

ZPRÁVA O INFLACI / III

2010

ZPRÁVA O INFLACI / III

Počínaje rokem 1998 přešla Česká národní banka k cílování inflace. V režimu cílování inflace hraje významnou roli komunikace centrální banky s veřejností. Jedním ze základních prvků této komunikace je vydávání čtvrtletní Zprávy o inflaci. Ta obsahuje jak hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje z pohledu České národní banky, tak popis její nové čtvrtletní makroekonomické prognózy.

Smyslem zveřejňování prognózy a jejích předpokladů je učinit měnovou politiku co nejvíce transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Česká národní banka vychází z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika efektivně ovlivňuje inflační očekávání a minimalizuje náklady při zabezpečování cenové stability. Udržování cenové stability je přitom hlavním posláním České národní banky.

Prognóza vývoje české ekonomiky je sestavována Sekcí měnovou a statistiky ČNB. Pro rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti).

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do rozhodování bankovní rady. Na svých zasedáních během daného čtvrtletí bankovní rada diskutuje aktuální prognózu a bilanci jejích rizik a nejistot. Příchod nových informací od sestavení prognózy, možnost asymetrického vyhodnocení rizik prognózy či odlišná představa některých členů bankovní rady o vývoji vnějšího prostředí či o vazbách mezi různými ukazateli uvnitř české ekonomiky způsobují, že konečné rozhodnutí bankovní rady nemusí odpovídat vyznění prognózy.

Počínaje touto Zprávou o inflaci dochází k několika změnám v jejím obsahu. První změnou je jiné řazení kapitol – v duchu zásad moderní komunikace Zpráva v kapitole II nejprve popisuje prognózu ČNB, a v kapitole III pak aktuální ekonomický vývoj. Druhou změnou je detailnější popis prognózy v kapitole II, která je mimo jiné nově obohacena o podrobné srovnání nové prognózy s prognózou minulou. Větší důraz na prognózu ČNB je kladen i ve shrnutí Zprávy, tj. v kapitole I. Třetí změnou je přeuspořádání podkapitol v kapitole III a rozšíření jejího analytického pokrytí. Důvodem všech těchto změn je snaha o další zvýšení uživatelského komfortu čtenářů Zprávy, stejně jako prohloubení transparentnosti rozhodovacího procesu ČNB. Spolu s uvedenými změnami totiž dochází ke sloučení Zprávy o inflaci s neveřejným dokumentem s názvem Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji do jediného dokumentu, který je projednáván bankovní radou a slouží jako základní podklad pro její měnověpolitické rozhodování. Publikovaná Zpráva o inflaci přitom tvoří podмноžinu uvedeného sloučeného dokumentu, pokrývající více než 90 % jeho obsahu. Nově se tak nyní veřejnost může ve Zprávě o inflaci seznámit například se zpracovanými citlivostními scénáři, které popisují a kvantifikují rizika základního scénáře prognózy a které mohly mít vliv na měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady. Celý interní dokument bude zveřejňován stejně jako doposud s odstupem šesti let.

Ukončení vydávání Zprávy o inflaci v papírové podobě a provedení výše naznačených změn v jejím obsahu vedly k přehodnocení rozsahu doplňků a příloh Zprávy. Počínaje touto Zprávou nebudou záznamy z jednání bankovní rady již nadále její součástí a budou k dispozici pouze na webových stránkách ČNB. Ze stejného důvodu byl výrazně omezen počet tabulkových příloh Zprávy, když nadále bude zveřejňována pouze tabulka klíčových makroekonomických indikátorů. Data ze zrušených tabulkových příloh zůstávají veřejnosti v naprosté většině dostupná, a to v systému časových řad (ARAD) přístupném z webových stránek ČNB.

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 12. srpna 2010 a obsahuje informace dostupné k 23. červenci 2010.

Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na internetové adrese <http://www.cnb.cz>. Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci.

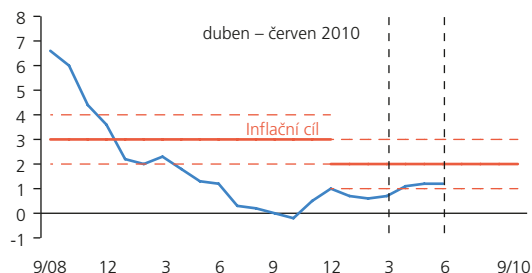
PŘEDMLUVA	3
OBSAH	5
I SHRUTÍ	6
II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	8
II.1 Vnější předpoklady prognózy	8
II.2 Prognóza	10
II.3 Srovnání s minulou prognózou	19
II.4 Citlivostní analýzy	22
II.4.1 Citlivostní scénář kurzu	22
II.4.2 Citlivostní scénář zahraničních úrokových sazeb	22
II.4.3 Citlivostní scénář fiskální politiky	23
II.5 Prognózy ostatních subjektů	24
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	26
III.1 Inflace	26
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	26
III.1.2 Současný vývoj inflace	28
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	30
III.2.1 Dovozní ceny	30
III.2.2 Ceny výrobců	31
III.3 Poptávka a nabídka	33
III.3.1 Domácí poptávka	33
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	35
III.3.3 Nabídka	36
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	39
III.4 Trh práce	40
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	40
III.4.2 Mzdy a produktivita	41
III.5 Finanční a měnový vývoj	43
III.5.1 Peníze	43
III.5.2 Úvěry	44
III.5.3 Úrokové sazby	45
III.5.4 Měnový kurz	48
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	49
III.5.6 Finanční pozice nefinančních podniků a domácností	50
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	51
III.6 Platební bilance	52
III.6.1 Běžný účet	52
III.6.2 Kapitálový účet	53
III.6.3 Finanční účet	53
III.7 Vnější prostředí	55
III.7.1 Eurozóna	55
III.7.2 Spojené státy	57
III.7.3 Kurz USD/EUR	58
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	58
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	60
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	63
POUŽITÉ ZKRATKY	64
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	65
GLOSÁŘ POJMŮ	67
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	70

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2010 mírně zvýšila a dostala se nad dolní hranici tolerančního pásma 2% inflačního cíle

(meziroční změny v %)



I. SHRUTÍ

Česká ekonomika překonala recesi a v dalším průběhu roku 2010 bude pokračovat v mírném meziročním růstu. Slábnoucí spotřeba domácností bude tempo růstu mírně tlumit, zvyšovat ho bude naopak doplňování recesí stlačených zásob a čistý vývoz. Inflace se bude ve druhé polovině roku 2010 postupně zvyšovat a v příštím roce se bude nacházet v blízkosti cíle. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající hodnoty, následovaná jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011.

V prvním čtvrtletí letošního roku se česká ekonomika již zřetelně vymanila z recese když rostla o 1,1 %, a zaznamenala tak první kladný meziroční růst od roku 2008. Ve druhém čtvrtletí je očekáváno další zrychlení meziročního růstu, který bude podporován jak doplňováním zásob, u nichž došlo v minulém roce k výraznému propadu, tak rostoucí spotřebou vlády. K výraznému oživení došlo u obratu zahraničního obchodu a průmyslové produkce. Poptávka po práci reaguje na oživení ekonomiky se zpožděním a zaměstnanost nadále výrazně klesá, přičemž dopady hospodářské krize se na trhu práce postupně přesouvají z průmyslu do sektoru tržních služeb. Poslední údaje za druhé čtvrtletí nicméně ukazují na mírný pokles registrované míry nezaměstnanosti.

Aktuálně celková inflace stoupá a nachází se ve spodní polovině tolerančního pásma inflačního cíle (Graf I.1). Ke zvyšování inflace ve druhém čtvrtletí přispíval růst regulovaných cen, dopady změn nepřímých daní a odeznění poklesu cen potravin. Rychle nadále rostly ceny pohonných hmot, jejich meziroční tempo se však snížilo. Naopak korigovaná inflace bez pohonných hmot byla nadále výrazně záporná. Vývoj inflace v posledním období odráží absenci inflačních tlaků z domácí ekonomiky a předchozí silně protiinflační působení dovozních cen, i když aktuálně již dovozní ceny rostou. Z pohledu budoucího vývoje inflace hrají důležitou roli v současnosti stále stlačené marže výrobců. Lze očekávat, že začínající oživení ekonomiky umožní firmám postupný návrat ziskových marží k dlouhodobým hodnotám, což bude přispívat k návratu inflace k cíli.

Výhled vývoje vnějšího prostředí naznačuje pokračování oživení v eurozóně, které však nebude rovnoměrné a koncem letošního roku zpomalí. Očekávaný růst úrokových sazeb v eurozóně je jen velmi pozvolný. Kurz eura vůči dolaru do začátku června prudce oslabil, což se promítlo i do jeho výhledu, následně však došlo ke korekci. Podle výhledu Consensus Forecast z letošního července by se měl kurz do konce roku 2012 pohybovat blízko nad hranici 1,20 USD/EUR. Vlivem očekávaného postupného snižování volných těžebních kapacit je u ropy i benzínu předpokládán další pozvolný růst cen.

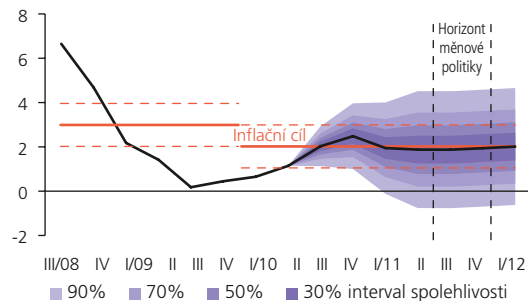
Podle prognózy bude **celková inflace** dále stoupat a v závěru letošního roku se dočasně dostane mírně nad inflační cíl (Graf I.2), mimo jiné vlivem již provedených daňových změn. Od počátku roku 2011 se bude celková inflace nacházet poblíž inflačního cíle. Nominální náklady firem

GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se na prognóze zvyšuje a zejména vlivem již provedených daňových změn se dostane mírně nad inflační cíl v závěru letošního roku

(meziroční změny v %)

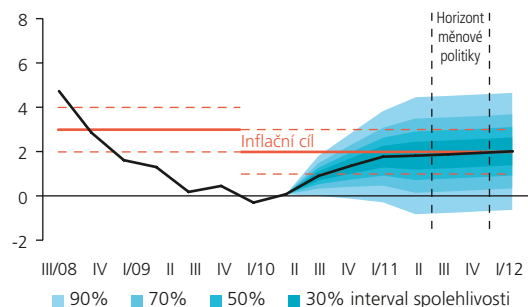


GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky nachází v blízkosti inflačního cíle ČNB

(meziroční změny v %)



se začnou pomalu zvyšovat v důsledku rychlejšího růstu mezd a oživení ekonomické aktivity, zatímco dovozní ceny se vrátí do protiinflační polohy vlivem postupného posilování kurzu koruny. Spotřebitelské ceny navíc porostou poněkud rychleji než náklady, a umožní tak firmám postupně zvedat marže na jejich obvyklou úroveň.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, na prognóze roste (Graf I.3). Ve druhé polovině roku 2011, kdy současné nastavení úrokových sazeb ovlivní inflaci nejvíce, se dostane k cíli. V té době již dopady změn nepřímých daní vyprchají a měnověpolitická inflace se bude shodovat s celkovou inflací.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních **úrokových sazeb** poblíž stávající hodnoty, následovaná jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011 (Graf I.4). Podle prognózy bude **kurz koruny** vůči euru postupně posilovat především vlivem mírně kladného úrokového diferenciálu a příznivého vývoje výkonové bilance (Graf I.5).

V letošním a příštím roce bude pokračovat pozvolný růst **ekonomiky** tempem pod 2 %, v roce 2012 pak růst zřetelně zrychlí. Prognóza však zatím nezahrnuje dopady připravované konsolidace veřejných rozpočtů. Růst domácí ekonomiky bude ve druhé polovině letošního roku tlumen klesající spotřebou domácností, na které se podepisuje pokračující nepříznivý vývoj na trhu práce a dopady úsporných rozpočtových opatření (Graf I.6). Naopak doplňování zásob bude spolu s rostoucí spotřebou vlády a čistým vývozem růst HDP zvyšovat. Fixní investice zůstanou utlumené v důsledku nadále nízkého využití stávajících výrobních kapacit. Od roku 2011 se pak k faktorům podporujícím ekonomický růst přidá narůstající spotřeba domácností.

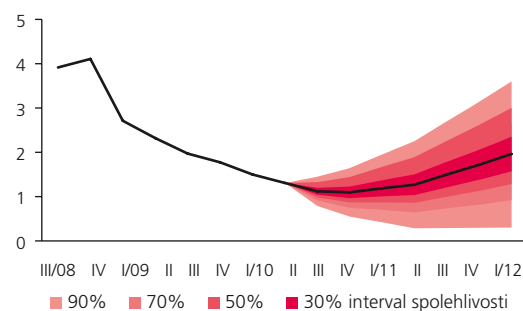
Na oživování ekonomické aktivity bude reagovat **trh práce** s obvyklým zpožděním. Meziroční pokles zaměstnanosti se již sice bude zmírňovat, nicméně k meziročnímu růstu se zaměstnanost dostane až ve druhé polovině příštího roku. Obecná míra nezaměstnanosti by měla dosáhnout maxima v nejbližších čtvrtletích, a pak pozvolna klesat. K oživení aktuálně utlumeného růstu mezd dojde společně s oživením ekonomické aktivity v roce 2011.

Na svém srpnovém měnovém zasedání bankovní rada rozhodla jednomyslně **ponechat úrokové sazby beze změny**. Bilance rizik prognózy byla celkově posouzena jako mírně protiinflační. Tímto směrem působí zejména aktuální vývoj měnového kurzu a plánovaná fiskální konsolidace. Jako proinflační riziko byly naopak identifikovány ceny komodit.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

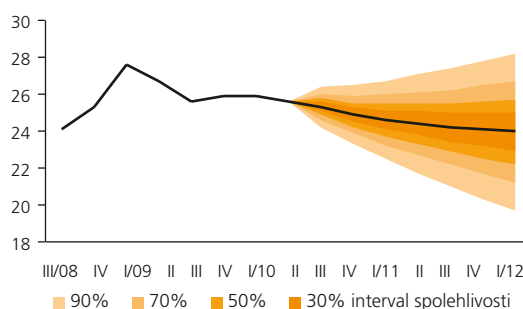
S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající hodnoty, následovaná jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011 (3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

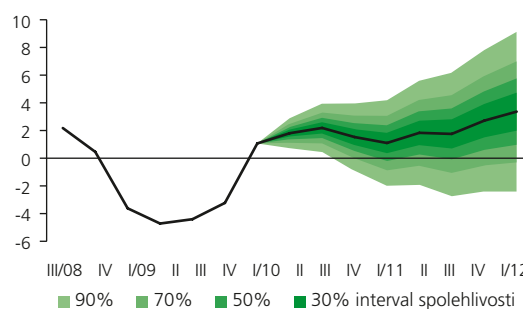
Nominální měnový kurz koruny se na prognóze postupně zhodnocuje (CZK/EUR)



GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

V letošním a příštím roce bude pokračovat pozvolný růst ekonomiky tempem pod 2 %, v roce 2012 pak růst zřetelně zrychlí (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

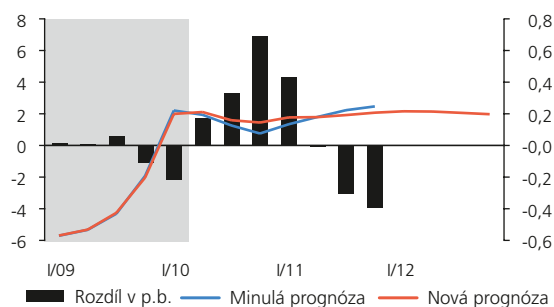


GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Ekonomické oživení bude nadále pozvolné, výhled se však mění směrem k méně výraznému W

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

V letošním roce je v efektivní eurozóně očekáván meziroční růst HDP, který však koncem roku mírně zpomalí. I přes rostoucí výhledy průmyslových i spotřebitelských cen je předpokládán růst úrokových sazeb v eurozóně jen velmi pozvolný. Dluhové problémy Řecka a očekávaný silnější ekonomický růst ve Spojených státech byly důvodem pro přehodnocení kurzu eura vůči dolaru ke slabším hodnotám na celém horizontu prognózy, v poslední době však euro naopak posílilo. Ve výhledu cen ropy se projevuje očekávané postupné snižování volných těžebních kapacit v průběhu zbytku letošního roku s dopadem na další pozvolný růst ceny mírně nad 80 USD/barel.

Výhled ekonomické aktivity v efektivní eurozóně nadále naznačuje pokračující nevýrazné oživení (Graf II.1.1).¹ Odhad pro letošní rok je ovlivněn především zlepšujícím se výhledem růstu německé ekonomiky. Optimistické vnímání plyne z rostoucí průmyslové produkce a přebytku obchodní bilance v důsledku slabšího eura a oživení globální poptávky po německém zboží. Obavy o hospodářský růst v důsledku řecké fiskální krize ustoupily v současné době poněkud do pozadí. Pozitivním směrem bylo přehodnoceno také očekávání ekonomického růstu na Slovensku a v Itálii. Tyto tři země reprezentují dvě třetiny efektivního ukazatele HDP, jehož předpokládaný růst je 1,8 % pro letošní rok a 1,9 %, resp. 2,1 % pro roky 2011 a 2012. Rozložení růstu efektivního HDP do jednotlivých čtvrtletí se mírně mění, takže tvar nesouměrného W (viděno optikou meziročních růstů) je ve srovnání s minulou prognózou více vyhlazený.

Za zvýšeným **výhledem růstu efektivního ukazatele zahraničních výrobních cen** eurozóny stojí stejné faktory, které stimulují její hospodářský růst. Růst globální ekonomiky a pozitivní očekávání vedly v prvním čtvrtletí k rychlému vzestupu cen průmyslových surovin a ropy (Graf II.1.2). V souladu s tím byl v dubnu (a pak i v květnu) poprvé po dlouhé době zaznamenán meziroční růst průmyslových cen v Německu. Další vývoj by však měl zohlednit opětovný pokles cen surovin ve druhém čtvrtletí 2010. V souhrnu tak byl růst efektivního ukazatele výrobních cen pro letošek přehodnocen o 0,8 procentního bodu nahoru, a ceny by tedy měly vzrůst v průměru o 1,6 %. Růst o 2,2 % se pak předpokládá jak pro příští rok, tak pro rok 2012.

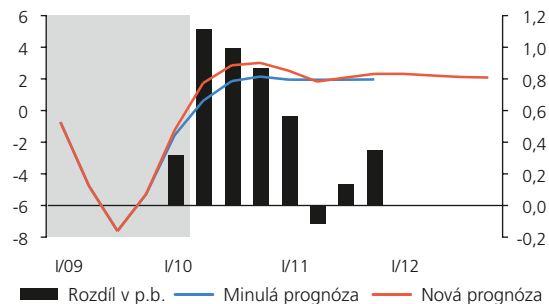
Výhled **inlace spotřebitelských cen v zahraničí** se přiblížil k definici cenové stability ECB (pod ale blízko 2 %). Průzkum inflačních očekávání, který provádí ECB, také potvrzuje trend růstu očekávané inflace, nachází se však níže než výhled CF. Meziroční růst efektivního CPI eurozóny je aktuálně v CF očekáván o 0,2 procentního bodu

GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Výhledy růstu průmyslových cen se zvýšily kvůli vývoji cen komodit

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)

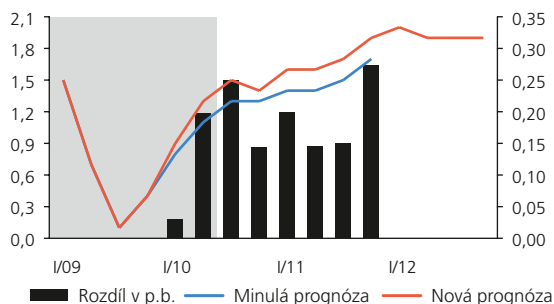


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Inflace vzroste k hranici cenové stability dle ECB ve výši 2 %

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)



¹ Výhled zahraničních veličin, který čerpáme z průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů, byl aktualizován k 12. červenci 2010. Šedá plocha v grafech odděluje známou minulost od výhledu. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

výše, než uváděla minulé prognóza pro letošní i příští rok (Graf II.1.3). Letos by spotřebitelské ceny měly vzrůst o 1,3 %, v roce 2011 o 1,7 % a v následujícím roce o 1,9 %.

Trajektorie 3M EURIBORu naznačuje jen postupný a v čase opět oddálený návrat sazeb k vyšším úrovním (Graf II.1.4). Na celém horizontu tak výhled sazeb leží níže než předpoklad minulé prognózy. Očekávaná tříměsíční sazba roste na 1,3 % na konci roku 2011 (minulá prognóza předpokládala růst na 1,8 %) a 1,8 % koncem roku 2012. Tato tržní očekávání jsou v souladu s většinovým postojem analytiků přispívajících do CF. Převážná většina z nich v současnosti neočekává zvyšování základní sazby ECB až do poloviny roku 2011, zatímco v dubnovém vydání CF, na kterém byla založena minulé prognóza, byla shoda na zvýšení měnověpolitických sazeb o 25 b.b. v prvním čtvrtletí 2011. Za posunem ve směru pozdějšího zpřísnění měnové politiky stojí vnímání inflačních tlaků jako stále nízkých, obavy z důsledků řecké krize veřejných rozpočtů pro růst ekonomiky a také plánované zpřísnění fiskální politiky. Po vypršení splatnosti jednoročního dodávacího tendru ECB došlo ke zvýšení 3M EURIBORu o cca 0,1 procentního bodu. ECB také komunikovala, že postupně přestane používat jednoroční a půlroční dodávací operace a tříměsíční budou s proměnlivou úrokovou sazbou.

Kurz eura vůči dolaru od dubna 2010 dále prudce oslaboval zejména vlivem prohlubující se fiskální krize v Řecku a nedůvěry trhů v připravovaný záchranný plán (Graf II.1.5). K tomuto vývoji také přispěly pozitivní zprávy o ekonomickém růstu v USA. Jedním z vedlejších účinků současné řecké krize tak byl růst konkurenceschopnosti exportně orientovaných zemí eurozóny (zejména Německa a Nizozemska). Od začátku června ale došlo u kurzu eura vůči USD k obratu trendu. Kurz USD/EUR by měl dle červencového CF na konci října 2010 dosáhnout průměrné hodnoty 1,21 USD/EUR, na horizontu prognózy se pak do konce roku 2012 očekává jeho setrvání poblíž této úrovně. Oproti minulé prognóze se tedy předpokládá silnější dolar v průměru o přibližně 9 %.²

Na základě tržních výhledů **ceny ropy Brent** je očekáván pozvolný růst ceny ze současných hodnot na 82 USD/barel na konci roku 2012 (Graf II.1.6). Podobnou trajektorii vykazuje také výhled cen benzínu. Oproti odhadům z minulé prognózy jde o přehodnocení o 15 % směrem dolů, odrážející pozorovaný vývoj cen. Tržní výhledy cen ropy Brent jsou zhruba v souladu s očekáváním analytiků v CF, kteří předpokládají růst cen ropy WTI v ročním horizontu na 83 USD/barel. V pozadí očekávaného vývoje cen ropy stojí předpokládané oživení globální ekonomiky v letošním a příštím roce. V souladu s tím bude docházet k postupnému snižování volných těžebních kapacit, které v průběhu krize narostly na historicky vysoké hodnoty.

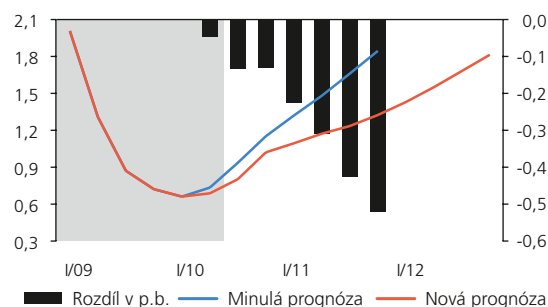
2 S tím, jak v poslední době poněkud polevily obavy z řecké krize a naopak se vynořily pochybnosti o robustnosti oživení v USA, euro vůči dolaru posílilo k hladině 1,30 USD/EUR. Tento vývoj ještě červencový CF plně nezohlednil.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Růst úrokových sazeb v eurozóně bude pozvolný a opět se odsouvá dále do budoucna

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

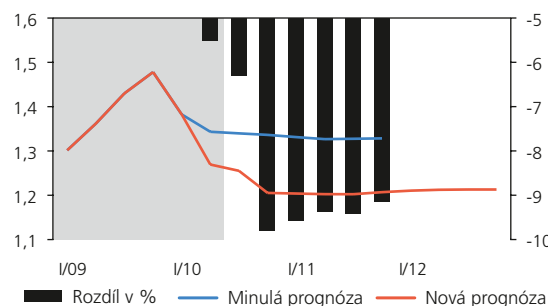


GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Problémy eurozóny a očekávané silnější oživení ve Spojených státech vedly k výhledu silnějšího dolaru

(USD/EUR, rozdíl v % – pravá osa)

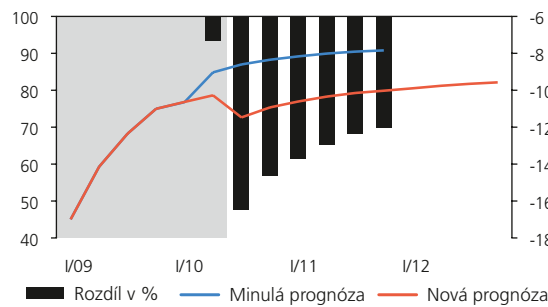


GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Spolu s předpokládaným globálním oživením je očekáván postupný růst ceny ropy, avšak na nižší hladině než v minulé prognóze

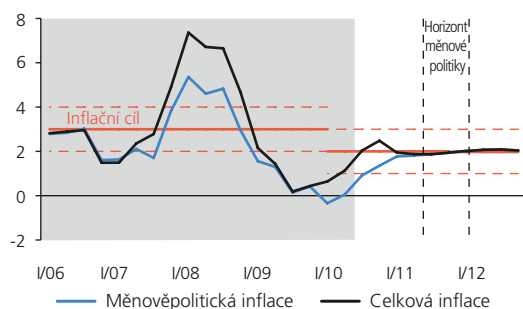
(USD/barel, rozdíl v % – pravá osa)



GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

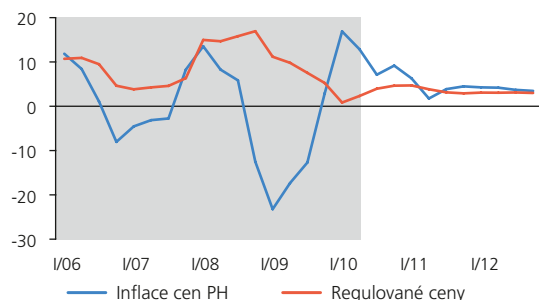
Celková inflace bude až do začátku roku 2011 ovlivněna změnami nepřímých daní
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

V důsledku obnovení růstu cen zemního plynu zrychlí růst regulovaných cen v letošním roce
(meziroční změny v %, bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za růstem regulovaných cen v letech 2011 a 2012 bude stát další růst regulovaného nájemného a pozvolný růst cen energií
(meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2009 skut.	2009 0,96	2010 progn.	2010 0,81	2011 progn.	2011 0,51	2012 progn.	2012 0,53
Regulované ceny*								
z toho (hlavní změny):								
Regulované nájemné	27,6	0,56	16,5	0,23	8,5	0,13	9,5	0,16
Ceny elektřiny	11,4	0,46	-2,5	-0,09	2,0	0,07	3,0	0,10
Ceny zemního plynu	-11,7	-0,33	10,4	0,25	4,0	0,10	2,0	0,05
Ceny tepla	3,9	0,13	4,0	0,09	2,0	0,05	2,0	0,05
Regulované ceny ve zdravotnictví	-5,2	-0,10	9,0	0,18	2,0	0,04	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		0,00		1,02		0,00		0,00

*) včetně dopadu změn nepřímých daní

II.2 PROGNOZA

Celková inflace ve druhém čtvrtletí 2010 dosáhla v průměru 1,1 %, přičemž měnověpolitická inflace byla blízko nuly. Dovozní nákladové tlaky do spotřebitelských cen, stejně jako domácí inflační tlaky, nejsou v současnosti patrné. Na prognóze se celková inflace v závěru roku 2010 dostane dočasně nad 2% inflační cíl, zejména vlivem již realizovaných daňových změn. Po odeznění daňových vlivů se inflace bude pohybovat poblíž cíle. Měnověpolitická inflace se přiblíží k inflačnímu cíli až ve druhé polovině roku 2011, tj. na horizontu měnové politiky. K tomu budou přispívat postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu, které budou částečně kompenzovány opětovným protiinflačním působením dovozních cen z důvodu posílení měnového kurzu. V té době již očekáváme zřetelnější oživení ekonomické aktivity, v roce 2010 byl měl růst HDP činit 1,6 %, v roce 2011 pak 1,8 % a v roce 2012 necelá 3 %. Nominální měnový kurz se na horizontu prognózy postupně zhdnocuje. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011.

