

V Praze dne 23. března 2012

Č.j.: 2012 / 194 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

2. 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

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

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

Část III

Tisková zpráva má standardní obsah a vyplyne 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.

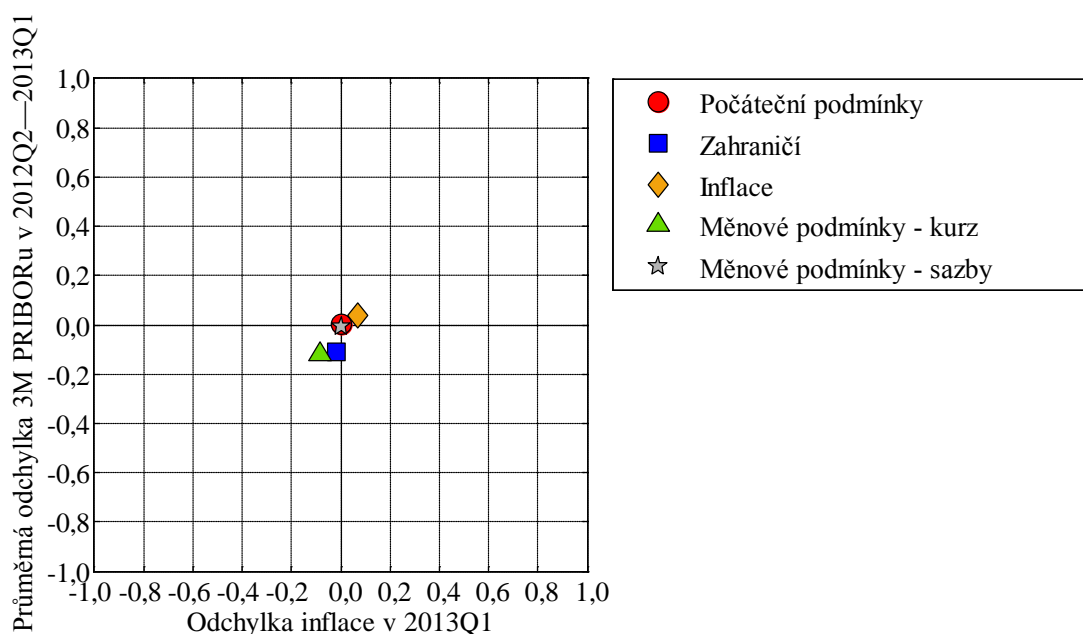
O B S A H

I. SHRNU TÍ	1
1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy.....	1
2 Prognózy ostatních institucí	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	5
 II. PROGNOZA Z 1.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY	6
 III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNOZY	7
1 Vnější prostředí	7
2 Vývoj veřejných rozpočtů	13
 IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	15
1 Trh práce	15
2 Ekonomický růst a jeho složky	18
3 Platební bilance	22
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	24
Box: Revize spotřebního koše v lednu 2012	25
5 Peníze a úvěry	28
 V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNOZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	34
1 Domácí úrokové sazby	34
2 Devizový kurz	35

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRNTÍ

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



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu znamenají zhruba neutrální bilanci rizik prognózy inflace při lehce nižším výhledu úrokových sazeb. Mírně směrem dolů působí vývoj kurzu a zahraničí. To je částečně kompenzováno vyšší domácí inflací. Vývoj domácí reálné ekonomiky a úrokových sazeb odpovídá prognóze.

Nad rámec simulace GRIPu existuje protiinflační riziko spojené s aktuálně silnějším kurzem oproti průměrným hodnotám za dosavadní průběh čtvrtletí. Z hlediska měnověpolitické inflace jsou rizikem směrem dolů i možná dodatečná fiskální opatření v ČR s cílem dodržet plánovanou konsolidační trajektorii. Rizikem v opačném směru jsou vyšší výhled cen ropy a krátkodobý výhled cen potravin. Obecné nejistoty přetrvávají u zahraničního vývoje, v poslední době se však zmírnila a staly se více symetrickými.

Celkovou bilanci rizik prognózy inflace z 1.SZ tak hodnotíme jako slabě protiinflační.

U **zahraničních veličin** došlo ke změně zejména u výhledu úrokových sazeb.¹ Tržní výhled sazeb 3M EURIBOR se oproti základnímu scénáři z 1.SZ posunul dolů zhruba o 0,2 p.b. na celé své trajektorii. Toto přehodnocení působí na posun výhledu domácích sazeb a v menší míře i inflace směrem dolů. Tempo budoucího růstu zahraniční poptávky je přehodnoceno rovněž lehce níže, což má prostřednictvím zhoršení čistého vývozu a následně slabšího kurzu celkově slabě proinflační dopad, a částečně tak kompenzuje vliv zahraničních úrokových sazeb. U výhledu zahraničního PPI došlo k přehodnocení směrem k mírně vyššímu cenovému růstu zejména ve druhé polovině letošního roku, což souvisí s vyšším výhledem cen ropy a působí nepatrně proinflačně. V souhrnu však převládá vliv zahraničních sazeb, a celkově tak

¹ Aktuální výhled zahraničního vývoje je založen na publikaci Consensus Forecasts (CF03) z 12. března (efektivní HDP, CPI, PPI a kurz USD/EUR) a tržních výhledech zpracovaných k tomuto datu.

bod „Zahraničí“ působí v simulaci GRIPu slabě protiinflačně resp. ve směru mírně nižších domácích úrokových sazeb.

Trh práce se zpožděním reaguje na utlumený vývoj ekonomiky ve druhé polovině loňského roku, přičemž dosažené hodnoty většiny jeho klíčových ukazatelů ve čtvrtém čtvrtletí 2011 jsou oproti prognóze slabší. Celková zaměstnanost ve čtvrtém čtvrtletí nepatrně meziročně poklesla (-0,1 %), zatímco prognóza ještě očekávala mírný růst. Obecná míra nezaměstnanosti sice oproti předchozímu čtvrtletí v souladu s prognózou zhruba stagnovala (na 6,5 %), to však bylo při nižší zaměstnanosti dáno pouze vlivem výraznějšího než očekávaného poklesu pracovní síly. Mzdový vývoj v podnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí zřetelně zpomalil (na 2,1 %) a byl oproti prognóze nižší, ačkoli po sezonním očištění byl oproti prognóze rozdíl jen mírný. V nepodnikatelské sféře meziroční růst mezd mírně zrychlil na 1,6 % a byl lehce nad prognózou. Národohospodářská produktivita práce podle očekávání výrazně zpomalila téměř k nule. Nominální jednotkové mzdové náklady pokračovaly v mírném poklesu (-0,2 %), zatímco prognóza očekávala jejich růst.

Nová data **národních účtů** jsou jen nepatrně slabší ve srovnání s prognózou, když ve čtvrtém čtvrtletí 2011 ekonomická aktivita mezikvartálně lehce poklesla, namísto očekávané stagnace. Meziroční růst HDP dále zpomalil a byl rovněž jen nepatrně pod prognózou. Ve struktuře ekonomické aktivity došlo k vyššímu než prognózovanému poklesu zásob, a spolu s tím i k zřetelnějšímu poklesu dynamiky dovozu. Růst vývozu zaostal za prognózou v menším rozsahu, což vedlo k vyššímu než očekávanému růstu čistého vývozu. Lehce vyšší byla rovněž spotřeba domácností. Čisté vývozy byly stejně jako v předchozím čtvrtletí jedinou složkou poptávky, která přispívala k růstu HDP. Předstihové indikátory z domácí ekonomiky pro první čtvrtletí letošního roku prozatím naznačují přetrvávání utlumené ekonomické aktivity. Růst mezd v podnikatelské sféře v simulaci GRIPu působí na bod „**počáteční podmínky**“ jen slabě protiinflačně, zatímco nová data národních účtů na něj mají v souhrnu téměř neutrální vliv, takže se uvedený bod celkově nachází blízko průsečíku os.

Hodnota celkové meziroční **inlace** za únor letošního roku je oproti prognóze z 1.SZ o 0,3 p.b. vyšší. Tento rozdíl je dán především vyšším růstem čistých cen potravin a regulovaných cen. Současně se na něm zčásti podílí i změna spotřebního koše ČSÚ. Ta je v simulaci GRIPu zpracována i na prognóze, kde působí mírně proinflačním směrem prostřednictvím vyšší váhy regulovaných cen. Výhled růstu regulovaných cen na letošní rok je mírně vyšší, avšak na rok 2013 je ale naopak lehce nižší, a proto regulované ceny v GRIPu působí celkově nepatrně protiinflačním směrem. Bod „Inlace“ v GRIPu tak v souhrnu leží ve slabě proinflační poloze. Rizika krátkodobé prognózy čisté inflace jsou rovněž mírně proinflační, a to v oblasti cen pohonných hmot a potravin.

Průměr **úrokové sazby 3M PRIBOR** za dosavadní průběh prvního čtvrtletí 2012 činí přibližně 1,2 %. Tato hodnota je na prognóze z 1.SZ 2011, a v simulaci GRIPu se proto bod „úrokové sazby“ nachází ve středu souřadnicového systému. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo za dosavadní část prvního čtvrtletí činí 0,45 p.b., což je zhruba v souladu s prognózou, v posledních týdnech se však lehce zvýšilo.

Dosavadní průměr **měnového kurzu** za první čtvrtletí činí zhruba 25,1 CZK/EUR, a je tak oproti prognóze (25,5 CZK/EUR) o 1,4 % silnější. Kurzový bod v GRIPu se proto nachází v mírně protiinflační poloze. Aktuální hodnota kurzu zesiluje toto protiinflační riziko.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici očekávají v letošním roce zhruba stagnaci HDP, k růstu by se ekonomika měla vrátit v příštím roce. Inflační očekávání v ročním i tříletém horizontu se pohybují slabě nad 2 %. Všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb na březnovém zasedání BR ČNB. Tržní výhled úrokových sazeb naznačuje jejich stabilitu, a od druhého čtvrtletí 2012 se tak pohybuje nad prognózou ČNB.

Od začátku března ke dni odevzdání 2.SZ byla publikována dvě šetření, na základě kterých je možné provést standardní srovnání se základním scénářem prognózy z 1.SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 15.3.) a Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 12.3.). U šetření Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za únor (uzávěrka 20.2.).

Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

HDP (%)	rok 2012			rok 2013		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/11		0,2	0,3			
1/12	0,0	0,1	0,3	1,9	2,0	2,0
2/12		0,2	0,2		2,1	1,9
3/12		0,1			2,0	

mzdy (%)	rok 2012			rok 2013		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/11		2,8	2,8			
1/12	2,5	2,2	3,2	3,2	3,0	3,8
2/12		2,6	3,0		3,3	3,4
3/12		2,6			3,3	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
12/11		25,3		24,2	24,3
1/12	25,5 (1Q12)	25,7	24,4	24,2	24,8
2/12		25,4		24,1	24,8
3/12		25,1		24,1	24,6

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
12/11		2,6	2,5	2,1	3,2
1/12	1,5 (1Q13)	2,1		2,1	
2/12		1,9		2,1	
3/12		2,2		2,2	

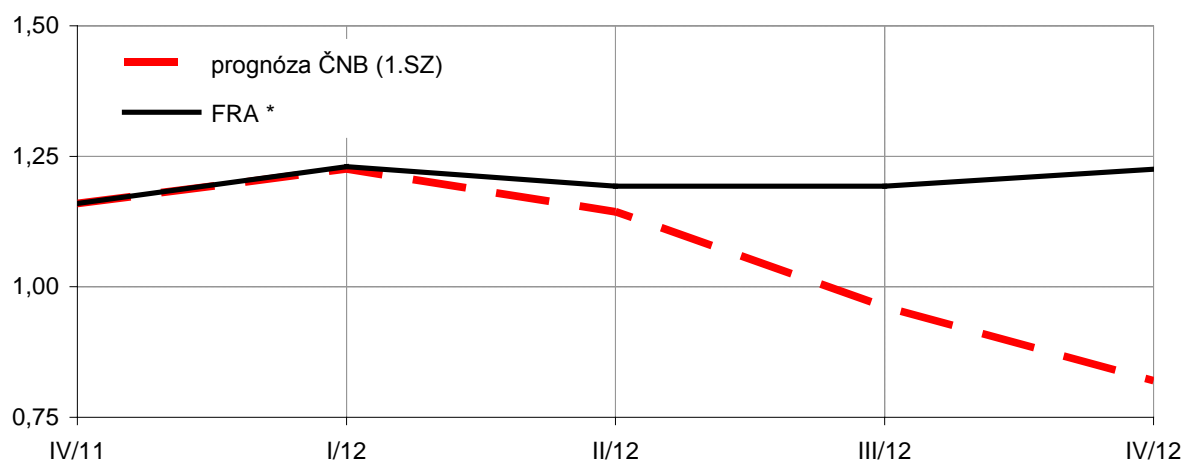
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
12/11		0,7		1,3	1,8
1/12	0,4 (1Q13)	0,7	0,8 (1Q13)	1,3	1,8
2/12		0,9		1,1	1,9
3/12		0,9			1,9

Analytici nadále předpokládají zhruba stagnaci **HDP** v letošním roce, v příštím roce by ekonomika měla vzrůst cca o 2 %. To se odráží i v očekávaném mírném zrychlení tempa růstu **mezd** v příštím roce. Převážně domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu silnější **kurz** vůči současným hodnotám (průměr za 1.Q 2012 do 21.3. činí 25,1 CZK/EUR) o 4,3 %, převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF pak

o 2,0 %. **Inflační očekávání** se v ročním i tříletém horizontu pohybují jen slabě nad 2% inflačním cílem. Na březnovém 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 analytici nepočítají; přitom v minulých šetřeních někteří z nich předpovídali pokles repo sazby na 0,50 %.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s trajektorií sazeb konzistentní se stávající prognózou. **Výhled sazeb FRA** je zhruba horizontální, a od 2.Q 2012 se tak pohybuje nad trajektorií konzistentní se stávající prognózou, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

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



* kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 21.3.2012

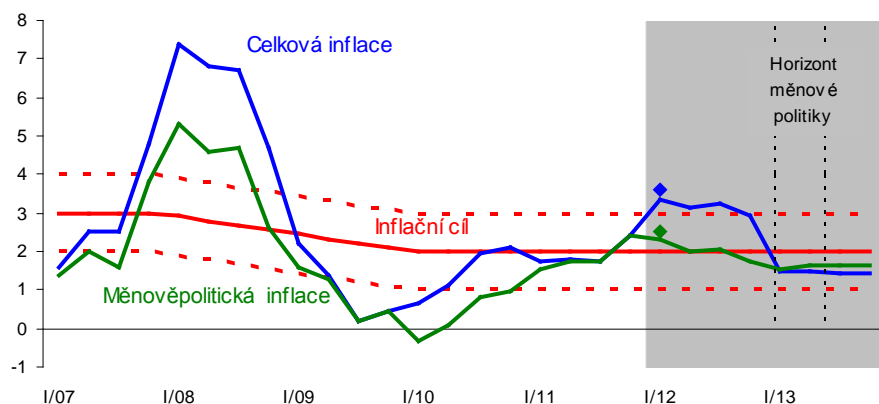
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		predikce 1. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	IV/11	0.7	0.6
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/11	-0.9	-0.7
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	IV/11	-1.5	-1.7
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	IV/11	1.8	-4.0
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	IV/11	-1.4	-1.7
Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	IV/11	0.8	-0.6
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	IV/11	9.6	5.0
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	IV/11	8.7	1.8
Vývoz zboží (přeshraniční statistika)	1/12	2.6 (Q)	11.0
Dovoz zboží (přeshraniční statistika)	1/12	2.4 (Q)	6.3
Obchodní bilance (přeshraniční statistika) (mld. Kč)	1/12	20.0	29.6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	1/12	.	14.2
Finanční účet platební bilance (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	1/12	.	-17.3
Index spotřebitelských cen	2/12	3.4	3.7
Ceny průmyslových výrobců	2/12	3.6 (Q)	3.6
Ceny zemědělských výrobců	2/12	-2.0 (Q)	-3.6
Vývozní ceny	1/12	5.3 (Q)	5.4
Dovozní ceny	1/12	6.6 (Q)	7.0
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	2/12	9.1 (Q)	9.5
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	2/12	.	9.2
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let, metodika ILO (ČSÚ)	IV/11	6.5	6.5
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	IV/11	0.4	-0.1
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	IV/11	0.6	-0.5
ostatní	IV/11	-0.6	1.9
Průměrná nominální mzda	IV/11	2.8	2.0
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	IV/11	3.1	2.1
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	IV/11	1.0	1.6
Průměrná nominální mzda v průmyslu	1/12	.	5.6
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	1/12	.	6.2
Peněžní zásoba (M2)	1/12	7.6 (Q)	6.0
Průmyslová produkce (s.o.)	1/12	.	0.6
Stavební produkce (s.o.)	1/12	.	-5.2
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (s.o.)	1/12	.	-0.7

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

II. PROGNOZA Z 1.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

Na počátku února 2012 byla publikována nová střednědobá prognóza na roky 2012 a 2013. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, její prognózu, bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky. V únoru 2012 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 3,7 %, což bylo o 0,3 p.b. více, než očekávala prognóza z 1.SZ.



