé úhrny komponent platební bilance (v mld. Kč)



#### Roční klouzavé úhrny obchodní bilance podle SITC (vybrané skupiny, v mld. Kč)



**Bilance výnosů** dosáhla schodku 76 mld. Kč, který se meziročně snížil o více než 19 mld. Kč. Zmírnění celkového schodku bylo především spojeno s poklesem schodku výnosů z přímých investic z důvodu nižších výplat dividend nerezidentům. Schodek výnosů z přímých investic ale i nadále představoval rozhodující složku celkové bilance (-70,8 mld. Kč).

K mírnému přebytku **finančního účtu** ve výši 3,7 mld. Kč přispěl zejména čistý příliv **přímých investic**, který dosáhl 5,3 mld. Kč. Souvisel s předpokládanou výší reinvestovaného zisku v ČR a dále se splátkami úvěrů tuzemským mateřským podnikům zahraničními dceřinými společnostmi. Pokles základního kapitálu v ČR a převaha splácení kapitálu do zahraničí v úvěrových vztazích nicméně přispěly k meziročnímu poklesu přebytku přímých investic o téměř 65 mld. Kč.

**Portfoliové investice** skončily po přebytku v minulém čtvrtletí mírným schodkem 1,9 mld. Kč. Nejzávažnější operace představovaly odprodeje tuzemských cenných papírů zahraničními investory. Týkaly se především akcií, ale v menším rozsahu i dluhopisů. Odprodeje akcií a dluhopisů převážily i v obchodování tuzemských investorů se zahraničními cennými papíry. Meziroční pokles celkového salda o téměř 80 mld. Kč byl nejvýrazněji ovlivněn absencí emisí vládních dluhopisů na zahraničních trzích i poklesem zájmu nerezidentů o investice do korunových vládních dluhopisů. U **ostatních investic** byl dosažen čistý příliv 2,8 mld. Kč. K celkovému přebytku přispěl především čistý příliv kapitálu podnikového sektoru (14,2 mld. Kč), ovlivněný zejména čerpáním krátkodobých dodavatelských úvěrů. Téměř zcela byl však kompenzován čistým odlivem v sektoru finančních institucí v důsledku růstu vkladů a půjček poskytnutých do zahraničí. Čistého přílivu v souvislosti s čerpáním úvěru od EIB dosáhl i vládní sektor.

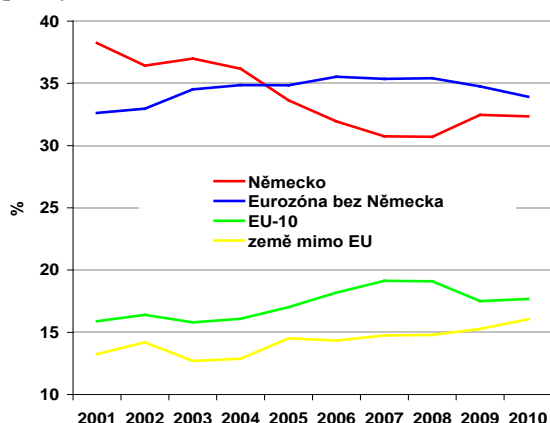
### **Box 3: Vývoj teritoriální struktury zahraničního obchodu ČR**

V uplynulých deseti letech měl rozhodující podíl na celkové hodnotě českého vývozu zboží vývoz do zemí EU. Směřování vývozu bylo ovlivněno především geografickou polohou těchto zemí a realizovanými zahraničními investicemi v tuzemsku, včetně přesunu výrob ze zahraničí do ČR. Podíl vývozu do zemí EU, zejména pak do zemí eurozóny, se však trendově snižoval<sup>30</sup>, a to jak vlivem oslabování vývozního podílu nejvýznamnějšího českého obchodního partnera – Německa, tak současného růstu vývozního podílu nečlenských zemí EU (Graf 1). Zvyšující se teritoriální diverzifikace českého vývozu významně souvisela s nárůstem produkce profilových exportních strojírenských a elektrotechnických oborů. Ze skupin zemí prezentovaných v grafu 1 přitom nejvyšší průměrné roční absolutní přírůstky vývozu dosahovaly země eurozóny bez Německa.

Rozsáhlá restrukturalizace české výrobní základny po roce 2000 se odrazila ve výrazném růstu přebytku zahraničního obchodu se zeměmi EU, spojeném s přechodem celkové obchodní bilance v roce 2005 ze schodku do přebytku (Graf 2). Přebytek s EU rostl nejrychleji ve skupině zemí eurozóny bez Německa. Současně se však zvyšoval i schodek v obchodu s nečlenskými zeměmi EU, hlavně z asijského regionu, a to v souvislosti s růstem dovozu pro mezispotřebu.

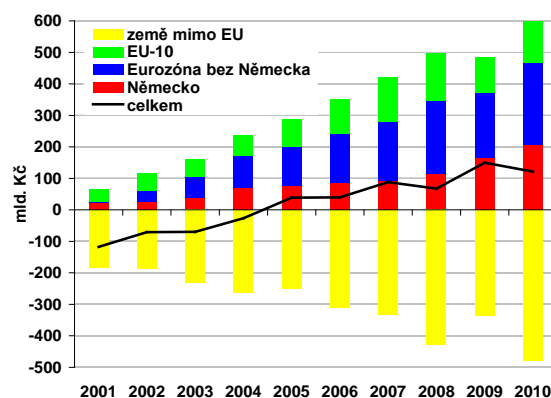
<sup>30</sup> V roce 2010 dosáhl podíl vývozu do EU-27 84 % a do eurozóny 64,3 % celkového vývozu.

**Graf 1 Teritoriální struktura vývozu zboží ČR (podíly v %, součet = 100)**



Zdroj: ČSÚ (vlastní propočty)

**Graf 2 Teritoriální struktura obchodní bilance ČR (v mld. Kč)**

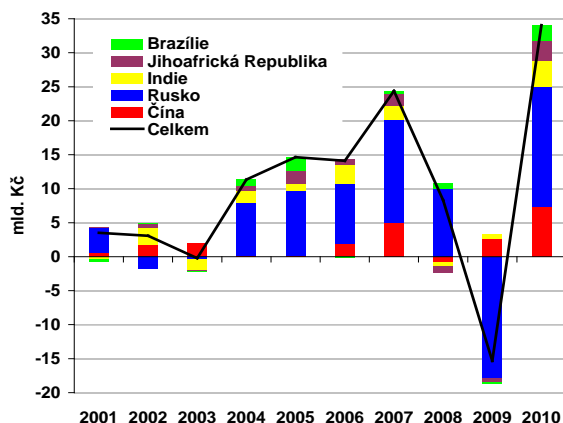


Zdroj: ČSÚ (vlastní propočty)

Jako impuls k posílení českého vývozu bývá zmiňována jeho širší reorientace na skupinu rychle se hospodářsky rozvíjejících zemí (země BRICS<sup>31</sup>). Podíl BRICS na českém vývozu byl doposud nízký (v roce 2010 4,8 %). V uplynulých deseti letech se však zvyšoval a ve srovnání s rokem 2001 se více jak zdvojnásobil. Zhruba z 60 % se na něm podílel vývoz do Ruska<sup>32</sup>. Rovněž meziroční změny absolutní hodnoty vývozu byly od roku 2004 nejvýrazněji spojeny se změnami vývozu do Ruska (Graf 3). Vzhledem k relativně příznivé geografické poloze Ruska a rozvoji vzájemných hospodářských vztahů lze podobný vývoj předpokládat i v příštích letech.

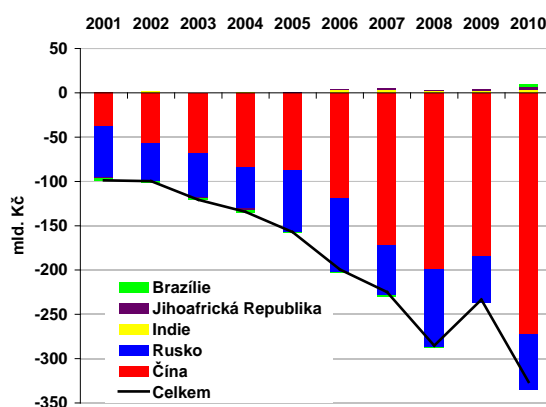
Obchodní bilance se zeměmi BRICS dosahovala v průběhu sledovaného desetiletí trvale vysokého schodku, který se rychle prohluboval (Graf 4). Byl determinován vývojem schodku v obchodní výměně s Čínou, spojeným hlavně s růstem dovozu pro mezispotřebu. K celkovému schodku se zeměmi BRICS významně přispíval i schodek s Ruskem, související zejména s dovozem ropy a zemního plynu; ten byl však v čase poměrně stabilní, až na výkyvy dané změnami cen energií.

**Graf 3 Meziroční změny vývozu zboží ČR do zemí BRICS (v mld. Kč)**



Zdroj: ČSÚ (vlastní propočty)

**Graf 4 Obchodní bilance ČR se zeměmi BRICS (v mld. Kč)**



Zdroj: ČSÚ (vlastní propočty)

<sup>31</sup> Jedná se o skupinu zemí, zahrnující v současnosti Brazílii, Rusko, Indii, Čínu a Jihoafrickou Republiku.

<sup>32</sup> Podíl vývozu do Číny a Indie dosáhl průměrné hodnoty 16 % resp. 12 % z celkového vývozu do BRICS.

## 4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

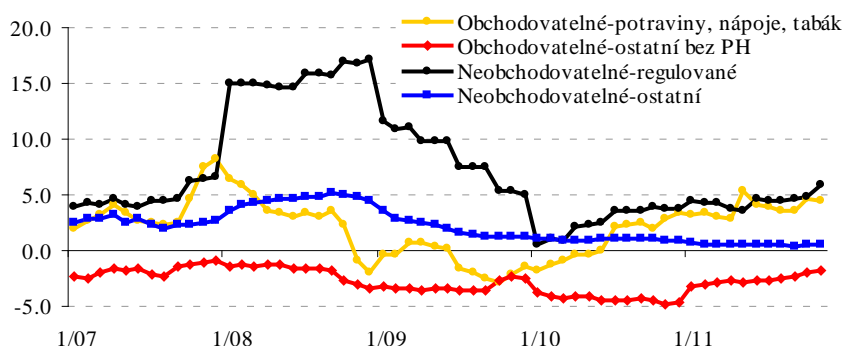
Inflace se v listopadu nacházela o 0,5 p.b. nad aktuální prognózou. Tato odchylka byla způsobena převážně výraznějším růstem cen potravin, v menší míře také méně zápornou korigovanou inflací. V souhrnu jsou rizika prognózy spotřebitelských cen pro následující měsíce hodnocena jako mírně proinflační. Naplňuje se prognózované zpomalení růstu cen zemědělských výrobců, zatímco růst dovozních cen a cen průmyslových výrobců byl oproti predikci vyšší.

### 4.1 Spotřebitelské ceny

listopad 11	meziměsíčně v %		meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace
	predikce 7.SZ	skutečnost	predikce 7.SZ	skutečnost	
<b>Index spotřebitelských cen</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>0.46</b>
<b>Regulované ceny</b>	0.7	1.0	5.8	5.9	0.01
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Čistá inflace</b>	0.0	0.3	1.2	1.8	0.45
Z toho:					
<b>Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté</b>	0.1	1.0	3.0	4.5	0.38
<b>Korigovaná inflace bez PH</b>	0.0	-0.1	-0.5	-0.4	0.06
<b>Ceny pohonných hmot - čisté</b>	-0.5	0.7	11.5	11.9	0.02
<b>Měnověpolitická inflace</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	

**Celková meziroční inflace** se v listopadu zvýšila na 2,5 %, což se odvíjelo zejména od zrychlení růstu cen potravin a regulovaných cen. Inflace se přitom nacházela o 0,5 p.b. nad prognózou ze 7.SZ, a to v důsledku výraznějšího než očekávaného růstu cen potravin a nepatrně vyšší (tj. méně záporné) korigované inflace bez PH.

#### Meziroční růst jednotlivých skupin cen (kromě regul. cen vše očištěno o vliv změn daní)



Růst **regulovaných cen** se v říjnu a listopadu nacházel zhruba na aktuální prognóze. Jejich vývoj byl významně ovlivněn nárůstem cen zemního plynu, dalším zvýšením regulovaného nájemného a zrychlením regulovaných cen ve zdravotnictví. Nový výhled regulovaných cen zahrnuje vyšší růst regulovaného nájemného v roce 2012 (celoroční růst o 19 %) a zohledňuje pozvolnější pokles světových cen zemního plynu v roce 2013. Oproti 7.SZ tak regulované ceny působí na horizontu prognózy proinflačně.

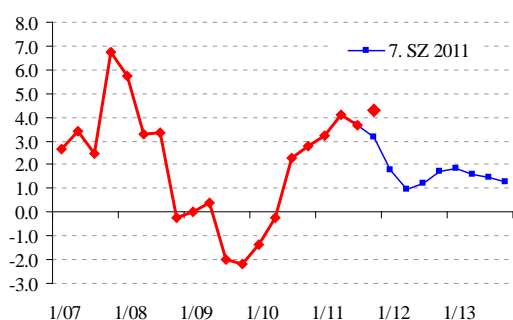
Meziroční inflace nebyla ovlivněna **primárními dopady změn nepřímých daní**. Prognóza ze 7.SZ nadále předpokládá zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od ledna 2012, přičemž primární dopad této změny do inflace je odhadnut na cca 1,1 p.b. Výraznější než očekávaný růst cen potravin v říjnu a listopadu nicméně signalizuje, že pravděpodobně došlo k promítnutí změny DPH do vybraných cen již s předstihem. V lednu 2012 rovněž dojde

v souladu s aktuální prognózou k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace lehce nad 0,1 p.b. Od roku 2013 pak prognóza očekává sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude činit cca -0,2 procentního bodu.

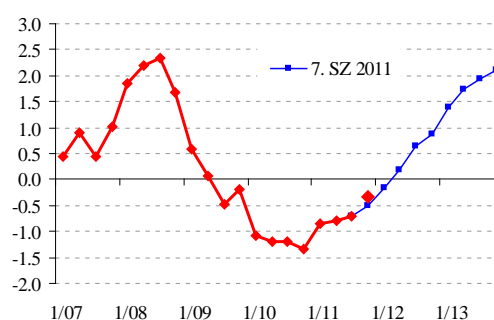
Růst **cen pohonných hmot** byl v listopadu nepatrně silnější oproti očekávání, a to v důsledku mírně vyšších světových cen ropy i slabšího kurzu CZK/USD. Vzhledem k pozvolnějšímu zpomalování tempa růstu cen ropy na světových trzích při aktuálně slabším kurzu CZK/USD a po zohlednění týdenních šetření jsou rizika prognózy cen pohonných hmot hodnocena jako mírně proinflační.

**Ceny potravin** se v říjnu i v listopadu nacházely výrazně nad aktuální prognózou, a přispěly tak nejvýznamněji k rozdílu mezi očekávanou a pozorovanou celkovou inflací. Je přitom pravděpodobné, že navzdory utlumené domácí poptávce se do cen potravin s předstihem promítalo očekávané zvýšení snížené sazby DPH. Uvedenou hypotézu podporuje i fakt, že růst cen potravin v listopadu se týkal téměř všech položek. Zároveň je patrné, že tempo růstu cen potravin podle HICP se v České republice ve srovnání s ostatními zeměmi středoevropského regionu aktuálně dostalo na nejvyšší úroveň (viz graf níže), ačkoli fundamentálně pro to neexistuje zjevný důvod. Tento efekt je méně výrazný než v roce 2007, což lze částečně vysvětlit odlišnou ekonomickou situací ve srovnávaných letech. Text 7.SZ avizoval možnost tohoto časového přesunu dopadů změny DPH jako jedno z krátkodobých rizik prognózy. Podle našeho odhadu došlo k předběžnému promítnutí zvýšení DPH do cen potravin zhruba ve výši jedné třetiny primárního dopadu do těchto cen, tato kvantifikace je však zatížena nejistotou. Ke kompenzaci dosavadního rychlejšího než předpokládaného růstu cen potravin by mělo dojít začátkem příštího roku, kdy by inflace v důsledku změny DPH již neměla zaznamenat tak výrazný skokový nárůst. Ceny zemědělských výrobců se v říjnu nacházely zhruba na prognóze, nicméně s ohledem na aktuálně slabší kurz koruny jsou rizika vývoje cen potravin v nejbližších měsících hodnocena jako velmi mírně proinflační.