Meziroční **celková inflace** ve druhém čtvrtletí 2010 dosáhla 1,1 %, zatímco minulá prognóza očekávala 0,9 %. V dalším průběhu letošního roku celková meziroční inflace rychle poroste a mimo jiné s přispěním již realizovaných změn nepřímých daní přesáhne krátkodobě ke konci roku 2010 inflační cíl (Graf II.2.1). Po odeznění tohoto vlivu na začátku roku 2011 celková inflace mírně zpomalí a bude se pohybovat poblíž inflačního cíle. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, mírně vzrostla ze záporných hodnot a dosáhla ve druhém čtvrtletí 2010 hodnoty 0,1 %. Na prognóze měnověpolitická inflace plynule poroste a k inflačnímu cíli se přiblíží ve druhé polovině roku 2011, kde v současnosti leží horizont měnové politiky. Návrát inflace na cíl bude podpořen uvolněním působením měnové politiky, když se aktuální i budoucí nastavení úrokových sazeb pohybuje na nízkých hodnotách, a vyvažuje tak protiinflační tlaky z vývoje v zahraničí jdoucí přes posilování měnového kurzu.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve druhém čtvrtletí 2010 zrychlil na 2,3 %, a to zejména vlivem růstu cen zemního plynu a regulovaných položek ve zdravotnictví. V následujících čtvrtletích očekáváme další zrychlení růstu regulovaných cen jako důsledek obnovení růstu cen zemního plynu, a poté stabilizaci jejich růstu na úrovni okolo 3,0 % (Graf II.2.2). Ke konci roku 2010 by měl meziroční růst regulovaných cen dosáhnout 4,7 % s příspěvkem do celkové inflace ve výši cca 0,8 procentního bodu, zhruba 3% růst regulovaných cen ke konci let 2011 a 2012 přispěje k celkové inflaci ve výši 0,5 procentního bodu (Tab. II.2.1). Hlavním zdrojem růstu regulovaných cen v letech 2011 a 2012 bude další růst regulovaného nájemného a pozvolný růst cen energií.

Zvýšení **nepřímých daní** bude ovlivňovat meziroční inflaci v průběhu celého roku 2010 a částečně i v roce 2011. Od ledna 2010 došlo k zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod, zvýšeny byly také spotřební daně u pohonných hmot, alkoholu, piva a cigaret. Celkově odhadujeme primární vliv změn daní v roce 2010 na 1,13 procentního bodu, z toho 0,11 procentního bodu připadá na položky regulovaných cen a 1,02 procentního bodu na položky čisté inflace. Skutečný vliv daňových změn na inflaci bude kvůli utlumené poptávce nižší a dosáhne zhruba 0,9 procentního bodu. Scénář prognózy prozatím nepočítá s budoucími změnami nepřímých daní.

Čistá inflace byla ve druhém čtvrtletí 2010 v meziročním vyjádření nadále záporná a dosáhla hodnoty -0,3 %. Protiinflační vliv vývoje dovozních cen v současnosti odezněl, ke konci roku 2010 se z důvodu postupného posilování kurzu koruny opět obnoví. Pozvolné zvyšování domácích nákladových tlaků bude zejména v roce 2011 přispívat k nárůstu inflace, stejně jako postupné navyšování aktuálně stlačených marží výrobců. Čistá inflace tak dosáhne ve čtvrtém čtvrtletí 2010 meziroční hodnoty 0,7 %, ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zrychlí na 1,7 % a ve čtvrtém čtvrtletí 2012 na 2,0 %.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla i ve druhém čtvrtletí nadále záporná na zhruba nezměněné úrovni. Aktuální nízké hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot jsou v souladu s protiinflačním působením vnějších nákladových tlaků v minulosti (pokles dovozních cen bez potravin a energií), utlumených domácích nákladových tlaků a slabé domácí poptávky stlačující marže podniků. Tato situace se proinflačním směrem bude měnit jen pozvolna, a proto očekáváme překmit meziroční korigované inflace bez pohonných hmot do kladných hodnot až ve druhém čtvrtletí 2011 (Graf II.2.3). Následně bude korigovaná inflace bez pohonných hmot dále zrychlovat ke 2 % hranici koncem roku 2012.

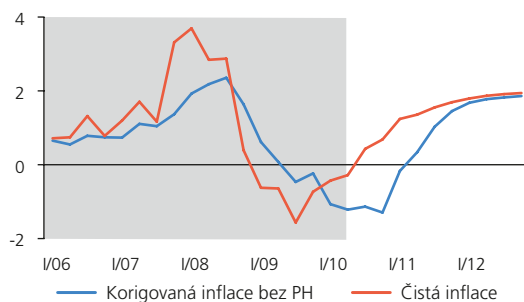
U **cen potravin** došlo během druhého čtvrtletí 2010 k přechodu od meziročních poklesů k mírnému meziročnímu růstu. Na minulosti byl pozorován výrazný propad cen zemědělských výrobců, který se však do konečných cen potravin promítal jen částečně, což vedlo ke zvýšení marží v sektoru zpracovatelů a prodejců potravin.³ Prodejci a výrobci potravin mají tedy určitý prostor pro tlumení růstu vstupních cen. Přesto prognóza předpokládá zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen potravin v nejbližších čtvrtletích, a to z důvodu zřetelného růstu cen zemědělských a potravinářských komodit ve světě (Graf II.2.4). Ten bude jen částečně kompenzován posílením nominálního kurzu koruny. Ke konci letošního roku prognóza předpovídá růst cen potravin ve výši 3,6 %, v letech 2011 a 2012 pak růst mírně pod 2 %.

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se bude do kladných hodnot vracet jen pozvolna

(meziroční změny v %)

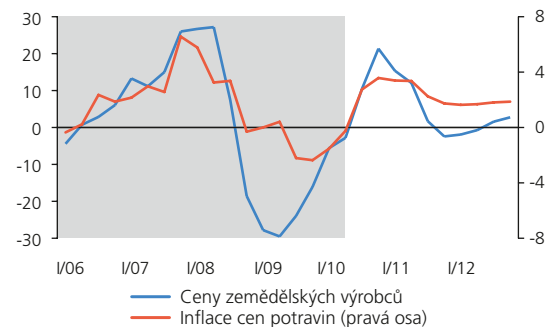


GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

V průběhu zbytku letošního roku dojde ke zřetelnému zrychlení růstu cen zemědělských výrobců a potravin

(meziroční změny v %)

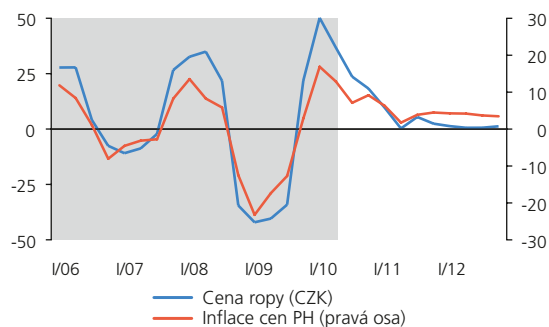


³ Sektor zpracovatelů a prodejců potravin se v tomto ohledu výrazně liší od ekonomiky jako celku, kde jsou naopak identifikovány stlačené marže.

GRAF II.2.5

INFLACE CEN PH A CENA ROPY

Aktuální vysoký růst cen pohonných hmot bude postupně odeznívat
(meziroční změny v %)



Meziroční růst **cen pohonných hmot** ve druhém čtvrtletí 2010 zvolnil, ale nadále zůstal na poměrně vysoké hodnotě (13,3 %). Aktuální vysoký meziroční růst cen pohonných hmot však bude až do počátku roku 2011 odeznívat (Graf II.2.5). Poté do konce prognózovaného období bude nízký. Tato prognóza vychází z tržních výhledů cen ropy a benzínů, a dále z očekávaného vývoje kurzu dolaru.

Úrokové sazby na finančním trhu ve druhém čtvrtletí 2010 pokračovaly v poklesu, mimo jiné v reakci na neočekávané květnové snížení měnověpolitických sazeb. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající hodnoty, následovaná jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011 (Graf II.2.6).

Na vývoj **měnového kurzu CZK/EUR** měl ve druhém čtvrtletí největší vliv sentiment krátkodobých investorů, domácí fundamentální faktory hrály malou roli. Krátkodobá prognóza pro třetí čtvrtletí 2010 předpokládá průměrnou úroveň měnového kurzu 25,3 CZK/EUR. Na prognóze se kurz dále postupně zhodnocuje (Graf II.2.7). Tento vývoj je dán zejména nižším výhledem zahraničních sazeb, v jehož důsledku bude po většinu prognózovaného období přetrvávat kladný úrokový diferenciál a příznivý výhled výkonové bilance. Apresiasi měnového kurzu obnoví protiinflační působení dovozních cen, především v průběhu roku 2011.

Výše uvedená prognóza inflace a s ní konzistentní trajektorie úrokových sazeb odráží hodnocení aktuální situace ekonomiky a její výhled do budoucna. Na základě pozorovaných dat odhadujeme ve druhém čtvrtletí 2010 mírně kladný mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků**. Působení dovozních cen bylo v předchozím období protiinflační v důsledku mírného posílení měnového kurzu a klesajících cen v zahraničí. Ve druhém čtvrtletí 2010 je již efekt kurzové apreciaci kompenzován zvyšující se zahraniční inflací, a vliv dovozních cen je tak v současnosti zhruba neutrální či nepatrně proinflační. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované inflací cen mezispotřeby, rovněž výrazněji nepřispívají k růstu nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků (Graf II.2.8). Odhadovaný vývoj exportně specifické technologie souvisí s přetrvávajícím rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Ballassův-Samuelsonův efekt).

Na začátku prognózy je růst nominálních mezních nákladů ve spotřebitelském sektoru mírný. Domácí inflační tlaky nejsou ve druhé polovině roku 2010 výrazné, a odrážejí tak slabou domácí poptávku a nízké nákladové tlaky ze sektoru mezispotřeby. Působení dovozních cen se ke konci roku 2010 a v roce 2011 i přes předpokládaný růst cen v eurozóně opět vrátí do protiinflační polohy, protože převáží vliv posilujícího měnového kurzu. V letech 2011 a 2012 očekává prognóza spolu s opětovným oživením zahraniční poptávky postupné obnovení inflačních tlaků z domácí ekonomiky.

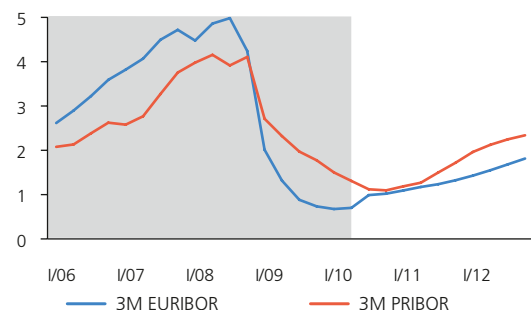
Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve druhém čtvrtletí 2010 mezičtvrtletně slabě poklesly. Umírněný vývoj nákladů

GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita domácích tržních úrokových sazeb poblíž stávající hodnoty, následovaná jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011

(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)

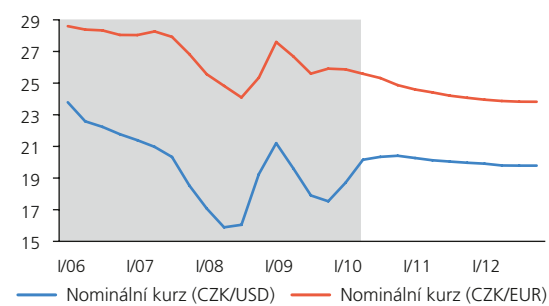


GRAF II.2.7

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz koruny vůči euru se na prognóze postupně zhodnocuje

(CZK/EUR a CZK/USD)



v tomto sektoru je výsledkem souhrnného působení nízkého růstu nominálních mezd (po zohlednění vlivu jednorázových a statistických faktorů) a růstu práce zhodnocující technologie. Mírně záporný příspěvek ceny kapitálu odráží aktuálně utlumenou ekonomickou aktivitu. Domácí nákladové tlaky začnou přispívat k růstu čisté inflace ke konci roku 2011, kdy dojde k robustnějšímu oživení ekonomické aktivity a mzdového růstu. Vývoj ceny kapitálu odráží charakter oživení ve tvaru nesouměrného „W“ a na kratším konci prognózy také přispěje k nízkým nákladovým tlakům, které však následně postupně porostou (Graf II.2.9).

Z pohledu budoucího vývoje hodnotíme celkové inflační tlaky – aproximované **mezerou marží v sektoru spotřebitelských statků** – ve druhém čtvrtletí 2010 jako mírně proinflační. Tento náhled odpovídá stlačení ziskových marží výrobců během let 2008–2009 pod jejich dlouhodobou úroveň. Mezera marží v sektoru spotřebitelských cen je tak na začátku prognózy záporná (Graf II.2.10). Na prognóze bude docházet k jejímu postupnému zvyšování, což bude přispívat k návratu inflace k cíli. K návratu marží na jejich dlouhodobou úroveň dojde nejen prostřednictvím postupného růstu cen, ale také prostřednictvím pomalého růstu nákladů, do kterých se z velké části budou promítat nízká tempa růstu mezd.

Produktivita práce na úrovni národního hospodářství ve čtvrtém čtvrtletí 2009 dále zřetelně zmírnila svůj pokles a v prvním čtvrtletí 2010 se poprvé od začátku ekonomické recese meziročně zvýšila. Přispěl k tomu především pokračující pokles zaměstnanosti při současném oživení ekonomické aktivity vyjádřené meziročním růstem HDP. Na delším horizontu prognózy předpokládáme zřetelně kladný růst produktivity práce jako důsledek předstihu růstu HDP před oživením zaměstnanosti.

Meziroční růst **nominálních jednotkových mzdových nákladů** přešel v prvním čtvrtletí 2010 v meziroční pokles, a to především v důsledku nižšího objemu mezd a platů při oživení růstu HDP. Růst nominálních jednotkových mzdových nákladů zůstane v roce 2010 z důvodu poklesu zaměstnanosti a zpomalení růstu mezd záporný, v roce 2011 se pak vrátí do mírně kladných hodnot.

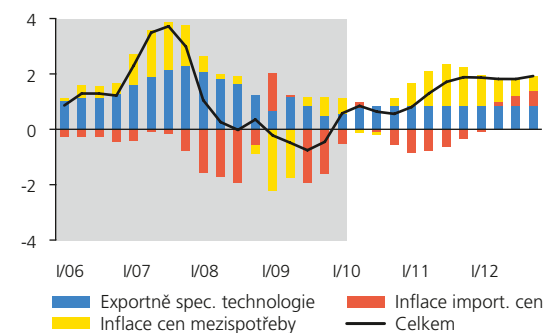
Po zrychlení růstu průměrné **nominální mzdy v podnikatelské sféře** ve druhé polovině 2009 došlo v prvním čtvrtletí 2010 opět k výraznému poklesu jejího růstu, a to na 2 % meziročně. Aktuální data ukazují na odeznění vlivu strukturálních změn na trhu práce a nižší nemocnosti v letošním roce. Tyto faktory vedly zejména ve druhé polovině roku 2009 ke zrychlení růstu průměrné mzdy. K růstu průměrné mzdy v tomto období přispěla také daňová optimalizace v závěru minulého roku. V meziročním vyjádření prognóza očekává v roce 2010 růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře na úrovni 2,5 %. Aktuální informace z Českomoravské konfederace odborových svazů o kolektivním vyjednávání podporují předpoklad zpomalení letošního mzdového

GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Tlaky z domácí ekonomiky budou částečně kompenzovány opětovným protiinflačním působením importních cen z důvodu posílení měnového kurzu

(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)

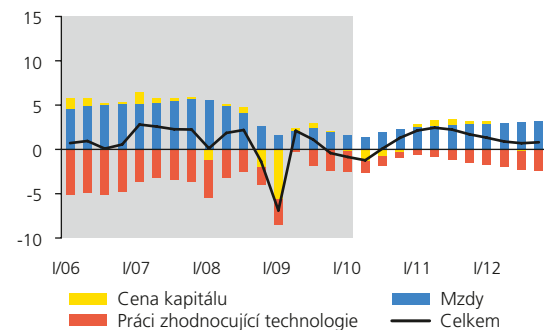


GRAF II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí nákladové tlaky začnou přispívat k růstu cen mezispotřeby od konce roku 2010

(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)

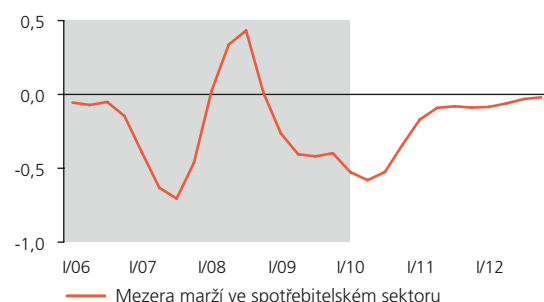


GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Na prognóze se mezera marží ve spotřebitelském sektoru zvyšuje

(v %)

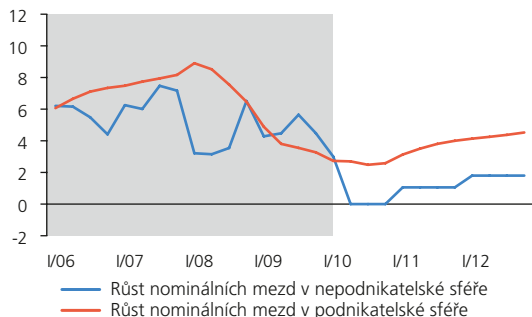


GRAF II.2.11

PROGNOZA NOMINÁLNÍCH MEZD

Růst mezd v letošním roce výrazně zpomalí

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



růstu.⁴ V průběhu let 2011–2012 se bude tempo růstu průměrné mzdy naopak zvyšovat, a to především v návaznosti na již robustnější oživení ekonomické aktivity a nárůst vývozu (Graf II.2.11). Průměrný růst mezd v podnikatelské sféře za rok 2011 dosáhne 3,4 %, v roce 2012 se dále zvýší.

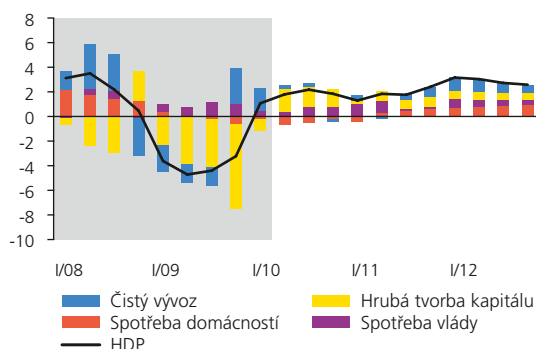
Průměrná **mzda v nepodnikatelské sféře** v letošním roce vzroste jen o 0,6 %, což je dáno vlivem vládních úsporných opatření přijatých v loňském roce. V roce 2011 růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře sice zrychlí na 1,1 %, avšak jeho dynamika bude v důsledku pokračujících mzdových restrikcí i nadále mnohem nižší v porovnání s podnikatelskou sférou. Mzdový vývoj v nepodnikatelské sféře je pro příští roky zatížen značnou nejistotou jdoucí ve směru ještě nižšího růstu mezd či jejich poklesu, a to z důvodu možného dalšího omezování vládních výdajů.

GRAF II.2.12

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu HDP měl čistý vývoz a v kladném směru přispěla i spotřeba vlády

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



Reálný HDP v prvním čtvrtletí 2010 vykázal meziroční růst o 1,1 %, což je první kladná hodnota od roku 2008. Minulá prognóza očekávala o něco příznivější hodnotu (1,8 %). Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu HDP měl čistý vývoz a v kladném směru přispěla i spotřeba vlády. Příspěvek hrubých investic byl mírně záporný, avšak jde o výrazně příznivější hodnotu oproti závěru loňského roku zejména z titulu zvýšené tvorby zásob. Revize dat národních účtů za 2009 zasáhly hlavně investice a čistý vývoz. Investice byly celkově za loňský rok zvýšeny, přičemž došlo ke zvýšení tempa růstu v první polovině roku a ke snížení v jeho druhé polovině. Čistý vývoz byl naopak v první polovině roku 2009 snížen a ve druhé polovině zvýšen (Graf II.2.12).

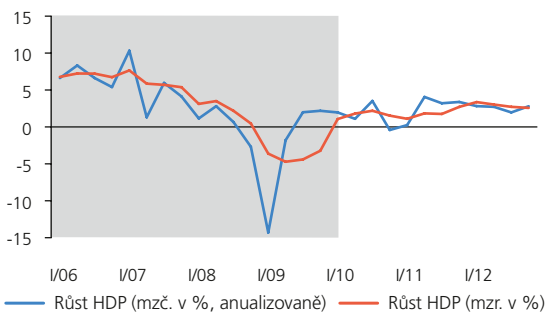
Ekonomická aktivita ve druhém čtvrtletí letošního roku zřejmě mírně zpomalila svůj mezičtvrtletní růst (Graf II.2.13). K tomu přispívá zejména mezičtvrtletní pokles spotřeby domácností a investic. Meziroční růst HDP za druhé čtvrtletí očekává nová prognóza na hodnotě 1,8 %, za celý rok 2010 pak na hodnotě 1,6 %, tj. mírně nad minulou prognózou. V roce 2011 dojde ke zrychlení tempa růstu HDP na 1,8 %, v roce 2012 pak růst dosáhne necelá 3 %. Růst HDP v letech 2010 a 2011 bude stimulován investiční aktivitou v souvislosti s postupným doplňováním zásob, u nichž došlo v průběhu recese k výraznému propadu. Také spotřeba vlády bude mít kladný vliv na růst HDP. V letech 2010–2012 bude vykazovat v průměru kladný příspěvek i čistý vývoz v souvislosti s postupným zvyšováním zahraniční poptávky. V opačném směru bude v letošním roce působit pokles spotřeby domácností, což souvisí s aktuálním poklesem zaměstnanosti, zpomalením mezd a fiskálními opatřeními přijatými v minulém roce. Od roku 2011 se spotřeba domácností mírně ožíví.

GRAF II.2.13

PROGNOZA RŮSTU HDP

Oživení bude v nejbližších čtvrtletích pouze mírné, k robustnějšímu růstu dojde až v letech 2011 a 2012

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



4 V dosud uzavřených kolektivních smlouvách vyššího stupně (KSVS) je nejčastěji zachována výše mezd na úrovni roku 2009 a nebo dochází k meziročnímu růstu mezd do 2 %. KSVS se týkají zhruba 15 % zaměstnanců, kolektivním vyjednáváním je pokryto zhruba 40 % zaměstnanců.

Na **trhu práce** bylo výrazné zpomalení ekonomické aktivity postupně následováno poklesem poptávky po práci a z toho plynoucím propadem zaměstnanosti a současným nárůstem míry nezaměstnanosti. Pozorovaný vývoj naznačuje, že zaměstnanost⁵ již dosáhla nejvýraznějších meziročních poklesů v prvním čtvrtletí 2010 a ve druhém čtvrtletí již dojde k mírnému obrát trendu (Graf II.2.14). Data za druhé čtvrtletí zároveň naznačují nepatrný pokles sezonně očištěné míry registrované nezaměstnanosti celkem.

V důsledku pokračujícího ekonomického oživení se začne meziroční pokles **zaměstnanosti** postupně zmírňovat (v mezičtvrtletním vyjádření se již zmírňuje), přičemž v meziroční růst překmitne až ve druhé polovině roku 2011. K částečnému oživení zaměstnanosti dojde v souvislosti s oživením exportně orientované výroby v průmyslové sféře. Naopak sektor služeb, který má větší váhu a v loňském roce významně brzdil pokles zaměstnanosti, bude recesí zasažen se zpožděním až letos.

Prognóza obecné míry **nezaměstnanosti** odráží vývoj zaměstnanosti, přičemž v letošním i v příštím roce očekáváme meziroční pokles dosud rostoucí pracovní síly vlivem zvýšených odchodů do starobního důchodu a malých přítoků nových zaměstnanců. Obecná míra nezaměstnanosti by měla dosáhnout maxima v nejbližších čtvrtletích, a pak pozvolna klesat (Graf II.2.15). Vývoj registrované nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2010 již naznačuje obrát.

