

V Praze dne 14. prosince 2012

Č.j.: 2012 / 1026 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

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

**Stručný obsah – důvod předložení:**

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

**Část I**

Předkládací zpráva

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

Sekce bankovních obchodů  
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

**Část II**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

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

Petr Vojtíšek, Petr Král, Tibor Hlédik,  
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,  
Kateřina Šmídková, Kamil Galuščák

**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.

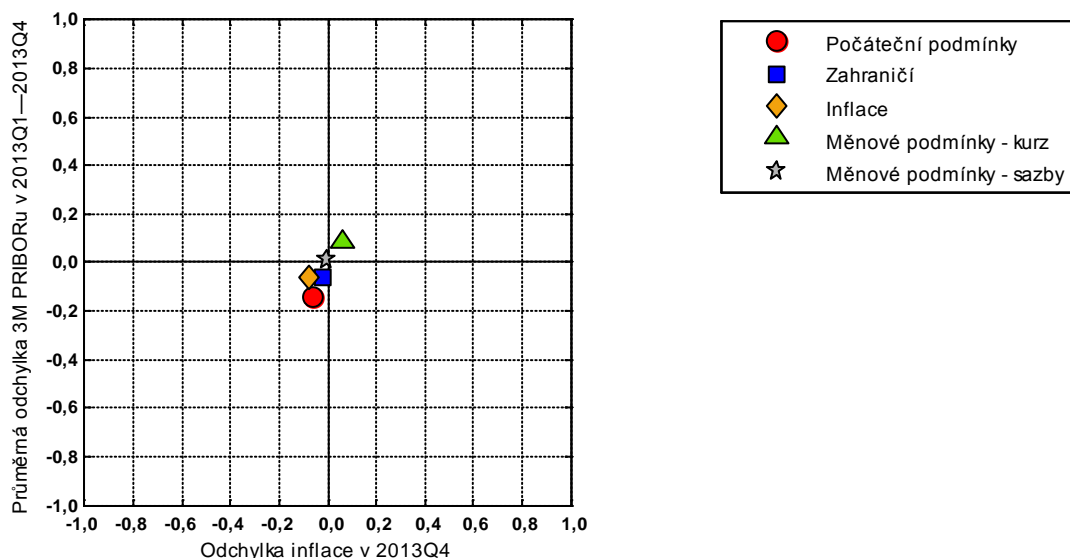
## O B S A H

|   |           |
|---|-----------|
| <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 .....   | 5         |
| <b>II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY .....</b>  | <b>6</b>  |
| 1 Vnější prostředí .....  | 6         |
| 2 Vývoj veřejných rozpočtů .....  | 12        |
| <b>III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN .....</b>   | <b>14</b> |
| 1 Trh práce .....   | 14        |
| 2 Ekonomický růst a jeho složky .....   | 18        |
| 3 Platební bilance .....  | 21        |
| 4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy .....   | 23        |
| Box: Determinanty cen zahraničních agrárních komodit<br>a jejich transmise do českých cen ..... | 27        |
| 5 Peníze a úvěry .....  | 29        |
| <b>IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH ....</b>                                       | <b>35</b> |
| 1 Domácí úrokové sazby .....  | 35        |
| 2 Devizový kurz .....   | 36        |

**Tabulkové a grafické přílohy**

## I. SHRNUTÍ

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



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu představují v souhrnu protiinflační rizika prognózy, daná kumulací mírných odchylek od prognózy převážně v tomto směru. Nižší vůči prognóze byla domácí ekonomická aktivita, mzdy i inflace. Rovněž působení zahraničí je oproti předpokladům prognózy slabě protiinflační. Domácí úrokové sazby působí neutrálně a jedinou veličinou jdoucí oproti prognóze ze 7.SZ mírně proinflačním směrem je měnový kurz.

Nad rámec simulace GRIPu existují nejistoty spojené s domácím fiskálním vývojem a zhoršujícím se výhledem ekonomické aktivity v eurozóně. Mírně proinflačním rizikem jsou aktuálně vyšší světové ceny agrárních komodit. Celková bilance rizik je tak mírně protiinflační.

U **zahraničních veličin** došlo k opětovnému, avšak již jen nepatrnému, snížení tržního výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR<sup>1</sup> zejména na delším horizontu prognózy. Nadále se předpokládá, že tyto úrokové sazby setrvávají na svých historických minimech až do poloviny příštího roku a poté pozvolna vzrostou k 0,5 % na konci roku 2014. Očekávané tempo růstu zahraniční poptávky je v příštím roce o 0,1 p.b. nižší, pro rok 2014 se nemění. Zahraniční ceny výrobců jsou přehodnoceny na téměř celé prognóze nepatrně směrem nahoru (o 0,1 p.b.). Celkově bod „Zahraničí“ působí v simulaci GRIPu nepatrně protiinflačně.

**Trh práce** vykazuje známky ochlazení. Celková zaměstnanost sice vykázala i ve třetím čtvrtletí 2012 mírný růst, ovšem počet zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky naopak poklesl. Při rostoucí pracovní síle navíc obecná míra nezaměstnanosti vzrostla. Mírný nárůst ve čtvrtém čtvrtletí zaznamenala i registrovaná míra nezaměstnanosti. Sezonně očištěná mzda v podnikatelské sféře ve třetím čtvrtletí zpomalila na 2 % meziročně, což je méně než

<sup>1</sup> Aktuální výhled zahraničního vývoje je založen na publikaci Consensus Forecasts (CF11) z 12. listopadu (efektivní HDP, CPI, PPI a kurz USD/EUR) a tržních výhledech (3M EURIBOR, cena ropy Brent) zpracovaných k 4. prosinci. CF12 nebyl v době zpracování 8.SZ ještě publikován.

predikce (2,3 %). V nepodnikatelské sféře meziroční růst mezd stagnoval na hodnotě 2,3 % a byl oproti prognóze mírně nižší. Národohospodářská produktivita práce ve sledovaném období nadále výrazně klesala, a to především vlivem poklesu přidané hodnoty při mírném růstu zaměstnanosti. Nominální jednotkové mzdové náklady i přes zpomalení dynamiky mezd setrvaly v růstu vlivem prohlubujícího se poklesu přidané hodnoty.

Data **národních účtů** za třetí čtvrtletí 2012 naznačují, že se česká ekonomika nachází v hlubší recesi oproti prognóze. Reálný HDP klesl meziročně o 1,3 %. Stejně jako v předchozím čtvrtletí přitom vykázal kladný příspěvek k meziročnímu vývoji HDP pouze čistý vývoz. Příspěvek spotřeby vlády byl nulový a ostatní složky přispěly záporně. Oproti prognóze ze 7.SZ byla dynamika HDP o 0,5 p.b. nižší, když nižší než očekávaný příspěvek čistého vývozu byl jen z části vykompenzován méně negativním příspěvkem ostatních výdajových složek. Současně došlo k revizi čtvrtletních národních účtů od roku 2009 a u jejich jednotlivých výdajových složek na celé historii. Koincidenční indikátory na začátku posledního čtvrtletí letošního roku naznačují pokračující útlum ekonomiky v sektoru průmyslu i stavebnictví. Dílčím pozitivním signálem je pouze mírné zrychlení růstu zahraničních zakázek a znovuoživení růstu domácích zakázek v průmyslu.

Celkově tak bod **počáteční podmínky** v GRIPu představuje mírně protiinflační riziko, a to jak z titulu slabšího růstu mezd, tak i hlubšího poklesu ekonomické aktivity. Nad rámec GRIPu přetrvávají obousměrná **rizika ve fiskální oblasti** týkající se definitivního schválení vládních daňových opatření a výše fiskálního multiplikátoru.

Hodnota celkové meziroční **inflace** za listopad letošního roku je oproti prognóze ze 7.SZ o 0,3 p.b. nižší. Tento rozdíl je dán především pomalejším růstem cen pohonných hmot a regulovaných cen i nižší korigovanou inflací bez pohonných hmot. Naproti tomu ceny potravin jsou vůči prognóze mírně vyšší. Zároveň je nepatrně vyšší výhled růstu regulovaných cen na rok 2013 vlivem vyšších cen dodávky plynu pro domácnosti. Bod „Inflace“ v GRIPu tak v souhrnu leží ve slabě protiinflační poloze. Nad rámec simulace v GRIPu jsou rizikem krátkodobé prognózy aktuálně vyšší světové ceny agrárních komodit. Prognóza nadále předpokládá zvýšení obou sazeb DPH o 1 p.b. od ledna 2013 s primárním dopadem do inflace cca 0,7 p.b., toto opatření však stále nebylo definitivně schváleno.

Průměr **úrokové sazby 3M PRIBOR** za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí 2012 činí 0,6 %. Tato hodnota je jen lehce výše ve srovnání se stávající prognózou ze 7.SZ, v simulaci GRIPu se proto bod „úrokové sazby“ nachází takřka ve středu souřadnicového systému. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí činí v průměru 0,5 p.b., což je v souladu s předpokladem prognózy. Aktuální hodnota tohoto rozpětí je 0,46 p.b.

Dosavadní průměr **měnového kurzu** za čtvrté čtvrtletí dosahuje zhruba 25,2 CZK/EUR, a je tak oproti prognóze (24,9 CZK/EUR) zhruba o 1 % slabší. Kurzový bod v GRIPu se proto nachází v mírně proinflační poloze.

## 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 nad 2% vlivem očekávaného dopadu zvýšení obou sazeb DPH v příštím roce, mírně nad inflačním cílem analytici očekávají inflaci i v tříletém horizontu. Všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb na prosincovém zasedání bankovní rady. Tržní výhled úrokových sazeb je zhruba stabilní a v celém horizontu se pohybuje mírně nad prognózou ČNB.

Ke dni odevzdání 8.SZ nebylo publikováno žádné prosincové šetření, na základě kterého by bylo možné provést standardní srovnání s prognózou ze 7.SZ. Využíváme proto údaje za listopad, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 14.11.), Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 12.11.) a Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 19.11.).<sup>2</sup>

### Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

| HDP (%) | rok 2012 |      |      | rok 2013 |      |      |
|---------|----------|------|------|----------|------|------|
|         | ČNB      | IOFT | EECF | ČNB      | IOFT | EECF |
| 8/12    |          | -0,7 | -0,7 |          | 1,2  | 1,1  |
| 9/12    |          | -0,9 | -0,8 |          | 1,1  | 1,0  |
| 10/12   | -0,9     | -0,8 | -0,9 | 0,2      | 0,6  | 0,9  |
| 11/12   |          | -1,0 | -1,0 |          | 0,7  | 0,6  |

| mzdy (%) | rok 2012 |      |      | rok 2013 |      |      |
|----------|----------|------|------|----------|------|------|
|          | ČNB      | IOFT | EECF | ČNB      | IOFT | EECF |
| 8/12     |          | 2,8  | 2,9  |          | 3,3  | 2,9  |
| 9/12     |          | 2,6  | 2,6  |          | 3,0  | 2,8  |
| 10/12    | 2,6      | 2,5  | 2,6  | 2,4      | 2,8  | 2,8  |
| 11/12    |          | 2,6  | 2,5  |          | 2,7  | 2,5  |

| kurz CZK/EUR | aktuální čtvrtletí |      | horizont 1R |      |      |
|--------------|--------------------|------|-------------|------|------|
|              | ČNB                | FECF | ČNB         | IOFT | FECF |
| 8/12         |                    | 25,3 |             | 24,5 | 25,2 |
| 9/12         |                    | 25,1 |             | 24,4 | 24,9 |
| 10/12        | 24,9 (4Q12)        | 25,0 | 25,2        | 24,5 | 24,7 |
| 11/12        |                    | 25,2 |             | 24,9 | 25,0 |

| inflace (%) | horizont 1R |      |         | horizont 3R |         |
|-------------|-------------|------|---------|-------------|---------|
|             | ČNB         | IOFT | podniky | IOFT        | podniky |
| 8/12        |             | 2,5  |         | 2,2         |         |
| 9/12        |             | 2,5  | 2,5     | 2,3         | 3,1     |
| 10/12       | 2,3 (4Q13)  | 2,4  |         | 2,2         |         |
| 11/12       |             | 2,5  |         | 2,2         |         |

| úrokové sazby (%) | horizont 1R   |              |               |                |                 |
|-------------------|---------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|
|                   | ČNB 2T REPO   | IOFT 2T REPO | ČNB 3M PRIBOR | EECF 3M PRIBOR | IOFT 12M PRIBOR |
| 8/12              |               | 0,3          |               | 0,8            | 1,5             |
| 9/12              |               | 0,3          |               | 0,8            | 1,3             |
| 10/12             | -0,2 * (4Q13) | 0,2          | 0,2 (4Q13)    | 0,7            | 1,2             |
| 11/12             |               | 0,1          |               | 0,5            | 1,0             |

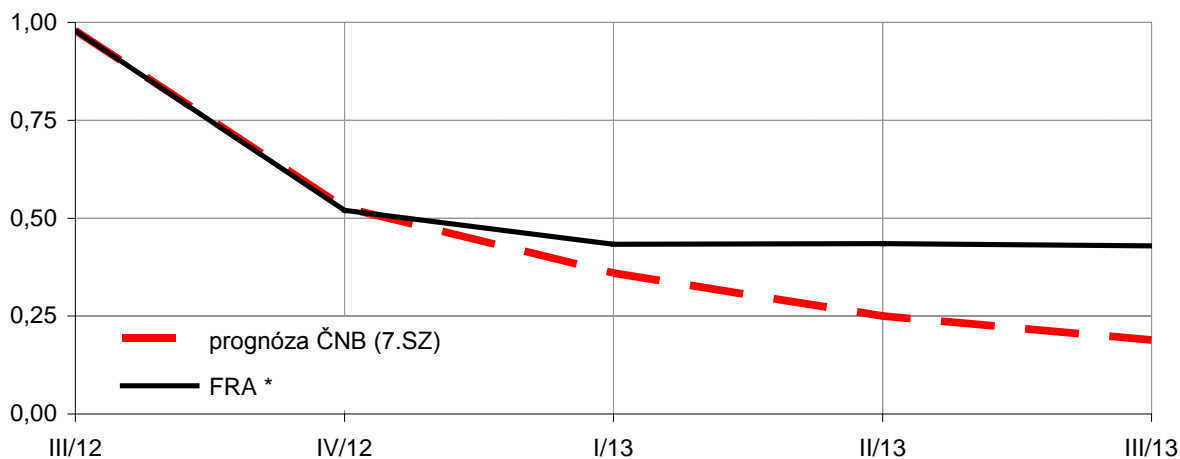
\* prognóza implikuje na části horizontu (při uvažovaném rozpětí sazeb na peněžním trhu) hypoteticky zápornou úroveň repo sazby

<sup>2</sup> Údaje z prosincového šetření IOFT a FECF budou uvedeny v MPD.

Analytici předpokládají pokles **HDP** v letošním roce, v příštím roce by ekonomika měla mírně růst. V souvislosti s nižším analyticky odhadovaným růstem ekonomiky oproti jejich prognózám v minulých měsících se snižuje také výhled **mezd**. Tempo jejich růstu by v příštím roce mělo přibližně stagnovat na úrovni letošního roku. Převážně domácí analytici oslovení v listopadu v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu o 1,1 % silnější **kurz** vůči současným hodnotám (průměr za 4.Q 2012 do 12.12. činí 25,2 CZK/EUR), převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF pak kurz silnější o 0,8 %. **Inflační očekávání** se v ročním i tříletém horizontu pohybují mírně nad 2% inflačním cílem (v ročním horizontu se v prognózovaných hodnotách odráží analyticky očekávaný dopad zvýšení obou sazeb DPH). Na prosincovém zasedání BR ČNB všech jedenáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT předpokládá stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. V ročním horizontu se jejich odhady repo sazby pohybují v rozmezí 0,05 až 0,50 %.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s trajektorií sazeb konzistentní s prognózou ČNB. **Výhled sazeb FRA** je zhruba stabilní a odpovídá očekávání technicky nulových měnověpolitických sazeb při stávající výši prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tak pohybuje mírně nad prognózou ČNB, která implikuje pokles měnověpolitických sazeb do záporných hodnot.