**Ceny potravin (mzr. v %)**

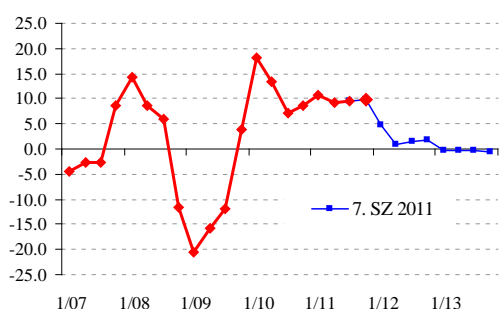


**Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)**

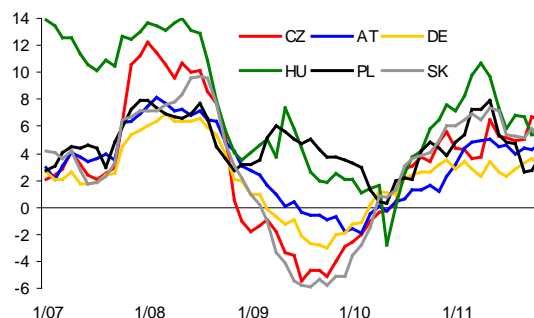


Vývoj tržních částí inflace je očištěn o primární dopady změn nepřímých daní. Poslední údaje jsou jen předběžné – jsou získány z průměru dvou známých skutečných měsíčních údajů příslušného čtvrtletí a z predikce z poslední velké SZ na třetí měsíc čtvrtletí.

### Ceny pohonných hmot (mzr. v %)

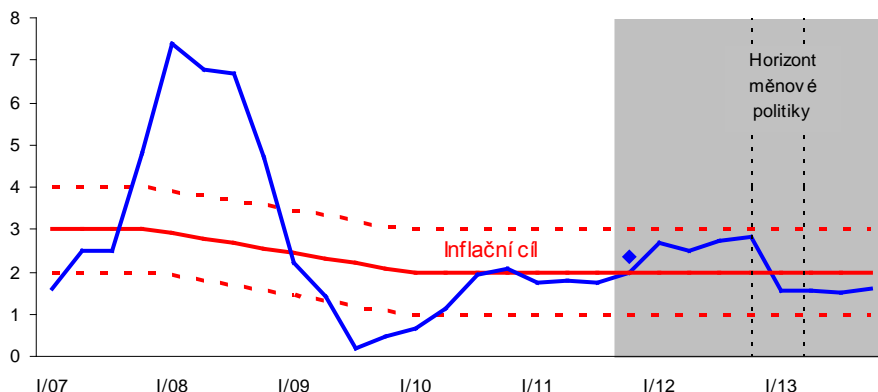


### Ceny potravin ve vybraných zemích (mzr. v %)



**Korigovaná inflace bez pohonných hmot** se v listopadu nacházela nepatrně nad aktuální prognózou. Růst cen neobchodovatelných ostatních položek v říjnu lehce zrychlil na 0,6 %, kde setrval také v listopadu. Cenový pokles obchodovatelných ostatních položek bez PH se v říjnu znatelně zmínil, přičemž v listopadu dosáhl -1,8 %, tj. cca poloviční hodnoty oproti počátku roku. Výhled korigované inflace bez PH je ovlivněn aktuálně slabším kurzem koruny, toto působení je však částečně kompenzováno výraznějším zpomalením domácí ekonomické aktivity. Rizika predikce korigované inflace bez PH jsou tak hodnocena jako velmi mírně proinflační.

### Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



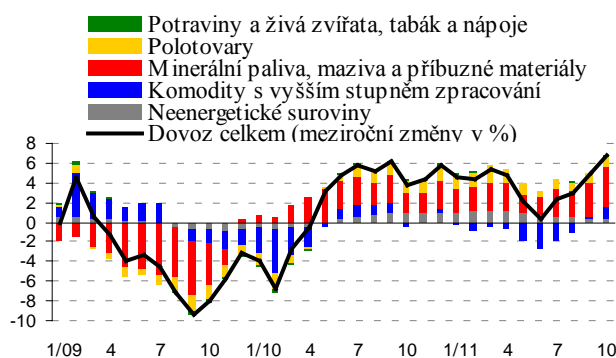
Pozn.: Údaj za 4.čtvrtletí 2011 je průměrem skutečnosti za říjen a listopad a očekávané hodnoty za prosinec.

## 4.2 Ostatní cenové okruhy

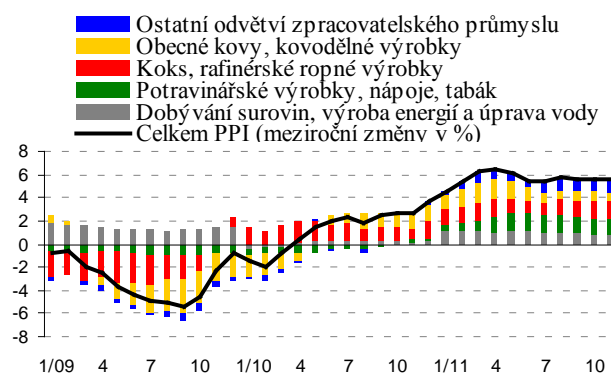
**Dovozní ceny** v říjnu meziročně vzrostly o 6,9 %, což bylo o 2 p.b. více ve srovnání s aktuální čtvrtletní prognózou. Celkový index byl nejvýznamněji ovlivněn příspěvkem cen minerálních paliv (4,1 p.b.), jejichž meziroční dynamika v říjnu dále zrychlila na 36,1 %. Vyšší meziroční růst oproti predikci měly i dovozní ceny potravin, jejich příspěvek k celkovému růstu však díky nízké váze činil pouze 0,3 p.b. Zahraniční výrobní ceny rostly v uplynulých měsících oproti predikci mírně více, předpoklad o vývoji kurzu koruny k euru se v říjnu naplnil a kurz dolaru byl v říjnu oproti prognóze slabší. Z dalších skupin rostly nejvíce ceny chemikálií o 6,5 % (příspěvek 0,7 p.b.), ceny polotovarů o 4,1 % (příspěvek 0,9 p.b.). Pokles cen ve skupině dovážených strojů a dopravních prostředků trvajících od počátku roku se v říjnu zastavil, ceny vzrostly o 0,1 %.

**Ceny průmyslových výrobců** vzrostly v listopadu o něco více (5,6 %), než předpokládala prognóza (5,1 %). K meziroční dynamice cen v průmyslu nadále nejvýrazněji přispíval cenový růst v odvětví koks a rafinovaných ropných produktů (o 26,4 % s příspěvkem 1,6 p.b.), který odrážel trvalý vysoký meziroční růst světových komodit a byl spolu se slabším kurzem hlavní příčinou odchylky od prognózy. I když meziroční dynamika růstu ve skupině potravin mírně klesla (v listopadu 7,6 %), příspěvek této skupiny zůstal nadále vysoký (1,3 p.b.). Vyšší příspěvek k růstu cen průmyslových výrobců mělo také odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků (0,8 p.b.). Meziroční pokles cen nebyl zaznamenán v žádné podskupině průmyslových výrobců. Dokonce i ve skupině dopravních prostředků, jejichž ceny od počátku roku převážně klesaly, byl zaznamenán růst o 1,7 %.

#### Dovozní ceny (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)

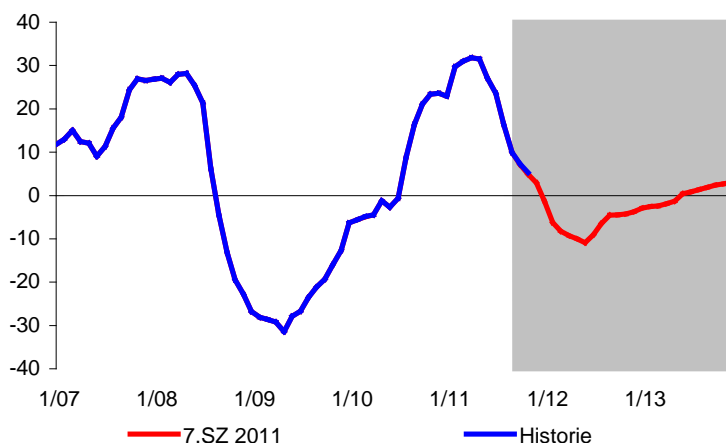


#### Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Meziroční růst cen zemědělských výrobců v listopadu 2011 podle očekávání dále zpomalil, a to na 5,3 %. V jejich rámci dále zvolnil meziroční růst cen v rostlinné výrobě, a to ze 7,3 % v říjnu na 3,0 % v listopadu. Ve struktuře cen rostlinné výroby se nadále výrazně snižoval meziroční růst váhově nejvýznamnějších cen obilovin (v listopadu meziročně rostly již jen o 7,2 %) a olejnin (mzr. o 14,4 %). Stejně jako v minulých měsících výrazně klesaly ceny zeleniny a brambor. V živočišné výrobě v listopadu meziroční růst cen o 0,7 p.b. zrychlil na 8,0 %, přičemž na tomto růstu se podílely všechny hlavní skupiny živočišných produktů. Růst cen zemědělských výrobců byl za říjen a listopad 2011 téměř v souladu s prognózou ze 7.SZ. Rizika prognózy cen zemědělských výrobců jsou na příští měsíce zhruba vyrovnaná, když výraznější pokles cen komodit na zahraničních burzách oproti výhledu z doby zpracování prognózy je kompenzován aktuálnějším depreciovanejším vývojem kurzu.

#### Ceny zemědělských výrobců (mzr. v %)



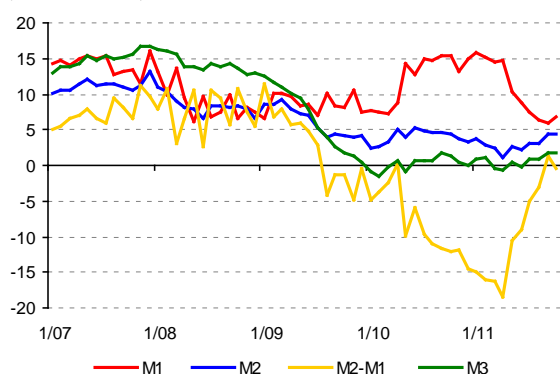
## 5 Peníze a úvěry

Meziroční růst peněžního agregátu M2 i úvěrů poskytnutých soukromému sektoru se v říjnu snížil. Ve vývoji M2 se projevoval zejména přesun vkladů domácností do vládních dluhopisů. Meziroční růst podnikových úvěrů stagnoval. Tempo růstu úvěrů domácnostem nepatrně zvolnilo vlivem prohlubujícího se poklesu úvěrů ze stavebního spoření, meziroční dynamika objemu i počtu nových hypoték byla přitom mírně vyšší než v minulém měsíci. Klientské úrokové sazby z nových podnikových úvěrů a z úvěrů na bydlení klesaly, zatímco ze spotřebitelských úvěrů rostly, a to v podmínkách stagnace sazeb peněžního trhu a stoupajících výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů. Rizikové prémie u klientských sazeb většinou klesaly. Podíly úvěrů v selhání se snížily.

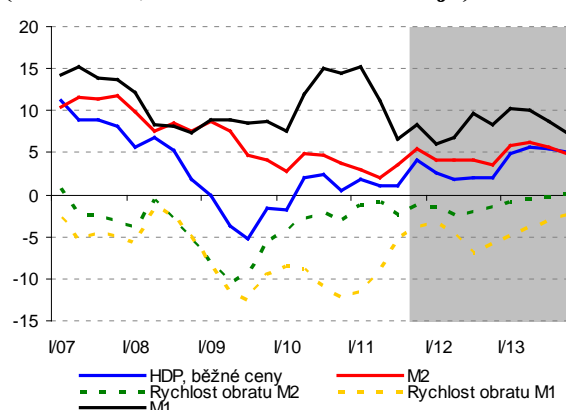
### 1. Peníze

Meziroční růst **peněžního agregátu M2** se v říjnu 2011 oproti předchozímu měsíci snížil o 0,2 p.b. na 4,3 %. Na počátku čtvrtého čtvrtletí je tak pod úrovní aktuální prognózy, která předpokládá krátkodobé zvýšení růstu M2 na 5,4 % (v průměru v roce 2011 by měl dosáhnout 3,5 %).<sup>33</sup> Ve třetím čtvrtletí se meziroční pokles rychlosti obratu peněz mírně prohloubil v důsledku stagnace růstu nominálního HDP. Roční míra růstu peněžního agregátu M3 přetrvávala v říjnu na úrovni 1,8 %. Z hlediska **faktorů nabídky peněz** se zmírnil meziroční pokles čistých zahraničních aktiv ovlivněný předchozím odlivem kapitálu do zahraničí. Současně se snížil meziroční růst financování soukromého sektoru při stále zvýšeném růstu úvěru vládě.

**Peněžní agregáty**  
(mzr. v %)



**Rychlost obratu peněz**  
(mzr. v %, sezonně očištěné údaje)



Poznámka: Rychlost obratu peněz je vypočtena jako poměr nominálního HDP ke stavu příslušného peněžního agregátu.

Ve **struktuře peněžního agregátu M2** zrychlil růst transakčních peněz zahrnutých v M1, a to o 0,8 p.b. na 6,8 % v důsledku zvýšení dynamiky jednodenních vkladů podniků a oběživa (o 0,2 p.b. na 3,8 %). Naopak se prohloubil pokles ostatních krátkodobých termínovaných vkladů při nižším růstu dlouhodobých vkladů. V rámci sektorové struktury vkladů zahrnutých v M2 zpomalilo tempo růstu vkladů domácností (na 4,8 %) vlivem investic domácností do vládních dluhopisů (objem vládních dluhopisů zakoupených domácími fyzickými osobami dosáhl cca 20 mld. Kč., tj. přibližně 1 % vkladů domácností). Naopak růst vkladů nefinančních podniků se dále zvýšil na 4,6 %, a korigoval tak vývoj zaznamenaný v roce

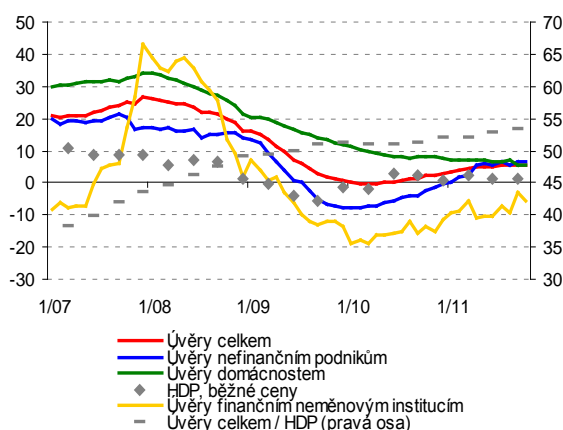
<sup>33</sup> V roce 2012 se bude tempo růstu M2 pohybovat okolo 4 % a v roce 2013 by mělo v důsledku pozvolného oživení ekonomické aktivity zrychlit na 5,7 %.

2010 a v první polovině roku 2011 v důsledku odlivu finančních zdrojů do zahraničí. Pokles vkladů finančních neměnových institucí se rovněž zmírnil na 2,6 %.