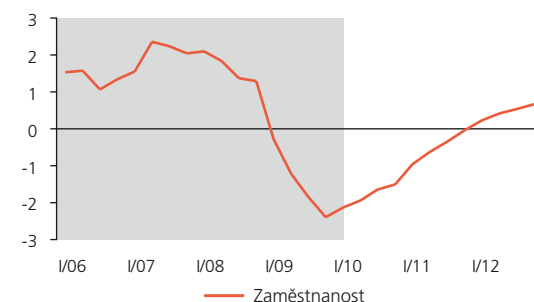
Vývoj na trhu práce povede v roce 2010 k dalšímu meziročnímu poklesu **spotřeby domácností**. Na to bude mít vliv jak pokračující pokles zaměstnanosti, tak zpomalení meziročního růstu průměrné mzdy. Negativní dopad na dynamiku reálných disponibilních příjmů budou mít rovněž přijatá fiskální opatření ke zmírnění rozpočtových schodků. K obnovení meziročního růstu spotřeby domácností pak dojde až v průběhu roku 2011 (Graf II.2.16).

Cyklický profil spotřeby domácností je v největší míře určován vývojem celkového objemu mezd a platů. Zpomalení růstu průměrné mzdy při stále klesající zaměstnanosti povede v roce 2010 k poklesu objemu mezd (Graf II.2.17). Oživení růstu průměrné mzdy a zmírňující se pokles zaměstnanosti začne pozitivně přispívat k meziročnímu růstu mzdových příjmů až od roku 2011. Další významnou složkou příjmů jsou sociální dávky, které vlivem ekonomické recese a s ní spojeného nárůstu nezaměstnanosti budou přispívat k růstu hrubého **disponibilního důchodu** nadále kladně. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků drobných podnikatelů bude mít na prognóze mírně kladný příspěvek. V roce 2011 se tak začne růst hrubého disponibilního důchodu zrychlovat, což vytvoří podmínky pro oživení spotřeby. Domácnosti budou v letošním roce v důsledku dočasně sníženého důchodu vyhlazovat spotřebu snížením míry úspor, jejíž hodnoty se budou od roku 2011 postupně vracet k původním úrovním.

GRAF II.2.14

CELKOVÁ ZAMĚSTNANOST

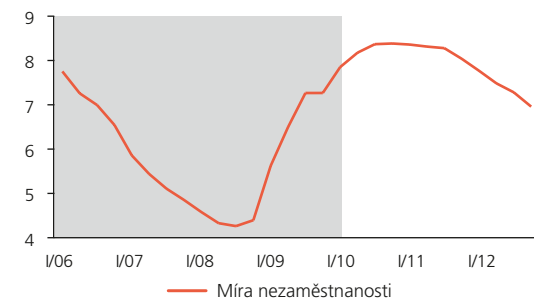
Zaměstnanost dosáhla nejvýraznějších meziročních poklesů v prvním čtvrtletí 2010
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.15

OBEČNÁ MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

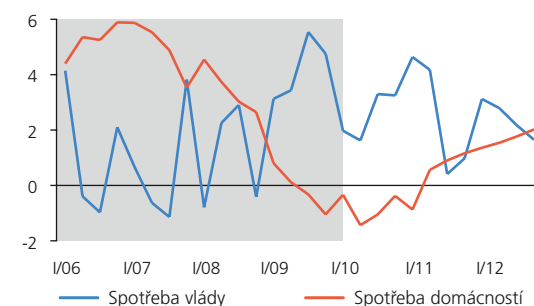
Míra nezaměstnanosti by měla dosáhnout maxima v nejbližších čtvrtletích a pak pozvolna klesat
(v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

V souvislosti s vývojem na trhu práce bude spotřeba v letošním roce a na začátku příštího roku klesat
(meziroční změny v %)

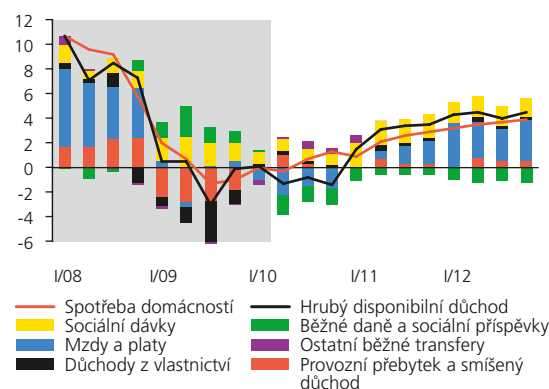


5 Jak podle výběrového šetření pracovních sil, tak podle národních účtů.

GRAF II.2.17

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod bude od příštího roku růst hlavně z titulu obnoveného růstu mezd a platů
(v %, příspěvky v procentních bodech)



Vyhlazení spotřeby se proto bude projevovat rychlejším růstem spotřebitelských výdajů než hrubého disponibilního důchodu v roce 2010 a naopak v relativním zaostávání růstu spotřeby za důchodem v letech 2011–2012.

Reálná **spotřeba vlády** v prvním čtvrtletí 2010 významně zpomalila svůj meziroční růst na 2,0 %. Pro druhé čtvrtletí 2010 prognóza předpokládá pokračující zpomalení meziročního tempa na hodnotu 1,6 %. Na prognóze bude reálná vládní spotřeba nadále vykazovat kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP, její růst ale ve srovnání s rokem 2009 v průměru zpomalí. Reálné zpomalení dynamiky vládní spotřeby částečně souvisí se zrychlením růstu deflátoru spotřeby vlády, což lze vysvětlit hlavně vývojem cen a mezd na prognóze. Růst vládní spotřeby v nominálním vyjádření bude na prognóze o něco pomalejší než v předchozích letech.

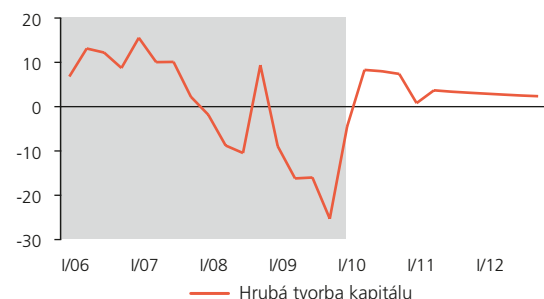
Hrubá tvorba kapitálu vykázala v prvním čtvrtletí 2010 meziroční pokles o 4,5 %, což představuje výrazně zlepšenou hodnotu ve srovnání s předchozím čtvrtletím a méně hluboký pokles i oproti minulé prognóze (-6,0 %). K tomu přispěl zejména meziroční růst tvorby zásob, kdežto fixní investice pokračovaly v meziročním poklesu zhruba tempem z předchozího čtvrtletí. Pro druhé čtvrtletí 2010 očekáváme růst hrubé tvorby kapitálu o 8,3 % meziročně. Po zrychlení růstu investic v první polovině roku očekáváme pro vzdálenější období jen mírnou investiční aktivitu (Graf II.2.18). Předpokládáme, že k počátečnímu zrychlení celkových investic bude přispívat vyšší tvorba zásob v důsledku oživené poptávky. Fixní investice budou v roce 2010 utlumené kvůli stále nízkému využití stávajících výrobních kapacit.

Vývoz zboží a služeb v reálném vyjádření v prvním čtvrtletí 2010 významně zrychlil růst v meziročním (12,9 %) i mezičtvrtletním vyjádření (3,0 %). Na začátku prognózy očekáváme pokračování růstu reálného vývozu, což odpovídá vývoji pozorovanému v dostupných měsíčních datech za druhé čtvrtletí. Ve druhé polovině roku však dojde k opětovnému zpomalení vyplývajícimu z výhledu zahraniční poptávky (Graf II.2.19). K dalšímu zrychlení vývozu dojde až na konci roku 2011.

GRAF II.2.18

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

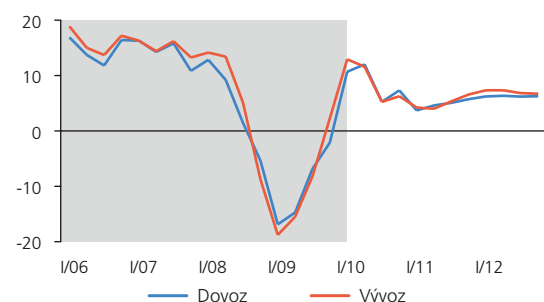
Celkové investice v roce 2010 porostou vlivem obnovy zásob
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.19

TEMPO RŮSTU REÁLNÉHO VÝVOZU A DOVOZU

Ve druhé polovině roku 2010 dojde k opětovnému zpomalení růstu vývozu a dovozu v souvislosti s vývojem zahraniční poptávky
(meziroční změny v %)



V souvislosti se zrychlením růstu dovozně náročného vývozu v prvním čtvrtletí 2010 vykázal rychlý meziroční růst i reálný **dovoz zboží a služeb** (10,7 %). Prognózaný profil zrychleného tempa růstu dovozu na začátku prognózy a pak jeho následného zpomalení a znovuoživení v průběhu roku 2011 je nejvíce ovlivněn vývozem, který obsahuje vysoký podíl meziproductů z dovozu. Z dalších složek HDP jsou relativně dovozně náročné i investice, ty však budou růst dovozu stimulovat v menší míře. Naopak brzdicí efekt na dovoz bude mít meziročně klesající spotřeba domácností v letošním roce a její utlumený růst v roce 2011.

Při zrychleném růstu vývozu a dovozu vykázal příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP v prvním čtvrtletí 2010 kladnou hodnotu (1,9 procentního bodu), což je o něco nižší příspěvek než v předchozím čtvrtletí (kapitola III.6 – Platební bilance). Na prognóze se však

příspěvek čistého vývozu bude spíše zmenšovat, i když se bude pohybovat v průměru v mírně kladných hodnotách. K výraznějšímu oživení příspěvku čistého vývozu dojde až na konci příštího roku.

V prognóze **platební bilance** na roky 2010 a 2011 dochází oproti skutečnosti za rok 2009 k nárůstu deficitu **běžného účtu** z přibližně -1 % HDP na -1,9 % HDP a -1,7 % HDP (Tab. II.2.2). Zvýšení deficitu běžného účtu v roce 2010 bude způsobeno snížením kladného salda výkonové bilance v běžných cenách. To bude způsobeno cenovým vývojem, především meziročním růstem cen komodit na světových trzích, jehož dopad na saldo obchodní bilance bude silnější než pozitivní vliv růstu zahraniční poptávky. V roce 2011 by ke snížení záporného salda běžného účtu mělo dojít vlivem poměrně výrazného růstu přebytku výkonové bilance (růst zahraniční poptávky převyšující růst tuzemské poptávky po dovozech, přičemž cenový vývoj bude z hlediska meziroční změny mnohem příznivější než v roce 2010). Velká část zvýšení přebytku výkonové bilance bude ovšem vykompenzována růstem deficitu bilance výnosů (především vlivem růstu zisku nerezidentů z přímých investic, v podstatně menší míře pak vlivem náhrad zaměstnancům a výnosů z portfoliových investic).

Deficit běžného účtu v letech 2010 a 2011 bude financován kladným saldem **přímých investic**, a to prakticky výhradně v podobě re-investovaných zisků, zatímco příliv investic do nových kapacit bude zanedbatelný. Významným zdrojem přílivu kapitálu bude v roce 2010 i 2011 zahraniční financování fiskálních deficitů včetně čistého přílivu prostředků z EU. Tento příliv kapitálu představuje více než 100 mld. Kč ročně, s tendencí k mírnému poklesu v roce 2011. V oblasti soukromého kapitálu je očekáván v letech 2010 i 2011 čistý odliv kapitálu. V roce 2010 bude spojený zejména s růstem úvěrové angažovanosti a poklesem závazků podnikatelského sektoru vůči zahraničí, v roce 2011 pak zejména s obnovením zájmu rezidentů o zahraniční akcie a dalším poklesem závazků podniků.

Výše popsaný budoucí vývoj ekonomiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2010–2012 (Tab. II.2.3). Vzhledem k tomu, že nová vláda resp. parlament zatím neschválili žádné z avizovaných konsolidačních opatření a tato nejsou zatím dostupná ani v podobě konkrétních oficiálních věcných či dokonce legislativních návrhů, je aktuální fiskální prognóza – stejně jako celý základní scénář prognózy – standardně založena na tzv. scénáři nezměněné fiskální politiky (tj. nezohledňuje žádná dodatečná rozpočtová opatření nad rámec těch, která již byla přijata v předchozích letech).

Pro rok 2010 předpovídá prognóza pokles **deficitu vládního sektoru** oproti roku 2009 na 5,4 % HDP, a to v důsledku účinnosti loni schváleného úsporného fiskálního balíčku, který se projeví ve výrazném snížení strukturálního deficitu. Z něj pramení restriktivní působení fiskální politiky na vývoj HDP v letošním roce. Dopad úsporných opatření na bilanci vládního sektoru však bude v letošním roce tlumen nepříznivým působením hospodářského cyklu na daňové příjmy, a proto nebude snížení celkového deficitu v tomto roce tak výrazné.

Tab. II.2.2

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Schodek běžného účtu se v roce 2010 zvýší

(v mld. Kč)

	2008 skut.	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-22,9	-37,0	-70,0	-60,0
Obchodní bilance	102,7	180,6	205,0	250,0
Bilance služeb	65,9	27,0	-35,0	-45,0
Bilance výnosů	-174,3	-230,9	-225,0	-250,0
Běžné převody	-17,2	-13,7	-15,0	-15,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	30,4	41,0	38,0	38,0
C. FINANČNÍ ÚČET	92,4	125,8	59,0	95,1
Přímé investice	36,3	26,4	75,0	75,0
Portfoliové investice	-9,1	113,8	135,0	55,0
Finanční deriváty	-14,0	-7,7	.	.
Ostatní investice a)	45,9	-37,4	-38,0	-15,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-26,4	-38,4	.	.
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-40,1	-60,6	-45,0	-45,0

a) bez operací bankovního sektoru

Tab. II.2.3

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Při nezměněné fiskální politice zůstane deficit vládního sektoru na vysokých hodnotách

(v % HDP)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,2	41,8	41,2	40,9
Výdaje vládního sektoru	46,1	47,1	47,2	46,7
z toho: úrokové platby	1,3	1,5	1,5	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-5,9	-5,4	-6,0	-5,7
z toho:				
primární saldo a)	-4,6	-3,9	-4,5	-4,2
mimořádné jednorázové operace	0,3	-0,2	-0,2	-0,2
UPRAVENÉ SALDO b)	-6,2	-5,2	-5,8	-5,6
Cyklická složka (metoda ESCB) c)	0,1	-0,5	-1,0	-0,7
Strukturální saldo (metoda ESCB) c)	-6,4	-4,7	-4,8	-4,8
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) d)	-2,1	1,7	-0,2	0,0
Cyklická složka (metoda EK) c)	-0,8	-0,7	-0,5	0,0
Strukturální saldo (metoda EK) c)	-5,4	-4,5	-5,3	-5,6
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) d)	-1,4	1,0	-0,9	-0,3
Dlůh vládního sektoru	35,3	38,8	42,1	44,8

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

c) odhad ČNB

d) měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi)

TAB. II.2.4

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

V roce 2011 se začne růst hrubého disponibilního důchodu zrychlovat, což vytvoří podmínky pro oživení spotřeby

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	-1,8	-1,2	1,2	2,4
Zaměstnanost celkem	-1,4	-1,8	-0,5	0,5
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	6,7	8,2	8,2	7,4
Produktivita práce	-3,0	3,5	2,4	2,4
Průměrná nominální mzda	4,0	2,2	2,9	4,0
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	3,8	2,5	3,4	4,5
Podíl deficitu BÚ na HDP (v %)	-1,0	-1,9	-1,4	-
M2	6,2	4,6	7,1	7,6

a) dle metodiky ILO

V roce 2011 bez přijetí dalších opatření dojde k opětovnému nárůstu schodku na úroveň 6,0 % HDP, neboť některá úsporná opatření byla schválena pouze pro rok 2010. Zároveň bude doznívat negativní působení současné fáze ekonomického cyklu a vývoje na trhu práce na veřejné rozpočty zejména kanálem nižších přímých daní včetně výběru sociálního a zdravotního pojištění, ale i kanálem nižších nepřímých daní a vyšších sociálních výdajů. Oproti minulé fiskální prognóze dochází pouze k mírné změně celkových deficitů v letech 2010–2011.

Pro rok 2012 pak předpokládáme mírný pokles deficitu vládního sektoru na 5,7 % HDP v důsledku zlepšování makroekonomického vývoje, který se odrazí ve zlepšení cyklické složky hospodaření vládního sektoru. **Strukturální schodek** vládního sektoru se bude v období 2010–2012 pohybovat kolem 5 % HDP. Očekávaný vývoj deficitu vládního sektoru povede dle prognózy ČNB k výraznému nárůstu vládního dluhu z 35,3 % HDP v roce 2009 na 44,8 % HDP v roce 2012.

Rizikem prognózy ve směru zřetelně nižšího deficitu vládního sektoru především pro roky 2011 a 2012 jsou výše zmíněné plány nové vlády ohledně **konsolidačních opatření**. Konsolidace by měla zajistit minimálně dodržení trajektorie snižování deficitu vládního sektoru, která je uvedena v konvergenčním programu ČR z února letošního roku. Toto riziko je popsáno zpracovaným citlivostním scénářem fiskálního vývoje (část II.4.3).

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Oproti minulé prognóze dochází pro rok 2010 k nepatrnému zvýšení prognózy celkové inflace při nižší trajektorii úrokových sazeb na delším konci prognózy. Za vyšším výhledem inflace stojí mírně vyšší výhled regulovaných cen. Prognóza čisté inflace se na kratším konci mění jen nevýrazně, na delším konci se posouvá lehce směrem dolů. Změna výhledu zahraničí vytváří tlaky na zhodnocení kurzu a významný pokles domácích úrokových sazeb na celém horizontu, pouze na začátku predikovaného období jsou tyto tlaky více než kompenzovány dalšími faktory. Meziroční tempo růstu HDP zhruba odpovídá minulé prognóze. Tempo růstu mezd se přehodnocuje jen na kratším konci prognózy. Měnový kurz je oproti minulé prognóze mírně silnější.

Prognóza meziroční **celkové inflace** leží nepatrně nad minulou predikcí na celém svém horizontu (Graf II.3.1). Vyšší prognóza celkové inflace je způsobena mírně vyšším výhledem inflace regulovaných cen (Graf II.3.2), který je jen z části kompenzován nižší čistou inflací. Vyšší výhled regulovaných cen je dán vyšším výhledem cen zemního plynu.

Celkově malá změna prognózy **čisté inflace** pro rok 2010 směrem dolů odráží nízkou očekávanou hodnotu čisté inflace pro třetí čtvrtletí 2010 (Graf II.3.3). Stejným směrem působí také výhled zahraničí.

Snížení krátkodobé prognózy čisté inflace oproti minulé prognóze mírně zvyšuje celkové inflační tlaky do budoucna – aproximované **mezerou marží v sektoru spotřeby** – na kratším konci prognózy. Protože inflace neporoste tak rychle, marže výrobců zůstanou více stlačeny, a to i přes nepatrně nižší růst nominálních nákladů. Na delším konci prognózy se podobně jako v minulé predikci vracejí marže postupně k dlouhodobé úrovni.

V roce 2011 nabývá na významu přehodnocení výhledu **zahraničí**. Oproti minulé prognóze lehce vyšší zahraniční poptávka a vyšší výhled růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně při zřetelně nižší trajektorii sazeb vytvářejí tlak na posílení měnového kurzu. To vede k budoucímu protiinflačnímu působení dovozních cen, s nímž minulá prognóza nepočítala.

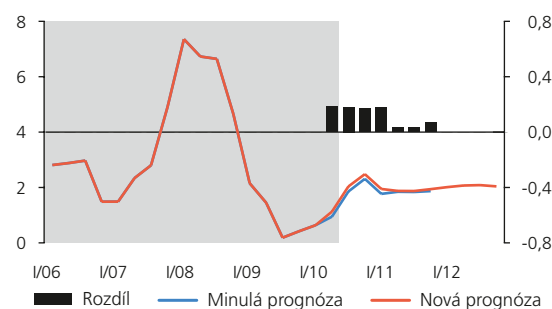
Prognóza tržních **úrokových sazeb** se v roce 2010 lehce zvyšuje, poté je jejich výhled pod minulou prognózou (Graf II.3.4). Přehodnocení výhledu zahraničí a změna v nastavení počátečních podmínek jsou dva nejvýznamnější protichůdně působící faktory, které mění implikovanou trajektorii domácích úrokových sazeb na prognóze (Graf II.3.5). Zahraniční výhled tlačí na silnější kurz koruny a měnová politika na to reaguje nižší trajektorií domácích úrokových sazeb. Dominantní vliv zde má zejména nižší výhled úrokových sazeb v eurozóně. Krátkodobá prognóza inflace sazby v prvních čtvrtletích prognózy taktéž mírně snižuje. V opačném směru působí počáteční podmínky, z nichž má největší vliv pozorovaná vyšší zahraniční i domácí inflace ve druhém čtvrtletí 2010. K vyšším sazbám přispívá také slabší kurz koruny a rovněž vyšší výhled regulovaných cen.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se nepatrně zvyšuje, a to vlivem vyššího výhledu regulovaných cen

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)

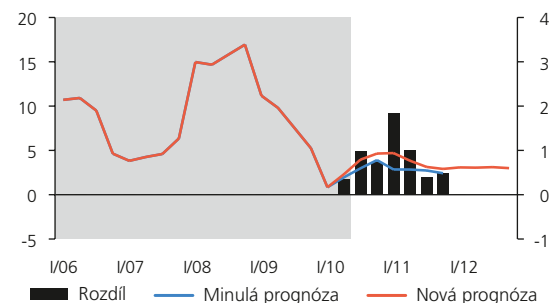


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY REGULOVANÝCH CEN

Prognóza regulovaných cen leží výše kvůli zvýšení cen zemního plynu

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)

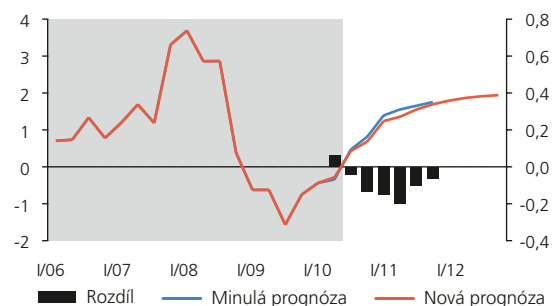


GRAF II.3.3

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Změna prognózy čisté inflace není významná

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)

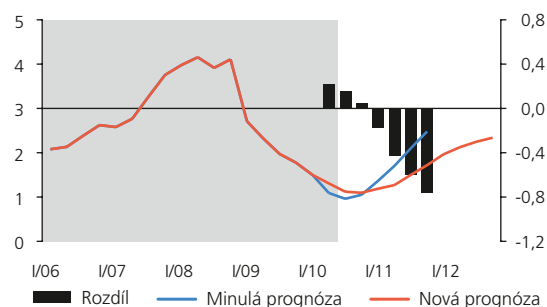


GRAF II.3.4

TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

K významnější změně prognózy úrokových sazeb dochází až na delším konci prognózy

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

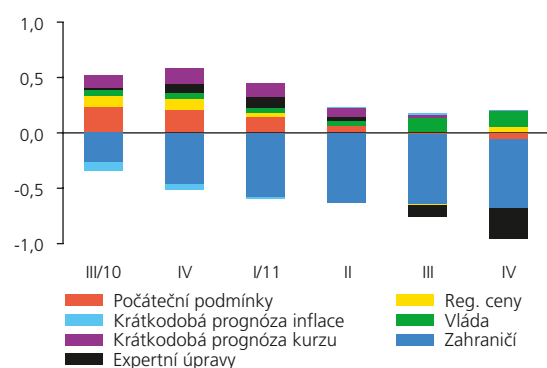


GRAF II.3.5

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Dominantní vliv na změnu sazeb v delším horizontu má nižší výhled úrokových sazeb v eurozóně

(3M PRIBOR v %, procentních bodech)

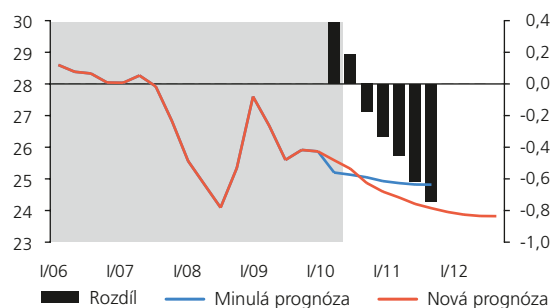


GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Změna výhledu zahraničí zhodnocuje trajektorii měnového kurzu na celém sledovaném období

(CZK/EUR, rozdíl v CZK – pravá osa)



Prognóza nominálního **kurzu koruny k euru** je vyjma třetího čtvrtletí 2010 přehodnocena směrem k silnějším úrovním (Graf II.3.6). Jak již bylo zmíněno výše, změna výhledu zahraničí zhodnocuje trajektorii měnového kurzu na celém sledovaném období a je nejdůležitějším faktorem změny jeho prognózy. Jediným významnějším faktorem, který kurz znehodnocuje, je jeho krátkodobá prognóza pro třetí čtvrtletí 2010. Ta je však interpretována jako krátkodobý výkyv, který má tendenci být rychle kompenzován a v dalším období tedy působí apreciálním směrem.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** přibližně odpovídá minulé predikci (Graf II.3.6), protože efekty změn počátečních podmínek, nového výhledu zahraničí a provedených expertních úprav se vzájemně kompenzují. V rámci tempa růstu jednotlivých složek HDP došlo k jejich mírnému přehodnocení. Složky domácí poptávky – tedy spotřeba a investice – přispívají k růstu HDP výrazněji, zatímco čistý vývoz v menší míře. Toto přehodnocení je dáno zejména aktuálně pozorovaným vývojem investic a čistého vývozu.

Ve srovnání s minulou prognózou je růst soukromé **spotřeby domácností** pouze mírně vyšší, a to v mezičtvrtletním i meziročním vyjádření. Zvýšený výhled je dán zejména překvapivě vysokými údaji o vývoji spotřeby v prvním čtvrtletí 2010.

Prognóza tempa růstu **investic** v mezičtvrtletním vyjádření se od minulé prognózy zvyšuje. Toto přehodnocení je dáno aktuálními údaji o vývoji celkových investic, zejména pak o vysokém růstu zásob.

Tempa růstu **vývozu a dovozu** jsou na začátku prognózy v mezičtvrtletním vyjádření přehodnocena nahoru, od čtvrtého čtvrtletí 2010 je jejich výhled pod minulou prognózou. Tento vývoj kopíruje změnu výhledu zahraniční poptávky a změnu struktury růstu HDP. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se snižuje. Vyšší domácí poptávka je zdrojem vyšších dovozů, zatímco vývozy jsou nižší v reakci na snížený budoucí výhled zahraniční poptávky.