Pozn.: Údaj za 1.čtvrtletí 2012 je průměrem skutečnosti za leden a únor a předpokládané hodnoty za březen odvozené z meziměsíční predikce.

Aktuální prognóza a její změny oproti 7.SZ 2011 (mzr. v %)

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

* Registrovaná míra nezaměstnanosti celkem (průměr za období)

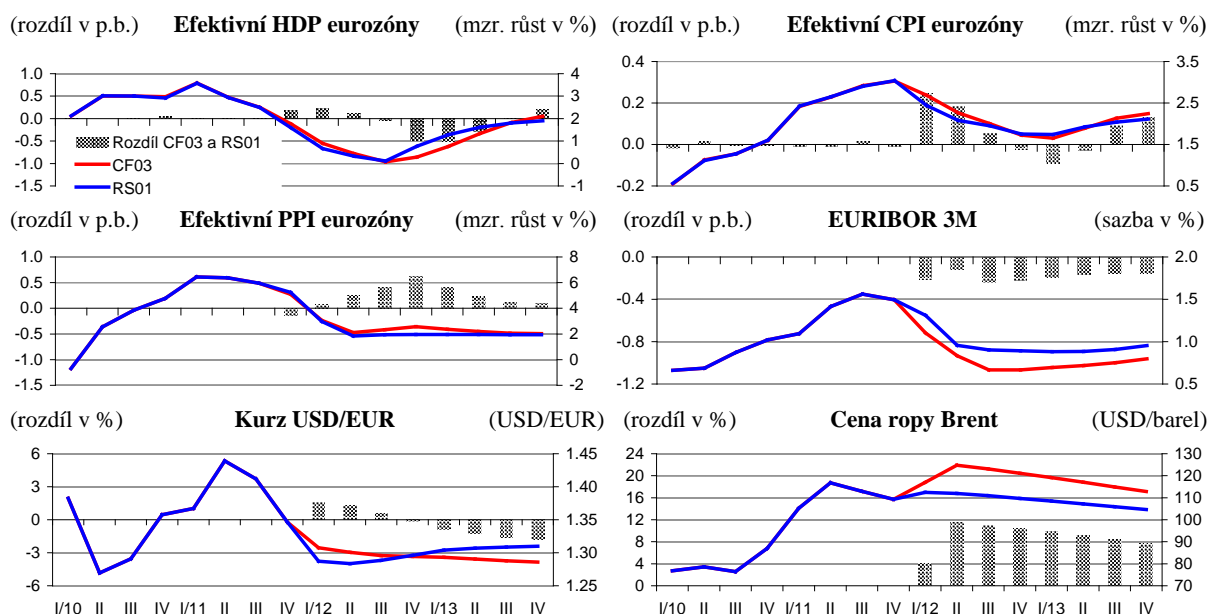
III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Meziroční růst efektivního HDP eurozóny v posledním čtvrtletí 2011 dále zpomalil, ale méně, než činil předpoklad 1.SZ. Pokles tempa meziročního růstu až téměř k nule by měl pokračovat do 3.čtvrtletí letošního roku a poté by měla ekonomika eurozóny zvolna začít ožívat. Spotřebitelské ceny v eurozóně rostly na počátku roku 2012 rychleji, a pokles inflace tak bude v první polovině letošního roku pozvolnější, než očekával scénář 1.SZ. U cen výrobců byl výhled inflace zvýšen jak pro letošní, tak příští rok o 0,3 p.b. Důvodem byl zejména další prudký růst cen ropy Brent v průběhu letošního února v důsledku zvýšených geopolitických rizik, který posunul vzhůru i celou křivku očekávaných cen ropy. Masivní dodávání likvidity ze strany ECB i „závazek“ Fedu udržovat fakticky nulovou sazbu i po většinu roku 2014 vedly k poklesu averze k riziku na finančních a kapitálových trzích. Proto se rychlé posilování amerického dolaru zastavilo dříve, než očekával referenční scénář 1.SZ. Přesto CF03 předpovídá na celém horizontu ještě další, i když jen mírné, zhodnocování kurzu dolaru. Dostatek levné likvidity a následný pokles rizikové prémie na peněžních trzích (zejména v eurozóně) způsobily další pokles úrokové sazby 3M EURIBOR i jejího výhledu pod předpoklad z 1.SZ. Tato sazba se na počátku března dostala pod základní refinanční sazbu ECB (1,0 %) a měla by klesat až k hodnotě 0,7 % ve 3.čtvrtletí letošního roku.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurzu USD/EUR) je založena na průzkumu Consensus Forecasts z 12. března 2012 (CF03). Scénář sazeb EURIBOR a cen ropy Brent a benzínu odráží tržní výhledy ke stejnému datu.



Oproti referenčnímu scénáři 1.SZ (RS01) se aktuální **výhled růstu efektivního HDP** v eurozóně zřetelněji změnil (směrem dolů) jen na přelomu letošního a příštího roku. Skutečný růst za 4.čtvrtletí i celý rok 2011 byl mírně vyšší, než předpokládá RS01. Předpověď CF03 se naopak nepatrně snížila, a to jak pro letošní rok (o 0,1 p.b. na 0,4 %), tak pro rok 2013 (o 0,2 p.b. na 1,5 %). K výraznějšímu zhoršení očekávaného vývoje došlo zejména v případě Řecka a Španělska, naopak pro Německo a Francii se výhled zlepšil.

Ani u předpovědi **efektivní inflace spotřebitelských cen** nedošlo na základě CF03 k výraznějším změnám. Ceny však na počátku roku 2012 oproti předpokladu RS01 rostly rychleji, a proto nový scénář počítá s pomalejším poklesem inflace pro celou první polovinu letošního roku. Předpověď pro letošní rok tak vzrostla o 0,1 p.b. na 2,2 %, zatímco pro rok 2013 zůstává na hodnotě 2,0 %. Naopak očekávané tempo růstu cen průmyslových výrobců bylo oproti RS01 zvýšeno jak pro letošní tak příští rok o 0,3 p.b. na 2,5 % resp. 2,2 %, což by se mělo projevit mírným a dočasným zrychlením růstu PPI během letošního roku.

Zatímco RS01 předpokládal, že **kurz amerického dolaru vůči euru** v 1.polovině roku 2012 posílí až k hodnotě 1,28 USD/EUR a poté bude postupně oslabovat, skutečný rozsah zhodnocení byl v 1.čtvrtletí menší, zejména v důsledku poklesu averze k riziku na finančních a kapitálových trzích. Aktuální předpověď CF03 ale očekává další, i když mírné, posilování dolaru (k hodnotě 1,29 USD/EUR na konci roku 2013).

Masivní dodávání likvidity ze strany ECB nastartovalo pokles rizikové prémie na peněžním trhu eurozóny. Skutečná průměrná hodnota **sazby 3M EURIBOR** za (necelé) 1.čtvrtletí 2012 tak byla o cca 0,2 p.b. nižší, než předpokládal scénář RS01, a v obdobném rozsahu se posunula směrem dolů i celá křivka implikovaných sazeb na základě aktuálních tržních dat. Tříměsíční sazba mezibankovního trhu se na počátku března dostala pod základní referenční sazbu ECB (1,0 %) a měla by dále klesat až k hodnotě 0,7 % ve 3.čtvrtletí 2012. Opětovný pozvolný růst se čeká až od roku 2013. Pro srovnání předpověď analytiků v rámci CF03 je s hodnotou 0,9 % jak na tříměsíčním tak ročním horizontu mírně vyšší. Dle stejného průzkumu nejvíce analytiků očekává setrvání základní refinanční sazby ECB na stávající úrovni minimálně do konce letošního roku.

Zejména vlivem rychlého růstu **ceny ropy Brent** v průběhu února 2012 se celý výhled na základě termínovaných tržních kontraktů posunul výrazně vzhůru. Největší rozdíl oproti scénáři 1.SZ je ve 2.čtvrtletí 2012 a postupně klesá z 12 % na 8 % v posledním čtvrtletí 2013, což odpovídá poklesu ceny z aktuálních 125 USD/b na 113 USD/b.

1.2 Eurozóna

Ve 4.čtvrtletí 2011 se HDP eurozóny mezičtvrtletně snížil o 0,3 % po růstu o 0,1 % v předchozím čtvrtletí. Investice, spotřeba domácností a výdaje vlády se snížily, v opačném směru působilo zvýšení kladného salda čistého vývozu. Stejně faktory působily na zpomalení meziročního tempa hospodářského růstu ve 4.čtvrtletí z 1,3 % na 0,7 %. Růst HDP za celý rok 2011 dosáhl 1,5 %. V 1.čtvrtletí 2012 by podle CF03 měla pokračovat tendence zpomalování ekonomiky, i když lednové údaje o průmyslové výrobě a maloobchodním obratu vykázaly mírný meziměsíční růst o 0,2 % resp. 0,3 %. Míra nezaměstnanosti se meziměsíčně i meziročně zvýšila, když v lednu zaznamenala hodnotu 10,7 %. Podle zprávy OECD vykazuje ekonomika eurozóny známky oživení. Současně se zlepšuje ekonomický výhled v USA a Japonsku. Souhrnný předstihový ukazatel ekonomické aktivity se pro země OECD v lednu zvýšil na 100,9 bodů a pro eurozónu na 98,7 bodů. Také ostatní předstihové ukazatele (PMI v průmyslu, podnikatelská i spotřebitelská nálada) se v lednu a únoru zvýšily, nicméně PMI v průmyslu za březen se vrátil do oblasti poklesu (tj. pod hodnotu 50).

Pro celý letošní rok se v eurozóně **prognózy hospodářského růstu** dle CF, MMF, EK a ECB vesměs pohybují v mírně negativním pásmu od -0,5 % (MMF) do -0,1 % (ECB). Výhledy pro příští rok očekávají obnovení růstu na úrovni 0,8 % – 1,3 %.

Inflace v eurozóně setrvala v lednu a únoru na hladině 2,7 % zejména kvůli růstu cen energií. CF03 očekává její pokles pod 2% hladinu až ve 4.čtvrtletí 2012 a průměrnou hodnotu za celý rok 2,2 %. Předpověď ECB odhaduje, že se inflace sníží pod úroveň 2 % až v příštím roce a letos dosáhne v průměru 2,4 %. Podle ECB existuje riziko rychlejšího cenového růstu v případě vyšších cen komodit nebo výraznějšího zvýšení nepřímých daní. V březnu 2012 ECB ponechala svou základní sazbu na 1% hladině. Podle Rady guvernérů v eurozóně nehrozí nárůst inflačních tlaků. Rada pro letošní rok očekává ekonomickou stagnaci s převažujícími riziky dalšího poklesu HDP zejména v případě zhoršení dluhopisové krize nebo vyššího růstu cen komodit. Tento závěr podporuje též pomalý růst peněžní zásoby (agregát M3 meziročně vzrostl o 2,5 %) a úvěrů soukromému sektoru (o 0,7 %).

Na konci února **ECB** uskutečnila druhou tříletou refinanční operaci. Tendru se zúčastnilo více obchodních bank (800 proti 520 v prosinci), které obdržely více likvidity (530 mld. EUR proti 490 mld. EUR). Bilance Euro systému (tedy ECB a centrálních bank eurozóny) tak překročila 3 bil. EUR a za posledních 12 měsíců se více než zdvojnásobila. Zvýšený počet účastníků se obchodních bank je také důsledkem zmírnění podmínek na přijímaný kolaterál. To umožnilo účast řady zejména menších a středních bank. Objem čistého navýšení likvidity je však nižší než součet dodané likvidity při dvou uvedených operacích, protože část nových dlouhodobých zdrojů byla použita ke splacení krátkodobých úvěrů od ECB. Čistý přírůstek likvidity se tak odhaduje na 470 mld. EUR (200 mld. EUR z prosincové operace a 270 mld. EUR z únorové). Přebytek likvidity ve finančním systému se také projevil ve vyšších jednodenních úložkách obchodních bank u ECB (až 820 mld. EUR).

V polovině března **země eurozóny** schválily druhý záchranný úvěr pro Řecko ve výši 130 mld. EUR, který by této zemi měl zajistit financování jejích potřeb do roku 2014. Podmínkou byla restrukturalizace většiny úvěrů v držení soukromých institucí. Řecku se podařilo restrukturalizovat 96 % svých dluhopisů patřících soukromým institucím a vydaných podle řeckého práva (dobrovolně souhlasilo 86 % soukromých věřitelů). Odhadovaná ztráta věřitelů je 74 %. Řecký státní dluh by měl do roku 2020 klesnout na 117 % HDP. Vlády zemí eurozóny také schválily první splátku z fondu EFSF ve výši 39 mld. EUR. Na pomoci Řecku se bude podílet též MMF, jehož příspěvek bude pravděpodobně 28 mld. EUR. EK však na Řecku požaduje další fiskální úspory v letech 2013 a 2014 v rozsahu 5,5 % HDP.

Ve 4.čtvrtletí loňského roku se **německá hospodářská aktivita** mezičtvrtletně snížila o 0,2 % po růstu o 0,6 % ve 3.čtvrtletí v důsledku oslabení všech složek domácí poptávky. Meziročně došlo ve 4.čtvrtletí k dalšímu zpomalení růstu HDP z 2,7 % na 2 %. Také zde hrálo hlavní roli snížení dynamiky domácí poptávky. Pro 1.čtvrtletí letošního roku CF03 očekává mezičtvrtletně stagnaci ekonomické aktivity při dalším zvolnění meziroční ekonomické dynamiky na 0,7 %. V lednu vzrostla průmyslová výroba meziročně o 1,6 %, ale maloobchodní obrat se snížil o 1,7 %. Nové průmyslové objednávky překvapivě propadly o 5 %. Nezaměstnanost se v lednu meziměsíčně zvýšila o 0,1 p.b. na 5,8 %, podle předběžných údajů došlo v únoru k jejímu dalšímu růstu. PMI v průmyslu v únoru poklesl a v březnu se dostal pod hranici 50 bodů. Pro celý letošní rok CF03 očekává ekonomický růst o 0,6 %. Německá vláda svůj odhad snížila z 1 % na 0,7 %, obdobně jako EK z 0,8 % na 0,6 %.

Inflace se v únoru v Německu zvýšila o 0,2 p.b. na 2,5 % v důsledku nárůstu cen energií v dopravě i pro domácnosti. CF odhaduje postupné zpomalování inflace v průběhu letošního roku až na 1,6 %, v průměru za celý rok by měla dosáhnout 1,8 %, stejně jako v příštím roce.

Ve 4.čtvrtletí 2011 **na Slovensku** mezičtvrtletní tempo růstu HDP zrychlilo o 0,1 p.b. na 0,9 % a meziročně růst stoupl ze 3,2 % na 3,4 %. Slovensko zůstává v eurozóně po Estonsku nejrychleji rostoucí ekonomikou. Pro první polovinu letošního roku je sice očekáváno oslabení ekonomické dynamiky, ale vzhledem k lednovému růstu slovenského kompozitního předstihového ukazatele, skokovému meziměsíčnímu (6,1 %) i meziročnímu (7 %) posílení průmyslové výroby a dalšímu poklesu nezaměstnanosti by se měl růst udržet jednoznačně v kladných číslech. Pro celý letošní rok EECF02 očekává zvolnění meziročního tempa růstu slovenské ekonomiky z 3,3 % na 1 % s obnovou silnějšího růstu na úrovni 2,6 % v příštím roce. Obdobnou predikci představily také MF SR, EK a Infostat.

Slovenská meziroční inflace se v lednu a únoru 2012 proti konci minulého roku snížila (ze 4,6 % v prosinci na 4 % v únoru). Cenový růst zpomalil díky odeznění vlivu zvýšení nepřímých daní a oslabení růstu cen energií a potravin. Pro celý letošní rok EECF02 očekává razantní snížení inflace na průměrnou hodnotu 2,6 % (z 3,9 % za rok 2011) a udržení této úrovně i v příštím roce.