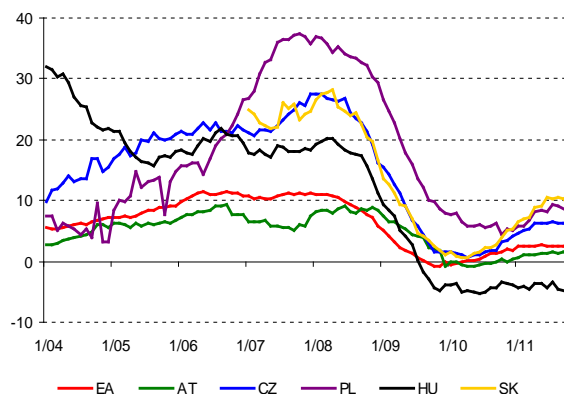
## 2. Úvěry

Vývoj **úvěrů soukromému sektoru** v posledních měsících ukazuje, že jejich oživení zaznamenané v první polovině roku 2011 se zastavilo. Meziroční růst úvěrů se v říjnu 2011 dále zpomalil o 0,2 p.b. na 5,3 %. V tom se odrážela stagnace růstu úvěrů podnikům při prohloubení poklesu úvěrů finančním neměnovým institucím a mírném zpomalení růstu úvěrů domácnostem. Měsíční říjnové toky úvěrů poskytnutých do ekonomiky (upravené o netransakční, tj. kurzové a jiné vlivy) se přitom pohybují v kladných hodnotách obdobně jako v prvním pololetí tohoto roku. Objevují se však první anekdotické signály omezování úvěrů poskytnutých zejména podnikům v důsledku problémů spojených s **evropskou dluhovou krizí**. To by mohlo mít nepříznivý dopad do domácí ekonomiky. Růst úvěrů je v ČR – obdobně jako na Slovensku a v Polsku – aktuálně vyšší oproti průměru eurozóny.<sup>34</sup>

**Úvěry podnikům a domácnostem**  
(mzr. v %, poměr v %, stavy)



**Úvěry v mezinárodním srovnání**  
(mzr. v %, stavy)



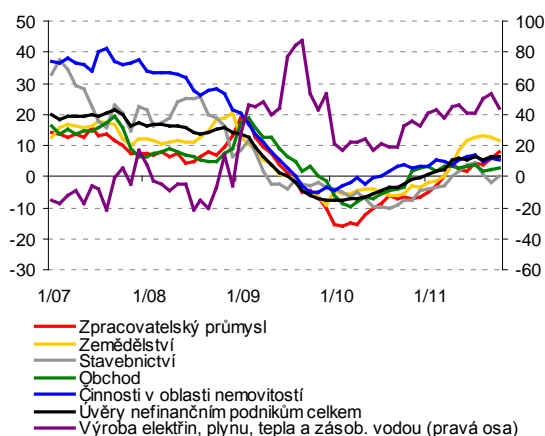
Poznámka: Úvěry finančním neměnovým institucím zahrnují finanční zprostředkovatele (leasingové a splátkové prodejce), pojišťovny a penzijní fondy.

Meziroční dynamika **úvěrů nefinančním podnikům** v říjnu stagnovala na úrovni 6,6 %. Nové podnikové úvěry včetně kontokorentních úvěrů se meziročně nezměnily. Zpomalil růst dlouhodobých úvěrů se splatností nad pět let, zatímco dynamika krátkodobých a střednědobých úvěrů mírně zrychlila. V tom se patrně odráží nižší očekávaná investiční aktivita podniků při pozvolném zvyšování úrokových sazeb z nových úvěrů se splatností nad jeden rok. Naopak potřeba financování provozního kapitálu podniků úvěry přetrvává. Úrokové sazby z nových úvěrů poklesly k historickým minimům. Z hlediska odvětví se snížil růst úvěrů energetice, developerům a zemědělství při přetrvávajícím útlumu úvěrů do stavebnictví a nepatrně vyšší dynamice úvěrů zpracovatelskému průmyslu a obchodu. Říjnový konjunkturální průzkum ČSÚ ukazuje, že procento průmyslových podniků

<sup>34</sup> V eurozóně se růst úvěrů soukromému sektoru po stagnaci v posledních měsících v říjnu mírně zvýšil na 2,7 %. Zůstává však umírněný v důsledku zvýšeného napětí na finančních trzích v srpnu a září. Dle ECB zatím není zřejmý vliv tohoto napětí na omezení nabídky úvěrů v eurozóně. Banky v rámci šetření „*Bank Lending Survey*“ ze třetího čtvrtletí 2011 (viz *Monthly Bulletin ECB 10/2011*) předpokládaly snížení poptávky po úvěrech ve čtvrtém čtvrtletí vlivem zhoršeného výhledu ekonomiky a zpřísněných úvěrových podmínek.

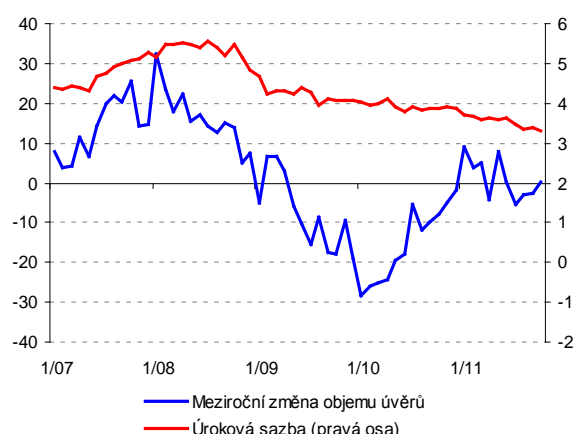
očekávajících růst úvěrů v následujících třech měsících je poměrně nízké a nadále se výrazněji nemění.

### Úvěry nefinančním podnikům dle vybraných odvětví (mzr. v %, stavy)



Poznámka: Časové řady úvěrů stavebnictví a činností v oblasti nemovitostí byly z důvodu změny metodiky v roce 2009 upraveny.

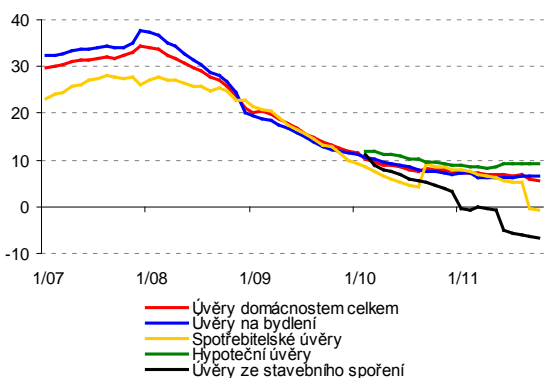
### Nové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)



Poznámka: Údaje jsou včetně kontokorentních úvěrů.

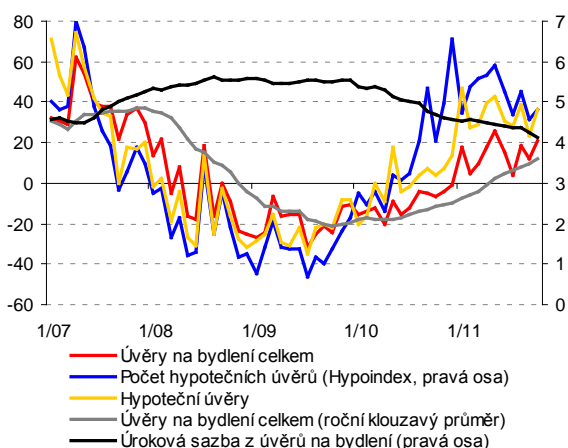
Meziroční růst **úvěrů domácnostem** se v říjnu dále nepatrně snížil na 5,6 %. Zpomalila dynamika **úvěrů na bydlení** o 0,2 p.b. na 6,4 %. Růst hypotečních úvěrů přetrvává na úrovni 9,2 %. Pokles úvěrů ze stavebního spoření se prohloubil. Nové hypoteční úvěry meziročně vzrostly více než v minulém měsíci, jejich dynamika však nedosahuje úrovně z poloviny tohoto roku, kdy počet i objem nově uzavřených hypoték kulminoval. Úvěrový trh související s bydlením a trh s nemovitostmi jako takový tudíž zůstávají i přes očekávané zvýšení sazby DPH na stavební práce a pokles úrokových sazeb nadále spíše utlumený. To je doprovázeno poklesem cen nemovitostí, resp. jejich stabilizací, a nejistotami domácností ohledně budoucího vývoje trhu práce. Ve struktuře nových úvěrů na bydlení se snížil podíl úvěrů s pohyblivou či fixní sazbou do jednoho roku o 1 p.b. na cca 27 % (v tom podíl úvěrů s pohyblivou či fixní sazbou do tří měsíců činí zhruba 23 %). **Spotřebitelské úvěry** meziročně poklesly o 0,9 % a v souladu s poklesem indikátoru důvěry spotřebitelů ukazují na stále nízkou poptávku v tomto segmentu úvěrového trhu.

### Úvěry domácnostem (mzr. v %, stavy)



Poznámka: Spotřebitelské úvěry jsou od září 2010 ovlivněny fúzí jedné banky s nebankovním subjektem.

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



Poměry **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech přetrvávají v jednotlivých segmentech úvěrového trhu na zvýšených hodnotách. Po srpnovém růstu a stagnaci v září se ale podíl

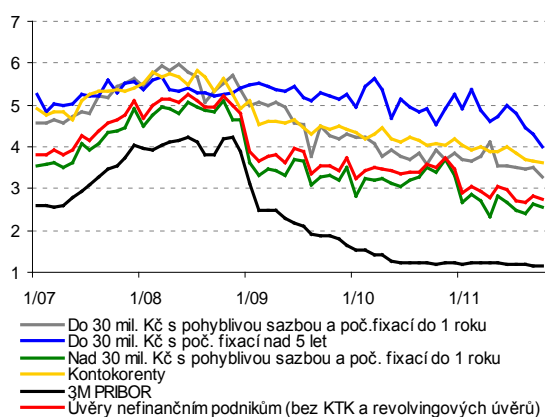
nesplácených úvěrů aktuálně snížil, a to u úvěrů nefinančním podnikům na 8,2 % a u domácností na 5,2 % (u spotřebitelských úvěrů činí 12 % a u úvěrů na bydlení 3,4 %).

### 3. Klientské úrokové sazby

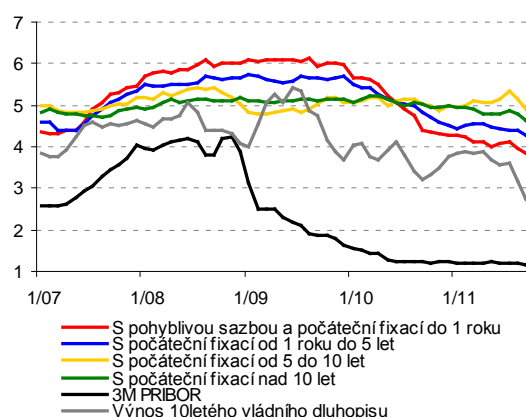
**Klientské úrokové sazby** s krátkodobými i dlouhodobými fixacemi se u většiny druhů nových úvěrů dále snižovaly. Krátkodobá sazba peněžního trhu přitom přetrvává více než rok na úrovni 1,2 % a výnos desetiletého vládního dluhopisu v říjnu vzrostl o 20 b.b. na 3 %. Rizikové prémie klesaly.

Úroková sazba z úvěrů **nefinančním podnikům** se dále snížila na své historické minimum a včetně kontokorentních úvěrů v říjnu dosáhla v průměru 3,3 %. U malých úvěrů s objemem do 30 mil. Kč poklesla o 22 b.b. na 3,4 % a u velkých úvěrů nepatrně na 2,6 %. Snižovaly se sazby s fixací do jednoho roku a nad pět let. Pohyblivá a fixní sazba do tří měsíců, kterou má 93 % nově uzavřených podnikových úvěrů, mírně poklesla na 2,6 %. Ve vývoji sazeb z podnikových úvěrů se odráží stagnace sazeb peněžního trhu a přetrvávající snižování klientských rizikových premií u některých typů úvěrů. Více než 80 % nově uzavřených úvěrů s krátkodobou fixací má splatnost do jednoho roku, přičemž podíl těchto úvěrů se aktuálně zvyšuje na úkor podílu úvěrů s delší splatností. Úvěry se splatností nad jeden rok jsou poskytovány za průměrnou sazbu 4 %, která se mírně zvýšila. V eurozóně sazby z podnikových úvěrů s krátkodobou fixací v posledních měsících rostou a sazby z úvěrů s dlouhodobou fixací po předchozím snížení v říjnu stagnovaly (v průměru dosahují 3–5 %).

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



**Úrokové sazby z úvěrů na bydlení (nové obchody, v %)**



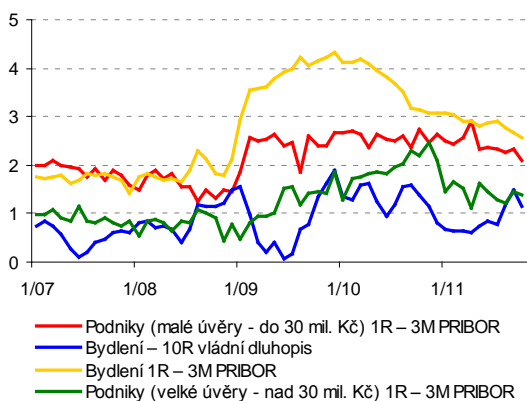
U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** rovněž dále snížila o 12 b.b. na 4,1 %. Klesaly sazby s krátkodobými i dlouhodobými fixacemi, pohyblivá či fixní sazba do tří měsíců se snížila na 3,5 %. Úrokové sazby z nových hypoték dosáhly historického minima z července 2005. Sazba z nových úvěrů ze stavebního spoření je nejnižší od roku 2007. Riziková prémie u úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací sazby tak dále korigovala svůj nárůst z období krize v roce 2009. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu rovněž pokleslo, zejména v důsledku růstu uvedeného dluhopisového výnosu. V eurozóně se sazby z úvěrů na bydlení v posledních měsících snižují u dlouhodobých fixací a nepatrně rostou u krátkodobých fixací, přičemž se pohybují v rozmezí 3–4 %.

**Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** se zvyšuje (v říjnu o 19 b.b. na 14 %). Sazby z kontokorentních úvěrů a z kreditních karet přitom přetrvávají na vysoké úrovni 15,5 %, resp. 20,3 %. Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a 3M PRIBORem tak dále

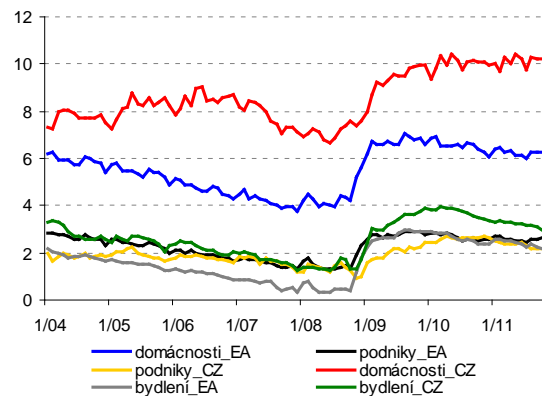
vzrostlo a odráželo vysoké riziko nesplácení těchto úvěrů. V eurozóně sazby ze spotřebitelských úvěrů po předchozím zvýšení aktuálně zhruba stagnují na úrovni 6–8 % (u kontokorentních úvěrů se pohybují okolo 8 % a u kreditních karet 17 %).

**Klientské úrokové sazby z nových vkladů** se většinou nezměnily. Pouze sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností do jednoho roku po předchozím zvýšení poklesla na 0,7 % v důsledku vývoje těchto sazeb u jedné pobočky zahraniční banky. Naopak sazba z vkladů s dlouhodobou dohodnutou splatností nad dva roky se zvýšila o 19 b.b. na 2 %.

**Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb v ČR (v p.b.)**

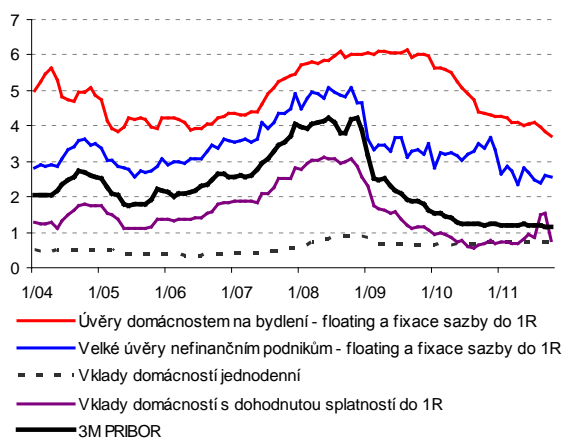


**Rozpětí mezi klient. úrok. sazbami a 3M PRIBOREm/EURIBOREm v ČR a EA (v p.b.)**

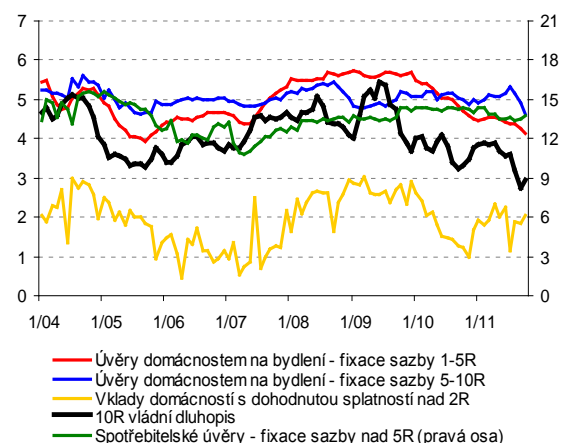


**Z dlouhodobějšího hlediska** byl pokles sazby s krátkodobou fixací u úvěrů na bydlení a u velkých podnikových úvěrů (při stagnaci tržních sazeb v posledním roce a půl) odrazem korekce zvýšených rizikových premií z let 2008 až 2009. U spotřebitelských úvěrů se sazba pohybovala stále na vysoké úrovni. Naopak u dlouhodobých fixací sazeb byl od poloviny roku 2009 pokles výnosu desetiletého vládního dluhopisu výraznější oproti sazbám z úvěrů na bydlení a některých podnikových úvěrů. **Úrokové diferenciály** mezi sazbami z podnikových úvěrů a 3M PRIBOREm jsou v ČR obdobné jako v eurozóně při stále vyšším diferenciálu u sazeb z úvěrů na bydlení. Výrazně vyšší diferenciál mezi sazbou z celkových úvěrů domácnostem v ČR oproti eurozóně je ovlivňován rozdílem sazeb ze spotřebitelských úvěrů.