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



\* kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 12.12.2012

### 3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

|  |        | meziročně v %  |            |
|--|--------|----------------|------------|
|  |        | predikce 7. SZ | skutečnost |
| Hrubý domácí produkt (s.o.)                                      | III/12 | -0,8           | -1,3       |
| Výdaje domácností na konečnou spotřebu (s.o.)                    | III/12 | -2,7           | -2,4       |
| Výdaje vlády na konečnou spotřebu (s.o.)                         | III/12 | -0,5           | 0,0        |
| Tvorba hrubého kapitálu (s.o.)                                   | III/12 | -10,1          | -9,4       |
| Hrubá tvorba fixního kapitálu (s.o.)                             | III/12 | 0,2            | -2,3       |
| Změna stavu zásob a cenností (příspěvky do mizr. růstu v p.b.)   | III/12 | -2,7           | -1,8       |
| Vývoz zboží a služeb (s.o.)                                      | III/12 | 1,2            | 4,7        |
| Dovoz zboží a služeb (s.o.)                                      | III/12 | -3,3           | 1,6        |
| Vývoz zboží (přeshraniční statistika)                            | 10/12  | 6,4 (Q)        | 7,5        |
| Dovoz zboží (přeshraniční statistika)                            | 10/12  | 3,0 (Q)        | 8,2        |
| Obchodní bilance (přeshraniční statistika) (mld. Kč)             | 10/12  | 85,0 (Q)       | 33,0       |
| Běžný účet platební bilance (mld. Kč)                            | 10/12  | .              | -16,1      |
| Finanční účet platební bilance (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč) | 10/12  | .              | 23,7       |
| Index spotřebitelských cen                                       | 11/12  | 3,0            | 2,7        |
| Ceny průmyslových výrobců  | 10/12  | 1,4 (Q)        | 1,9        |
| Ceny zemědělských výrobců  | 10/12  | 11,1 (Q)       | 12,5       |
| Vývozní ceny   | III/12 | 3,2            | 3,3        |
| Dovozní ceny   | III/12 | 4,6            | 4,7        |
| Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)     | 11/12  | 9,0 (Q)        | 9,0        |
| z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči              | 11/12  | .              | 8,7        |
| Obecná míra nezaměstnanosti - věk 15-64 let, metodika ILO (ČSÚ)  | III/12 | 7,0            | 7,0        |
| Celková zaměstnanost v NH - VŠPS                                 | III/12 | 0,1            | 0,5        |
| z toho: zaměstnanci včetně členů produkčních družstev            | III/12 | -0,6           | 0,3        |
| ostatní  | III/12 | 3,5            | 1,4        |
| Průměrná nominální mzda  | III/12 | 2,4            | 1,4        |
| Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře                    | III/12 | 2,3            | 1,3        |
| Průměrná nominální mzda v nepodnikatelské sféře                  | III/12 | 2,5            | 2,3        |
| Průměrná nominální mzda v průmyslu                               | 10/12  | .              | 4,5        |
| Průměrná nominální mzda ve stavebnictví                          | 10/12  | .              | 5,4        |
| Peněžní zásoba (M2)  | 10/12  | 5,7 (Q)        | 5,5        |
| Průmyslová produkce (s.o.)                                       | 10/12  | .              | -2,8       |
| Stavební produkce (s.o.)   | 10/12  | .              | -7,3       |
| Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu (s.o.)        | 10/12  | .              | -2,6       |

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



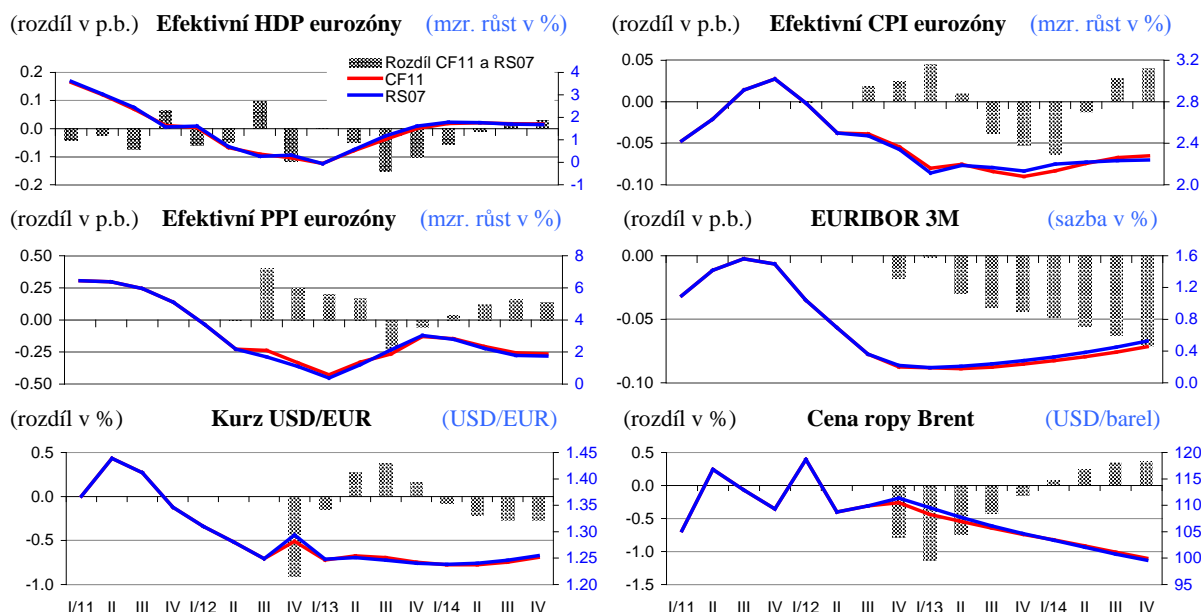
## II. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

### 1 Vnější prostředí

Výhled vývoje vnějšího prostředí zůstává zhruba v souladu s předpoklady velké situační zprávy. V letošním i příštím roce je očekáváno pouze mírné tempo hospodářského růstu v efektivní eurozóně, ke znatelnějšímu oživení by mělo z celoročního pohledu dojít až v roce 2014. Výhled inflace spotřebitelských cen se pohybuje mírně nad 2% úrovní a očekávaná trajektorie ceny ropy Brent má klesající trend. 3M EURIBOR by měl zůstat v následujících čtvrtletích na svých historických minimech a poté velmi pozvolna růst. Zároveň je očekáváno oslabení eura vůči americkému dolaru v nejbližším čtvrtletí a jeho následná stabilita.

#### 1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Aktuální předpověď zahraničního vývoje (HDP, CPI a PPI v efektivním vyjádření a kurzu USD/EUR) je založena na průzkumu Consensus Forecasts z 12. listopadu 2012 (CF11)<sup>3</sup>. Scénář sazeb 3M EURIBOR a ceny ropy Brent a benzínu je sestaven na základě tržních výhledů k datu 4. prosince 2012.



Doposud známé výsledky meziročního růstu **efektivního ukazatele HDP eurozóny** za třetí čtvrtletí 2012 ukazují na mírně vyšší (o 0,1 p.b.) růst ve srovnání s očekáváním RS07. Nicméně výhled pro zbytek letošního roku a pro rok 2013 je naopak mírně (o 0,1 p.b.) nižší, než předpokládal RS07. V případě výhledu na rok 2014 nedošlo k žádné změně. V roce 2012 a 2013 by tak měl hospodářský růst dosáhnout úrovně 0,7 % a až v roce 2014 by měla ekonomika efektivní eurozóny zrychlit svou dynamiku na 1,7 %.

Také výhled **efektivního růstu cen průmyslových výrobců eurozóny** (PPI) se oproti RS07 příliš neliší. Výhled zohledňuje především volatilní vývoj cen energetických komodit během letošního roku. Na celém horizontu výhledu aktuálně dochází k mírnému zvýšení očekávaného růstu výrobních cen o 0,1 procentního bodu. Meziroční růst cen průmyslových

<sup>3</sup> CF12 bude k dispozici až 14. prosince, proto nemohl být do textu SZ zpracován. Bude však zohledněn v MPD a při prezentaci na jednání bankovní rady.

výrobců by měl dosáhnout svého minima v prvním čtvrtletí 2013 s hodnotou přibližně 0,6 % a poté ve zbytku roku opět zamířit vzhůru nad 2% hranici, kde by se měl udržet i v prvním pololetí 2014.

**Efektivní inflace spotřebitelských cen eurozóny (CPI)** je prakticky v souladu s RS07, takže v letošním roce by se mělo tempo růstu spotřebitelských cen pohybovat okolo 2,5 %. V roce 2013 a 2014 by měla inflace poklesnout, avšak stále se bude pohybovat nad 2% úrovní.

U tržního výhledu **úrokových sazeb 3M EURIBOR** došlo k jeho dalšímu lehkému snížení (o 7 bazických bodů) na delším konci prognózy. 3M EURIBOR by se tak měl na svých historických minimech okolo 0,2 % udržet až do poloviny příštího roku a poté pozvolna růst k 0,5 % na konci roku 2014. Analytici v CF11 ve srovnání s výhledem na základě tržních sazeb očekávají mírně vyšší 3M EURIBOR. Zároveň CF11 předpokládá snížení refinanční sazby ECB o 0,25 procentních bodů na 0,5 % v prvním čtvrtletí 2013.

Očekávaná hodnota **měnového kurzu amerického dolaru vůči euru** zůstává na horizontu prognózy beze změny na úrovni RS07, a to i přes aktuálně mírně slabší hodnotu kurzu eura oproti RS07 ve čtvrtém čtvrtletí 2012. V případě kurzu eura je tak i nadále předpokládáno oslabení k 1,25 USD/EUR v prvním čtvrtletí 2013 a následná stabilita kurzu na této hodnotě po zbytek horizontu prognózy.

Výhled **dolarové ceny ropy Brent** se posouvá zejména v nejbližších dvou čtvrtletích nepatrně směrem dolů, po zbytek horizontu prognózy však zůstává nezměněn. Sklon futures křivky zůstává i nadále klesající, tj. u ceny ropy Brent se očekává pokles z aktuálních hodnot na přibližně 100 USD/b na konci roku 2014.

## 1.2 Eurozóna

Mezičtvrtletní **pokles HDP eurozóny** se ve třetím čtvrtletí 2012 zmírnil na 0,1 % z 0,2 % ve druhém čtvrtletí. Po oslabení ve druhém čtvrtletí se v následujícím čtvrtletí spotřeba domácností stabilizovala, snižování investic se zmírnilo a také příspěvek čistého vývozu byl kladný. Pokles investic do zásob a vládní spotřeby naopak působily proti zlepšování hospodářského vývoje. Meziroční ekonomický pokles se ve třetím čtvrtletí mírně prohloubil na -0,6 % zejména v důsledku hlubšího propadu investic a spotřeby domácností. CF11 nezměnil proti CF10 své očekávání celoročního 0,5% hospodářského oslabení, a tím implicitně prohloubení mezičtvrtletního poklesu ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku. Pokračování negativního trendu potvrzuje i nepříznivý vývoj průmyslové výroby, maloobchodního obrátu a nezaměstnanosti.

CF11 mírně zhoršil svůj **výhled hospodářského růstu** v příštím roce z 0,2 % na stagnaci. CF11 je proti CF10 pesimističtější zejména pokud jde o osobní spotřebu a fixní investice. Obdobné prognózy představily také EK a MMF. Prosincová predikce ECB se proti CF11 liší hlavně ve výhledu na příští rok, jejíž střed znamená pokles HDP o 0,3 %.

V listopadu se **snížila inflace** spotřebitelských cen o 0,3 procentního bodu na 2,2 %. Na tento vývoj mělo největší vliv zpomalení růstu cen energií. Podle CF11 inflace od čtvrtého čtvrtletí letošního roku klesne a následně po celý rok 2013 zůstane pod 2% hranicí. Rada guvernérů ECB ponechala na svém zasedání 6. prosince svou základní sazbu na úrovni 0,75 %. ECB předpokládá, že se inflace v příštím roce sníží pod 2 % (její prosincová predikce růstu cen je proti CF11 o 0,3 procentního bodu nižší) a vzhledem k hospodářskému poklesu v letošním i příštím roce nevidí nebezpečí nárůstu inflačních tlaků. Vývoj peněžních agregátů (meziroční

růst M3 se v říjnu zvýšil na 3,9 % pouze v důsledku přechodných operací) a úvěrů soukromému sektoru (v říjnu pokračoval pokles o 0,4 %) potvrzuje názor Rady guvernérů, že obnovení inflačních tlaků ve střednědobém horizontu není pravděpodobné.

**V eurozóně** došlo v poslední době k řadě významných událostí. Ratingová agentura Moody's snížila 20. listopadu hodnocení dlouhodobých závazků Francie o jeden stupeň z AAA na AA1. Důvodem byl nepříznivý dlouhodobý ekonomický výhled vzhledem k přetrvávajícím strukturálním nepružnostem a zhoršování francouzské konkurenceschopnosti. V návaznosti na to agentura Moody's navíc snížila 3. prosince o jeden stupeň i hodnocení záchranných fondů EFSF a ESM.

**Zasedání ministrů financí Eurogroup** konstatovalo 26. listopadu, že Řecko plní dohody, ke kterým se zavázalo při jednání s „Trojkou“ (EK, ECB, MMF), a pro Řecko byly uvolněny prostředky ve výši 43,7 mld. EUR (34,4 mld. v prosinci 2012 a 9,3 mld. během prvního čtvrtletí 2013). Eurogroup se dohodla na dalších opatřeních na podporu řecké ekonomiky s cílem zajistit, aby podíl dluhu na HDP nepřesáhl v roce 2020 úroveň 124 %. Konkrétně jde o snížení úrokové sazby z bilaterálních úvěrů poskytnutých zeměmi eurozóny o 1 procentní bod a úrokové sazby z úvěrů poskytnutých z fondu EFSF o 0,1 procentního bodu. Dále bude prodloužena splatnost úvěrů poskytnutých zeměmi eurozóny a fondem EFSF o 15 let a prvních 10 let nebudou úvěry úročeny, ECB a národní centrální banky se zřeknou výnosů z řeckých vládních dluhopisů, které vlastní a Řecko obdrží z EFSF 10 mld. EUR na nákup svých vládních dluhopisů za přibližně jednu třetinu jejich nominální ceny, čímž se řecké zadlužení vůči privátnímu sektoru sníží o zhruba 30 mld. EUR.

**EK schválila** 28. listopadu restrukturalizaci čtyř španělských bank, které obdrží pomoc ve výši 37 mld. EUR. Další 2,5 mld. EUR je určeno pro tzv. „špatnou banku“, která bude přebírat od ostatních peněžních ústavů toxická realitní aktiva a nesplácené úvěry.

Mezičtvrtletní i meziroční **tempo růstu německé ekonomiky** se ve třetím čtvrtletí letošního roku mírně snížilo o 0,1 procentního bodu na 0,2 % resp. na 0,9 %, ale ve srovnání s poklesem hospodářské aktivity v celé eurozóně zůstává vývoj v Německu relativně příznivý. Snížení domácí poptávky (hlavně fixních investic a zásob) bylo převáženo kladným příspěvkem čistého vývozu. Při poklesu vývozu do EU se rychle zvyšoval zejména vývoz do Spojených států a Asie. CF11 pro celý letošní rok očekává růst HDP o 0,8 %, což pro letošní čtvrté čtvrtletí implikuje další, tentokrát však výraznější zpomalení mezičtvrtletního hospodářského růstu nebo jeho překmitnutí do poklesu. Výhled ekonomického růstu podle CF11 pro příští rok je rovněž 0,8 %. Obdobné predikce pro oba roky prezentovaly také německá vláda, EK a MMF. Bundesbanka snížila svůj výhled na letošní rok o 0,3 procentního bodu na 0,7 %. Zásadním způsobem upravila také svou predikci na příští rok – z růstu 1,6 % na 0,4 %. Nepříznivý výhled pro čtvrté čtvrtletí je podporován též říjnovým meziměsíčním i meziročním snížením maloobchodního obrátu, což koresponduje s poklesem ukazatelů spotřebitelské důvěry. Ta se v Německu snižovala již od letošního června a po jejím malém nárůstu v říjnu se její oslabování obnovilo. Indexy PMI v průmyslu a službách v listopadu vzrostly, ale zůstávají pod 50% hranicí. Naději na obnovení nebo posílení ekonomického růstu podpořily listopadový růst Ifo indexu podnikatelského klimatu a prosincové zvýšení indexu ZEW.

V listopadu mírně poklesla **německá inflace** na hodnotu 1,9 %. Růst cen průmyslových výrobců v důsledku oslabujícího růstu cen energií zpomalil v říjnu na 1,5 %. To se pravděpodobně promítne i do dalšího oslabení spotřebitelské inflace, která by se v průběhu příštího roku měla pohybovat v intervalu 1,8 % až 2 %.

**Slovenská ekonomika** si ve třetím čtvrtletí udržela vysoké mezičtvrtletní (0,6 %) i meziroční (2,5 %) tempo hospodářského růstu, po Estonsku nejvyšší v eurozóně. Podle EECF11, který svůj odhad letošního celoročního růstu HDP zvýšil o 0,2 procentního bodu na 2,4 %, by ve čtvrtém čtvrtletí mělo dojít k mezičtvrtletnímu i meziročnímu zpomalení ekonomické dynamiky. Nasvědčuje tomu oslabující meziroční nárůst průmyslové výroby (ze 17 % na 13 % v září) i meziroční pokles maloobchodního obrátu (o 1,8 % v říjnu). Na oslabení hospodářského růstu ukazují také klesající hodnoty předstihových ukazatelů. Pro příští rok ponechal EECF11 očekávanou úroveň ekonomického růstu na 1,9 %. Obdobné odhady prezentovaly také EK, slovenské Ministerstvo financí a Infostat.

**Inflace na Slovensku** se v říjnu mírně zvýšila na 3,8 % v důsledku rychlejšího nárůstu cen potravin. Naopak došlo ke zvolnění tempa růstu cen energií a administrativně řízených cen. EECF11 očekává pro letošní rok průměrnou inflaci na úrovni 3,6 % a v příštím roce její zpomalení na 2,9 %.

### 1.3 Cena ropy

**Cena ropy Brent** se v průměru vyvíjí zhruba v souladu s předpoklady prognózy, ovšem s krátkodobými výkyvy oběma směry. V první polovině října vzrostla postupně na 116 USD/b a poté opět poklesla až k úrovni 105 USD/b, což byla nejnižší hodnota od konce července. Další pokles ceny ropy byl přerušen na začátku listopadu a následně se cena ropy po zbytek sledovaného období pohybovala v pásmu 108 až 112 USD/b. V dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 činila průměrná cena ropy Brent 110,5 USD/b., což představuje přibližně 1% meziroční nárůst ceny ropy a 0,7% nárůst oproti předchozímu čtvrtletí. V korunovém vyjádření však došlo oproti předchozímu čtvrtletí díky posílení koruny vůči americkému dolaru naopak k poklesu ceny ropy o 2,2 %. Nicméně meziročně byla korunová cena ropy v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí o 4,8 % výše.

Pokles ceny ropy ve druhé polovině října byl způsoben především pesimismem ohledně globálního ekonomického vývoje a dluhové krize v eurozóně a dále především nejistotou před volbami ve Spojených státech spojenou s obavami z možné skokové fiskální restrikce. Na druhou stranu geopolitické tlaky na Blízkém východě, především konflikt v Gaze, tlačily v listopadu cenu ropy směrem nahoru. Podobný efekt měly neplánované výpadky dodávek ze Severního moře. Naopak Hurikán Sandy na východním pobřeží Spojených států měl pouze omezený dopad na cenu ropy a postihl především distribuci ropných produktů.

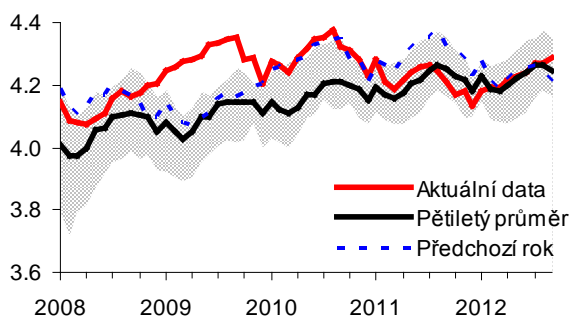
Spolu s průměrnými spotovými cenami v říjnu a listopadu klesaly také **ceny futures kontraktů**, což bylo doprovázeno změnami investičních pozic na ropu. Na začátku listopadu byly ceny ropy Brent na základě futures kontraktů na čtyřměsíčních minimech, u ropy WTI byl výhled dokonce na dvouletých minimech. Tento pokles souvisel se změnami pozic hedgeových fondů a dalších finančních investorů, kteří podle OPEC snížili své čisté dlouhé pozice na ICE a NYMEX burzách kombinovaně o 25 %. Výhled ceny ropy na základě futures kontraktů je tak v horizontu dvou let klesající. Směrem nahoru by však cenu ropy mohl tlačit rychlejší než očekávaný hospodářský růst zemí mimo OECD, úspěšné odvrácení hrozby fiskálního útesu ve Spojených státech nebo další vyostření geopolitické situace na Blízkém východě.

