

V Praze dne 21. září 2012

Č.j.: 2012 / 746 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

**6. 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, Michal Franta

**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.

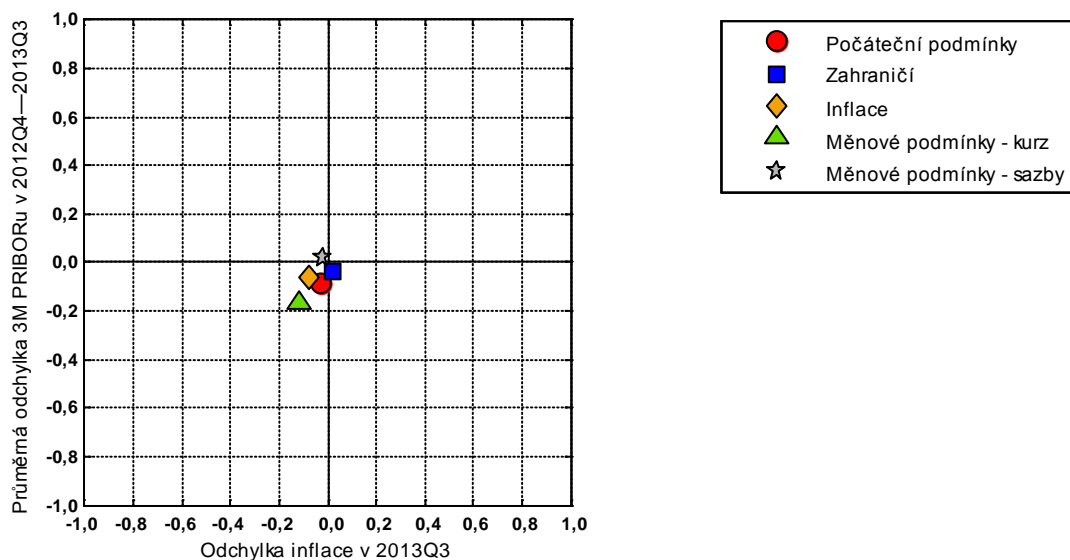
## O B S A H

<b>I. SHRNU TÍ .....</b>	<b>1</b>
1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy.....	1
2 Prognózy ostatních institucí .....	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů .....	6
<b>II. PROGNOZA Z 5.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY .....</b>	<b>7</b>
<b>III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNOZY .....</b>	<b>8</b>
1 Vnější prostředí .....	8
2 Vývoj veřejných rozpočtů .....	13
<b>IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN .....</b>	<b>15</b>
1 Trh práce .....	15
2 Ekonomický růst a jeho složky .....	19
3 Platební bilance .....	22
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy .....	24
5 Peníze a úvěry .....	29
<b>V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNOZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH .....</b>	<b>34</b>
1 Domácí úrokové sazby .....	34
2 Devizový kurz .....	35

**Tabulkové a grafické přílohy**

## I. SHRNOTÍ

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



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu znamenají kumulaci mírně protiinflačních rizik prognózy. To je dáno silnějším kurzem koruny, nižší domácí ekonomickou aktivitou, mzdami i inflací, než předpokládala prognóza. Zahraníčí působí na bilanci rizik téměř neutrálně, když nižší výhled úrokových sazeb v eurozóně je kompenzován přehodnocením výhledu zahraniční poptávky a průmyslových cen.

Nad rámec simulace GRIPu existují další rizika a nejistoty. S ohledem na neschválení balíčku změn daňových zákonů se zvýšila pravděpodobnost nepřijetí návrhu, podle kterého by od ledna 2013 měly mimo jiné vzrůst obě sazby DPH o jeden procentní bod. To by znamenalo podle platné legislativy jejich sjednocení na 17,5% úrovni a představovalo by to tak riziko směrem dolů pro celkovou inflaci, nahoru pro měnověpolitickou inflaci a na úrokové sazby by to mělo mírný zvyšující vliv. Proinflačním směrem rovněž působí aktuálně vyšší ceny komodit včetně jejich vyššího výhledu. Naopak ve směru nižší inflace a sazeb působí aktuálně silnější kurz vůči dosavadnímu průměru za čtvrtletí použitému při simulaci GRIPu. Nadále přetrvává výrazná nejistota ohledně vývoje dluhové krize v eurozóně.

Celková bilance rizik prognózy z 5.SZ tak jde ve směru nižší měnověpolitické inflace i úrokových sazeb. U celkové inflace je toto riziko o něco výraznější z důvodu možného neschválení vyšších sazeb DPH příštím roce.

U **zahraničních veličin** došlo k opětovnému snížení tržního výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR<sup>1</sup> na celém horizontu prognózy o 0,1-0,2 p.b. To odráží jak současnou politiku ECB při řešení dluhové krize, tak i převažující očekávání finančního trhu na ještě jedno snížení úrokových sazeb ECB a posléze jejich stabilitu. Očekávané tempo růstu zahraniční poptávky zůstává pro letošní rok zhruba nezměněno, zatímco pro rok 2013 je přehodnoceno

<sup>1</sup> Aktuální výhled zahraničního vývoje je založen na publikaci Consensus Forecasts (CF09) z 10. září (efektivní HDP, CPI, PPI a kurz USD/EUR) a tržních výhledech (3M EURIBOR, cena ropy Brent) zpracovaných k tomuto datu.

směrem dolů. Zahraniční ceny výrobců jsou taktéž mírně přehodnoceny na téměř celé prognóze směrem dolů, když analytici zřejmě se zpožděním zohledňující výkyvy v cenách ropy, jejichž aktuální úroveň i výhledy jsou oproti prognóze výrazně vyšší. Celkově bod „Zahraničí“ působí v simulaci GRIPu téměř neutrálně, když působení zahraničních úrokových sazeb ve směru nižších domácích sazeb a inflace je kompenzováno především nižším výhledem efektivní zahraniční poptávky, který prostřednictvím zhoršeného budoucího čistého vývozu působí na slabší kurz koruny a tím i na vyšší inflaci a sazby.

**Počáteční podmínky** působí v simulaci GRIPu ve směru slabě nižší inflace i úrokových sazeb. V tomto směru působí zejména nižší než očekávaný růst mezd v podnikatelské sféře a v menší míře i nová data národních účtů v důsledku kombinace nižší spotřeby domácností a vyšších investic.

**Trh práce** nadále zhruba stagnuje. Celková zaměstnanost vykázala ve druhém čtvrtletí 2012 nepatrný růst, což bylo doprovázeno rostoucí pracovní silou, takže obecná míra nezaměstnanosti stagnovala. Míra registrované nezaměstnanosti se aktuálně nepatrně zvyšuje. Sezonně očištěná mzda v podnikatelské sféře ve druhém čtvrtletí dosáhla meziročního růstu 2,5 %, což je méně než predikce (3,2 %). Revidována směrem dolů byla také sezonně očištěná tempa růstu mezd za rok 2011 a počátek roku 2012. Údaje za červenec 2012 nicméně ukazují na vyšší meziroční růst mezd v průmyslu. V nepodnikatelské sféře meziroční růst mezd ve druhém čtvrtletí rovněž zpomalil, ale i tak se nacházel výrazně nad prognózou, která očekávala meziroční stagnaci mezd v tomto segmentu s ohledem na avizované restriktivní kroky vlády. Národohospodářská produktivita práce ve sledovaném období výrazně prohloubila svůj pokles především vlivem poklesu přidané hodnoty. Nominální jednotkové mzdové náklady si tak setrvaly v růstu.

Data **národních účtů** za druhé čtvrtletí 2012 naznačují, že se česká ekonomika nachází v hlubší recesi, než předpokládala prognóza. Oproti očekávanému poklesu HDP o 0,4 p.b. došlo k meziročnímu poklesu o celý procentní bod. Ve struktuře ekonomické aktivity vykázal kladný příspěvek k růstu HDP pouze čistý vývoz, zatímco ostatní složky přispěly záporně. Došlo k výraznějšímu než prognózovanému poklesu spotřeby domácností a oproti predikci byla mírně nižší i spotřeba vlády. Naopak celkové investice neklesly v celém predikovaném rozsahu, když v jejich rámci fixní investice oproti očekávání jejich meziročního poklesu dle zveřejněných dat stagnovaly. Předstihové indikátory na začátku druhé poloviny letošního roku naznačují mírné zrychlení průmyslové produkce při oživení růstu zahraničních zakázek a zmírnění poklesu domácích zakázek. Nadále nepříznivá situace přetrvává ve stavebnictví.

Nad rámec GRIPu existuje **riziko ve fiskální oblasti**, když některá příjmová opatření za účelem konsolidace veřejných rozpočtů nebyla schválena Parlamentem. Pokud by nedošlo k zvýšení obou stávajících sazeb DPH, znamenalo by to podle platné legislativy jejich sjednocení v příštím roce. To by v příštím roce představovalo výpadek DPH ve výši o 19 mld. Kč a meziročně by tak tyto příjmy mírně poklesly. Zřejmě by však tento výpadek příjmů byl řešen jiným způsobem.

Hodnota celkové meziroční **inflace** za srpen letošního roku je oproti prognóze z 5.SZ o 0,1 p.b. nižší. Tento rozdíl je dán především nižším růstem cen potravin i korigovanou inflací bez pohonných hmot, jejíž záporné hodnoty se v rozporu s očekáváním opětovně prohloubily. V opačném směru působily ceny pohonných hmot, které rostly oproti prognóze znatelně rychleji. Zároveň je výhled růstu regulovaných cen na rok 2013 ovlivněn vyšším očekávaným růstem cen plynu v návaznosti na vyšší výhled světových cen. Bod „Inflace“ v GRIPu tak v souhrnu leží ve slabě protiinflační poloze. Pokud jde o rizika nad rámec

simulace v GRIPu, tak rizika krátkodobé prognózy inflace jsou zhruba neutrální. Prognóza pracuje s předpokladem zvýšení obou sazeb DPH o 1 p.b. od ledna 2013 s primárním dopadem do inflace cca 0,7 p.b. Realizace tohoto opatření je však aktuálně obestřena zvýšenou nejistotou a v případě jeho nepřijetí by tak podle stávající legislativy došlo od počátku příštího roku k sjednocení obou sazeb DPH na hodnotě 17,5 %. To by znamenalo protiinflační riziko stávající prognózy pro celkové inflace, avšak z důvodu kladných bezprostředních sekundárních dopadů proinflační riziko pro měnověpolitickou inflaci.

Průměr **úrokové sazby 3M PRIBOR** za dosavadní průběh třetího čtvrtletí 2012 činí přibližně 1,0 %. Tato hodnota se nachází 0,2 p.b. nad prognózou z 5.SZ 2012, v simulaci GRIPu se proto bod „úrokové sazby“ nachází nepatrně v levém horním kvadrantu. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo za dosavadní část druhého čtvrtletí činí 0,5 p.b., což je zhruba v souladu s předpokladem prognózy. Aktuální hodnota tohoto rozpětí se však pohybuje pod 0,4 p.b.

Dosavadní průměr **měnového kurzu** za třetí čtvrtletí činí zhruba 25,1 CZK/EUR, a je tak oproti prognóze (25,5 CZK/EUR) o 1,6 % silnější. Kurzový bod v GRIPu se proto nachází v protiinflační poloze. Aktuální hodnota kurzu ještě zesiluje toto riziko.

## 2 Prognózy ostatních institucí

*Analytici očekávají v letošním roce pokles HDP, k růstu by se ekonomika měla vrátit v příštím roce. Inflační očekávání v ročním horizontu se pohybují mírně nad 2 % vlivem očekávaného dopadu zvýšení obou sazeb DPH v příštím roce, mírně nad inflačním cílem analytici očekávají inflaci i v tříletém horizontu. Většina analytiků předpokládá snížení základních sazeb na zářijovém zasedání bankovní rady. Tržní výhled úrokových sazeb je klesající a po svém výrazném poklesu v posledních týdnech se téměř v celém horizontu pohybuje již jen lehce nad prognózou ČNB.*

Od začátku září ke dni odevzdání 6.SZ byla publikována dvě šetření, na základě kterých je aktuálně možné provést standardní srovnání s prognózou z 5.SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 14.9.) a Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 10.9.). U šetření Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF) využíváme údaje za srpen (uzávěrka 20.8.).

### Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

HDP (%)	rok 2012			rok 2013		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
6/12		-0,5	-0,5		1,3	1,3
7/12	-0,9	-0,6	-0,7	0,8	1,2	1,1
8/12		-0,7	-0,7		1,2	1,1
9/12		-0,9			1,1	

mzdy (%)	rok 2012			rok 2013		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
6/12		2,8	3,0		3,2	3,1
7/12	2,7	2,8	2,9	2,6	2,9	3,0
8/12		2,8	2,9		3,3	2,9
9/12		2,6			3,0	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
6/12		25,2		24,4	25,0
7/12	25,5 (3Q12)	25,5	25,1	24,4	25,1
8/12		25,3		24,5	25,2
9/12		25,1		24,4	24,9

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
6/12		2,5	2,5	2,1	3,1
7/12	2,3 (3Q13)	2,5		2,2	
8/12		2,5		2,2	
9/12		2,5		2,3	

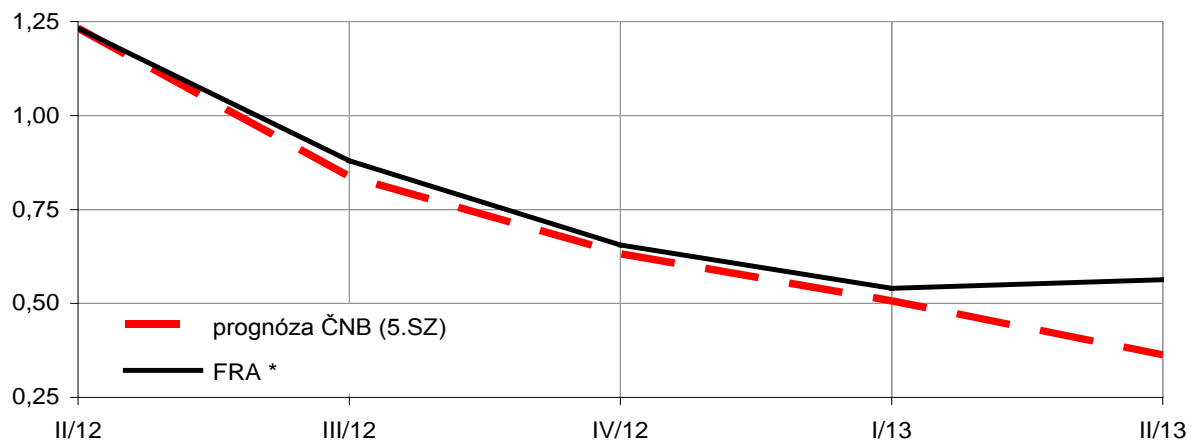
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
6/12		0,5		1,1	1,6
7/12	-0,2 * (3Q13)	0,6	0,2 (3Q13)	1,1	1,6
8/12		0,3		0,8	1,5
9/12		0,3			1,3

\* prognóza implikuje na části horizontu (při uvažovaném rozpětí sazeb na peněžním trhu) hypoteticky zápornou úroveň repo sazby

Analytici předpokládají pokles **HDP** v letošním roce, v příštím roce by ekonomika měla slabě růst. 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 3.Q 2012 do 19.9. činí 25,1 CZK/EUR) o 2,8 %, převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF pak o 0,6 %. **Inflační očekávání** se v ročním i tříletém horizontu pohybují o 0,3 – 0,5 p.b. nad 2% inflačním cílem (v ročním horizontu se v prognózovaných hodnotách odráží analytiky očekávaný dopad zvýšení obou sazeb DPH). Na zářijovém zasedání BR ČNB osm analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládá snížení základních **úrokových sazeb** ČNB o 0,25 p.b., čtyři analytici očekávají jejich stabilitu. V ročním horizontu se jejich odhady repo sazby pohybují v rozmezí 0,05 až 0,75 %.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s trajektorií sazeb konzistentní s prognózou ČNB. **Výhled sazeb FRA** je klesající a v celém horizontu se pohybuje již jen lehce nad trajektorií konzistentní se stávající prognózou. Od projednání 5.SZ se tak tržní výhled výrazně snížil a přiblížil prognóze ČNB.