**Úrokové sazby s krátkodobou fixací (nové obchody, v %)**



**Úrokové sazby s dlouhodobou fixací (nové obchody, v %)**



## V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly, sazby s delší splatností vzrostly. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za 4.Q 2011 se pohybuje lehce výše v porovnání s prognózou. Kurz koruny od začátku listopadu kolísá mezi 25–26 Kč/EUR, v průměru za dosavadní průběh 4.Q 2011 je o 1,6 % slabší v porovnání s prognózou.

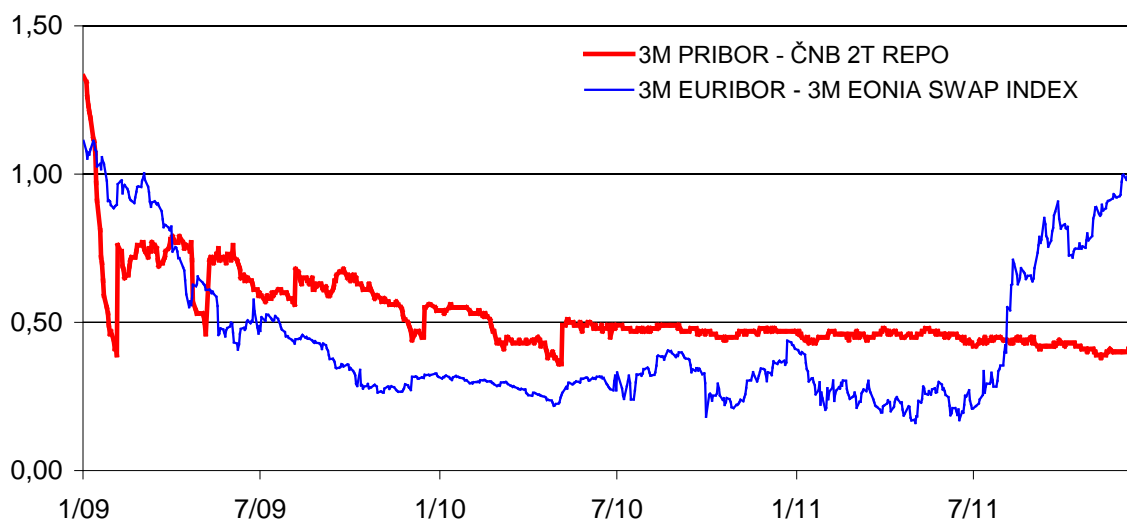
### Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	4.Q 2011 – zákl. scénář	4.Q 2011 – alt. scénář	4.Q 2011 – skut. *	14.12. – skut.
3M PRIBOR	1,0	1,1	1,2	1,2
Kurz – CZK/EUR	24,80	24,80	25,20	25,65

\* průměr za čtvrtletí do 14.12.2011

### 1 Domácí úrokové sazby

Úrokové sazby PRIBOR nadále stagnují ve všech splatnostech. Průměrná výše **sazby 3M PRIBOR** za dosavadní průběh 4.Q 2011 (do 14.12.) činila 1,2 %, tj. lehce nad hodnotou základního i alternativního scénáře stávající prognózy. Výnosová křivka peněžního trhu má pozitivní sklon, rozpětí 1R PRIBOR – 3M PRIBOR aktuálně dosahuje 0,5 p.b. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba dosahuje v průměru 0,41 p.b., což je v souladu s předpokladem prognózy ze 7.SZ. Toto rozpětí tak nadále nijak nereagovalo na vývoj rizikové prémie na mezibankovním trhu v eurozóně.



Několikaměsíční pokles **sazeb FRA** se zastavil. Jejich aktuálně vysoká volatilita souvisí s pohyby kurzu koruny. Tržní výhled 3M sazby FRA se pohybuje mírně nad trajektorií konzistentní se základním scénářem stávající prognózy, avšak níže než alternativní scénář (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí). Na trhu v současnosti převládá očekávání dlouhodobé stability úrokových sazeb ČNB. Lehce klesající výhled sazby FRA však naznačuje, že trh nevyklučuje ani pokles sazby, i když s malou pravděpodobností. **Úrokové sazby s delší splatností** reagovaly téměř výhradně na události v zahraničí. Výrazné změny sentimentu související s politickým vývojem a předkládanými návrhy řešení dluhové krize se promítaly do prudkých nárůstů sazby a následných korekcí. V důsledku vleklé a zatím neúspěšné snahy odvrátit krizi v eurozóně vzrostla averze vůči riziku, zvýšila se volatilita na trhu a nákaza se rozšířila i do střeoevropských států (vliv vyššího rizikového vnímání emerging markets). Celkově se sazby IRS od poloviny září, kdy dosáhly historického minima, zvýšily cca o 0,2 p.b. V případě výnosů státních dluhopisů byl nárůst výraznější (až 0,9 p.b.). Ani v této situaci však Ministerstvo financí nemá výraznější problémy upsat na primárním

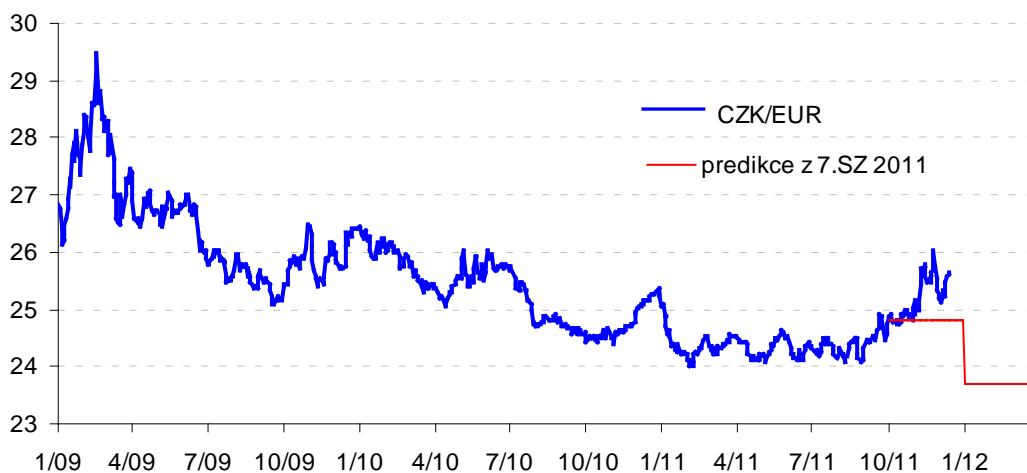
trhu státní dluhopisy. Zájem investorů se v současné době koncentruje na dluhopisy s variabilním kuponem a dluhopisy s kratší dobou splatnosti.

**Klientské úrokové sazby** zhruba stagnovaly. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů v říjnu činila 6,6 %, sazba z termínovaných vkladů 1,7 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 4,2 %, z pohledu ex ante 3,7 %.

## 2 Devizový kurz

Po období relativní stability koruny od února do srpna 2011 (kdy koruna oscilovala v pásmu od 24,0 do 24,6 CZK/EUR) začala koruna poměrně rychle oslabovat. V průběhu necelých tří měsíců (od 31.8. do 27.11.) ztratila přibližně 8 % své hodnoty a zařadila se mezi nejrychleji oslabující směnitelné měny světa.<sup>35</sup> Ještě mnohem silnější bylo oslabení koruny vůči americkému dolaru (17,9 %) a japonskému jenu (16,3 %). Na konci listopadu však došlo k poměrně výrazné korekci tohoto trendu a koruna vůči euru posílila v průběhu tří dní o cca 3 % na cca 25,3 CZK/EUR. K podobné korekci koruny došlo i vůči dolaru a jenu. Obdobným způsobem reagovaly i další lokální měny. V dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí dosáhl průměrný kurz koruny vůči euru hodnoty 25,2 CZK/EUR, což znamená oslabení oproti předcházejícímu čtvrtletí o 3,3 %. Meziroční oslabení koruny činí cca 1,7 %. Prognóza ze 7.SZ předpokládala pro čtvrté čtvrtletí 2011 menší znehodnocení koruny (na 24,8 CZK/EUR), koruna je tak zatím oproti prognóze slabší o cca 1,6 %. Aktuální kurz na úrovni okolo 25,60 CZK/EUR je vůči dosavadnímu průměru ze čtvrtého čtvrtletí ještě slabší.

### Vývoj měnového kurzu CZK/EUR



Kurz koruny v průběhu posledních tří měsíců odrážel rostoucí nervozitu investorů, pramenící z prohlubování evropské dluhové krize (zejména její rozšíření na Itálii a Španělsko). To vedlo k příklonu finančních trhů k americkému dolaru a japonskému jenu. Náhled investorů na střeoevropské měny navíc zhoršoval nepříznivý vývoj v Maďarsku. Koruna však oslabila téměř vůči všem evropským měnám včetně např. chorvatské kuny a rumunského lei. Důvody tohoto vývoje lze spatřovat i u domácích faktorů, tj. zejména ve vývoji platební bilance (viz výše). Posílení koruny a dalších lokálních měn v závěru listopadu bylo způsobeno rozšířením informací o připravované pomoci Itálii prostřednictvím MMF a umocněno společnou akcí klíčových centrálních bank k posílení dolarové likvidity bankovního sektoru.

<sup>35</sup> Silněji oslabovaly ve sledovaném období pouze měny dalších střeoevropských zemí Maďarska a Polska a kromě toho ještě Brazílie a Jihoafrická republika.

## **Příloha\* – Inventura a analýza dopadů fiskálních opatření v ČR 2001–2011**

Róbert Ambriško, Vítězslav Augusta, Dana Hájková, Petr Král, Pavla Netušilová, Milan Říkovský, Pavel Soukup\*

*Fiskální politika působí na hospodářský vývoj průběžně (svým základním nastavením) i diskrečně (skrze záměrné změny parametrů příjmů a výdajů). Tato příloha mapuje diskreční opatření české fiskální politiky v období 2001–2011 a analyzuje jejich průběh a dopady v rámci ekonomického cyklu s využitím několika metod. Fiskální diskrece je v české ekonomice poměrně často využívána a v několika letech měla výrazné dopady do reálné ekonomiky. Výsledky však ukazují na absenci systematickosti a problémy s plněním stabilizační role veřejných financí. Jsou sice identifikována některá krátká období proticyklického působení českých veřejných financí, ale destabilizující procyklické působení fiskálu převažovalo.*

### **1 Úvod**

Fiskální politika nastavením a změnami daní a veřejných výdajů ovlivňuje cyklický i trendový vývoj ekonomiky. To je důvodem, proč makroekonomický aparát centrální banky musí pracovat s fiskálním výhledem při tvorbě ekonomické prognózy včetně prognózy úrokových sazeb.<sup>1</sup> Klíčovým aspektem pro tvorbu makroekonomické prognózy je otázka, zda vládní diskreční opatření mají předpokládaný efekt a jaká je jeho síla (tzv. fiskální multiplikátor). Proto je důležité zpětně analyzovat dopady minulých fiskálních opatření do ekonomického vývoje. V dlouhém období je rovněž důležité vědět, zda fiskální politika působí na ekonomiku stabilizačně a zda diskreční opatření toto působení zvýrazňují či tlumí.

Tato příloha si klade za cíl zmapovat důležitá diskreční opatření české fiskální politiky od roku 2001 a zhodnotit jejich dopad na českou ekonomiku. Diskrečními opatřeními přitom rozumíme vládou zamýšlené kroky, které vedou ke změnám příjmů či výdajů veřejného sektoru nezávisle na vývoji ekonomiky.

Příloha je sestavena následovně: Kapitola 2 poskytuje obecný teoretický základ pro analýzu fiskální diskrece a stručný historický kontext používání fiskální diskrece. Kapitola 3 podává přehled dosavadních empirických poznatků o vlivu české fiskální politiky na ekonomickou aktivitu. Kapitola 4 popisuje metody a výsledky provedené analýzy a Kapitola 5 shrnuje závěry a předkládá pohled do budoucna.

---

\* Toto je poslední pravidelná tematická příloha malých situačních zpráv. Za období let 2008–2011 jich bylo zpracováno celkem 16 (seznam je uveden v Appendixu I). Některé z příloh vyústily do podoby výzkumné publikace ČNB a/nebo do podoby článku v recenzovaném ekonomickém žurnálu. Na žádost bankovní rady však může být i v budoucnu připravena ad-hoc příloha řešící aktuální či jinou problematiku vyžadující důkladné zpracování formou uceleného textu.

\* Autoři děkují za cenné připomínky a náměty Tomáši Holubovi, Janu Filáčkovi a Luboši Komárkovi. Současně děkujeme F. Brázdíkovi a L. Růžičkovi z odboru 412 za technickou pomoc spojenou s prováděnými odhady Kálmánovým filtrem.

<sup>1</sup> Zachycení fiskální politiky v prognostickém aparátu ČNB bylo mimo jiné popsáno v prezentaci pro bankovní radu na poradě s experty k měnověpolitickým tématům v dubnu letošního roku. Appendix II této přílohy obsahuje stručné shrnutí této problematiky.

## 2 Východiska pro analýzu vlivu fiskální diskrece na ekonomický vývoj

*Aktivní proticyklické použití fiskální politiky je omezeno dostupností informací v reálném čase, implementačními zpožděními a dalšími mikroekonomickými i mimoekonomickými faktory. Empirická literatura podává svědectví o spíše procyklické fiskální politice a o tendenci ke kumulaci deficitů. Význam fiskální politiky do jisté míry vzrostl pro členské země eurozóny s přechodem od nezávislých měnových politik k jednotné měnové politice prováděné ECB.*

### 2.1 Teoretická a empirická východiska pro použití fiskální diskrece

Z makroekonomického pohledu je hlavní role fiskální politiky spatřována ve vytvoření stabilního prostředí příznivého pro ekonomickou aktivitu. V optimálním případě fiskální instituce působí stabilizačně i v krátkém období, a to vyhlazováním ekonomického cyklu působením automatických stabilizátorů (například příjmové daně, dávky v nezaměstnanosti) a případným diskrečním fiskálním zásahem.

Fiskální diskrece představuje neautomatickou, exogenní změnu podmínek ekonomického systému, kdy hospodářská politika vlády reaguje na ekonomickou situaci jednorázovými rozhodnutími měnícími daňové sazby, strukturu či výši veřejných výdajů. Použitelnost a účinnost diskrečních proticyklických opatření je však limitována nedostatkem informací v reálném čase a existencí implementačních zpoždění. Užitečnost krátkodobých fiskálních opatření v hospodářské politice závisí na dané ekonomické situaci, která určuje, zda taková opatření vůbec mohou být účinná, a na konstrukci použitých opatření.

Účinné používání diskreční fiskální politiky pro podporu ekonomického růstu navíc naráží na mnoho problémů. Ačkoliv empirická evidence ukazuje, že vytěšňování soukromých výdajů je spíše malé, Tanzi (1997) dokládá, že v rámci veřejných výdajů může docházet k vytěšňování základních veřejných služeb (např. preventivní opatření ve zdravotnictví vs. akutní léčba, základní vs. vyšší vzdělávání, udržování základní infrastruktury vs. nové/velké investice). Obtížné je provádění *cost-benefit* analýzy pro veřejné statky (hodnota budoucích přínosů, měření preferencí pro veřejné statky).

Empirický výzkum ukazuje, že fiskální politika je často procyklická (Talvi a Vegh, 2005, a Manasse, 2006), přičemž procykličnost se objevuje v dobrých časech a způsobuje *deficit-bias* veřejných rozpočtů. Robustnost tohoto výsledku potvrzují Ilzetski a Vegh (2008). Častým problémem vládních výdajových politik bývá jejich neefektivnost způsobená „selháními vlády“ (tendence k maximalizaci agend, *principal-agent* problémy mezi úrovněmi vlády, časová a místní nekonzistence opatření, byrokratické náklady; McKean, 1965).