**Rozdíl mezi cenou ropy Brent a WTI** se ve sledovaném období zvýšil, což odráží rizikovou prémii u ropy Brent, která pramení z geopolitické nejistoty na Blízkém východě a severní Africe. Dalším faktorem jsou komplikace v těžbě v Severním moři související s opravami výrobních zařízení. Nízká cena ropy WTI je naopak ovlivněna vysokou produkcí ropy

v Kanadě, rostoucí nabídkou břidlicového plynu a rostoucími nadzemními zásobami ropy ve Spojených státech.

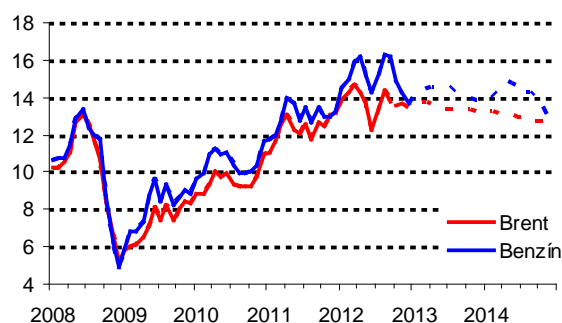
**IEA revidovala** v listopadu predikci poptávky po ropě ve čtvrtém čtvrtletí 2012 směrem dolů o 0,3 mb/d na 90,1 mb/d. Důvodem je další přehodnocení výhledu globálního růstu a také snížená poptávka po ropných produktech na východním pobřeží Spojených států kvůli hurikánu Sandy na konci října. Výhled poptávky byl revidován směrem dolů i pro rok 2013, kdy by měla dosáhnout 90,4 mb/d. Na straně nabídky byla v říjnu produkce zemí OPEC nejnižší za posledních devět měsíců, přičemž zvýšené dodávky z Iráku a Libye nebyly schopny vykompenzovat výpadky v Nigérii. Naproti tomu produkce v zemích mimo OPEC v říjnu významně vzrostla díky obnovení provozu některých těžebních zařízení v Brazílii a v Severním moři po výpadech z důvodu údržby a v Mexickém zálivu po hurikánu Isaac. Zásoby ropy v zemích OECD vzrostly a pohybují se na úrovních dosažených naposledy na konci roku 2010. Mezi zeměmi jsou ale velké rozdíly – zásoby zemí Ameriky a Asie se pohybují nad pětiletým průměrem, zatímco zásoby zemí Evropy se pohybují pod pětiletým průměrem.

#### Vývoj celkových zásob ropy a ropných produktů v zemích OECD (mld. barelů)



Pozn.: Šedá plocha označuje rozpětí hodnot pro daný měsíc v předchozích pěti letech. Modrá čára znázorňuje stav zásob před rokem.

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



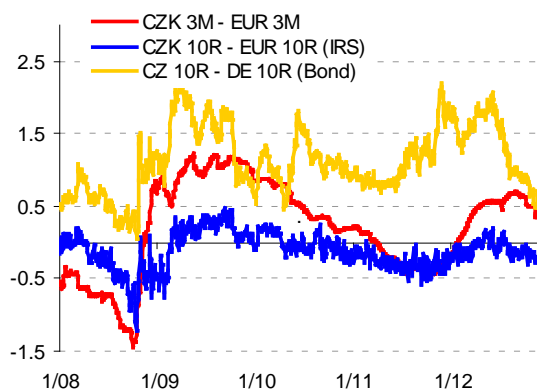
### 1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

Pokles úrokové sazby **3M EURIBOR** patrný od začátku roku 2012 se v říjnu výrazně zpomalil a od listopadu se sazba ustálila na historicky nejnižší hodnotě těsně pod 0,2 %. Vývoj sazeb odrážel přetrvávající vysokou likviditu na peněžních trzích eurozóny, která souvisela s dodávacími operacemi Evropské centrální banky. V souladu s tím se opět posunul lehce dolů i výhled 3M EURIBORu odvozený z tržní výnosové křivky.

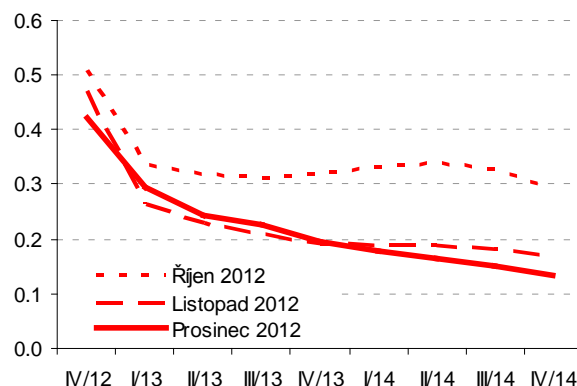
**Rozdíl mezi korunovými a eurovými tříměsíčními výnosy** klesal od začátku září a v prvním prosincovém týdnu se pohyboval na úrovni 0,32 procentních bodů, což odráží podstatně rychlejší pokles korunových sazeb zejména v závěru sledovaného období. Výnosové diferenciály s delší splatností se, pravděpodobně i v souvislosti se snížením měnověpolitických sazeb ČNB, rovněž snížily. Výnosy desetiletých korunových dluhopisů se po poklesu ze začátku listopadu pohybovaly ve sledovaném období okolo 2% úrovně. Diferenciál mezi výnosem desetiletého českého a německého dluhopisu díky tomu poklesl k hodnotě 0,6 procentního bodu. V případě swapů, tedy při absenci úvěrového rizika, se diferenciál mezi korunovými a eurovými výnosy pohyboval v mírně záporných hodnotách.

Z hlediska trhy očekávaného vývoje diferenciálu mezi korunovými a eurovými tříměsíčními sazbami se prosincový výhled pohybuje přibližně na úrovni výhledu z předchozího měsíce, ale je níže ve srovnání s říjnovým výhledem. Aktuálně je tak očekáván pokles implikovaného rozpětí mezi tříměsíčními výnosy v následujících dvou letech. Hlavním faktorem je přehodnocení výhledu českých sazeb směrem dolů.

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



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



V průběhu první poloviny listopadu **americký dolar vůči euru** posílil až na 1,27 USD/EUR, ale do konce měsíce došlo k jeho opětovnému oslabení na předchozí úroveň. Na začátku prosince tak hodnota kurzu USD/EUR činila 1,31. V neprospěch eura působily zejména zprávy, že Španělsko neplní slíbený deficit veřejných financí a bankovnímu sektoru bude nutné dodat další kapitál. Rovněž jednání o další vlně pomoci Řecku se podepsalo na větším zájmu o bezpečné měny, což spolu s pozitivními zprávami z americké ekonomiky vedlo k posílení dolaru. Obrat ve vývoji přinesla listopadová dohoda o Řecku a také poskytnutí pomoci pro čtyři nejvíce problémové španělské banky. Zároveň přetrvávají obavy, že se nepodaří včas odvrátit nebezpečí fiskálního útesu ve Spojených státech. Případná fiskální restrikce na začátku příštího roku by tak mimo jiné mohla znamenat ještě větší uvolnění měnové politiky ve Spojených státech. CF11 nicméně očekává posílení dolaru vůči euru na začátku roku 2013 a jeho následnou stabilitu na úrovni okolo 1,25 USD/EUR.

## 2 Vývoj veřejných rozpočtů

Přijetí zákona o tzv. církevních restitucích zvyšuje náš odhad poměru schodku vládního sektoru na HDP pro letošní rok v metodice ESA 95 o 1,5 p.b., tj. za jinak stejných okolností na 4,9 % HDP. Finanční kompenzace církvím jsou z pohledu uvedené metodiky účetní operací, která má jednorázový dopad do vykazovaného deficitu a jako taková nemá vliv na strukturální saldo ani na vládní dluh. V roce 2013 proto tato operace nemá vliv na prognózovaný pokles schodku na 2,6 % HDP, který by měl nastat v důsledku plánovaných konsolidačních opatření, včetně zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 %. Daňové změny však zatím neprošly definitivním schválením v Parlamentu ČR, a nadále tak představují riziko prognózy. Prognóza zahrnuje též vliv penzijní reformy, která je po schválení související legislativy připravena ke spuštění v roce 2013; může však dojít k nižší než námi dosud předpokládané účasti ve II. pilíři. Nový střednědobý výhled veřejných rozpočtů na roky 2014 a 2015 předložený PSP ČR společně s návrhem státního rozpočtu na rok 2013 představuje letos již několikátou úpravu vládních fiskálních cílů pro roky 2014 a 2015 směrem k vyšším schodkům. Naplnění vládní fiskální konsolidační trajektorie v původní velmi ambiciózní podobě popsané v letošním Konvergenčním programu však ČNB ve svých minulých prognózách ani nepředpokládala.

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

Celkový deficit za rok 2012 bude ovlivněn jednorázovým „účetním“ dopadem přijetí zákona o církevních restitucích v listopadu t.r.<sup>4</sup> Nicméně i po očištění o tento faktor prognóza očekává mírný meziroční nárůst deficitu vládního sektoru na 3,4 % HDP. Důvodem je především slabý výběr nepřímých daní v podmínkách utlumené domácí poptávky. Ve druhé polovině roku došlo k obnovení čerpání prostředků z EU na operační programy Doprava a Životní prostředí.<sup>5</sup> Působení fiskální politiky je v letošním roce restriktivní s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,4 procentního bodu.

<sup>4</sup> Zákon v souvislosti s vypořádáním majetkových vztahů státu a církví poskytne vedle naturálních restitucí církvím i finanční kompenzace v hodnotě 59 mld. Kč. Ve statistice národních účtů bude zákonné přiznání nároků církví promítnuto jednorázovým navýšením deficitu veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 v rozsahu 1,5 % HDP v roce 2012. Pro účely výpočtu strukturálního schodku bude tato kompenzace výjimkována a neovlivní výpočet fiskální pozice a nebude mít vliv ani na vládní dluh.

<sup>5</sup> Na tyto OP bylo do SR uvolněno v průběhu října a listopadu cca 28,0 mld. Kč a zbývající prostředky ve výši cca 15,0 mld. Kč budou v závislosti na podaných žádostech z resortů čerpány pravděpodobně ještě do konce roku, což podle očekávání MF ČR přispěje k dodržení plánovaného deficitu státního rozpočtu ve výši 105,0 mld. Kč na tento rok.

Prognóza na rok 2013 očekává vládní deficit ve výši 2,6 % HDP. Meziroční pokles deficitu bude důsledkem plánovaných konsolidačních opatření v rozsahu téměř 1,3 % HDP, která zbrzdí ekonomický růst v příštím roce přibližně o 0,8 procentního bodu. Prognóza zároveň předpokládá pro rok 2013 postupně nabíhající výpadek příjmů z příspěvků na sociální zabezpečení ve výši 12 mld. Kč v souvislosti se spuštěním penzijní reformy.

V roce 2014 je očekáván další, byť již jen mírný, pokles vládního deficitu na 2,4 % HDP. K tomu povede především opětovná nižší valorizace důchodů, očekávané pokračování stagnace platů státních zaměstnanců a současně i oživení ekonomické aktivity. Prognóza předpokládá pro rok 2014 dopad vyvedení části příspěvků na sociální zabezpečení do druhého pilíře důchodového systému ve výši 15 mld. Kč. V roce 2014 bude působení fiskální politiky na růst HDP slabě restriktivní ve výši přibližně 0,1 procentního bodu.

Již několikáté letošní přehodnocení fiskálních cílů ve střednědobém výhledu na roky 2014 a 2015, který byl předložen PSP ČR společně s novým návrhem státního rozpočtu na rok 2013, směrem k vyšším deficitům představuje pro prognózu novou informaci.<sup>6</sup> Není však pro prognózu dodatečným rizikem, neboť při absenci dostatečně podrobně specifikovaných opatření pro rok 2014 prognóza dodržení původní velmi ambiciózní konsolidační strategie z letošní jarní aktualizace Konvergenčního programu pro uvedený rok ani nepředpokládala.

**Rizika fiskální prognózy** jsou významná v obou směrech. Rizikem pro rok 2013 je nejistota ohledně definitivního schválení vládou plánovaných a prognózou předpokládaných příjmových opatření v Parlamentu ČR<sup>7</sup>, a také fiskální dopad nejistot a legislativních komplikací kolem spuštění penzijní reformy v podobě nižšího než zatím předpokládaného zájmu o účast v zaváděném II. pilíři. Další nejistota panuje ohledně výše tzv. fiskálního multiplikátoru, který může dosahovat v čase déletrvající fiskální restrikce, slabé zahraniční poptávky a výrazných nejistot o vývoji v eurozóně vyšších hodnot než obvykle (viz citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru v 7.SZ).

---

<sup>6</sup> Fiskální cíl vlády pro podíl deficitu veřejných rozpočtů na HDP pro rok 2014 je stanoven ve výši 2,7 % a pro rok 2015 ve výši 2,4 % (v metodice ESA 95). Oproti původnímu návrhu SR tak došlo k „rozvolnění“ fiskálních cílů ve střednědobém výhledu na tyto roky o 0,2 p.b. resp. 0,8 p.b., což v souhrnu znamená navýšení výdajové strany o 35,0 mld. Kč. Oproti Konvergenčnímu programu je pak rozdíl pro tyto roky 0,8 p.b., resp. 1,5 p.b.

<sup>7</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 procentní bod, zavedení „solidární“ 7% daně, zrušení slevy u daně z příjmů pro důchodce a zrušení tzv. „zelené nafty“. Naproti tomu zákon o nižší valorizaci starobních důchodů již byl schválen a nabude účinnosti od příštího roku.



### III. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

#### 1 Trh práce

Data za třetí čtvrtletí 2012 přinášejí náznaky útlumu na trhu práce. Celková zaměstnanost sice mírně zrychlila svůj meziroční růst, po přepočtu na plné úvazky však počet zaměstnanců mírně prohloubil meziroční pokles. Jen nevýrazný růst zaměstnanosti při zvyšující se pracovní síle vyústil v meziroční nárůst obecné míry nezaměstnanosti. Po sezonním očištění celková zaměstnanost mezičtvrtletně vzrostla a obecná míra nezaměstnanosti zhruba stagnovala. Mírný nárůst zaznamenala míra registrované nezaměstnanosti. Růst mezd ve třetím čtvrtletí výrazně zpomalil v podnikatelské sféře, zatímco v nepodnikatelské sféře prakticky stagnoval. Národohospodářská produktivita práce meziročně klesala stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí, růst mzdové náročnosti produktu zvolnil. Říjnová a listopadová data ukazují na pokračující mezičtvrtletní nárůst míry registrované nezaměstnanosti. Celkově trh práce působí ve srovnání s prognózou ze 7.SZ slabě protiinflačně.

#### Srovnání predikce se skutečností

| UKAZATEL   | OBDOBÍ   | PREDIKCE | SKUTEČNOST |
|--|----------|----------|------------|
| Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)         | 10-11/12 | 9.0(Q)   | 8.9 (9.1*) |
| z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči                    | 10-11/12 | .        | 8.6        |
| Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ, 15-64 let)            | III/12   | 7.0      | 7.0        |
| Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)                      | III/12   | 0.1      | 0.5        |
| z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev                           | III/12   | -0.6     | 0.3        |
| ostatní zaměstnaní   | III/12   | 3.5      | 1.4        |
| Nominální měsíční mzda v ČR celkem - ČSÚ (mzr. změna v %)              | III/12   | 2.4      | 1.4        |
| z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)                         | III/12   | 2.3      | 1.3        |
| v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)                               | III/12   | 2.5      | 2.3        |
| Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)                   | 10/12    | .        | 4.5        |
| Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)              | 10/12    | .        | 5.4        |
| NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)                            | III/12   | 2.5      | 2.2        |
| NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)                      | III/12   | .        | 4.9        |
| NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)                 | III/12   | .        | 8.5        |
| Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 95) | III/12   | -0.9     | -1.8       |

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

\*) Odhad metodou SARIMA s využitím údajů za říjen a listopad

**Meziroční růst celkové zaměstnanosti** (podle metodiky VŠPS) ve třetím čtvrtletí 2012 dále zrychlil a dosáhl hodnoty 0,5 %<sup>8</sup>. Predikce ze 7.SZ očekávala o něco mírnější růst zaměstnanosti. Po sezonním očištění růst celkové zaměstnanosti mezičtvrtletně setrval na 0,3 % (oproti -0,1 % v prognóze ze 7.SZ). Z hlediska struktury zaměstnanosti se na jejím růstu podílela jak skupina zaměstnanců, tak i podnikatelů. Růst počtu podnikatelů zpomalil na 1,4 % a koncentroval se především v odvětvích velkoobchod a maloobchod a opravy motorových vozidel. Nárůst podnikatelů byl doprovázen obnoveným růstem počtu zaměstnanců<sup>9</sup>, který v meziročním vyjádření dosáhl 0,3 %, zatímco prognóza očekávala pokračování jeho poklesu. Při přepočtení na plně zaměstnané však počet zaměstnanců výrazněji poklesl, a to o 1,1 %. Pokles ekonomické aktivity v průběhu letošního roku se tedy ve třetím čtvrtletí projevil především poklesem úvazku na zaměstnance. Podle průzkumu společnosti Manpower firmy v prvním čtvrtletí 2013 očekávají snižování počtu zaměstnanců.

<sup>8</sup> V absolutním vyjádření jde o meziroční nárůst o 25,2 tis. osob.

<sup>9</sup> Včetně členů produkčních družstev.

Z hlediska **jednotlivých odvětví** národního hospodářství (podle metodiky VŠPS) vykázaly i ve třetím čtvrtletí 2012 nejvyšší příspěvek k vývoji celkové zaměstnanosti netržní služby (1 p.b.).<sup>10</sup> Zaměstnanost zrychlila růst i v průmyslu a kladné hodnoty dosáhl i příspěvek zemědělství. Naopak v případě tržních služeb a stavebnictví došlo ve třetím čtvrtletí ke zvýraznění záporného příspěvku těchto odvětví k vývoji celkové zaměstnanosti.<sup>11</sup>

**Obecná míra nezaměstnanosti** (VŠPS, dle metodiky ILO) ve třetím čtvrtletí v souladu s prognózou mírně vzrostla na 7 %. Vlivem rychlejšího pozorovaného meziročního růstu pracovní síly než zaměstnanosti došlo v porovnání se stejným obdobím předchozího roku k nárůstu obecné míry nezaměstnanosti o 0,4 %. Po sezonním očištění obecná míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2012 zhruba stagnovala na 7% úrovni.