## Srovnání sazeb FRA s trajektorií sazeb konzistentní s prognózou ČNB (v %)



\* kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 19.9.2012



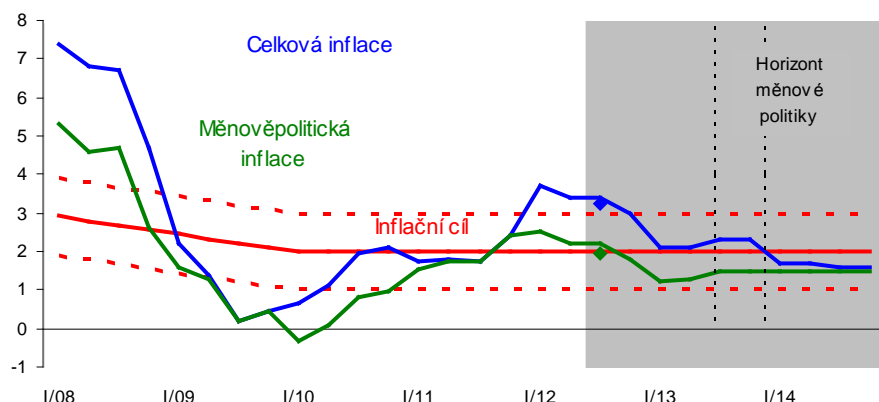
### 3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		predikce 5. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt (s.o.)	II/12	-0,4	-1,0
Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)	II/12	-1,7	-3,3
Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)	II/12	-0,7	-0,9
Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)	II/12	-9,7	-5,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)	II/12	-9,4	0,0
Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)	II/12	-0,1	-1,3
Vývoz zboží a služeb (s.o.)	II/12	9,6	3,9
Dovoz zboží a služeb (s.o.)	II/12	5,8	1,1
Vývoz zboží (přeshraniční statistika)	7/12	6,5 (Q)	10,3
Dovoz zboží (přeshraniční statistika)	7/12	1,6 (Q)	4,2
Obchodní bilance (přeshraniční statistika) (mld. Kč)	7/12	71,0 (Q)	25,8
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	7/12	.	-11,5
Finanční účet platební bilance (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	7/12	.	-8,6
Index spotřebitelských cen	8/12	3,4	3,3
Ceny průmyslových výrobců	8/12	1,3 (Q)	1,9
Ceny zemědělských výrobců	8/12	7,4 (Q)	4,6
Vývozní ceny	7/12	4,9 (Q)	4,7
Dovozní ceny	7/12	5,6 (Q)	5,5
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	8/12	8,4 (Q)	8,6
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	8/12	.	8,3
Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let, metodika ILO (ČSÚ)	II/12	6,9	6,8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	II/12	-0,2	0,2
z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev	II/12	-1,1	-0,6
ostatní	II/12	3,7	4,3
Průměrná nominální mzda	II/12	2,6	2,3
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	II/12	3,2	2,3
Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře	II/12	0,0	2,3
Průměrná nominální mzda v průmyslu	7/12	.	4,5
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	7/12	.	2,8
Peněžní zásoba (M2)	7/12	6,9 (Q)	6,3
Průmyslová produkce (s.o.)	7/12	.	1,6
Stavební produkce (s.o.)	7/12	.	-1,5
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (s.o.)	7/12	.	-0,9

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

## II. PROGNOZA Z 5.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

Na počátku srpna 2012 byla publikována nová střednědobá prognóza na roky 2012 až 2014. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, její prognózu, bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky. V srpnu 2012 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 3,3 %, což bylo o 0,1 p.b. méně oproti prognóze z 5.SZ.



Pozn.: Údaj za 3.čtvrtletí 2012 je průměrem skutečnosti za červenec a srpen a předpokládané hodnoty za září odvozené z meziměsíční predikce.

### Aktuální prognóza a její změny oproti 3.SZ 2012 (mzr. v %)

		II/12	III/12	IV/12	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14
CPI	5.SZ	3,4	3,4	3,0	2,1	2,1	2,3	2,3	1,7	1,7	1,6	1,6
	3.SZ	3,6	3,8	3,5	1,6	1,5	1,4	1,4				
CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	5.SZ	2,2	2,2	1,8	1,2	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
	3.SZ	2,4	2,5	2,2	1,8	1,7	1,7	1,7				
HDP (sezonně očištěno)	5.SZ	-0,4	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	1,5	2,3	2,6	2,5	2,4	2,6
	3.SZ	-0,1	-0,1	0,3	0,9	1,4	2,3	2,8				
Nominální mzdy v podnikatelské sféře	5.SZ	3,2	3,0	2,9	2,9	2,9	3,2	3,4	3,6	3,8	3,9	4,0
	3.SZ	2,8	2,9	3,1	3,4	3,7	4,0	4,2				
Implikované sazby	5.SZ	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7
	3.SZ	1,1	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	1,3				
		2012	2013	2014								
Zaměstnanost	5.SZ	-0,2	-0,2	0,2								
	3.SZ	-0,5	-0,1									
Míra nezaměstnanosti*	5.SZ	8,8	8,9	8,6								
	3.SZ	8,8	8,9									
Deficit BÚ a KÚ na HDP v b.c.	5.SZ	-1,9	-0,8	-0,7								
	3.SZ	-2,0	-1,4									

\* Registrovaná míra nezaměstnanosti celkem (průměr za období)

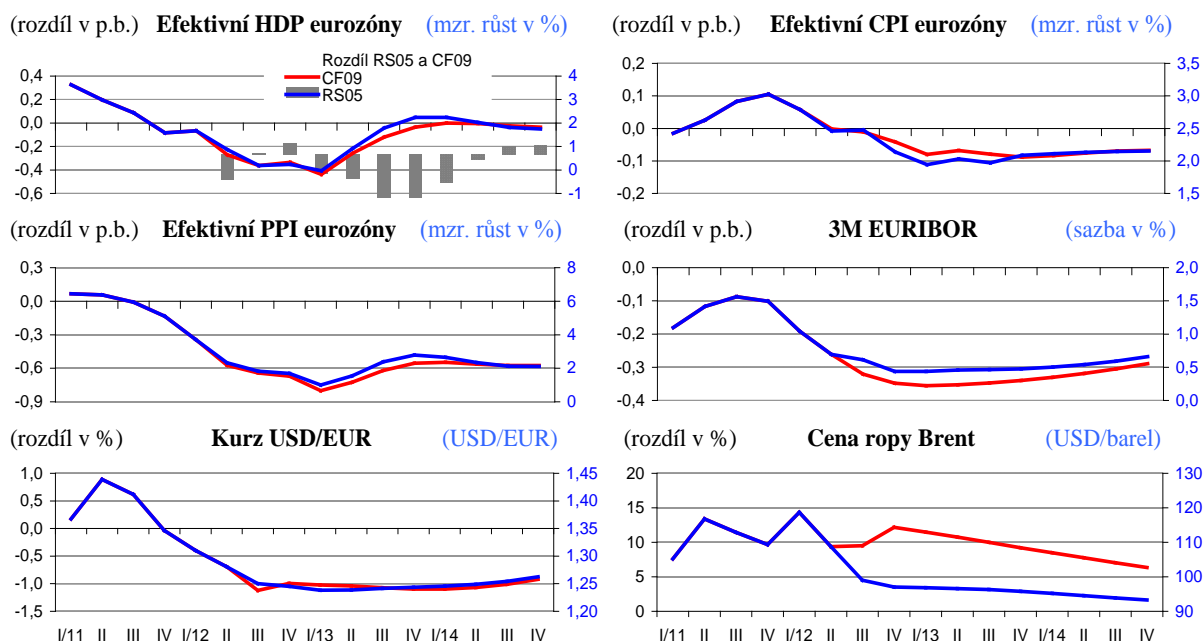
# III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

## 1 Vnější prostředí

Výhled zahraniční poptávky byl pro příští rok mírně snížen. V souladu s tím se očekává oproti referenčnímu scénáři 5.SZ i nižší růst cen výrobců. Naopak mírně vyšší inflace je očekávána u spotřebitelských cen a výrazně vzhůru se posunula předpověď cen ropy. ECB zvýšila svou aktivitu v reakci na dluhovou krizi v eurozóně a trhy navíc očekávají další pokles její refinanční sazby. To se odrazilo v posunu křivky očekávaných úrokových sazeb 3M EURIBOR dále směrem dolů. Očekávání vývoje kurzu eura zůstalo na hodnotě 1,25 USD/EUR. Nic na tom zatím nezměnilo ani aktuálně pozorované oslabení dolaru a ohlášení dalšího uvolnění měnové politiky amerického Fedu.

### 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 10. září 2012 (CF09). Scénář sazeb 3M EURIBOR a ceny ropy Brent a benzínu odráží tržní výhledy ke stejnému datu.



Skutečný **meziroční růst efektivního ukazatele HDP** eurozóny byl ve 2.čtvrtletí 2012 mírně horší, než činil předpoklad prognózy z 5.SZ (RS05). Přesto se pro zbývající čtvrtletí letošního roku předpověď na základě CF09 prakticky nemění. K přehodnocení však došlo pro rok 2013, kdy by měl být efektivní růst nižší v průměru o cca 0,3 p.b. Přesto by po dosažení minima v 1.čtvrtletí 2013 mělo následně dojít ke zrychlování meziročního tempa růstu HDP směrem ke 2% hodnotě, na které by se růst měl udržet i po celý rok 2014.

Mírně nižší trajektorie oproti RS05 je aktuálně očekávána i pro **efektivní růst cen průmyslových výrobců** (PPI), a to taktéž zejména v roce 2013. Meziroční růst produkčních cen by tak měl rovněž dosáhnout svého minima v 1.čtvrtletí 2013, a poté ve zbytku roku opět zamířit vzhůru nad 2% hranici, kde by se měl udržet i v roce 2014.

V opačném směru byl naopak mírně přehodnocen vývoj **efektivní inflace spotřebitelských cen (CPI)** v následujících čtyřech čtvrtletích. Může se jednat mimo jiné o důsledek zvyšování nepřímých daní, kterým se některé evropské země<sup>2</sup> snaží snížit fiskální deficity. Pokles inflace směrem ke 2% hranici by tak měl být pozvolnější a růst cen by se měl po celý uvažovaný horizont držet nad touto hodnotou.

Dolů (pro rok 2013 zhruba o 0,2 p.b.) oproti RS05 se vlivem červencového snížení základní úrokové sazby a dalších očekávaných kroků ECB posunul implikovaný výhled **úrokové sazby 3M EURIBOR**, odvozený od aktuálních sazeb na trhu. Většina analytiků, oslovených při průzkumu CF09, očekává ještě jedno snížení základní refinanční sazby ECB v průběhu posledního čtvrtletí letošního roku ze současných 0,75 na 0,50 % a poté stabilitu minimálně do poloviny roku 2013. Tříměsíční mezibankovní sazba by tak měla v eurozóně ještě nepatrně klesat (na 0,22 % na konci letošního roku). Od 1.čtvrtletí 2013 bychom pak měli pozorovat její velmi pozvolný růst.

Naopak prakticky žádnou změnu nezaznamenal výhled **kurzu amerického dolaru vůči euru**. CF09 tak nadále očekává prakticky stagnaci kurzu v příštích dvou letech na hodnotě 1,25 USD/EUR. Aktuální vývoj však přinesl oslabení kurzu dolaru vůči euru, k čemuž přispěly i očekávané a následně oznámené kroky ECB a Fedu.

K nejvýraznějšímu posunu předpovědi došlo u tržního výhledu **dolarové ceny ropy Brent**. Spotová cena ropy se s lepším tržním sentimentem vzrostla od zpracování RS05 o více než 15 USD/b, a nová předpověď tak leží v průměru o 14 % výše. Sklon klesající futures křivky se však zvětšil, a do konce roku 2014 by tak měla cena ropy Brent postupně klesat z aktuálních 115 USD/b k hodnotě cca 102 USD/b.

## 1.2 Eurozóna

Ve druhém čtvrtletí 2012 přešla **ekonomika eurozóny** mezičtvrtletně od stagnace v předchozím čtvrtletí k poklesu o 0,2 %, a to v důsledku sníženého kladného příspěvku čistého vývozu k růstu při nezměněném negativním příspěvku domácí poptávky. Meziroční stagnace z prvního čtvrtletí se přeměnila v 0,5% pokles ve druhém čtvrtletí zejména kvůli snížení stavu zásob. Pro třetí čtvrtletí CF09 očekává prohloubení meziročního i mezičtvrtletního poklesu hospodářské aktivity (na -0,8 % resp. -0,3 %). Tomu nasvědčuje i zesílení meziročního útlumu průmyslové výroby i maloobchodního obratu v červenci (na -2,3 % resp. -1,7 %). Pro celý letošní rok CF09 nadále předpokládá pokles HDP o 0,5 %, ale pro příští rok CF09 snížil očekávaný ekonomický růst z 0,5 % na 0,2 % jako důsledek nižšího růstu fixních investic.

**Inflace se v srpnu v eurozóně** zvýšila o 0,2 procentního bodu na 2,6 %. Hlavní příčinou bylo zvýšení tempa růstu cen energií. Jádrová inflace se snížila o 0,2 p.b. na 1,7 % poté, co již delší dobu stagnovala v intervalu 1,8–1,9 %. Podle CF09 bude inflace postupně oslabovat a na počátku příštího roku se dostane pod 2% hladinu.

**Rada guvernérů ECB** na svém zasedání 6.září ponechala základní sazbu beze změny na úrovni 0,75 %. Podle Rady je srpnový nárůst inflace přechodný, inflační tlaky jsou v důsledku slabého současného i budoucího ekonomického růstu nevýznamné a inflace se bude v průběhu letošního roku snižovat. Zářijová predikce ECB snížila očekávaný růst HDP proti předchozí prognóze pro letošní i příští rok. Předpoklad oslabování inflace nachází podporu v nízkém červencovém růstu peněžního agregátu M3 (3,8 %) a utlumeném vývoji úvěrů.

<sup>2</sup> Např. Francie, Itálie, Irsko, Řecko nebo Portugalsko

Rada guvernérů také rozhodla o **změnách u nákupů státních dluhopisů** předlužených zemí eurozóny. Nový program se jmenuje Přímé měnové transakce (Outright Monetary Transactions – OMT) a nahrazuje předchozí Program pro trh cenných papírů (Securities Market Programme), který již delší dobu ECB nepoužívala. Nákupy bondů v rámci nového, dle komunikace ECB kvantitativně neomezeného a plně sterilizovaného, programu je spojeno s plněním podmínek fondů EFSF nebo ESM. Na dohledu nad plněním těchto podmínek se bude podílet také MMF. Rada guvernérů také dále zmírnila nároky na cenné papíry použitelné jako zástava při přijímání úvěrů poskytovaných v rámci operací Eurosystemu (snížila požadavky na minimální stupeň ratingu a umožnila přijímání cenných papírů denominovaných i v některých jiných měnách než je euro).

12. září<sup>3</sup> **německý ústavní soud rozhodl**, že účast Německa ve stálém záchranném fondu eurozóny ESM není v rozporu s německou ústavou, a otevřel tak cestu k zahájení jeho činnosti (nejčastěji se hovoří o 8. říjnu).

**Tempo růstu německého HDP** se ve druhém čtvrtletí 2012 snížilo mezičtvrtletně i meziročně (z 0,3 % na 0 % resp. z 1,2 % na 1 %) zejména v důsledku nižšího příspěvku čistého vývozu. V tomto poklesu se projeví ekonomické problémy hlavních partnerů Německa – pomalý růst v USA, zpomalení v Číně a pokles ve většině evropských zemí. Pro třetí čtvrtletí CF09 očekává další meziroční zpomalení hospodářského růstu (na 0,7 %). K přechodu k rychlejšímu růstu HDP by mělo dojít až ve druhém pololetí 2013. Tento odhad je podpořen poklesem hodnot téměř všech sledovaných předstihových ukazatelů (podnikatelské i spotřebitelské důvěry). Pouze indexy PMI v průmyslu a ZEW se mírně zvýšily, ale oba zůstávají nadále pod hranicí růstu. V červenci také pokračoval trend snižujícího se meziročního růstu průmyslové výroby i maloobchodního obrátu. Očekávání pro růst HDP za celý letošní rok se v CF09 proti CF07 mírně snížilo z 0,9 % na 0,8 %. Pro příští rok je redukce odhadu výraznější, a to z 1,3 % na 1 %. Poklesly zejména očekávané výdaje na investice.

**Německá inflace** se v srpnu zvýšila z 1,9 % na 2,2 % v důsledku vyššího růstu cen energií. Podle CF09 by se inflace měla v příštích 12 měsících nacházet v intervalu 1,8–1,9 %.

**Mezičtvrtletní i meziroční tempo růstu slovenského HDP** se ve druhém čtvrtletí udrželo na vysoké úrovni – nejvyšší v eurozóně. EECF08 pro celý letošní rok očekává průměrný hospodářský růst na úrovni 2 %, to by však pro druhé pololetí znamenalo razantní pokles meziročního tempa a překmit mezičtvrtletního silného růstu do poklesu. Meziroční růst průmyslové výroby v červenci o 18 % přitom ukazuje na spíše pomalejší útlum hospodářské dynamiky. Některé evropské i slovenské instituce očekávají oproti EECF08 pozvolnější zpomalování ekonomického růstu. Jejich odhady pro růst HDP v letošním roce se pohybují okolo 2,5 % (OECD, MMF, MF SR, EBRD). Pro příští rok EECF08 mírně snížil svou predikci vývoje HDP na 2,1 %.

**Inflace na Slovensku** zůstala v srpnu stabilní na hodnotě 3,8 %. EECF08 očekává pro celý rok 3,5% růst cen, což by implikovalo snižování inflace ve druhé polovině roku. Také dosavadní zpomalování růstu cen průmyslových výrobců (do července 2012) ukazuje na oslabování inflace ve zbytku letošního roku.

---

<sup>3</sup> V tentýž den šéf EK Manuel Barosso představil v Evropském parlamentu vizi Komise pro další postup eurozóny směrem k federálnímu uspořádání. EK také předložila svůj návrh opatření směřujících k bankovní unii. Nejprve by měla ECB převzít dohled nad všemi bankovními ústavy eurozóny, dále by měl vzniknout společný fond pojištění vkladů a následně by byl ustanoven fond pro záchranu ohrožených evropských bank.