Předmětem zkoumání jsou i dopady fiskální konsolidace jako řešení nakumulovaných problémů v oblasti veřejných financí. Některé studie docházejí k názoru, že krátkodobé dopady výdajových škrtů mohou být (v důsledku ricardiánského chování domácností či poklesu rizikové prémie země) pro ekonomiku stimulační (tzv. *expansionary fiscal consolidation*; Giavazzi a Pagano, 1996, Alesina a Ardagna, 1998, Afonso, 2006). Berkmen (2011) uvádí daňovou reformu v Německu 2007 jako příklad omezených krátkodobých růstových dopadů výrazné konsolidace, která je doprovázena kladnou reakcí strany nabídky a případně dalšími strukturálními reformami. Empirická literatura však ohledně existence expanzivní fiskální konsolidace dochází ke smíšeným závěrům (Hemming a kol., 2002,

Prammer, 2004). Coenen a kol. (2008) modelují fiskální konsolidaci modelem NAWM<sup>2</sup> pro eurozónu a docházejí k závěru, že v daných podmínkách má fiskální konsolidace pozitivní dlouhodobý dopad na makroekonomické proměnné (prostřednictvím nižších úrokových nákladů dluhu), ale zároveň výrazné krátkodobé náklady (v důsledku částečně keynesovských dopadů – tj. dopadů na spotřební rozhodnutí a nabídku práce nericardiánských domácností).

## 2.2 Fiskální diskrece v posledních sto letech

Využívání fiskální politiky k makroekonomické stabilizaci se historicky významně měnilo a to nejen v závislosti na ekonomických podmínkách, ale i v souvislosti s vývojem ekonomické teorie. Příkladně do doby velké hospodářské krize (1929–1933) vycházela fiskální politika vyspělých zemí z pevných pravidel, a to především z pravidla malého a vyrovnaného rozpočtu, a role fiskální politiky tak byla poměrně malá. Poválečné období naopak v rozvinutých zemích charakterizovala značná míra rozhodovací volnosti a vzrostlo používání diskreční stabilizační politiky, kdy byly vládami prováděny změny v rozpočtu i v daních již při malých odchylkách vývoje ekonomiky a to mnohdy několikrát v průběhu jednoho roku. Realita ovšem ukázala, že tento přístup byl v důsledku celé škály zpoždění (poznávací, rozhodovací, implementační), institucionálních bariér a existence racionálních očekávání spíše kontraproduktivní. Zejména v anglosaských zemích vedl tento hospodářskopolitický koncept ke zvýraznění tzv. politického cyklu. Diskreční fiskální stabilizace se tak během keynesovské éry do jisté míry „zdiskreditovala“.

Význam národních fiskálních politik v zemích eurozóny vzrostl v souvislosti se vznikem jednotné evropské měny. Přechod měnové politiky na nadnárodní měnovou autoritu v prostředí asymetrických šoků se v mnoha evropských zemích stal argumentem pro rehabilitaci fiskální diskrece jako náhrady za ztrátu autonomní měnové a kurzové politiky při zmírňování dopadů vnějších šoků na jednotlivé členské státy eurozóny.

Reálný vývoj ve vyspělých zemích však ukázal, že i když od 70. let v zásadě nebyl využíván tradiční keynesovský nástroj státního rozpočtu k vyhlazování ekonomického cyklu, v hospodaření vlád se hluboce zakořenila (zdánlivá) „trvalá stimulace“ ekonomiky deficitním financováním vládních výdajů. V prostředí poměrně nízkých úrokových sazeb tak došlo k permanentní akumulaci rozpočtových deficitů a vládního dluhu. Úroveň vládního zadlužení v některých zemích eurozóny přesáhla v posledních letech únosné meze a vyústila v dluhovou krizi, což výrazně omezilo, nebo znemožnilo, případná diskreční fiskální stabilizační opatření. Na program se tak dostává spíše otázka dlouhodobé udržitelnosti dluhové akumulace a fiskální konsolidace. V aktuálních podmínkách fiskální diskrece v Evropě lavíruje mezi makroekonomickou stabilizací a dluhovou konsolidací, a v centru pozornosti je konstrukce hospodářských politik, které bez výrazných růstových nákladů umožní fiskální ozdravení.

---

<sup>2</sup> New Area-Wide Model ECB.

### 3 Přehled relevantní literatury pro ČR

*Empirická literatura analyzující dopady fiskální politiky v České republice zahrnuje všechny standardně používané přístupy a několik odhadů fiskálního multiplikátoru. Není třeba zdůrazňovat, že empirickou analýzu dopadů fiskálních opatření v České republice komplikují krátké časové řady relevantních proměnných a přítomnost strukturálních zlomů v těchto řadách a změn ekonomických podmínek obecně.*

Autoři Barrell a kolektiv (2004) zkoumají ekonomické dopady hospodářské politiky vybraných (v té době kandidátských) zemí EU včetně České republiky pomocí panelové analýzy makroekonomických dat implementované do globálního ekonometrického modelu (NiGEM).<sup>3</sup> Jejich výsledky implikují klesající účinnost fiskální politiky s rostoucí otevřeností ekonomik. Odhad fiskálního multiplikátoru pro Českou republiku je na úrovni 0,4.

Král a kolektiv (2005) zkoumali na základě regresní analýzy a strukturální simulace dopad fiskální politiky na českou ekonomiku pro použití v jádrovém predikčním modelu ČNB, a to souhrnně kanálem fiskální diskrece i automatických stabilizátorů. Autoři odhadli, že trvalá změna tzv. poptávkově relevantního salda<sup>4</sup> veřejných financí o 1 p.b. HDP se promítá ve změně ročního růstu HDP o 0,61 p.b. Účinnost fiskálních opatření v ČNB dále analyzovali Radkovský a Štiková (2008) pomocí strukturálního VEC modelu. Autoři shledali empirickou podporu pro keynesiánský mechanismus působení fiskální politiky. Pozitivní vliv zvýšení vládních výdajů na „soukromé HDP“ vrcholí ve druhém roce působení ve výši přibližně 0,2 % HDP a negativní efekt zvýšení vládních příjmů kulminuje již v prvním roce a dopadá do „soukromého HDP“ zhruba v rozsahu -0,4 %.<sup>5</sup>

Aktuální odhad fiskálního multiplikátoru na základě několika specifikací strukturálních VAR modelů provedli Ambriško a kolektiv (2011) pro období 1996–2010. Jejich pětirovnicové modely signalizují hodnoty fiskálního multiplikátoru mezi 0,3 a 0,6 v průběhu prvního roku po fiskálním šoku (třírovnicové modely implikují nejvyšší vliv ve druhém až třetím roce ve výši 0,6). Kvantifikaci multiplikačního efektu fiskální politiky v ČR na základě VAR modelu provádí i Prušvic (2010) a zjišťuje výdajový multiplikátor ve výši 0,47 a příjmový ve výši -0,25 ve druhém roce.

Štork a Závacká (2010) pracují s dynamickým stochastickým modelem všeobecné rovnováhy české ekonomiky Ministerstva financí ČR. Ve své práci rozšířili blok domácností<sup>6</sup> a vlády u základního modelu tak, aby bylo možné analyzovat dopady jednotlivých fiskálních opatření na reálnou ekonomiku. Autoři pracují s agregovanými fiskálními proměnnými, tj. daněmi

<sup>3</sup> Analyzovány jsou Polsko, Maďarsko, Slovinsko, Estonsko a Česká republika. Model NIGEM je dynamický stochastický model, který spravuje National Institute of Economic and Social Research (NIESR). Model zahrnuje 40 zemí a 13 regionů. Model využívá i ČNB pro modelování vnějšího prostředí.

<sup>4</sup> Poptávkově relevantní saldo je v uvedené práci dáno rozdílem těch příjmů a výdajů (v metodologii ESA95) veřejných rozpočtů, které jsou bezprostředně spjaty s příjmově-výdajovým koloběhem souvisejícím s tvorbou, rozdělováním a užitím hrubého domácího produktu. Vyloučeny jsou tak například dotace transformačním institucím, fiskální transfery do zahraničí, příjmy z prodeje telekomunikačních frekvencí aj. Tento koncept v současnosti ČNB již nepoužívá (přešla na práci s jednorázovými a mimořádnými operacemi).

<sup>5</sup> Skutečnost, že výdajový multiplikátor je nižší než příjmový, lze částečně připsat metodickému přístupu. Autoři uvádějí, že v případě analyzování vlivu vládních výdajů na celkové HDP, jak je standardně fiskální multiplikátor chápán, by byl dopad zřejmě vyšší, neboť vládní spotřeba jako jedna ze složek výdajů vládního sektoru je součástí celkového HDP.

<sup>6</sup> Model rozlišuje ricardiánské a nericardiánské domácnosti. Nericardiánské domácnosti nemají přístup na kapitálové trhy, a užívají tak svoje příjmy jenom ke spotřebě, tj. k nákupu statků a služeb.

uvalenými na spotřebu a mzdy, vládní spotřebou a transfery vyplácenými domácnostem. Analýza je primárně zaměřena na transmissi fiskálních opatření do sektorů ekonomiky a makroekonomických veličin a fiskální multiplikátory nejsou komentovány.

Dynamický strukturální model všeobecné rovnováhy (GIMF)<sup>7</sup> použili Klyuev a Snudden (2011) pro odhad daňových a výdajových multiplikátorů pro českou ekonomiku. Autoři modelují dopad konsolidačních opatření na českou ekonomiku. Tabulka 1 uvádí odchylky reálného HDP od základního scénáře v průběhu prvních pěti let fiskální konsolidace v rozsahu 1 % HDP v daných rozpočtových kategoriích. Poslední sloupec tabulky uvádí dlouhodobý (steady-state, SS) dopad na HDP.

**Tabulka 1: Dopad fiskální konsolidace na reálné HDP (% odchylka od základního scénáře) dle fiskálních opatření**

roky	Dočasná konsolidace						Trvalá konsolidace					
	1	2	3	4	5	SS	1	2	3	4	5	SS
Zdanění práce	-0,13	-0,04	-0,03	-0,01	0,01	0	-0,28	-0,40	-0,48	-0,54	-0,56	0,11
Zdanění spotřeby	-0,13	0	0,02	0,03	0,03	0	-0,18	-0,13	-0,06	-0,02	0	0,34
Zdanění kapitálu	-0,02	-0,01	0	0	0	0	-0,17	-0,18	-0,20	-0,29	-0,44	-0,42
Transfery	-0,08	0,03	0,04	0,04	0,04	0	-0,08	0,06	0,20	0,28	0,32	0,56
Vládní spotřeba	-0,40	0,07	0,07	0,04	0,01	0	-0,32	-0,17	-0,06	-0,01	0	0,34
Vládní investice	-0,43	-0,07	-0,08	-0,10	-0,11	0	-0,37	-0,34	-0,35	-0,42	-0,53	-1,78

Poznámka: Jsou modelovány dopady fiskálních opatření vedoucích ke zlepšení fiskální bilance o 1 % HDP o délce trvání jeden rok a trvale.

Zdroj: Klyuev a Snudden (2011).

Autoři zároveň konstatují, že Česká republika jako vysoce otevřená ekonomika dosahuje poměrně nízkých multiplikačních efektů ve srovnání s eurozónou a USA (Tabulka 2).

**Tabulka 2: Srovnání výše fiskálních multiplikátorů v prvním roce**

	GIMF <sup>1</sup>	Coenen a kolektiv <sup>2</sup>		INTERLINK <sup>3</sup>
	Česká republika	USA	eurozóna	Česká republika
Zdanění práce	0,13	0,10 - 0,35	0,05 - 0,30	0,2
Zdanění spotřeby	0,13	0,30 - 0,35	0,20 - 0,30	0,1
Zdanění kapitálu	0,03	0,01 - 0,11	0,03 - 0,06	-
Vládní spotřeba	0,41	0,80 - 1,20	0,95 - 1,00	0,3
Vládní investice	0,43	0,95 - 1,15	0,95 - 1,00	0,7

Poznámka: Dopady jednoletého fiskálního opatření v modelu bez nulové hranice úrokových sazeb.

<sup>1</sup> GIMF je dynamický strukturální model všeobecné rovnováhy, který používá MMF.

<sup>2</sup> Jde o souhrn výsledků ze sedmi strukturálních modelů, prezentovaný v článku Coenen a kolektiv (2010).

<sup>3</sup> INTERLINK je globální model, který používá OECD (výsledky z roku 2009).

Zdroj: Klyuev a Snudden (2011), s. 17.

<sup>7</sup> Model je používán Mezinárodním měnovým fondem.

## 4 Analýza českých fiskálních opatření

*Pro analýzu jsou použity tři metody identifikace fiskální diskrece: metoda bottom-up, metoda top-down a reziduální metoda, přičemž v rámci jednotlivých metod je obvykle uvedeno více variant výpočtu, tj. pozornost je věnována robustnosti ukazatelů. Tento přístup umožňuje poměrně široký pohled na ekonomické působení fiskální politiky. Alternativní specifikace podávají kvalitativně stejný příběh a jsou v souladu s našimi očekáváními. Působení fiskální politiky bylo v období 2001–2011 převážně procyklické, krátkodobé proticyklické působení bylo shledáno pouze ve čtyřech jednotlivých letech.*

### 4.1 Vymezení analyzovaných diskrečních opatření a metodický přístup

Za diskreční opatření fiskální politiky považujeme vládou vědomě prováděné změny vládních příjmů a výdajů, které by se bez zásahu vlády vyvíjely po trajektorii dané vývojem a faktory mimo sektor vlády (endogenně).

Na příjmové straně lze diskreční opatření ztotožnit s legislativními změnami v daňové oblasti.<sup>8</sup> Vymezení fiskální diskrece u výdajů je poněkud obtížné, neboť princip diskrece je do určité míry zastřen existencí legislativních a smluvních závazků výdajových položek v pravomoci jednotlivých rozpočtových kapitol.<sup>9</sup> Databáze výdajových diskrečních položek je řádově menší a detailní dokumentace k nim není *ex post* dostupná. V rámci své reportovací povinnosti ČNB vyčísluje pro ECB od roku 2005 diskreční výdajová opatření zohledněná ve své makroekonomické prognóze.

K identifikaci diskrece české fiskální politiky používáme tři přístupy, které postihují různé aspekty dopadů fiskální diskrece do reálné ekonomiky.

#### 4.1.1 Metoda *bottom-up* (přímá metoda)

Metoda „*bottom-up*“ sumarizuje odhadovaný dopad jednotlivých fiskálních opatření na příjmovou nebo výdajovou stranu veřejných rozpočtů. Základním zdrojem informací jsou důvodové zprávy předkládané společně s návrhy zákonů nebo jiných norem a obsahující *ex ante* kvantifikace rozpočtových dopadů navrhovaných opatření. Skutečný dopad jednotlivých opatření se však může od *ex ante* očekávání odchýlit.<sup>10</sup> Analýza proto pracuje zejména s *ex post* odhady dopadů fiskálních opatření do veřejných financí, které zohledňují skutečný vývoj ekonomiky. Údaje o reálném dopadu legislativních změn na příjmové straně rozpočtů oproti důvodovým zprávám byly upraveny týmem zpracovatelů této přílohy na základě aktuálních informací a konzultací se specialisty z Ministerstva financí ČR.

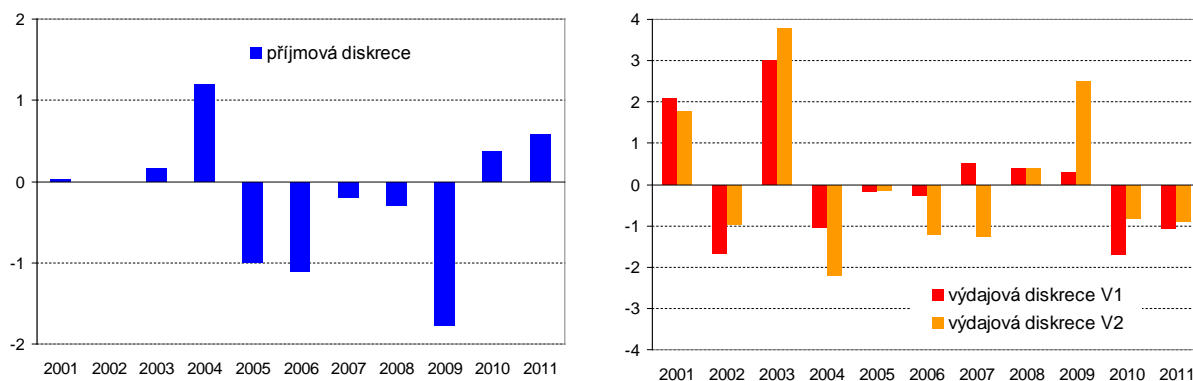
<sup>8</sup> Příjmy mohou vedle čistě endogenního (agregátního) cyklického vývoje a záměrné fiskální diskrece (legislativní změny) růst nebo klesat také vlivem odlišného cyklického vývoje daňových bází (tzv. *decoupling of the tax base from GDP*) či nejednotkové elasticity příjmů na vývoj jejich báze (tzv. *fiscal drag*).