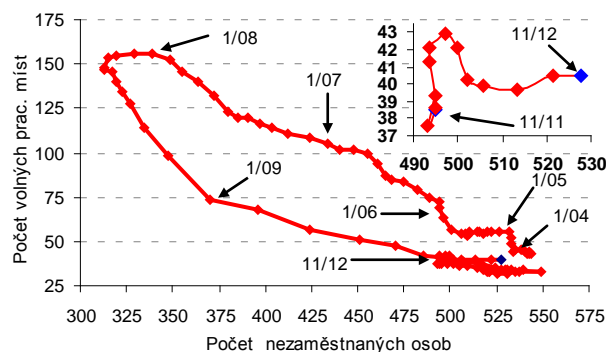
**Míra registrované nezaměstnanosti celkem** dosáhla ve třetím čtvrtletí 2012 v průměru hodnoty 8,6 %, resp. 8,9 % po sezonním očištění, přičemž v obou případech šlo o hodnoty přibližně o 0,2 p.b. vyšší, než tomu bylo ve stejném období roku 2011. Podle aktuálních údajů za říjen a listopad by měla míra registrované nezaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí dosáhnout 9,1 %, tj. zhruba hodnot, které očekává predikce ze 7.SZ. Vývoj Beveridgeovy křivky poukazuje na lehce zhoršující se situaci na trhu práce, když během posledních čtyř měsíců docházelo k postupnému nárůstu počtu nezaměstnaných při stagnaci počtu volných pracovních míst.<sup>12</sup> Z dlouhodobého pohledu jsou však tyto změny relativně málo významné. Mírné zhoršení situace na trhu práce reflektuje i vývoj sezonně očištěného podílu nově hlášených uchazečů o zaměstnání na celkové zaměstnanosti, který od druhé poloviny roku roste. Stále je však výrazně nižší, než tomu bylo na počátku roku 2009. Zároveň se zřetelně pod svou dlouhodobou úrovní v posledním období nachází podíl vyřazených z počtu nezaměstnaných, který dále poklesl.

### 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

<sup>10</sup> Naproti tomu i ve třetím čtvrtletí data z NÚ naznačují odlišný vývoj zaměstnanosti z odvětvového pohledu. Podle NÚ zaměstnanost vzrostla výrazněji v tržních službách a mírně potom ve službách netržních. Ve všech ostatních odvětvích poklesla.

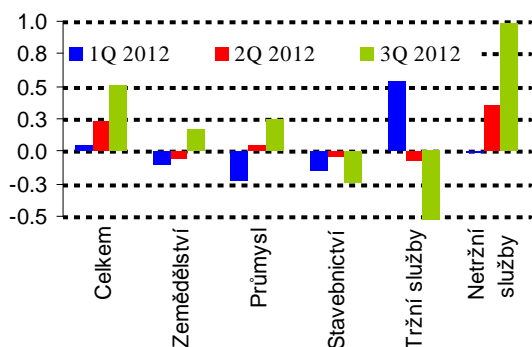
<sup>11</sup> Z hlediska jednotlivých sektorů NACE vzrostla zaměstnanost nejvíce ve vzdělávání, následovaném zpracovatelským průmyslem. Naopak nejvíce poklesla v dopravě a skladování následovaných velkoobchodem, maloobchodem a opravou motorových vozidel.

<sup>12</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) v listopadu dosáhl 39,3 tis.

Ve třetím čtvrtletí došlo k výraznému zpomalení tempa meziročního růstu **mezd v podnikatelské sféře**, zatímco predikce ze 7.SZ očekávala růst mezd obdobným tempem, jako tomu bylo ve druhém čtvrtletí. Růst mezd tak dosáhl hodnoty 1,3 % (zatímco predikce ze 7.SZ očekávala 2,3 %), což je historicky vůbec nejnižší pozorovaný mzdový růst od začátku této časové řady (rok 2000). Podle statistik finančního hospodaření nefinančních podniků však byl mzdový růst ve třetím čtvrtletí o něco vyšší a dosáhl 2,2 %. Podle ČSÚ mzdový růst zpomalil mimo jiné i díky poklesu odpracované doby (zejména přesčasové) a nárůstu počtu absencí<sup>13</sup>. Z odvětvového pohledu ke zpomalení meziročního růstu mezd o jeden procentní bod přispělo nejvíce zpomalení mezd ve zpracovatelském průmyslu (na 2,1 %), ve kterém se tak nenaplnil předpoklad zhruba 4% mzdového růstu podle červencových a srpnových dat. Vedle zpracovatelského průmyslu měl významný vliv taktéž pokles mezd v profesních, vědeckých a technických činnostech (-2,8 %). Podle údajů za říjen 2012 došlo k opětovnému zrychlení mzdového růstu v průmyslu<sup>14</sup> (na 4,5 %) i stavebnictví (5,4 %, ovšem při výrazném poklesu počtu zaměstnanců o 3,9 %), což však může být ovlivněno výrazně vyšším počtem pracovních dní.

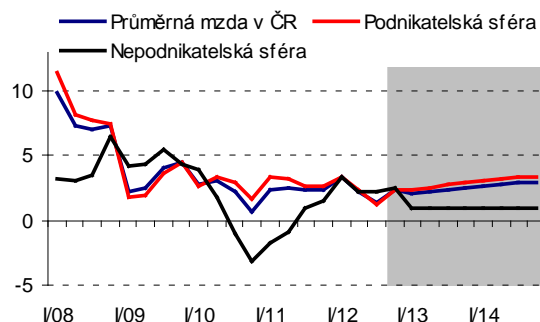
Po **sezonním očištění** růst průměrné **mzdy v podnikatelském sektoru** dosáhl hodnoty 2 % (7.SZ předpokládala 2,3 %). V porovnání s minulým čtvrtletím pak průměrná mzda vzrostla o 0,4 %, tedy o 0,2 p.b. méně, než předpokládala prognóza. Reálně průměrná mzda v podnikatelské sféře meziročně poklesla o 1,9 %, tedy nejvíce v dostupné časové řadě.

#### 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 třetím čtvrtletí 2012 pokračovala v růstu obdobným tempem jako ve čtvrtletí předcházejícím. Meziroční dynamika dosáhla 2,3 %, a byla tak v porovnání s predikcí jen mírně nižší. Z odvětvového pohledu došlo k výraznému zpomalení růstu mezd ve veřejné správě a obraně (na 0,8 %), který byl však kompenzován zrychlením mzdového růstu ve vzdělávání (na 3,6 %). Příspěvek ostatních odvětví byl nevýznamný. Reálná průměrná mzda v nepodnikatelské sféře pak obdobně jako ve druhém čtvrtletí poklesla o 1 %.

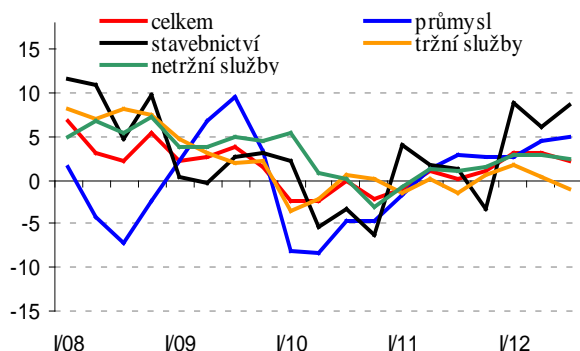
<sup>13</sup> Naproti tomu podle dat ČSSZ naopak došlo k meziročnímu poklesu počtu proustaných dní (-8,6 %). Podobný pohled nabízí i **předběžné výsledky** z ISPV, podle kterých meziročně mírně poklesla neodpracovaná placená i neplacená doba. Pokles zaznamenala i odpracovaná doba (-1,4 %) a především přesčasy (-5 %). Snížil se i podíl mimořádných odměn (z 5,1 % na 4,6 %). Podle této statistiky pak došlo k výraznějšímu růstu mediánové mzdy, meziročně o 2,9 %. Její růst se však ve srovnání s předchozími obdobími rovněž zřetelně snížil.

<sup>14</sup> Jedná se o údaj pro podniky s 50 a více zaměstnanci a bez agenturních zaměstnanců.

**Meziroční růst průměrné mzdy v ČR** tak v souhrnu zpomalil na hodnotu 1,4 %, což je o 0,9 p.b. níže, než očekávala prognóza ze 7.SZ. Nižší než predikované tempo růstu mezd v ČR bylo výsledkem především výrazného zpomalení mzdového růstu v podnikatelské sféře. V reálném vyjádření mzdy meziročně poklesly o 1,8 %. Při zpomalení mzdového růstu a pokračujícím poklesu přepočteného počtu zaměstnanců růst celkového objemu nominálních mezd a platů podle statistiky ČSÚ meziročně zpomalil na 0,4 %.

Pokračující pokles ekonomické aktivity se projevil ve vývoji **nominálních jednotkových mzdových nákladů** a **produktivity práce**. I přes zpomalení růstu objemu mezd a platů se NJMN zvýšily o více než 2 % meziročně, neboť současně zřetelně poklesla i ekonomická aktivita. Jejich tempo růstu se však oproti druhému čtvrtletí snížilo téměř o procentní bod. Spolu s mírným nárůstem zaměstnanosti vyústil útlum ekonomické aktivity v obdobné snížení produktivity práce jako v předcházejícím čtvrtletí. V rámci revize dat národních účtů došlo k přehodnocení NJMN i produktivity práce, a to od roku 2009. Zatímco přehodnocení na národohospodářské úrovni bylo v obou veličinách do 1,5 p.b., v rámci jednotlivých odvětví ekonomiky došlo k výraznějším změnám především ve zpracovatelském průmyslu (snížení produktivity, nárůst NJMN), které byly ve velké míře kompenzovány v tržních službách.

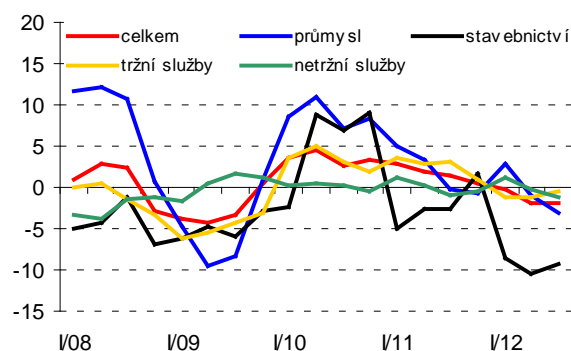
### NJMN v metodice ESA 95 (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

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

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



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

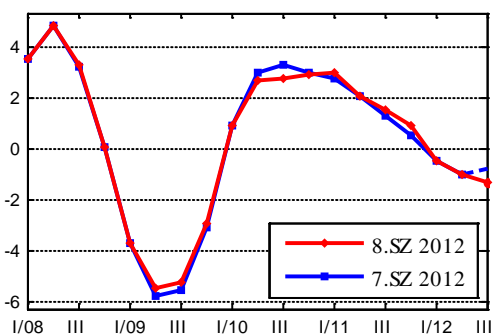
## 2 Ekonomický růst a jeho složky

Reálný HDP ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně znatelně poklesl, zatímco prognóza ze 7.SZ očekávala mírnější snížení. V mezičtvrtletním srovnání došlo rovněž k poklesu ekonomické aktivity. K meziroční změně HDP stejně jako v předchozím období kladně přispíval čistý vývoz, ovšem jeho příspěvek byl menší, než očekávala prognóza. Ostatní výdajové složky přispěly k dynamice HDP záporně s výjimkou neutrálního příspěvku vládní spotřeby. Předstihové indikátory v závěru letošního roku naznačují pokračující útlum průmyslové produkce i přetrvávající hluboký propad výstupu ve stavebnictví. Maloobchodní tržby v říjnu po sezonním očištění poklesly. Souhrnný indikátor i podnikatelský indikátor důvěry se na přelomu druhého a třetího čtvrtletí zhoršovaly. Ke zlepšení došlo u spotřebitelského indikátoru důvěry, ten se však stále nacházel na nízkých hodnotách. V souhrnu působí celkově utlumenější ekonomická aktivita oproti předpokladům 7.SZ protiinflačním směrem.

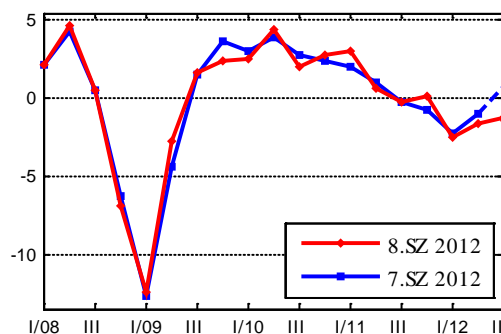
| Ukazatel (s. c., sezonně oč., mizr. změny v %)               | Období     | Predikce ze 7. SZ | Skutečnost |
|--|------------|-------------------|------------|
| Hrubý domácí produkt   | 3Q 2012    | -0.8              | -1.3       |
| Spotřeba domácností  | 3Q 2012    | -2.7              | -2.4       |
| Spotřeba vládních institucí                                  | 3Q 2012    | -0.5              | 0.0        |
| Hrubá tvorba kapitálu  | 3Q 2012    | -10.1             | -9.4       |
| v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu                         | 3Q 2012    | 0.2               | -2.3       |
| Zásoby vč. cenností (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.)        | 3Q 2012    | -2.7              | -1.8       |
| Vývoz zboží a služeb   | 3Q 2012    | 1.2               | 4.7        |
| Dovoz zboží a služeb   | 3Q 2012    | -3.3              | 1.6        |
| Čistý vývoz zboží a služeb (přísp. k mizr. růstu HDP v p.b.) | 3Q 2012    | 3.3               | 2.3        |
| Průmyslová výroba  | říjen 2012 | .                 | -2.8       |
| Stavební výroba  | říjen 2012 | .                 | -7.3       |
| Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu                      | říjen 2012 | .                 | -2.6       |

Sezonně očištěný **HDP** ve třetím čtvrtletí 2012 poklesl o 1,3 % meziročně, mezičtvrtletně se ekonomická aktivita snížila o 0,3 %. Prognóza ze 7.SZ přitom předpokládala ve druhém čtvrtletí meziročně pokles o 0,8 % a mezičtvrtletně růst o 0,2 %. Jednotlivé složky poptávky se také vyvíjely poněkud odlišně, než očekávala prognóza. Příspěvek čistých exportů sice zůstal kladný, ale v důsledku vyššího než prognózovaného růstu importů zaostal za predikcí. Domácí poptávka se naopak dále výrazně snižovala, avšak v jejím rámci mířily odchylky od prognózy nepatrně směrem nahoru. Pokles spotřeby domácností byl lehce menší a spotřeba vlády oproti očekávanému poklesu ve skutečnosti meziročně stagnovala. Celkové investice také propadly o něco méně, i když v jejich rámci se fixní investice snížily, zatímco prognóza předpokládala jejich stabilizaci.

Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %)

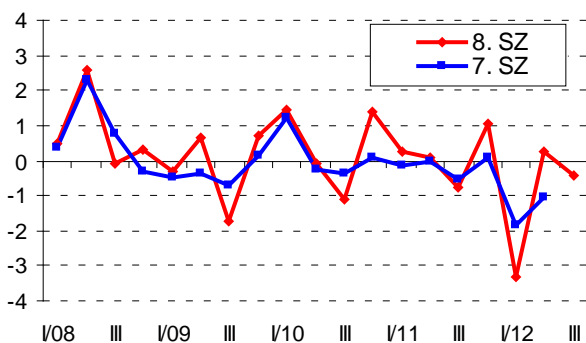


Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %, anualizováno)

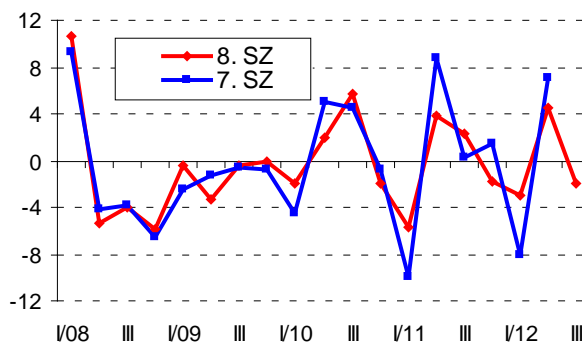


Spolu se čtvrtletními daty národních účtů za 3.čtvrtletí 2012 byla historie revidována v souladu s publikovanými ročními národními účty z 1. října 2012. Historická řada HDP byla revidována počínaje 1.čtvrtletím 2009 a neobsahuje zásadní změny pohledu na vývoj mezičtvrtletního růstu HDP. Na úrovni jednotlivých komponent se však změny týkají celé dostupné historie a jsou mnohem výraznější než na úrovni agregátu. V grafech níže jsou znázorněny dvě nejvýraznější změny týkající se spotřeby domácností a hrubé tvorby fixního kapitálu. Tyto revize dat budou promítnuty do prognózy v rámci 1.SZ 2013.

**Vývoj spotřeby domácností**  
(sez. oč., mzč. v %)



**Vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu**  
(sez. oč., mzč. v %)



Reálná **spotřeba domácností** ve třetím čtvrtletí 2012 nadále meziročně klesala (o 2,4 %), ovšem její pokles se zmírnil. Z hlediska struktury reálných výdajů na spotřební předměty došlo k poklesu ve všech skupinách zboží s výjimkou zboží se střednědobou trvanlivostí. Meziroční růst deflátoru spotřeby domácností (1,6 %) ve třetím čtvrtletí je na zhruba polovičních hodnotách oproti indexu spotřebitelských cen (3,3 %) a ve srovnání se druhým čtvrtletím se snížil.<sup>15</sup> Nominální objem mezd a platů podle národních účtů za třetí čtvrtletí 2012 vykázal meziroční růst o 0,6 %. Z toho lze celkově usuzovat, že při vykázaném relativně nízkém deflátoru spotřeby domácností bude vývoj disponibilního důchodu domácností za třetí čtvrtletí méně utlumený než jejich soukromá spotřeba. Za jinak neměnných okolností to tedy bude pravděpodobně znamenat opět relativně vysokou míru úspor.<sup>16</sup> Sezonně očištěné reálné tržby v maloobchodě ve třetím čtvrtletí poklesly meziročně o 0,4 %, tento pokles se v říjnu prohloubil na -2,6 %.