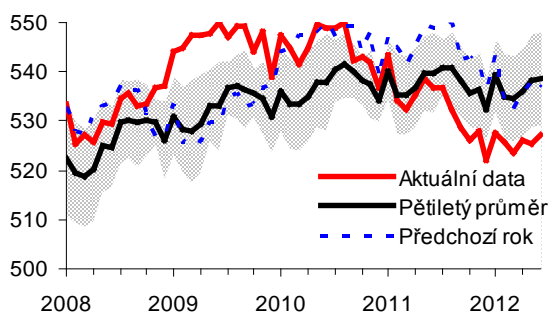
### 1.3 Cena ropy

**Cena ropy Brent** začala na konci června výrazně růst a zvyšující se trend si udržela až do poloviny srpna, kdy dosáhla svého tříměsíčního maxima (117 USD/b). Poté se ustálila v pásmu 112–116 USD/b. Od svého minima v červnu do začátku září vzrostla cena téměř o 30 %, stále se ale drží pod březnovými hodnotami. K růstu cen ropy v průběhu července a srpna přispělo několik faktorů. Především je to nižší těžba ropy v Íránu, vůči němuž EU uplatňuje od 1. července sankce v plném rozsahu. Nabídku snižovalo i dočasné uzavření těžebních kapacit v Mexickém zálivu kvůli hurikánu Isaac a odstávky ropných plošin v Severním moři z důvodu pravidelné letní údržby. Sílicí naděje na další uvolnění měnové politiky velkých centrálních bank zlepšovaly sentiment na finančních i komoditních trzích a zároveň vedly k oslabení dolaru, které rovněž podpořilo růst ceny ropy. Spekulace ohledně spuštění dalšího kola kvantitativního uvolňování v USA dále zesílily ve druhém zářijovém týdnu. Poptávku u termínovaných kontraktů zvyšovali i finanční investoři, kteří využili lepšího sentimentu k otevírání dlouhých pozic na ropu. Jejich počet na burzách IEC a NZMEX vzrostl podle OPEC o 78 % a je srovnatelný s prvním čtvrtletím 2012.

**Globální nabídka ropy** podle IEA vzrostla v červenci meziměsíčně o 0,3 mb/d na 90,7 mb/d, přičemž většina nárůstu byla generována zeměmi mimo OPEC. V zemích OPEC nabídka poklesla, když ani rekordně vysoká těžba v Saudské Arábii nebyla schopna kompenzovat výpadky v Angole a Libyi a omezení produkce v Íránu v důsledku sankcí. V srpnu globální nabídka ropy meziměsíčně jen mírně poklesla o 0,1 mb/d. U dodávek zemí mimo OPEC přispěly k výpadkům stávky, plánované údržby v průběhu léta a nepříznivé počasí. Podle předběžných dat IEA poklesly v červenci a srpnu zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD o 16,5 respektive 23,7 mil. barelů v důsledku kombinace sezonního nárůstu poptávky a omezení dodávek zejména z Íránu. V USA jsou však zásoby surové ropy nadále vysoké, v důsledku čehož se cena ropy WTI stále udržuje výrazně pod cenou ropy Brent.

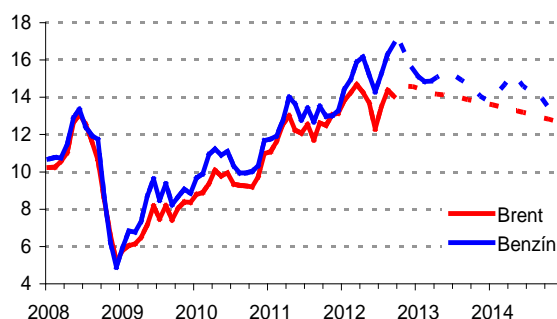
**Výhled cen** na základě termínovaných kontraktů se posunul oproti RS05 výše, ale nadále zůstává na celém horizontu klesající. Cena ropy Brent by měla během příštích dvou let klesat k úrovni 102 USD/b.

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



Pozn.: Šedá 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)**

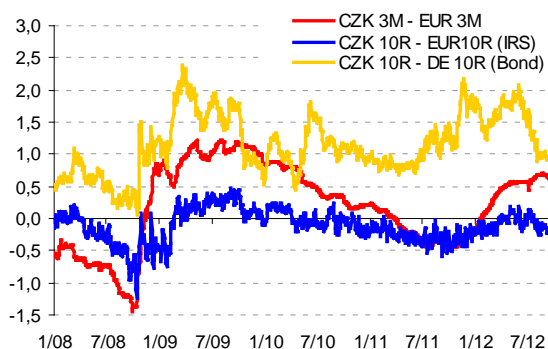


## 1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

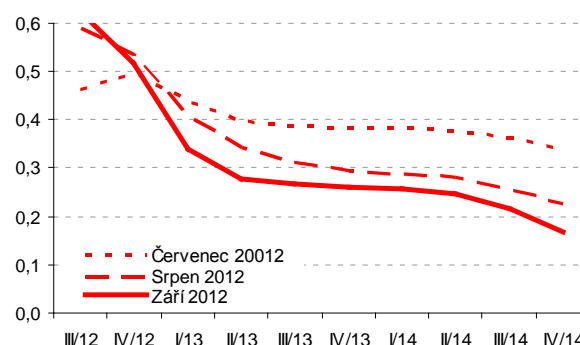
Úroková sazba **3M EURIBOR** po výrazném propadu na začátku července dále mírně klesala a v první zářijové dekádě se pohybuje na úrovni okolo 0,25 %. ECB se totiž dle očekávání na červencovém zasedání rozhodla snížit základní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu na rekordní minimum 0,75 %, přičemž depozitní sazba klesla na nulu. V souladu s tím se i výhled na základě implikovaných sazeb odvozených z tržní výnosové křivky posunul opět mírně dolů po celém horizontu prognózy. Zatímco referenční scénář očekával pokles sazeb na 0,4 % do konce roku 2012, podle zářijového výhledu by měla sazba 3M EURIBOR dosáhnout dna až v prvním čtvrtletí 2013 na hodnotě 0,2 %. Na současnou úroveň se sazby podle tržních očekávání vrátí ve druhé polovině příštího roku a dále velmi pozvolna porostou.

Pokles eurových sazeb ve sledovaném období se odráží i ve vývoji diferenciálu mezi tříměsíčními výnosy v ČR a eurozóně, který po stagnaci v červnu začal opět růst a na začátku září se pohyboval na úrovni 0,6 p.b. Zářijový výhled ale očekává v následujících dvou letech postupný pokles implikovaného rozpětí mezi tříměsíčními výnosy, a to ve větší míře než tomu bylo u červencové a srpnové předpovědi. Hlavním faktorem je přehodnocení výhledu českých sazeb směrem dolů. Naopak výnosové diferenciály s delší splatností klesaly, v případě státních dluhopisů dokonce poměrně výrazně, když výnosy domácích dluhopisů (mj. v důsledku silné zahraniční poptávky) dosáhly historických minim.

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



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



Zatímco ještě v červenci **kurz amerického dolaru vůči euru** posiloval, od srpna se trend obrátil pod vlivem očekávání razantnější reakce ECB na dluhovou krizi. V srpnu intervenoval ústně ve prospěch společné měny prezident ECB Draghi a na začátku září byly zveřejněny detaily programu nákupů dluhopisů zemí, které požádají o mezinárodní pomoc. V polovině září tak euro posílilo na nejsilnější hodnotu za poslední 4 měsíce (nad 1,3 USD/EUR), když německý ústavní soud schválil ratifikaci záchranného mechanismu eurozóny ESM a nevyslovil se proti fiskálnímu paktu. Nové údaje o zaměstnanosti v USA spolu s vyjádřeními představitelů Fedu obnovily spekulace ohledně dalšího kola kvantitativního uvolňování za Atlantikem, což rovněž vedlo k oslabení dolaru.

**Zářijový výhled CF** očekává korekci a oslabení eura do konce roku 2012, přičemž v roce 2013 by se kurz měl pohybovat poblíž 1,25 USD/EUR.

## 2 Vývoj veřejných rozpočtů

Ve fiskální oblasti se zvýšilo riziko predikce na rok 2013. Prognóza fiskálního vývoje na příští rok totiž zohledňuje zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 % i další rozpočtová konsolidační opatření, plánované daňové změny však zatím neprošly v Parlamentu ČR a jsou nyní předmětem politických jednání.

Prognóza z 5.SZ předpokládá nárůst schodku vládního sektoru v letošním roce na 3,3 % HDP, především kvůli nižšímu daňovému inkasu spojenému s utlumenou ekonomickou aktivitou. V roce 2013 dojde k poklesu schodku na 2,4 % HDP, zejména v důsledku výše zmíněných plánovaných konsolidačních opatření, a další snížení schodku na 1,9 % HDP nastane v roce 2014.

		2010	2011	2012	2013	2014
		5. SZ				
<b>Saldo vládního sektoru</b>	v % HDP	-4,8	-3,1	-3,3	-2,4	-1,9
(ESA 95, ČNB)						
<b>Upravené saldo *</b>	v % HDP	-4,6	-2,9	-3,3	-2,1	-1,5
(ESA 95, ČNB)						
<b>Strukturální saldo (metoda ESCB) **</b>	v % HDP	-4,7	-2,8	-2,6	-1,2	-0,8
(ESA 95, ČNB)						
<b>Fiskální pozice (ECSCB) ****</b>	v p.b.	1,6	1,9	0,2	1,4	0,4
<b>Strukturální saldo (metoda EK) ***</b>	v % HDP	-4,4	-2,9	-2,7	-1,5	-1,6
(ESA 95, ČNB)						
<b>Fiskální pozice (EK) ****</b>	v p.b.	1,1	1,5	0,2	1,1	-0,1

\* 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)

Prognóza pro rok 2012 očekává mírný nárůst deficitu vládního sektoru na 3,3 % HDP, a to především v důsledku slabého výběru nepřímých daní ve vazbě na utlumenou domácí poptávku a celkovou ekonomickou aktivitu.<sup>4</sup> Vedle toho prognóza očekává zhruba stagnaci vládních investic, která odráží problémy s čerpáním prostředků z evropských fondů. Působení fiskální politiky bude v letošním roce restriktivní s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,3 procentního bodu.

V roce 2013 by měl vládní deficit poklesnout na 2,4 % HDP v důsledku konsolidačních opatření v rozsahu téměř 1,3 % HDP. Prognóza očekává, že celý balík restriktivních fiskálních opatření zbrzdí ekonomický růst v příštím roce přibližně o 0,8 procentního bodu.<sup>5</sup> Rizikem prognózy je, že některá příjmová opatření, jež prognóza obsahuje, nebyla schválena

<sup>4</sup> Podle aktuálního odhadu MF dosáhne očekávaný propad daňových příjmů včetně pojistného na sociální zabezpečení do konce roku 2012 proti schválenému SR výše cca 35,0 mld. Kč (rozhodující část z toho půjde na vrub nižšího inkasa DPH v rozsahu 21,3 mld. Kč). Tento propad by měl být více než kompenzován na výdajové straně úsporami a vázáním výdajů. Nicméně kvůli očekávaným problémům v čerpání prostředků z EU předpokládá MF nedodržení schodku hospodaření SR v rozsahu cca 10,0 mld. Kč (proti plánovanému schodku SR ve výši 105,0 mld. Kč by se tedy měl prohloubit na 115,0 mld. Kč).

<sup>5</sup> Vliv na ekonomiku by se realizoval jak skrze cenový dopad plynoucí ze zvýšení obou sazeb daně z přidané hodnoty, tak prostřednictvím nižšího nominálního disponibilního důchodu, přičemž oba tyto faktory by snížily reálnou spotřebu domácností. Podle prognózy poklesne v příštím roce i reálná spotřeba vlády, zatímco vládní investice obnoví svůj (poměrně výrazný) růst. Prognóza zároveň předpokládá pro rok 2013 postupně nabíhající výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení v souvislosti se spuštěním penzijní reformy ve výši 12 mld. Kč.



Parlamentem ČR a jsou předmětem politických vyjednávání.<sup>6</sup> Pokud nedojde ke změně zákona o DPH ve smyslu vládního návrhu, dojde podle platné legislativy v roce 2013 ke sjednocení sazeb DPH na 17,5 %. To by oproti stavu v roce 2012 znamenalo mírné meziroční snížení vládních příjmů z titulu výběru DPH o cca 0,5 mld. Kč (vůči prognóze z 5.SZ předpokládající zvýšení sazeb o 1 p.b. by byl výběr DPH v roce 2013 o 19 mld. Kč nižší). Při takovém vývoji ale zřejmě dojde k řešení výpadku vládních příjmů jiným způsobem, a proto není možné v současné době kvantifikovat reálný ekonomický dopad této alternativy.

V **roce 2014** povede pokračující dopad konsolidačních opatření z roku 2013 (především nižší valorizace důchodů a očekávaná stagnace platů ve vládním sektoru) spolu s oživením růstu domácí poptávky a celkové ekonomické aktivity k dalšímu snížení vládního deficitu na 1,9 % HDP<sup>7</sup>. V roce 2014 bude působení fiskální politiky na růst HDP mírně restriktivní ve výši přibližně 0,2 procentního bodu.

**Rizikem fiskální prognózy** směrem k vyššímu schodku v roce 2012 je definitivní schválení zákona o církevních restitucích.<sup>8</sup> Rizikem směrem k nižšímu schodku a restriktivnějšímu působení fiskální politiky v roce 2014 je realizace dodatečných konsolidačních opatření, která byla v dubnu 2012 ohlášena vládou a následně zapracována do letošní aktualizace Konvergenčního programu ČR, ale která ještě nebyla dostatečně podrobně specifikována, aby mohla být zahrnuta do prognózy. Další riziko představuje možné neproplacení dotací z evropských fondů, které by se projevilo v revizi minulého hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95, a pravděpodobně také v budoucím vývoji vládních investic nebo dalších nemandatorních výdajů.

Další aktuální informaci představuje **předložení návrhu státního rozpočtu** na rok 2013 na jednání vlády. Fiskální cíl vlády pro podíl deficitu veřejných rozpočtů na HDP pro rok 2013 je stanoven ve výši 2,9 %, pro rok 2014 ve výši 2,5 % a pro rok 2015 ve výši 1,6 % (v metodice ESA 95).<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Jedná se o soubor opatření obsažených v *Návrhu zákona o změně daňových, pojistných a dalších zákonů v souvislosti se snižováním schodků veřejných rozpočtů*. Jádrem těchto opatření je zvýšení sazeb DPH o 1 p.b., zavedení „solidární“ 7% daně, zrušení slevy u daně z příjmů pro důchodce a dvoustupňové zrušení tzv. „zelené nafty“. Naproti tomu zákon o nižší valorizaci starobních důchodů již byl podepsán prezidentem a nabude účinnosti od příštího roku.

<sup>7</sup> Prognóza předpokládá pro rok 2014 dopad vyvedení části příspěvků na penzijní spoření do druhého pilíře důchodového systému ve výši 15 mld. Kč.

<sup>8</sup> Zákon v souvislosti s vypořádáním majetkových vztahů státu a církví, který vedle naturálních restitucí poskytne církvím finanční kompenzace v hodnotě 59 mld. Kč. Dopad těchto finančních kompenzací bude v prognóze zohledněn po jejich definitivním schválení; ve statistice národních účtů bude zákonné přiznání nároků církví promítnuto jednorázovým navýšením deficitu veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 v rozsahu cca 1,5 % HDP. Pro účely výpočtu strukturálního schodku bude tato kompenzace výjimkována a neovlivní výpočet fiskální pozice (a fiskálního impulsu). Na počátku září byl tento zákon v Senátu zamítnut a vrácen PSP, spolu s návrhem zamítnutých daňových zákonů je předmětem politických vyjednávání.

<sup>9</sup> Z těchto cílů vychází návrh SR na rok 2013, který předpokládá, že celkové příjmy dosáhnou výše 1084,7 mld. Kč, celkové výdaje 1184,7 mld. Kč, a schodek tak bude činit 100,0 mld. Kč (vše v metodice sestavování rozpočtu GFS).

## IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

### 1 Trh práce

Data za druhé čtvrtletí 2012 potvrzují očekávané přetrvávání stagnace na trhu práce. Celková zaměstnanost mírně meziročně vzrostla, což spolu s rostoucí pracovní silou vyústilo v meziroční stagnaci obecné míry nezaměstnanosti. Po sezonním očištění celková zaměstnanost mezičtvrtletně vzrostla a obecná míra nezaměstnanosti vykázala nepatrný nárůst. Míra registrované nezaměstnanosti po sezonním očištění stagnovala. Růst mezd zpomalil ve druhém čtvrtletí 2012 jak v podnikatelské, tak i v nepodnikatelské sféře. Národohospodářská produktivita práce výrazněji prohloubila pokles a mzdová náročnost produktu si zhruba udržela dynamiku z prvního čtvrtletí. Údaje za červenec 2012 ukazují na vyšší meziroční růst mezd v průmyslu oproti druhému čtvrtletí, a červencová a srpnová data na mírný mezičtvrtletní nárůst míry registrované nezaměstnanosti.

#### Srovnání predikce se skutečností

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)	7-8/12	8.4(Q)	8.6
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	7-8/12	.	8.3
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let)	II/12	6.9	6.8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	II/12	-0.2	0.2
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	II/12	-1.1	-0.6
ostatní zaměstnaní	II/12	3.7	4.3
Nominální měsíční mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)	II/12	2.6	2.3
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/12	3.2	2.3
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/12	0.0	2.3
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	7/12	.	4.5
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	7/12	.	2.8
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/12	1.9	3.3
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/12	.	3.3
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/12	.	7.2
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/12	-0.2	-1.9

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 druhého čtvrtletí roku 2012 pokračovala v mírném meziročním růstu. Ten podle údajů ČSÚ dosáhl hodnoty 0,2 %<sup>10</sup>, naproti tomu predikce z 5.SZ již očekávala mírný pokles zaměstnanosti, a to částečně i jako korekci růstu v prvním čtvrtletí. Po sezonním očištění růst celkové zaměstnanosti mezičtvrtletně zrychlil na 0,3 % (oproti -0,1 % v prognóze z 5.SZ). Z hlediska struktury zaměstnanosti přitom došlo k o něco rychlejšímu růstu (meziročně o 4,3 %, tedy 37,8 tis. osob) počtu podnikatelů, než který předpokládala predikce z 5.SZ. Nárůst podnikatelů byl výrazně kompenzován vývojem počtu zaměstnanců<sup>11</sup>, který v meziročním vyjádření poklesl o 0,6 %, což však bylo méně výrazné snížení než v prognóze. Při přepočtení na plně zaměstnané počet zaměstnanců poklesl výrazněji, a to o 1 %. Pokles ekonomické aktivity se tedy projevil jak pokračující změnou struktury zaměstnanosti, tak i poklesem úvazku na zaměstnance.