<sup>9</sup> Za diskreci považujeme především změny mandatorních výdajů a odchylku od trendu u nemandatorních výdajů. Nemandatorní výdajové veličiny (investice, vládní mezispotřeba, dotace, do jisté míry i náhrady zaměstnancům) nepovažujeme *a priori* za diskreci, neboť u nich předpokládáme spojitý vývoj.

<sup>10</sup> Údaje v důvodových zprávách k legislativním opatřením se mohou lišit (a v minulosti lišily) od skutečných dopadů těchto změn na veřejné finance zejména z důvodu nepředpokládaného makroekonomického vývoje, změny chování ekonomických subjektů či chyby odhadu.

Data v celém sledovaném období jsou v souladu s metodikou reportování diskrečních opatření v ECB členěna do několika příjmových a výdajových kategorií s rozlišením na opatření trvalá a opatření s předem vymezenou platností (tj. dočasná, resp. jednorázová). Trvalá opatření vstupují do diskrece v plné výši v době jejich účinnosti. Vzhledem k tomu, že sledujeme vliv diskrece na změnu meziročního salda veřejných rozpočtů, dočasná opatření vstupují do diskrece dvakrát: nejprve v roce počátku účinnosti, a posléze po vyprchání jejich účinnosti, a to s opačným znaménkem ve stejné výši. Rozsah příjmové diskrece v letech 2001–2011 zachycuje Graf 1, levá část.

**Graf 1: Příjmová a výdajová diskrece (v % nominálního HDP)**



Poznámka: Kladné hodnoty příjmové diskrece znamenají vyšší příjmy oproti stavu bez diskrečních opatření. Kladné hodnoty výdajové diskrece znamenají vyšší výdaje ve srovnání s odhadnutým trendem. V1 je odchylka od trendu očištěných celkových výdajů, V2 je odchylka od trendu podílu očištěných celkových výdajů na HDP.

Zdroj: Výpočet ČNB.

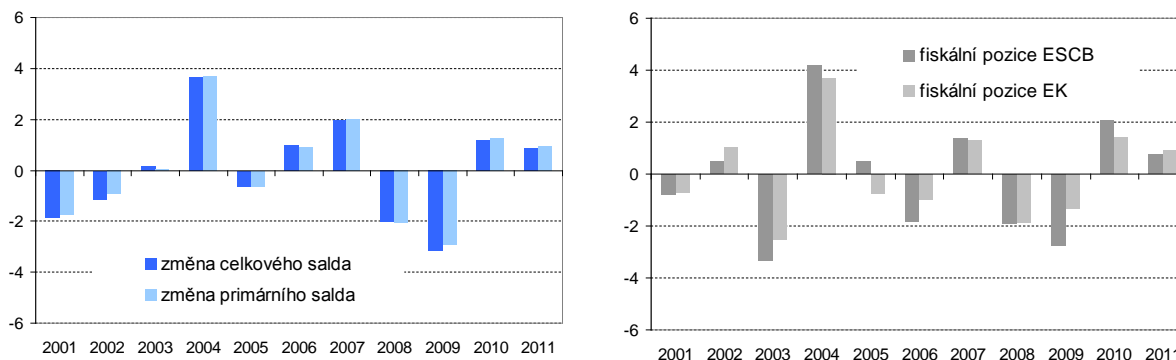
Kvantifikace výdajové diskrece není vzhledem k neúplnosti dat založena na součtu konkrétních opatření, ale je pro účely této analýzy aproximována odchylkou hodnoty očištěných celkových výdajů od úrovně autonomních výdajů. Autonomní výdaje jsou modelovány jako trendová složka očištěných celkových výdajů, resp. jako trendová hodnota podílu těchto výdajů na HDP.<sup>11</sup> Obě verze výdajové diskrece zobrazuje Graf 1, pravá část. Pohled na výdajovou diskreci prostřednictvím odchylky od trendu podílu veřejných výdajů na HDP implikuje více variabilní působení fiskálu na ekonomiku než prostá odchylka veřejných výdajů od jejich trendu. To je dáno vyšší stabilitou trendu podílu výdajů na HDP oproti trendu samotných výdajů. Rozdíl příjmové a výdajové diskrece představuje celkovou fiskální diskreci, označovanou jako diskrece „bottom-up“.

<sup>11</sup> Celkové výdaje jsou očištěny o položky podléhající nejvyšší krátkodobé volatilitě dané ekonomickým cyklem, resp. ekonomickým vývojem obecně (dávky v nezaměstnanosti a úrokové platby). Navíc na minulosti vylučujeme jednorázový výdaj v podobě kapitálového transferu pro ČKA, který v podstatě představoval profinancování minulé poptávky a neměl vliv na aktuální poptávku. Pro výpočet trendových hodnot je použit HP filtr s vyhlazovacím parametrem pro roční data ve výši 30 (hodnota používaná ve fiskálních cvičeních ECB). Pro účely analýzy byl spočítán i trend po jednotlivých výdajových složkách, rozdíly ve výsledcích od zde prezentovaných jsou však nepatrné.

#### 4.1.2 Metoda *top-down* (nepřímá metoda)

Metoda „*top-down*“ měří fiskální diskreci z makroekonomického pohledu meziroční změnou (různě definovaného) salda veřejných rozpočtů. Graf 2 zobrazuje kvantifikaci fiskální diskrece na základě meziroční změny celkového salda veřejných rozpočtů, primárního salda a cyklicky očištěného (strukturálního) salda (tzv. fiskální pozice).

**Graf 2: Diskrece měřená agregátními údaji (v % nominálního HDP)**



Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi. Fiskální pozice představuje meziroční změnu strukturálního salda očištěného o jednorázové a mimořádné operace (tj. operace, které nemají povahu pravidelných toků a vykazují značné kolísání v čase – příjmy z privatizace, jednorázové nedaňové a kapitálové příjmy, dotace transformačním institucím, splátky vyplývající z poskytnutých garancí) a je měřena dvěma alternativními přístupy: metodou ESCB a metodou Evropské komise.<sup>12</sup>

Zdroj: Výpočet ČNB.

#### 4.1.3 Aproximace fiskální diskrece s využitím bývalého jádrového modelu ČNB (reziduální metoda)

Jako indikaci dopadu fiskálních opatření do reálné ekonomiky lze vedle výše uvedených fiskálních údajů použít rezidua IS křivky modelu QPM (viz Rovnice 1).

$$y_{GAP,t} = 0,9 * y_{GAP,t-1} - RMCI_{GAP,t-1} + 0,4 * y_{GAP,t}^{EU} + e_t \quad (\text{Rovnice 1})$$

kde  $y_{GAP}$  je mezera výstupu,  $RMCI_{GAP}$  je mezera reálných měnových podmínek<sup>13</sup> a  $y_{GAP}^{EU}$  je zahraniční mezera výstupu. Model QPM explicitně neobsahuje fiskální blok, a proto, pokud jsou všechny uvedené proměnné v IS křivce správně popsány, pak reziduum IS křivky,  $e$ , zachycuje také příspěvek fiskální politiky k vývoji mezery výstupu. Nicméně je nutno uvést, že reziduum IS křivky je modelem blíže neurčený poptávkový šok.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Výpočet strukturálního salda metodami ESCB a Evropské komise je popsán v informaci Sekce měnové a statistiky pro bankovní radu „Cyklicky očištěné saldo veřejných financí: přístupy a výsledky“ z července 2009.

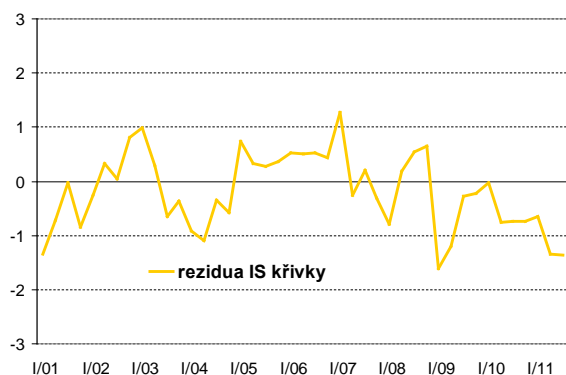
<sup>13</sup>  $RMCI_{GAP} = 0,0625 * \text{mezera v reálných sazbách z nově poskytnutých úvěrů} + 0,125 * \text{mezera v reálných ročních sazbách na mezibankovním trhu} + 0,0625 * \text{mezera v reálných ročních sazbách na evropském mezibankovním trhu} + 0,15 * \text{mezera reálného kurzu CZK/EUR}$ .

<sup>14</sup> Reziduum pochopitelně vedle fiskálního vlivu zachycuje i další explicitně nepodchycené faktory, jako jsou efekt změny struktury zahraniční poptávky, modelem nepopsané změny reálných měnových podmínek a náhodné vlivy, stejně jako se v něm odráží vliv simultánního způsobu provádění filtrace. Kálmánův filtr totiž hledá hodnotu mezery výstupu, která jednak odpovídá průběhu poptávkových faktorů (dle rovnice 1) a současně vysvětluje vývoj inflace nad rámec nákladových a podobných vlivů (regulované a dovozní ceny a další faktory Phillipsovy křivky). Získaná mezera výstupu pak společně s úrovní HDP určuje hodnotu

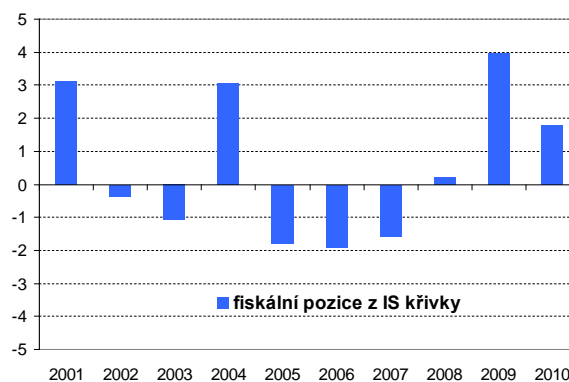
V následné analýze připisujeme tento poptávkový šok fiskálu a analyzujeme velikost odpovídajících fiskálních impulsů. Z rezidua IS křivky je přepočtem na roční hodnoty<sup>15</sup> a na základě odhadu fiskálního multiplikátoru z práce Král a kol. (2005) odvozen odhad fiskální pozice, tedy meziroční změna cyklicky očištěného salda veřejných rozpočtů (Graf 3).

**Graf 3: Interpretace vlivu fiskálu Kálmánovým filtrem**

**Rezidua IS rovnice**



**Fiskální pozice**



Poznámka: Rezidua IS křivky představují ostatními proměnnými nevysvětlenou část mezery výstupu (kladné reziduum = mezera výstupu byla vyšší než odpovídá poptávkovým faktorům), což zde interpretujeme jako vliv fiskálu do HDP. Kladná hodnota fiskální pozice znamená zprísnění fiskální politiky, záporná hodnota znamená uvolnění fiskální politiky.

Zdroj: Výpočet ČNB.

Tento přístup předpokládá, že jediným nepopsaným faktorem v rovnici IS je vliv fiskální politiky. Tato interpretace zhruba odpovídá i našemu vnímání působení fiskálu na českou ekonomiku s výjimkou roku 2009. Zatímco v roce 2009 se ve skutečnosti vláda snažila o výrazné uvolnění fiskální politiky (jak také ukazují metody popsané v částech 4.1.1 a 4.1.2), rezidua rovnice IS indikují výrazný záporný příspěvek modelem nepodchycených poptávkových faktorů do reálné ekonomiky. Vysoké záporné reziduum IS rovnice v roce 2009 interpretujeme tak, že pro tento rok nedokáže standardně kalibrovaná rovnice IS (včetně definice měnových podmínek a zahraniční poptávky) vysvětlit pozorovaný pokles HDP. Možných důvodů vidíme několik: (i) kalibrace QPM zřejmě poněkud podhodnocovala vliv vývoje v EU na českou ekonomiku, (ii) model nebyl schopen zachytit šok do důvěry ekonomických subjektů, který se odrazil v propadu investic do zásob během krize, (iii) nárůst rizikové prémie na finančních trzích a rizikovosti subjektů z reálné ekonomiky pozorovaný v té době mohl znamenat faktické menší uvolnění měnové politiky, než jak by odpovídalo pohybu úrokové složky měnových podmínek při filtraci.

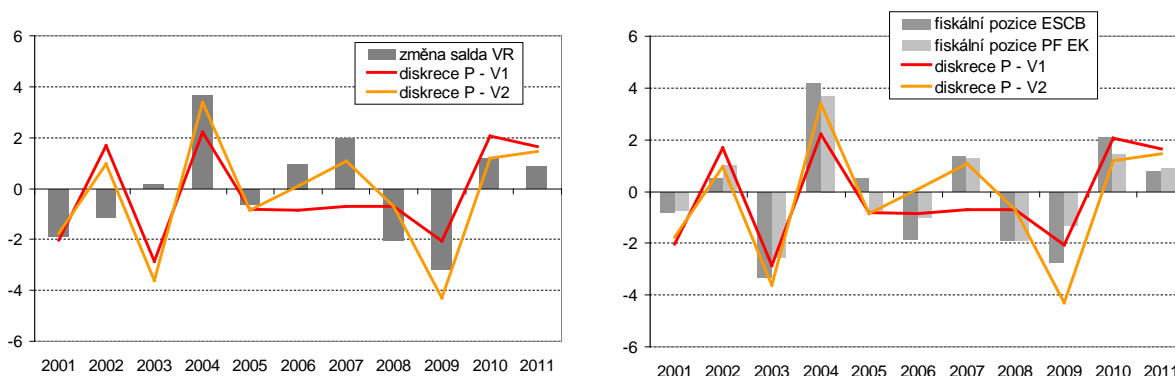
trendového (potenciálního) produktu, přičemž volatilita jednotlivých nepozorovaných (vyfiltrovaných) veličin by měla odpovídat intuici a je dána nastavením tzv. hyperparametrů. Zdrojem chyby může být i kalibrace jednotlivých koeficientů v modelu.

<sup>15</sup> Dopad fiskálu v prvním čtvrtletí roku je shodný s reziduem IS křivky v daném čtvrtletí. Dopad fiskálu v 2. až 4. čtvrtletí je dán součtem rezidua IS křivky pro dané čtvrtletí plus 0,9 násobek dopadu fiskálu z předešlého čtvrtletí (kde propagace minulých dopadů reflektuje autoregresní povahu output gapu stejně jako zpoždění účinnosti fiskální politiky na ekonomický vývoj). Poté je implikovaný roční dopad fiskálu spočten jako průměr čtvrtletních dopadů fiskálu v daném roce.

#### 4.1.4 Srovnání metod identifikace diskrece

Diskrece identifikované metodami „bottom-up“ a „top-down“ jsou vyobrazeny v Grafu 5.

**Graf 5: Diskrece „bottom-up“ (vlevo i vpravo) a „top-down“ (vlevo na úrovni celkového salda, vpravo měřená fiskální pozicí) (v % nominálního HDP)**



Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální restrikcí, záporná hodnota fiskální expanzi. P jsou diskreční příjmy, V1 je odchylka od trendu očištěných celkových výdajů, V2 je odchylka od trendu podílu očištěných celkových výdajů na HDP.

Zdroj: Výpočet ČNB.

Z Grafu 5 je patrné, že námi identifikovaná diskrece (ve dvou verzích) poměrně dobře odráží změnu salda či změnu cyklicky očištěného strukturálního salda. Dokumentují to i naměřené korelace časových řad ve sledovaném období 2001–2011. Korelace změny salda s diskrecí ve verzi 1 dosahuje hodnoty 0,54 a u diskrece verze 2 hodnoty 0,75<sup>16</sup>. Korelace fiskálních pozic s diskrecí „bottom-up“ jsou poměrně těsné s hodnotami v rozmezí 0,8–0,9, přičemž mírně vyšších hodnot dosahuje v případě diskrece verze 2.