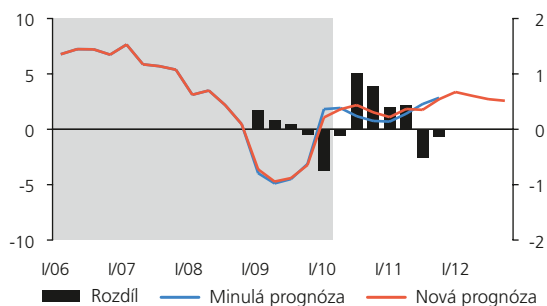
Prognóza tempa růstu **nominálních mezd** v mezičtvrtletním vyjádření se oproti minulé prognóze významně nezměnila, tj. stále jsou očekávána nízká, jenom postupně zrychlující tempa růstu. V meziročním vyjádření došlo ke snížení tempa růstu mezd ve druhém a třetím čtvrtletí 2010 (Graf II.3.8). Tato změna je způsobena odlišným sezonním očištěním mezd, které lépe odpovídá fundamentálnímu náhledu na vývoj trhu práce. Dosavadní expertní úpravy časové řady nominálních mezd ČSÚ z důvodu daňových optimalizací zůstaly zachovány.

GRAF II.3.7

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu hrubého domácího produktu přibližně odpovídá minulé predikci

(meziroční změny v %, rozdíl v procentních bodech – pravá osa)

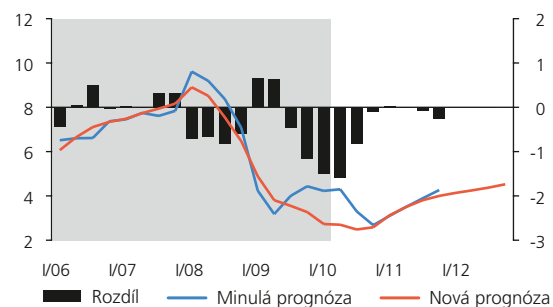


GRAF II.3.8

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Změna prognózy nominálních mezd není významná

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



II.4 CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy nebylo identifikováno žádné riziko, které by vedlo ke zpracování plnohodnotného alternativního scénáře. Byl však zpracován standardní citlivostní scénář kurzu, a dále pak citlivostní scénář odlišného vývoje zahraničních úrokových sazeb a scénář fiskální konsolidace. Posledně jmenovaný scénář spolu s aktuálním kurzovým vývojem posouvá bilanci rizik prognózy směrem dolů.

II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady **odlišného kurzového vývoje**. Tento citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyv nominálního kurzu o $\pm 3\%$ oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v prvním čtvrtletí prognózy jako v základním scénáři. Hodnota kurzu je tak 26,1 CZK/EUR, resp. 24,6 CZK/EUR oproti 25,3 CZK/EUR v základním scénáři.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace směrem k apreciovanějšímu kurzu, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.1) Scénář depreciovanějšího nominálního kurzu o 3 % vede ke stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

Zhodnocení kurzu vede k poklesu dovozních cen na začátku horizontu prognózy, a tedy k nižší inflaci. Implikovaná trajektorie sazeb leží proto oproti základnímu scénáři níže. Zhodnocení kurzu také sníží cenovou konkurenceschopnost vývozců a vede nejprve k poklesu růstu HDP oproti základnímu scénáři. V reakci na uvolnění měnové politiky však tempo růstu HDP postupně naroste.

II.4.2 Citlivostní scénář zahraničních úrokových sazeb

Tržní výhledy zahraničních úrokových sazeb byly oproti minulé prognóze posunuty ve směru pozvolnějšího a dále do budoucna odloženého nárůstu sazeb 3M EURIBOR. Je ale na místě úvaha, zda pod dojmem nahromaděných negativních zpráv nedošlo k přehodnocení tržních výhledů sazeb v delším horizontu až příliš směrem dolů. Prezentovaný citlivostní scénář proto kvantifikuje dopady případného **rychlejšího nárůstu zahraničních úrokových sazeb od třetího čtvrtletí 2011** oproti hladině sazeb v základním scénáři. Zvýšená trajektorie zahraničních úrokových sazeb vstupuje do simulace jako očekávaná. Domácí sazby proto reagují postupným zvýšením, a to již počínaje přelomem let 2010 a 2011, přičemž úrokový diferenciál se do konce roku 2011 zvyšuje oproti základnímu scénáři, od roku 2012 je naopak nižší. Uvedená změna má pouze minimální vliv na inflaci. Změna výhledu zahraničních sazeb posouvá predikci kurzu CZK/EUR v porovnání se základním scénářem na depreciovanější úroveň.

TAB. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Zhodnocení kurzu vede nejprve k poklesu růstu HDP oproti základnímu scénáři, v reakci na pokles úrokových sazeb však tempo růstu HDP postupně roste

(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (mzr. v %)	3M PRIBOR (% p.a.)	HDP (mzr. v %)	Nominální kurs (CZK/EUR)
III/10	0,0	0,0	-0,1	-0,7
IV/10	-0,1	-0,3	-0,1	-0,3
I/11	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1
II/11	-0,2	-0,3	-0,1	0,0
III/11	-0,2	-0,1	0,0	0,0
IV/11	-0,1	0,0	0,1	-0,1
I/12	-0,1	0,0	0,1	-0,1
II/12	0,0	0,1	0,0	-0,1
III/12	0,0	0,0	0,0	-0,1
IV/12	0,0	0,0	0,0	0,0

TAB. II.4.2

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ ZAHRANIČNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rychlejší nárůst zahraničních úrokových sazeb implikuje oproti základnímu scénáři postupné zvýšení domácích sazeb a slabší kurz koruny

(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (mzr. v %)	3M PRIBOR (% p.a.)	HDP (mzr. v %)	Nominální kurs (CZK/EUR)	3M EURIBOR (% p.a.)
III/10	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
IV/10	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0
I/11	0,0	0,3	-0,2	0,3	0,0
II/11	0,1	0,4	-0,1	0,4	0,0
III/11	0,0	0,6	0,0	0,5	0,5
IV/11	0,1	0,7	0,1	0,5	0,9
I/12	0,1	0,7	0,0	0,5	1,1
II/12	0,1	0,8	0,1	0,5	1,3
III/12	0,1	0,7	0,0	0,5	1,4
IV/12	0,2	0,6	0,0	0,4	1,5

II.4.3 Citlivostní scénář fiskální politiky

Tento citlivostní scénář kvantifikuje **efekt fiskální konsolidace** v letech 2011–2012, která zajišťuje pohyb deficitu vládního sektoru po trajektorii v souladu s konvergenčním programem, resp. závazky vyplývajícími z procedury při nadměrném schodku (deficit ve výši 4,8 % pro rok 2011 a 4,2 % pro rok 2012; tj. oproti prognóze nižší o 1,2 p.b., resp. 1,5 p.b.). Oproti základnímu scénáři prognózy uvažujeme několik změn. Nejvýznamnější změnou je snížení nominálních temp růstu vládní spotřeby v roce 2011 z 4,1 % na 1,3 % a v roce 2012 z 4,3 % na 3,0 %. Reálná spotřeba vlády se tak v letech 2011 a 2012 snižuje o 2 procentní body resp. o 1,3 procentního bodu. Oproti základnímu scénáři prognózy došlo rovněž ke snížení temp růstu reálné spotřeby domácností, které zachycuje pokles sociálních transferů domácnostem a mezd v nepodnikatelské sféře. Poslední změnou je harmonizační zvýšení daně z cigaret na počátku roku 2012, kde odhadovaný vliv do celkové inflace činí zhruba 0,12 procentního bodu.

V simulaci citlivostního scénáře jsou nominální i reálná vládní spotřeba zachyceny standardně jako neočekávané. Pokles spotřeby je zachycen především očekávanými negativními šoky do spotřeby domácností a z malé části změnou technologií. Simulovaný scénář nepředpokládá dodatečné vlivy restriktivní fiskální politiky jako jsou vliv na vytěšňování investic, na spotřebu domácností a na rizikovou premii.

Citlivostní scénář implikuje nižší trajektorii tržních úrokových sazeb oproti základnímu scénáři (Tab. II.4.3). Pomalejší růst HDP (v roce 2011 v průměru o zhruba půl procentního bodu) plyne z utlumenější spotřeby vlády a domácností. Za mírně nižší inflací stojí nižší domácí poptávka, která převažuje nad vlivem vyšší spotřební daně na cigarety a dopady nepatrně slabšího nominálního kurzu koruny oproti základnímu scénáři, který odpovídá nižším domácím úrokovým sazbám.

Tab. II.4.3

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ FISKÁLNÍ POLITIKY

Citlivostní scénář implikuje nižší trajektorii tržních úrokových sazeb oproti základnímu scénáři a pomalejší růst HDP (odchyly od základního scénáře)

	Inflace CPI (mzr. v %)	3M PRIBOR (% p.a.)	HDP (mzr. v %)	Nominální kurz (CZK/EUR)	Spotřeba vlády (mzr. v %)	Spotřeba domácností (mzr. v %)
III/10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
IV/10	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2
I/11	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,6	-0,2
II/11	0,0	-0,1	-0,4	0,0	-1,5	-0,3
III/11	0,0	-0,2	-0,6	0,1	-2,4	-0,2
IV/11	-0,1	-0,2	-0,7	0,1	-3,3	-0,1
I/12	-0,1	-0,2	-0,7	0,1	-3,3	0,0
II/12	-0,1	-0,2	-0,4	0,1	-2,3	0,0
III/12	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,7	0,0
IV/12	0,0	0,0	0,2	0,0	0,9	0,0

TAB. II.5.1

OČEKÁVANÁ INFLACE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání v ročním horizontu se pohybují mírně nad cílem ČNB

(meziroční změny spotřebitelských cen v %)

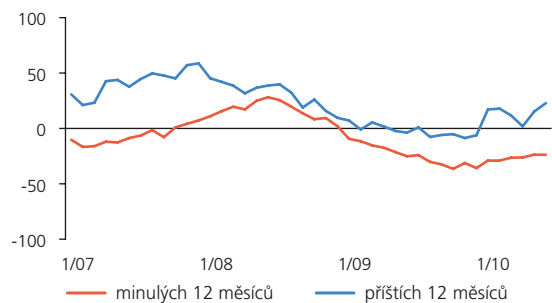
	3/10	4/10	5/10	6/10	7/10
finanční trh v horizontu 1R	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
finanční trh v horizontu 3R	2,5	2,5	2,7	2,5	2,5
podniky v horizontu 1R	2,0			2,1	
podniky v horizontu 3R	2,5			2,5	

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností na příští rok jsou i přes mírný nárůst nadále nízká

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OSTATNÍ OČEKÁVANÉ UKAZATELE IOFT

V roce 2010 finanční trh očekává mírný růst HDP

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

	3/10	4/10	5/10	6/10	7/10
Reálný HDP v roce 2010 ^{a)}	1,5	1,7	1,8	1,7	1,7
Reálný HDP v roce 2011 ^{a)}	2,6	2,5	2,7	2,4	2,4
Nom. mzdy v roce 2010 ^{a)}	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4
Nom. mzdy v roce 2011 ^{a)}	4,2	4,2	4,1	3,6	3,6
Kurz CZK/EUR ^{b)}	24,7	24,6	24,5	24,6	24,6
2T repo ^{c)}	1,7	1,7	1,4	1,3	1,3
1R PRIBOR ^{c)}	2,8	2,6	2,4	2,2	2,3

a) meziroční změny v %

b) úroveň

c) v %

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání v horizontu 1R se pohybují mírně nad 2% inflačním cílem, v horizontu 3R se dlouhodobě pohybují kolem hodnoty 2,5 %. Analytici očekávají mírný růst HDP v letošním roce, během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a nárůst základních sazeb ČNB. Před srpnovým zasedáním BR ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu⁶ v ročním horizontu se během druhého čtvrtletí 2010 nepatrně zvýšila a pohybovala se mírně nad 2% inflačním cílem platným pro období od ledna 2010. Na přibližně stejné hladině očekávali inflaci také podnikoví manažeři (Tab. II.5.1). V červencovém šetření analytici svou predikci dále nepatrně zvýšili. Očekávání inflace v tříletém horizontu u obou skupin respondentů stagnovala a nadále se pohybovala zhruba půl procentního bodu nad inflačním cílem ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se již delší dobu pohybuje v záporných hodnotách (Graf II.5.1).⁷ To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců spíše nerostly. Indikátor očekávané inflace se ve druhé polovině roku 2009 krátce pohyboval v záporných hodnotách, od začátku roku 2010 se ale opět vrátil do kladných hodnot. Tento vývoj signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, mírně převyšuje počet těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v minulosti.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že v letošním roce HDP mírně poroste a v roce 2011 jeho tempo růstu zrychlí (Tab. II.5.2 a Tab. II.5.3). Míra nezaměstnanosti by se již neměla zvyšovat, růst mezd však bude v roce 2010 pomalejší než v roce 2009. V porovnání s hodnotou měnového kurzu koruny z konce července převážně domácí analytici dotazovaní v šetření IOFT i převážně zahraniční analytici dotazovaní v šetření CF očekávají v ročním horizontu kurz silnější zhruba o 2,2 %, resp. 1,1 %. Prognózy úrokových sazeb se po květnovém snížení základních sazeb ČNB posunuly níže. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici očekávali, že na tomto zasedání se základní sazby nezmění. V ročním horizontu analytici předpokládají nárůst oproti stávající úrovni, jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 1,00 až 1,75 %.

⁶ ČNB sleduje prostřednictvím svých statistických šetření očekávání analytiků finančního trhu ohledně vývoje základních makroekonomických ukazatelů a inflační očekávání podnikových manažerů. V Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2 jsou uvedeny průměrné hodnoty z těchto šetření.

⁷ ČNB využívá kvalitativní hodnocení domácností ohledně minulé a budoucí inflace zjišťované v rámci European Commission Business and Consumer Survey (viz Box 2 ve Zprávě o inflaci z července 2007).

V **porovnání s novou prognózou ČNB** analytici očekávají přibližně stejné hodnoty růstu reálného HDP pro rok 2010 a mírně vyšší inflaci v ročním horizontu. Měnový kurz v ročním horizontu je v predikcích analytiků mírně slabší než v prognóze ČNB (o 1,7 % u analytiků IOFT, o 2,9 % u analytiků CF). Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby v ročním horizontu se pohybují lehce výše, než odpovídá trajektorii sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB za předpokladu pozvolného poklesu kreditní premie na mezibankovním trhu (kapitola II.2).

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem prognózy ČNB. Výhled sazeb FRA se v celém horizontu pohybuje mírně nad prognózovanými sazbami.

TAB. II.5.3

OČEKÁVANÉ UKAZATELE CF

Analytici v rámci CF předpokládají slabší kurz než analytici v IOFT

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

	3/10	4/10	5/10	6/10	7/10
Reálný HDP v roce 2010 ^{a)}	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Reálný HDP v roce 2011 ^{a)}	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Nom. mzdy v roce 2010 ^{a)}	2,6	2,6	2,7	2,5	2,5
Nom. mzdy v roce 2011 ^{a)}	4,3	4,3	4,3	4,1	3,8
Kurz CZK/EUR ^{b)}	25,2	24,6	24,2	24,9	24,9
3M PRIBOR ^{c)}	2,2	2,1	1,9	1,7	1,8

a) meziroční změny v %

b) úroveň

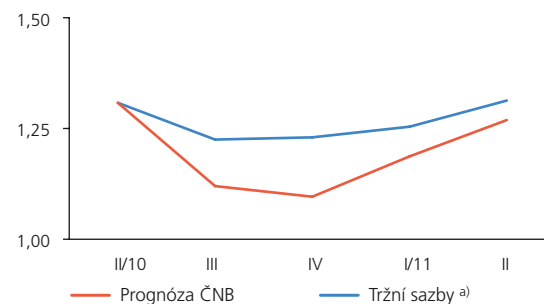
c) v %

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se pohybuje mírně nad prognózovanými sazbami

(v %)



^{a)} pro IV/10 a III/10 3M PRIBOR, pro IV/10 až II/11 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6 za 10 posledních obchodních dní k 23.7.2010

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

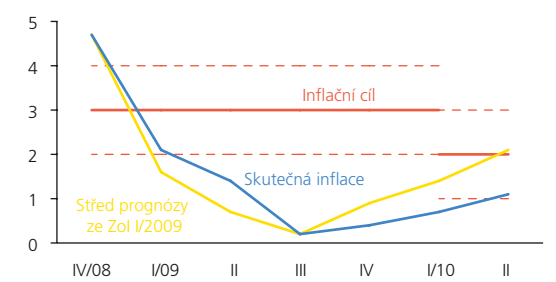
Celková meziroční inflace dosáhla v červnu hodnoty 1,2 %, a nacházela se tak v tolerančním pásmu okolo 2 % cíle, platného od začátku roku 2010, a to mírně nad jeho spodním okrajem. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla v červnu hodnoty 0,1 %. Pohyb inflace pod cílem byl důsledkem předchozích dopadů světové hospodářské a finanční krize, které nestačila dostatečně rychle kompenzovat ani uvolněná měnová politika. Zvýšení meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2010 bylo do značné míry důsledkem zrychlení růstu regulovaných cen a vyšších dopadů změn nepřímých daní. Zároveň dále oslabil pokles tržních cen, měřených čistou inflací, a byl již jen mírný; jejich vývoj byl nadále významně ovlivňován nízkou poptávkou a převážně klesajícími dovozními cenami.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se od konce roku 2009 nacházela pod prognózou ze Zol I/2009

(meziroční změny v %)



III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2010 nacházela mírně nad dolním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí roku 2010 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od října 2008 do června 2009 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředila na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se však z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci I/2009 s následným cenovým vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci I/2009 očekávala, že celková inflace na počátku roku 2009 klesne pod dolní okraj tolerančního pásma 3 % inflačního cíle a pak dále až téměř k nule. Inflace se měla snižovat vlivem odeznění proinflačních cenových šoků z přelomu let 2007/2008 a očekávaného poklesu cen potravin a energetických surovin. Následný nárůst inflace měl být způsoben proinflačními tlaky z titulu oslabeného měnového kurzu, které měly být jen částečně kompenzovány protiinflačním působením domácích faktorů v podobě výrazného snížení růstu nominálních mezd. Prognóza předpokládala, že v polovině roku 2010 se celková inflace bude pohybovat přibližně na úrovni nového 2 % inflačního cíle (Graf III.1.1).

Celková **inflace se ve skutečnosti** v první polovině roku 2009 pohybovala mírně výše v porovnání s prognózou, poté naopak níže. K odchylce skutečné inflace ve druhém čtvrtletí 2010 od predikce přispěla nejvíce korigovaná inflace bez PH, u které se projevil vliv klesajících dovozních cen a pokles domácí poptávky při propadu ekonomické

TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Korigovaná inflace nejvíce přispěla k nižší inflaci

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech; druhé čtvrtletí 2010)

	Prognóza Zol I/2009	Skutečnost 2.čtvrtletí 2010	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{b)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	1,1	-1,0
z toho:			
regulované ceny	3,2	2,3	-0,2
primární dopady změn nepřímých daní	0,0	1,0	1,0
ceny potravin ^{a)}	1,7	-0,2	-0,5
ceny pohonných hmot (PH) ^{a)}	9,0	13,3	0,1
korigovaná inflace bez PH ^{a)}	1,6	-1,2	-1,5

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

b) součet jednotlivých příspěvků nemusí odpovídat celkovému rozdílu z důvodu zaokrouhlení

aktivity. Oproti prognóze byly nižší i ceny potravin. Naopak v proinflačním směru prognóza nemohla zachytit změny nepřímých daní platné od 1.1.2010, o kterých bylo rozhodnuto až ve druhé polovině roku 2009 (Tab. III.1.1).

Na odlišném vývoji domácí inflace od prognózy se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. V důsledku světové finanční a hospodářské krize se v průběhu celého roku 2009 zahraniční poptávka, inflace i úrokové sazby pohybovaly na výrazně nižších úrovních ve srovnání s předpoklady prognózy, a působily proto silně protiinflačním směrem. Opačným směrem působily pouze ceny ropy (Tab. III.1.2).

Reálné úrokové sazby i měnový kurz se v rozhodném období od očekávání prognózy podstatně lišily. Reálné úrokové sazby byly uvolněnější v celém období, a to při nižších nominálních sazbách a zpočátku vyšší inflaci. Měnový kurz byl v průběhu celého období slabší oproti prognóze, nejvíce v první polovině roku 2009 (Tab. III.1.3). Jeho vývoj tak částečně tlumil dopady světové krize na českou ekonomiku.

Vývoj od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešní znalosti ČNB ohledně fungování české ekonomiky a současné znalosti skutečného ekonomického vývoje shrnout následujícím způsobem. Neočekávaně silný zahraniční ekonomický propad se zejména prostřednictvím vývozního kanálu přelil do domácího ekonomického vývoje. Měnová politika reagovala na měnící se situaci výraznějším poklesem měnověpolitických sazeb, než předpokládala prognóza ze Zprávy o inflaci I/2009 (Tab. III.1.3). Předpoklad o rychle klesající trajektorii inflace až téměř k nulovým hodnotám se naplnil, inflace se však v důsledku vyššího poklesu dovozních cen a globálního útlumu poptávky do tolerančního pásma inflačního cíle vrátila až ve druhém čtvrtletí 2010.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi říjnem 2008 a červnem 2009 (viz záznamy z příslušných jednání bankovní rady) bankovní rada shledávala rizika prognóz nejdříve jako protiinflační, později jako zhruba vyrovnaná. Následkem neočekávaného nárůstu rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo však rozhodnutí bankovní rady nezabránila na konci roku 2008 přísnějšímu nastavení měnových podmínek, než bylo předpokládáno v prognóze ze Zprávy o inflaci IV/2008. Během prvního pololetí roku 2009 byly naopak tržní úrokové sazby oproti prognózám níže díky výraznému poklesu měnověpolitických sazeb. Hodnoty celkové i měnověpolitické inflace se nicméně od počátku roku 2009 pohybují pod inflačním cílem. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí zdá, že měnová politika měla být ještě uvolněnější.

Tab. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Vývoj v zahraničí působil na domácí ekonomiku ve směru výrazně nižšího ekonomického růstu, úrokových sazeb a inflace

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

		I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10
HDP v eurozóně ^{a, b, c)}	p	-2,4	-2,2	-1,8	0,3	0,7	0,8
	s	-5,7	-5,3	-4,3	-2,0	2,0	-
PPI v eurozóně ^{b, c)}	p	3,9	1,0	-1,2	-0,1	0,8	1,8
	s	-0,7	-4,8	-7,6	-5,3	-1,2	1,7
3M EONIA swap	p	1,7	1,2	1,3	1,3	1,6	2,0
(v %)	s	1,1	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Kurz USD/EUR	p	1,36	1,32	1,32	1,33	1,33	1,33
(úroveň)	s	1,30	1,36	1,43	1,48	1,38	1,27
Cena ropy Brent	p	46,0	49,6	53,6	56,4	58,8	61,1
(USD/barel)	s	45,0	59,3	68,3	75,0	76,8	78,6

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) efektivní ukazatel podle definice prognózy ze Zol I/2009

Tab. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Prognóza nepředpokládala výrazný útlum domácí ekonomické aktivity v roce 2009

		I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10
3M PRIBOR	p	3,1	2,8	2,8	2,9	2,9	2,6
(v %)	s	2,7	2,2	2,0	1,8	1,5	1,3
Kurz CZK/EUR	p	26,8	25,7	25,4	25,4	25,4	25,5
(úroveň)	s	27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6
Reálný HDP ^{a)}	p	0,7	-0,3	-0,9	-0,7	0,4	0,7
(mzr. změny v %)	s	-3,6	-4,7	-4,4	-3,2	1,1	-
Nominální mzdy ^{b)}	p	5,2	4,7	3,3	2,7	1,9	2,3
(mzr. změny v %)	s	2,6	2,9	4,2	5,2	2,0	-

p – prognóza, s – skutečnost

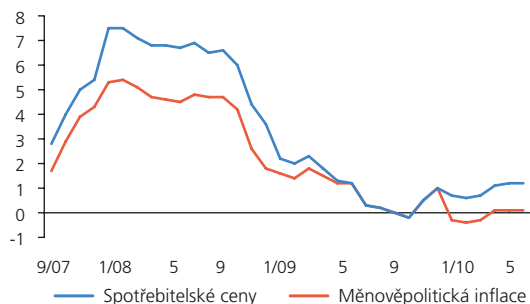
a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Ve druhém čtvrtletí roku 2010 se meziroční inflace zvýšila
(meziroční změny v %)



III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve druhém čtvrtletí 2010 se **meziroční inflace**⁸ zvýšila. V červnu byla ve srovnání s březnem o 0,5 procentního bodu vyšší a dosáhla 1,2 % (Graf III.1.2). K jejímu zvýšení přispěly především regulované ceny, zpožděné promítání zvýšení spotřebních daní u cigaret a také ceny potravin. Tyto vlivy byly částečně kompenzovány zpomalením meziročního růstu cen pohonných hmot.

Ve druhém čtvrtletí 2010 bylo zvýšení meziroční inflace do značné míry ovlivněno **administrativními vlivy**, tj. zrychlením meziročního růstu regulovaných cen a vyššími dopady změn nepřímých daní. Na celkovém zvýšení inflace se tyto změny podílely zhruba 0,4 procentními body.

Ve vývoji **regulovaných cen**, které ve druhém čtvrtletí zrychlily svůj meziroční růst (z 0,9 % v březnu na 2,4 % v červnu; Graf III.1.3) se především projevilo dubnové zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti o 3,3 %, růst doplateků za léky předepsané lékařem a poplatků za ústavní zdravotní péči. Aktuální meziroční růst regulovaných cen byl ale především odrazem rychlého růstu regulovaného nájemného (v červnu o 18,8 %), odrážejícího proces přibližování úrovně regulovaného nájemného jeho tržní úrovni, a dále zvýšení regulovaných cen v oblasti zdravotnictví (v červnu o 8,6 %).

Ke **zvýšení nepřímých daní** došlo s platností od 1. ledna 2010 v rámci opatření ke snížení schodku státního rozpočtu, která zahrnovala zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod a zvýšení spotřební daně u pohonných hmot, piva, lihovin a cigaret. Tyto daňové změny ovlivňovaly inflaci od počátku roku 2010, pouze zvýšení spotřební daně u cigaret se začalo projevovat v inflaci až ve druhém čtvrtletí⁹, kdy podle našeho odhadu dosáhl jeho celkový dopad do inflace necelé 0,2 procentního bodu. V souhrnu byla červnová meziroční inflace ve výši 1,2 % ovlivněna primárními dopady změn nepřímých daní v rozsahu 1,1 procentního bodu (Graf III.1.4), takže měnověpoliticky relevantní inflace dosáhla pouze 0,1 %. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

Tržní ceny, měřené čistou inflací, ve druhém čtvrtletí 2010 dále zmírnily svůj meziroční pokles, který v červnu dosáhl -0,3 %. Vývoj tržních cen byl nadále významně ovlivňován nízkou úrovní domácí poptávky. Výdaje na spotřebu domácností pokračovaly v mírném poklesu. Ke snížení tržních cen přispělo také protiinflační působení doposud převážně klesajících cen dovážených vstupů pro podniky a finálních produktů pro spotřebitelský trh.