Reálná **spotřeba vlády** na rozdíl od první poloviny letošního roku ve třetím čtvrtletí stagnovala. Prognóza ze 7.SZ přitom pro třetí čtvrtletí předpokládala její meziroční pokles o 0,5 %. Nominální spotřeba vlády ve třetím čtvrtletí vzrostla o 0,7 %; deflátor vzrostl o 0,6 %, zatímco prognóza ze 7.SZ očekávala jeho růst o 1 %.

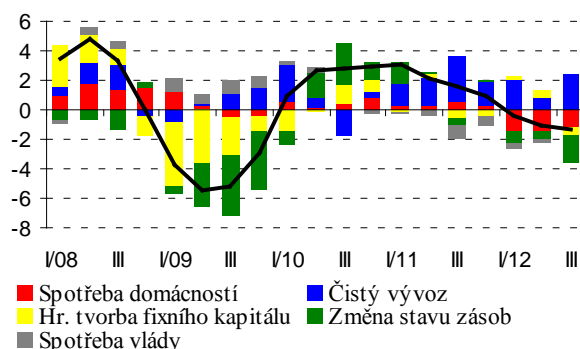
**Hrubá tvorba kapitálu** ve třetím čtvrtletí meziročně poklesla o 9,4 %. Prognóza ze 7.SZ přitom předpokládala její meziroční pokles o 10,1 %. K poklesu investic přispěla jak **změna stavu zásob**, jejíž příspěvek (-1,8 p.b.) do růstu HDP byl o 0,9 p.b. nižší než v prognóze, tak i **fixní investice**, které oproti očekávání nepatrného růstu o 0,2 % ve skutečnosti poklesly o 2,3 %. V mezičtvrtletním vyjádření se hrubá tvorba kapitálu snížila o 5 %. Podle věcného členění fixních investic se na tomto poklesu nejvíce podílely ostatní budovy a stavby.

<sup>15</sup> Při revizi čtvrtletních národních účtů byly meziroční růsty deflátoru spotřeby domácností revidovány v posledním roce směrem dolů, a to na zhruba poloviční hodnoty oproti růstu indexu spotřebitelských cen.

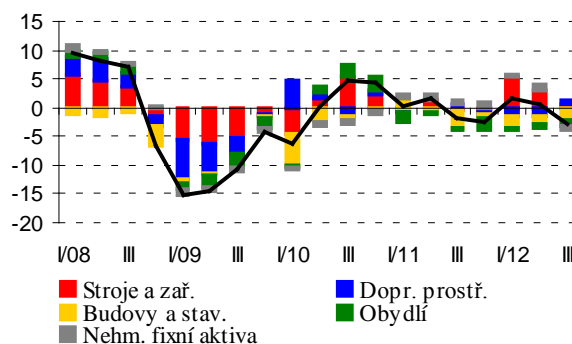
<sup>16</sup> Sektorové účty budou pravděpodobně zveřejněny na přelomu prosince a ledna, proto podrobnější analýza vývoje disponibilního důchodu a spotřeby bude provedena až v 1.SZ 2013.



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



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



Růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve třetím čtvrtletí zpomalil na 4,7 % při mezičtvrtletním růstu o 1 %. Skutečnost tak byla oproti prognóze o 1,5 p.b. vyšší. Zpomalení vývozu souvisí s aktuálním vývojem efektivní poptávky v eurozóně, která také zpomaluje. Reálný **dovoz** vykázal ve třetím čtvrtletí růst o 1,6 % meziročně, což je o 4,9 p.b. výše než prognóza; to lze částečně vysvětlit vyšší než očekávanou dynamikou vývozu a o něco méně utlumenou domácí poptávkou. Ovšem v mezičtvrtletním vyjádření byl zaznamenán pokles dovozu o 0,4 %. Příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP tak ve třetím čtvrtletí činil 2,3 p.b. a byl o 1 p.b. pod očekáváním prognózy.

**Průmyslová produkce** (sezonně očištěná ve stálých cenách) pokračovala ve třetím čtvrtletí 2012 v poklesu, a to jak v mezičtvrtletním (o 1,4 %), tak i v meziročním (o 1,0 %) vyjádření. Podobně jako v předchozích čtvrtletích bylo pozorováno zpomalování dynamiky tržeb z přímého vývozu, které zaznamenaly již jen mírný meziroční růst. Meziroční růst domácích tržeb, který od začátku roku osciluje kolem nuly, ve třetím čtvrtletí dosáhl nepatrně kladných hodnot. S těmito údaji koresponduje i vývoj nových zakázek. Zatímco nové zakázky ze zahraničí pokračovaly ve zpomalování svého růstu, nové zakázky z tuzemska zmírnily svůj výrazný pokles z předchozího čtvrtletí. Říjnová data pak představují oproti třetímu čtvrtletí náznak možného zlepšení, když vzrostla jak hodnota nových zakázek z tuzemska, tak hodnota nových zakázek ze zahraničí. Sezonně očištěná průmyslová produkce se však i v říjnu snížila (o 2,8 %), a to již třetí měsíc po sobě.

**Stavební produkce** (sezonně očištěná ve stálých cenách) se ve třetím čtvrtletí 2012 opětovně meziročně snížila (o 4,9 %). Její pokles byl pak zaznamenán rovněž v mezičtvrtletním srovnání (o 1,7 %). Útlum stavební produkce byl způsoben zejména pokračujícími negativními výsledky v oblasti inženýrského stavebnictví, které již třetí čtvrtletí po sobě zaznamenalo dvouciferný propad. Snížila se také produkce v pozemním stavitelství. Možnému zlepšení v oblasti stavebnictví nenasvědčují ani říjnové údaje, kdy kromě pokračujícího meziročního poklesu stavební produkce bylo vydáno také méně stavebních povolení a ohlášení při jejich nižší orientační hodnotě.

**Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu** (sezonně očištěné ve stálých cenách) se ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně snížily o 0,4 %, mezičtvrtletně však zaznamenaly kladný růst (o 0,4 %). Za tímto výsledkem stojí při nepatrném meziročním růstu ostatního maloobchodu pokles tržeb v motoristickém segmentu<sup>17</sup>. V porovnání s předchozím

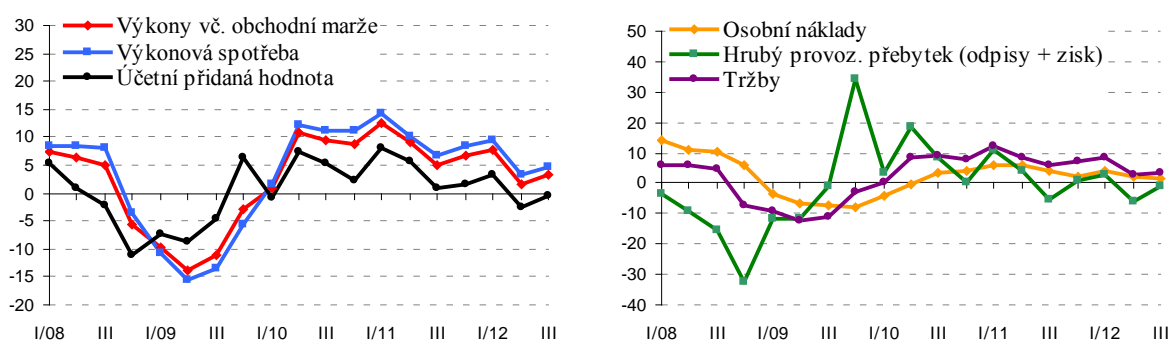
<sup>17</sup> Prodej a opravy motorových vozidel (NACE 45) zahrnuje velkoobchod, maloobchod s novými a ojetými vozidly, opravy a údržbu motorových vozidel, velkoobchod a maloobchod se součástkami a příslušenstvím motorových vozidel, zprostředkování obchodu s motorovými vozidly, velkoobchodní aukce a velkoobchod přes internet.

čtvrtletím se však situace v obou hlavních sledovaných segmentech zlepšila. V říjnu 2012 se pak sezonně očištěné tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu snížily jak meziměsíčně, tak meziročně, a to z důvodu poklesu tržeb v obchodě s motorovými vozidly a pokračujícího snižování tržeb z prodeje potravinářského zboží.

**Souhrnný indikátor důvěry** se ve třetím čtvrtletí 2012 po předchozích poklesech ustálil na průměrné hladině kolem 83,4 bodu. V listopadu se však jeho hodnota snížila o více než jeden bod. Stejný vývoj byl pak pozorován i u podnikatelského indikátoru důvěry, který byl tažen zejména vývojem indikátoru důvěry v průmyslu. Spotřebitelský indikátor důvěry se stále nachází na nízkých hodnotách zhruba odpovídajících úrovni ze začátku krizového roku 2009, v posledních měsících však mírně roste.

**Výsledky finančního hospodaření** nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) za třetí čtvrtletí 2012 ukázaly na jisté zlepšení, když tržby i výkony zrychlily v porovnání s předchozím čtvrtletím svůj růst. Naopak účetní přidaná hodnota se již druhé čtvrtletí po sobě meziročně snížila. Pokračoval také pokles počtu zaměstnanců, a to o 0,6 %. Objem vyplacených mezd si však udržel i ve třetím čtvrtletí kladný růst, což mělo nakonec za následek pokračující meziroční růst osobních nákladů. Hrubý provozní přebytek se pak při mírném poklesu účetní přidané hodnoty a růstu osobních nákladů zmenšil o 1,1 %.

#### Vybrané absolutní ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %) <sup>18</sup>



### 3 Platební bilance

*Schodek běžného účtu platební bilance byl ve třetím čtvrtletí 2012 ve srovnání s predikcí ze 7.SZ jen mírně nižší. Odchylka od predikce byla důsledkem nižšího schodku bilance výnosů (o téměř 11 mld. Kč) vlivem nižší než očekávané hodnoty dividend vyplacených nerezidentům. Kapitálový účet skončil v souladu s predikcí jako mírně přebytkový. Vývoj predikovaných položek finančního účtu za 1.–3. čtvrtletí celkově odpovídal vývoji v rámci celoroční predikce.*

Ve třetím čtvrtletí 2012 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 50,7 mld. Kč a roční klouzavý poměr běžného účtu k HDP se zmínil na -1,7 % (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil -1,2 %). Po výrazném meziročním poklesu schodku běžného účtu v předchozím čtvrtletí se jeho schodek ve třetím čtvrtletí snížil o necelých 7 mld. Kč. Zmírnění celkového schodku souviselo pouze s vývojem obchodní bilance.

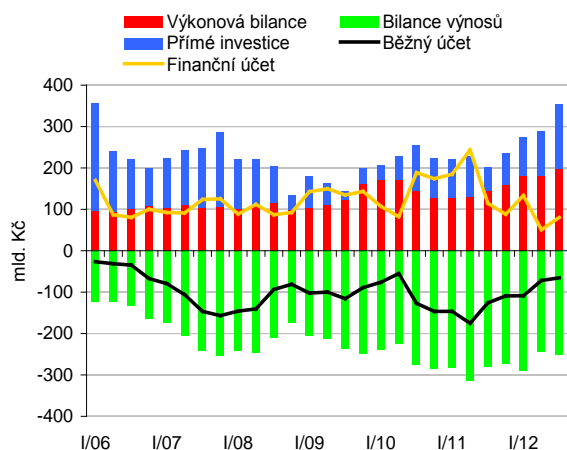
Ve třetím čtvrtletí 2012 dosáhla **výkonová bilance** přebytku 43,3 mld. Kč, který se šesté čtvrtletí v řadě meziročně zvyšoval (tentokrát o téměř 17 mld. Kč). Zvýšení přebytku

<sup>18</sup> Údaje do 3.Q 2011 jsou semidefinitivní, od 4.Q 2011 předběžné.

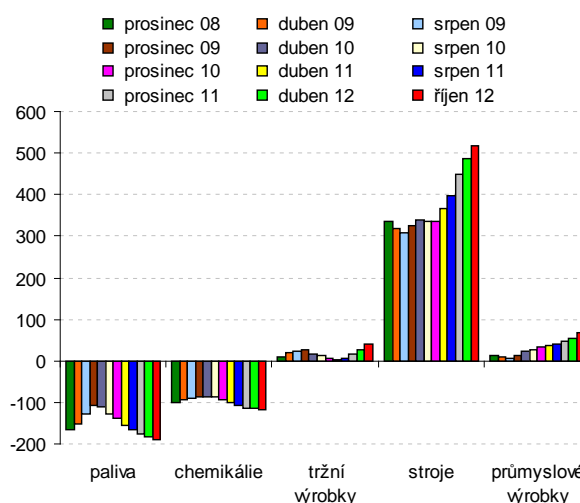


výkonové bilance bylo spojeno výhradně s růstem přebytku **obchodní bilance**, souvisejícím s vývojem v reálném vyjádření. Nominální meziroční tempo růstu obchodního obrátu ve srovnání s předchozím čtvrtletím dále zpomalilo (na 4 %). K meziročnímu zvýšení celkového obchodního přebytku opět nejvýrazněji přispěl růst přebytku strojů. Ve směru poklesu přebytku výkonové bilance naopak působilo meziroční snížení přebytku **bilance služeb**. Bylo ovlivněno zejména přechodem dílčí bilance ostatních služeb z přebytku do schodku (v důsledku velmi rychlého růstu výdajů), a dále též zmírněním přebytku 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 89,3 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 8 mld. Kč. Zvýšení celkového schodku bylo především spojeno s vyšší hodnotou předpokládaného reinvestovaného zisku v ČR. Rozhodující položku celkové bilance nadále představoval schodek výnosů z přímých investic. Po dvou čtvrtletích jen nepatrných přebytků dosáhl **kapitálový účet** ve třetím čtvrtletí aktiva 6,3 mld. Kč. Přebytek i jeho meziroční zvýšení souvisely především s obnoveným čerpáním prostředků z fondů EU.

**Finanční účet** skončil ve třetím čtvrtletí 2012 přebytkem 38,9 mld. Kč, a to zejména vlivem přebytků přímých a portfoliových investic, které však byly zhruba z poloviny kompenzovány čistým odlivem ostatních investic. Čistý příliv **přímých investic** dosáhl 44,2 mld. Kč a souvisel především s předpokládanou výší zisku reinvestovaného v ČR a dále s přílivem zdrojů v úvěrových vztazích mezi spřízněnými podniky. Změna toků v úvěrových vztazích současně i nejvýrazněji přispěla k meziročnímu růstu celkového přebytku o více než 29 mld. Kč.

**Portfoliové investice** skončily podobně jako v předchozích třech čtvrtletích čistým přílivem, a to ve výši 28,4 mld. Kč. K celkovému přebytku nejvýrazněji přispěly emise podnikových dluhopisů na zahraničních trzích a nákupy vládních dluhopisů nerezidenty. Tyto operace současně i nejvýznamněji ovlivnily meziroční změnu toků portfoliových investic. V obchodování tuzemských investorů se zahraničními cennými papíry celkově mírně převážily odprodeje. **Ostatní investice** dosáhly čistého odlivu 37,8 mld. Kč. K jejich celkovému schodku přispěl hlavně čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-36,4 mld. Kč), dosažený v důsledku poklesu zahraničních závazků bankovního sektoru.

## 4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

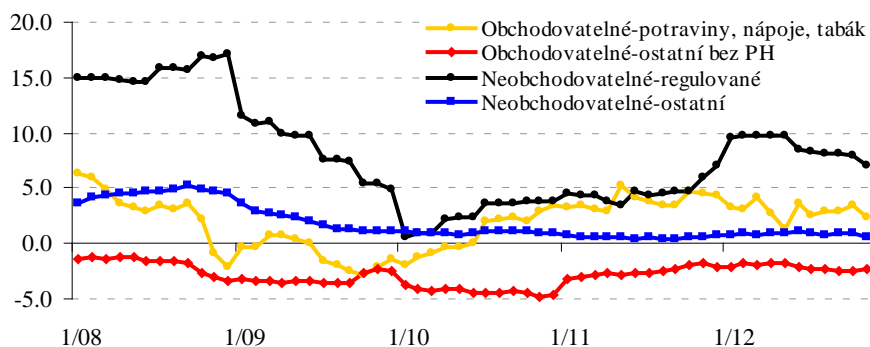
Inflace byla v listopadu o 0,3 p.b. pod aktuální prognózou. Tato odchylka byla zapříčiněna nižšími cenami pohonných hmot, korigovanou inflací bez pohonných hmot a regulovanými cenami. Naproti tomu ceny potravin byly mírně vyšší. Na nižší celkovou inflaci působí slabší než předpokládaná ekonomická aktivita, nižší růst mezd a nižší ceny benzínů a ropy na zahraničních trzích. Naproti tomu proinflačně působí slabší kurz koruny. Vyšší oproti prognóze jsou i ceny agrárních komodit na světových trzích a v malé míře též dovozní ceny a ceny v domácí produkční sféře.

### 4.1 Spotřebitelské ceny

| listopad 12   | meziměsíčně v % |             | meziročně v % |            | dopad odchylky<br>v p.b. do inflace |
|---|-----------------|-------------|---------------|------------|-------------------------------------|
|   | predikce 7.SZ   | skutečnost  | predikce 7.SZ | skutečnost |                                     |
| <b>Index spotřebitelských cen</b>                               | <b>0.2</b>      | <b>-0.2</b> | <b>3.0</b>    | <b>2.7</b> | <b>-0.32</b>                        |
| <b>Regulované ceny</b>  | 0.2             | 0.1         | 7.3           | 7.1        | -0.09                               |
| <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             | -0.3        | 0.8           | 0.6        | -0.20                               |
| Z toho:   |                 |             |               |            |                                     |
| <b>Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté</b>                     | 0.5             | 0.0         | 2.3           | 2.5        | 0.02                                |
| <b>Korigovaná inflace bez PH</b>                                | 0.1             | -0.3        | -0.3          | -0.5       | -0.11                               |
| <b>Ceny pohonných hmot - čisté</b>                              | -1.0            | -3.6        | 6.6           | 3.1        | -0.13                               |
| <b>Měnověpolitická inflace</b>                                  | <b>0.2</b>      | <b>-0.2</b> | <b>1.8</b>    | <b>1.5</b> |                                     |

**Celková meziroční inflace** se v listopadu snížila na 2,7 % (ze 3,4 % v říjnu). Zmírnění inflace bylo ovlivněno zejména zpomalením růstu cen pohonných hmot a regulovaných cen, jakož i posunem korigované inflace bez pohonných hmot do zápornějších hodnot. Celková inflace tak byla o 0,3 p.b. nižší oproti aktuální prognóze. Naopak ceny potravin rostly ve srovnání s prognózou o něco rychleji.