1.3 Cena ropy

V průběhu února cena ropy Brent výrazně rostla. Důvodem byly příznivé údaje z americké ekonomiky (trh práce, trh nemovitostí, vyšší než očekávaný PMI ve službách a vysoká důvěra spotřebitelů Conference Board v únoru), oslabování amerického dolaru a zejména přetrvávající napětí ohledně embarga na íránskou ropu. V reakci na dobré údaje z USA rostly nákupní pozice komoditních spekulantů (hedžových fondů).² K růstu ceny přispívaly i výpadky těžby v Nigérii a mrazy v Evropě, podporu jí poskytly i údaje o silném dovozu ropy do Číny v lednu (třetí nejvyšší v historii).

V posledním únorovém týdnu se prudký růst zastavil, když cena ropy Brent přesáhla hranici 125 USD/b a na trhu se objevily obavy, že tato cena by mohla ohrozit růst globální ekonomiky. Cena ropy Brent v eurech a librách (i v korunách) se totiž již dostala nad maxima z července 2008.³ Od té doby cena osciluje v rozmezí 122 – 126 USD/b. Směrem vzhůru působí další příznivé zprávy (schválení finanční pomoci Řecku, nízká inflace a uvolňování měnové politiky v Číně, menší než očekávaný pokles japonské ekonomiky ve 4.čtvrtletí 2011, poskytnutí další likvidity ECB a nízký výhled sazeb Fedu až do konce roku 2014, růst investičního sentimentu ZEW v Německu a maloobchodní prodeje v USA za únor). Poklesem naopak reagovala cena ropy Brent na snížený odhad růstu HDP v Číně pro rok 2012 nebo na nabídku EU na další jednání s Íránem ohledně jeho jaderného programu. Po pěti týdnech růstu se v prvním březnovém týdnu rovněž snížil objem dlouhých spekulativních pozic. Optimismus z amerického trhu práce by mohly částečně vyvážit např. údaje o obchodním deficitu USA, který v lednu vzrostl na nejvyšší hodnotu od října 2008.

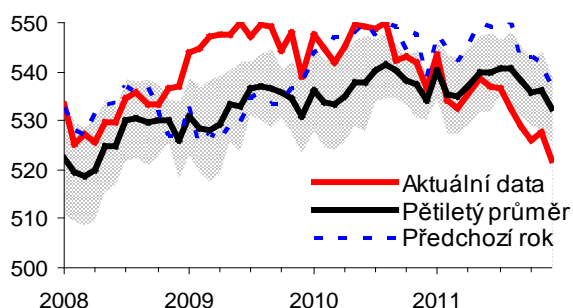
² Investiční banka Goldman Sachs však oznámila, že uzavírá své pozice na ropě Brent a otevírá je na ropě WTI, neboť očekává, že otevření ropovodu z Cushingu na pobřeží Mexického zálivu v červenci letošního roku sníží rekordně vysoké zásoby v ropném terminálu Cushing a povede ke zvýšení ceny ropy WTI.

³ V polovině července 2008 stála ropa Brent 145 USD/b, což odpovídalo ceně cca 91 EUR/b. Na počátku března 2012 byla při ceně 125 USD/b eurová cena 95 EUR/b.

OPEC těžil v únoru nejvíce ropy za tři roky (Saudská Arábie dosáhla dokonce třicetiletého maxima a rychle roste těžba v Libyi, klesá však produkce ropy v malých zemích OPEC). Problémy s těžbou se ale objevují v Sýrii, Jemenu a jižním Súdánu. Zástupci kartelu OPEC tvrdí, že nejsou schopni vykrýt případný pokles těžby v Íránu a pokud nedojde k dohodě západních zemí s Íránem, zůstanou ceny ropy vysoké. Přesto by se mělo napětí mezi poptávkou a nabídkou uvolňovat, jak budou v horizontu několika let nabíhat nové těžební kapacity zejména v Saudské Arábii. Březnová předpověď IEA ponechala očekávanou poptávku pro rok 2012 beze změny na 89,9 Mb/d, což je růst o 0,9 % oproti předchozímu roku.

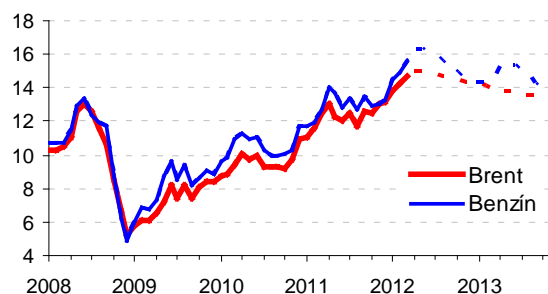
Zásoby surové ropy a benzínu se v USA od počátku roku postupně zvyšují v důsledku nízké spotřeby, a vzdalují se tak pětiletému průměru. Pouze zásoby motorové nafty a topného oleje zůstávají těsně pod průměrem, a to i přes vysoce nadprůměrnou produkci těchto destilátů, která trvá již více než půl roku. Zásoby ropy a ropných produktů v celé OECD po mírném listopadovém růstu v prosinci 2011 opět výrazně propadly, především vlivem Japonska a některých evropských zemí. Předběžná data za leden ukazují sice mírný nárůst, ale v únoru opět značný pokles. Vyjádřeno ve dnech spotřeby (57,8 dní) však situace není tak vážná vzhledem k pětiletému průměru 55,6 dní.

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



Pozn.: Šedivá plocha je pásmo \pm jedné směrodatné odchylky od pětiletého průměru pro dané období. Modrá čára znázorňuje stav zásob před rokem.

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



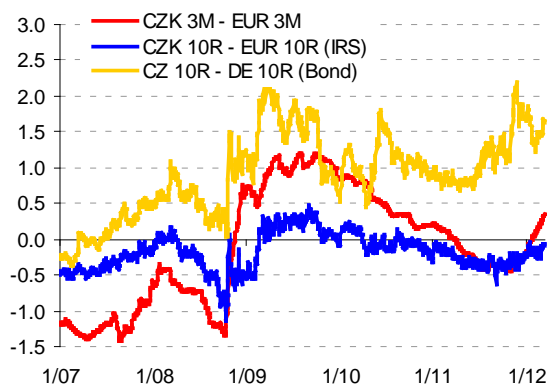
1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

Úroková sazba **3M EURIBOR** stagnovala v průběhu listopadu 2011 těsně pod 1,5 %, ale v závěru roku začala klesat a na začátku března 2012 se pohybovala pod hodnotou 0,9 %. Na poklesu sazeb se podepsalo zejména prosincové a únorové dodání likvidity ze strany ECB v rámci tříletých refinančních operací, přičemž základní refinanční sazba od prosince 2011 zůstává na úrovni 1 %. Výhled na základě implikovaných sazeb odvozených z tržní výnosové křivky se oproti lednu posunul směrem k nižším hladinám sazeb po celém horizontu. Zatímco referenční scénář očekával pokles sazeb mírně pod 0,9 % do konce roku 2012, podle březnového výhledu by sazba 3M EURIBOR měla v závěru letošního roku klesnout až k 0,7 %⁴. Mírný nárůst sazeb se očekává až v roce 2013.

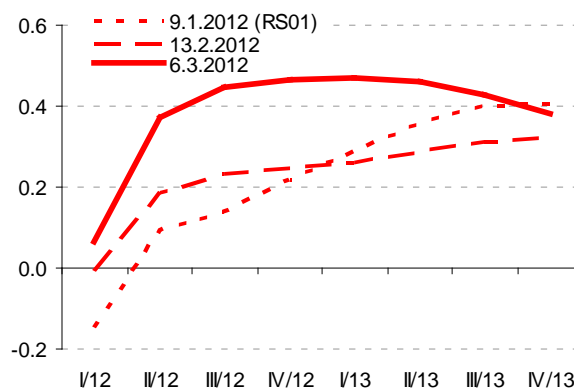
⁴ CF03 očekává stabilitu 3M EURIBOR do března 2013 na úrovni 0,9 %.

Záporný úrokový diferenciál mezi sazbami 3M PRIBOR a 3M EURIBOR se od začátku listopadu postupně snižoval a na konci ledna se dostal do kladných hodnot. V únoru a březnu dále rostl a v současnosti se pohybuje nad hranicí 0,3 p.b. Únorový i březnový výhled implikovaného rozpětí byl v horizontu jednoho roku vyšší než RS01, ale pro konec roku 2013 tento rozdíl mizí.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M – EUR 3M



Kurz amerického dolaru vůči euru v závěru roku 2011 dále posiloval pod vlivem všeobecné averze k riziku na finančních trzích, přičemž v prvním lednovém týdnu dosáhlo euro vůči americkému dolaru 15měsíčního minima a vůči japonskému jenu ročního minima. Dodání likvidity ze strany ECB postupně snížilo napětí nejen na dluhopisových trzích a euro začalo vůči dolaru v závěru ledna posilovat. Další kolo tříleté refinanční operace v únoru spolu s nalezením dohody ohledně restrukturalizace státního dluhu Řecka se soukromými investory podpořilo společnou evropskou měnu a kurz se v březnu pohyboval mezi 1,3 až 1,34 USD/EUR. Uklidnění situace v Řecku však může být jen přechodné, neboť přetrvávají rizika dalšího poklesu ekonomiky a ochota implementovat strukturální reformy je omezená. Výhled pro americkou ekonomiku se naopak po sérii pozitivních zpráv zlepšil, což dále snížilo pravděpodobnost dalšího kola kvantitativního uvolňování. **Březnový výhled CF** očekává v následujících dvou letech ještě další mírné posilování dolaru z 1,31 na 1,29 USD/EUR.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

V období od zpracování 1.SZ nebyly ve fiskální oblasti zveřejněny informace, které by znamenaly výrazné riziko pro naplňování prognózy veřejných rozpočtů na rok 2012. Prognóza z 1.SZ předpokládá pokles schodku vládního sektoru v letošním roce na 3,4 % HDP, především v důsledku zvýšení snížené sazby DPH a zdanění loterií. Ministerstvem financí na konci února vyhlášená potřeba další konsolidace formou výdajových opatření v letošním roce již byla anticipována naší aktuální fiskální prognózou. V roce 2013 dojde podle prognózy k nárůstu schodku na 3,8 % HDP, a to zejména kvůli rozpočtovým dopadům penzijní reformy a útlumu ekonomiky. Nejistota kolem naplnění fiskální prognózy v příštím roce se týká struktury a rozsahu dodatečných vládních opatření reagujících na očekávaný nižší růst příjmů veřejných rozpočtů ve snaze dodržet vytýčenou konsolidační strategii.

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

* 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 restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi)

Pro rok 2011 předpokládáme, že došlo k poklesu deficitu vládního sektoru na úroveň 3,8 % HDP. Restriktivní působení těchto opatření na spotřebu vlády a domácností zbrzdilo v roce 2011 růst HDP v rozsahu cca 0,6 procentního bodu. Problémy s čerpáním prostředků z fondů EU se odrazily v nižších kapitálových příjmech a ve vládních investicích.

Pro rok 2012 očekává stávající prognóza 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 29 mld. Kč) a příjmů ze zdanění loterií a jiných hazardních her. Vyšší životní náklady spojené s růstem DPH budou domácnostem částečně kompenzovány formou zvýšení slevy na vyživované dítě z daně z příjmu fyzických osob (odhadovaný dopad 3,4 mld. Kč). Celkové restriktivní působení fiskální politiky na spotřebu domácností se promítne do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,4 procentního bodu.

V souvislosti s aktualizací své makroekonomické prognózy v lednu 2012 identifikovalo MFČR výpadek příjmů SR (z daní a plateb sociálního pojištění) pro rok 2012 ve výši 23,6 mld. Kč. K dodržení rozpočtovaného deficitu (105 mld. Kč pro SR, tomu odpovídá deficit vládního sektoru 3,5 % HDP) představilo MFČR soubor výdajových opatření⁵, jež by měla tento výpadek v plné výši kompenzovat. Realizace těchto opatření je plně v kompetenci vlády. I při jejich kompletní implementaci však nebudou mít výraznější dopad do stávající

⁵ V rozhodující míře má ke konsolidaci výdajů v roce 2012 přispět plošné vázání výdajů rozpočtových kapitol (11,7 mld. Kč), další selektivní škrty většího rozsahu by se měly realizovat racionalizací výplat dávek z kapitoly MPSV, snížením dotací MPO na obnovitelné zdroje energie, snížením vládní rezervy a dalšími menšími opatřeními organizačního a administrativního charakteru. Úspory oproti rozpočtu jsou plánovány ve výdajích na dluhovou službu, u odvodů do EU a výdajů určených na spolufinancování projektů z EU fondů.

makroekonomické a fiskální prognózy, ve které jsme již s nižším růstem ekonomiky počítali a odpovídající úsporná opatření anticipovali, resp. implicitně předpokládali.

V roce 2013 by dle přijatého zákona mělo dojít ke spuštění penzijní reformy. Výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení ve výši 15 mld. Kč (blíže viz BOX 1 „Reforma penzijního systému“ v 7.SZ 2011) povede spolu s fiskálními dopady zpomalení ekonomického růstu ke zvýšení vládního deficitu na 3,8 % HDP. Druhý krok změn sazeb DPH k jednotné úrovni 17,5 % od ledna 2013 podle (zatím) platného zákona bude rozpočtově zhruba neutrální. Ve stávající prognóze na rok 2013 je ve stejném rozsahu jako v minulé prognóze zahrnut předpoklad provedení dodatečných (aktuálně zatím nespécifikovaných) výdajových škrťů v kompetenci vlády. Tato opatření budou tlumit růst HDP v příštím roce. Nicméně ani to podle odhadů ČNB nezajistí – bez dalších legislativních změn – dodržení plánované konsolidační strategie vlády, která avizovala cíl snížit vládní deficit pod 3 % HDP v roce 2013.

Významnou nejistotou pro naplnění stávající fiskální prognózy ČNB v příštím roce je tak reakce vlády na rozpočtové dopady očekávaného ekonomického útlumu. Na základě aktualizace daňových a ostatních příjmů a promítnutí některých opatření roku 2012 došlo MFČR k závěru, že k dodržení rozpočtovaných cílů v letech 2013 a 2014 bude nutno přijmout dodatečná příjmová a výdajová opatření. V roce 2013 by měla dosáhnout výše 42,4 mld. Kč (přes 1 % HDP) a v roce 2014 výše 84,4 mld. Kč (cca 2 % HDP). Tato opatření⁶ jsou však zatím ve stádiu variantních návrhů, před jejichž dalším rozpracováním bude nezbytná hlubší shoda především v rámci vládní koalice.

Případná úsporná opatření ve fiskální oblasti v rozsahu vyšším než předpokládá stávající prognóza by zřejmě dále prohloubila cyklický útlum ekonomiky a měla protiinflační dopady na měnověpolitickou inflaci. Z hlediska celkové inflace by však mohly mít vliv v opačném směru úpravy nepřímých daní. Vyloučit nadále nelze ani odložení spuštění druhého pilíře penzijního systému⁷ na rok 2014 nebo 2015, které by snížilo podíl vládního deficitu na HDP v roce 2013 téměř o 0,4 procentního bodu bez výrazných dopadů do cyklického vývoje ekonomiky.

⁶ V další fázi konsolidace by hlavním opatřením na výdajové straně mělo být zmrazení starobních důchodů v letech 2013–2015, na výdajové straně se uvažuje o upuštění od jednotné 17,5% sazby DPH a přesunu všech položek do 20% sazby s výjimkou knih, tisku a léků, které by zůstaly ve snížené 14% sazbě.

⁷ Odložení penzijní reformy je zvažováno zejména z technických důvodů, neboť tato reforma předpokládá fungování jednotného inkasního místa. K jeho zřízení však dojde až v roce 2015.

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Data za čtvrté čtvrtletí 2011 ukazují na zastavení pozitivních tendencí trhu práce, přičemž publikovaná data mezd a zaměstnanosti jsou v souhrnu oproti prognóze slabší. Celková zaměstnanost se meziročně nepatrně snížila, což spolu s pokračujícím poklesem pracovní síly vedlo k meziročnímu poklesu obecné míry nezaměstnanosti. Po sezonním očištění celková zaměstnanost mezičtvrtletně poklesla. Obecná míra nezaměstnanosti se snížila jen nepatrně, a to i po sezonním očištění. Sezonně očištěná míra registrované nezaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí zhruba stagnovala. Z odvětvového hlediska se nadále zlepšovala situace jen v průmyslu a tržních službách. Růst mezd celkově zpomalil, což bylo dáno pokračujícím zpomalováním růstu mezd v podnikatelské sféře, které bylo oproti prognóze výraznější. Národohospodářská produktivita práce vzrostla již jen nepatrně, mzdová náročnost produktu pokračovala ve slabém poklesu. Údaje za leden 2012 prozatím naznačují návrat k vyšším meziročním tempům růstu mezd v průmyslu a zhruba mezičtvrtletní stagnaci míry registrované nezaměstnanosti.