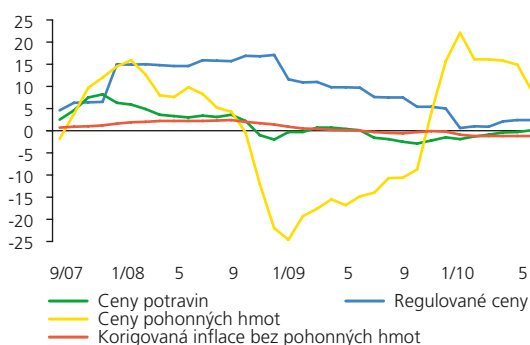
8 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

9 Dopad zvýšení spotřebních daní do cigaret se obvykle projevuje až s delším zpožděním z důvodu doprodeje zásob s nižší daní.

GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

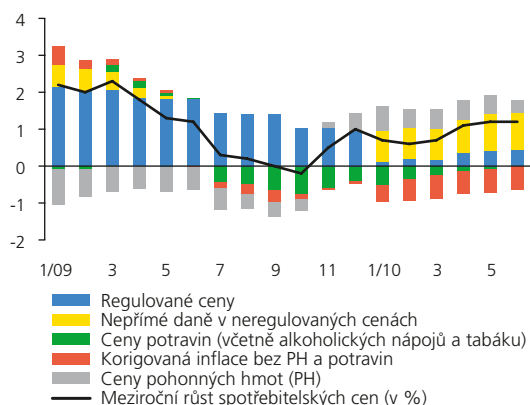
Ke zvýšení inflace ve druhém čtvrtletí 2010 přispěly
regulované ceny a ceny potravin
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

Na inflaci se v prvním pololetí 2010 nejvíce podílely nepřímé
daně a pohonné hmoty
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Na zmírnění poklesu tržních cen se nejvíce podílely **ceny potravin**, jejichž meziroční pokles dále zvolnil a v závěru druhého čtvrtletí překročil do nepatrně kladného růstu (v červnu 0,1 %; Graf III.1.5). Jejich vývoj korespondoval s probíhajícím zmírňováním meziročního poklesu cen zemědělských výrobců a dovozních cen potravin.

Na rozdíl od cen potravin byla meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** ve druhém čtvrtletí 2010 nadále výrazně záporná a její hodnota se oproti předchozímu čtvrtletí nezměnila (v červnu -1,2 %; Graf III.1.6). V obou jejích segmentech byly zaznamenány jen mírné změny v cenovém vývoji. Meziroční růst cen neobchodovatelných statků, zahrnujících zejména služby, po delším období pozvolného zpomalování v červnu opět nepatrně zesílil (z 0,9 % v březnu na 1 % v červnu). K této drobné změně došlo zejména v důsledku zrychlení meziročního růstu cen rekreací. Ceny nepotravinářských obchodovatelných statků bez pohonných hmot ale pokračovaly v trendu z předchozích čtvrtletí a dále prohloubily svůj meziroční pokles (z -4,2 % v březnu na -4,4 % v červnu). Přispělo k tomu především další snížení spotřebitelských cen dopravních prostředků, jejichž dovozní ceny i ceny výrobců nadále klesaly.

Ceny pohonných hmot, jejichž vývoj je především ovlivňován vývojem světových cen ropy, byly i ve druhém čtvrtletí 2010 nejrychleji rostoucí složkou inflace. Jejich meziroční růst ale již od ledna rychle zpomaluje (bez vlivu daní z 16,1 % v březnu na 9,1 % v červnu; Graf III.1.3), přestože meziměsíčně ceny pohonných hmot od počátku roku trvale rostou (do června celkově o 9,7 %). Příčinou tohoto jevu je efekt základny předchozího roku, který je patrný i u meziročního vývoje světových cen ropy, resp. vývoje cen benzinů na burzách ARA vyjádřených v Kč (tj. po zahrnutí vlivu kurzu CZK/USD). Včetně vlivu zvýšení nepřímých daní ceny pohonných hmot v červnu meziročně vzrostly o 14,3 %.

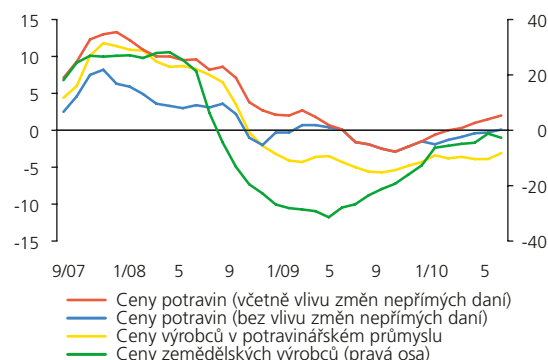
V **členění podle hlavních skupin spotřebního koše** nejrychleji rostly ve druhém čtvrtletí ceny ve skupině zdraví (v červnu o 7 %; včetně vlivu změn daní), jejichž příspěvek k meziroční inflaci však nebyl nejvyšší (Graf III.1.7). Největší příspěvek k meziroční inflaci vykazala skupina nealkoholické nápoje a tabák, kde byl patrný vliv zvýšení nepřímých daní, a dále skupina bydlení, zejména v důsledku velmi rychlého růstu regulovaného nájemného. Zřetelný příspěvek k meziroční inflaci byl také zaznamenán ve skupině doprava vlivem růstu cen pohonných hmot. V ostatních skupinách spotřebního koše byl vliv cenového vývoje na inflaci méně významný.

Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR ve druhém čtvrtletí 2010 pomaleji než v průměru zemí EU. Podle Eurostatu se růst HICP v ČR pohyboval během druhého čtvrtletí 2010 na hodnotách kolem 1 %, zatímco v průměru zemí EU dosahoval hodnoty cca o 1 procentní bod vyšší.

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

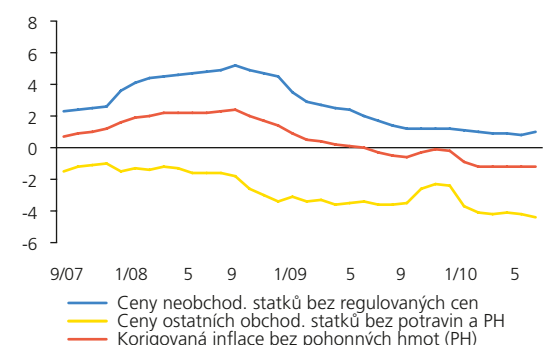
Ceny potravin ve druhém čtvrtletí 2010 velmi mírně vzrostly
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

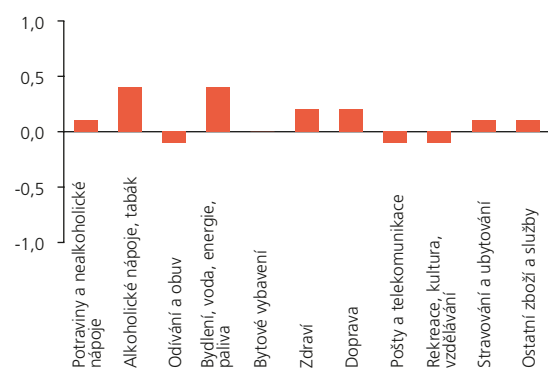
Ve druhém čtvrtletí 2010 byla meziroční korigovaná inflace bez pohonných hmot nadále záporná, když stagnovala na úrovni předchozího čtvrtletí
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

CENY VE SPOTŘEBNÍM KOŠI

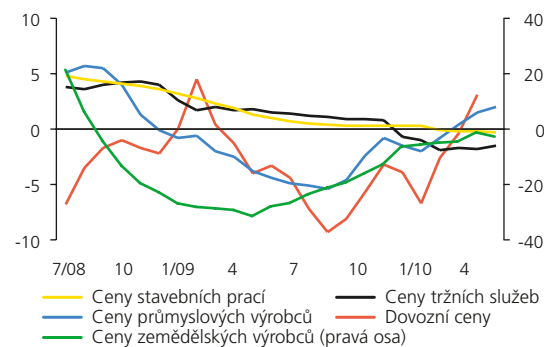
Ceny ve skupině bydlení a alkoholické nápoje a tabák nejvíce přispěly k meziroční inflaci
(červen 2010, příspěvky v procentních bodech včetně změn nepřímých daní)



GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

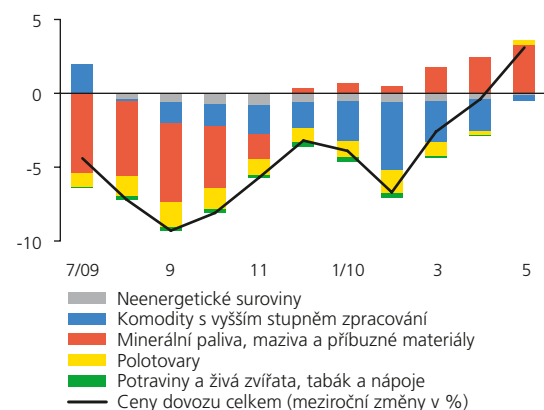
Ve druhém čtvrtletí 2010 došlo k oživení růstu dovozních cen a cen průmyslových výrobců (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

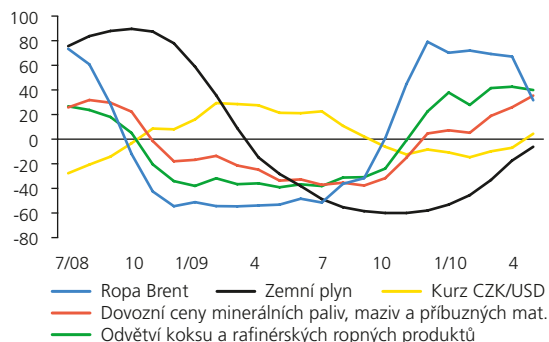
K obnovení růstu dovozních cen významně přispěly energetické suroviny (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Ke zrychlení růstu cen energetických surovin přispěl i vývoj cen zemního plynu (meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Dovozní ceny se začaly po rok trvajícím poklesu opět meziročně zvyšovat vlivem pokračujícího rychlého meziročního růstu cen dovážených energetických surovin a oživení cenového růstu dovážených polotovarů (kovy) a chemikálií. Ve většině skupin ale ceny dovozu nadále meziročně klesaly, i když mírněji než v předchozím čtvrtletí. Růst cen energetických surovin a polotovarů se promítl především do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. V souhrnu tak již ceny průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí 2010 vzrostly; u většiny produktů s vyšší přidanou hodnotou ale ceny nadále klesaly. Pokles cen zemědělských výrobců byl již jen mírný. Ceny stavebních prací a tržních služeb rovněž setrvaly při nízké domácí poptávce v poklesu.

III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny po ročním poklesu v květnu obnovily svůj meziroční růst, který dosáhl 3,1 % (Graf III.2.2). K této výrazné změně přispěl zejména od března prudce zrychlující růst dovozních cen minerálních paliv a slábnoucí meziroční pokles dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování.

Dovozní ceny **minerálních paliv** zrychlily svůj meziroční růst na 35,4 % v květnu 2010, zatímco ještě v listopadu předchozího roku výrazně meziročně klesaly (Graf III.2.3). Obrat ve vývoji dovozních cen těchto surovin v závěru roku 2009 souvisel s obnovením meziročního růstu cen ropy na světových trzích, který se v období od ledna do dubna letošního roku pohyboval kolem 70 %; v květnu pak zpomalil na 31,6 %. Kromě toho světové ceny zemního plynu, následující ceny ropy se zpožděním, ve druhém čtvrtletí rychle zmírňovaly svůj meziroční pokles, který byl již v květnu ve srovnání s březnem jen zhruba pětina (-6,2 %). Meziroční posílení kurzu CZK/USD tlumilo dopad vývoje cen energetických surovin do domácích cen jen částečně, květnové meziroční oslabení kurzu koruny pak již působilo směrem k rychlejšímu cenovému růstu. Příspěvek dovozních cen minerálních paliv k celkovému růstu dovozních cen byl tak v květnu velmi významný a dosáhl 3,3 procentního bodu (Graf III.2.2).

Rychle rostoucí ceny ropy se následně promítaly do cen dovážených **chemikálií** (Tab. III.2.1). Rovněž u dovozních cen **polotovarů** došlo po více než rok trvajícím poklesu k oživení růstu, za kterým stálo zvýšení světových cen komodit (zejména kovů) v průběhu prvního čtvrtletí a také vývoj měnového kurzu.

Z pohledu celkového vývoje dovozních cen však bylo především významné oslabení meziročního poklesu **komodit s vyšším stupněm zpracování**, jejichž záporný příspěvek se v květnu oproti únoru 2010 snížil o 4,2 procentního bodu (Graf III.2.2). Na této změně se podílely jak dovozní ceny strojů a dopravních prostředků, tak průmyslového spotřebního zboží; zatímco ještě v únoru meziroční pokles jejich dovozních cen přesáhl úroveň 8 %, podle posledních květnových údajů

byl již jen mírný (Tab. III.2.1). Je pravděpodobné, že za zřetelným zvolněním poklesu dovozních cen v těchto skupinách stálo především zmírnění meziročního zhodnocení měnového kurzu.

Stejným směrem se vyvíjely i **dovozní ceny potravin**, kde byl patrný vliv oživení růstu světových cen potravinářských komodit a vývoje měnového kurzu; jejich meziroční pokles byl již podle posledních údajů za květen nevýrazný a dosáhl 0,3 %. Výrazně se zmírnil také meziroční pokles cen **neenergetických surovin** (v květnu na 3,6 %), jejichž dopad do dovozních cen tak byl obdobně jako u potravin již jen zanedbatelný.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Ve druhém čtvrtletí 2010 došlo k obnovení meziročního růstu **cen průmyslových výrobců**, který v červnu dosáhl 2 % (Graf III.2.4). K tomuto vývoji přispěl především rychlý růst cen některých významných vstupů na zahraničních trzích, který se výrazně promítal do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Naopak ceny v převážně většině ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu nadále klesají, a indikují tak vliv silné konkurence na trhu v podmínkách – i přes mírné hospodářské oživení – stále nízké poptávky. Podniky za těchto okolností ještě nezvyšovaly ceny ani marže a vytvářely prostor pro tvorbu zisku spíše cestou snižování mzdových nákladů.

Nejvýrazněji rostly ceny v **odvětví koku a rafinérských ropných výrobků**, neboť ceny ropy na světových trzích pokračovaly v rychlém meziročním růstu. Ten se promítal do cen primárních zpracovatelů ropy s krátkým zpožděním (Graf III.2.3). Následně zrychlil i cenový růst v chemickém průmyslu, kde je řada výrob ve značné míře závislá na produktech z ropy (Graf III.2.6). V červnu pak meziroční růst cen v obou těchto odvětvích v návaznosti na zmírnění růstu světových cen ropy ztlačil, byl však stále vysoký.

Významně byl vývoj cen průmyslových výrobců ovlivněn obnoveným meziročním růstem cen **v odvětví obecných kovů**, kde se ceny výrobců od května meziročně zvyšují (v červnu o 6 %) po více než rok trvajícím poklesu, a to v souvislosti s vývojem cen dovážených polotovarů (na bázi kovů; Graf III.2.5). Výrazně po dlouhodobějším meziročním poklesu vzrostly ve druhém čtvrtletí také ceny v odvětví **nerostných surovin** (v červnu o 10 %),¹⁰ jejich příspěvek k růstu cen průmyslových výrobců byl ale méně významný. V pozadí oživení cenového růstu ve zmíněných odvětvích byla pravděpodobně zvýšená světová poptávka po energetických i neenergetických surovinách.

10 Především ve skupině uhlí a lignit a surová ropa a zemní plyn.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Ve většině skupin dovozu ceny nadále meziročně klesaly (meziroční změny v %)

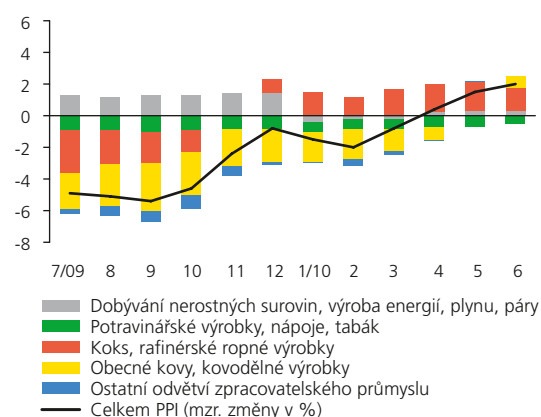
	2/10	3/10	4/10	5/10
DOVOZ CELKEM	-6,7	-2,6	-0,4	3,1
z toho:				
potraviny a živá zvířata	-7,4	-3,1	-1,5	-0,3
nápoje a tabák	-8,5	-5,4	-4,6	-2,9
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-19,8	-15,8	-13,2	-3,6
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	5,2	18,9	25,9	35,4
živočišné a rostlinné oleje	-17,5	-11,4	-11,5	-9,7
chemikálie a příbuzné výrobky	-5,9	-3,1	-1,6	0,2
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	-7,0	-4,3	-1,3	1,5
stroje a dopravní prostředky	-8,1	-4,6	-3,2	-0,1
průmyslové spotřební zboží	-8,4	-6,3	-6,0	-2,8

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ

Ceny průmyslových výrobců zaznamenaly obnovený meziroční růst

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

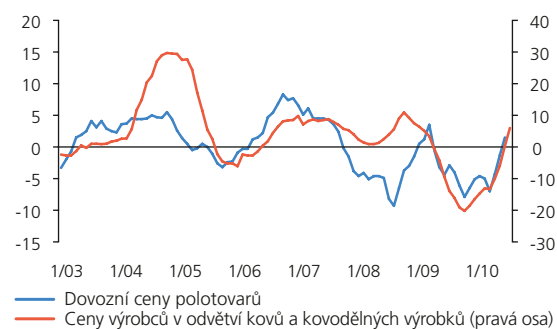


Graf III.2.5

CENY KOVŮ

Oživení světových cen kovů se promítlo do cen výrobců v odvětví obecných kovů

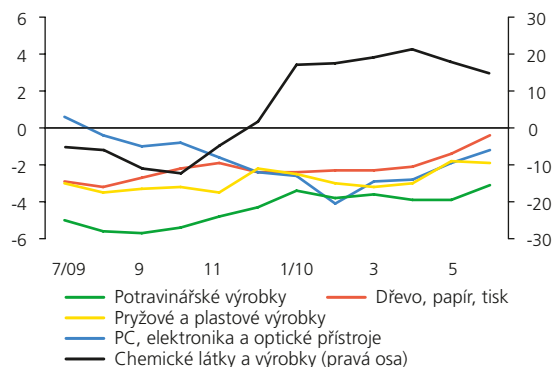
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.6

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

V řadě odvětví zpracovatelského průmyslu došlo ke zmírnění cenového poklesu
(meziroční změny v %, vybraná odvětví)



V **ostatních odvětvích** zpracovatelského průmyslu, zahrnujících převážně výrobce produktů s vyšší přidanou hodnotou, ceny ve druhém čtvrtletí převážně meziročně klesaly; přitom však ve většině těchto odvětví jejich pokles zvolnil (Graf III.2.6). Ceny výrobců setrvaly v poklesu i v **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v červnu meziročně o 1,1 %), k čemuž přispěla především snížená poptávka po elektrické energii na evropském trhu v důsledku předchozího propadu ekonomické aktivity v domácím i evropském měřítku.

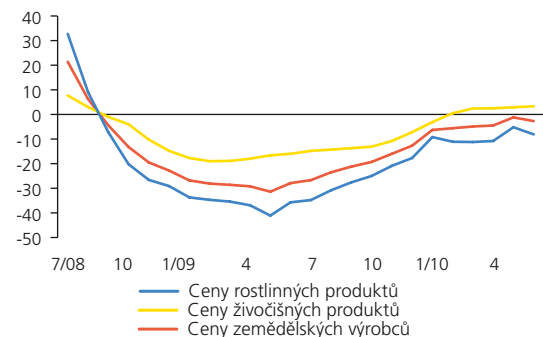
Ceny zemědělských výrobců

Postupné zmírňování meziročního poklesu **cen zemědělských výrobců**, pozorované od května předchozího roku, vyústilo v květnu 2010 v již jen slabý meziroční pokles, který činil 1,2 %; v červnu se pak částečně prohloubil na -2,7 % (Graf III.2.7). Tato trajektorie vývoje byla zaznamenána u cen rostlinných i živočišných produktů. Od února 2010 ceny živočišných produktů již vykazují růst, který v červnu dosáhl 3,3 %. Ceny rostlinných produktů ve druhém čtvrtletí ještě klesaly, ale méně výrazně než v předchozím čtvrtletí (v červnu o 8,1 %).

GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Pokles cen zemědělských výrobců byl již ve druhém čtvrtletí 2010 mírný
(meziroční změny v %)



Pozvolný trend ke zmírňování poklesu **cen zemědělských výrobců** v ČR, pozorovaný od druhé poloviny roku 2009, souvisel především s oživením růstu agrárních cen na světových trzích. Ty byly v loňském roce z dlouhodobého pohledu nízké a na jejich zvyšování působilo očekávání růstu poptávky po potravinářských produktech v souvislosti s nastávajícím ekonomickým oživením ve světě. Krátkodobými faktory růstu pak byla horší úroda obilovin na jižní polokouli na přelomu let 2009 a 2010 a v posledních měsících zhoršující se výhledy sklizně u některých významných exportérů na severní polokouli vlivem špatných klimatických podmínek.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

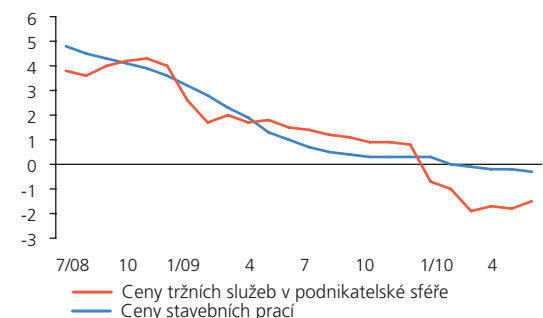
Vývoj cen stavebních prací a tržních služeb i ve druhém čtvrtletí 2010 svědčil o trvajícím vlivu nízké domácí poptávky. Jak ukazuje Graf III.2.8, pozvolný trend zpomalování meziročního růstu **cen stavebních prací** překročil v březnu do poklesu, který ve druhém čtvrtletí dále nepatrně zesílil (na -0,3 % v červnu). Hlavní příčinu tohoto dlouhodobějšího trendu lze vidět ve slábnoucí poptávce po investicích do staveb zejména v sektoru nefinančních podniků a domácností. Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví již ale v květnu přešly do meziročního růstu, který v červnu zrychlil na 2 %. K této změně zřejmě přispělo oživení růstu světových cen neenergetických surovin (viz výše).

Pokračoval rovněž meziroční pokles **cen tržních služeb v podnikatelské sféře**, který v červnu dosáhl 1,5 %. Oproti březnu se však zmírnil o 0,4 procentního bodu. K tomuto vývoji přispělo oživení cenového růstu v několika skupinách služeb, například v dopravě, právních, účetnických a informačních službách. Nejrychleji rostly ceny služeb v oblasti zaměstnání. V řadě služeb ale ceny pokračovaly v meziročním poklesu, který dosahoval nejvyšších hodnot u reklamních služeb a průzkumu trhu, kde ceny v předchozím roce naopak rychle rostly. Také ceny v oblasti programování a poradenství opět ve druhém čtvrtletí meziročně klesaly.

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací i tržních služeb ve druhém čtvrtletí 2010 setrvaly v meziročním poklesu
(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

V prvním čtvrtletí 2010 došlo k obnovení meziročního reálného růstu hrubého domácího produktu, který dosáhl 1,1 %.¹¹ V mezičtvrtletním srovnání růst produktu pokračoval stejným 0,5 % tempem jako v předchozím čtvrtletí. Na dosaženém meziročním růstu produktu se nejvíce podílel čistý vývoz, jehož přebytek se znatelně meziročně zvýšil. Pokles výdajů na konečnou spotřebu se již dále neprohluboval. Tvorba hrubého kapitálu pokračovala v poklesu, který se však vlivem změny v tvorbě zásob výrazně zmírnil. Na straně nabídky přispěl k oživení ekonomického růstu zejména zpracovatelský průmysl.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční pokles **domácí poptávky** se v prvním čtvrtletí 2010 zřetelně zmírnil. K této změně významně přispěla výrazná meziroční změna tvorby zásob, jejímž výsledkem byl kladný příspěvek k růstu poptávky (Graf III.3.2). Na růstu poptávky se také podílela spotřeba vlády, která se však zvyšovala pomaleji než v předchozím čtvrtletí. Fixní investice a spotřeba domácností pokračovaly v poklesu, který ale oproti předchozímu čtvrtletí oslabil.

Konečná spotřeba

V prvním čtvrtletí 2010 byla **spotřeba domácností** při vysoké nezaměstnanosti a stagnaci nominálního disponibilního důchodu nadále utlumená. Spotřebitelské výdaje domácností setrvaly v meziročním poklesu (-0,5 %), který nicméně částečně zvolnil; ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím 2009 byl o 0,7 procentního bodu mírnější (Graf III.3.3). Pokles byl nadále pozorován ve většině sledovaných skupin výdajů domácností na spotřebu, pouze výdaje na předměty krátkodobé spotřeby opět mírně vzrostly (Graf III.3.4).

Pokračující reálný pokles spotřebních výdajů domácností byl i v prvním čtvrtletí v rozhodující míře určován utlumeným vývojem **příjmů domácností**. Jak ukazuje Graf III.3.3, v předchozích dvou čtvrtletích mírně klesající nominální hrubý disponibilní důchod přešel v prvním čtvrtletí ve stagnaci. Avšak reálný disponibilní důchod vlivem inflace setrval v mírném meziročním poklesu, který dosáhl 0,4 %.

Posun vývoje **nominálního disponibilního důchodu** směrem k příznivějším hodnotám byl ovlivněn zejména obnoveným mírným růstem čistých důchodů z vlastnictví a znatelným zmírněním poklesu hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu oproti předchozímu čtvrtletí. Náhrady zaměstnancům zahrnující hlavní složku příjmů domácností, tj. mzdy a platy, však při přetrvávajícím nepříznivém vývoji na trhu práce prohloubily v prvním čtvrtletí svůj meziroční pokles (Graf III.3.5).

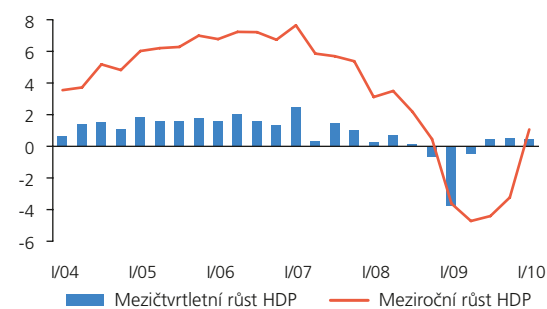
¹¹ Viz Graf III.3.1. Hodnocení výdajů na HDP a zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů národních účtů ČSÚ.