#### 4.1.5 Skupiny diskrečních opatření v posledních letech – fiskální balíčky

V posledních letech lze identifikovat několik seskupení diskrečních zásahů do veřejných rozpočtů, jimiž se vládní instituce snažily aktivně ovlivnit vývoj veřejných financí, a potažmo české ekonomiky. Takovéto soubory opatření doprovázené politickou deklarací určitého fiskálního manévru, jsou obecně označovány za „fiskální balíčky“. Fiskální balíček je charakterizován kombinací příjmových a výdajových opatření různého rozsahu a zaměření. S výjimkou „protikrizového balíčku“ z roku 2009 byly balíčky primárně orientovány na úsporná opatření, jež měla ve svém souhrnu směřovat ke snížení deficitu veřejných rozpočtů. Tato analýza identifikuje čtyři fiskální balíčky, všechny v období 2008–2011 (viz Tabulka 3); nicméně kromě těchto „balíčků“ opatření jsou analyzována i opatření, která byla přijata separátně, nikoliv v rámci jednotlivých balíčků. Výrazným obdobím z hlediska identifikované fiskální diskrece jsou též roky 2003 a 2004, kdy byla realizována harmonizační opatření v oblasti nepřímých daní v souvislosti se vstupem České republiky do EU. Pro rok 2003 je též patrný výrazný výdajový impulz do ekonomiky, který však neměl oporu v legislativních opatřeních a představoval v podstatě utracení vyšších než plánovaných příjmů veřejných financí. Podobná situace pak nastala i v letech 2005–2008.

<sup>16</sup> Při daném počtu pozorování (11 let) je korelace významná na hladině významnosti 10 % od hodnoty 0,52, na hladině 5 % od hodnoty 0,60 a na hladině 1 % od hodnoty 0,74.

**Tabulka 3: Kvantifikace dopadů fiskálních balíčků v letech 2003 – 2011 (dopad do salda veřejných rozpočtů, v % HDP)**

	2003	2004	2008	2009	2010	2011
2003–04 Harmonizace daní (vč. aproximace výd. diskrece)	-2,2	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
2008 Stabilizační balíček ("Topolánkův batoh")			0,7	0,2	-0,2	-0,3
2008 Stabilizační balíček (dodatečně schválená opatření)				-0,5	-0,5	-0,5
2009 Stimulační balíček (schválené návrhy NERVu)				-1,0	-0,9	-0,9
2009 Stimulační balíček (schválené návrhy ČSSD)				-0,1	-0,1	-0,1
2010 Janotův úsporný balíček					2,5	2,2
2011 Nečasův úsporný balíček						2,0
CELKEM	-2,2	0,6	2,1	0,0	2,0	3,8
mzr. změna (v p.b.)	-2,2	2,8	0,7	-2,1	2,0	1,8
fiskální impulz (v p.b.)	1,3	-1,7	-0,4	1,3	-1,2	-1,1

Poznámka: Dopady jsou počítány metodou *bottom-up*. Kladné znaménko celkového dopadu indikuje pozitivní dopad do salda veřejných rozpočtů v daném roce. Hodnoty dopadů balíčků v tabulce jsou zaokrouhleny, a proto jejich součet nemusí odpovídat hodnotě CELKEM. Fiskální impulz je meziroční změna identifikovaných dopadů vynásobená multiplifikátorem -0,6. Dopad harmonizace daní z let 2003–2004 je zde odhadnut staticky a s rostoucím časovým odstupem je pravděpodobně mírně podhodnocen.

Zdroj: Výpočet ČNB.

Hlavním záměrem tzv. **Topolánkova batohu** účinného od roku 2008 byla úprava některých parametrů veřejných rozpočtů a snížení deficitu vládního sektoru prostřednictvím poměrně výrazné změny ve struktuře daňových příjmů (zvýšení podílu nepřímých a snížení podílu přímých daní) a omezení sociálních výdajů. Mezi jeho zásadní opatření patřilo zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 % (znamenalo zvýšení příjmů v roce 2008 o 23 mld. Kč) a zavedení rovné daně z příjmu fyzických osob na úrovni 15 % (vedlo ve stejném roce k poklesu rozpočtových příjmů o 21,2 mld. Kč). Na výdajové straně se pak jednalo o parametrické změny nemocenských dávek (snížení výdajů o 9,4 mld. Kč). Dodatečně jako součást balíčku byla schválena novela zákona o sociálním zabezpečení, která znamenala pokles sazby sociálního pojištění placeného zaměstnancem z 12,5 % na 11 % v roce 2009 (s negativním dopadem na příjmovou stranu v roce 2009 v rozsahu 18,4 mld. Kč). Dopad tohoto balíčku činil -0,4 p.b do dynamiky HDP.

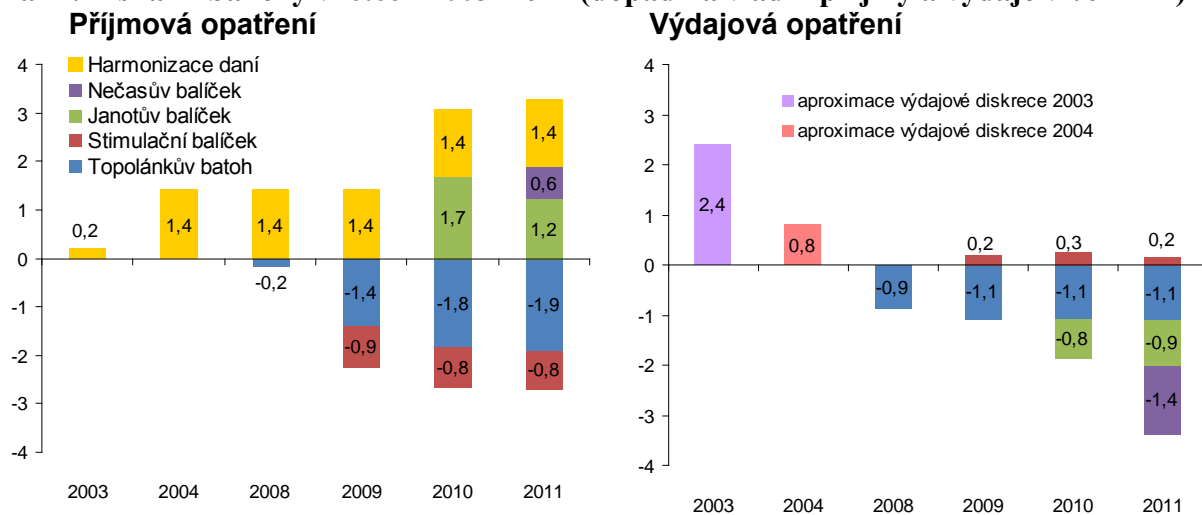
**Fiskální protikrizový balíček** byl přijat na jaře 2009 v souvislosti s očekávanými nepříznivými dopady finanční a hospodářské krize do české ekonomiky. Na formulaci stimulačních opatření se podílel poradní orgán vlády NERV. Mezi významná opatření patřilo zrychlení odpisů v 1. a 2. odpisové třídě (výpadek rozpočtových příjmů 9,4 mld. Kč) a sleva pro zaměstnavatele na platbách sociálního a zdravotního pojištění u zaměstnanců se mzdou do 1,15 násobku průměrné mzdy (výpadek rozpočtových příjmů 18,0 mld. Kč). Zároveň byly přijaty návrhy ČSSD, z nichž největší fiskální dopad mělo zvýšení slev na dítě u daně z příjmu fyzických osob (výpadek rozpočtových příjmů 2,0 mld. Kč).<sup>17</sup> Dle našeho odhadu činil stimulační dopad tohoto balíčku 1,3 p.b do dynamiky HDP.

Působení vestavěných stabilizátorů v podmínkách ekonomické krize (rozsáhlý výpadek daňových příjmů) a přijatá protikrizová rozpočtová opatření vedla v souhrnu k prudkému nárůstu deficitu vládního sektoru. V souvislosti s tím proto byly v poměrně rychlém sledu přijaty dva úsporné balíčky: na podzim roku 2009 (v souvislosti s přípravou SR 2010)

<sup>17</sup> Některá původně navržená opatření jako například šrotovné nebo nárůst přídatků na dítě neprošla legislativním procesem.

**Janotův úsporný balíček** a na podzim 2010 (opět v souvislosti s přípravou SR na rok 2011) **Nečasův úsporný balíček**. Janotův balíček obsahoval především zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod a zvýšení sazeb spotřebních daní z minerálních olejů, tabákových výrobků a lihu. Základem Nečasova úsporného balíčku je snížení běžných nemandatovaných výdajů organizačních složek státu v roce 2011 o 15,2 mld. Kč a výdajů na platy o 11,2 mld. Kč, na příjmové straně pak zachování vyšší sazby a stropu u plateb na sociální zabezpečení, které přinese ve stejném roce zvýšení příjmů o 12,9 mld. Kč proti původním předpokladům. Dle našeho odhadu činil restriktivní dopad těchto balíčků -1,2 p.b, resp. -1,1 p.b do dynamiky HDP.

**Graf 4: Fiskální balíčky v letech 2003–2011 (dopad na vládní příjmy a výdaje v % HDP)**



Zdroj: Výpočet ČNB.

## 4.2 Dopady fiskální diskrece

Kvantifikace dopadu fiskální diskrece do ekonomické aktivity dle přístupu „bottom-up“ je postavena na aktuálních odhadech multiplikátorů z článku MMF od autorů Klyuev a Snudden (2011), viz též Tabulka 1 na str. 5, a na výdajovém multiplikátoru dle odhadů ČNB. Příjmové multiplikátory jsou dostupné zvláště pro jednorázová i trvalá opatření, přičemž hodnoty multiplikátorů u jednorázových opatření jsou ve všeobecnosti nižší. Pro posouzení robustnosti výsledků je na příjmové straně alternativně použit též multiplikátor ve výši 0,6. Na výdajové straně používáme multiplikátor ve výši 0,6, který používá ČNB, a 0,32 (trvalý multiplikátor pro vládní spotřebu z práce Kluyev a Snudden, 2011).<sup>18</sup> Kombinací variant příjmových a výdajových dopadů dostáváme několik verzí dopadů fiskální diskrece do HDP (Graf 5, levá část).

Celkově hodnotíme dopad fiskální diskrece do HDP optikou průměrů dopadů fiskální diskrecí „bottom-up“ a „top-down“ (Graf 5, pravá část).<sup>19</sup> Jednotlivé specifikace fiskální diskrece podávají kvalitativně stejný příběh, v souladu jsou i pro jednotlivé fiskální balíčky. Např. v roce 2009, kdy začal platit tzv. protikrizový balíček představoval dopad fiskální diskrece

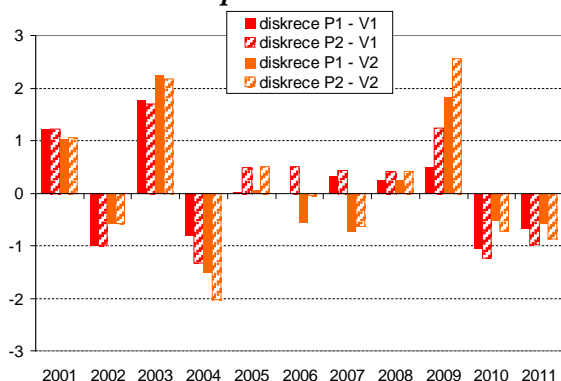
<sup>18</sup> Hodnota výdajového multiplikátoru 0,6 z práce Král a kol. (2005) byla potvrzena v práci Ambriško a kol. (2011). U dopadů spočítaných s použitím výdajového multiplikátoru 0,32, které nejsou znázorněny v Grafu 5, ale jsou na vyžádání k dispozici, jsou korelace spíše na horním okraji níže uvedených pásem.

<sup>19</sup> Dopad fiskální diskrece „top-down“ do HDP je spočítán vynásobením fiskální pozice uvedené v Grafu 5 hodnotou -1 (fiskální pozice vyjadřuje expanzi zápornou hodnotou) a fiskálním multiplikátorem 0,6.

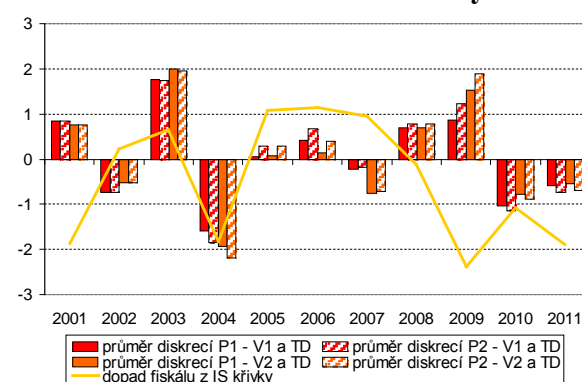
v rozsahu 0,9–1,5 % HDP, v roce 2010 ležel dopad diskrece v rozpětí -0,8 až -1,1 % HDP zejména vlivem Janotova úsporného balíčku, a v roce 2011 je odhadován dopad další konsolidace do HDP ve výši mezi -0,5 až -0,7 % HDP.<sup>20</sup>

**Graf 5: Dopad diskrece do HDP (v % reálného HDP)**

**Metoda *bottom-up***



**Průměr metod *bottom-up* a *top-down* a srovnání s metodou dle IS křivky**



Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální expanzi, záporná hodnota fiskální restrikcí. P1 je příjmová diskrece při použití multiplikátorů dle MMF, P2 je příjmová diskrece používající shodný příjmový multiplikátor 0,6 pro všechny příjmové kategorie. V1 je odchylka očištěných celkových výdajů od trendu očištěných celkových výdajů, V2 je odchylka od trendu podílu očištěných celkových výdajů na HDP. TD je diskrece identifikovaná metodou *top-down*.

Zdroj: výpočet ČNB.

Spolehlivost odhadu dopadů fiskální diskrece ověřujeme srovnáním dopadů s rezidui rovnice IS modelu QPM (viz část 4.1.3). Roční dopad fiskálu odvozený z IS křivky se v převážné části sledovaného období podobá ostatním odhadům dopadů fiskální diskrece, konkrétně v letech 2003–2006, 2008 a 2010–2011 je vidět poměrně dobrou shodu. Nesoulad v roce 2009, jak je již komentováno na straně 9, spočívá v tom, že rezidua IS křivky implikují fiskální (resp. obecně poptávkovou) restrikcí, zatímco Protikrizový balíček implikoval kladné příspěvky fiskální diskrece.

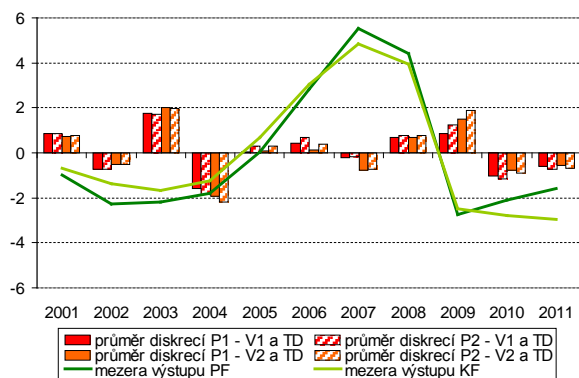
Korelace mezi dopadem fiskálu odvozeným z IS křivky s našimi explicitními odhady dopadů fiskální diskrece je v důsledku toho ve sledovaném období nízká a statisticky nevýznamná, pro jednotlivé verze fiskálních diskrecí se nachází v rozpětí hodnot 0,1 až 0,3. Po vyloučení problematického roku 2009 korelace stoupají k hodnotám mezi 0,4–0,5, ale zůstávají statisticky nevýznamné<sup>21</sup>. *Ex post* rezidua rovnice IS jsou užitečným nástrojem pro prováděnou analýzu, nicméně, jak již bylo uvedeno, informace o vlivu veřejných financí v nich obsažená je částečně zastřena i jinými modelem nepopsanými vlivy. Uvedené výsledky po vyloučení roku 2009 proto považujeme za vcelku uspokojivé.

<sup>20</sup> Tyto dopady do HDP jsou spočítané optikou průměrů metod, a proto se pro roky 2010 a 2011 mírně liší od hodnot uvedených v Tabulce 3 a spočítaných čistě metodou *bottom-up*.

<sup>21</sup> Při počtu pozorování 10 (let) je korelace významná na hladině významnosti 10 % od hodnoty 0,55. Korelace o hodnotě 0,5 je významná při daném počtu pozorování až na hladině významnosti 15 %.