Srovnání predikce se skutečností

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)	1-2/12	9.1(Q)	9.4
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	1-2/12	.	9.1
Obecná míra nezaměstnanosti - metodika ILO (ČSÚ, 15-64 let)	IV/11	6.5	6.5
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	IV/11	0.4	-0.1
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	IV/11	0.6	-0.5
ostatní zaměstnaní	IV/11	-0.6	1.9
Nominální měsíční mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/11	2.8	2.0
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/11	3.1	2.1
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/11	1.0	1.6
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/12	.	5.6
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/12	.	6.2
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/11	2.1	-0.2
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/11	.	-1.4
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/11	.	-1.3
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/11	0.3	0.2

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

Celková zaměstnanost (podle metodiky VŠPS) během závěrečného čtvrtletí roku 2011 přešla do fáze nepatrného meziročního poklesu. Ten dosáhl hodnoty $-0,1\%$ ⁸, přičemž predikce z 1.SZ očekávala pokračující mírný nárůst. Za celý rok potom celková zaměstnanost vzrostla v porovnání s rokem 2010 o 0,4 %. Po sezonním očištění celková zaměstnanost mezičtvrtletně klesla o 0,4 % (oproti stagnaci dle 1.SZ). Z hlediska struktury zaměstnanosti přitom došlo k obdobnému jevu, který se projevil během nedávného ekonomického útlumu, tedy k poklesu počtu zaměstnanců⁹ při nárůstu počtu podnikatelů. Počet zaměstnanců poklesl meziročně o 0,5 %, zatímco počet podnikatelů vzrostl o 1,9 %. Podíl podnikatelů na celkové zaměstnanosti dosáhl 18,3 %. Nárůst počtu podnikatelů byl v porovnání se třetím čtvrtletím nejvyšší v oblasti velkoobchodu a maloobchodu.

Obecná míra nezaměstnanosti (VŠPS, dle metodiky ILO) dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí 6,5 % (v souladu s predikcí z 1.SZ). V porovnání se stejným obdobím předchozího roku došlo k poklesu o 0,5 p.b. K naplnění predikce došlo při navzájem kompenzujících se odchylkách na straně zaměstnanosti (viz výše) a ve vývoji pracovní síly. Pracovní síla v závěrečném čtvrtletí loňského roku prohloubila svůj meziroční pokles, a to na $-0,5\%$ (predikce z 1.SZ

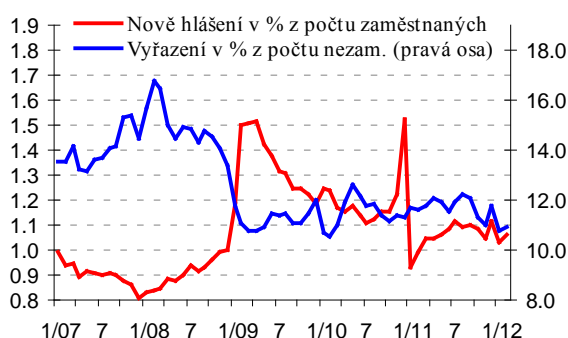
⁸ Tedy o 3,3 tis. osob.

⁹ Včetně členů produkčních družstev.

očekávala pouze mírné snížení o 0,1 %) ¹⁰. Po sezonním očištění byla potom obecná míra nezaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2011 o 0,1 p.b. nižší než ve čtvrtletí předcházejícím.

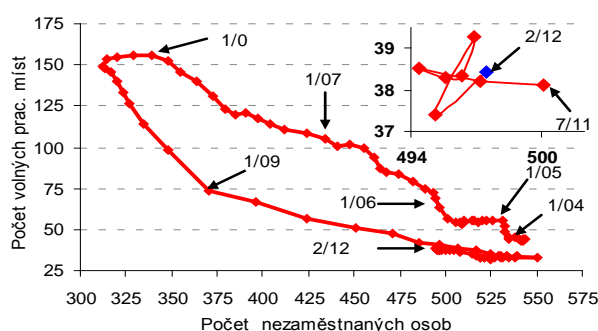
Míra registrované nezaměstnanosti celkem dosáhla v závěrečném čtvrtletí roku 2011 v průměru hodnoty 8,5 %, resp. 8,7 % po sezonním očištění, přičemž v obou případech šlo o hodnoty přibližně o 0,6 p.b. nižší, než tomu bylo ve stejném období roku 2010. Podle aktuálních údajů za leden a únor by měla míra registrované nezaměstnanosti dosáhnout 9,4 %, tedy hodnoty o něco vyšší než v predikci z 1.SZ. Po sezonním očištění by se nicméně prognóza míry registrované nezaměstnanosti v prvním čtvrtletí měla zhruba naplnit. Vývoj Beveridgeovy křivky potvrzuje, že v posledním období došlo zhruba ke stabilizaci sezonně očištěného počtu nezaměstnaných osob. Pokračuje tak stagnace Beveridgeovy křivky takřka ve stejném bodě, ve kterém se nacházela v předcházejících měsících. ¹¹ Hodnota sezonně očištěného podílu nově hlášených uchazečů o zaměstnání na celkové zaměstnanosti zhruba stagnuje, stále se tak pohybuje mírně nad svou dlouhodobou úrovní.

Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Poznámka: sezonně očištěné údaje
Pramen: MPSV, propočet ČNB

Beveridgeova křivka



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

Z hlediska **odvětvové struktury** byl vývoj počtu zaměstnaných osob ve čtvrtém čtvrtletí nadále nerovnoměrný, i když se rozdíly mezi jednotlivými odvětvími poněkud zmenšily. Nejvíce vzrostla zaměstnanost, stejně jako tomu bylo v předcházejících čtvrtletích, v průmyslu, kde se v závěrečném čtvrtletí meziročně zvýšila o 1,4 % (v absolutním vyjádření o 20,1 tis. osob). Tento nárůst zaměstnanosti byl dosažen hlavně díky vývoji ve zpracovatelském průmyslu. Druhým odvětvím s kladným příspěvkem k růstu celkové zaměstnanosti potom byly tržní služby (0,7 % meziročně, tedy 12,9 tis. osob). V ostatních odvětvích však zaměstnanost i nadále klesala, i když mírnějšími tempy než v předcházejícím čtvrtletí. Nejvíce pak celková zaměstnanost poklesla v netržních službách (o 15,8 tis.), následovaných stavebnictvím (o 15,3 tis.).

Během čtvrtého čtvrtletí 2011 pokračovalo zpomalování tempa meziročního růstu **mezd v podnikatelské sféře**, a to na 2,1 % (zatímco predikce z 1.SZ očekávala 3,1 %) z 2,7 % ve čtvrtletí třetím. K tomuto zpomalení přispěl nejvíce vývoj ve zpracovatelském průmyslu (-0,4 p.b.), kde růst mezd zpomalil z 3,3 % ve třetím čtvrtletí na 2,2 % ve čtvrtletí čtvrtém. Ke

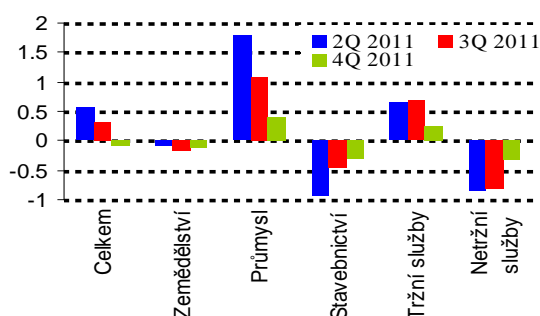
¹⁰ Podrobnější data o vývoji pracovní síly budou k dispozici až 2.4.2012

¹¹ Beveridgeova křivka je však ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1.1.2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst. V souvislosti s touto změnou začalo MPSV současně publikovat kromě volných pracovních míst i další volná pracovní místa získaná monitoringem internetu. Po očištění o duplicity jejich počet dosáhl 18 tis. v lednu a 18,8 tis. v únoru.

zpomalení meziročního růstu průměrných mezd však došlo i ve většině dalších odvětví, přičemž v opačném směru působil pouze vývoj mezd v profesních, vědeckých a technických činnostech, ve zdravotní a sociální péči a ve vzdělávání.

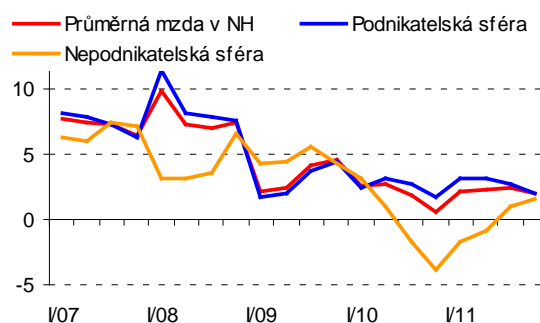
Po **sezonním očištění** růst průměrné mzdy v **podnikatelském sektoru** dosáhl hodnoty 2,9 % (1.SZ předpokládala 3,1 %). Mezičtvrtletně růst průměrné mzdy zpomalil na 0,6 %. Reálně průměrná mzda v podnikatelské sféře meziročně poklesla o 0,3 %. Podle údajů z ledna 2012 však došlo v průmyslu¹² k opětovnému zrychlení meziročního růstu průměrné mzdy na 5,6 %.

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



Pramen: ČSÚ

Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ

Průměrný plat v nepodnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziročně vzrostl o 1,6 %. Únorová predikce očekávala pokračování růstu průměrného platu, avšak nižším tempem (1 %). Mírný nárůst platů byl doprovázen poklesem počtu zaměstnanců (-1 % po přepočtu na plně zaměstnané). I přes pokračující pokles počtu zaměstnanců došlo ve čtvrtém čtvrtletí k meziročnímu nárůstu mzdových prostředků v nepodnikatelské sféře (o 0,6 %), zatímco predikce předpokládala jejich trvalý pokles. Reálně se průměrný plat v nepodnikatelské sféře snížil o 0,8 %. Poslední čtvrtletí roku 2011 tak potvrdilo vývoj z předcházejících čtvrtletí, tj. vládní úsporná opatření se projevila více na straně počtu zaměstnanců než průměrných platů. Za celý rok 2011 došlo v nepodnikatelské sféře k poklesu přepočteného počtu zaměstnanců o 1,9 % při nepatrném nárůstu nominálních platů o 0,1 %.

Meziroční růst průměrné mzdy v ČR tak v souhrnu zpomalil na hodnotu 2,0 %, což je o 0,8 p.b. méně, než očekávala prognóza z 1.SZ. Nižší než očekávané tempo růstu je způsobeno pomalejším růstem mezd v podnikatelském sektoru, které bylo jen mírně kompenzováno o něco vyšším růstem platů v nepodnikatelské sféře. V reálném vyjádření mzdy poklesly o 0,4 %. Celkový objem nominálních mezd a platů podle statistiky ČSÚ meziročně vzrostl o 1,3 % a počet zaměstnanců přepočtený na plně zaměstnané prohloubil svůj pokles na 0,6 %.

I ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračovaly **nominální jednotkové mzdové náklady** v poklesu. Meziročně se snížily o 0,2 %, zatímco únorová predikce očekávala nárůst NJMN o 2,1 %. Na tomto vývoji se podílel záporný příspěvek HDP¹³ (-0,3 p.b.), který byl částečně kompenzován nárůstem objemu mezd a platů (0,1 p.b.). Z jednotlivých sledovaných odvětví ekonomiky byl pokles NJMN zaznamenán především v průmyslu (-1,4 %), a to hlavně ve zpracovatelském

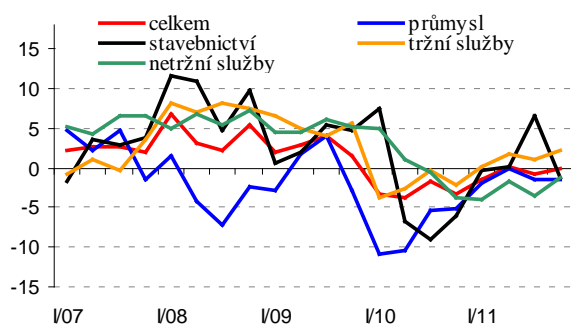
¹² Jedná se o údaj pro podniky s 50 a více zaměstnanci a bez agenturních zaměstnanců.

¹³ Pro výpočet jak NJMN tak i produktivity práce jsou použita data o HDP ve stálých cenách (tj. bez sezonního očištění).

průmyslu (-5,6 %). NJMN poklesly i ve stavebnictví (-1,3 %) a netržních službách (-1,2 %). Na druhé straně v tržních službách (2,1 %) meziročně vzrostly.

V závěrečném čtvrtletí roku 2011 došlo ke zpomalení meziročního růstu národohospodářské **produktivity práce** na hodnotu 0,2 %. Toto zpomalení bylo v souladu s očekáváním predikce. Nejvýrazněji ze sledovaných odvětví rostla produktivita práce nadále v průmyslu, a to o 2,6 %. V rámci průmyslu pokračoval silný růst produktivity ve zpracovatelském průmyslu (ve čtvrtém čtvrtletí o 7,2 %). V ostatních odvětvích rostla produktivita pouze v netržních službách (o 1,1 %), naopak v tržních službách (-2,8 %) i ve stavebnictví (-3,3 %) poklesla. K celkovému růstu produktivity přispěl nárůst HDP (0,3 p.b.), částečně kompenzovaný mírným nárůstem celkové zaměstnanosti podle národních účtů (příspěvek -0,1 p.b.).

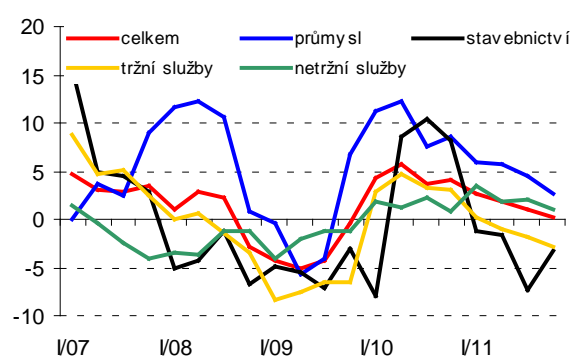
NJMN v metodice ESA 95
(mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, propočít 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, propočít ČNB

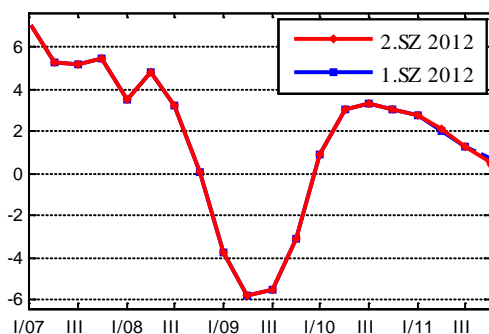
2 Ekonomický růst a jeho složky

Meziroční růst reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračoval ve zpomalování, které bylo oproti prognóze z 1.SZ nepatrně výraznější. V mezičtvrtletním srovnání došlo k dalšímu slabému poklesu ekonomické aktivity. K meziročnímu růstu HDP stejně jako v předchozím čtvrtletí kladně přispíval čistý vývoz. Všechny ostatní výdajové složky přispěly záporně. V rámci jednotlivých výdajových složek byl nižší než očekávaný příspěvek hrubé tvorby kapitálu téměř kompenzován vyšším než očekávaným příspěvkem čistého vývozu a o něco mírnějším poklesem spotřeby domácností. Předstihové indikátory na začátku roku naznačují pokračování zpomalení meziročního růstu průmyslové produkce i přetrvávající propad výstupu ve stavebnictví. Maloobchodní tržby v lednu po sezonním očištění poklesly. Souhrnný indikátor důvěry na počátku letošního roku nicméně roste, přičemž v jeho rámci se zvyšuje jak podnikatelský, tak i spotřebitelský indikátor důvěry.