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

V prvním čtvrtletí 2010 již HDP rostl v meziročním i mezičtvrtletním srovnání

(meziroční a mezičtvrtletní růst v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)

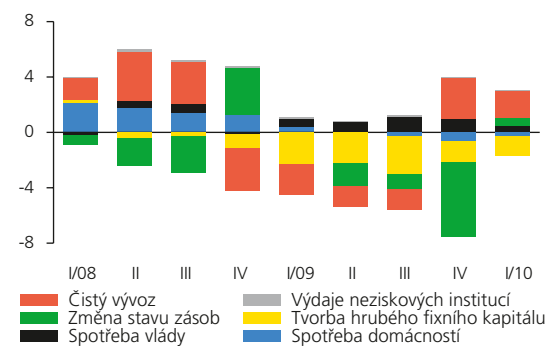


GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP nejvíce přispěl zahraniční obchod

(příspěvky v procentních bodech)

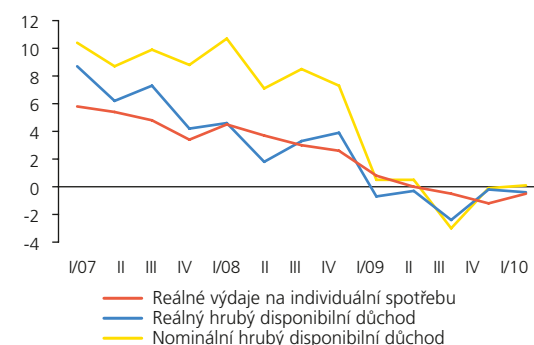


GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Reálný pokles spotřebních výdajů domácností se v prvním čtvrtletí 2010 zmírnil

(meziroční změny v %)

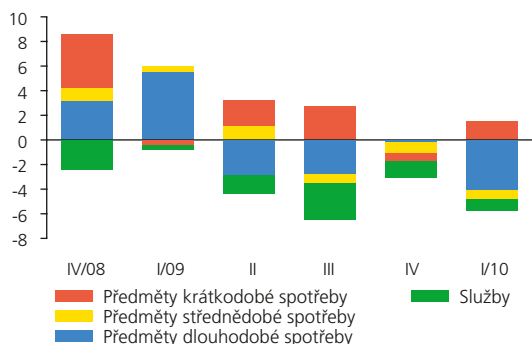


GRAF III.3.4

STRUKTURA SPOTŘEBY

Výdaje domácností klesaly v prvním čtvrtletí 2010 ve většině sledovaných skupin

(meziroční změny v mld. Kč, stálé ceny roku 2000)



Jejich vývoj tak indikoval trvalý tlak na snižování mzdových nákladů v podnikovém sektoru v podmínkách stále nízké poptávky a převážně klesajících cen. Pokles příjmů z mezd byl nadále částečně vyrovnáván příjmy ze sociálních dávek, jejichž tempo růstu ale zvolnilo oproti čtvrtému čtvrtletí zhruba na polovinu. Současně pokračoval pokles placebných sociálních příspěvků a daní na straně běžných výdajů domácností ovlivněný předchozími legislativními změnami.

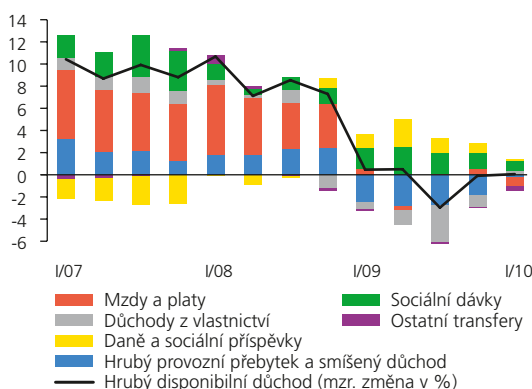
Jak naznačuje Graf III.3.6, domácnosti vyrovnávaly v sestupné fázi cyklu dopad slábnoucích příjmů do spotřebních výdajů nižší tvorbou **úspor** z disponibilního důchodu. V prvním čtvrtletí 2010 se míra hrubých úspor domácností nadále nacházela na znatelně nižší úrovni ve srovnání s předkrizovým obdobím. Zároveň dynamika růstu spotřebitelských úvěrů, ovlivněná obezřetným chováním domácností a bank v období stále ještě nejistých výhledů ekonomického vývoje a situace na trhu práce, dále zvolnila.

GRAF III.3.5

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Pokles příjmů z mezd byl částečně vyrovnáván příjmy ze sociálních dávek

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



Podle dostupných **předstihových indikátorů** bude pravděpodobně v nejbližším období pokračovat meziroční pokles spotřeby domácností. Naznačují to zejména poslední květnové údaje o pokračujícím poklesu tržeb v maloobchodu, i když se jeho intenzita snížila a motoristický segment zaznamenal oživení růstu tržeb.¹² Důvěra spotřebitelů se pozvolna zlepšuje, ale celkový indikátor důvěry spotřebitelů je ve srovnání s předkrizovým obdobím stále ještě nízký (Graf III.3.16). Vnímání spotřebitelů o budoucím vývoji celkové hospodářské situace a vlastní finanční situace se sice zlepšilo, avšak jejich očekávání budoucí nezaměstnanosti se dále zhoršilo.

Výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu v prvním čtvrtletí 2010 meziročně reálně vzrostly o 2 % (v běžných cenách o 1,8 %). V porovnání s vývojem v roce 2009 tak došlo k citelnému zpomalení tempa růstu vládních výdajů, které přesto měly hlavní kladný příspěvek k vývoji konečné spotřeby v prvním čtvrtletí 2010.

Investice

Podle posledních odhadů ČSÚ přetrvával i v prvním čtvrtletí 2010 útlum investiční aktivity v ekonomice. Meziroční pokles **fixních investic** se pohyboval zhruba na stejné úrovni jako v předchozím čtvrtletí a dosáhl 6,6 % (Graf III.3.7). Trvalý nízká poptávka po investicích v podmínkách zlepšující se agregátní poptávky byla především důsledkem nejistoty o budoucím vývoji, nadále nízkého využití stávajících výrobních kapacit a obezřetného přístupu bank při poskytování úvěrů.

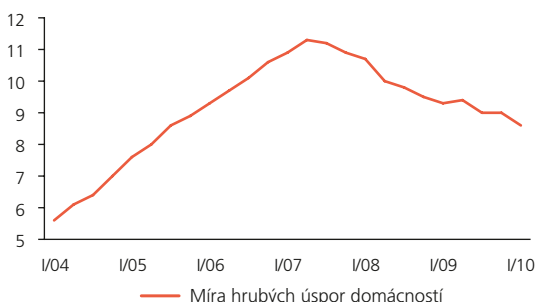
Podobně jako v předchozích čtvrtletích se působení těchto faktorů nejvíce projevilo v **sektoru nefinančních podniků**, kde je realizována více než polovina celkových investic (Tab. III.3.1). Jejich meziroční pokles se sice zmírnil, avšak stále dosahoval dvouciferných hodnot (-10,2 %). Ve struk-

GRAF III.3.6

MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

Při slábnoucích příjmech domácností vyhlazovaly spotřebu snížením míry úspor

(v %; zdroj ČSÚ, sezonně očištěné údaje ČNB)



12 Podle sezonně očištěných údajů.

tuže přitom bylo patrné zřetelné zmírnění poklesu investic do strojů, zařízení a dopravních prostředků na méně než 10 %, zatímco investice do staveb zřejmě prohloubily svůj meziroční pokles. Přestože celkové investice nefinančních podniků klesaly v prvním čtvrtletí výrazně pomaleji než v předchozím čtvrtletí, poslední červnové výsledky konjunkturálního šetření ČNB prozatím nenaznačují významnější změny ve vývoji investičních aktivit sektoru nefinančních podniků v nejbližším období.¹³

Rovněž investice **sektoru domácností** v prvním čtvrtletí výrazně meziročně klesaly (-8 %). Avšak ve vývoji investic do obydlí, které tvoří významnou složku celkových investic domácností, bylo patrné pokračující oslabování meziročního poklesu, který v prvním čtvrtletí činil jen 1,5 % (Graf III.3.8). Při posuzování míry tohoto poklesu je však rovněž nutné přihlídnout k efektu nízké základny předchozího roku. Příčiny trvalého poklesu investic domácností do obydlí zůstávají stejné jako v předchozích čtvrtletích: zejména to byla nejistota domácností o budoucím vývoji na trhu práce a své schopnosti splácet úvěry, a také přetrvávající obezřetnost bank při poskytování nových hypotečních úvěrů. Výrazně klesající počty zahájených bytů a vydaných stavebních povolení naznačují, že v nejbližším období nelze počítat se znatelným oživením investic do bydlení.

Celkový pokles investic nefinančních podniků, domácností a finančních institucí byl v prvním čtvrtletí jen částečně kompenzován kladným, i když oproti předchozímu čtvrtletí pomalejším růstem **investic vládních institucí**, které jsou většinou spojeny s rozvojem infrastruktury.

Reálná meziroční i mezičtvrtletní změna tvorby **zásob** v prvním čtvrtletí 2010 po výrazných poklesech v loňském roce překmitla do kladných hodnot (Graf III.3.2). Výrazné oživení tvorby zásob na začátku letošního roku zřejmě souvisí se zrychlením zahraniční poptávky a postupným obnovením předkrizových stavů zásob v průmyslu a ve vývozně orientovaných odvětvích.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

V prvním čtvrtletí 2010 pokračoval příznivý vývoj **čistého vývozu zboží a služeb**, patrný již ve čtvrtém čtvrtletí 2009. Čistý vývoz dosáhl přebytku 10,6 mld. Kč a zřetelně se meziročně zvýšil; ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl ale jeho nárůst jen zhruba poloviční (Graf III.3.9). Celkový příspěvek k meziročnímu růstu hrubého domácího produktu byl tak opět kladný, jak ukazuje Graf III.3.2.

Tento výsledek čistého vývozu v prvním čtvrtletí byl dosažen při výrazném zrychlení růstu **obratu zahraničního obchodu**, indikujícím

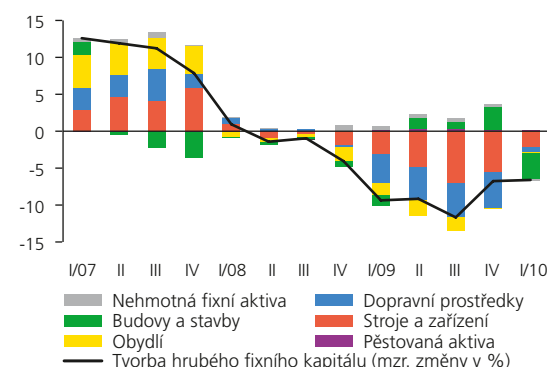
¹³ Podle posledního konjunkturálního šetření ČNB budou nejistoty ohledně budoucí poptávky v příštích 12 měsících omezovat investiční výdaje ve zpracovatelském průmyslu u 67 % respondentů a nedostatek vlastních zdrojů u 49 % respondentů. Ve stavebnictví i obchodu bude nejistá poptávka limitovat investiční výdaje u 76 % respondentů.

GRAF III.3.7

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Pokles fixních investic setrval v prvním čtvrtletí 2010 na úrovni předchozího čtvrtletí

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny roku 2000)



TAB. III.3.1

FIXNÍ INVESTICE V SEKTORECH

V sektoru nefinančních podniků se pokles fixních investic výrazně zmírnil

(meziroční změny v %, podíl v %)

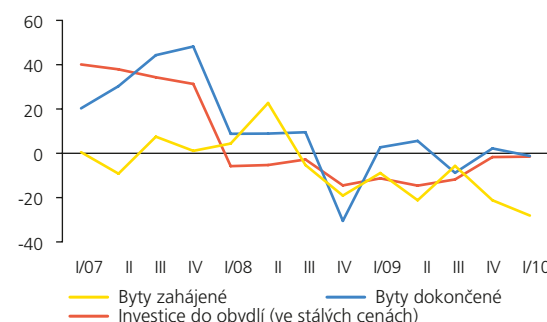
	II/09	III/09	IV/09	I/10
Meziroční změny v %				
Nefinanční podniky	-15,4	-18,6	-20,5	-10,2
Domácnosti	-5,1	-4,2	5,9	-8,0
Vládní instituce	6,7	0,4	18,9	6,1
Finanční instituce	-31,5	-33,7	-28,7	-41,0
Neziskové instituce	1,2	-2,5	6,4	10,6
Podíl na celkových fixních investicích v %				
Nefinanční podniky	53,3	50,5	47,7	53,7
Domácnosti	21,7	23,6	22,6	20,8
Vládní instituce	23,0	24,0	27,6	23,9
Finanční instituce	1,4	1,3	1,5	0,9
Neziskové instituce	0,6	0,6	0,6	0,7

GRAF III.3.8

INVESTICE DO OBYDLÍ

Pokles investic do obydlí zůstal v prvním čtvrtletí 2010 zhruba na úrovni předchozího čtvrtletí

(meziroční změny v %)



GRAF III.3.9

ČISTÁ ZAHRANIČNÍ POPTÁVKA

Meziroční růst čistého vývozu v prvním čtvrtletí 2010 pokračoval

(v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)

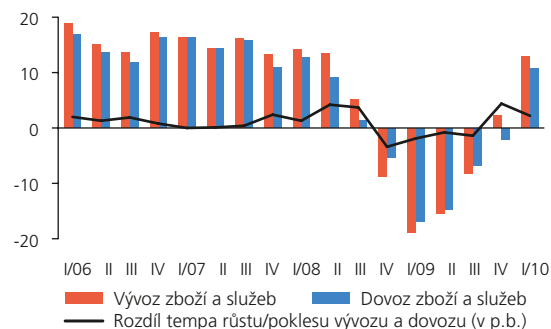


GRAF III.3.10

VÝVOZ A DOVOZ

V prvním čtvrtletí 2010 výrazně zrychlil růst celkového obrátu zahraničního obchodu

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

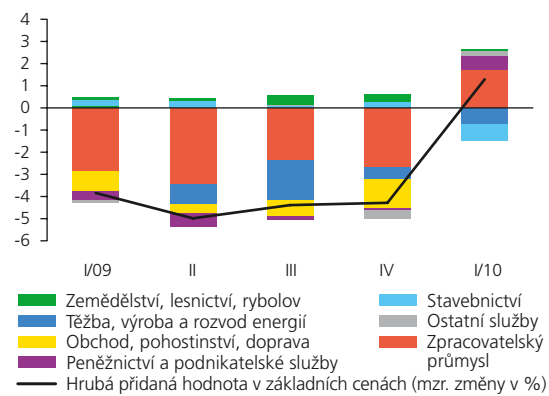


GRAF III.3.11

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

K růstu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2010 nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



pokračující odeznívání dopadů finanční a hospodářské krize do reálné ekonomiky (Graf III.3.10). K tomuto vývoji přispělo především výrazné zesílení meziroční dynamiky růstu **celkového vývozu** oproti čtvrtému čtvrtletí 2009 (o více než 10 procentních bodů na 12,9 %), odrážející zejména postupné zotavování ekonomického výkonu v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Podobně jako v předchozím čtvrtletí bylo dosažené tempo růstu vývozu ovlivněno efektem nízké srovnatelné základny předchozího roku, kdy dosáhl meziroční propad vývozu v důsledku světové krize nejvyšších hodnot. I při vysoké dynamice meziročního růstu objem vývozu ve stálých cenách ještě zdaleka nedosahoval v prvním čtvrtletí předkrizové úrovně.

Celkový dovoz, který je významně ovlivňován vysokou dovozní náročností vývozu, se v prvním čtvrtletí 2010 po pěti čtvrtletích poklesu v řadě meziročně zvýšil o výrazných 10,7 %. Vývoz tak stále rostl rychleji než dovoz, avšak předstih tempa jeho růstu před dovozem se zmírnil na polovinu.

Meziroční růst čistého vývozu byl stejně jako v předchozím čtvrtletí výsledkem vysokého přebytku **obchodní bilance**, který meziročně vzrostl; zhruba ze dvou třetin byl však vyvážen schodkem bilance služeb. Obnovení růstu vývozu zboží (meziročně o 15,1 %) po pěti čtvrtletích jeho poklesu bylo spojeno hlavně s obnovením růstem celkové vnější poptávky. Ovlivnila jej také velmi nízká srovnávací základna v důsledku vysokých výpadků vývozu strojírenské produkce na počátku předchozího roku. Vlivem růstu dovozu pro mezispotřebu, spojeného hlavně s proexportní výrobou, i dovozu pro investiční účely, zároveň došlo k obnovení růstu dovozu zboží.

Naproti tomu reálný **růst vývozu i dovozu služeb** byl ve srovnání s vývojem v předchozím roce jen velmi mírný. V důsledku výrazného zmírnění dovozu služeb, taženého v předchozích čtvrtletích hlavně dovozem služeb v rámci nadnárodních korporací, bylo i meziroční prohloubení schodku bilance služeb jen mírné.

III.3.3 Nabídka

V prvním čtvrtletí 2010 pokračoval mezičtvrtletní růst **hrubé přidané hodnoty v základních cenách** pozorovaný od druhé poloviny roku 2009. Současně došlo k obnovení růstu přidané hodnoty i v meziročním srovnání (1,3 %), který byl však ve značné míře ovlivněn efektem nízké srovnávací základny z prvního čtvrtletí 2009 (Graf III.3.11). Publikované údaje svědčily o pokračujícím pozvolném zotavování české ekonomiky z výrazného propadu způsobeného světovou finanční a hospodářskou krizí.

K meziročnímu růstu přidané hodnoty v základních cenách nejvíce přispěl **zpracovatelský průmysl** (Graf III.3.11). Avšak i v tomto případě byla meziroční dynamika významně ovlivněna nízkou srovnávací základnou, neboť zpracovatelský průmysl byl nejvíce zasažen krizí a v první polovině roku 2009 dosahoval dna svého propadu.

Graf III.3.12 ukazuje, že se úroveň produkce v celém průmyslu pozvolna zvyšovala, ale ještě zdaleka nedosahovala předkrizových hodnot. Tomu odpovídala pozvolna se zvyšující míra využití výrobních kapacit v průmyslu; ve druhém čtvrtletí 2010 však byla stále ještě o 10 procentních bodů nižší než v první polovině roku 2008 (Graf III.3.13).

K obnovení růstu produkce v průmyslu přispěl v prvním čtvrtletí 2010 především vývoj zahraniční poptávky, který se odrazil v rychlém meziročním růstu reálného vývozu zboží (přibližně o 15 %). Podle posledních údajů za květen pokračovalo oživení růstu produkce v převážné většině odvětví průmyslu; v celém průmyslu meziroční růst produkce dále zrychlil a v květnu dosáhl 11,1 %¹⁴. Další zlepšení odbytových možností naznačoval také zesilující růst nových **průmyslových zakázek** (Graf III.3.14), který byl zaznamenán ve většině sledovaných odvětví. S těmito výsledky korespondovaly výsledky konjunkturálního šetření mezi podnikateli, podle kterých již docházelo k pozvolnému snižování vlivu nedostatečné poptávky jako bariéry růstu v průmyslu (Graf III.3.15), který byl v recesi vnímán jako klíčový.

Rovněž v **odvětví služeb a obchodu** docházelo v prvním čtvrtletí 2010 k pozvolnému ožívání aktivit, které se v souhrnu projevilo kladným příspěvkem k meziročnímu růstu celkové přidané hodnoty (0,8 procentního bodu). Obnovení, resp. zesílení růstu přidané hodnoty bylo patrné zejména v odvětvích služeb pro podniky a v peněžnictví, což víceméně korespondovalo s celkovým pozvolným oživením růstu produkce v průmyslu. V odvětví obchodu a pohostinství a ubytování se naopak přidaná hodnota v prvním čtvrtletí výrazně meziročně snížila, a odrážela tak nízkou spotřebitelskou poptávku domácností z důvodů blíže rozvedených v části III.3.1. Jak bylo již zmíněno v této části zprávy, poslední květnové údaje o pokračujícím poklesu tržeb v maloobchodě nesignalizují prozatím zřetelné změny ve vývoji spotřebitelské poptávky v nejbližším období, což naznačují i indikátory důvěry spotřebitelů a podnikatelů v maloobchodu.

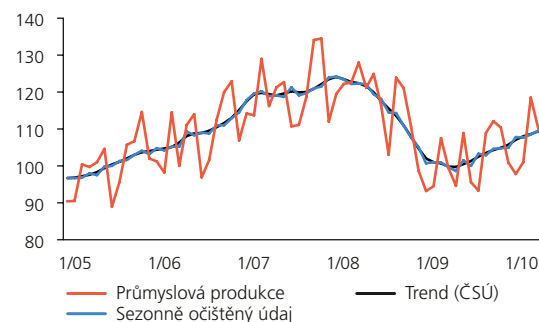
Naopak ve **stavebnictví** došlo v prvním čtvrtletí 2010 k prudkému propadu stavební produkce (meziročně o 18,1 %¹⁴), což se projevilo zřetelně záporným příspěvkem do celkového růstu hrubé přidané hodnoty (Graf III.3.11). Tento výrazný pokles byl výsledkem souběhu nepříznivých klimatických podmínek a nedostatečných zakázek, který byl tažen nejen pozemním stavitelstvím, ale nově i inženýrským stavitelstvím. Obdobný vývoj pokračoval i v dubnu. Podle posledních dostupných údajů došlo až v květnu při výrazném meziměsíčním růstu ke zmírnění meziročního poklesu až na 2,2 %¹⁴; tato změna byla přitom pozorována u pozemního i inženýrského stavitelství.

14 Jedná se o sezonně očištěný údaj.

GRAF III.3.12

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

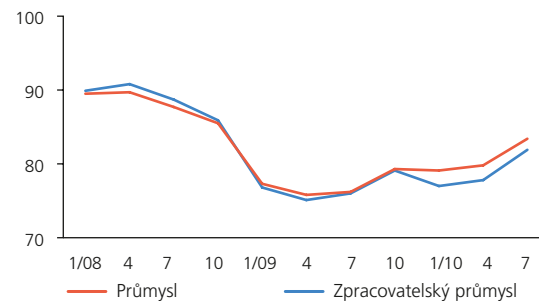
Produkce v průmyslu i přes probíhající oživení stále nedosahuje předkrizové úrovně
(bazický index, rok 2005 = 100)



GRAF III.3.13

VYUŽITÍ VÝROBNÍCH KAPACIT

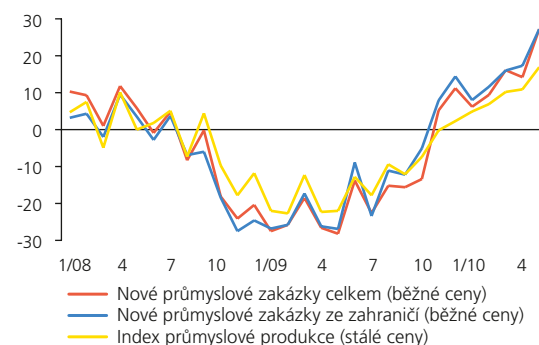
Využití výrobních kapacit ve zpracovatelském průmyslu se zvyšuje jen pozvolně
(plné využití kapacit = 100)



GRAF III.3.14

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

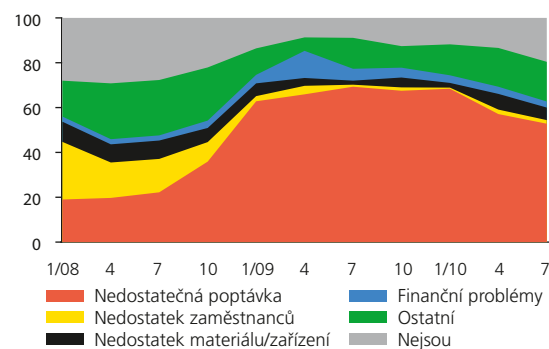
Vývoj zakázek naznačuje pokračující růst průmyslové produkce
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.15

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv poptávky jako bariéry růstu se začal pozvolna snižovat (v %)



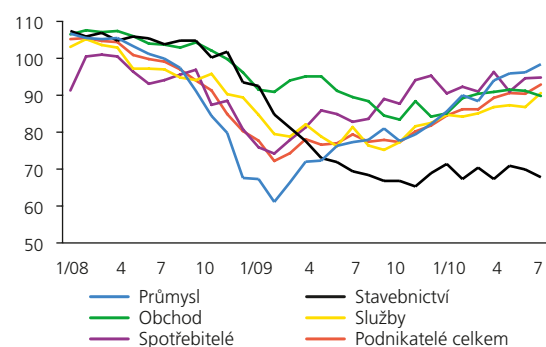
Podle červnových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ **důvěra podnikatelů** v prvním i druhém čtvrtletí 2010 rostla, vnímání současného a budoucího ekonomického vývoje však bylo v různých odvětvích rozdílné. V souladu s pozorovaným vývojem vzrostl optimismus nejvíce v průmyslu, nepatrně pak v obchodě a ve službách. Naopak ve stavebnictví nadále převažují negativní očekávání (Graf III.3.16). Podnikatelé v průmyslu hodnotí pozitivně zejména celkovou domácí i zahraniční poptávku a rovněž jejich výhled celkové poptávky se zvyšuje.

GRAF III.3.16

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Optimismus vzrostl zejména v průmyslu

(průměr roku 2005 = 100; zdroj: ČSÚ)



III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Propočty fáze hospodářského cyklu a vývoje potenciálního produktu, které jsou představeny v této části, nejsou založeny na hlavním prognostickém modelu ČNB (podrobněji se těmto propočtům věnoval Box 2 ve Zprávě o inflaci I/2010). Tyto propočty slouží k ověření robustnosti odhadu aktuální a budoucí pozice ekonomiky v cyklu tak, jak je popsán mezními náklady a mezerou marží v kapitole II.2.

Podle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce** v základním tvaru¹⁵ v prvním čtvrtletí 2010 pokračovalo zpomalování meziročního tempa růstu potenciálního produktu (Graf III.3.17). Výpočty naznačují, že míra růstu potenciálního produktu poklesla na 1,4 % (z 1,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2009)¹⁶. Odpovídající mezeru výstupu se mírně přivřela na -2,1 % (oproti -2,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2009)¹⁶. Výpočty pro následující čtvrtletí naznačují, že pokračující mírný růst HDP bude spojen se zastavením poklesu míry růstu potenciálního produktu a velmi pozvolným přivíráním mezery výstupu (Graf III.3.18).