Z hlediska příspěvků **jednotlivých odvětví** (podle metodiky VŠPS) národního hospodářství k vývoji celkové zaměstnanosti vykázaly ve druhém čtvrtletí 2012 nejvyšší příspěvek netržní služby (0,4 p.b.).<sup>12</sup> Zaměstnanost nepatrně vzrostla také v průmyslu. Ve stavebnictví

<sup>10</sup> V absolutním vyjádření jde o meziroční nárůst o 11,8 tis. osob.

<sup>11</sup> Včetně členů produkčních družstev.

<sup>12</sup> Výrazně odlišný vývoj zaměstnanosti podle jednotlivých odvětví naznačují NÚ. Podle NÚ zaměstnanost vzrostla pouze v tržních službách, zatímco ve všech ostatních odvětvích poklesla. Nesoulad mezi těmito

zaměstnanost opět poklesla, i když výrazně méně než v předchozích čtvrtletích. Mírně poklesla nezaměstnanost jak v zemědělství, tak i v tržních službách, kde tak došlo k mírné korekci předcházejícího růstu (příspěvek -0,1 p.b.).<sup>13</sup>

**Obecná míra nezaměstnanosti** (VŠPS, dle metodiky ILO) ve druhém čtvrtletí poklesla na 6,8 %, a byla tak jen nepatrně nižší oproti predikci z 5.SZ (o 0,1 p.b.). V porovnání se stejným obdobím předchozího roku obecná míra nezaměstnanosti stagnovala. Toto bylo výsledkem růstu zaměstnanosti při souběžném mírném nárůstu pracovní síly, který byl dán především růstem míry participace. Po sezonním očištění byla obecná míra nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2012 o 0,1 p.b. vyšší než ve čtvrtletí předcházejícím.

**Míra registrované nezaměstnanosti celkem** dosáhla ve druhém čtvrtletí 2012 v průměru hodnoty 8,5 %, resp. 8,7 % po sezonním očištění, přičemž v obou případech šlo o hodnoty přibližně o 0,2 p.b. nižší, než tomu bylo ve stejném období roku 2011. Podle aktuálních údajů za červenec a srpen by měla míra registrované nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí dosáhnout 8,6 %, tj. zhruba hodnot, které očekává predikce z 5.SZ. Vývoj Beveridgeovy křivky poukazuje na lehce zhoršující se situaci na trhu práce, když během posledních čtyř měsíců docházelo postupně k nepatrným poklesům počtu volných pracovních míst při mírných nárůstech počtu nezaměstnaných.<sup>14</sup> Z dlouhodobého pohledu jsou však tyto změny téměř zanedbatelné. Hodnota sezonně očištěného podílu nově hlášených uchazečů o zaměstnání na celkové zaměstnanosti je výrazně nižší, než tomu bylo na počátku roku 2009. Výrazněji pod svou dlouhodobou úroveň je rovněž podíl vyřazených z počtu nezaměstnaných.

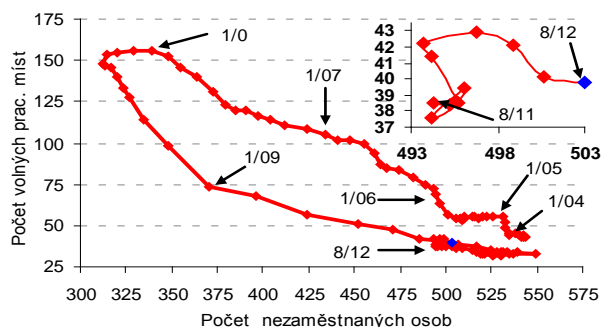
### Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Poznámka: sezonně očištěné údaje

Pramen: MPSV, propočít ČNB

### Beveridgeova křivka



Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících

Pramen: MPSV, propočít ČNB

statistikami může být do jisté míry způsoben vývojem zaměstnanosti cizinců či naznačovat možný směr revize zaměstnanosti dle NÚ (VŠPS se nereviduje).

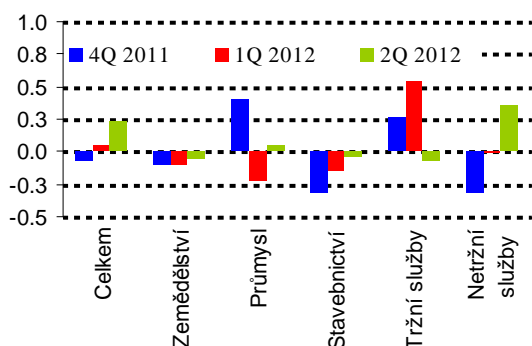
<sup>13</sup> Z hlediska jednotlivých sektorů NACE vzrostla zaměstnanost nejvíce ve vzdělávání, následovaném velkoobchodem a maloobchodem a zpracovatelským průmyslem. Naopak v informačních a komunikačních činnostech a veřejné správě a obraně zaměstnanost poklesla.

<sup>14</sup> Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1.1.2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst. V souvislosti s touto změnou začalo MPSV současně publikovat kromě volných pracovních míst i další volná pracovní místa získaná monitoringem internetu. Jejich počet (po očištění o duplicitu) se v průběhu roku postupně zvyšoval a v srpnu se vyšplhal až na 42,6 tis. (oproti 18 tis. v lednu; jde však o sezonně neočištěná data).

V souladu s predikcí z 5.SZ došlo ve druhém čtvrtletí 2012 ke zpomalení tempa meziročního růstu **mezd v podnikatelské sféře**, avšak ve výraznější míře. Růst mezd tak dosáhl hodnoty 2,3 % (zatímco predikce z 5.SZ očekávala 3,2 %) v porovnání se 3,3<sup>15</sup> % v prvním čtvrtletí 2012. Podle ČSÚ narůstá podíl bonusových složek v některých odvětvích. Ke zpomalení meziročního růstu přispěl mimo jiné pokles odpracované doby, zejména přesčasové. Z odvětvového pohledu ke zpomalení meziročního růstu mezd o jeden procentní bod přispělo nejvíce zpomalení mezd ve velkoobchodu a maloobchodu (na 0,1 %), následované poklesem mezd ve stavebnictví (-2,8 %) a zpomalením mezd ve zpracovatelském průmyslu (z 4,3 % na 3,4 %), ve kterém se nenaplnil předpoklad o pokračování vysokého růstu mezd pozorovaného v květnu. Příspěvky ostatních odvětví byly méně významné. Podle údajů z července 2012 došlo v průmyslu<sup>16</sup> k opětovnému zrychlení meziročního růstu průměrné mzdy na 4,5 % a zároveň byl zaznamenán růst mezd u váhově méně významného stavebnictví.

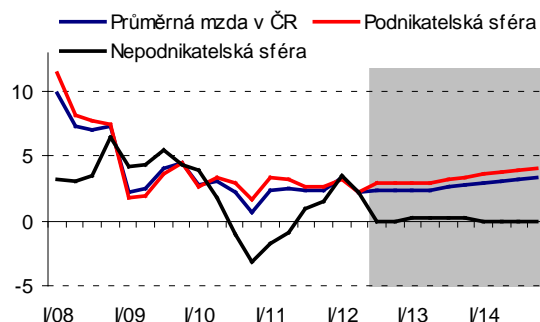
Po **sezonním očištění** růst průměrné **mzdy v podnikatelském sektoru** dosáhl hodnoty 2,5 % (5.SZ předpokládala 3,2 %). Po zmíněné revizi dat růst průměrné mzdy mezičtvrtletně zhruba stagnoval na 0,5 %, což bylo o 0,3 p.b. níže, než předpokládala prognóza. Revize dat se na sezonně očištěné řadě projevila i v mírně nižším růstu mezd v roce 2011. Reálně průměrná mzda v podnikatelské sféře meziročně poklesla o 1,1 %.

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



Pramen: ČSÚ

#### Vývoj nominálních mezd (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ

**Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2012 pokračovala v růstu, byť pomalejším tempem. Meziroční dynamika dosáhla 2,3 %, a byla tak výrazně nad predikcí, která v návaznosti na očekávaný vývoj veřejných rozpočtů předpokládala ve zbytku letošního roku její stagnaci. Na zpomalení růstu mezd v nepodnikatelské sféře ve druhém čtvrtletí o 1,2 p.b. se podílelo téměř výhradně výrazné zpomalení růstu mezd v odvětví vzdělávání (na 1,9 %). V odvětví veřejné správy a obrany dosáhl růst mezd 2,2 %, tedy stejně jako tomu bylo v minulém čtvrtletí. Z váhově významných odvětví rostly mzdy zřetelně rovněž v oblasti zdravotní péče (3,2 %). O pokračování mzdového růstu v nepodnikatelské sféře svědčí i údaje MF o plnění státního rozpočtu (za období leden – srpen u mzdových výdajů růst o 3,1 %). Reálně průměrná mzda v nepodnikatelské sféře prohloubila tempo svého poklesu na -1,1 %.

**Meziroční růst průměrné mzdy v ČR** tak v souhrnu zpomalil na hodnotu 2,3 %, což je o 0,3 p.b. níže, než očekávala prognóza z 5.SZ. Výraznější než predikované zpomalení růstu mezd v podnikatelské sféře bylo částečně kompenzováno pokračujícím růstem mezd ve sféře

<sup>15</sup> Růst mezd v podnikatelské sféře byl v prvním čtvrtletí revidován směrem dolů o 0,3 p.b.

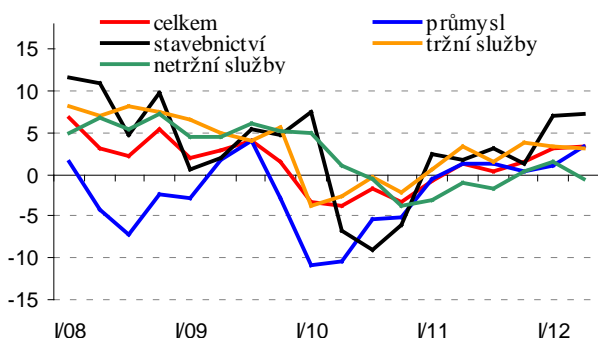
<sup>16</sup> Jedná se o údaj pro podniky s 50 a více zaměstnanci a bez agenturních zaměstnanců.

nepodnikatelské. V reálném vyjádření mzdy meziročně poklesly o 1,1 %. Růst celkového objemu nominálních mezd a platů podle statistiky ČSÚ meziročně zpomalil na 1,3 %, když pokles počtu zaměstnanců přepočtený na plně zaměstnané zrychlil na 1 %.

Revize dat národních účtů za první čtvrtletí se projevila nižším meziročním růstem **nominálních jednotkových mzdových nákladů**. Toto bylo dáno především výrazným snížením NJMN ve zpracovatelském průmyslu (kvůli přehodnocení přidané hodnoty výrazně nahoru). Ve druhém čtvrtletí 2012 meziroční růst NJMN nepatrně zrychlil na 3,3 %, přičemž prognóza očekávala zhruba poloviční tempo (1,5 %). Při naplnění predikce vývoje objemu mezd a platů souvisí odchylka od prognózy s výraznějším poklesem ekonomické aktivity. Na růstu NJMN se podílel jak pokles HDP<sup>17</sup> (příspěvek 1,7 p.b.), tak i růst objemu mezd a platů (příspěvek 1,6 p.b.). Ve všech sledovaných odvětvích ekonomiky s výjimkou netržních služeb NJMN vzrostly. Především vlivem výrazného poklesu přidané hodnoty vzrostly NJMN nejvíce ve stavebnictví, a to o 7,2 %. Okolo 3 % vzrostly NJMN v tržních službách i v průmyslu. V obou těchto odvětvích byl příčinou růst objemu mezd při poklesu přidané hodnoty.

I v případě **produktivity práce** měla dopad revize dat národních účtů za první čtvrtletí, která vedla vlivem výrazného zvýšení růstu produktivity ve zpracovatelském průmyslu (zvýšení o 4,1 p.b. na 8,4 %) k přehodnocení meziroční změny produktivity z -0,6 % na -0,3 %. Ve druhém čtvrtletí produktivita práce dále zrychlila tempo svého meziročního poklesu na -1,9 %. Toho bylo dosaženo při poklesu přidané hodnoty (příspěvek -1,7 p.b.), který byl doprovázen mírným nárůstem celkové zaměstnanosti (příspěvek -0,3 p.b.). Produktivita poklesla nejvýrazněji ve stavebnictví (o 11,9 %), po kterém následovaly tržní služby (-2,6 %). V průmyslu meziročně stagnovala, zatímco v netržních službách vzrostla (o 3,4 %).

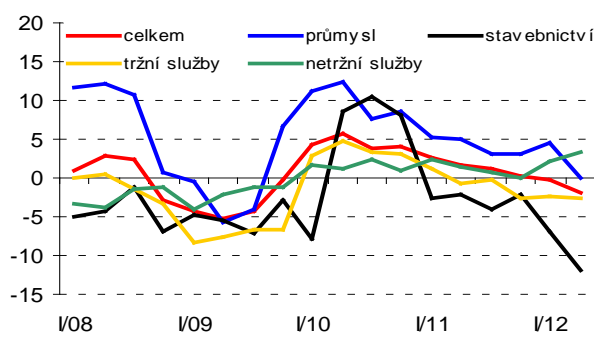
**NJMN v metodice ESA 95**  
(mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, propočten 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, propočten ČNB

<sup>17</sup> Pro výpočet jak NJMN tak i produktivity práce jsou použita data o HDP ve stálých cenách bez sezonního očištění.

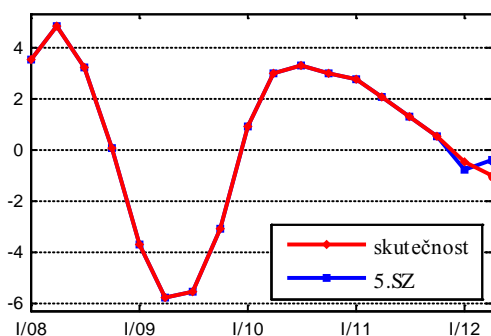
## 2 Ekonomický růst a jeho složky

*Pokles meziročního reálného HDP ve druhém čtvrtletí 2012 se dále prohloubil na -1 %, zatímco prognóza z 5.SZ očekávala mírnější pokles. Rovněž v mezičtvrtletním srovnání došlo k poklesu ekonomické aktivity. K meziroční změně HDP stejně jako v předchozím období kladně přispíval pouze čistý vývoz. Ostatní výdajové složky přispěly záporně. V rámci jednotlivých výdajových složek byl nižší než očekávaný příspěvek spotřeby domácností a čistého vývozu, zatímco příspěvek celkových investic byl vyšší, ale stále záporný. Předstihové indikátory na začátku druhé poloviny letošního roku naznačují mírné oživení průmyslové produkce při zrychlení růstu zahraničních zakázek a zmírnění poklesu domácích zakázek. Naproti tomu stavebnictví se stále nachází v hlubokém propadu. Maloobchodní tržby v červenci po sezonním očištění poklesly. Souhrnný indikátor důvěry na počátku druhého pololetí letošního roku zastavil svůj pokles. V jeho rámci se obdobně vyvíjel podnikatelský indikátor důvěry, zatímco u spotřebitelského indikátoru důvěry pokračoval nárůst. Spotřebitelský indikátor důvěry se však stále nachází z dlouhodobého pohledu na velmi nízkých hodnotách.*

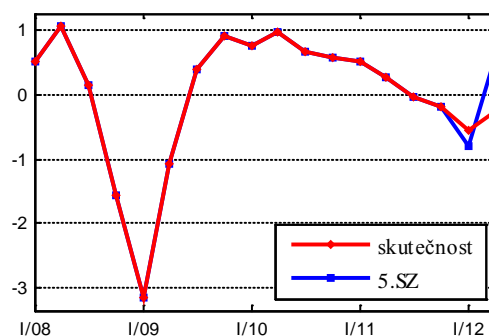
Ukazatel (s. c., sezonně oč., mizr. změny v %)	Období	Predikce z 5. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	2Q 2012	-0.4	-1.0
Spotřeba domácností	2Q 2012	-1.7	-3.3
Spotřeba vládních institucí	2Q 2012	-0.7	-0.9
Hrubá tvorba kapitálu	2Q 2012	-9.7	-5.2
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	2Q 2012	-9.4	0.0
Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	2Q 2012	-0.1	-1.3
Vývoz zboží a služeb	2Q 2012	9.6	3.9
Dovoz zboží a služeb	2Q 2012	5.8	1.1
Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)	2Q 2012	3.0	2.1
Průmyslová výroba	červenec 2012	.	1.6
Stavební výroba	červenec 2012	.	-1.5
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	červenec 2012	.	-0.9

Sezonně očištěný **HDP** ve druhém čtvrtletí 2012 poklesl o 1 % meziročně, mezičtvrtletně ekonomická aktivita klesla o 0,2 %. Prognóza z 5.SZ předpokládala ve druhém čtvrtletí meziročně pokles o 0,4 % a mezičtvrtletně růst o 0,6 %. Jednotlivé výdajové složky se rovněž vyvíjely odlišně oproti prognóze. Domácí poptávka v meziročním vyjádření poklesla výrazněji oproti prognóze, a to především v důsledku většího než očekávaného poklesu soukromé spotřeby i stavu zásob. Naproti tomu fixní investice oproti očekávanému výraznému poklesu stagnovaly. K vyššímu poklesu domácí poptávky také dílčí měrou přispěla vládní spotřeba. Kladný příspěvek opět vykázal pouze čistý export, který ovšem zaostal za prognózou při nižším než očekávaném meziročním tempu vývozu i dovozu. Současně s novými údaji ČSÚ revidoval i data za 1.čtvrtletí, přičemž došlo k přehodnocení celkového reálného HDP směrem nahoru o 0,2 p.b. Za tím byla především revize spotřeby domácností směrem nahoru (ale ve zřetelně menší míře, než naznačovaly nejistoty při zpracování 5.SZ) a vyšší čistý vývoz.

Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %)



Vývoj HDP (sez. oč., mzc. v %)



Reálná meziroční **spotřeba domácností** ve druhém čtvrtletí 2012 nadále klesala (o 3,3 %), přičemž její pokles se prohloubil. Reálné výdaje na spotřební předměty klesly ve všech skupinách zboží s výjimkou zboží se střednědobou trvanlivostí. Pokles výdajů na předměty dlouhodobé spotřeby dosáhl téměř 20 %. Domácnosti utratily také méně za služby. Růst deflátoru spotřeby domácností (3,4 %) ve druhém čtvrtletí se neodlišoval od růstu indexu spotřebitelských cen a byl mírně nižší než v minulém čtvrtletí. Reálný objem mezd a platů za druhé čtvrtletí 2012 vykázal meziroční pokles o 1,8 %. Z této dílčí informace lze ceteris paribus usuzovat, že vývoj disponibilního důchodu za druhé čtvrtletí by měl být méně utlumený než soukromá spotřeba a bude tedy hypoteticky znamenat další růst míry úspor.<sup>18</sup>

Reálná **spotřeba vlády** pokračovala v poklesu i ve druhém čtvrtletí, ve kterém její tempo bylo -0,9 % meziročně. Prognóza z 5.SZ přitom předpokládala jen nepatrně menší pokles reálné spotřeby vlády (o 0,7 % mizr.). Nominální spotřeba vlády v prvním čtvrtletí vzrostla o 0,1 %, kdy deflátor vzrostl o 1 % a prognóza očekávala jeho růst o 2,5 %.

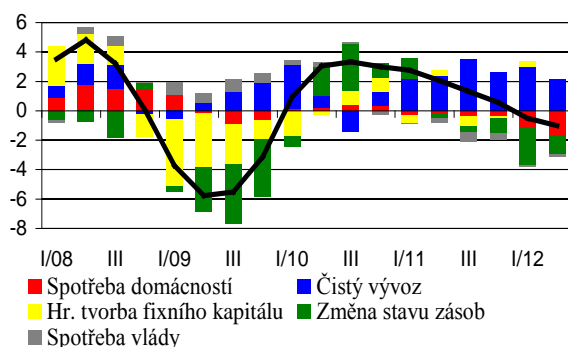
**Hrubá tvorba kapitálu** ve druhém čtvrtletí meziročně poklesla o 5,2 %. Prognóza z 5.SZ předpokládala její výraznější meziroční pokles o 9,7 %. K poklesu investic tak oproti očekávání přispěla pouze **změna stavu zásob**, jejíž příspěvek (-1,3 p.b.) do růstu HDP byl nižší o 1,2 p.b., než počítala prognóza, protože **fixní investice** oproti očekávanému poklesu o 9,4 % meziročně stagnovaly. V mezičtvrtletním vyjádření to znamenalo jejich růst o 7 %. Podle věcného členění meziročně rostly investice do strojů a zařízení a nehmotných aktiv, naopak klesaly do obydlí, budov a staveb a dopravních prostředků.

Růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve druhém čtvrtletí meziročně zpomalil na 3,9 % při mezičtvrtletním poklesu o 4,2 %. Skutečnost tak byla oproti prognóze zřetelně nižší. Zpomalení vývozu je konzistentní s aktuálním vývojem efektivní poptávky v eurozóně, která také zpomaluje a ve druhém čtvrtletí vzrostla pouze o 0,6 %. Reálný **dovoz** vykázal v prvním čtvrtletí růst o 1,1 % meziročně, což je o 4,7 p.b. nižší než prognóza a v mezičtvrtletním vyjádření pokles o -2,9 %. Příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP tak ve druhém čtvrtletí byl 2,1 p.b., a byl o 0,9 p.b. za očekáváním prognózy.

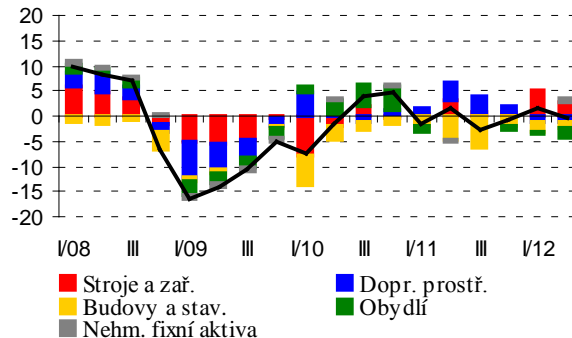
<sup>18</sup> Jde o hypotézu, neboť národní účty domácností budou zveřejněny až na přelomu září a října. Podrobnější analýza vývoje disponibilního důchodu a spotřeby tak bude provedena v průběhu zpracování 7.SZ 2012. Podle čtvrtletních rodinných účtů domácností ČSÚ ve 2.čtvrtletí 2012 sezonně očištěná míra úspor dosáhla hodnoty 12,1 % (výpočet ČNB), což je nejvyšší hodnota v celé časové řadě (čtvrtletní data jsou k dispozici od 4.čtvrtletí 2006).



## 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.



**Průmyslová produkce** (sezonně očištěná ve stálých cenách) se ve druhém čtvrtletí 2012 mezičtvrtletně mírně snížila, meziročně však zaznamenala růst o 0,3 %. Podobně jako v předchozím čtvrtletí bylo pozorováno zpomalování růstu tržeb z přímého vývozu vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy, které zaznamenaly již jen mírný meziroční růst o 2,3 % (v porovnání s 8,4 % v prvním čtvrtletí 2012). Zároveň domácí tržby po předchozím růstu poklesly o 0,9 %. Obdobný vývoj byl pozorován i u nových zakázek, kdy nové zakázky ze zahraničí zpomalily svůj růst oproti předchozímu čtvrtletí na polovinu (5,9 %) a nové zakázky z tuzemska zaznamenaly výraznější pokles (o 9,0 %). Naproti tomu červencová data představují oproti druhému čtvrtletí zlepšení, když kromě průmyslové produkce vzrostly jak nové zakázky z tuzemska (o 4,1 %), tak nové zakázky ze zahraničí (o 22,7 %).

**Stavební produkce** (sezonně očištěná ve stálých cenách) i ve druhém čtvrtletí 2012 pokračovala v meziročním poklesu (o 3,7 %). V mezičtvrtletním srovnání byl naopak zaznamenán její růst o 2,0 %, avšak zejména vlivem výrazného poklesu stavební produkce v prvním čtvrtletí. Meziroční pokles stavební produkce ve druhém čtvrtletí byl způsoben pokračujícími negativními výsledky v oblasti inženýrského stavebnictví, které již druhý kvartál po sobě zaznamenalo dvouciferný pokles (o 15,3 %). Pozemní stavitelství ve druhém čtvrtletí zhruba stagnovalo. Možnému zlepšení v oblasti stavebnictví nenasvědčují ani červencové údaje, kdy kromě opětovného poklesu stavební produkce pokračoval i meziroční pokles počtu vydaných stavebních povolení i orientační hodnoty stavebních ohlášení a povolení (o 9,0 %, resp. 10,8 %).

**Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu** (sezonně očištěné údaje ve stálých cenách) se ve druhém čtvrtletí 2012 snížily jak mezičtvrtletně (o 1,2 %), tak meziročně (o 1,0 %). Za tímto výsledkem stojí pokračující zpomalování růstu tržeb v motoristickém segmentu<sup>19</sup>, které se ve druhém čtvrtletí přehouplo do záporných hodnot, i opětovný meziroční pokles tržeb u ostatního maloobchodu. V červenci 2012 pak sezonně očištěné tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu zaznamenaly snížení o 0,8 % meziměsíčně a 0,9 % meziročně. Za tím byl na straně motoristického segmentu pokles tržeb v obchodě s motorovými vozidly a na straně maloobchodu hlavně pokračující pokles tržeb z prodeje potravinářského zboží.

**Souhrnný indikátor důvěry** měl ve druhém čtvrtletí 2012 na rozdíl od předchozího čtvrtletí klesající tendenci, kdy výrazněji poklesl z 88,0 na 84,6 bodu. V srpnu se pak pokles

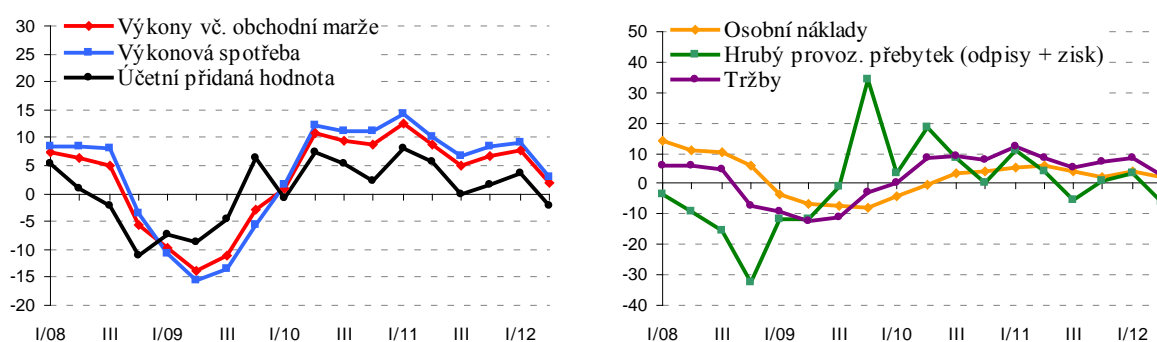
<sup>19</sup> Prodej a opravy motorových vozidel (NACE 45) zahrnuje velkoobchod, maloobchod s novými a ojetými vozidly, opravy a údržbu motorových vozidel, velkoobchod a maloobchod se součástkami a příslušenstvím motorových vozidel, zprostředkování obchodu s motorovými vozidly, velkoobchodní aukce a velkoobchod přes internet.



souhrnného indikátoru zastavil na úrovních korespondujících se závěrem roku 2009. Obdobný vývoj byl pozorován i u podnikatelského indikátoru důvěry. V jeho rámci sice dále pokračoval pokles hodnot indikátoru důvěry v průmyslu, avšak ten byl kompenzován mírnými růsty indikátorů důvěry ve stavebnictví a službách. Na rozdíl od podnikatelského indikátoru pokračoval spotřebitelský indikátor důvěry v růstu započatém ve druhém čtvrtletí. I přes pozorovaný nárůst v posledních měsících se však jeho hodnoty stále nacházejí na nízké úrovni srovnatelné se začátkem roku 2009.

**Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) za druhé čtvrtletí 2012** poukázaly na zhoršující se ekonomickou situaci. Meziroční růst tržeb i výkonů se sice udržel v kladných číslech, v porovnání s předchozím čtvrtletím však výrazně zpomalil. Navíc účetní přidaná hodnota zaznamenala poprvé od začátku roku 2010 meziroční pokles (o 2,3 %). Již druhé čtvrtletí pokračoval také pokles počtu zaměstnanců, a to o 0,8 %. Objem vyplácených mzdových prostředků si však udržuje kladný růst, což mělo ve druhém čtvrtletí za následek pokračující meziroční růst osobních nákladů. Hrubý provozní přebytek pak při převažujícím vlivu poklesu účetní přidané hodnoty a růstu osobních nákladů zaznamenal pokles o 5,4 %.

### Vybrané absolutní ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %) <sup>20</sup>



## 3 Platební bilance

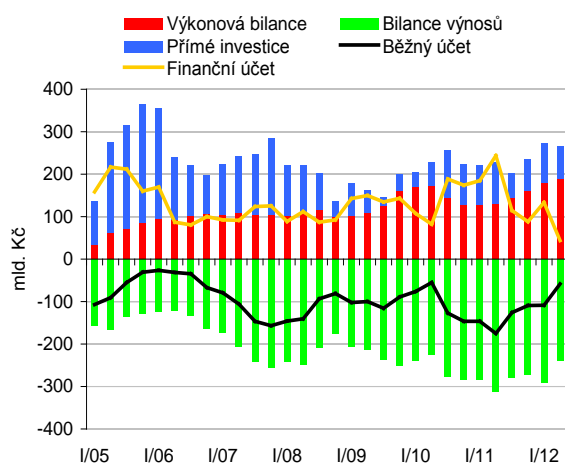
*Běžný účet platební bilance přešel ve druhém čtvrtletí 2012 ve shodě s predikcí z 5. situační zprávy do schodku, který však byl oproti očekávání o více než 18 mld. Kč nižší. Odchylna od predikce byla především důsledkem nižšího než předpokládaného schodku bilance výnosů (vlivem nižších výnosů z přímých investic placených nerezidentům). Kapitálový účet skončil v souladu s predikcí, tedy jako téměř vyrovnaný. V rámci finančního účtu byl v prvním pololetí 2012 ve srovnání s celoroční predikcí u bilance ostatních investic vládního sektoru doposud patrný mírný čistý odliv oproti předpokládanému čistému přílivu, neboť očekávané čerpání zahraničních úvěrů nebylo v prvním pololetí realizováno. Ostatní položky finančního účtu odpovídaly vývoji v rámci celoroční predikce.*

Ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 6,6 mld. Kč a roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP se zmínil na -1,5 % (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil -1,1 %). Po mírném meziročním zvýšení přebytku běžného účtu v předchozím čtvrtletí se jeho schodek ve druhém čtvrtletí meziročně zmínil o více než 50 mld. Kč. Pokles celkového schodku souvisel zejména s vývojem bilance výnosů.

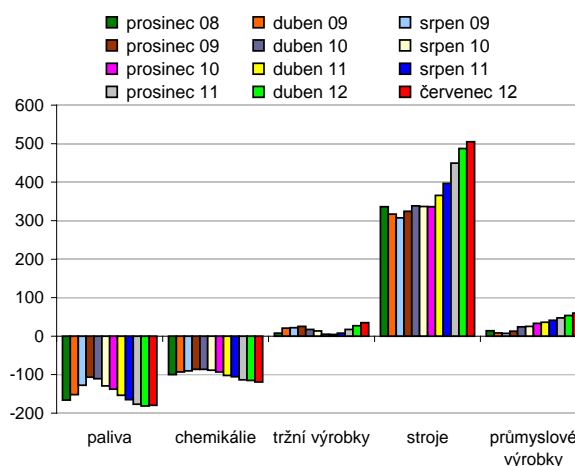
<sup>20</sup> Údaje do 2.Q 2011 jsou semidefinitivní, od 3.Q 2011 předběžné.

**Výkonová bilance** dosáhla ve druhém čtvrtletí 2012 přebytku 59,3 mld. Kč, který se páté čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval (tentokrát o necelých 10 mld. Kč). Růst přebytku výkonové bilance byl spojen výhradně s růstem přebytku **obchodní bilance**, k němuž došlo v souvislosti s vývojem v reálném vyjádření, zatímco cenový vývoj tento růst zhruba ze čtvrtiny korigoval. Meziroční tempo růstu nominálního obchodního obrátu se však ve srovnání s předchozím čtvrtletím snížilo téměř o polovinu (na 5,4 %). Pokračující pokles celkové domácí poptávky a zmírňování růstu vnější poptávky byly totiž jen částečně vyváženy předchozí depreciačí koruny. K meziročnímu zvýšení celkového obchodního přebytku opět nejvýrazněji přispěl růst přebytku strojů a dopravních prostředků. Ve směru poklesu přebytku výkonové bilance působilo meziroční snížení přebytku **bilance služeb**. Bylo ovlivněno přechodem dílčí bilance ostatních služeb z přebytku do schodku (v důsledku velmi rychlého růstu výdajů a současného poklesu příjmů), který byl jen částečně korigován růstem přebytků dopravy a cestovního ruchu.

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



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



**Bilance výnosů** dosáhla schodku 61,8 mld. Kč, který se meziročně snížil o 50 mld. Kč. Zmírnění celkového schodku bylo především spojeno s poklesem schodku výnosů z přímých investic, v jejichž rámci byly zaznamenány výrazně nižší výplaty dividend nerezidentům. Schodek výnosů z přímých investic nicméně nadále představoval rozhodující složku celkové bilance (-54,3 mld. Kč). Vzhledem k absenci čerpání prostředků z fondů EU dosáhl **kapitálový účet** podobně jako v předchozím čtvrtletí jen velmi nízkého přebytku (0,1 mld. Kč) a meziročně se téměř nezměnil.

**Finanční účet** skončil ve druhém čtvrtletí 2012 schodkem 6,5 mld. Kč, a to vlivem vysokého čistého odlivu ostatních investic, který však byl ve velkém rozsahu kompenzován čistým přílivem přímých a portfoliových investic. Čistý příliv **přímých investic** dosáhl 17,6 mld. Kč a souvisel především s posílením základního kapitálu v tuzemsku a s předpokládanou výší zisku reinvestovaného v ČR. Převaha zdrojů poskytnutých tuzemskými dceřinými firmami mateřským společnostem v zahraničí v rámci úvěrových vztahů však vedla k výraznému zmírnění celkového hrubého přílivu a současně i přispěla k meziročnímu poklesu celkového přebytku.