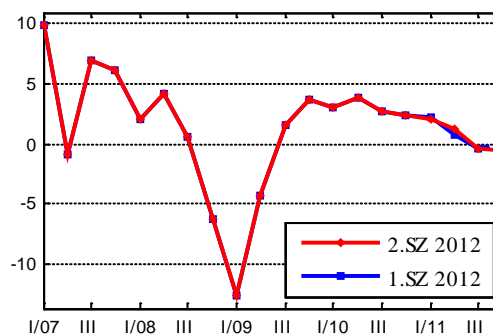
Ukazatel (s. c., sezonně oč., mizr. změny v %)	Období	Predikce z 1. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	4Q 2011	0.7	0.6
Spotřeba domácností	4Q 2011	-0.9	-0.7
Spotřeba vládních institucí	4Q 2011	-1.5	-1.7
Hrubá tvorba kapitálu	4Q 2011	1.8	-4.0
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	4Q 2011	-1.4	-1.7
Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	4Q 2011	0.8	-0.6
Vývoz zboží a služeb	4Q 2011	9.6	5.0
Dovoz zboží a služeb	4Q 2011	8.7	1.8
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	4Q 2011	1.0	2.3
Průmyslová výroba	leden 2012	.	0.6
Stavební výroba	leden 2012	.	-5.2
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	leden 2012	.	-0.7

Růst sezonně očištěného **HDP** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zpomalil na 0,6 % meziročně, mezičtvrtletně ekonomická aktivita klesla o 0,1 %. Celkový růst HDP za rok 2011 činil 1,7 %. Prognóza z 1.SZ předpokládala ve čtvrtém čtvrtletí o 0,1 p.b. vyšší meziroční i mezičtvrtletní údaj. I přes to, že celkový vývoj téměř odpovídá, na úrovni jednotlivých složek poptávky nastaly rozdíly mezi skutečností a predikcí. Hrubá tvorba kapitálu nečekaně poklesla především v důsledku výrazného poklesu stavu zásob, to však kompenzoval čistý vývoz, který byl oproti prognóze vyšší zejména vlivem utlumeného dovozu.

Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %)



Vývoj HDP (sez. oč., mzc. v %, anualizováno)



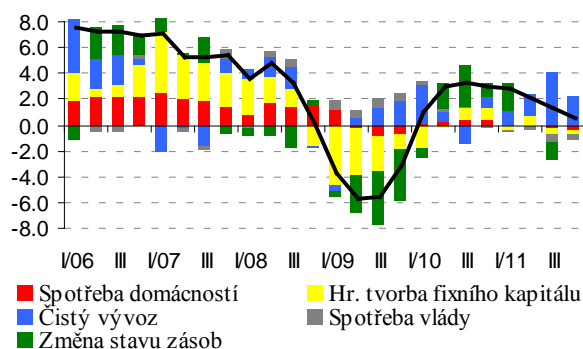
Reálná **spotřeba domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 nadále klesala (o 0,7 %). Tento údaj byl jen mírně nad prognózou 1.SZ (-0,9 %). Reálné výdaje na spotřební předměty s krátkodobou a střednědobou trvanlivostí přitom rostly, naopak u služeb reálné výdaje domácností ve čtvrtém čtvrtletí meziročně poklesly. Růst deflátoru spotřeby domácností (2,2 %) ve čtvrtém čtvrtletí mírně zrychlil, avšak byl stále nižší oproti CPI, které mezi třetím a čtvrtým čtvrtletí zrychlilo v podobné míře. Reálný objem mezd a platů za čtvrté čtvrtletí 2011 vykazuje jen zanedbatelný meziroční růst o 0,1 %. Podle toho lze očekávat vývoj disponibilního důchodu za čtvrté čtvrtletí nižší oproti prognóze z 1.SZ.¹⁴ Sezonně očištěné reálné tržby v maloobchodě ve čtvrtém čtvrtletí vzrostly meziročně o 1,9 %, avšak v lednu toto tempo činilo -0,7 %. Sezonně neočištěné tržby v lednu 2012 meziročně vzrostly o 1,3 %, k čemuž nejvíce přispěly především tržby z prodeje nepotravinářského zboží.

¹⁴ Národní účty domácností budou pravděpodobně zveřejněny na přelomu března a dubna, proto podrobnější analýza vývoje disponibilního důchodu a spotřeby bude provedena až ve 3.SZ 2012.

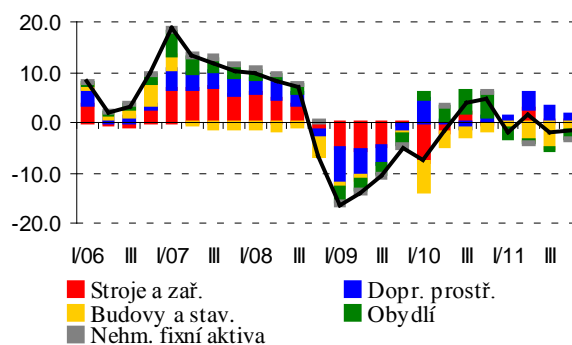
Reálná **spotřeba vlády** pokračovala v poklesu i ve čtvrtém čtvrtletí, ve kterém jeho tempo zpomalilo na 1,7 % meziročně. Prognóza z 1.SZ přitom předpokládala o něco mírnější pokles reálné spotřeby vlády (o 1,5 % mzr.). Reálné údaje za první tři čtvrtletí letošního roku byly v průměru revidovány mírně nahoru, zatímco na nominální spotřebu vlády revize téměř neměly vliv (ta ve čtvrtém čtvrtletí klesla o 1,4 %).

Hrubá tvorba kapitálu ve čtvrtém čtvrtletí meziročně poklesla o 4 %, přičemž v mezičtvrtletním vyjádření poklesla ještě více (o 8,3 %). Prognóza z 1.SZ naopak předpokládala meziroční růst o 1,8 %. Zpřesněná data zároveň ukázala na nižší meziroční růst hrubých investic v průměru i za předchozí čtvrtletí roku 2011. Co se týče složek hrubých investic, ve čtvrtém čtvrtletí meziročně poklesla hlavně **tvorba zásob**, s čímž prognóza nepočítala. Záporný příspěvek měly ale v souladu s očekáváním i **fixní investice**. Podle věcného členění k meziročnímu poklesu fixního kapitálu přispěl nejvíce propad investic do obydlí, ostatních budov a staveb, přičemž stejně jako ve třetím čtvrtletí měly kladný příspěvek jen investice do dopravních prostředků.

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



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



Růst reálného **vývozu zboží a služeb** zpomalil ve čtvrtém čtvrtletí na 5 % a mezičtvrtletně se vývoz dokonce snížil o 2,6 %. Prognóza byla oproti skutečnosti optimističtější (9,6 % mzr.). Zpomalení vývozu je konzistentní s aktuálním vývojem efektivní poptávky v eurozóně, která také ztrácí na dynamice. Reálný **dovoz** vykázal ve čtvrtém čtvrtletí mnohem výraznější zpomalení dynamiky než vývoz (na 1,8 % mzr.), což kromě zpomalení vývozu odráží i pokles investic (především do zásob) a nízkou konečnou spotřebu. Při mnohem výraznějším zpomalení dovozu oproti vývozu byl příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí relativně vysoký (2,3 p.b.), a předčil tak očekávání prognózy (1 p.b.).

Průmyslová produkce (sezonně očištěná ve stálých cenách) se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zvýšila mezičtvrtletně o 1,4 % a meziročně o 3,8 %. Stejně jako v předchozím čtvrtletí byl růst produkce tažen zahraniční poptávkou, což ukázal pokračující diferencovaný vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy, v jejichž rámci tržby z přímého vývozu nadále rostly dvouciferným tempem, zatímco domácí tržby meziročně klesaly. Obdobný vývoj pokračoval i u nových zakázek – zakázky za zahraničí opět meziročně vzrostly, kdežto tuzemské výrazně poklesly. V lednu 2012 sezonně očištěná průmyslová produkce meziměsíčně poklesla o 0,6 % a tempo jejího meziročního růstu zpomalilo na 0,6 %. Po prosincovém poklesu však v lednu došlo k oživení růstu hodnoty nových zakázek (v běžných cenách vzrostly o 14,9 %), když zrychlil růst zakázek ze zahraničí a po osmiměsíčním poklesu meziročně výrazně vzrostly i tuzemské zakázky.

Stavební produkce (sezonně očištěná ve stálých cenách) ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračovala v meziročním poklesu (o 2,3 %). V mezičtvrtletním srovnání byl zaznamenán růst o 5 %, který však byl ovlivněn mimořádným objemem fakturované produkce v prosinci 2011. Dle ČSÚ to bylo dáno příznivými klimatickými podmínkami a vyšší dofakturací dokončených zakázek ke konci roku v souvislosti s očekávaným zvýšením DPH od ledna 2012. Tento vývoj pak vedl k meziměsíčnímu propadu stavební produkce v lednu 2012 o 20,1 %. Meziročně se sezonně očištěná stavební produkce v lednu snížila o 5,2 %, k čemuž přispělo v obdobné míře pozemní i inženýrské stavitelství. Tempo meziročního růstu počtu vydaných stavebních povolení v lednu zrychlilo a zároveň se zastavil devět měsíců trvající meziroční pokles orientační hodnoty stavebních ohlášení a povolení. Její úroveň však zůstala velmi nízká.

Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (sezonně očištěné ve stálých cenách) se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zvýšily mezičtvrtletně (o 0,2 %) i meziročně (o 1,9 %). K růstu opět přispěl zejména pokračující růst tržeb v motoristickém segmentu¹⁵, zatímco ostatní maloobchod zaznamenal meziroční pokles tržeb. V lednu 2012 sezonně očištěné tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu meziměsíčně stagnovaly a meziročně poklesly (o 0,7 %), když tržby v motoristickém segmentu při meziměsíčním i meziročním poklesu přestaly být tahounem růstu. Sezonně očištěné tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu v lednu meziměsíčně mírně vzrostly, v meziročním srovnání ale také zaznamenaly pokles. V jejich rámci pokračoval růst tržeb z prodeje nepotravinářského zboží a růst byl tentokrát zaznamenán i u tržeb z prodeje pohonných hmot. Naopak tržby z prodeje potravinářského zboží nadále meziročně klesaly.

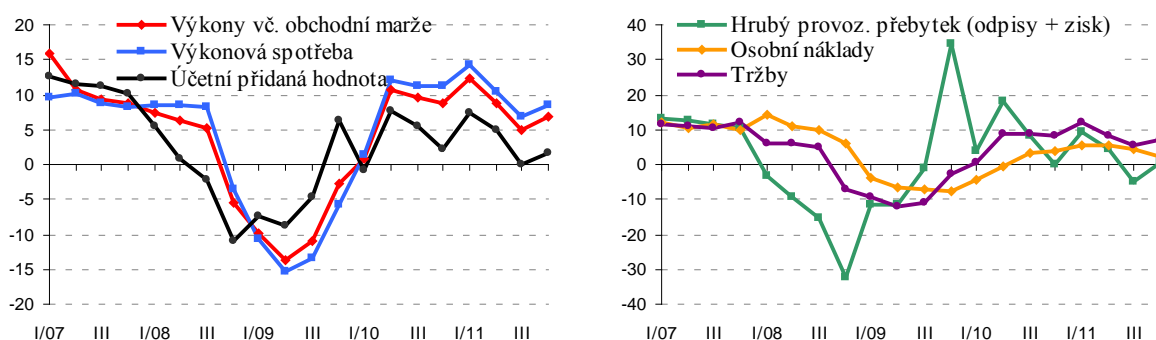
Souhrnný indikátor důvěry ve čtvrtém čtvrtletí 2011 oproti předchozímu čtvrtletí poklesl. V lednu a únoru 2012 se naopak zlepšoval (na 87,9 bodu). V jeho rámci se obdobně vyvíjel indikátor důvěry spotřebitelů i podnikatelů, nicméně spotřebitelský indikátor stejně jako v předchozích čtvrtletích setrval na výrazně nižších hodnotách. Mezi podnikateli nadále výrazně převažovaly optimistické vyhlídky ve službách a obchodě. Saldo indikátoru důvěry podnikatelů v průmyslu¹⁶ zůstalo mírně kladné a ve stavebnictví pokračovala výrazná převaha negativních vyhlídek.

Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) ukázaly zlepšení hlavních sledovaných ukazatelů ve čtvrtém čtvrtletí 2011. Zrychlení tempa meziročního růstu tržeb (na 7,3 %) a výkonů (na 6,7 %) přispělo k meziročnímu zvýšení účetní přidané hodnoty o 1,6 %. Růst osobních nákladů vlivem zpomalujícího růstu počtu zaměstnanců i jejich průměrné mzdy dále zpomalil (na 2,2 %), a hrubý provozní přebytek se tak po poklesu v předchozím čtvrtletí vrátil koncem roku 2011 k mírnému růstu (0,8 %).

¹⁵ 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.

¹⁶ Saldo indikátoru důvěry je rozdíl (v %) mezi odpověďmi vyjadřujícími zlepšení a zhoršení očekávaných i probíhajících tendencí.

Vybrané absolutní ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %) ¹⁷



3 Platební bilance

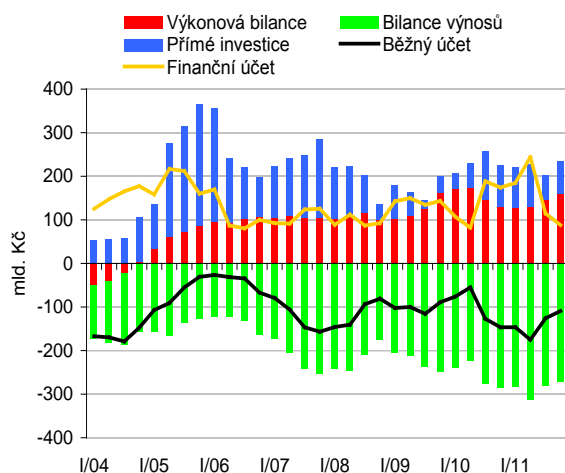
Schodek běžného účtu platební bilance ve 4.čtvrtletí 2011 byl ve srovnání s predikcí z 1.SZ o více než 16 mld. Kč hlubší. Odchylka od predikce byla zejména důsledkem nižšího přebytku obchodní bilance a naopak vyššího schodku bilance výnosů (především vlivem revizí předběžných měsíčních údajů). Kapitálový účet skončil v tomto čtvrtletí v souladu s predikcí. Vývoj položek finančního účtu za celý rok 2011 v souhrnu odpovídal jejich predikci. Významnější odchylka byla patrná pouze v sektoru podniků, kde byl odliv oproti predikci mírnější (o necelých 15 mld. Kč).

Ve 4.čtvrtletí 2011 skončil **běžný účet** platební bilance schodkem 17,4 mld. Kč a roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP se snížil na -2,9 % (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil -2,5 %). Schodek běžného účtu se podobně jako v předchozím čtvrtletí meziročně snížil. Zmírnění celkového schodku o více než 17 mld. Kč souviselo především s vývojem obchodní bilance.

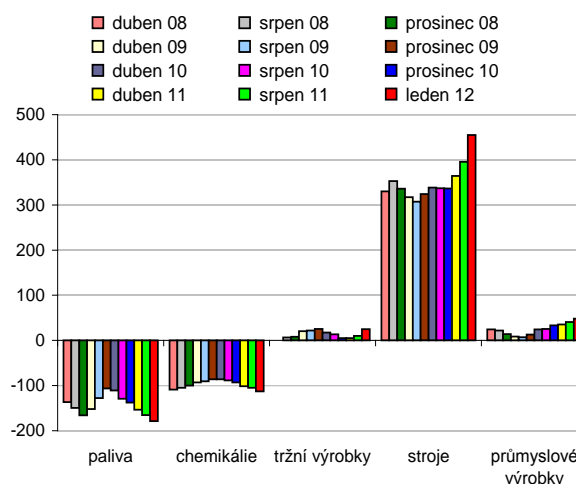
Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dosáhla **výkonová bilance** přebytku 36,2 mld. Kč, který se třetí čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval (tentokrát o necelých 15 mld. Kč). Růst přebytku výkonové bilance byl v tomto čtvrtletí spojen výhradně s růstem přebytku **obchodní bilance**. Rychlý růst obchodního přebytku v reálném vyjádření byl vlivem záporné meziroční změny směnných relací korigován cenovým vývojem. Nominální meziroční růst obchodního obrátu se dále zmírnil (na 7,4 %). Jeho zpomalení bylo především důsledkem poklesu strojírenského dovozu, spojeného s celkově vysokou bází předchozího roku vlivem kulminace investičních dovozů pro fotovoltaické elektrárny. Ve směru poklesu přebytku výkonové bilance naopak působilo snížení přebytku **bilance služeb**. Bylo výsledkem prohloubení schodku dílčí bilance ostatních služeb (v důsledku rychlého růstu výdajů), které však bylo částečně vyváжено růstem přebytku cestovního ruchu (vlivem růstu příjmů).

¹⁷ Údaje do 4.Q 2010 jsou semidefinitivní, od 1.Q 2011 předběžné.