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů**¹⁷ vstupujících do produkční funkce ukazuje, že za zpomalením meziročního růstu potenciálního produktu stál v prvním čtvrtletí 2010 záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti (Graf III.3.19). Vlivem tohoto zpoždění budou záporné příspěvky rovnovážné zaměstnanosti pokračovat na celém horizontu prognózy, přestože sezonně očištěný počet zaměstnaných se bude, dle našich očekávání, od poloviny příštího roku zvyšovat. Příspěvky kapitálu a produktivity se v prvním čtvrtletí výrazněji nezměnily, a také v následujících čtvrtletích očekáváme jejich setrvání poblíž současných hodnot.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru** naznačuje o něco vyšší hodnotu růstu potenciálu (2,2 % v prvním čtvrtletí 2010) a méně otevřenou mezeru výstupu (-1,6 %). Odhad potenciálního produktu pomocí **Kalmanova filtru** je nadále ovlivněn nízkou pozorovanou inflací a naznačuje tak mnohem výraznější otevření mezery výstupu do záporu (-4,7 %) při rychlejšímu růstu potenciálního produktu (2,4 % v prvním čtvrtletí 2010). Výrazný rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod ukazuje přetrvávající velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

¹⁵ Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient $\lambda = 10000$. Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahrnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku.

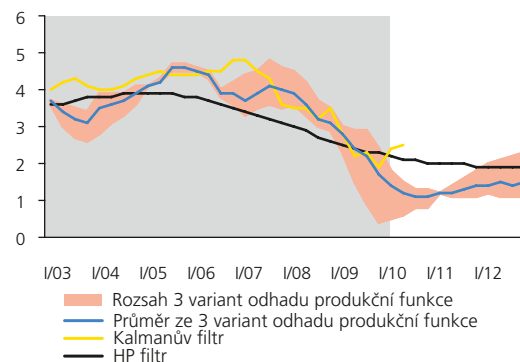
¹⁶ Průměry ze tří variant výpočtu.

¹⁷ Rozklad na příspěvky je prováděn pro základní variantu produkční funkce.

GRAF III.3.17

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

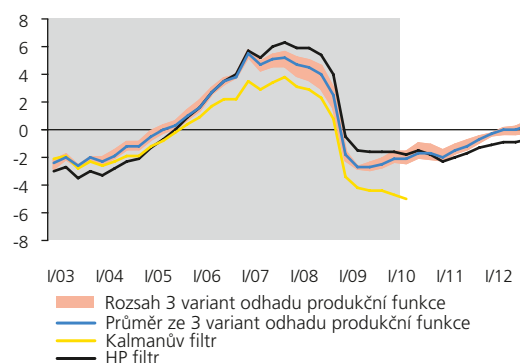
Růst potenciálního produktu v prvním čtvrtletí 2010 dále zpomalil (meziroční změny v %)



GRAF III.3.18

MEZERA VÝSTUPU

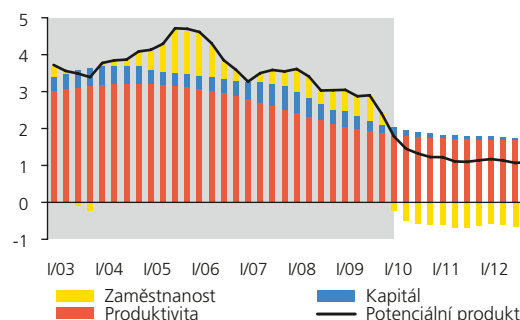
Mezera výstupu zůstává výrazně záporná (v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.19

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

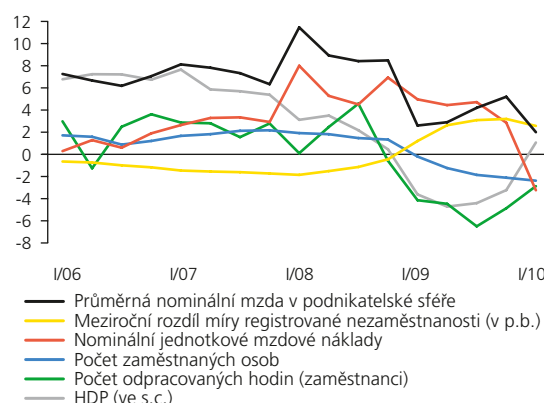
Za zpomalením růstu potenciálu stál v prvním čtvrtletí 2010 zejména pokles rovnovážné zaměstnanosti (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech; základní varianta produkční funkce)



GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

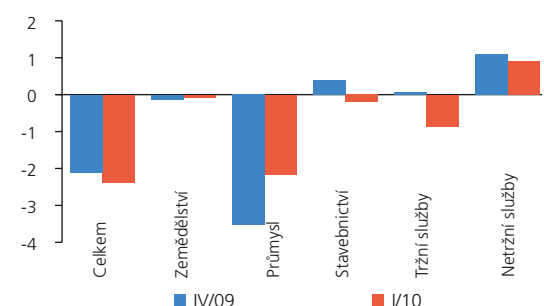
Při mírném oživení hospodářského růstu se pokles zaměstnanosti ještě dále prohloubil
(meziroční změny v %, procentních bodech)



GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

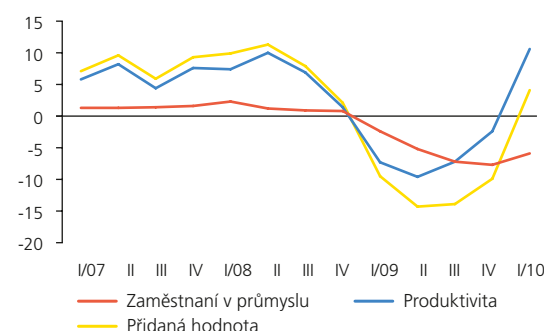
V průmyslu se pokles zaměstnanosti zmírnil, v tržních službách se naopak zaměstnanost začala snižovat
(příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu, vybraná odvětví)



GRAF III.4.3

ZAMĚSTNANOST V PRŮMYSLU

Podniky reagují na vývoj poptávky změnami v zaměstnanosti se zpožděním
(meziroční změny v %)



III.4 TRH PRÁCE

Podle očekávání pokračoval v prvním čtvrtletí 2010 trend meziročního prohlubování poklesu zaměstnanosti a zvyšování obecné i registrované míry nezaměstnanosti. Ve druhém čtvrtletí již ale došlo k obratu ve vývoji míry registrované nezaměstnanosti a počet nezaměstnaných osob připadajících na jedno pracovní místo se zřetelně snižoval. Meziroční růst průměrné mzdy po zrychlení v závěru roku 2009 v prvním čtvrtletí 2010 znatelně zpomalil, zejména vlivem odeznívání dočasných efektů strukturálních změn v zaměstnanosti a nižší nemocnosti i mírného meziročního poklesu mezd v sektoru služeb. Při postupném oživení ekonomické aktivity a současném poklesu objemu mezd a platů se mzdová náročnost produktu meziročně snížila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

I přes mírné oživení hospodářské aktivity v prvním čtvrtletí 2010 došlo k dalšímu prohloubení meziročního poklesu **zaměstnanosti** (na -2,4 %; Graf III.4.1). Na tomto vývoji se nadále podílely klesající počty zaměstnanců¹⁸ (meziročně o 3,2 %), jejichž dopad do celkové zaměstnanosti byl částečně tlumen nárůstem počtu podnikatelů. Tento jev nasvědčoval tomu, že zaměstnanci po ztrátě zaměstnání hledají hlavní uplatnění v samostatné podnikatelské činnosti.

V prvním čtvrtletí 2010 zaměstnanost klesala především v průmyslu a tržních službách (Graf III.4.2). V **průmyslu**, který byl nejvíce zasažen odbytovou krizí v předchozích čtvrtletích, však poslední dostupné údaje signalizují změnu dosavadního trendu; zřetelné prohlubování meziročního poklesu zaměstnanosti v průběhu roku 2009 se v prvním čtvrtletí 2010 zastavilo a dosažený meziroční pokles (-7,3 %, tj. o 107 tis. osob) byl téměř o 2 procentní body nižší než ve čtvrtém čtvrtletí 2009. Tuto změnu lze vnímat jako pozvolnou reakci podniků na probíhající oživení růstu produkce v průmyslu, které podle posledních květnových údajů ČSÚ pokračovalo i ve druhém čtvrtletí 2010. Zaměstnanost však stále ještě klesala, a tak produktivita v průmyslu při rostoucí produkci výrazně vzrostla (Graf III.4.3).

Ve **službách a obchodu**, kde byl oproti průmyslu dosavadní dopad krize pozvolnější a méně intenzivní, zaměstnanost v prvním čtvrtletí 2010 ještě meziročně rostla, i když ve zřetelně menší míře než v předchozím čtvrtletí. Přitom k výraznější změně zaměstnanosti došlo na počátku roku 2010 v tržních službách, kde předchozí již jen mírný růst počtu zaměstnaných osob byl vystřídán jejich zřetelným meziročním poklesem (Graf III.4.2). Tato skutečnost svědčila o zesilujícím promítání dopadu stále ještě nízké poptávky, jejíž oživení bylo zaznamenáno jen v některých odvětvích služeb, do zaměstnanosti v tržních službách.

18 Včetně členů produkčních družstev.

Naproti tomu zaměstnanost v netržních službách (zejména ve zdravotní a sociální péči, veřejné správě a obraně) nadále rostla, avšak mírněji než v předchozím čtvrtletí.

Pokračující pokles zaměstnanosti se projevil v dalším nárůstu **míry nezaměstnanosti** v prvním čtvrtletí 2010. Míra obecné nezaměstnanosti (VŠPS) se oproti čtvrtému čtvrtletí 2009 zvýšila o dalších 0,6 procentního bodu na 7,9 % a zároveň vzrostla i míra registrované nezaměstnanosti¹⁹ (o 0,3 procentního bodu na 9,5 %; Graf III.4.4)²⁰; intenzita jejího meziročního nárůstu se ale již zmírnila. Ve druhém čtvrtletí 2010 se pak registrovaná míra nezaměstnanosti (MPSV) mírně mezičtvrtletně snížila (o 0,1 procentního bodu; Graf III.4.4).

O pozvolném mírném zlepšování situace na trhu práce ve druhém čtvrtletí 2010 svědčil i vývoj **Beveridgeovy křivky**, podle které pokračoval již čtvrtý měsíc v řadě trend snižování počtu nezaměstnaných osob při jen velmi mírném poklesu volných pracovních míst (Graf III.4.5). Počet nezaměstnaných osob připadajících na jedno volné pracovní místo se tak snížil z historicky nejvyšších hodnot na 16 v červnu 2010.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Po výrazném zrychlení meziročního růstu **průměrné nominální mzdy** ve druhé polovině roku 2009 jeho tempo v prvním čtvrtletí 2010 výrazně zpomalilo (na 2,2 %; Tab. III.4.1). Reálný meziroční růst byl vlivem inflace nižší a dosáhl 1,5 %. Zmírnění růstu průměrné mzdy v prvním čtvrtletí ve značné míře souviselo s odezníváním vlivu jednorázových faktorů.²¹ V prvním čtvrtletí 2010 tak výrazně zpomalil zejména růst průměrné mzdy v podnikatelském sektoru (meziročně na 2 %; v nepodnikatelském sektoru byl o 1 procentní bod vyšší).

Ke zvyšování mezd přistupovali zaměstnavatelé při stále ještě nízké poptávce jen výjimečně či jen v malém rozsahu. Výjimkou byla oblast zdravotní a sociální péče a také kulturní, zábavní a rekreační činnosti, ve kterých průměrná mzda vzrostla meziročně o 7,6 %, resp. 7,3 %. V průmyslu průměrná mzda meziročně vzrostla o 3,9 %. Ve většině ostatních sektorů však průměrná mzda stagnovala či mírně klesala. Na druhé straně jen malý počet zaměstnavatelů snížil výrazně mzdy svým zaměstnancům, spíše byly omezovány mimořádné odměny a benefity.

Národohospodářská produktivita práce v prvním čtvrtletí 2010 vzrostla (meziročně o 3,2 %). Jak ukazuje Graf III.4.6, obnovení jejího růstu po pěti čtvrtletích „krizového“ poklesu bylo nejvíce podpořeno snižující se zaměstnaností v ekonomice; příspěvek prozatím

¹⁹ tj. bez očištění o nedosažitelné uchazeče o práci.

²⁰ V obou případech jde o sezonně očištěné údaje.

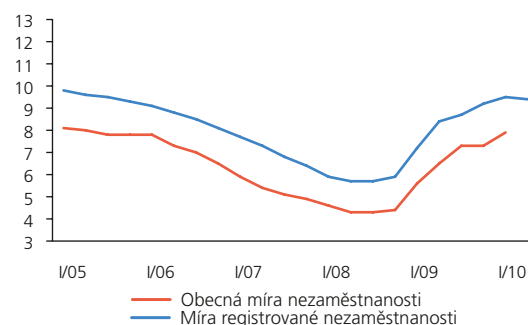
²¹ Propouštění zaměstnanců s nižšími mzdami, pokles nemocnosti, přesun odměn v důsledku zvýšení stropů u sociálního a zdravotního pojištění od roku 2010. Bližší viz část II.4.2 Zprávy o inflaci II/2010.

GRAF III.4.4

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Mírné snížení míry registrované nezaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2010 naznačovalo změnu dosavadního trendu

(v %, sezonně očištěné údaje; zdroj: MPSV, ČSÚ, propočty ČNB)

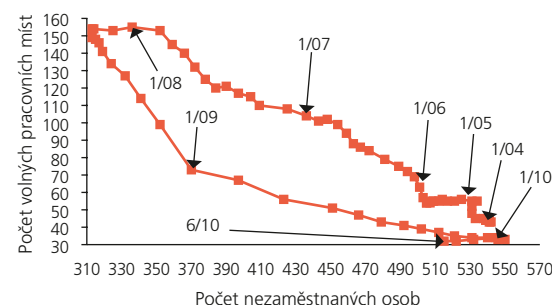


GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Ve druhém čtvrtletí 2010 počet volných pracovních míst stagnoval a počet nezaměstnaných klesal

(sezonně očištěné počty v tis.)



TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

NJMN se v prvním čtvrtletí 2010 meziročně snížily

(meziroční změny v %)

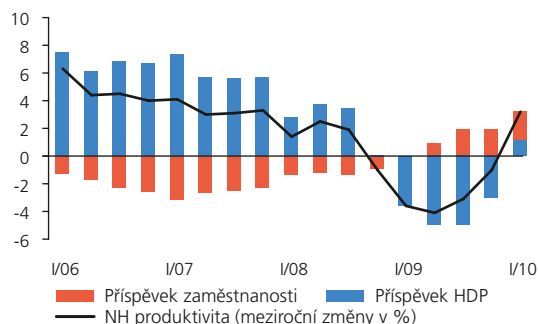
	II/09	III/09	IV/09	I/10
Průměrná mzda ve sled. organizacích				
nominální	3,2	4,6	5,2	2,2
reálná	1,8	4,5	4,8	1,5
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	2,9	4,2	5,2	2,0
reálná	1,5	4,1	4,8	1,3
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	4,4	5,6	4,4	3,0
reálná	3,0	5,5	4,0	2,3
NHPP	-4,1	-3,1	-1,0	3,2
NJMN	4,4	4,7	2,9	-3,2

GRAF III.4.6

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Produktivita začala opět růst

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



jen mírného oživení růstu produktu byl nižší. V rámci odvětví se nejvýrazněji zvýšila produktivita v průmyslu (o 10,6 %), kde zřetelný nárůst zakázek a návazně produkce byl doprovázen stále ještě výrazně meziročně klesající zaměstnaností. V ostatních odvětvích byl růst produktivity jen mírný. Pouze ve stavebnictví se produktivita výrazně meziročně snížila v důsledku poklesu produkce v obou hlavních segmentech tohoto odvětví.

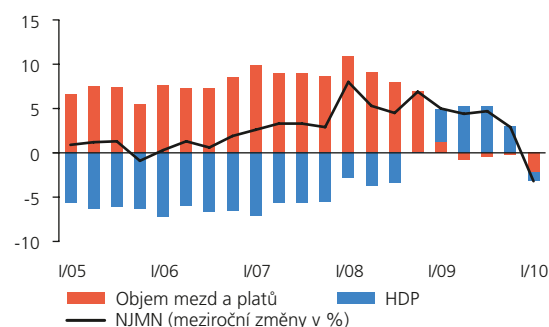
Za uvedených okolností se **mzdová náročnost produktu** v prvním čtvrtletí 2010 snížila. Jak ukazuje Graf III.4.7, nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN), které jsou indikátorem potenciálních inflačních tlaků ve mzdové oblasti, se v prvním čtvrtletí meziročně snížily (o 3,2 %) poprvé od roku 2006. Na této změně se nejvíce podílelo zřetelné prohloubení meziročního poklesu objemu mezd a platů oproti předchozímu čtvrtletí, ke kterému došlo zejména v důsledku klesající zaměstnanosti. Vliv mírného růstu produktu na pokles NJMN byl nižší.

GRAF III.4.7

NJMN

K meziročnímu snížení NJMN nejvíce přispěl klesající objem mezd a platů

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Nejvíce se mzdová náročnost produktu snížila v průmyslu a v tržních službách (meziročně o 7 %, resp. 6,2 %). Přitom v rámci průmyslu nominální jednotkové mzdové náklady nejvýrazněji klesaly ve zpracovatelském průmyslu (-9,3 %), kde rostoucí přidaná hodnota byla doprovázena klesajícím objemem mezd. V tržních službách byl mírný růst přidané hodnoty doprovázen výraznějším poklesem objemu mezd a platů.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněz zůstává mírný. Dynamika vkladů domácností nadále klesá, zatímco vklady nefinančních podniků přešly do růstu. Při nízkých úrokových sazbách slábne poptávka po dlouhodobějších termínovaných vkladech a naopak opět roste preference transakčních peněz. Celkový objem úvěrů zhruba stagnuje, přičemž propad úvěrů nefinančním podnikům se dále neprohlubuje a růst úvěrů domácnostem pokračuje v mírném poklesu. Úrokové sazby na peněžním trhu klesaly v reakci na květnové snížení repo sazby, klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů se většinou rovněž snižovaly. Klientské rizikové prémie jsou však nadále zvýšené. Kurz koruny vůči euru ve druhém čtvrtletí 2010 posílil. Indikátory finančního hospodaření podniků se meziročně zlepšily, celková zadluženost v poměru k HDP u podniků klesala a u domácností nepatrně rostla. Zmírňování meziročního poklesu nabídkových cen bytů naznačuje postupnou stabilizaci realitního trhu.

III.5.1 Peníze

Postupné ožívání ekonomické aktivity je doprovázeno stále umírněným růstem **peněžního agregátu M2**. Jeho meziroční dynamika se však oproti prvnímu čtvrtletí mírně zvýšila a v květnu dosáhla 4 % (Graf III.5.1).²² Růst peněžní zásoby ve druhém čtvrtletí 2010 je tak nad úrovní minulé prognózy, která předpokládala další zpomalení jeho dynamiky na 2,5 %. V tomto vývoji se projevilo zejména dubnové zvýšení vkladů podniků vlivem emise jejich dluhopisů na zahraničních trzích. Měsíční tok peněžní zásoby byl však v květnu negativní.

Ve **struktuře peněžního agregátu M2** se prudce zvýšil růst transakčních peněz v rámci M1 a naopak propadly kvazi-peníze. To odráželo přesun některých termínovaných a úsporných vkladů do jednodenních vkladů u jedné vybrané banky (Tab. III.5.1)²³, přičemž objem oběživa v meziročním srovnání nadále mírně klesá.²⁴ Dlouhodobé termínované vklady v rámci M2, tj. vklady s dohodnutou splatností nad dva roky, si udržují vysokou dynamiku, přičemž vliv zvýšených úrokových sazeb oproti jiným vkladům slábne.

Celkový objem **vkladů** u bank se meziročně nezměnil a pouze mírně rostl u stavebních spořitelén. Meziroční růst vkladů domácností dále zpomaluje (v květnu na 4,6 %), zatímco vklady podniků v posledních měsících rostou. Signály o možném obratu nepříznivého vývoje nominálních příjmů a míry nezaměstnanosti by měly postupně dynamiku

²² Harmonizovaný peněžní agregát M3 meziročně klesá o 0,8 %. Rozdíl v dynamikách M3 a M2 je důsledkem vyšší poptávky po dlouhodobých termínovaných vkladech v posledních měsících, které v M3 na rozdíl od M2 nejsou zahrnuty.

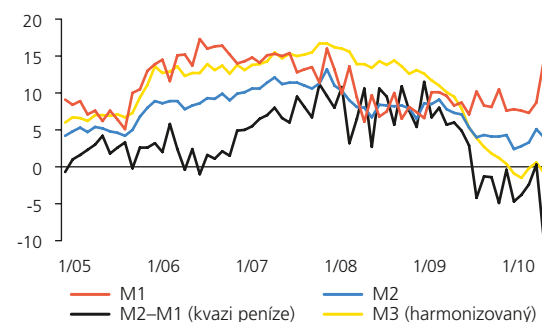
²³ Přesun termínovaných a úsporných vkladů do jednodenních vkladů byl ovlivněn snahou o zvýšení konkurenceschopnosti vlivem změny parametru některých produktů.

²⁴ Meziroční pokles oběživa představuje určitou korekci jednorázového zvýšení držby oběživa v závěru roku 2008 (tj. po prohloubení globální finanční a ekonomické krize).

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Růst peněžního agregátu M2 se ve druhém čtvrtletí nepatrně zvýšil
(meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

STRUKTURA PENĚŽNÍCH AGREGÁTŮ

Silný růst M1 byl kompenzován poklesem vkladů v rámci kvazi-peněz

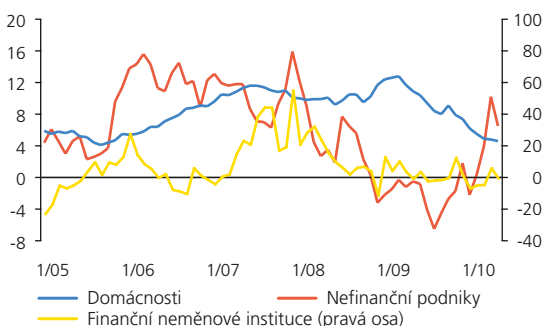
(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, meziroční změny v %)

	IV/09	I/10	4/10	5/10	Podíl na M2 v % 5/10
M1	8,7	7,5	8,7	14,4	63,1
Oběživo	-3,4	-2,4	-2,0	-1,3	12,7
Jednodenní vklady	12,6	10,6	12,0	19,2	50,4
M2-M1 (kvazi-peníze)	-2,2	-3,7	0,3	-9,9	36,9
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-12,8	-7,7	-0,6	-9,2	20,9
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	-16,9	-19,9	-12,5	-23,7	14,5
Repo operace	16,5	3,6	1,5	-10,2	15,5
	10,3	-5,7	-7,5	-7,5	13,5
	-35,4	-37,2	-1,0	-27,2	0,5
M2	4,1	2,8	5,1	4,0	100,0

GRAF III.5.2

VKLADY DLE SEKTORŮ V RÁMCI M2

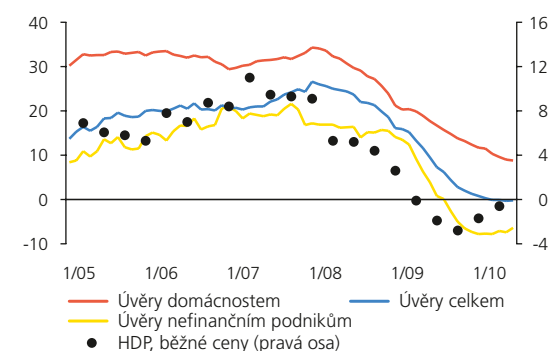
Dynamika vkladů domácností zpomalovala
(meziroční změny v %)



GRAF III.5.3

ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Propad úvěrů se vlivem obratu hospodářského cyklu začíná zastavovat
(meziroční změny v %)



vkładů domácností začít ožiovat. U podniků lze předpokládat odeznění dubnového prudkého zvýšení vkladů vlivem jejich užití, vývoj vkladů však bude pozitivně ovlivňován oživováním ekonomiky. Vklady finančních neměnových institucí se od roku 2008 až na krátkodobé kolísání výrazněji nemění (Graf III.5.2).

III.5.2 Úvěry

Dynamika **úvěrů podnikům a domácnostem** je nadále nízká.²⁵ V květnu dosáhla 0,2 % meziročně a po úpravě o netransakční vlivy 1,1 %. I přes tuto slabou dynamiku to ukazuje na stabilizaci, odrážející na straně poptávky postupné oživování ekonomiky a snižování úrokových sazeb (Graf III.5.3). Nejistoty však přetrvávají zejména vlivem stále poměrně slabého trhu práce i realitního trhu. Na zpomalování růstu úvěrů od roku 2008 se nejvíce podílely právě úvěry poskytnuté v souvislosti s trhem nemovitostí, které zahrnují úvěry domácnostem na bydlení, developerům a podnikům ze sektoru stavebnictví²⁶ (Graf III.5.4). Nejvyšší podíl na těchto úvěrech přitom měly úvěry poskytnuté domácnostem na bydlení. Na nabídkové straně banky udržují zvýšené klient-ské rizikové premie. Nulový růst úvěrů přetrvává i v ostatních zemích středoevropského regionu a v eurozóně.

Meziroční pokles **úvěrů nefinančním podnikům** zřejmě dosáhl svého dna na počátku roku 2010 a v květnu se dále zmírnil na 6,4 %. To mohlo souviset zejména s růstem poptávky a nových zakázek průmyslových podniků. Snížil se pokles úvěrů poskytovaných zpracovatelskému průmyslu a obchodu. Naopak přetrvával mírný pokles úvěrů developerům a stavebnictví (Graf III.5.5). Méně oproti předchozímu měsíci klesaly krátkodobé úvěry (do jednoho roku) provozního charakteru, dlouhodobé úvěry (nad pět let) navzdory slabé investiční poptávce nepatrně rostly. Měsíční tok úvěrů upravený o sezonní vlivy byl mírně kladný. Ve srovnání s pokračujícím růstem indikátoru důvěry podnikatelů v průmyslu a obratem v hospodářském cyklu je vývoj úvěrů jako obvykle zpožděný. Na druhou stranu stále zhruba polovina podnikatelů uvádí sníženou poptávku v ekonomice. Nadále lze proto předpokládat, že k nastartování meziročního růstu úvěrů by mělo dojít až v závěru roku 2010.