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



Meziroční růst **regulovaných cen** se v listopadu nacházel mírně pod aktuální prognózou, a to vlivem mírnějšího nárůstu cen regulovaného nájemného<sup>19</sup>. Jejich nový výhled je pak ovlivněn zejména zvýšením u růstu regulované složky ceny zemního plynu pro rok 2013, neboť

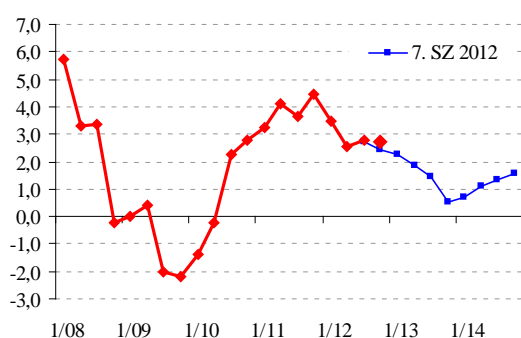
<sup>19</sup> Od 1.1.2013 dojde k některým změnám ve výběru položek spotřebního koše. Z pohledu ČNB je významná změna dosavadní položky „byty s regulovaným nájmem“ za „byty s deregulovaným nájmem od roku 2013“. Ve spotřebním koši tak budou dvě položky deregulovaného nájmu – „byty s deregulovaným nájmem od roku 2011“ a „byty s deregulovaným nájmem od roku 2013“. Nová položka „byty s deregulovaným nájmem od roku 2013“ nebude součástí regulovaných cen, a tak z regulovaných cen zmizí nájemné. Tato změna nemá vliv na měnověpolitickou inflaci; v rámci ní se zvyšuje váha čisté inflace (o cca 1,2 p.b.) a klesá váha regulovaných cen.

nedojde ke dříve avizovanému snížení cen za přepravu plynu. Na druhé straně nový výhled zahrnuje předpoklad o mírnějším růstu cen elektrické energie. Meziroční růst regulovaných cen tak bude v souhrnu do konce roku 2013 nepatrně vyšší.<sup>20</sup> Naopak v roce 2014 vyústí očekávaný hlubší meziroční pokles světových cen zemního plynu do mírně slabšího růstu regulovaných cen.

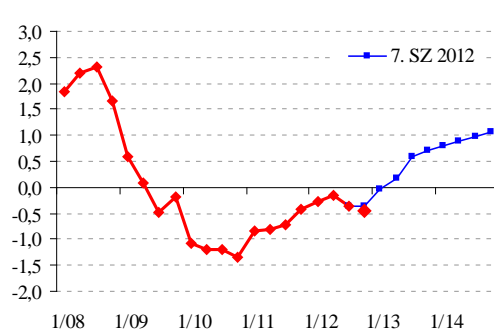
Meziroční inflace byla ovlivněna **primárními dopady změn nepřímých daní**. Dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku přitom činil cca 1,1 p.b. Souběžně s tím došlo k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s předpokládaným dopadem do inflace zhruba 0,1 p.b. Toto opatření se do cen cigaret z důvodu předzásobení promítlo se zpožděním v období duben – červenec. Prognóza ze 7.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. Tato změna však ještě nebyla legislativně schválena. Souběžně má dojít také k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace zhruba 0,1 procentního bodu. Stejná změna spotřební daně u cigaret je očekávána rovněž pro leden 2014. Prognóza předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen. Nově se však předpokládá dřívější pomítnutí spotřební daně z cigaret z důvodu nižší letošní tvorby zásob ve srovnání s loňským rokem (z důvodu nejistoty u výrobců týkající se sazby DPH v roce 2013).

**Ceny potravin** se v říjnu nacházely zřetelně nad prognózou. V listopadu se však nacházely již jen mírně nad ní. Růst cen zemědělských výrobců v říjnu podle očekávání dále zrychlil, přičemž se nacházel mírně nad prognózou. Rovněž růst dovozních cen potravin a cenový růst v potravinářském průmyslu v září podle očekávání zřetelně zrychloval. Ceny na světových trzích se v listopadu v porovnání s hodnotami v době zpracování 7.SZ zvýšily. Nadále přetrvává obecná nejistota ohledně časování a intenzity průsaku změny DPH do domácích cen potravin. Rizika prognózy cen potravin tak hodnotíme v nejbližších měsících jako proinflační.

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



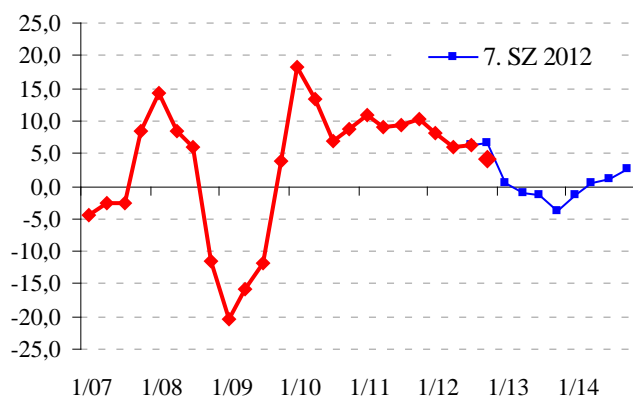
**Korigovaná inflace bez PH (mzr. v %)**



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.

<sup>20</sup> Výhled regulovaných cen vychází ze spotřebitelského koše platného pro rok 2012.

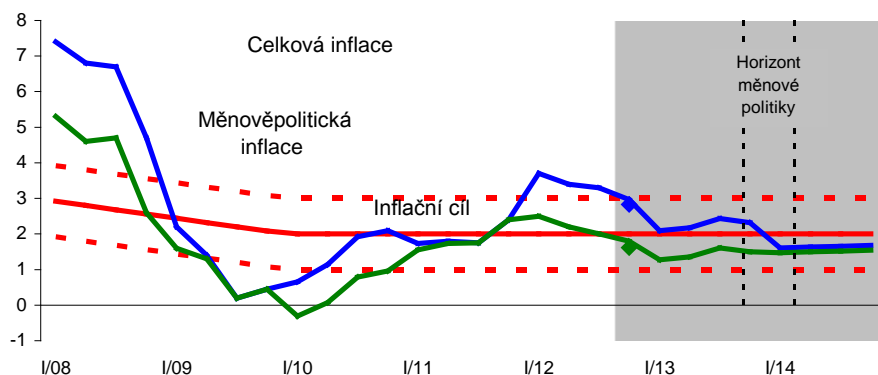
## Ceny pohonných hmot (mzr. v %)



**Korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla v říjnu mírně vyšší a v listopadu naopak mírně nižší ve srovnání s aktuální prognózou. V listopadu přitom dosáhla -0,5 % meziročně, což je nejnižší hodnota v letošním roce. Za tímto vývojem stálo zpomalení cenového růstu v segmentu neobchodovatelných ostatních položek, zejména vlivem poklesu cen telefonických služeb, naproti tomu pokles cen u obchodovatelných-ostatních položek bez pohonných hmot se nepatrně zmírnil. Ve směru výraznějšího než předpokládaného poklesu korigované inflace bez PH působil zejména hlubší útlum mezd a ekonomické aktivity. Naproti tomu měnový kurz v průběhu 4.čtvrtletí působil mírně proinflačně a rovněž dovozní ceny za září a ceny průmyslových výrobců za říjen jdou mírně proinflačním směrem. Rizika prognózy u korigované inflace bez pohonných hmot tak vidíme jako zhruba vyrovnaná.

Meziroční růst **cen pohonných hmot** byl v říjnu a zejména v listopadu zřetelně pod prognózou ze 7.SZ. To je dáno zejména poklesem dolarových cen benzínů a částečně i ropy na světových trzích při nepatrně silnějším kurzu koruny vůči USD. Aktuální týdenní šetření pohonných hmot ČSÚ ukazuje na naplnění prognózy meziměsíční inflace pohonných hmot v prosinci. Rizika meziročního vývoje cen pohonných hmot jsou tak celkově protiinflační.

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

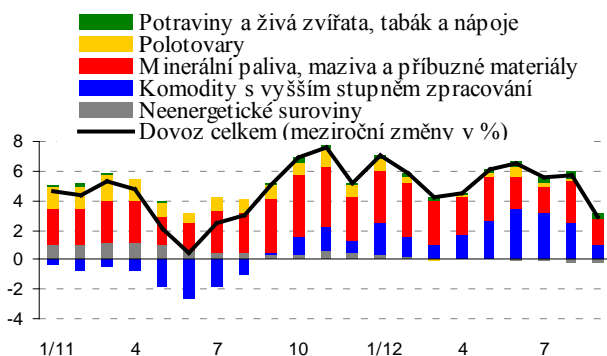


## 4.2 Ostatní cenové okruhy

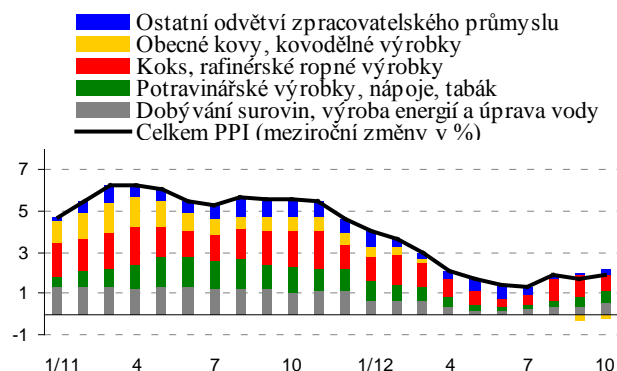
**Dovozní ceny** v září meziročně vzrostly o 2,8 %, což bylo nepatrně nad předpoklady prognózy. Celkový index byl nejvýznamněji ovlivněn příspěvkem cen minerálních paliv (1,7 p.b.), jejichž meziroční dynamika zůstává, i přes zvolnění v posledních měsících, nadále dvouciferná a v září dosáhla 11,7 %. Další významný příspěvek vykázaly ceny strojů a dopravních prostředků (0,6 p.b.), a to i přesto, že jejich meziroční růst v září zpomalil na 1,8 %. Vysoký meziroční růst si nadále udržují dovozní ceny potravin (8,5 % v září), a jejich příspěvek k celkovému růstu tak dosáhl (0,4 p.b.). Ceny dovážených tržních výrobků v září poklesly o 0,6 %. Zahraniční výrobní ceny rostly v uplynulých měsících oproti predikci nepatrně rychleji, kurz koruny k euru byl o něco slabší, naopak kurz Kč/USD nepatrně silnější.

**Ceny průmyslových výrobců** v říjnu zrychlily meziroční růst na 1,9 %, což bylo mírně nad předpoklady prognózy (1,6 %). Rozdíl je způsoben zrychlením růstu cen ve skupině chemických látek a výrobků a u potravin, nápojů a tabáku. Vysoký růst cen se nadále udržuje ve skupině koxu a rafinovaných ropných produktů (o 9,7 % v říjnu) a příspěvek této skupiny k celkovému růstu cen průmyslových výrobců tak zůstává nejvyšší (0,8 p.b.). Meziroční růst cen ve skupině potravin v říjnu zrychlil na 4,4 % a příspěvek této skupiny tak dosáhl výrazných 0,7 p.b. Ostatní odvětví zpracovatelského průmyslu vykázaly v říjnu rovněž vyšší příspěvek k růstu (0,3 p.b.), především kvůli již zmíněnému zrychlení růstu cen ve skupině chemických látek a výrobků. V rámci této skupiny však klesaly ceny dopravních prostředků, elektronických a optických přístrojů i ceny dřeva a papíru, a ve zbylých skupinách byl růst cen pouze mírný. Ceny obecných kovů a kovodělných výrobků nadále klesají (v říjnu o 2 %) a jejich příspěvek k růstu tak zůstává záporný (-0,2 p.b.).

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

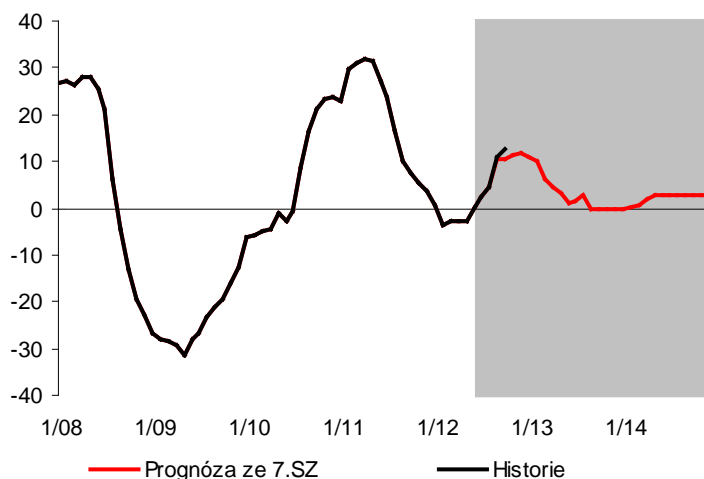


**Ceny průmyslových výrobců**  
(mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Ceny **zemědělských výrobců** v říjnu dále zrychlily meziroční růst na 12,5 % (z 10,3 % v září). To bylo způsobeno mimo jiné dalším zřetelným zrychlením meziročního růstu cen rostlinné produkce na 20,2 % v říjnu. Výrazně zrychlil meziroční růst cen obilovin a olejnin, a to v návaznosti na nárůst cen těchto komodit na světových burzách v průběhu 3.čtvrtletí, dále výrazně rostly ceny zeleniny a brambor. V živočišné výrobě ceny v říjnu rovněž meziročně zrychlily na 3,3 %. Zrychlil meziroční růst cen vajec (na 34 %) a většiny druhů masa, ovšem to stále ve velké míře kompenzoval výrazný pokles cen mléka. Prognóza cen zemědělských výrobců ze 7.SZ předpokládá zrychlení jejich meziročního růstu v průběhu 4.čtvrtletí na průměrnou hodnotu 11,1 %. Publikovaná data za říjen jsou mírně nad touto prognózou. Aktuální vývoj cen zemědělských komodit na světových trzích znamená pro domácí ceny zemědělských výrobců riziko proinflačním směrem.

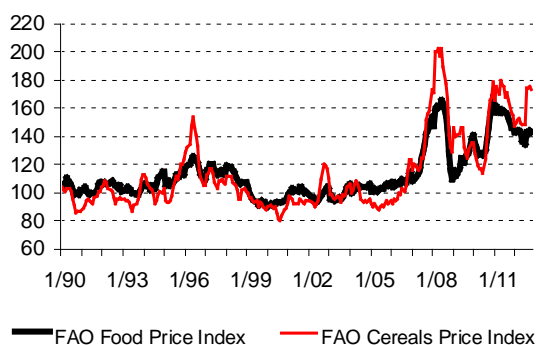
## Ceny zemědělských výrobců (mzr. v %)



### Box: Determinanty cen zahraničních agrárních komodit a jejich transmise do českých cen

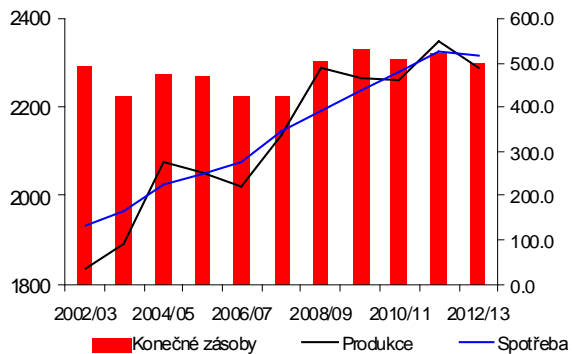
Vývoj agrárních komodit ve světě lze mimo jiné popsat pomocí tzv. FAO Price Food Indexu, což je ukazatel, který na měsíční bázi popisuje cenový vývoj koše 55 nejdůležitějších zemědělských a potravinářských komodit, přičemž v jeho rámci existuje i členění na subindexy hlavních druhů komodit. Váhy jednotlivých skupin komodit jsou určeny jejich průměrnými podíly na exportech ve světě v letech 2002–2004. Z dlouhodobého pohledu je vývoj tohoto indexu v největší míře ovlivněn cenami obilovin, které mají v tomto indexu také největší váhu.

#### FAO Indexy cen zemědělských komodit, celkový a index cen obilovin (průměr 2002-2004=100)



Zdroj: FAO

#### Obiloviny - světová produkce, spotřeba a zásoby (mil. tun)



Zdroj: International Grains Council

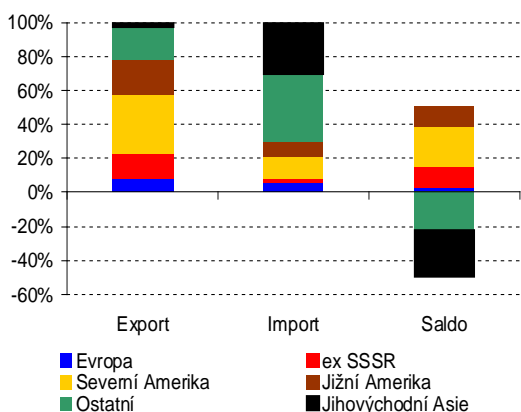
Vývoj cen obilovin je do značné míry determinován dvěma dlouhodobými faktory. Prvním z nich je trvale se zvyšující poptávka ze strany tzv. rychle rostoucích ekonomik jihovýchodní Asie a ostatních rozvojových zemí, která souvisí jak s populačním růstem, tak i s rychlým růstem ekonomik těchto zemí při současně se zhoršující bilanci jejich zahraničního obchodu u těchto komodit. Tato poptávka na světových trzích po importech je uspokojována ze strany relativně malého počtu tzv. tradičních exportérů, což jsou zejména USA, Kanada, státy bývalého SSSR (Rusko, Kazachstán, Ukrajina), jihoamerické země (zejména Argentina) a rovněž i země EU. Druhým faktorem je použití obilovin (i dalších komodit) pro nepotravinářské (průmyslové) účely, které rostlo v letech 2007–2012 průměrným tempem okolo 10 % (zatímco světová poptávka ve stejném období celkově vzrostla zhruba o 8 %), přičemž jeho podíl na spotřebě obilovin dosáhl zhruba jedné šestiny. Na tom se zhruba z jedné poloviny podílela produkce bioetanolu, druhou polovinu představuje především výroba škrobu a pivovarnictví. Výhled (např. IGC či FAO) pro nejbližších pět let předpokládá růst spotřeby obilovin zhruba o 6 %, a to i přes aktuální zpomalení ekonomického růstu ve světě. V jeho rámci nadále



relativně rychle (zhruba 3% tempem každý rok) poroste spotřeba pro průmyslové využití. Tyto odhady předpokládají, že růst globální poptávky nebude problémem uspokojit ze strany hlavních exportérů, a predikce produkce a poptávky jsou tak všeobecně uvažovány jako vyrovnané. Nicméně v posledních měsících ceny obilovin opětovně zřetelně narostly zejména v důsledku aktuálního převisu poptávky nad nabídkou vlivem horší sklizně v letošním roce.