Roční klouzavé úhrny složek platební bilance (v mld. Kč)



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



Bilance výnosů dosáhla schodku 50 mld. Kč, který se meziročně snížil o 8 mld. Kč. Zmírnění celkového schodku bylo především spojeno s poklesem schodku výnosů z přímých investic z důvodu nižších výplat dividend nerezidentům a současně i vyšších příjmů. Schodek výnosů z přímých investic nicméně nadále představoval rozhodující složku celkové bilance (-51,5 mld. Kč).

Vzhledem k vyššímu čtvrtletnímu čerpání prostředků z fondů EU dosáhl **kapitálový účet** ve srovnání s vývojem v předchozích třech čtvrtletích výrazně vyššího přebytku (11,3 mld. Kč) a v meziročním srovnání se téměř zdvojnásobil. Z celoročního pohledu však čerpání z fondů EU zůstalo pod úrovní roku 2010.

K přebytku **finančního účtu** ve výši 20 mld. Kč přispěl zejména čistý příliv **přímých investic**, který dosáhl 32 mld. Kč. Souvisel především s předpokládanou výší reinvestovaného zisku v ČR a dále s přílivem zdrojů v rámci úvěrových vztahů mezi spřízněnými podniky. Převaha splátek úvěrů tuzemským dceřiným podnikům zahraničními mateřskými společnostmi současně i nejvýznamněji přispěla k meziročnímu zvýšení přebytku přímých investic o téměř 19 mld. Kč.

Portfoliové investice dosáhly po mírném schodku v předchozím čtvrtletí čistého přílivu ve výši 18,2 mld. Kč. Nejvýznamnější operace představovaly odprodeje zahraničních cenných papírů tuzemskými investory. Týkaly se především akcií, ale v menším rozsahu i dluhopisů. V obchodování zahraničních investorů s tuzemskými akciemi a dluhopisy převážily naopak jejich nákupy. Meziroční růst přebytku portfoliových investic na dvojnásobek byl spojen zejména se zvýšením držby tuzemských cenných papírů nerezidenty. **Ostatní investice** skončily čistým odlivem 21,6 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-15,3 mld. Kč), ovlivněný především splácením depozit a půjček přijatých ze zahraničí. Čistý odliv byl rovněž zaznamenán v souvislosti s poskytnutými vývozními úvěry do zahraničí v sektoru podniků. Mírného čistého přílivu bylo naopak dosaženo v důsledku čerpání úvěru od EIB ve vládním sektoru.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

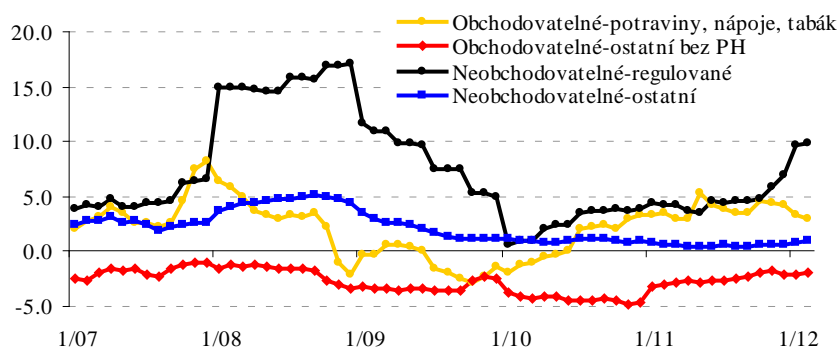
Inflace se v únoru 2012 nacházela o 0,3 p.b. nad aktuální prognózou. Tato odchylka byla způsobena vyšším růstem všech složek inflace (zejména cen potravin) s výjimkou korigované inflace bez cen pohonných hmot. V souhrnu jsou rizika prognózy celkové inflace pro následující měsíce hodnocena jako mírně proinflační, zejména u cen pohonných hmot a potravin. Růst dovozních cen byl mírně nad prognózou, u vývoje cen průmyslových a zemědělských výrobců to bylo naopak.

4.1 Spotřebitelské ceny

únor 12	meziměsíčně v %		meziročně v %	
	predikce 1.SZ	skutečnost	predikce 1.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	0.1	0.2	3.4	3.7
Regulované ceny	0.2	0.3	9.4	9.8
Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.	0.00	0.00	0.25	0.28
Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.	0.00	0.00	0.81	0.85
Čistá inflace	0.1	0.1	1.1	1.3
Z toho:				
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	0.1	0.2	2.2	3.0
Korigovaná inflace bez PH	0.1	0.1	-0.1	-0.2
Ceny pohonných hmot - čisté	0.6	1.3	8.0	8.9
Měnověpolitická inflace	0.1	0.2	2.3	2.5

Celková meziroční inflace se v únoru zvýšila na 3,7 %. To se odvíjelo zejména od zrychlení cen potravin a regulovaných cen, které byly nejvíce ovlivněny zvýšením snížené sazby DPH z ledna letošního roku. Inflace se přitom nacházela o 0,3 p.b. nad prognózou z 1.SZ. Tato odchylka byla způsobena zejména výraznějším růstem cen potravin a v menší míře také vyšším růstem regulovaných cen i cen pohonných hmot. Odchylka od prognózy byla částečně zvýrazněna změnou spotřebního koše (viz Box).

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



Růst **regulovaných cen** v lednu a únoru 2012 byl mírně nad aktuální prognózou. K jejich zrychlení nejvíce přispěl růst cen zemního plynu. Významně se na růstu regulovaných cen dále podílely ceny elektřiny a ve zdravotnictví, regulované nájemné, vodné a stočné a ceny v dopravě. V důsledku úprav spotřebního koše byl nepatrně zvýšen primární dopad změny DPH z ledna letošního roku do regulovaných cen. Nový výhled regulovaných cen je oproti prognóze z 1.SZ vyšší v roce 2012, a to zejména v důsledku očekávaného výraznějšího růstu cen elektřiny, tepla, vodného a stočného, cen ve zdravotnictví a v dopravě. Tyto úpravy odrážejí především výraznější než očekávané zvýšení cen uvedených skupin v lednu. Na druhé straně byl mírně snížen předpokládaný růst regulovaného nájemného v roce 2012. Oproti 1.SZ tak regulované ceny působí v letošním roce mírně proinflačně. V návaznosti na výhled světových cen plynu byl v roce 2013 poněkud snížen růst cen zemního plynu pro domácnosti, a regulované ceny jsou tak v uvedeném roce lehce nižší.

Meziroční inflace byla ovlivněna **primárními dopady změn nepřímých daní**. Dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku byl po zpracování změn ve spotřebním koši kvantifikován na cca 1,13 p.b., přičemž byl mírně vyšší než odhad z 1.SZ (1,06 p.b.). V lednu 2012 rovněž došlo k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s očekávaným dopadem do inflace lehce nad 0,1 p.b., které se do cen cigaret nicméně promítne se zpožděním. Od roku 2013 předpokládá prognóza z 1.SZ sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude činit cca -0,2 procentního bodu.

Box: Revize spotřebního koše v lednu 2012

V lednu 2012 došlo k pravidelné revizi spotřebního koše ČSÚ, zahrnující obměnu vah a některých reprezentantů. Váhové schéma vychází ze struktury spotřeby v roce 2010. V rámci spotřebního koše se mírně zvyšuje váha regulovaných cen, přičemž nově je z jejich definice vyjmuta deregulované nájemné a nově jsou naopak zařazeny marginální položky z oblasti závodního a školního stravování. V rámci čisté inflace se snižuje váha především potravin. U mírně nižší váhy korigované inflace bez PH převážil pokles váhy zboží nad růstem váhy služeb. Vzhledem k nárůstu váhy složek s tradičně vyšší inflací (regulované ceny, ceny služeb) znamená změna spotřebního koše posun lehce proinflačním směrem – v datech za leden a únor 2012 měla změna koše na odchylce od prognózy podíl zhruba ve výši jedné desetiny procentního bodu.

Váhy hlavních skupin ve spotřebním koši ČSÚ (v %)

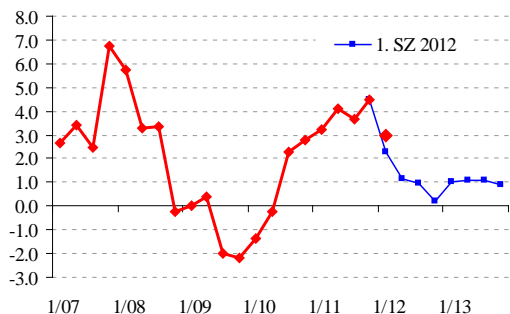
	Starý koš	Nový koš	Rozdíl
Celkem	100.0	100.0	0.0
Regulované ceny	17.1	18.7	1.6
Čistá inflace	82.9	81.3	-1.6
<i>z toho:</i>			
Potraviny	25.6	24.6	-1.0
Pohonné hmoty	3.7	3.4	-0.3
Korigovaná bez PH	53.5	53.3	-0.2
<i>z toho:</i>			
Neobchodovatelné ostatní	31.5	32.0	0.4
Obchodovatelné ostatní bez PH	22.0	21.4	-0.6

Meziroční růst **cen pohonných hmot** byl v únoru oproti očekávání mírně vyšší, a to v důsledku vyššího růstu světových cen ropy. Ten byl jen z části kompenzován mírnějším než předpokládaným meziročním oslabením kurzu CZK/USD. Vzhledem k vyššímu výhledu růstu cen ropy na světových trzích, který není zcela kompenzován silnějším kurzem CZK/USD, jsou rizika prognózy cen pohonných hmot hodnocena jako mírně proinflační.

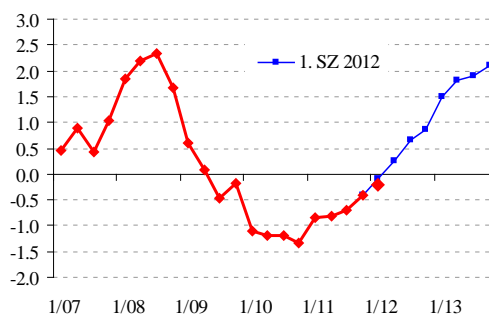
Ceny potravin se v lednu i v únoru nacházely nad aktuální prognózou a přispěly nejvýznamněji k rozdílu mezi očekávanou a pozorovanou celkovou inflací. Prognóza z 1.SZ předpokládala, že prodejci budou vliv zvýšení DPH částečně kompenzovat ve svých maržích, jako tomu bylo v obdobných případech v minulosti, přičemž tento předpoklad byl podpořen rovněž aktuálně slabou spotřebitelskou poptávkou. Údaje za leden a únor však ukazují, že prodejci pravděpodobně promítli vliv zvýšení DPH do spotřebitelských cen plně. Současně nadále platí teze o částečném předčasném průsaku změn DPH do cen potravin ve 4.Q 2011, když po očištění o daňové vlivy se inflace cen potravin v ČR v lednu 2012 vrátila – po předchozím dočasném nárůstu – na nižší hodnoty podobné okolním zemím. Ceny potravin byly v únoru též ovlivněny jednorázovým zvýšením cen vajec v důsledku zavedení veterinárních opatření v EU. Očekáváme že tento vliv bude patrný i na vyšších březnových datech, přičemž posléze lze předpokládat částečnou kompenzaci tohoto cenového pohybu. Rovněž vzhledem k pokračujícímu meziročnímu poklesu maloobchodních tržeb za prodej potravin lze v následujících měsících očekávat částečnou korekci vysokého růstu cen potravin

z počátku letošního roku. Ceny zemědělských výrobců byly v únoru mírně pod prognózou, avšak rizika jejich výhledu jsou naopak mírně proinflační. Rizika meziročního růstu cen potravin jsou tak v nejbližších měsících celkově hodnocena jako mírně proinflační.

Ceny potravin (mzr. v %)

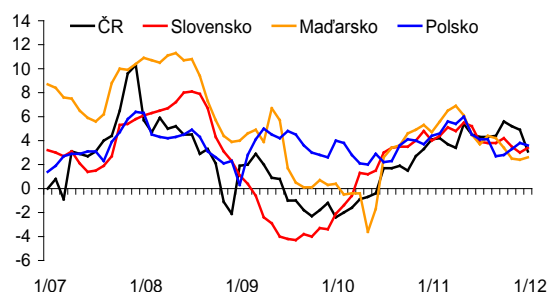


Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)

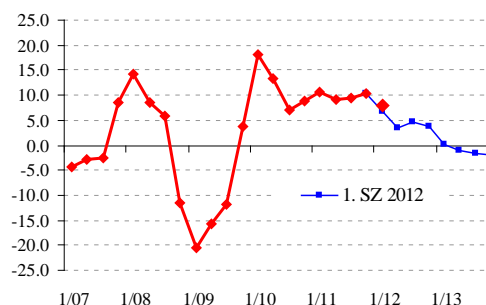


Vývoj tržních částí inflace je očištěn o primární dopady změn nepřímých daní. Poslední skutečné údaje jsou jen předběžné – jsou získány z průměru dvou známých skutečných měsíčních údajů příslušného čtvrtletí a z předpokládané hodnoty na třetí měsíc čtvrtletí založené na meziměsíční predikci z poslední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

HICP potravin v ČR a v okolních zemích (mzr. v %, bez daní)

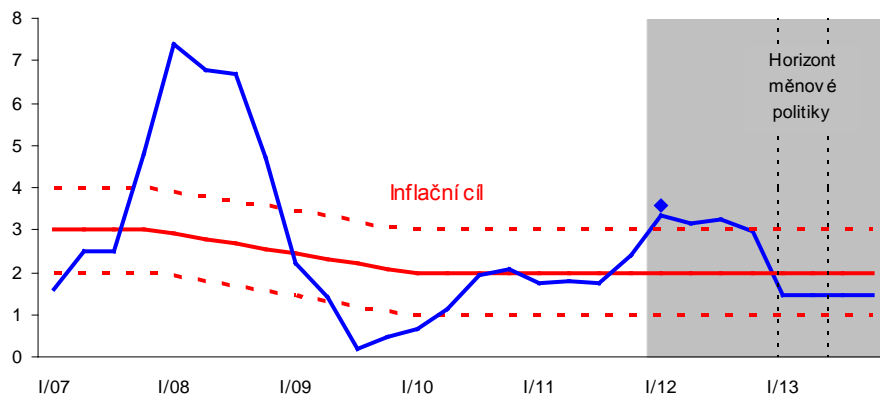


Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



Korigovaná inflace bez pohonných hmot se v únoru nacházela nepatrně pod aktuální prognózou. Růst cen neobchodovatelných ostatních položek zrychlil na 0,9 %. Cenový pokles obchodovatelných ostatních položek bez PH se znatelně zmínil na -1,8 %. Výhled korigované inflace bez PH je ovlivněn aktuálně silnějším kurzem koruny. Rizika predikce korigované inflace bez PH jsou tak v nejbližších měsících hodnocena jako mírně protiinflační (viz kurzový bod v GRIPu).

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)

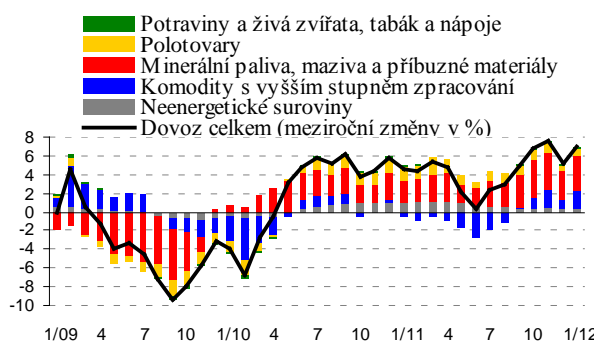


4.2 Ostatní cenové okruhy

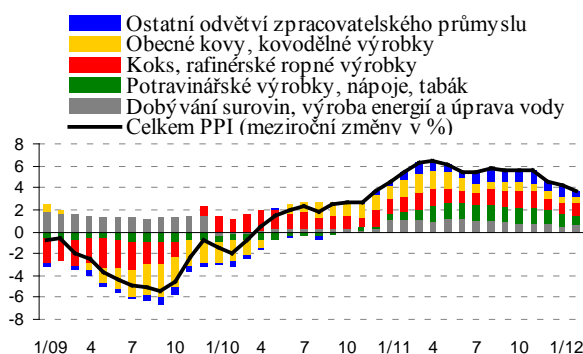
Dovozní ceny v lednu 2012 meziročně vzrostly o 7,0 %, což bylo nepatrně výše ve srovnání s aktuální prognózou. Celkový index byl nejvýznamněji ovlivněn příspěvkem cen minerálních paliv (3,6 p.b.), jejichž meziroční dynamika v lednu zrychlila na 28,2 %. Vyšší meziroční růst oproti predikci měly i dovozní ceny potravin, jejich příspěvek k celkovému růstu však kvůli nízké váze činí pouze 0,3 p.b.. Z dalších skupin vykázaly významný příspěvek k růstu, vzhledem ke své vysoké váze, ceny dovážených strojů a dopravních prostředků (1,1 p.b.) při meziročním růstu o 3,0 %. Obdobně i ceny tržních výrobků při růstu o 3,3 % vykázaly poměrně vysoký příspěvek (0,7 p.b.). Zahraniční výrobní ceny rostly v uplynulých měsících oproti predikci nepatrně rychleji, předpoklad o vývoji kurzu koruny k euru i k dolaru se v lednu zhruba naplnil, v únoru ovšem koruna oproti očekávání posílila.