**Portfoliové investice** skončily podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích čistým přílivem, a to ve výši 15 mld. Kč. Nejvýznamnější operace představovaly emise podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. Držba krátkodobých vládních dluhopisů a akcií nerezidenty se však snížila, a přispěla tak k meziročnímu zmírnění celkového čistého přílivu. Odprodeje převážily rovněž v obchodování tuzemských investorů se zahraničními cennými papíry, a to jak v případě akcií, tak dluhopisů. **Ostatní investice** dosáhly čistého odlivu 36,7 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-29 mld. Kč), dosažený v důsledku navýšení aktiv v zahraničí a současného snížení přijatých depozit. Nižší čistý odliv zdrojů v souvislosti se splácením dříve čerpaných dovozních úvěrů zaznamenal dále sektor podniků.

## 4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

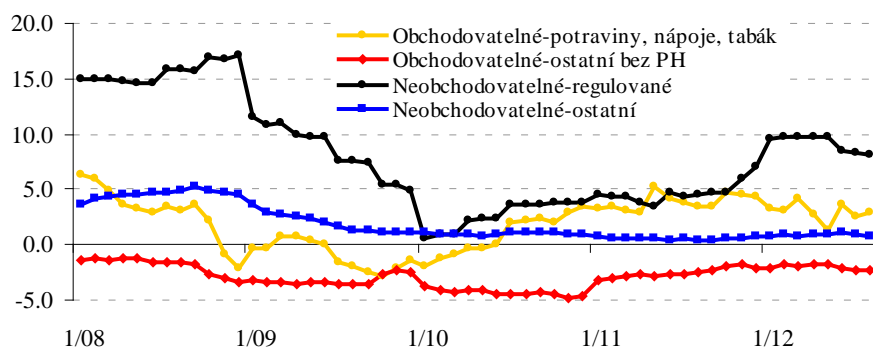
*Inflace byla v srpnu o 0,1 p.b. pod aktuální prognózou. Tato odchylka byla zapříčiněna nižším než očekávaným růstem cen potravin a zápornější korigovanou inflací bez pohonných hmot. Naproti tomu ceny pohonných hmot rostly oproti prognóze ztelně rychleji. Na celkovou inflaci přitom na jedné straně působí slabší než předpokládaná domácí poptávka, nižší růst mezd v národním hospodářství a aktuálně silnější kurz koruny. Rovněž dovozní ceny rostly oproti prognóze nepatrně méně. Na straně druhé lze pozorovat obnovený růst světových cen ropy včetně jejich výhledu, což mělo vliv na vyšší ceny v průmyslu. Nadále přetrvává výhled vysokých cen zemědělských komodit ve světě. Zrychlující růst cen zemědělských výrobců se nicméně nacházel pod aktuální prognózou. V souhrnu jsou tak rizika krátkodobé prognózy pro následující měsíce hodnocena jako zhruba vyrovnaná. Rizikem prognózy pro příští rok ve směru nižší celkové a vyšší měnověpolitické inflace je však případné neschválení navrhovaných změn sazeb DPH, neboť by to dle stávající zákonné úpravy implikovalo jejich sjednocení na 17,5 %.*

### 4.1 Spotřebitelské ceny

srpen 12	meziměsíčně v %		meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace
	predikce 5.SZ	skutečnost	predikce 5.SZ	skutečnost	
<b>Index spotřebitelských cen</b>	-0.1	-0.1	3.4	3.3	-0.14
<b>Regulované ceny</b>	0.1	0.0	8.2	8.2	0.01
<i>Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.28	0.28	0.00
<i>Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.</i>	0.00	0.00	0.99	0.99	0.00
<b>Čistá inflace</b>	-0.2	-0.1	1.2	1.0	-0.15
Z toho:					
<b>Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté</b>	-0.8	-0.6	3.3	2.9	-0.13
<b>Korigovaná inflace bez PH</b>	0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.17
<b>Ceny pohonných hmot - čisté</b>	-0.1	3.3	2.9	6.5	0.12
<b>Měnověpolitická inflace</b>	-0.1	-0.1	2.2	2.0	

**Celková meziroční inflace** se v srpnu snížila na 3,3 % (ze 3,5 % v červenci). Zmírnění inflace bylo ovlivněno zpomalením růstu cen potravin a posunem korigované inflace bez pohonných hmot do zápornějších hodnot. Zejména v důsledku vývoje v těchto segmentech byla celková inflace o 0,1 p.b. nižší oproti aktuální prognóze. Naopak ceny pohonných hmot rostly ve srovnání s prognózou ztelně rychleji, a to v návaznosti na vývoj světových cen ropy.

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



Meziroční růst **regulovaných cen** byl v srpnu v souladu s aktuální prognózou. Jejich nový výhled je ovlivněn zejména přehodnocením dynamiky cen zemního plynu pro domácnosti směrem k vyšším hodnotám, a to zhruba do konce roku 2013. Tato změna odráží předpoklad o vyšších světových cenách zemního plynu při jen nepatrně silnějším aktuálním kurzu CZK/USD. Meziroční růst regulovaných cen tak bude do konce roku 2013 výraznější, v průměru o 0,2 p.b. Naopak v roce 2014 vyústí očekávaný hlubší meziroční pokles světových cen zemního plynu do nepatrně slabšího růstu regulovaných cen.

Meziroční inflace byla ovlivněna **primárními dopady změn nepřímých daní**. Dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku přitom činil cca 1,1 p.b. Souběžně s tím došlo k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s předpokládaným dopadem do inflace zhruba 0,1 p.b. Toto opatření se do cen cigaret z důvodu předzásobení promítlo se zpožděním, zejména během druhého čtvrtletí. Prognóza z 5.SZ očekává zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož souhrnný primární dopad do inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Realizace tohoto kroku je však aktuálně zpochybněna odmítnutím tohoto vládního návrhu v Senátu a posléze i v Poslanecké sněmovně. Souběžně dojde k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace zhruba 0,1 procentního bodu. Stejně zvýšení spotřební daně u cigaret je očekáváno rovněž pro leden 2014. Prognóza z 5.SZ předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen. V případě neschválení vyšších sazeb DPH by platila stávající zákonná úprava z loňského roku použitá pro zpracování 3.SZ<sup>21</sup>, která znamená v příštím roce sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %. To by znamenalo sice o téměř 1 p.b. nižší primární dopad změn daní do celkové inflace, ale současně by krátkodobě působil v opačném směru zhruba půlprocentní sekundární dopad plynoucí z okamžitého nesnížení cen u zboží zatíženého základní sazbou DPH. To tedy znamená protiinflační riziko pro celkovou inflaci, avšak proinflační riziko pro měnověpolitickou inflaci.

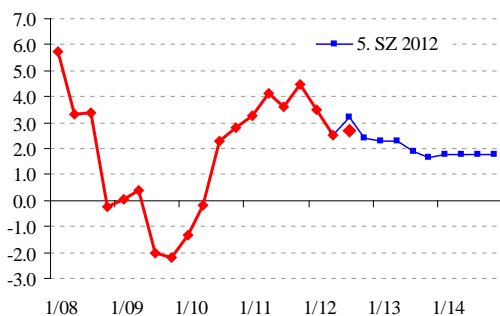
<sup>21</sup> S předpokladem sjednocení DPH sice pracovala již prognóza z 1.SZ 2012, avšak ta pracovala s odhady založenými na ještě nerevidovaném spotřebním koši a bez znalosti skutečných průsaků daňových změn na počátku roku 2012.

## Porovnání změn DPH (v procentních bodech do celkové inflace)

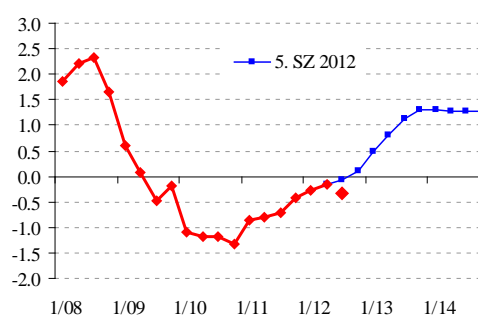
	5.SZ 2012 (zvýšení DPH na 15 a 21 %)			3.SZ 2012 (sjednocení DPH na 17.5 %)			Rozdíl 5 SZ - 3.SZ		
	Primární dopad	Okamžitý sekundární dopad		Primární dopad	Okamžitý sekundární dopad		Primární dopad	Okamžitý sekundární dopad	
		Celkem	Celkem		Celkem	Celkem			
Inflace celkem	0.67	0.00	0.67	-0.29	0.51	0.22	0.96	-0.51	0.45
Regulované	0.13	0.00	0.13	0.07	0.00	0.07	0.06	0.00	0.06
Potraviny	0.21	0.00	0.21	0.26	0.20	0.46	-0.05	-0.20	-0.25
Obchodovatelné ostatní bez PH	0.18	0.00	0.18	-0.37	0.08	-0.29	0.55	-0.08	0.47
Neobchodovatelné ostatní	0.13	0.00	0.13	-0.18	0.21	0.03	0.31	-0.21	0.10
Pohonné hmoty	0.03	0.00	0.03	-0.07	0.01	-0.06	0.10	-0.01	0.09

**Ceny potravin** se v červenci i v srpnu nacházely pod aktuální prognózou, především v důsledku výraznější korekce vysokého růstu cen zeleniny z června. Aktuální prognóza částečnou kompenzaci tohoto nárůstu předpokládala, rozdělila ji však rovnoměrněji do několika měsíců. Odchylna meziroční dynamiky cen potravin od prognózy se tak již v srpnu zmírnila. Růst cen zemědělských výrobců v červenci a srpnu podle očekávání zrychlil, nacházel se nicméně pod prognózou. Cenový růst v potravinářském průmyslu byl ve stejném období nadále umírněný, bylo však již patrné jeho zrychlení. Na ceny potravin působí na jedné straně utlumená domácí poptávka spolu s aktuálně silnějším kurzem koruny; na straně druhé přetrvává výhled vysokých cen zemědělských komodit na světových trzích, který nebyl v minulé prognóze vzhledem k termínu jejího dokončení zohledněn v plné míře. Tržby v maloobchodě s potravinářským zbožím zaznamenaly ve druhém čtvrtletí pokles v reálném i nominálním vyjádření. Rizika prognózy cen potravin z tohoto důvodu tak hodnotíme v nejbližších měsících jako zhruba vyrovnaná, avšak pro závěr letošního roku jako mírně proinflační.

### Ceny potravin (mzr. v %)

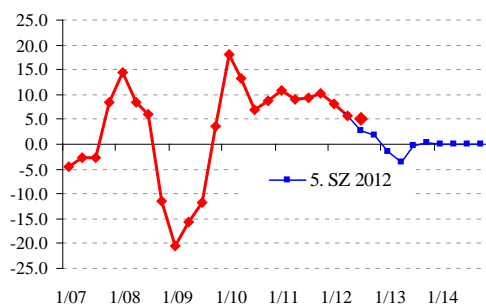


### Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)



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.

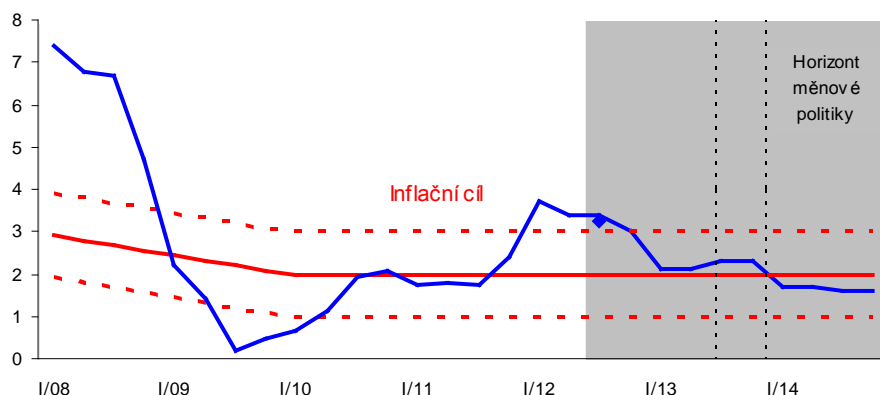
### Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



**Korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla v červenci i v srpnu nižší, než očekávala aktuální prognóza, přičemž se posunula do zápornějších hodnot. Za tímto vývojem stálo jak prohloubení poklesu cen obchodovatelných ostatních položek, tak i zpomalení cenového růstu v segmentu neobchodovatelných ostatních položek. Ve směru výraznějšího než předpokládaného poklesu korigované inflace bez PH působil zejména hlubší propad domácí spotřeby. Razantní snížení výdajů domácností na předměty dlouhodobé spotřeby<sup>22</sup> přitom zřejmě ovlivnilo cenový vývoj obchodovatelných ostatních statků, a to v podmínkách aktuálně silnějšího kurzu koruny. Celkový růst průměrné mzdy v národním hospodářství se přitom ve druhém čtvrtletí nacházel pod aktuální prognózou, a to v nominálním i v reálném vyjádření. Působení uvedených faktorů bylo jen mírně tlumeno obnovením meziročního růstu cen ropy na světových trzích. Vzhledem k celkovému vývoji makroekonomického prostředí jsou rizika predikce korigované inflace bez PH v nejbližších měsících hodnocena jako mírně protiinflační.

Meziroční růst **cen pohonných hmot** se v srpnu dostal nad prognózu z 5.SZ, když navázal na neočekávaný obnovený růst cen ropy na světových trzích v podmínkách jen nepatrně silnějšího kurzu CZK/USD. V důsledku těchto faktorů jsou rizika prognózy cen pohonných hmot hodnocena jako proinflační.

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



## 4.2 Ostatní cenové okruhy

**Dovozní ceny** v červenci meziročně vzrostly o 5,5 %, což bylo nepatrně méně, než předpokládala prognóza. Celkový index byl nejvýznamněji ovlivněn příspěvkem cen strojů a dopravních prostředků (2,2 p.b.), jejichž meziroční dynamika v posledních měsících roste a v červenci dosáhla 6,2 %. Další významný příspěvek vykázaly ceny minerálních paliv a maziv (1,7 p.b.), jejichž meziroční růst sice v minulých měsících postupně klesal, ale stále zůstal dvouciferný (12 % v červenci). Meziroční růst zrychlily dovozní ceny potravin (9,1 %<sup>23</sup> v červenci; příspěvek 0,5 p.b.). Ceny dovážených tržních výrobků rostly v červenci pouze mírně (1,4 %) a jejich příspěvek k celkovému růstu tak i přes vysokou váhu zůstal nízký. Zahraněční výrobní ceny rostly v uplynulých měsících oproti predikci nepatrně pomaleji, kurz koruny k euru byl v srpnu oproti předpokladům prognózy silnější, u kurzu koruny k dolaru se předpoklady prognózy naplnily.

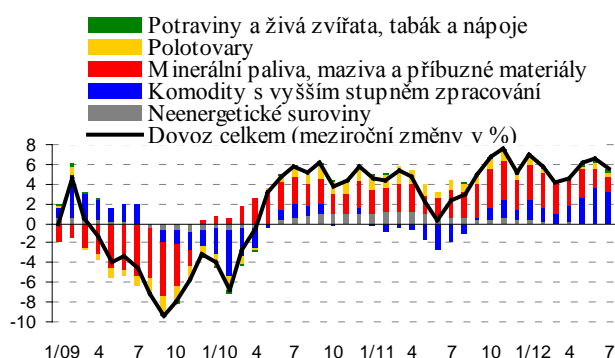
<sup>22</sup> Podle národních účtů.

<sup>23</sup> Podle členění v rámci harmonizovaného systému (HS) se na růstu dovozních cen potravin v posledních měsících podílí téměř všechny skupiny vyjma cen mléka a vajec.

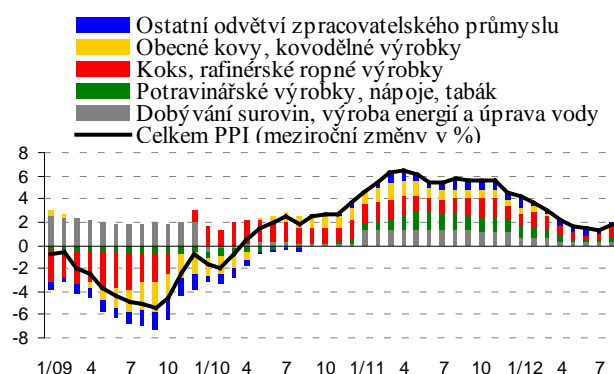


**Ceny průmyslových výrobců** v srpnu zrychlily meziroční růst na 1,9 %, což bylo více, než předpokládala prognóza (1,3 %). Rozdíl je způsoben zrychlením růstu cen ve skupině koku a rafinovaných ropných produktů na 14,7 % a tím i zvýšením příspěvku této skupiny k růstu cen průmyslových výrobců na 1,0 p.b. Ke zpomalení růstu cen naopak došlo v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu (1,1 %), což se odrazilo ve snížení jejich příspěvku k celkovému růstu (na 0,3 p.b.). V rámci této skupiny vykázaly ceny strojů a zařízení, dopravních prostředků i elektronických a optických přístrojů pouze mírný růst, ceny elektrických zařízení, dřeva a papíru dokonce klesaly. Meziroční růst cen ve skupině potravin v srpnu nepatrně zrychlil (na 2,1 %). Ceny v odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků pokračovaly v meziročním poklesu (v srpnu -0,5 %).