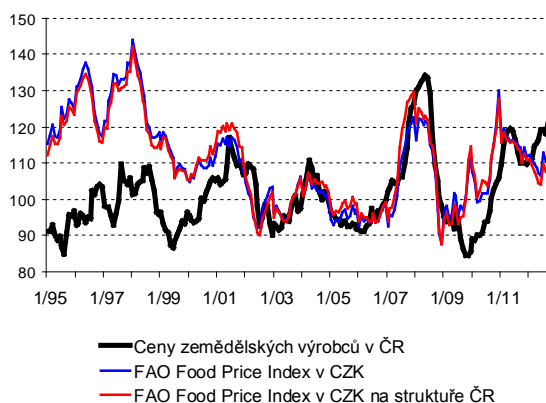
Z hlediska tuzemského vývoje existuje v posledních cca 12 letech poměrně značná provázanost indexu potravinářských cen komodit FAO s domácími cenami zemědělských výrobců po zohlednění vlivu váženého měnového kurzu, přičemž i struktury obou indexů jsou velmi podobné. Větší rozdíly před rokem 2000 mezi hladinou domácích a zahraničních cen jdou na vrub postupné konvergenci domácích cen směrem ke světovým cenám.

### Podíly na exportu a importu obilovin ve světě za hospodářský rok 2011/2012 (odhad, v %)



Zdroj: International Grains Council, vlastní výpočty

### Indexy cen zemědělských komodit (průměr 2002-2004=100)

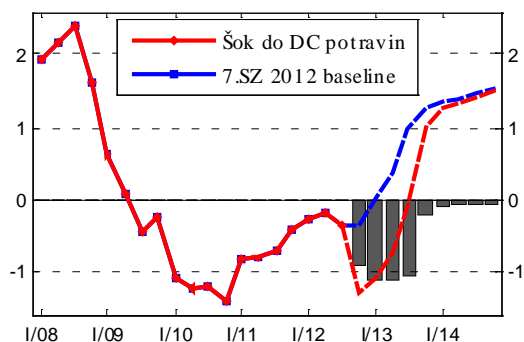


Zdroj: FAO, ČSÚ, ČNB, vlastní výpočty

Průsak vývoje cen agrárních komodit v zahraničí do domácí cenové hladiny je zachycen pomocí simulace modelu g3, kdy z titulu jejich skokového růstu dochází k neočekávanému nákladovému šoku do celkových dovozních cen ve výši 1,0 % (anualizovaně). To představuje relativně výrazný přibližně 10% šok do dovozních cen potravin a cen zemědělských výrobců. Šok do dovozních cen se v této simulaci projeví mírným zvýšením čisté inflace asi o dvě desetiny procentního bodu po dobu jednoho roku při současném mírném zvýšení měnověpolitických sazeb v průměru o více jak desetinu procentního bodu a při nepatrně silnějším měnovém kurzu. Při následném rozkladu čisté inflace do jednotlivých složek pomocí Kalmanova filtru (standardní predikční nástroj rozložení čisté inflace do složek) je šok do dovozních cen simulován přes odpovídající šok do dovozních cen potravin a domácích cen zemědělských výrobců. V simulaci tak dochází k poměrně rychlému zvýšení dynamiky cen potravin v řádu přes dva procentní body po dobu jednoho roku, a to při současném snížení ostatních složek čisté inflace. To odráží mimo jiné negativní důchodový efekt vyšších cen potravin.

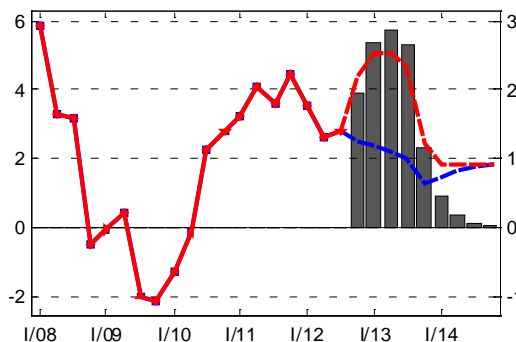
### Korigovaná inflace bez PH

(bez dopadů změn nepřímých daní, mzr v %)



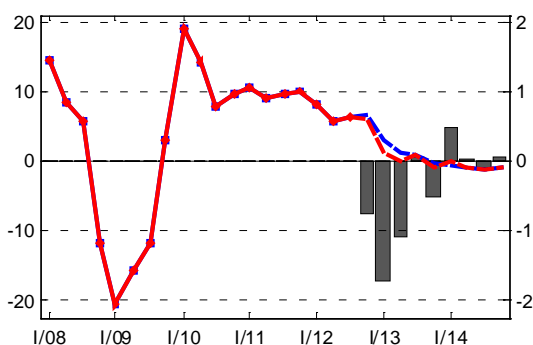
### Růst cen potravin

(bez dopadů změn nepřímých daní, mzr v %)



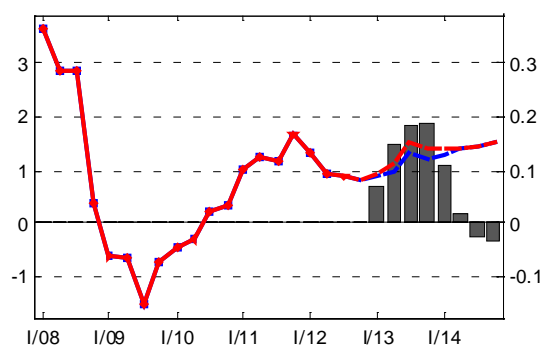
### Růst cen energií

(bez dopadů změn nepřímých daní, mzr v %)



### Čistá inflace

(bez dopadů změn nepřímých daní, mzr v %)



## 5 Peníze a úvěry

Růst peněžního agregátu M2 zůstává i přes aktuální zrychlení umírněný a slabě pod úrovní prognózy. Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru v podmínkách ekonomického útlumu a zpřísněných úvěrových standardů dále zpomalovala. V tom se projevoval nižší růst podnikových úvěrů při zhruba neměnné dynamice úvěrů domácnostem. Na druhou stranu růst nových úvěrů zrychlil v obou uvedených segmentech úvěrového trhu. Klientské úrokové sazby z podnikových úvěrů a z úvěrů na bydlení v průměru zhruba stagnovaly a ze spotřebitelských úvěrů mírně klesaly. Rozpětí mezi klientskými a tržními sazbami se vlivem znatelného poklesu úrokových sazeb finančního trhu zvýšila.

### 5.1. Peníze

Vývoj růstu **peněžních agregátů** je v posledních měsících poměrně kolísavý. Roční míra růstu peněžního agregátu M2 se po zpomalení ve třetím čtvrtletí následně v říjnu opět zvýšila o 0,4 procentního bodu na 5,5 %. I přesto se v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí pohybuje slabě pod úrovní prognózy ze 7.SZ 2012, podle které lze v uvedeném období očekávat stagnaci růstu M2 ve výši 5,7 %.<sup>21</sup> V říjnu zrychlila i roční míra růstu agregátu M3 na 5,8 %.<sup>22</sup> Z hlediska **tvorby peněz** pokračoval vyšší růst čistých zahraničních aktiv doprovázený zpomalením růstu úvěrů soukromému sektoru a poklesem čistého úvěru vládě<sup>23</sup>.

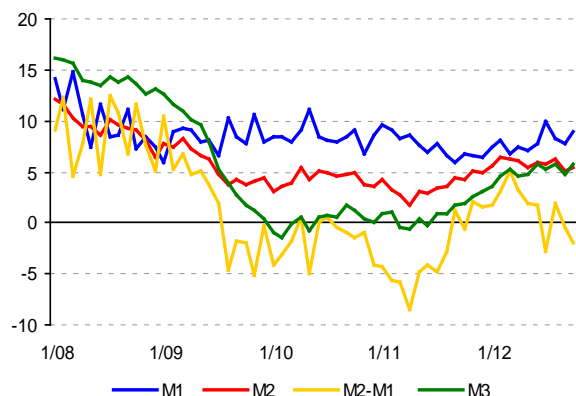
<sup>21</sup> Peněžní agregát M2 vzroste v roce 2012 o 5,8 %, v roce 2013 o 6,6 % a v roce 2014 zpomalí vlivem výrazného snížení dynamiky cenového růstu na 3,8 %.

<sup>22</sup> V eurozóně se růst peněžního agregátu M3 v říjnu rovněž zvýšil o 1,3 procentního bodu na 3,9 %.

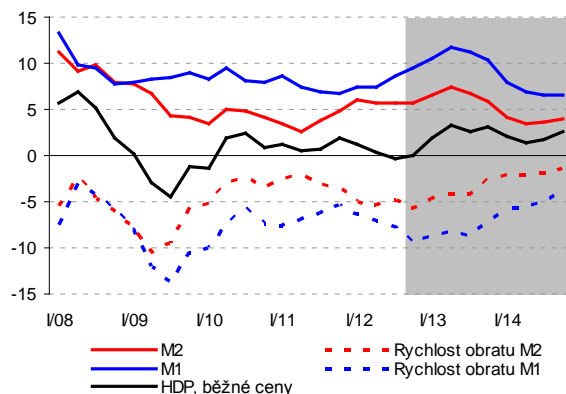
<sup>23</sup> Meziroční růst financování centrální vlády (nejdůležitějšího sub-sektoru) se však výrazněji neměnil a pohyboval se nadále okolo 15 %.



## Peněžní agregáty (roční míry růstu v %, měsíční údaje)



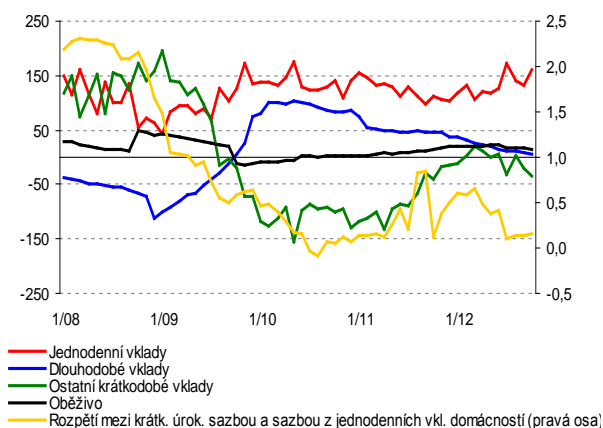
## Prognóza M2 a HDP (roční míry růstu v %, čtvrtletní údaje, s.o.)



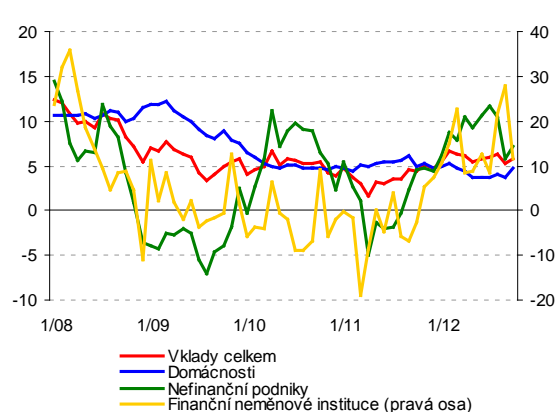
Poznámka: Rychlost obrátu peněz je propočtena jako poměr nominálního HDP k příslušnému peněžnímu agregátu.

K růstu peněžního agregátu M2 nadále významně přispívaly **vysoce likvidní peníze**. Roční míra růstu peněžního agregátu M1 se zvýšila na 8,9 % v důsledku zvýšení jednodenních vkladů (zejména u nefinančních podniků) při zpomalení dynamiky oběživa.<sup>24</sup> Krátkodobé termínované vklady v rámci M2 naopak klesaly a dynamika dlouhodobých termínovaných vkladů při historických minimech úrokových sazeb z těchto vkladů se dále snížila. Z hlediska **sektorové struktury vkladů** zrychlil růst vkladů nefinančních podniků na 7,1 % a vkladů domácností na 4,8 % (v tomto sektoru však především v důsledku nízké srovnávací základny loňského roku), zatímco roční míra růstu vkladů finančních neměnových institucí zpomalila na 11,5 %. Dlouhodobě vzestupná tendence podnikových vkladů nadále zřejmě svědčí o snaze podniků vytvářet vyšší úroveň likvidního polštáře.

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



## Struktura vkladů peněžního agregátu M2 (roční míry růstu v %)

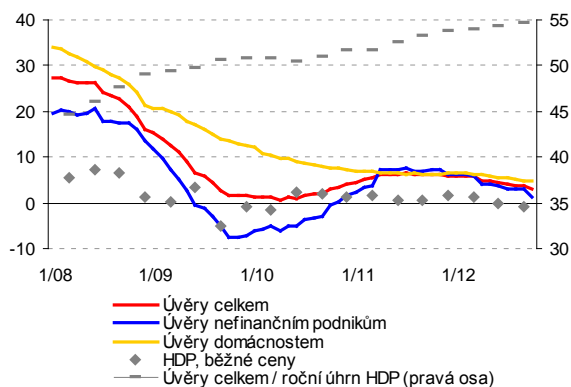


<sup>24</sup> Peněžní agregát M1 se dle prognózy ze 7.SZ 2012 zvýší v roce 2012 o 8,2 %, v roce 2013 o 10,9 % a v roce 2014 o 7 %.

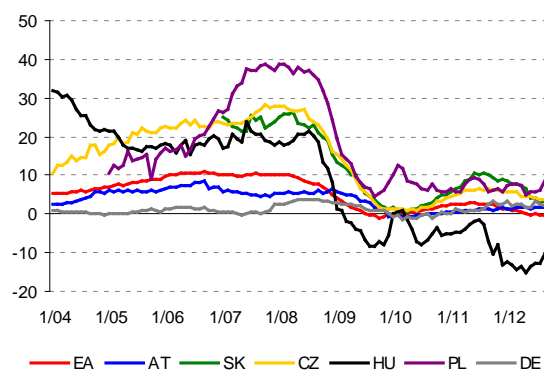
## 5.2. Úvěry

Růst **úvěrů soukromému sektoru** v podmínkách ekonomického útlumu a zpřísněných úvěrových standardů dále zpomaloval. Roční míra růstu úvěrů se v říjnu snížila o 0,7 procentního bodu na 3,1 % v důsledku nižšího růstu podnikových úvěrů. Poměr úvěrů k HDP se ve třetím čtvrtletí pohyboval okolo 55 %.

### Úvěry podnikům a domácnostem (roční míry růstu v %, poměry v %)



### Úvěry v mezinárodním srovnání (roční míry růstu v %)



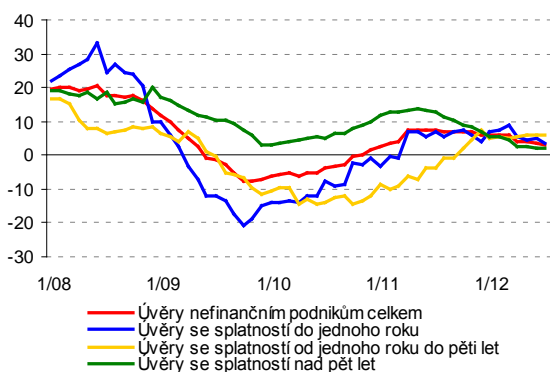
Pramen: ECB.

V průměru za **eurozónu** se pokles úvěrů soukromému sektoru nadále pohyboval mírně pod nulou, rovněž především v důsledku propadu podnikových úvěrů ovlivněného nabídkovými i poptávkovými faktory (vývoj podnikových úvěrů je však od počátku finanční krize napříč jednotlivými zeměmi eurozóny značně heterogenní).<sup>25</sup>

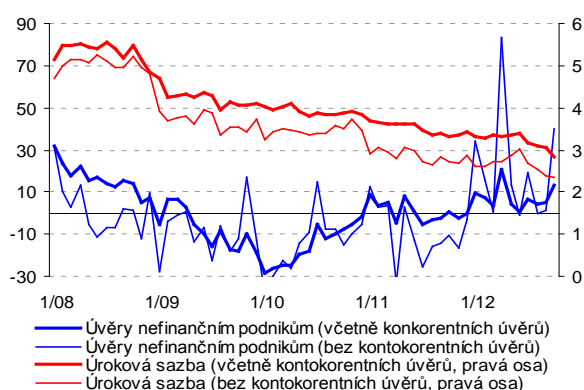
Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům** se v ČR na počátku posledního čtvrtletí 2012 dále výrazně snížila, a to v říjnu o 1,8 procentního bodu na 1,4 %. Méně rostly krátkodobé úvěry určené k financování provozního kapitálu i úvěry s delší splatností financující fixní investice. Objem úvěrů se zvyšoval jen v některých odvětvích (zemědělství, doprava apod.). Naopak dynamika růstu úvěrů poskytovaných odvětví energetiky se snížila k nulovým hodnotám a objem úvěrů průmyslovým a jiným významným odvětvím (zpracovatelský průmysl, nemovitosti, obchod a stavebnictví) dokonce klesal. Průmyslové podniky nadále uvádějí nedostatečnou poptávku jako hlavní bariéru růstu průmyslové produkce, zatímco přístup k finančním zdrojům tyto podniky za problém nepovažují. Růst nových podnikových úvěrů se přitom v říjnu zvýšil, což odráželo zrychlení dynamiky nových velkých úvěrů poskytovaných obvykle velkým podnikům.