Stabilizační působení fiskální diskrece na ekonomický cyklus hodnotíme porovnáním dopadů fiskální diskrece do HDP s mezerou výstupu. Odhad mezery výstupu znázorňuje Graf 6 dvěma metodami, a to metodou podle produkční funkce a metodou využívající Kalmánův filtr. Z grafu je patrné, že působení fiskální diskrece ve sledovaném období bylo jak procyklické (v letech 2002, 2004–2006, 2008, 2010–2011), tak v menší míře proticyklické (v letech 2001, 2003, 2007 a 2009).<sup>22</sup>

**Graf 6: Mezera výstupu a dopad diskrece do HDP (v % HDP)**



Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální expanzi, záporná hodnota fiskální restrikcí. P1 je příjmová diskrece při použití multiplikátorů dle MMF, P2 je příjmová diskrece používající shodný příjmový multiplikátor 0,6 pro všechny příjmové kategorie. V1 je odchylka očištěných celkových výdajů od trendu očištěných celkových výdajů, V2 je odchylka od trendu podílu očištěných celkových výdajů na HDP. TD je diskrece identifikovaná metodou *top-down*. V grafu je znázorněna roční průměrná mezera výstupu pro daný rok.

Zdroj: výpočet ČNB.

<sup>22</sup> Proměnlivý charakter fiskální diskrece dokládají i naměřené korelace pro jednotlivé verze dopadů diskrecí s mezerami výstupu, které se nacházejí ve statisticky nevýznamném rozpětí hodnot -0,1 až 0,2. Nicméně informační hodnota těchto korelačních koeficientů je podle Goodhartova zákona (Goodhart, 1975) sporná.

## 5 Závěr

Provedená analýza ukazuje na poměrně intenzivní využití fiskální diskrece v podobě záměrných změn parametrů příjmů a výdajů vládního sektoru v České republice a významný vliv fiskálních opatření na reálnou ekonomiku. V období 2001–2010 nacházíme procyklické i proticyklické působení české fiskální politiky, přičemž období žádoucího proticyklického působení jsou vždy krátká, zatímco destabilizující procyklická období jsou v některých případech déletrvajících. Je to dáno mj. tím, že se období uvolněné a přísné fiskální politiky poměrně rychle střídají (politika „boom-bust“/ „brzda-plyn“) bez významné a souvislé vazby na hospodářský cyklus. Tyto poznatky ukazují na nedostatečnou systematičnost v dosavadním provádění fiskální politiky (tj. na problémy s plněním její makroekonomické stabilizační funkce) a na absenci stabilního dlouhodobého cíle.

Nutnost konsolidačních (a bohužel procyklických) opatření započatých od roku 2010 v podmínkách utlumené ekonomické aktivity je odrazem skutečnosti, že fiskální politika si v minulých letech nevytvořila dostatečné rezervy a prostor pro případné skutečné a důrazné využití možnosti fiskální diskrece v období déletrvajících zpomalení české ekonomiky (tzv. *room for manoeuvre*). V případě vážného ekonomického útlumu pak bohužel zřejmě nebude možno dát ani volný průchod plnému působení vestavěných stabilizátorů, aniž by to vedlo k významnému zhoršení fiskální situace. To by ohrožovalo již tak křehkou důvěru trhů ve střednědobou konsolidaci a dlouhodobou udržitelnost českých veřejných financí, což by mohlo mít velmi negativní důsledky.

Předložený přehled fiskálních opatření a jejich dopadů potvrzuje význam fiskální prognózy pro makroekonomickou prognózu ČNB. Další úkoly v této oblasti představuje podrobný pohled na transmisi fiskální politiky do reálné ekonomiky, zejména o ověření námi používaných dříve odhadnutých hodnot fiskálních multiplikátorů. Součástí bude i posouzení možného zkreslení v metodě *bottom-up*, tj. zda existuje „systematická chyba“ údajů v důvodových zprávách k relevantním legislativním opatřením, které jsou primárním zdrojem informací pro fiskální prognózu, oproti následně realizované skutečnosti.

## Reference

- Afonso, A. (2006): „Expansionary Fiscal Consolidations in Europe: New Evidence“, ECB Working Paper 675.
- Alesina, A., Ardagna, S. (1998): „Tales of Fiscal Contractions“, *Economic Policy*, 27, str. 487–545.
- Ambriško, R., Babecký J., Valenta, V. (2011): „A Tool for Assessing Fiscal Measures on the Economy“, CNB interim seminar project D2/10.
- Barrel, R., Holland, D., Pain, N., Kovacs, M.A., Jakab, Z., Šmídková, K., Sepp, U., Cufer, U., (2004) „An Econometric Model of Transition: Policy Choices in the Pre-Accession Period“, *Macroeconomics* 0403004, EconWPA.
- Berkmen, S.P. (2011): „The Impact of Fiscal Consolidation and Structural Reforms on Growth in Japan“, IMF Working Paper WP/11/13.
- Coenen, G., Erceg, C., Freedman, C., Furceri, D., Kumhof, M. , Lalonde, R., Laxton, D., Lindé, J., Mourougane, A., Muir, D., Mursula, S., de Resende, C., Roberts, J., Roeger, W., Snudden, S., Trabandt, M a J. in 't Veld (2010): „Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models“, IMF Working Paper WP/10/73.
- Coenen, G., Mohr, M., Straub, R. (2008): „Fiscal consolidation in the euro area: Long-run benefits and short-run costs“, *Economic Modelling*, vol. 25(5), str. 912–932.
- Giavazzi, F., Pagano, M. (1996): „Non-keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience“, *Swedish Economic Policy Review*, 3 (1), str. 67–103.
- Goodhart, C.A.E. (1975): „Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street“, *Papers in Monetary Economics*, Volume I, Reserve Bank of Australia.
- Hemming, R., Kell M., Mahfouz, S.(2002): „The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity—A Review of the Literature“, IMF Working Paper WP/02/208.
- Ilzetzki, E., Vegh, C. A. (2008): „Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?“, NBER Working Papers 14191.
- Klyuev, V., Snudden, S., (2011): „Effects of Fiscal Consolidation in the Czech Republic“, IMF Working Paper WP/11/65.
- Král, P., Říkovský, M., Hřebíček, H. (2005): „Aktualizace propočtu fiskálního impulzu“, interní materiál ČNB.
- Manasse, P. (2006): „Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, and Institutions—A View From MARS“, IMF Working Paper WP/06/27.
- McKean, R. N. (1965): „The Unseen Hand in Government“, *American Economic Review*, 55(3), pp, 496-506.

- Prammer, D. (2004): „Expansionary Fiscal Consolidations? An Appraisal of the Literature on Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy and a Case Study for Austria“, *Monetary Policy and the Economy*, Oesterreichische Nationalbank, 3, str. 35–52.
- Prušvic, D. (2010): „Fiscal Stimuli and Fiscal Multipliers in Small Open Economies: The Case for the Czech Republic“, prezentováno na 40th Conference on Medium Term Assessment, September 23-25,2010, Luxembourg.
- Radkovský, Š., Štiková, R. (2008): „Kvantifikace účinků fiskální politiky v ČR pomocí modelu SVEC“, Internal Discussion Paper 4/2008, Czech National Bank, mimeo.
- Štork Z., Závacká, J. (2010): „Macroeconomic Implications of Fiscal Policy Measures in DSGE“, Ministry of Finance of the Czech Republic Working Paper 1/2010.
- Tanzi V. (1997): „The Changing Role of the State in the Economy: A Historical Perspective“, IMF Working Paper WP/97/114.
- Talvi, E., Vegh, C. A. (2005): „Tax base variability and procyclical fiscal policy in developing countries“, *Journal of Development Economics*, vol. 78(1), str. 156–190.

## Appendix I: Přehled zpracovaných tematických příloh malých situačních zpráv v období 2008–2011

---

2011

---

### **Inventura fiskálních opatření a analýza jejich dopadů**

Róbert Ambriško, Vítězslav Augusta, Dana Hájková, Petr Král, Pavla Netušilová, Milan Říkovský, Pavel Soukup  
Příloha 8.SZ 2011

### **Analýza výkonnosti německé ekonomiky**

Luboš Komárek, Tomáš Adam, Oxana Babecká, Milan Klíma, Martin Motl, Filip Novotný a Ladislav Prokop  
Příloha 6.SZ 2011

### **Role finančních frikcí v MP rozhodování**

Jan Brůha, Tibor Hlédik, Jiří Polanský, Jakub Ryšánek, Jaromír Tonner, Jan Vlček  
Příloha 4.SZ 2011

Připravováno pro publikaci:

CNB research project B2/2010: Polanský J., Tonner J., Vašíček O.: „Developing a Small Open DSGE Model with a Financial Sector“ (interim 28.6.2011), bude dokončeno v roce 2012 jako Polanský J., Tonner J., Vašíček O.: „Forecasting and Policy Analysis based on the Financial Accelerator Model“.

### **Cílování cenové hladiny**

Jiří Böhm, Jan Filáček, Ivana Kubicová a Romana Zamazalová  
Příloha 2.SZ 2011

Publikace:

Böhm J., Filáček J., Kubicová I., Zamazalová R. (2011): „Price-Level Targeting – A Real Alternative to Inflation Targeting?“, CNB Research and Policy Note 1/2011.

Böhm J., Filáček J., Kubicová I., Zamazalová R. (2012 – přijato k publikaci): „Price-Level Targeting – A Real Alternative to Inflation Targeting?“, *Czech Journal of Economics and Finance* (expected 1/2012).

---

2010

---

### **Rovnovážný měnový kurz**

Luboš Komárek a Martin Motl  
Příloha 8.SZ 2010

Publikace:

Komárek L., Motl M. (2012 – přijato k publikaci): „Behaviorální a fundamentální kurz české koruny“, *Politická ekonomie*, č. 2/2012.

### **Transmise měnové politiky v ČR**

Zuzana Antoníčková, Oxana Babecká, Michal Franta, Dana Hájková, Petr Král, Ivana Kubicová, Renata Pašaličová, Anca Podpiera, Jakub Ryšánek, Branislav Saxa  
Příloha 6.SZ 2010

Připravováno pro publikaci:

Saxa B., Babecká O., Franta M., Hájková D., Král P., Kubicová I., Pašaličová R., Podpiera A.: „Transmise měnové politiky v České republice“.

### **Měnová politika a cena ropy (komodit)**

Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl

Příloha 4.SZ 2010

Publikace:

Hošek J., Komárek L., Motl M. (2011): „Měnová politika a cena ropy“, *Politická ekonomie*, č. 1/2011.

### **Vyhodnocení predikční schopnosti Consensus Forecasts**

Filip Novotný a Marie Raková

Příloha 2.SZ 2010

Publikace:

Novotný F., Raková M. (2010): „Assessment of Consensus Forecasts Accuracy: The Czech National Bank Perspective“, CNB WP 14/2010.

Novotný, F. and Raková, M. (2011): „Assessment of Consensus Forecasts Accuracy: The Czech National Bank Perspective“, *Czech Journal of Economics and Finance*, 61(4), 348–366.

---

## **2009**

---

### **Globální likvidita a její makroekonomické souvislosti: úvod do problematiky**

Renata Pašaličová

Příloha 8.SZ 2009

### **Prognózy analytiků z dotazníků IOFT: 10 let zkušeností**

Jan Srovátka

Příloha 6.SZ 2009

Publikace:

ČNB (2009): *Zpráva o inflaci II/2009*, str.39 (Box 4 Prognózy analytiků z dotazníků IOFT: ohlédnutí za uplynulými deseti lety).

### **Životní cyklus výnosnosti přímých zahraničních investic a jeho vliv na prognózu bilance výnosů**

Filip Novotný a Jiří Podpiera

Příloha 4.SZ 2009

### **Krátkodobá predikce HDP pomocí široké škály indikátorů**

Kateřina Arnoštová, David Havrlant a Peter Tóth

Příloha 2.SZ 2009

Publikace:

Arnoštová, K., Havrlant D., Růžička L., Tóth P. (2011): „Short-Term Forecasting of Czech Quarterly GDP Using Monthly Indicators“, CNB WP 12/2010.

Arnoštová, K., Havrlant D., Růžička L., Tóth P. (2011): „Short-Term Forecasting of Czech Quarterly GDP Using Monthly Indicators“, *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 61, Issue 6.

**Efekty změn tržní struktury v maloobchodě**

Romana Zamazalová a Jiří Podpiera

Příloha 8.SZ 2008

**Dlouhodobá reálná apreciacie – fenomén ekonomické konvergence**

Kamila Koprnická, Luboš Komárek

Příloha 6.SZ 2008

Publikace:

Komárek L., Koprnická K., Král P. (2010): „Dlouhodobá reálná apreciacie jako fenomén ekonomické konvergence“, *Politická ekonomie*, ročník LVIII, č. 1

**Dynamika cen aktiv a měnová politika**

Ivana Kubicová, Luboš Komárek

Příloha 4.SZ 2008

Publikace:

Kubicová, I. – Komárek, L. (2011): „The Classification and Identification of Asset Price Bubbles“, *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 61, Issue 1.

Komárek, L. – Kubicová, I. (2011): „Možnosti identifikace bublin v české ekonomice“, *Politická ekonomie*, č. 2/2011.

Připravováno pro publikaci:

Projekt výzkumu C4/11: Identification and Interconnections of Asset Price Bubbles on Financial Markets (Komárek, Kadlčáková, Komárková, Hlaváček); interim 8.12.2011

**Agresivita centrálních bank**

Luboš Komárek, Filip Rozsypal

Příloha 2.SZ 2008

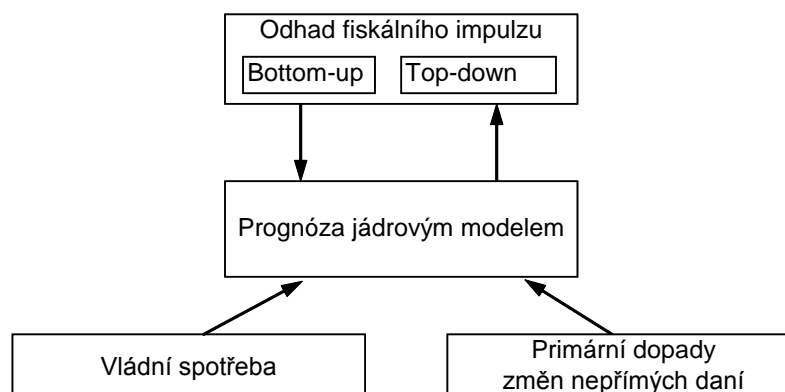
Připravováno pro publikaci:

Komárek L., Motl M., Rozsypal F.: „Vyhodnocení agresivity ECB a Fedu“.

## Appendix II: Zachycení fiskální politiky v prognostickém procesu

Fiskální prognóza a prognóza jádrovým predikčním modelem se v průběhu čtvrtletního makroekonomického predikčního cvičení vzájemně ovlivňují.

### Schéma: Proces zapojení fiskální predikce v makroekonomické prognóze



Proces začíná kvantifikací poptávkového fiskálního impulzu na základě očekávání vládní diskrece na příjmové a výdajové straně veřejných rozpočtů, a to metodami bottom up a top-down popsanými v Kapitole 4 této přílohy. Metoda top-down slouží především jako kontrola konzistence předpokladů metody bottom-up s makroekonomickým vývojem.

Konečný odhad fiskálního impulzu je zapracován do makroekonomické prognózy prostřednictvím spotřeby vlády, soukromé spotřeby (přes míru úspor), investic (přes náklady kapitálu), měnového kurzu (přes vliv vládního dluhu na rizikovou prémii) a trendů v produktivitách a technologiích. Vládní a soukromá spotřeba jsou přirozeně agregáty s největším dopadem fiskální diskrece. Expertní odhad vládní spotřeby a očekávané primární dopady změn nepřímých daní jsou přímými vstupy jádrového modelu. Dalšími vstupy predikčního procesu jsou prognóza sociálních dávek, objemu mezd ve vládním sektoru a vládní investice, které tvoří podklad pro rozpracování makroekonomické prognózy v jednotlivých oblastech vně jádrového modelu (disponibilní důchod domácností, mzdy v neziskovém sektoru atd.).

Po vytvoření první verze makroekonomické prognózy, která obsahuje výše zmíněné vstupy fiskální prognózy, jsou propočteny dopady makroekonomického vývoje (vývoj na trhu práce, HDP a jeho struktury, ziskovosti firem) na výběr přímých a nepřímých daní a sociálního a zdravotního pojištění. Následně jsou odvozeny saldo veřejných financí, jeho cyklický rozklad, fiskální pozice a hodnota vládního dluhu. Vypočtená fiskální pozice pak poskytuje zřejmou zpětnou vazbu a, pokud je to nutné, následují další iterační kola mezi fiskálním týmem a predikčním týmem tak, aby byla dosažena konzistence v makroekonomickém průběhu prognózy.