Ceny průmyslových výrobců vzrostly v únoru nepatrně méně (3,6 %), než předpokládala lednová prognóza. K meziroční dynamice cen v průmyslu nadále nejvíce přispíval cenový růst v odvětví koks a rafinovaných ropných produktů (o 19,6 % s příspěvkem 1,3 p.b.), který odrážel trvajícím vysoký meziroční růst světových cen komodit. I když meziroční dynamika růstu ve skupině potravin mírně klesla (v únoru na 5,5 %), příspěvek této skupiny zůstal nadále vysoký (0,9 p.b.). Růst cen mírně zpomalil i v odvětví obecných kovů a kovárenských výrobků na 3,3 % a v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu. K meziročnímu poklesu cen (o 1,1 %) došlo pouze u elektrických zařízení.

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

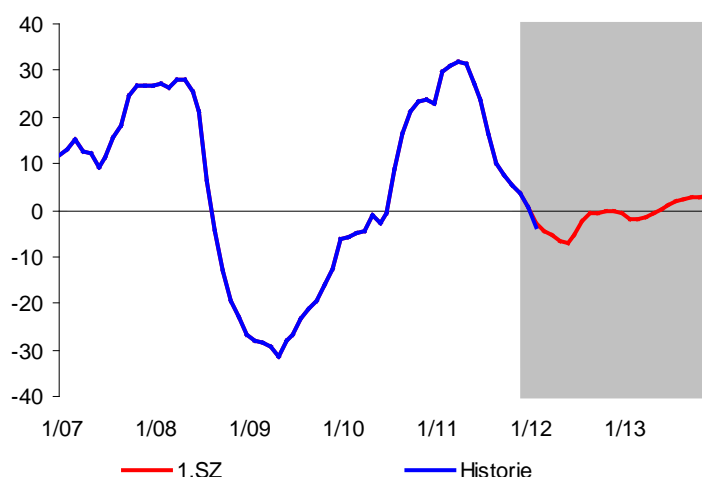


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Ceny zemědělských výrobců v únoru 2012 přešly v **meziroční pokles, a to o 3,6 %** (v lednu ještě rostly o 0,7 %). V únoru se dále zvýraznil pokles cen v rostlinné výrobě na 12,7 %. Ceny obilovin přitom prohloubily svůj meziroční pokles na 9,8 %, olejnin na 9,1 %. Stejně jako v lednu i v únoru výrazně klesaly ceny zeleniny (o 52 %) a brambor (o 55 %). V živočišné výrobě se v únoru meziroční růst cen oproti lednu snížil o 1 p.b. na 9,1 %. Na tomto růstu se podílely všechny hlavní skupiny živočišných produktů. Výrazně však vzrostly ceny vajec (o 52 %). Vývoj cen zemědělských výrobců v lednu a únoru 2012 naplnil předpoklad z 1.SZ o únorovém překmitu meziročního růstu cen zemědělských výrobců do záporných hodnot, přičemž skutečný pokles cen byl oproti prognóze o něco výraznější. Riziko prognózy CZV pro zbytek letošního roku je však mírně proinflační z důvodu aktuálně vyšších cen zemědělských komodit na zahraničních burzách.

Ceny zemědělských výrobců (mzr. v %)



5 Peníze a úvěry

Zrychlování meziročního růstu peněžního agregátu M2 a M3, které začalo v polovině loňského roku, pokračovalo i v lednu 2012. Tempo růstu stavu podnikových úvěrů stagnovalo a dynamika úvěrů domácnostem na bydlení jen nepatrně zpomalila při přetrvávajícím poklesu spotřebitelských úvěrů. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům se většinou snižovaly, zatímco sazby z úvěrů domácnostem na bydlení stagnovaly a ze spotřebitelských úvěrů rostly. Rizikové prémie u podnikových úvěrů převážně klesaly. Podíl nesplácených úvěrů se výrazněji neměnil.

1. Peníze

Dynamika růstu peněz na počátku letošního roku dále zrychlila. Meziroční růst **peněžního agregátu M2** se v lednu 2012 oproti předchozímu měsíci zvýšil o 0,7 p.b. na 6 %. Prognóza předpokládá, že růst M2 v prvním čtvrtletí krátkodobě zrychlí na 7,6 %, následně dojde ke korekci a k jeho pozvolnému zpomalování.¹⁸ Obdobně se v lednu vyvíjela i roční míra růstu peněžního agregátu M3, která dosáhla 3,5 %.¹⁹ I přes uvedený meziroční vývoj byl měsíční tok peněžního agregátu M2 v lednu záporný. Z hlediska faktorů nabídky peněz vývoj odrážel pokračující zmírňování poklesu čistých zahraničních aktiv při stále zvýšeném financování vlády a mírně nižším růstu úvěrů soukromému sektoru.

Ke zrychlujícímu růstu M2 nadále přispívaly **transakční peníze**. Dynamika peněžního agregátu M1 se v lednu zvýšila o 1 p.b. na 7,8 % zejména v důsledku rychlejšího růstu jednodenních vkladů a nepatrně i oběživa.²⁰ Poptávka po dlouhodobých termínovaných vkladech se naopak lehce snížila.

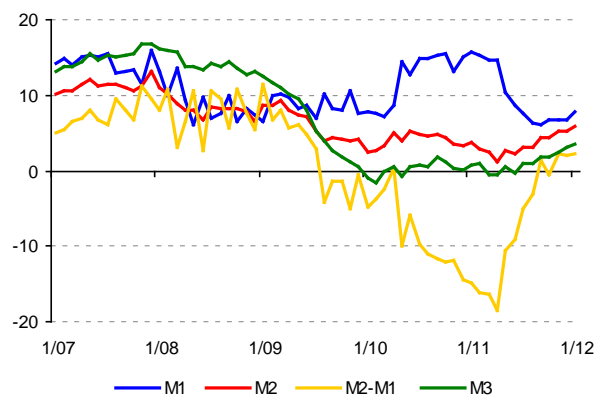
¹⁸ V roce 2012 se bude tempo růstu M2 pohybovat v průměru na úrovni 6,1 % a v roce 2013 by mělo dosáhnout 5,2 %. Peněžní agregát M1 vzroste v roce 2012 o 8,5 % a v roce 2013 o 9 %.

¹⁹ V eurozóně se roční míra růstu peněžního agregátu M3 v lednu 2012 oproti předchozímu měsíci zvýšila o 1 p.b. na 2,5 %.

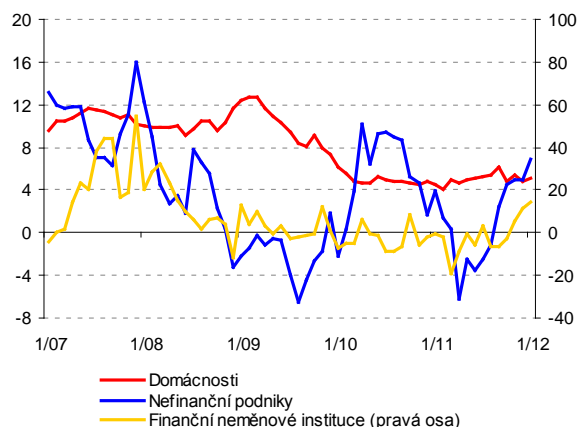
²⁰ Meziroční pokles ostatních krátkodobých termínovaných vkladů se dále zmírnil, což bylo od loňského roku podporováno zvýšením úrokové sazby z vkladů domácností s dohodnutou splatností do dvou let. Tyto vklady od poloviny loňského roku rovněž rostly u finančních neměnových institucí při zmírňování jejich poklesu u podniků.

V rámci **sektorové struktury vkladů** zahrnutých v M2 se meziroční tempo růstu vkladů domácností nadále pohybuje okolo 5 %. Naopak růst vkladů nefinančních podniků a finančních neměnových institucí zrychlil na 7 %, resp. 14,4 % a přispíval k vyšší dynamice širokých peněžních agregátů. Meziroční růst podnikových vkladů byl zaznamenán u většiny významných odvětví. Vklady zpracovatelského průmyslu po propadu, který kulminoval v polovině loňského roku, překmitly do růstu a významně přispívaly k lednovému urychlení dynamiky celkových podnikových vkladů.

Peněžní agregáty
(mzr. v %)



Struktura vkladů peněžního agregátu M2
(mzr. v %)

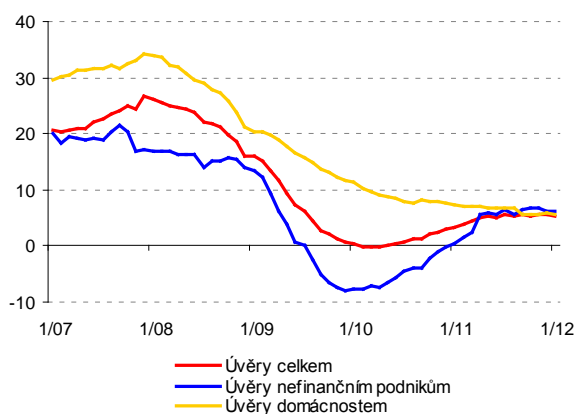


2. Úvěry

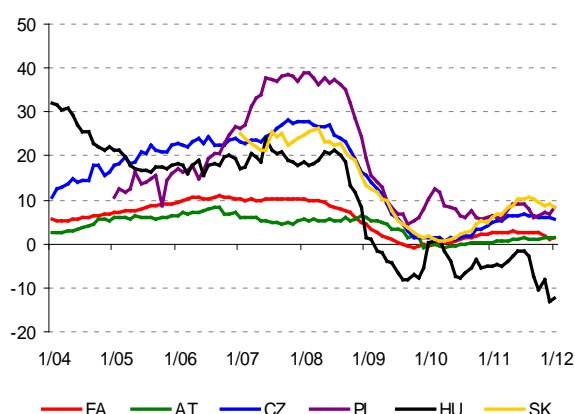
Meziroční růst **úvěrů soukromému sektoru** v lednu 2012 dále nepatrně zpomalil na 5,4 %. Podle aktuálních údajů ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku pokračovalo snižování poměru toků úvěrů k HDP v důsledku nižšího toku podnikových úvěrů, přičemž poměr stavu úvěrů k HDP naopak dále vzrostl na cca 54 % (oproti průměru za eurozónu je však tento poměr stále výrazně nižší). V eurozóně přetrvává umírněný růst úvěrů na úrovni 1,1 % ovlivněný vedle nižší poptávky i problémy bank některých zemí eurozóny.²¹

²¹ Umírněný růst úvěrů je v eurozóně ovlivňován zejména problémy bank některých zemí eurozóny (viz *Monthly Bulletin ECB, February 2012*). Banky v rámci šetření „*Bank Lending Survey*“ ze čtvrtého čtvrtletí 2011 vykazují oproti předchozímu období značné čistě zpřísnění úvěrových standardů, a to nad rámec očekávání před třemi měsíci. Zpřísnění bylo zaznamenáno u podnikových úvěrů i u úvěrů na bydlení zejména v důsledku vnímání zvýšeného rizika ekonomického výhledu ze strany bank, napětí na straně zdrojů a kapitálových pozic bank. V eurozóně rovněž klesala poptávka po úvěrech. V prvních třech měsících roku 2012 se očekává další zpřísnění úvěrových standardů a snížení poptávky podniků a domácností po úvěrech. Odpovědi na tzv. ad hoc otázky ukázaly, že prohloubení dluhové krize spojené s napětím na finančních trzích se projevilo ve zhoršení podmínek bank při získávání zdrojů. Pokud jde o možné dopady nových kapitálových požadavků zahrnutých v rámci Basel III, část bank naznačuje svou tendenci ke snížení výše rizikově vážených aktiv, zvýšení svých kapitálových pozic a zpřísnění úvěrových standardů zejména u velkých podnikových úvěrů a u úvěrů na bydlení, přičemž uvedený vývoj je očekáván i v první polovině roku 2012.

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



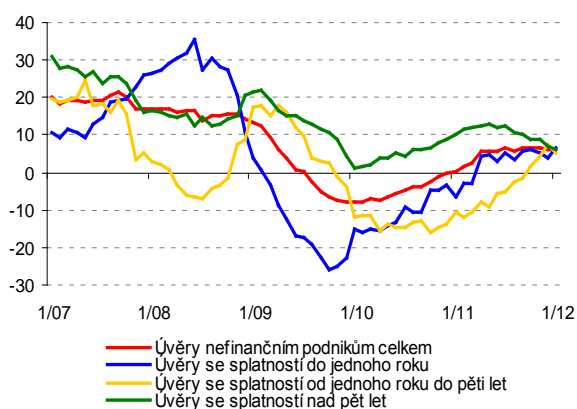
Úvěry v mezinárodním srovnání (mzr. v %, stavy)



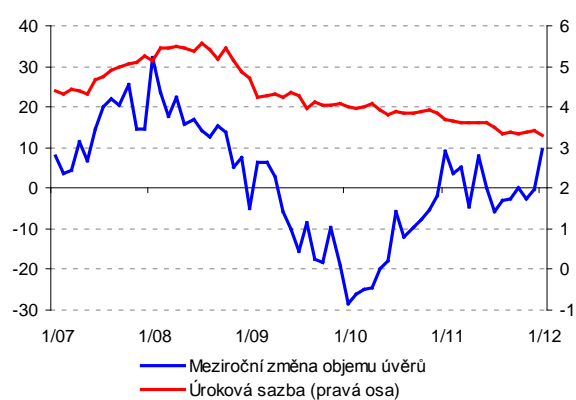
Dynamika růstu **úvěrů nefinančním podnikům** po snížení v závěru loňského roku v lednu 2012 stagnovala na úrovni 6,1 %. V tom se odráželo zpomalování růstu střednědobých a dlouhodobých úvěrů pravděpodobně v důsledku nižší očekávané investiční aktivity podniků při vyšší dynamice krátkodobých úvěrů určených k financování provozních potřeb (zejména domácích) podniků. Na růstu úvěrů se podílely úvěry zpracovatelskému průmyslu a energetice, kladný příspěvek úvěrů ostatním odvětvím se snížil či stagnoval při záporném příspěvku úvěrů poskytnutých do odvětví obchodu. Nové podnikové úvěry se meziročně zvýšily v důsledku růstu úvěrů s objemem nad 7,5 mil. Kč. V uvedeném vývoji se však projevoval i vliv nízké výchozí základny (meziměsíčně objem nových úvěrů poklesl). Meziroční dynamika úvěrů s objemem do 7,5 mil. Kč, kontokorentních a revolvingových úvěrů se naopak snížila.

Ve vývoji podnikových úvěrů se odrážela zejména současná i očekávaná stagnace **ekonomické aktivity**, i když indikátor podnikatelské důvěry se v lednu a únoru 2012 zlepšil. Banky nadále disponují dostatkem **primárních zdrojů**, poměr jejich klientských vkladů k úvěrům se v lednu zvýšil na cca 129 % vlivem vyššího růstu vkladů oproti úvěrům (poblíž této úrovně se poměr pohybuje v posledních třech letech). Riziko negativního dopadu nových kapitálových požadavků na částečné omezení nabídky úvěrů u některých bank (zejména u malých bank a poboček) však v následujícím období přetrvává.

Úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, stavy)



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

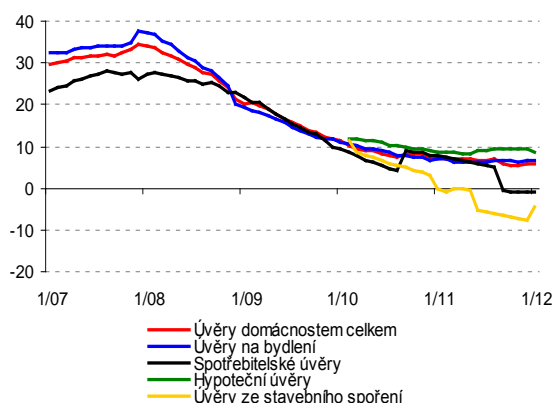


Poznámka: Údaje jsou včetně kontokorentních úvěrů.