<sup>25</sup> Banky v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2012 vlivem očekávaného zhoršení ekonomické aktivity dále zpřísnily úvěrové standardy u podnikových úvěrů. Naopak přísnost úvěrových standardů se neměnila u úvěrů na bydlení a zmírnila se u spotřebitelských úvěrů. Poptávka po úvěrech nadále klesala. Pro čtvrté čtvrtletí 2012 banky očekávají obdobný stupeň zpřísnění standardů jako v předchozím čtvrtletí u podnikových úvěrů a u úvěrů na bydlení při jejich uvolnění u spotřebitelských úvěrů. Pokles poptávky po úvěrech by se měl dle vnímání bank zmírňovat (viz *Monthly Bulletin ECB, November 2012*).

## Úvěry nefinančním podnikům (roční míry růstu v %)



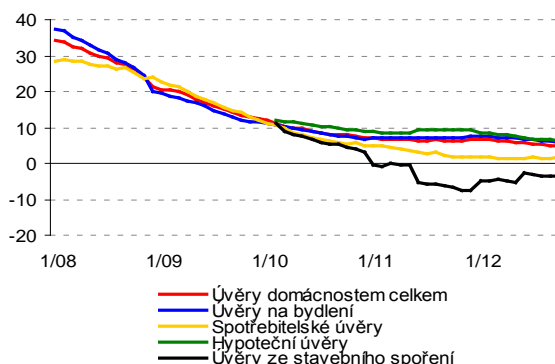
## Nové úvěry nefinančním podnikům (mzr. v %, úroková sazba v %)



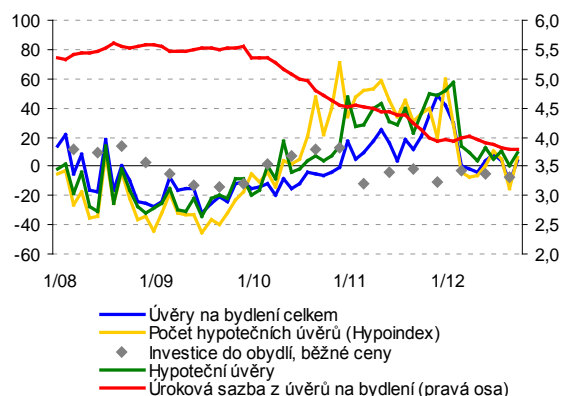
U **úvěrů domácnostem** se roční míra růstu po předchozím zpomalení v říjnu výrazněji neměnila (4,9 %). V rámci **úvěrů na bydlení** jen nepatrně zpomalil růst hypotečních úvěrů (6,4 %) při přetrvávajícím poklesu úvěrů ze stavebního spoření (-3,7 %). Nové úvěry na bydlení se meziročně zvýšily, jejich dynamika však zůstala umírněná (4 %). Růst objemu nových hypoték byl v říjnu dle Hypoindexu doprovázen zvýšením počtu nově uzavřených hypotečních smluv. Zájem domácností se nadále koncentroval na nové úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (cca 51 %), podíl nových úvěrů s pohyblivou či fixní sazbou do jednoho roku se opět snížil (na cca 26 %). Investice do bydlení v reálném i nominálním vyjádření ve třetím čtvrtletí dále meziročně klesaly.

**Spotřebitelské úvěry** od bank rostly nepatrně rychleji než v předchozích měsících a jejich roční míra růstu dosáhla 1,7 %. Na druhou stranu nové spotřebitelské úvěry nadále klesaly (-3,1 %), což svědčí o stále nízké spotřebitelské důvěře a neochotě domácností realizovat spotřební výdaje v podmínkách poklesu reálných mezd a celkově negativního ekonomického sentimentu.

## Úvěry domácnostem (roční míry růstu a mzr. v %)



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



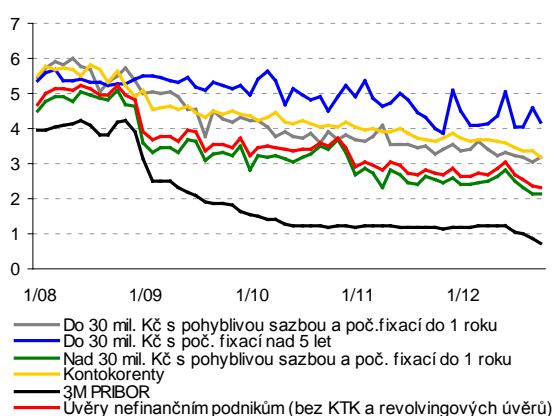
Podíl **úvěrů v selhání** na celkových úvěrech se v říjnu slabě zvýšil u úvěrů nefinančním podnikům i domácnostem – u nefinančních podniků dosáhl 7,5 % a u domácností 5,3 % (u spotřebitelských úvěrů vzrostl na 12,4 % a u úvěrů na bydlení přetrvával na úrovni 3,4 %).

### 5.3. Klientské úrokové sazby

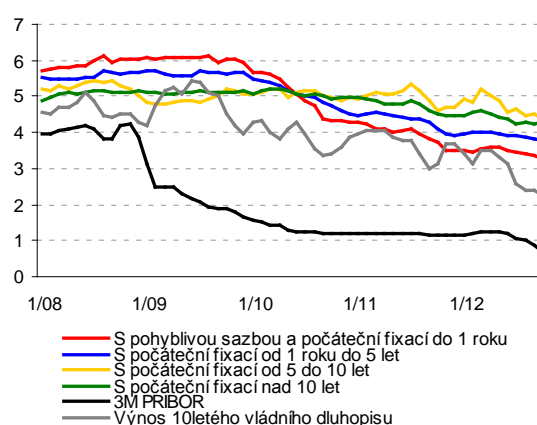
**Klientské úrokové sazby** se po předchozím snižování vyvíjely na počátku čtvrtého čtvrtletí 2012 v podmínkách poklesu tržních úrokových sazeb diferencovaně. Tržní sazba 3M PRIBOR a výnos dlouhodobého vládního dluhopisu se vlivem zářijového poklesu repo sazby ČNB snížily o 0,2 procentního bodu na 0,7 %, resp. 2,2 %.

**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** se výrazněji neměnila (včetně kontokorentních úvěrů se snížila). Stagnovaly krátkodobé sazby z velkých úvěrů (s objemem nad 30 mil. Kč) při jejich mírném zvýšení u malých úvěrů. Dlouhodobé sazby a sazby z kontokorentních úvěrů se většinou snižovaly. Úroková sazba z malých úvěrů dosáhla 3,3 % (z nejmenších úvěrů 4,5 %) a z velkých úvěrů 2,2 %. Při snížení sazby 3M PRIBOR se rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami zvýšila. V delším pohledu jsou sazby o půl procentního bodu pod úrovní konce loňského roku.

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



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



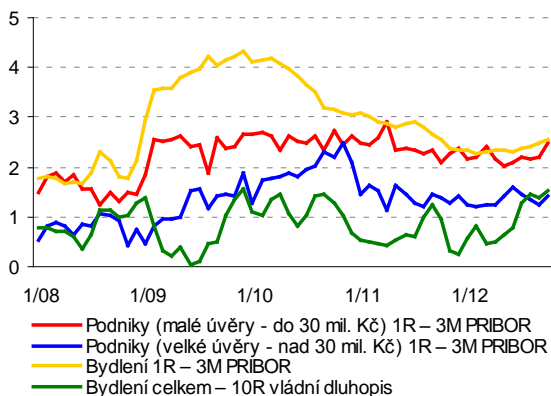
U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** rovněž v průměru výrazněji neměnila a v říjnu dosáhla 3,8 %. Z hlediska typů úvěrů však pokračoval pokles sazby z hypoték (o 0,1 procentního bodu na 3,5 %), zatímco sazba z úvěrů ze stavebního spoření se v posledních měsících (zejména vlivem metodických změn) mírně zvýšila na 4,7 %. Sazby z hypoték tak kopírovaly vývoj tržních sazeb, dle Hypoindexu by akční nabídky některých bank mohly přispívat k poklesu sazeb i v listopadu. Na druhou stranu rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami aproximující klientskou rizikovou prémie se dále rozšířilo. Rozpětí u dlouhodobých sazeb rovněž vzrostlo, v posledních měsících však zejména vlivem značného propadu výnosu vládních dluhopisů. V delším pohledu jsou sazby z úvěrů na bydlení o 0,2 procentního bodu nižší než na konci roku 2011.

**Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** se po minulém zvýšení lehce snížila, a to v říjnu o 0,1 procentního bodu na 14,1 %. Obdobně se vyvíjela sazba z kontokorentních úvěrů a úročených úvěrů z kreditních karet (uvedené sazby dosáhly 14,6 %, resp. 23,6 %). Ve srovnání s koncem loňského roku sazby zůstávají v důsledku vyššího vnímaného rizika o půl procentního bodu vyšší. Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a 3M PRIBOREM tak dále rostlo.<sup>26</sup>

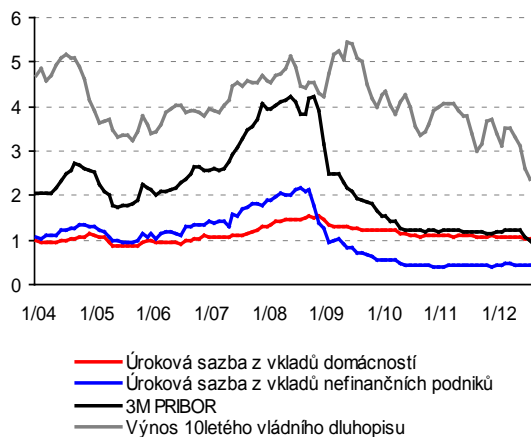
<sup>26</sup> Obdobný vývoj klientských úrokových sazeb byl v říjnu 2012 zaznamenán i v eurozóně – sazby z podnikových úvěrů se zde mírně zvýšily či stagnovaly, sazby z úvěrů domácnostem a z klientských vkladů slabě klesaly.

**Úroková sazba z nových vkladů** domácností se po předchozím slabém snížení v říjnu zvýšila u termínovaných vkladů s dohodnutou splatností do dvou let při slabě nižší sazbě z těchto vkladů u podniků. Sazba z vkladů domácností dosáhla 1,1 %<sup>27</sup> a z podnikových vkladů 0,4 %. Uvedené sazby se oproti konci loňského roku nezměnily (ve srovnání s obdobími před finanční krizí jsou však nižší o cca 0,5, resp. 1 procentní bod).

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



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



<sup>27</sup> Průměrná úroková sazba z vkladů domácností bez vkladů u stavebních spořitelén se pohybuje na nižší úrovni (0,7 %).

## IV. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

Po snížení základních sazeb ČNB na technickou nulu se tržní úrokové sazby ve všech splatnostech posunuly na nová historická minima. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za dosavadní průběh 4.Q 2012 je jen lehce výše v porovnání s prognózou. Kurz koruny je v průměru za dosavadní průběh 4.Q 2012 o zhruba 1 % slabší oproti prognóze.

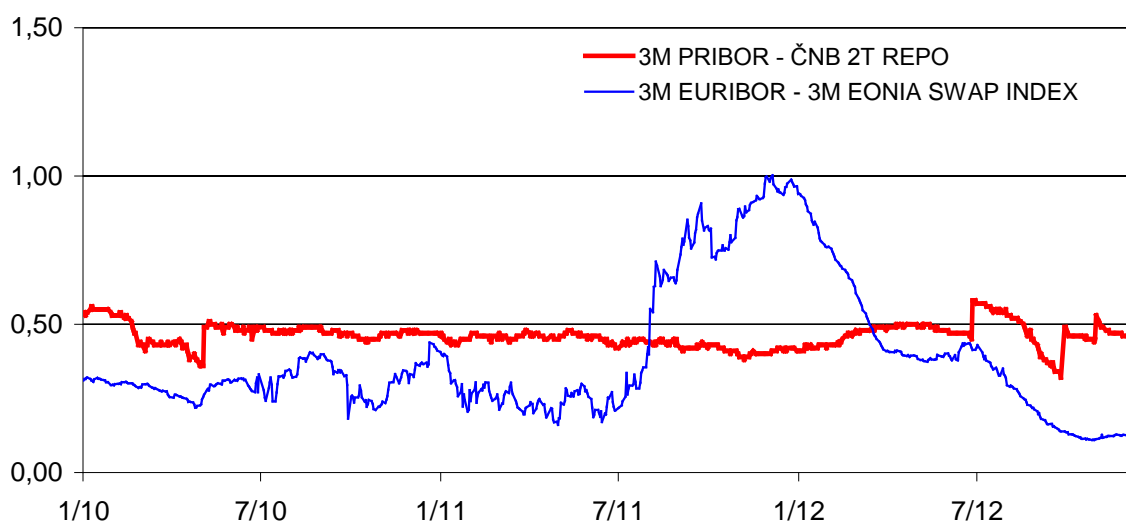
### Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

|                | 4.Q 2012 – prognóza | 4.Q 2012 – skut. * | 12.12. – skut. |
|----------------|---------------------|--------------------|----------------|
| 3M PRIBOR      | 0,5                 | 0,6                | 0,5            |
| Kurz – CZK/EUR | 24,9                | 25,2               | 25,3           |

\* průměr za čtvrtletí do 12.12.2012

### 1 Domácí úrokové sazby

Na listopadovém měnověpolitickém zasedání BR snížila 2T repo sazbu a diskontní sazbu na 0,05 %.<sup>28</sup> Úrokové sazby PRIBOR reagovaly bezprostředním poklesem o 0,10 až 0,15 p.b. v jednotlivých splatnostech. V dalších dnech pak došlo k jejich dalšímu snížení v řádu setin p.b. Průměrná výše sazby **3M PRIBOR** za dosavadní průběh 4.Q 2012 (do 12.12.) činila 0,6 %, tj. byla jen 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 v souladu s předpokladem prognózy ze 7.SZ.



**Sazby FRA** po snížení měnověpolitických úrokových sazeb na technickou nulu klesly jednorázově o 0,15 až 0,20 p.b., v dalších dnech se však posunuly lehce výše. Tržní výhled 3M sazeb FRA je zhruba stabilní. V celém horizontu se pohybuje mírně nad trajektorií konzistentní se stávající prognózou, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz graf v části I.2 Prognózy ostatních institucí). **Úrokové sazby s delší splatností**

<sup>28</sup> Obě sazby byly sníženy na stejnou (tzv. technicky nulovou) úroveň, banky proto od tohoto rozhodnutí méně využívají sterilizační repo operace. Realizované objemy 2T repo operací jsou tak výrazně nižší než limitní vyhlášené objemy, naopak se zvýšilo využití depozitní facility, kam peníze ukládá daleko více bank. Objem dodávané likvidity zůstává nulový.



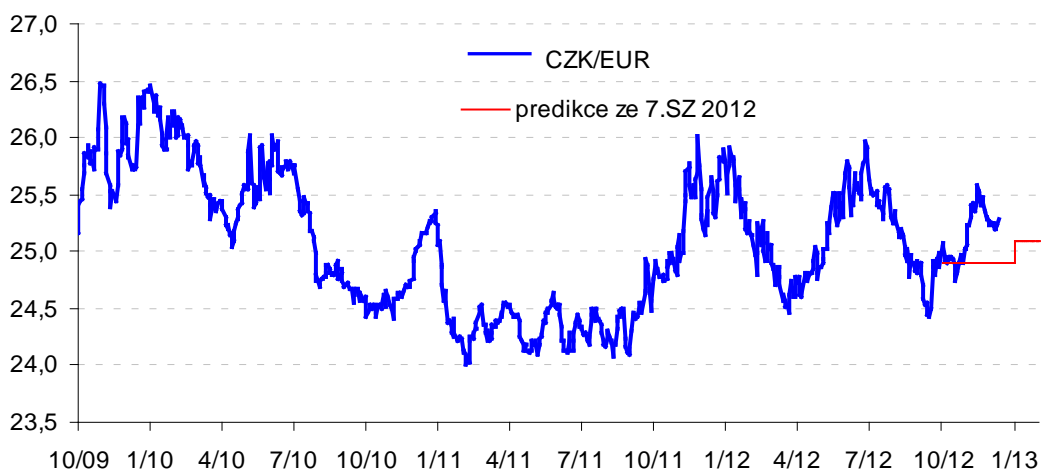
také klesly na historicky nejnižší hladinu. Sazby IRS ve splatnostech do 6R a výnosy státních dluhopisů ve splatnostech do 5R se pohybují pod 1 %<sup>29</sup>. Vedle uvolněné měnové politiky se ve vývoji domácích střednědobých a dlouhodobých sazeb odrážejí také vnější faktory. Sazby v zahraničí v posledních měsících zvolnily svůj sestupný trend a aktuálně zhruba stagnují na nízkých úrovních. Promítá se v nich především nejistota spojená s dalším vývojem v eurozóně a pesimismus ohledně budoucího růstu světové ekonomiky.

Co se týče **klientských úrokových sazeb**, průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů v říjnu klesla na 5,9 %, zatímco sazba z termínovaných vkladů stagnovala na 1,8 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 2,4 %, z pohledu ex ante 3,4 %.

## 2 Devizový kurz

V průběhu října a první poloviny listopadu pokračovala **koruna vůči euru** v postupném oslabování započatém v polovině září. Během těchto dvou měsíců oslabila téměř o 5 %. Ve druhé polovině listopadu však došlo k mírné korekci a koruna posílila ze svého čtyřměsíčního minima 25,6 CZK/EUR až na 25,2 CZK/EUR, což je také průměrná hodnota kurzu v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012. Ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím je tak koruna prozatím o přibližně 0,3 % slabší. Meziročně naopak koruna dosahuje o 0,5 % silnější úrovně. Oproti předpovědi ze 7.SZ (24,9 CZK/EUR) byla koruna v dosavadním průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 zhruba o 1 % slabší.

### Vývoj nominálního kurzu CZK/EUR



Z hlediska širšího pohledu evropské měny v průběhu října a listopadu zpravidla vůči ostatním světovým měnám mírně posilovaly vlivem zklidnění situace v eurozóně. Česká koruna však tento vývoj nekopírovala, neboť vůči většině ostatních evropských měn mírně ztrácela vlivem domácích faktorů. K oslabení koruny zřejmě přispěla i opatření ČNB (snížení měnověpolitických sazeb, oznámení o zastavení prodejů výnosů z devizových rezerv a opakovaná komunikace možnosti devizových intervencí proti koruně) a informace o prohlubování hospodářského poklesu v České republice.

<sup>29</sup> Podstatně vyšší výnosy (2,1 až 3,4 %) ponese státní spořicí dluhopisy určené pro domácnosti a neziskové právnické osoby. Ve třetí (listopadové) emisi Ministerstvo financí evidovalo konečnou sumu objednávek ve výši 31 mld. Kč, původně plánovaný maximální objem činil 20 mld. Kč.