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

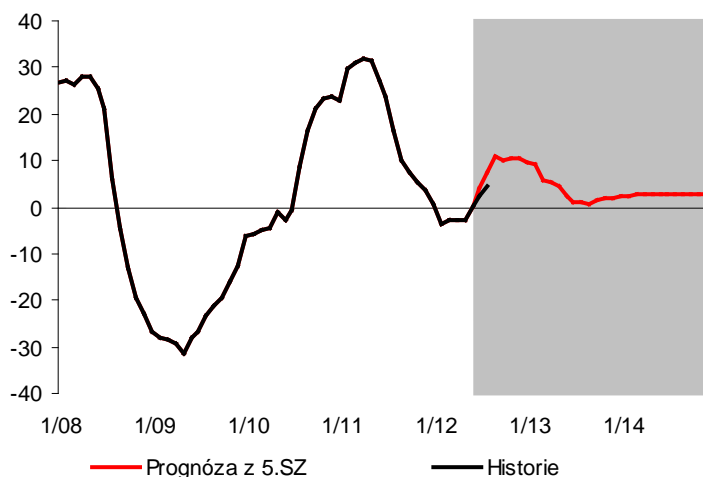


#### Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



**Ceny zemědělských výrobců** v srpnu podle očekávání dále zrychlily svůj meziroční růst na 4,6 % (z 0,2 % v červnu). To bylo způsobeno obnovením meziročního růstu cen rostlinné produkce (na 8,3 %), zejména u cen obilovin, olejnin a zeleniny. V živočišné výrobě ceny v srpnu již překmitly v meziroční pokles o 0,1 %. Zde sice nadále výrazně rostly ceny vajec (o 42 %) a masa, to však kompenzoval pokles cen mléka (-13 %). Prognóza cen zemědělských výrobců z 5.SZ předpokládala obnovení jejich meziročního růstu v průběhu 3.čtvrtletí z titulu růstu cen komodit rostlinné výroby v návaznosti na jejich zvýšení ve světě. K tomu v červenci a srpnu podle očekávání došlo, skutečnost však byla pro oba měsíce pod prognózou. Světové ceny zemědělských komodit se nicméně stále nacházejí na zvýšené úrovni, a ve zbytku letošního roku tak představují mírně proinflační riziko vývoje cen potravin.

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



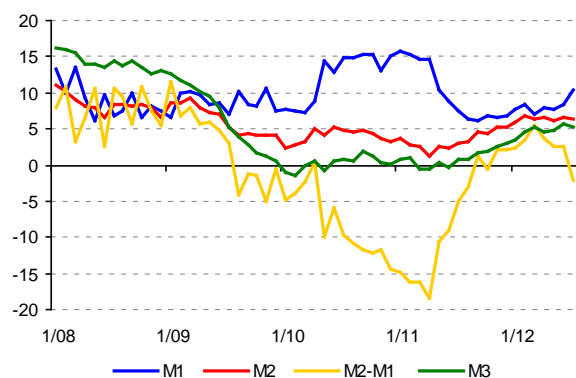
## 5 Peníze a úvěry

Meziroční růst peněžních agregátů M2 a M3 v červenci 2012 dále pozvolna zpomaloval. V jejich struktuře zrychlil pouze růst agregátu M1 ukazující na zvýšenou preferenci likvidity ze strany ekonomických subjektů. Meziroční dynamika stavu úvěrů podnikům a domácnostem se dále snížila, přestože růst nových úvěrů v obou uvedených sektorech meziročně zrychlil. Úrokové sazby peněžního trhu poklesly vlivem červnového snížení repo sazby ČNB. Klientské úrokové sazby reagovaly na pokles tržních sazeb nejvýrazněji u podnikových úvěrů a v menší míře u úvěrů na bydlení. Naopak sazba ze spotřebitelských úvěrů vzrostla a sazba z vkladů se výrazněji neměnila.

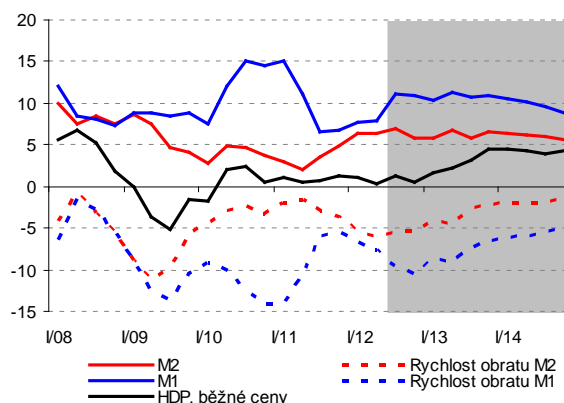
### 5.1. Peníze

Meziroční růst širokého peněžního agregátu M2 pokračoval v pozvolném zpomalování, v červenci poklesl o 0,2 p.b. na 6,3 %. Dynamika M2 je v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí mírně pod úrovní prognózy, která předpokládá v tomto čtvrtletí její přechodné urychlení na 6,9 %.<sup>24</sup> V červenci zpomalil i přírůstek peněžního agregátu M3, jehož roční míra růstu dosáhla 5,2 %.<sup>25</sup> Z hlediska tvorby peněz zůstal vysoký růst financování centrální vlády při jeho snižování u soukromého sektoru, současně dále rostla čistá zahraniční aktiva.

**Peněžní agregáty**  
(mzr. v %, měsíční údaje)



**Prognóza M2 a HDP**  
(mzr. v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



Poznámka: Rychlost obrátu peněz je propočtena jako poměr nominálního HDP k příslušnému peněžnímu agregátu.

K růstu domácího peněžního agregátu M2 významně přispívaly **vysoce likvidní peníze zahrnuté v M1**. Dynamika agregátu M1 vzrostla na 10,5 % vlivem zrychlení růstu jednodenních vkladů a indikovala zvýšenou preferenci likvidity ze strany ekonomických subjektů.<sup>26</sup> Naopak ostatní krátkodobé termínované vklady klesaly při snížení rozpětí mezi úrokovou sazbou z těchto vkladů a sazbou z jednodenních vkladů. Dynamika dlouhodobých vkladů zpomalovala.

Z hlediska **sektorové struktury vkladů** se na nižším růstu M2 podílely vklady domácností a finančních neměnových institucí. Dynamika vkladů domácností se dále pozvolna snížila

<sup>24</sup> Následně růst M2 vlivem utlumené reálné ekonomické aktivity a očekávaného poklesu inflace při nízkých úrokových sazbách dle prognózy postupně zpomalí. Peněžní agregát M2 vzroste v roce 2012 v průměru o 6,4 %, v roce 2013 o 6,2 % a v roce 2014 o 6 %.

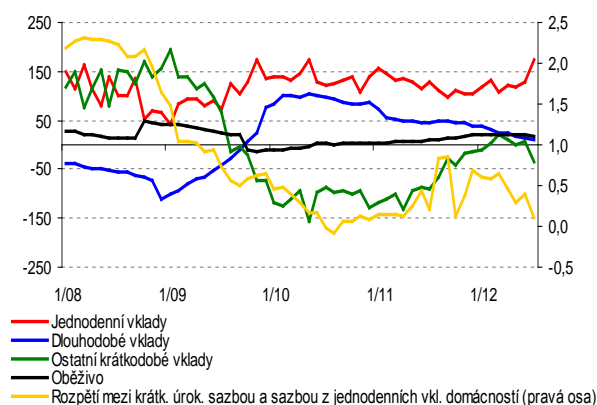
<sup>25</sup> V eurozóně růst peněžního agregátu M3 zůstává umírněný v důsledku slabého růstu úvěrů (v červenci dosáhl 3,8 %). V podmínkách nízkých úrokových sazeb a zvýšené nejistoty rostla poptávka po vysoce likvidních penězích v rámci peněžního agregátu M1 (viz *Monthly Bulletin ECB, August 2012*).

<sup>26</sup> Peněžní agregát M1 se dle prognózy zvýší v roce 2012 o 9,4 %, v roce 2013 o 10,9 % a v roce 2014 o 9,8 %.

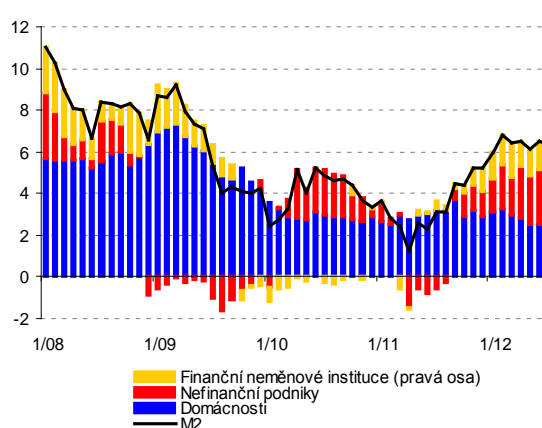


na 3,9 % a u finančních neměnových institucí klesla na 13,1 %. Z níže uvedeného grafu je patrné, že příspěvek vkladů domácností k růstu M2 se ve srovnání s předkrizovým obdobím výrazně snížil (v posledním roce též vlivem nákupu spořicíh dluhopisů) a aktuálně je mírně nižší než u nefinančních podniků. Naopak růst podnikových vkladů zrychlil na 12,8 %. V jejich vývoji se v posledním období zřejmě odráží snížená ochota podniků investovat a naopak snaha o udržení vyšší úrovně likvidních peněz. Nejvyšší dynamika vkladů byla v červenci zaznamenána v odvětvích doprava (též vlivem emise dluhopisů na zahraničních trzích), energetiky a developerů. Na rozdíl od závěru loňského roku rostly vklady i ve zpracovatelském průmyslu, obchodu, pojišťovnictví a peněžnictví.

### Složky M2 a rozpětí úrokových sazeb (roční toky v mld. Kč, rozpětí v p.b.)



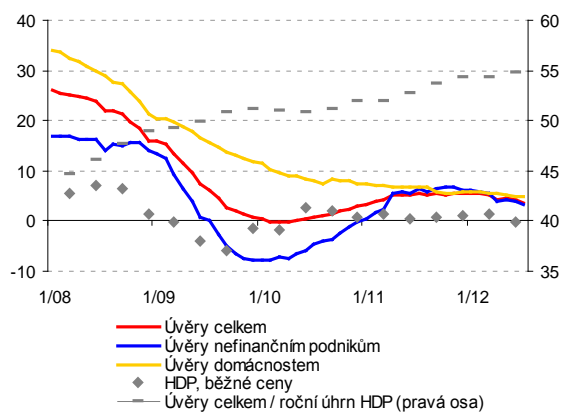
### Struktura vkladů peněžního agregátu M2 (příspěvky v p.b., mizr. v %)



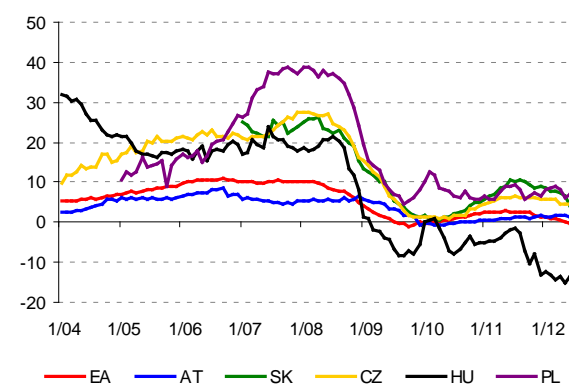
## 5.2. Úvěry

Meziroční růst **úvěrů soukromému sektoru** v červenci dále zpomalil o 0,5 p.b. na 3,7 %.<sup>27</sup> Poměr stavu úvěrů k HDP se ve druhém čtvrtletí 2012 nadále pohyboval mírně pod úrovní 55 %.

### Úvěry podnikům a domácnostem (mizr. v %, stavy)



### Úvěry v mezinárodním srovnání (mizr. v %, stavy)



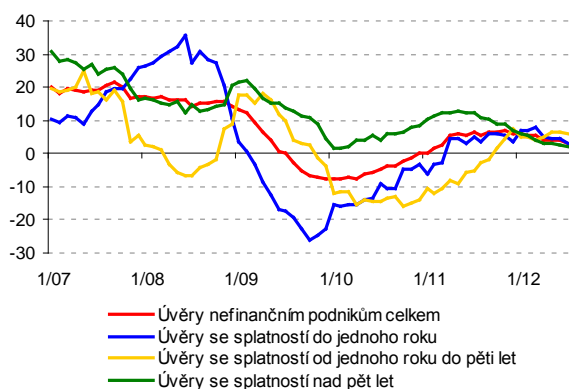
Pramen: ECB.

<sup>27</sup> Ve druhém čtvrtletí se slabě snížil poměr toků úvěrů k HDP, a to vlivem poklesu toků podnikových úvěrů při slabě vyšších tocích úvěrů domácnostem. Na počátku třetího čtvrtletí měsíční tok úvěrů zůstal kladný a byl v průměru mírně vyšší než v předchozích dvou čtvrtletích.

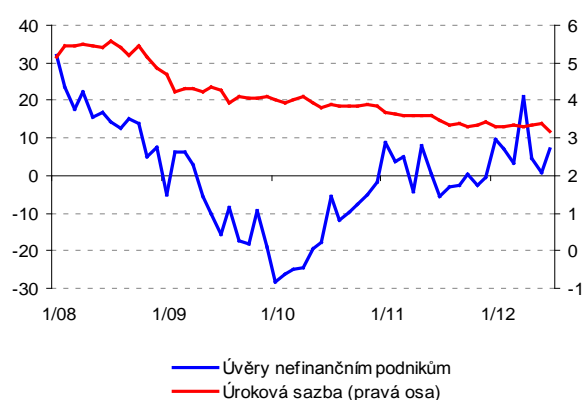
V **eurozóně** se meziroční růst úvěrů soukromému sektoru pohyboval v blízkosti nulových hodnot.<sup>28</sup> To bylo ovlivňováno slabou poptávkou a nízkou důvěrou podnikatelů a domácností a v některých zemích i nepříznivým vývojem bilancí bank. Dle šetření „*Bank Lending Survey*“ v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2012 pokračovalo zpříšňování úvěrových standardů. Poptávka podniků po úvěrech nadále klesala vlivem slabé investiční aktivity. Obdobně se vyvíjela i poptávka domácností po úvěrech na bydlení a po spotřebitelských úvěrech. Pro třetí čtvrtletí banky očekávají zmírnění poklesu poptávky po úvěrech (viz *Monthly Bulletin ECB, August 2012*).<sup>29</sup>

Meziroční růst **úvěrů nefinančním podnikům** se v ČR dále výrazně snížil, a to v červenci o 0,7 p.b. na 3,2 %. Méně rostly krátkodobé i dlouhodobé úvěry. Od počátku letošního roku však podniky čerpaly zejména krátkodobé úvěry na financování provozu. Na straně poptávky se ve vývoji podnikových úvěrů projevoval především pokles ekonomické aktivity, fixních investic a nízká důvěra podnikatelů. K růstu úvěrů nadále nejvíce přispívala odvětví energetiky a developerů, i když s menší intenzitou než v minulosti. Poprvé od roku 2010 klesly úvěry zpracovatelskému průmyslu (o 1,5 %). Méně rostly úvěry domácím podnikům i podnikům pod zahraniční kontrolu. Naopak růst nových podnikových úvěrů se zvýšil.<sup>30</sup>

### 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** již několik měsíců v řadě zpomaluje, v červenci o 0,2 p.b. na 4,8 %. V uvedeném vývoji se odrážela nižší dynamika úvěrů na bydlení (6,3 %) a pokračující pokles spotřebitelských úvěrů při mírně vyšším růstu ostatních úvěrů. V rámci **úvěrů na bydlení** se v červenci snížil růst hypotečních úvěrů o 0,3 p.b. na 6,7 %, což je téměř o tři procentní body méně než na konci roku 2011. Současně se prohloubil pokles úvěrů ze stavebního spoření. Investice do bydlení dle aktuálních údajů ČSÚ ve druhém čtvrtletí dále meziročně klesaly a vybrané ukazatele nenaznačovaly výraznější oživení cen nemovitostí (existují náznaky zvýšeného zájmu domácností o nákup nemovitostí nikoliv pro vlastní

<sup>28</sup> V zemích eurozóny jako je Německo, Rakousko, Itálie a Francie se tempo růstu úvěrů soukromému sektoru pohybuje v mírně kladných hodnotách v rozmezí 0,5–3 %. Naopak poměrně významná část evropských zemí zaznamenala další propad úvěrů (jedná se například o Velkou Británii, Slovinsko, Maďarsko, Estonsko, Belgie a Litvu). Mírně vyšší tempo růstu úvěrů než je průměr za eurozónu zůstává v ČR a Polsku, i když v obou zemích byla patrná jeho pozvolná sestupná tendence. Navíc vývoj úvěrových podmínek se v jednotlivých zemích vyznačuje značnou heterogenitou ovlivněnou zejména tím, do jaké míry jsou jednotlivé země zasaženy dluhovou krizí.

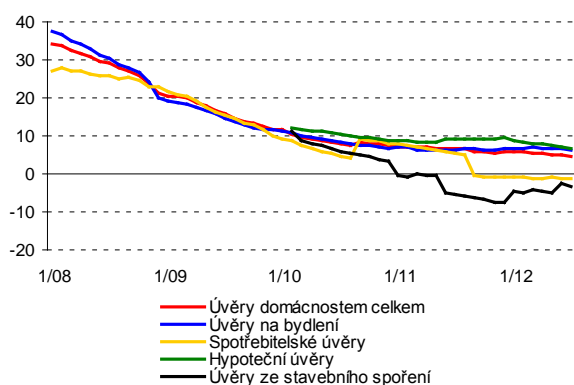
<sup>29</sup> Zintenzivnění dluhové krize zhoršilo ve druhém čtvrtletí 2012 přístup bank eurozóny jako celku k dlouhodobým zdrojům financování výrazněji než ke krátkodobým. Více bank dále naznačuje zhoršení podmínek financování v důsledku poklesu hodnoty kolaterálu u vládních dluhopisů.