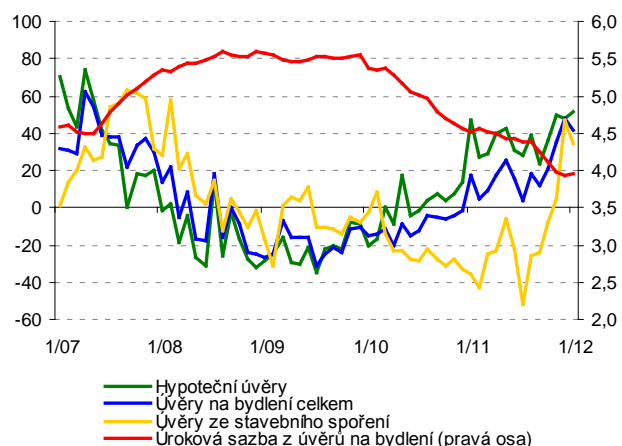
Meziroční růst **úvěrů domácnostem** po výraznějším zrychlení v závěru loňského roku v lednu 2012 nepatrně zpomalil na 5,7 %. Poklesla dynamika stavu **úvěrů na bydlení** o 0,2 p.b. na 6,5 %. Obdobný vývoj byl zaznamenán i u nových úvěrů na bydlení v důsledku nižší meziroční dynamiky úvěrů ze stavebního spoření²² při vyšším růstu nových hypoték. Domácnosti nadále upřednostňovaly úvěry s fixní sazbou od jednoho roku do pěti let (51 %) oproti fixaci krátkodobé sazby do jednoho roku (27 %). Dle Hypoindexu se meziroční růst objemu a počtu nových hypoték v únoru 2012 snížil, i když byl nadále poměrně významný. Na trh s úvěry na bydlení pozitivně působí nízká hladina úrokových sazeb při přetrvávajícím, i když zmírněném, poklesu cen nemovitostí a výhodných možnostech refinancování starých hypoték. Dle Hypoindexu se navíc zvyšuje nákup nemovitostí za účelem investování.

Spotřebitelské úvěry poskytnuté bankovními i nebankovními institucemi přetrvávaly v poklesu. Spotřebitelské úvěry od bank se meziročně snížily o 1 % a úvěry od nebankovních institucí (tj. leasingových a splátkových společností) o 0,2 %. Naopak nové spotřebitelské úvěry v lednu dále meziročně rostly, a to o 19,6 %, což při téměř nulových měsíčních tocích těchto úvěrů může naznačovat, že domácnosti část nových úvěrů využívaly na splácení stávajících dluhů.

Úvěry domácnostem (mzr. v %, stavy)



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



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

Poměr **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech se na počátku letošního roku výrazněji neměnil (u úvěrů nefinančním podnikům dosáhl 8,1 %, u úvěrů domácnostem na bydlení 3,3 % a u spotřebitelských úvěrů 11,5 %).

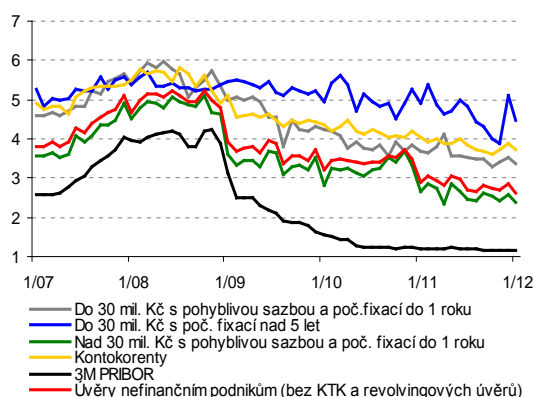
²² Ve druhém pololetí loňského roku domácnosti zvýšily čerpání úvěrů na bydlení i od stavebních spořitelén. Stavební spořitelny se tak po propadu jejich úvěrů zaznamenaném v roce 2010 (v důsledku poklesu úrokových sazeb z hypotečních úvěrů a snížení státního příspěvku ze stavebního spoření) v posledních měsících zvýšily tempo růstu úvěrů pravděpodobně s cílem udržet si svůj podíl na trhu s bydlením. Svědčí o tom i snížení jejich úrokových sazeb v loňském roce.

3. Klientské úrokové sazby

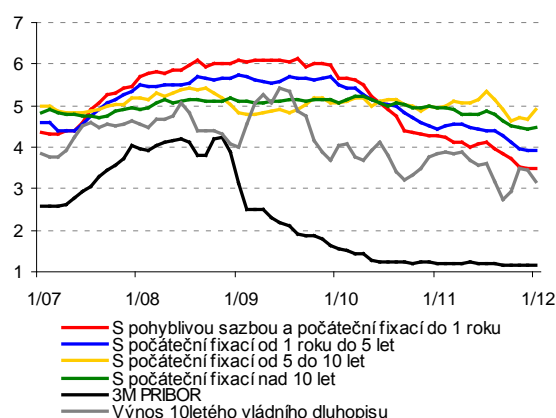
Klientské úrokové sazby se v lednu 2012 vyvíjely diferencovaně. U podnikových úvěrů většinou klesaly, zatímco u úvěrů domácnostem stagnovaly či rostly. I přesto sazby zůstávají blízko dlouhodobých minim.²³ Krátkodobá sazba peněžního trhu 3M PRIBOR přetrvávala na úrovni 1,2 % a výnos desetiletého vládního dluhopisu se snížil o 27 b.b. na 3,2 %. Klientské úrokové sazby z nových vkladů se neměnily s výjimkou sazby z dlouhodobých vkladů s dohodnutou splatností, která se snížila.²⁴

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům po mírném zvýšení v minulém měsíci opět poklesla o 24 b.b. na 2,6 %. Sazba s fixací do jednoho roku, která je typická pro velkou část podnikových úvěrů, se snížila u malých i velkých úvěrů (i když u nejmenších úvěrů s objemem do 7,5 mil. Kč stagnovala). To bylo zaznamenáno převážně u provozních úvěrů se splatností do jednoho roku (zatímco sazba z úvěrů s delší splatností se v posledních měsících zvýšila). Ve vývoji úrokových sazeb z podnikových úvěrů se odráží stagnace sazeb peněžního trhu a snižování klientských rizikových premií u některých typů úvěrů. Úroková sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů rovněž poklesla.

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



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



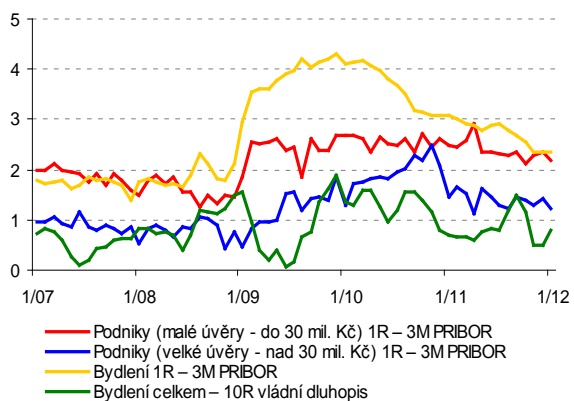
U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** po předchozích poklesech přetrvávala v lednu 2012 na úrovni 4 % v důsledku výrazněji se neměnicí sazby jak z hypotečních úvěrů, tak úvěrů ze stavebního spoření. To bylo zaznamenáno u většiny fixací sazeb. Dle Hypoindexu uvedený vývoj pokračoval i v únoru 2012, kdy se sazby z hypoték nadále výrazněji neměnily, resp. jen mírně vzrostly (úroková sazba dosáhla v únoru 3,61 % oproti 3,59 % v lednu 2012). Rozpětí mezi sazbou z úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací a 3M PRIBOREM stagnovalo, zatímco rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu vzrostlo vlivem poklesu uvedeného dluhopisového výnosu.

²³ V eurozóně se úrokové sazby z nových úvěrů vyvíjely v lednu 2012 rovněž diferencovaně, když z podnikových úvěrů klesaly, z úvěrů domácnostem na bydlení se výrazněji neměnily a ze spotřebitelských úvěrů vzrostly při zvýšení sazby z vkladů domácností.

²⁴ Průměrná klientská úroková sazba z nových vkladů se od roku 2010 pohybuje okolo 0,9 %. Aktuálně skupina malých bank vykazuje její zvýšení, a to z 1,4 % v září 2011 na 1,7 % v lednu 2012, což se projevilo i ve zrychlení růstu jejich primárních vkladů.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se v lednu zvýšila o 45 b.b. na 14 %. Sazba z kontokorentních úvěrů rovněž nepatrně vzrostla na 15,4 % a sazba z kreditních karet se zvýšila o 48 b.b. na 20,5 %. Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a 3M PRIBOŘem tak vzrostlo a nadále odráželo vysokou rizikovou prémie tohoto segmentu úvěrového trhu.

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



V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

Úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly, sazby s delší splatností se vyvíjely bez jednoznačného trendu. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za 1.Q 2012 je v souladu s prognózou. Kurz koruny postupně posiloval, v průměru za dosavadní průběh 1.Q 2012 je o 1,4 % silnější oproti prognóze.

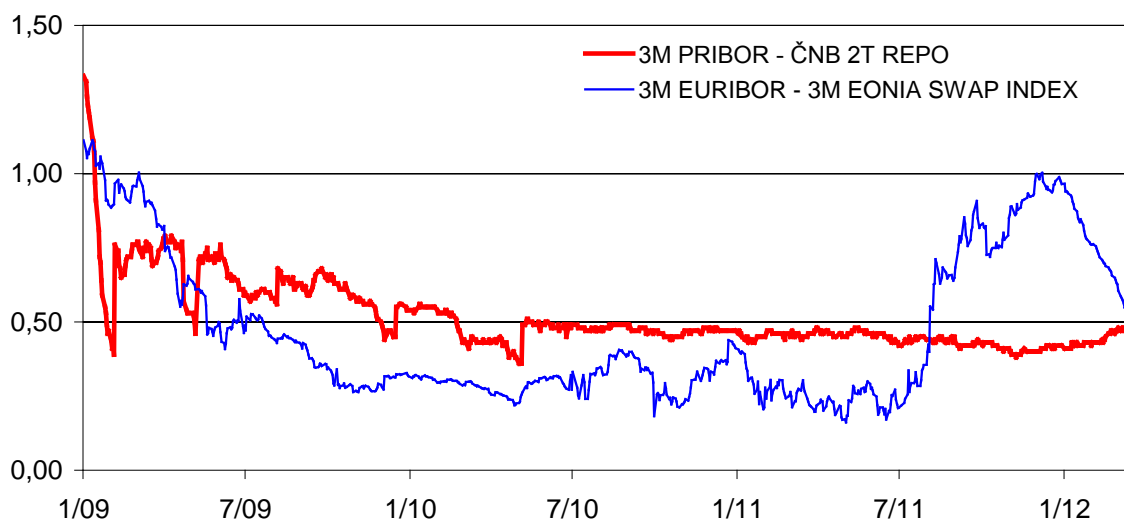
Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	1.Q 2012 – zákl. scénář	1.Q 2012 – skutečnost *	21.3. – skutečnost
3M PRIBOR	1,2	1,2	1,2
Kurz – CZK/EUR	25,5	25,1	24,6

* průměr za čtvrtletí do 21.3.2012

1 Domácí úrokové sazby

Úrokové sazby PRIBOR nadále téměř stagnují ve všech splatnostech. Průměrná výše **sazby 3M PRIBOR** za dosavadní průběh 1.Q 2012 (do 21.3.) činila 1,2 %, tj. byla v souladu s hodnotou pro aktuální čtvrtletí dle 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 se v posledních týdnech lehce zvýšilo, v průměru však dosahuje 0,45 p.b., což je také zhruba v souladu s předpokladem prognózy z 1.SZ.



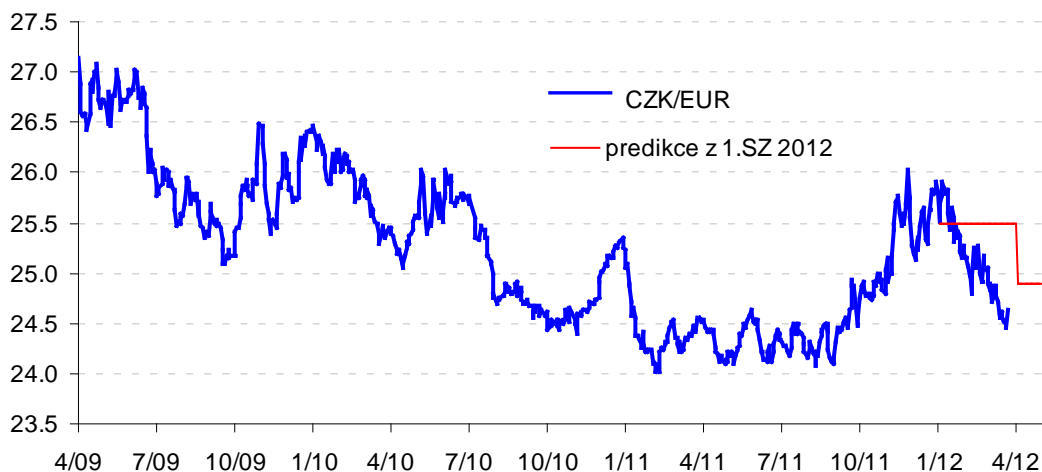
Sazby FRA se mírně zvýšily ve všech splatnostech (o 0,1 až 0,2 p.b.). Tržní výhled 3M sazeb FRA se od 2.Q 2012 pohybuje nad trajektorií konzistentní se stávající prognózou, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí). Na trhu v současnosti převládá očekávání dlouhodobé stability úrokových sazeb ČNB, do které se promítá absence domácích inflačních tlaků, zpomalující růst ekonomiky a snižující se výhled úrokových sazeb v eurozóně na jedné straně a vyšší pozorovaná inflace počátkem letošního roku spolu s komunikací bankovní rady ČNB na straně druhé. **Úrokové sazby s delší splatností** se pohybovaly bez jednoznačného trendu a nadále reagovaly především na vývoj v zahraničí. Celkově se sazby IRS od začátku roku mírně zvýšily v nejkratších splatnostech (do 3R), v delších splatnostech převážně stagnovaly. Výnosy státních dluhopisů naopak mírně klesly, když korigovaly svůj vyšší nárůst oproti sazbám IRS z konce roku 2011. Příznivé situace na trzích využilo Ministerstvo financí, když (vedle korunových dluhopisů) emitovalo i eurobonds za 2 mld. EUR se splatností 10R.

Klientské úrokové sazby v průměru zhruba stagnovaly. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů v lednu činila 6,5 %, sazba z termínovaných vkladů 1,8 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 2,9 %, z pohledu ex ante 4,3 %.

2 Devizový kurz

Od druhé lednové dekády došlo k poměrně rychlému posílení koruny, které do poloviny března dosáhlo cca 5 %. Koruna se tak vrátila k úrovni cca 24,5 CZK/EUR (aktuálně je opět o něco slabší), na níž se pohybovala před eskalací dluhové krize v eurozóně koncem srpna loňského roku. Posílení koruny bylo, podobně jako předcházející oslabování, mírnější než u polského zlatého a maďarského forintu. V dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2012 dosáhl průměrný kurz koruny vůči euru hodnoty cca 25,1 CZK/EUR, což znamená posílení oproti předcházejícímu čtvrtletí o cca 0,7 %. Meziročně však koruna oslabuje, dosavadní oslabení koruny činí cca 2,8 %. Prognóza z 1.SZ předpokládala pro první čtvrtletí 2012 slabší korunu (25,5 CZK/EUR), průměrný kurz koruny v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí je tak zatím oproti prognóze silnější o cca 1,4 %.

Vývoj měnového kurzu CZK/EUR



Kurz koruny v průběhu posledních tří měsíců odrazil zmírnění obav finančních trhů z dopadů evropské dluhové krize. To bylo spojeno především s masivním poskytnutím likvidity evropským bankám ze strany ECB a v menší míře též s opatřeními přijatými k řešení „řecké krize“. V důsledku těchto opatření došlo k obnovení zájmu finančních trhů o rizikovější investice. Obdobným způsobem jako koruna na aktuální vývoj reagovaly i další evropské měny, výjimku představuje švýcarský frank ovlivňovaný zásahy centrální banky a britská libra, která je méně závislá na vývoji v eurozóně. Na informace z české ekonomiky (např. výrazné meziroční zlepšení obchodní bilance v závěru roku 2011) kurz bezprostředně nereagoval.