<sup>30</sup> Ve vyšším růstu nových podnikových úvěrů se nicméně odrážel vliv nízké výchozí základny loňského roku, přičemž meziměsíčně se objem nových úvěrů snížil.

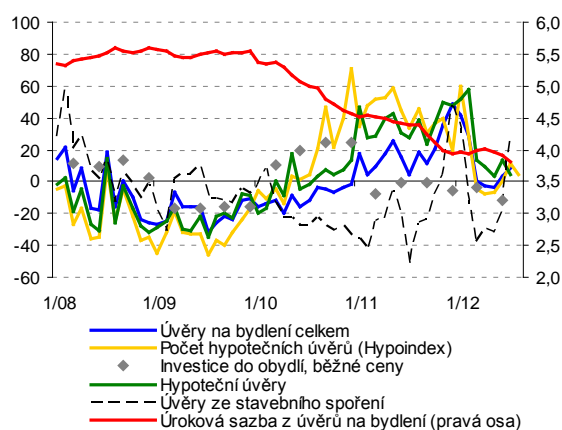
bydlení, nýbrž za investičním účelem). Přesto se růst nově uzavřených úvěrů na bydlení v červenci meziročně zvýšil. Více rostly nové úvěry ze stavebního spoření, zatímco dynamika růstu nových hypoték se snížila. Dle Hypoindexu méně meziročně rostl objem a počet hypoték i v srpnu. Současně dle Hypoindexu banky dále ztraktivňují nabídky refinancování starých hypoték. Zájem domácností se v posledních měsících koncentroval na nové úvěry s fixací úrokové sazby od jednoho roku do pěti let (mají podíl zhruba 53 %), zatímco podíl nových úvěrů s pohyblivou či fixní sazbou do jednoho roku klesl (na cca 26 %, podíl úvěrů s pohyblivou a fixní sazbou do tří měsíců se snížil na cca 23 %).

**Spotřebitelské úvěry** od bank přetrvávaly vlivem poklesu spotřeby domácností v meziročním poklesu ve výši cca 1 % (po úpravě o netransakční vlivy tyto úvěry slabě rostly, a to o 1,5 %). Toky spotřebitelských úvěrů byly nadále poměrně nízké. Navíc banky v důsledku nárůstu rizika zvýšily úrokové sazby z nových spotřebitelských úvěrů (viz dále).

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



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



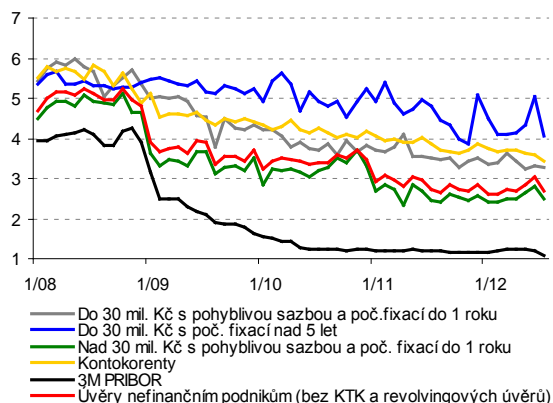
Od počátku letošního roku bylo zpomalování tempa růstu úvěrů doprovázeno pozvolným snižováním podílu nesplácených podnikových úvěrů, zatímco podíl **nesplácených úvěrů** domácností určených k financování spotřeby vzrostl. Podíl úvěrů se selháním na celkových úvěrech tak dosáhl v červenci u nefinančních podniků 7,8 % a u domácností 5,2 % (u spotřebitelských úvěrů činil 12,3 % a u úvěrů na bydlení 3,3 %).

### 5.3. Klientské úrokové sazby

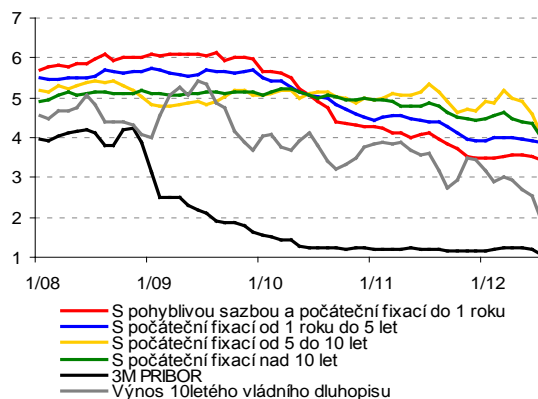
**Klientské úrokové sazby z nových úvěrů** se v červenci vyvíjely diferencovaně, když u podnikových úvěrů a u úvěrů na bydlení se snížily, zatímco u spotřebitelských a ostatních úvěrů domácnostem vzrostly. Tržní úroková sazba 3M PRIBOR přitom poklesla v červenci vlivem červnového snížení repo sazby ČNB o 15 b.b. na 1,1 %, výnos desetiletého vládního dluhopisu propadl o výrazných 54 b.b. na 2 % a sazba 5R IRS poklesla o 6 b.b. na 1,4 %.

**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** po zvýšení zaznamenaném ve druhém čtvrtletí tohoto roku následně v červenci poklesla o 33 b.b. na 2,7 %. Snižovaly se krátkodobé i dlouhodobé sazby, a to u některých typů úvěrů výrazněji než sazby finančního trhu. To bylo zaznamenáno zejména u sazeb z velkých úvěrů, u kterých došlo ke korekci předchozího zvýšení klientské rizikové prémie (pokles sazby z velkých úvěrů dosáhl 32 b.b. oproti snížení 3M PRIBORu o 15 b.b.). Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami se tak u těchto úvěrů snížilo, zatímco u malých úvěrů na rozdíl od předchozího čtvrtletí lehce vzrostlo. Sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů se rovněž dále pozvolna snižovala. Sazby z podnikových úvěrů se v ČR pohybují okolo průměrných sazeb eurozóny.

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



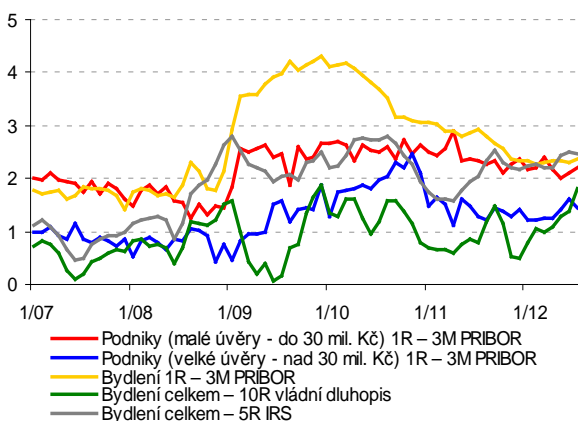
## Úrokové sazby z úvěrů na bydlení (nové obchody, v %)



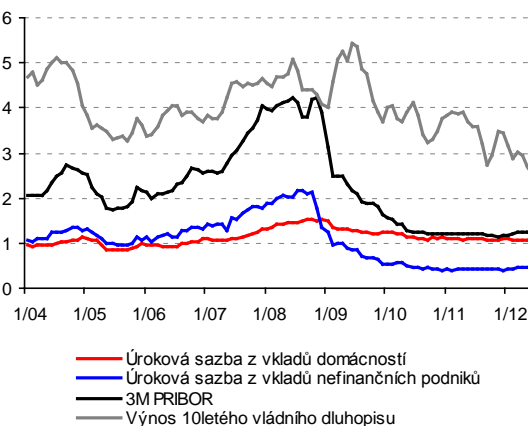
U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** po mírném zvýšení na počátku tohoto roku v červenci rovněž snížila, a to o 9 b.b. na 3,8 %, čímž dosáhla nejnižší hodnoty za posledních několik let. Pohyblivá či fixní sazba do jednoho roku poklesla o 7 b.b., sazba s fixací od jednoho roku do pěti let o 2 b.b. a sazby s delšími fixacemi nad pět let se snížila výrazněji v rozmezí 30–40 b.b. Pokles sazeb z úvěrů na bydlení byl mírnější než u sazeb finančního trhu. Dle Hypoindexu však některé banky snižovaly sazby z hypoték následně i v srpnu.<sup>31</sup> **Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** se naopak dále zvyšovala a v červenci dosáhla 14,5 %. Oproti konci loňského roku se sazba zvýšila o téměř 1 p.b. především v důsledku nárůstu rizika u těchto úvěrů. Obdobně se vyvíjela sazba u úročeného úvěru z kreditních karet (23,5 %) při snížení sazby z kontokorentních a revolvingových úvěrů (na 14,2 %). Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a 3M PRIBOREM v podmínkách klesajících reálných mezd a zvýšené nezaměstnanosti vzrostlo.<sup>32</sup>

**Úrokové sazby z nových vkladů** se v průměru v letošním roce výrazněji neměnily, v červenci zaznamenaly slabý pokles. Průměrná sazba z vkladů domácností dosáhla 1 % a u podnikových vkladů 0,4 %. V jejich struktuře poklesla sazba z termínovaných vkladů s dohodnutou splatností do dvou let i nad dva roky.

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



## Úrokové sazby z vkladů (nové obchody, v %)



<sup>31</sup> V eurozóně sazby z úvěrů na bydlení rovněž mírně poklesly na cca 3–4 %.

<sup>32</sup> V eurozóně úrokové sazby ze spotřebitelských úvěrů rostly a pohybují se v rozmezí 6–8 %; u kreditních karet dosahují cca 17 % a u kontokorentních a revolvingových úvěrů 8,1 %.

## V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

Úrokové sazby se ve všech splatnostech snížily na nová historická minima. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za dosavadní průběh 3.Q 2012 je lehce výše v porovnání s prognózou. Kurz koruny převážně posiloval, v průměru za dosavadní průběh 3.Q 2012 je o 1,6 % silnější oproti prognóze. Aktuálně se kurz pohybuje na ještě silnějších hodnotách.

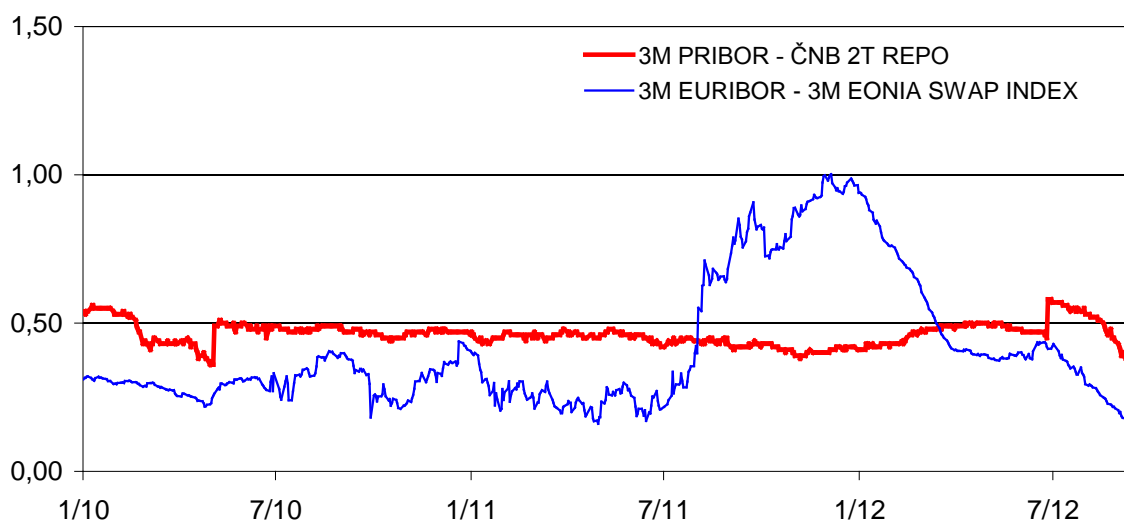
### Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	3.Q 2012 – zákl. scénář	3.Q 2012 – skut. *	19.9. – skut.
3M PRIBOR	0,8	1,0	0,9
Kurz – CZK/EUR	25,5	25,1	24,9

\* průměr za čtvrtletí do 19.9.2012

### 1 Domácí úrokové sazby

Úrokové sazby PRIBOR po srpnovém měnověpolitickém zasedání BR postupně klesaly, přestože BR nepřikročila ke snížení sazeb ČNB implikovanému prognózou. V nejkratších splatnostech byl pozorován pokles v řádu setin, ve splatnostech 6M až 1R dosáhl 0,2 p.b. Průměrná výše sazby **3M PRIBOR** za dosavadní průběh 3.Q 2012 (do 19.9.) činila 1 %, tj. byla lehce výše než hodnota pro aktuální čtvrtletí dle stávající prognózy. Výnosová křivka peněžního trhu má pozitivní sklon, rozpětí 1R PRIBOR – 3M PRIBOR aktuálně dosahuje 0,4 p.b. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba v průměru dosahuje 0,5 p.b., což je zhruba v souladu s předpokladem prognózy z 5.SZ. Aktuální hodnota tohoto rozpětí se ovšem pohybuje pod 0,4 p.b., v čemž se zřejmě odráží korekce předchozího nárůstu po červnovém snížení 2T repo sazby, očekávání jejího dalšího poklesu a snížení obdobného rozpětí v eurozóně (viz následující graf).



**Sazby FRA** se postupně snižovaly ve všech splatnostech (o 0,2 až 0,3 p.b.), a podstatně se tak přiblížily k trajektorii konzistentní se stávající prognózou (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí). Tržní výhled 3M sazeb FRA se v celém horizontu pohybuje již jen lehce nad touto trajektorií. Pokles sazeb FRA byl ovlivněn zesilujícím očekáváním ohledně snížení klíčových sazeb ČNB, makroekonomickými údaji potvrzujícími útlum české ekonomiky a nízkým výhledem úrokových sazeb v eurozóně. Uvedené faktory se promítly i do poklesu **úrokových sazeb s delší splatností**, které také dosáhly nových historických minim. Nadále



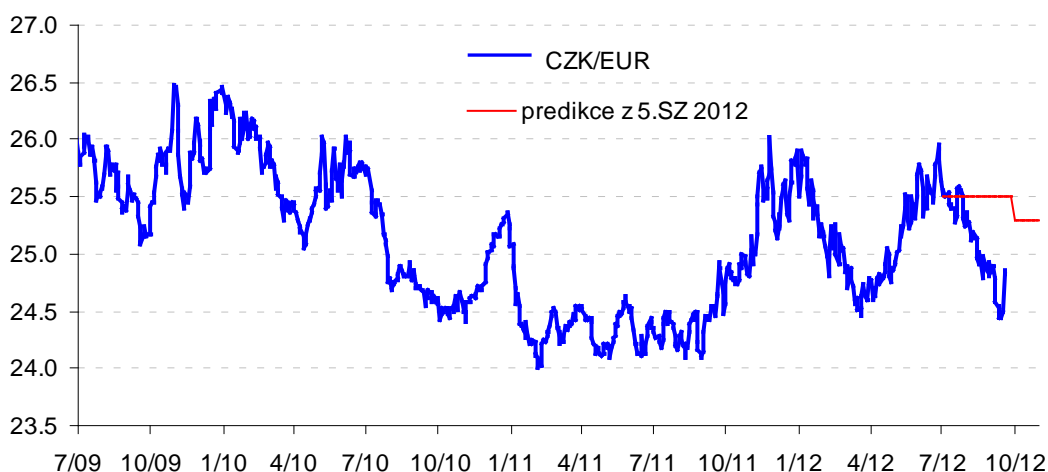
v tomto směru působily i vnější faktory: nejistota spojená s dalším vývojem v eurozóně a zveřejňovaná makrodata v hlavních ekonomikách potvrzující zpomalování globálního růstu. Celkově se sazby IRS od začátku roku snížily až o 0,6 p.b., přičemž největší pokles byl zaznamenán ve středních a nejdelších splatnostech.

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

## 2 Devizový kurz

V průběhu července a srpna a v první zářijové dekádě 2012 měla koruna tendenci postupně posilovat z hodnot kolem 25,6 CZK/EUR na počátku čtvrtletí až na 24,5 CZK/EUR na konci sledovaného období. V tomto období byla koruna nejrychleji posilující směnitelnou měnou. V dosavadním průběhu 3.čtvrtletí činila průměrná hodnota 25,1 CZK/EUR. Ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím se v průměru jednalo o mírné posílení kurzu koruny vůči euru o cca 0,5 %; oproti 3.čtvrtletí 2011 však byla koruna v dosavadním průběhu čtvrtletí slabší o cca 2,9 %. Oproti předpovědi z 5.SZ na 3.čtvrtletí 2012 (25,5 CZK/EUR) byla koruna silnější o cca 1,6 %. Kurz na konci sledovaného období je ještě silnější.

### Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



K posílení kurzu koruny ve 3.čtvrtletí 2012 rozhodující měrou přispělo zmírnění pesimismu finančních trhů ohledně budoucího vývoje v EU. To bylo spojeno prakticky výhradně s očekáváním opětovného zahájení nákupu dluhopisů zemí s omezenou schopností tržního financování ze strany ECB. Ta nakonec rozhodla o „nelimitovaném“ nákupu krátkodobých dluhopisů (se splatností do 3 let). Nákup dluhopisů je však podmíněn žádostí příslušné země o pomoc z fondů EFSF/ESM a dodržováním stanovených podmínek pomoci. Vlivem zlepšeného sentimentu finančních trhů koruna posilovala i přesto, že reálná ekonomická situace v eurozóně (a tedy i poptávka po dovozech) se ve 3.čtvrtletí postupně zhoršovala (dílní statistické údaje signalizují slábnutí poptávky i průmyslové výroby a neschopnost Řecka, Portugalska, Španělska vlivem hospodářského poklesu snižovat deficity dohodnutým resp. deklarovaným způsobem).