Meziroční růst **úvěrů poskytnutých domácnostem** nadále mírně zpomaluje, na rozdíl od nefinančních podniků však zůstává kladný (v květnu činil 8,8 %). Zpomalily úvěry na bydlení i na spotřebu vlivem téměř nulového růstu nominálních hrubých disponibilních příjmů a zvýšené míry nezaměstnanosti (Graf III.5.6). Obrat hospodářského cyklu, zlepšování ekonomické situace podniků, a s tím spojený očekávaný pokles nezaměstnanosti a růst nominálních příjmů se nicméně

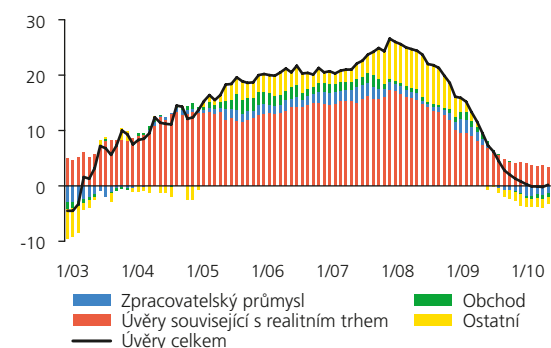
25 Současně dochází ke zpomalování předchozího vysokého růstu úvěrů centrální vládě.

26 Úvěry poskytnuté odvětví stavebnictví souvisí s realitním trhem jen částečně. Jedná se cca o 64 % úvěrů, zbývající část úvěrů připadá na úvěry poskytnuté do odvětví inženýrského stavitelství a specializované stavební činnosti.

GRAF III.5.4

VÝZNAM ÚVĚRŮ POSKYTNUTÝCH REALITNÍMU TRHU

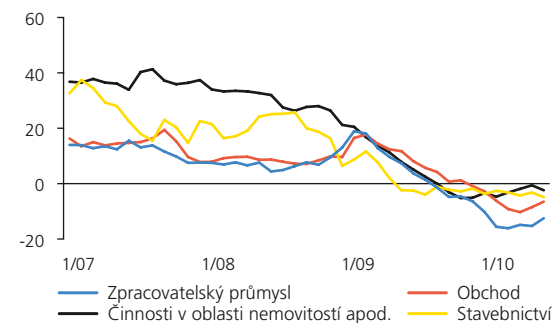
Úvěry realitnímu trhu v minulosti nejvíce přispívaly ke zpomalení dynamiky úvěrů
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



GRAF III.5.5

ÚVĚRY PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Pokles úvěrů zpracovatelskému průmyslu a obchodu se zmírnil
(meziroční změny v %)



začínají postupně projevovat ve zmírňování meziročního poklesu nových úvěrů na bydlení (Graf III.5.7). Nové úvěry na bydlení s fixací úrokové sazby od jednoho roku do pěti let v letošním roce meziročně rostou. K tomu přispívá i snižování úrokové sazby z těchto úvěrů. Naopak nové spotřebitelské úvěry dále poměrně výrazně klesají, jsou však doprovázeny růstem kontokorentních úvěrů. Oživení úvěrů domácnostem je tlumeno i nadále poměrně vysokými rizikovými premiemi, spojenými zejména s růstem míry nezaměstnanosti (viz níže). Výraznější obnovení poptávky domácností po úvěrech lze tudíž předpokládat až s určitým odstupem po obratu trhu práce, přičemž růst těchto úvěrů se bude v závěru roku 2010 pravděpodobně pohybovat kolem aktuálních hodnot, tj. maximálně do 10 %.

Podíl **úvěrů se selháním** nefinančních podniků v květnu nepatrně poklesl na 8,5 %, zatímco u úvěrů na bydlení a u spotřebitelských úvěrů vzrostl na 3 %, resp. 9,8 %. Utlučený ekonomický růst nadále implikuje riziko dalšího navyšování objemu nesplácených úvěrů, přestože dvouciferná tempa jejich růstu se v roce 2010 snižují. Celkový objem úvěrů v selhání činil v květnu 110 mld. Kč, což je dvojnásobek oproti roku 2008.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Bankovní rada na svém květnovém zasedání rozhodla o **snížení repo a lombardní sazby** o 0,25 procentního bodu. S účinností od 7. května 2010 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na 0,75 % a lombardní sazba na 1,75 % (Graf III.5.8). Diskontní sazba byla ponechána na nezměněné úrovni 0,25 %. Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2010 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulém Zprávě o inflaci, se kterou byl konzistentní nejprve mírný pokles tržních úrokových sazeb, následovaný jejich stabilitou a postupným růstem od roku 2011. Rizika základního scénáře minulých prognóz na květnovém zasedání bankovní rady byla vnímána jako vyrovnaná. Také na červnovém zasedání byla bilance rizik označena za zhruba vyrovnanou a úrokové sazby zůstaly nezměněny.

Na svém srpnovém měnovém zasedání bankovní rada rozhodla jednoduše **ponechat úrokové sazby beze změny**. Bilance rizik prognózy byla celkově posouzena jako mírně protiinflační. Tímto směrem působí zejména aktuální vývoj měnového kurzu a plánovaná fiskální konsolidace. Jako proinflační riziko byly naopak identifikovány ceny komodit.

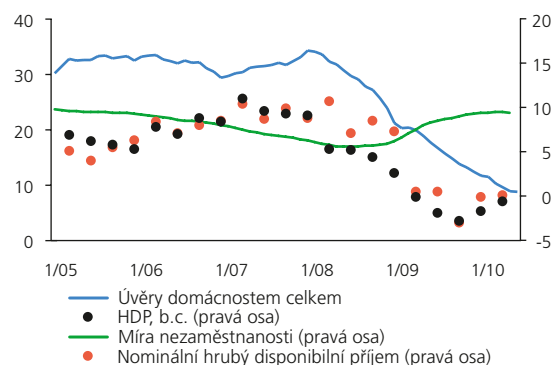
Úrokové sazby na finančním trhu

Tržní úrokové sazby po květnovém snížení repo sazby, jež většina trhu i analytiků neočekávala, pokračovaly v postupném poklesu téměř ve všech splatnostech (Graf III.5.9). Derivátové sazby FRA a IRS se také mírně snížily. Jejich vyšší volatilita pravděpodobně souvisela s pohy-

GRAF III.5.6

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

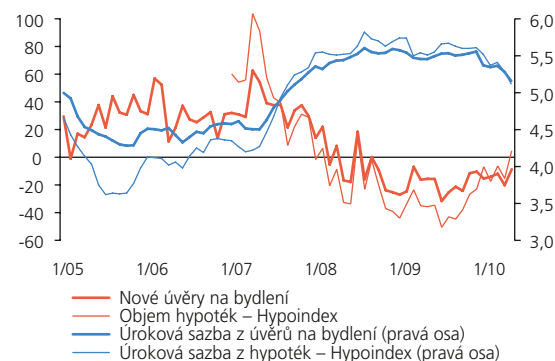
Na úvěry domácnostem působí zejména vývoj nominálních příjmů a míry nezaměstnanosti
(meziroční změny v %)



GRAF III.5.7

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM NA BYDLENÍ

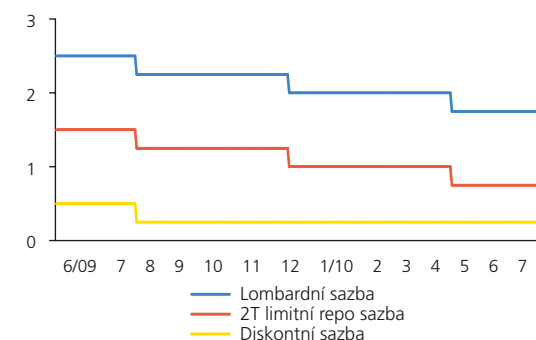
Propad nových úvěrů na bydlení se při pozvolném snížení úrokových sazeb zmírnil
(nové obchody, meziroční změny v %, úroková sazba v %)



GRAF III.5.8

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

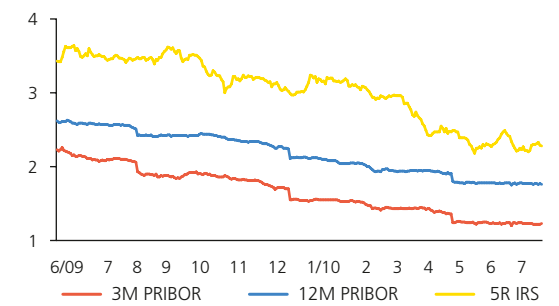
ČNB v květnu 2010 snížila dvoutýdenní repo sazbu a lombardní sazbu
(v %)



GRAF III.5.9

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu klesaly
(v %)



bem kurzu koruny, a částečně se také jednalo o přenos opětovného zvýšení nervozity na světových finančních trzích v souvislosti s řeckou krizí. Tržní výhled 3M sazeb FRA je až do začátku roku 2011 stabilní, v celém horizontu se pohybuje mírně nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy. Na trhu i mezi analytiky panuje shoda, že dna základních sazeb ČNB již bylo dosaženo a jejich další úprava bude směrem nahoru. Očekávaný okamžik změny sazeb analytici postupně posouvají do vzdálenějšího horizontu.

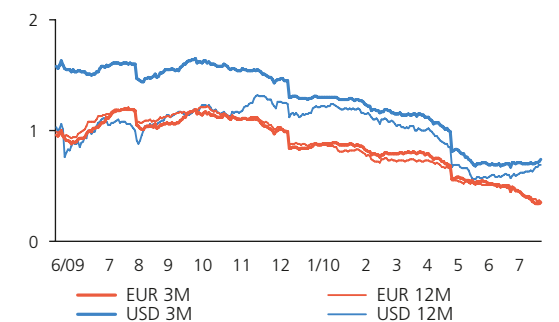
Průměrná hodnota **sazby 3M PRIBOR** za druhé čtvrtletí 2010 dosáhla 1,3 %, tj. byla oproti minulé prognóze vyšší o 0,2 procentního bodu. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Výnosová křivka na peněžním trhu má pozitivní sklon, rozpětí 1R PRIBOR – 2T PRIBOR k 23. 7. dosahovalo 0,9 procentního bodu.

Celkově od počátku roku 2010 úrokové sazby PRIBOR klesly v závislosti na délce splatnosti o 0,3 až 0,4 procentního bodu. V případě úrokových sazeb IRS byl pokles výraznější, u většiny splatností dosáhl 0,8 procentního bodu.

GRAF III.5.10

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru klesaly
(v procentních bodech)



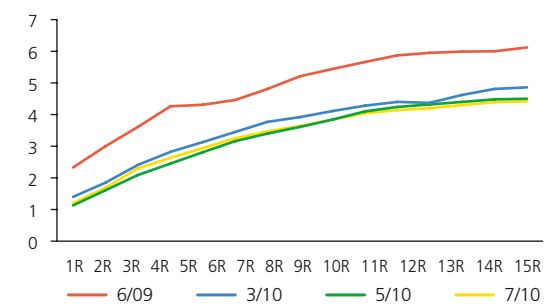
Výnosová křivka PRIBOR se během druhého čtvrtletí 2010 posunula na nižší hladinu, její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v červnu 2010 činilo zhruba 0,9 procentního bodu. Během července výnosová křivka na peněžním trhu stagnovala. Také výnosová křivka IRS se během druhého čtvrtletí 2010 posunula níže, a to ve větším rozsahu než na peněžním trhu. Průměrné rozpětí 5R – 1R činilo v červnu 2010 1,0 procentní bod, rozpětí 10R – 1R dosáhlo 1,6 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK – EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) klesly (Graf III.5.10). Hlavním faktorem tohoto vývoje bylo květnové snížení základních sazeb ČNB a s tím související pokles úrokových sazeb na tuzemském peněžním trhu. Na zahraničních peněžních trzích naopak sazby mírně rostly. Přesto se diferenciály nadále udržovaly v kladných hodnotách. Úrokový diferenciál 3M PRIBOR – 3M EURIBOR ve druhém čtvrtletí 2010 činil průměrně 0,6 procentního bodu, k 23. 7. dosahoval 0,3 procentního bodu.

GRAF III.5.11

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka zhruba stagnovala
(v %)



Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve sledovaném období uskutečnilo osm aukcí dluhopisů s pevným kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 58,8 mld. Kč. Kromě toho byly vydány tzv. povodňové dluhopisy v objemu 3 mld. Kč, které přímo odkoupila EIB. Ve všech aukcích ministerstvo financí navýšilo původně oznámený objem, aby naplnilo svou emisní strategii. Rostoucí averze k riziku a zvýšená volatilita na zahraničních trzích totiž oddálila připravovanou emisi českého eurobondu. Výnosová křivka státních dluhopisů příliš nezměnila svůj tvar a sklon, jen v některých splatnostech se posunula na nepatrně nižší hladinu (Graf III.5.11). Ratingová agentura Fitch zlepšila – s ohledem na záměry vlády konsolidovat veřejné rozpočty – výhled pro hodnocení závazků ČR ze stabilního na pozitivní.

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové **sazby z nových úvěrů** pokračovaly ve druhém čtvrtletí v mírném poklesu. V květnu 2010 zároveň docházelo ke snížení sazeb peněžního trhu při mírném nárůstu výnosu desetiletého vládního dluhopisu. Úvěrové podmínky, vyjádřené úrokovými rozpětími, však zůstávají zpřísněné, a to nejvíce u úvěrů domácnostem. Sazba z úvěrů nefinančním podnikům se dále snížila na 4 %, a to u většiny krátkodobých a dlouhodobých fixací. Úroková sazba z úvěrů živnostníkům rovněž poklesla na 5,8 %. Obě sazby, zejména krátkodobé, se pohybují na nejnižších hodnotách od roku 2004. V eurozóně sestupná tendence sazeb z úvěrů podnikům zaznamenaná v minulosti již není tak výrazná. Krátkodobé i dlouhodobé sazby jsou zde zhruba o 1 procentní bod nižší než v ČR zejména v důsledku výraznějšího poklesu tržních úrokových sazeb v eurozóně než v ČR v minulosti (Graf III.5.12).

Rozpětí **podnikových** a tržních úrokových sazeb zůstává i přes snížení úrokových sazeb z úvěrů v květnu na zvýšených hodnotách pozorovaných od závěru roku 2008. Z dlouhodobějšího pohledu se průměrná sazba z velkých úvěrů podnikům od září 2008 v průměru snížila o 1,6 procentního bodu (krátkodobé sazby o 1,7 procentního bodu), zatímco sazba 3M PRIBOR poklesla o 2,5 procentního bodu. Rozpětí krátkodobých klientských úrokových sazeb a 3M sazby na mezibankovním trhu je v ČR na obdobné úrovni jako v eurozóně.

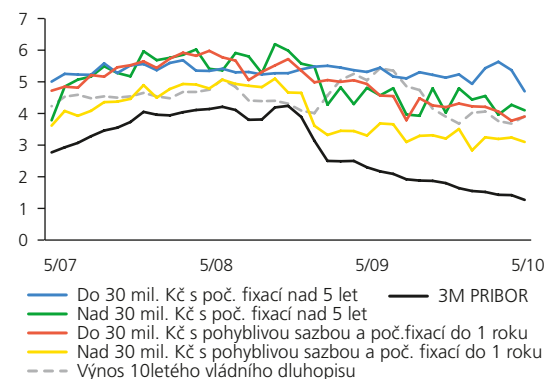
U **domácností** úroková sazba z úvěrů na bydlení pokračovala v pozvolném poklesu a v květnu dosáhla 5,2 %. Snižovaly se všechny fixace sazeb, i když nejvýrazněji sazby s kratšími fixacemi do pěti let (Graf III.5.13). Tím rostla poptávka po úvěrech s fixací sazby od jednoho roku do pěti let. Rozpětí mezi **sazbou z úvěrů na bydlení** s fixací do jednoho roku a sazbou 3M PRIBOR se nepatrně snížilo a rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a desetiletým výnosem vládního dluhopisu rovněž pokleslo. Přesto obě rozpětí zůstávají poměrně vysoká zejména vlivem zvýšené míry nezaměstnanosti (Graf III.5.14). Od září 2008 se sazba z úvěrů na bydlení snížila o 0,4 procentního bodu (krátkodobé sazby o 0,7 procentního bodu), zatímco sazba 3M PRIBOR poklesla o 2,5 procentního bodu. Sazby z úvěrů na bydlení dosahují zhruba úrovně konce roku 2007, zatímco v eurozóně jsou na historickém minimu. Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se v květnu snížila o 0,4 procentního bodu na 14 %, přičemž krátkodobé sazby se nacházejí na historickém maximu v důsledku stále vysokého vnímaného rizika ze strany bank.

Úroková sazba z **vkładů** přetrvávala v květnu na úrovni 0,9 %. Sazba z vkladů domácností po postupném snižování zaznamenaném od roku 2009 v posledních měsících stagnovala na úrovni 1,1 % a sazba z vkladů nefinančních podniků se dále mírně snížila na 0,5 %. U domácností krátkodobá sazba z vkladů s dohodnutou splatností do jednoho roku klesala, zatímco sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců přetrvávala nad úrovní sazby 3M PRIBOR a sazba z jednodenních vkladů nepatrně vzrostla. Dlouhodobé sazby z vkladů s dohodnutou splatností nad dva roky se snižovaly.

GRAF III.5.12

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

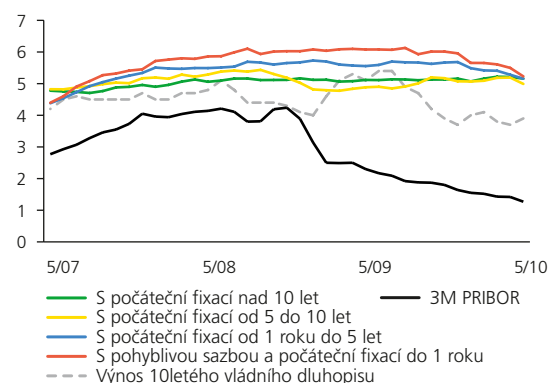
Úrokové sazby z úvěrů podnikům většinou klesaly
(nové obchody, v %)



GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

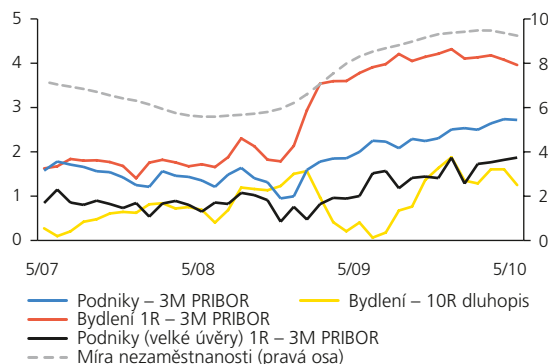
Snižovaly se zejména sazby z úvěrů na bydlení s fixací
do jednoho roku a do pěti let
(nové obchody, v %)



GRAF III.5.14

ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB Z ÚVĚRŮ

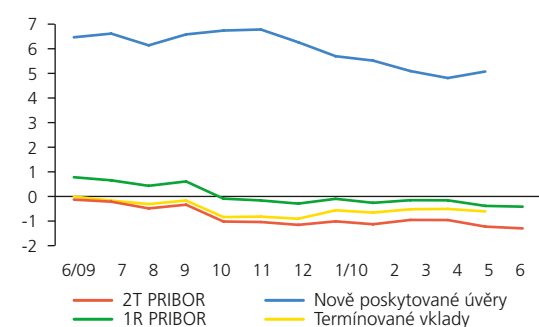
Rozdíly mezi klientskými a tržními sazbami přetrvávají
na zvýšených hladinách
(v procentních bodech, v %)



GRAF III.5.15

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se v prvním pololetí 2010 snížily (v %)



Marže mezi úrokovými sazbami z úvěrů a vkladů z nových obchodů v květnu dále vzrostla na 6,1 procentního bodu a od druhého čtvrtletí 2009 se pohybuje s určitými výkyvy na historicky vysokých hodnotách.

Reálné klientské úrokové sazby²⁷ ve druhém čtvrtletí po předchozím poklesu zhruba stagnovaly. Reálné sazby z nových úvěrů v květnu dosáhly 5,1 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,6 % (Graf III.5.15)

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve druhém čtvrtletí 2010 hodnoty 25,6 CZK/EUR, což představovalo posílení koruny meziročně o 4,1 % a mezičtvrtletně o 1,1 % (Graf III.5.16). Kurz koruny v letošním roce jeví tendenci k pozvolnému posilování, jehož rozsah je tlumen kratšími obdobími korekce. Tento trend se v červenci výrazně urychlil a koruna posílila z hodnoty 25,7 CZK/EUR až pod 25 CZK/EUR v závěru července.

Rozhodující roli pro vývoj kurzu koruny sehrával nadále sentiment krátkodobých investorů, zatímco příspěvek domácích fundamentálních faktorů byl malý. Ve vývoji kurzu se krátkodobě střídali vliv společného sentimentu investorů vůči celé Evropě či vůči středoevropskému regionu s faktory specifickými pro jednotlivé země. V delším období je však ze strany investorů patrné rozlišování rizik jednotlivých měn, zohledňující míru ekonomických problémů a perspektivy jednotlivých zemí. V Evropě v letošním roce nejvíce posílil švýcarský frank a poněkud mírněji švédská koruna, ruský rubl, česká koruna a polský zlotý. Oslaboval především maďarský forint a vlivem vývoje v jihoevropských zemích euro, mírně ztrácela i britská libra. Urychlení apreciacie v červenci bylo zřejmě ovlivněno výrazným přehodnocením náhledu krátkodobých investorů na středoevropský region. Česká koruna spolu s polským zlotým posilovala mezi směnitelnými měnami nejvýrazněji. Z dočasného oslabení se postupně dostával i maďarský forint.

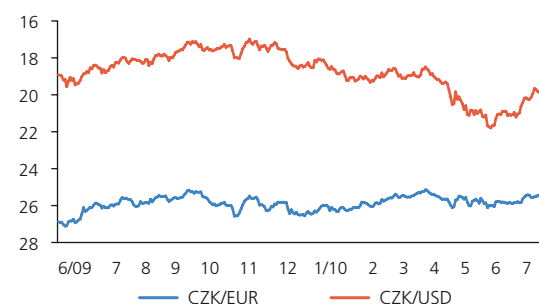
Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve druhém čtvrtletí 2010 činil 20,2 CZK/USD, což představovalo oslabení mezičtvrtletně o 8 % a meziročně o 3 %. V průběhu čtvrtletí však kurz prošel poměrně výrazným výkyvem v důsledku vývoje kurzu dolaru oproti ostatním světovým měnám. Dolar nejprve v reakci na zdůraznění rizik vývoje některých evropských zemí a pozitivního očekávání hospodářského růstu v USA posiloval, přičemž vůči koruně se posunul z hodnoty cca 18,5 CZK/USD až na téměř 22,0 CZK/USD na počátku června. V souvislosti s růstem pochybností o udržitelnosti amerického hospodářského růstu pak ale následně dolar poměrně prudce oslabil. Ve druhé polovině července

²⁷ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby z úvěrů jsou deflovány růstem cen průmyslových výrobců prognózovaným ČNB; nominální úrokové sazby z vkladů a sazby PRIBOR jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.16

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Ve druhém čtvrtletí a červenci 2010 koruna vůči euru meziročně posílila, vůči dolaru oslabila



byl vývoj vzájemného kurzu ovlivněn i posilováním koruny vůči euru. V závěru července se vzájemný kurz pohyboval již kolem hodnoty 19,0 CZK/USD.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Podle dostupných údajů a propočtů ČNB došlo v prvním čtvrtletí 2010 ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**²⁸ k obnovení mírného meziročního růstu tržeb a výkonů (Tab. III.5.2). Účetní přidaná hodnota se však opět mírně meziročně snížila, k čemuž přispěla rychleji rostoucí výkonová spotřeba než výkony (Graf III.5.17). Naopak osobní náklady nadále meziročně klesaly, a podle propočtů ČNB se tak podílely na meziročním růstu hrubého provozního přebytku (Graf III.5.18).

Vývoj materiálové náročnosti výkonů v prvním čtvrtletí 2010 byl ovlivněn zřetelným oživením růstu dovozních cen energetických surovin (především ropy) v závěru roku 2009. Tento faktor se stal zřejmě hlavním zdrojem tlaků na růst nákladů výrobců, který přispěl k meziročnímu nárůstu materiálové náročnosti výkonů o 0,4 procentního bodu na 71,4 %. Přitom možnosti zvyšovat ceny v podmínkách nízké poptávky byly omezené. Zároveň podniky intenzivně snižovaly mzdové náklady, což se projevilo v dalším meziročním snížení mzdové náročnosti výkonů v prvním čtvrtletí (o 0,8 procentního bodu na 15,5 %). Při rostoucí průměrné mzdě bylo jejího snížení dosaženo rychlým poklesem počtu zaměstnanců.

Údaje za užší segment **velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)²⁹ poskytují za sledované období příznivější obraz o výsledcích hospodaření než výše popsany širší segment podniků. Růst tržeb i výkonů byl ve velkých podnicích výraznější. Účetní přidaná hodnota v tomto segmentu podniků v prvním čtvrtletí 2010 meziročně vzrostla a při poklesu osobních nákladů vzrostl i hrubý provozní přebytek, rovněž výrazněji než v širším segmentu podniků.

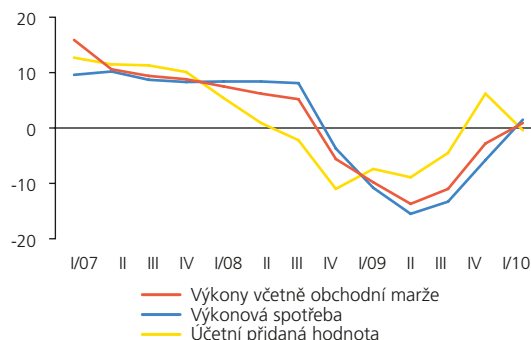
²⁸ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2010 více než 9,2 tisíce nefinančních podniků.

²⁹ Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2010 více než 1,6 tisíce nefinančních podniků.

GRAF III.5.17

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

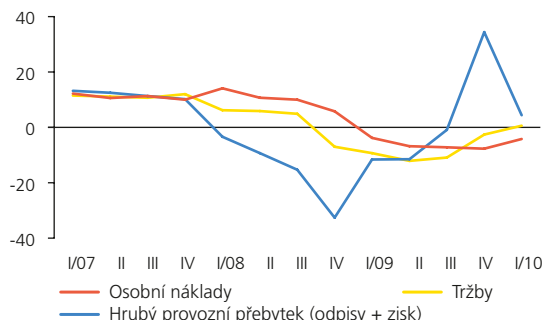
V prvním čtvrtletí 2010 mírně vzrostly výkony
(meziroční změny v %)



GRAF III.5.18

MZDOVÁ NÁROČNOST

Osobní náklady se vlivem rychlého poklesu počtu zaměstnanců nadále meziročně snižovaly
(meziroční změny v %; propočet ČNB)



TAB. III.5.2

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů se v prvním čtvrtletí 2010 zvýšila

(v mld. Kč, v %, meziroční změny v % a v procentních bodech)

	1.Q 2010	1.Q 2009	Meziroční změna v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1 163,0	1 152,1	0,9
Osobní náklady (mld. Kč)	180,1	187,9	-4,2
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	830,5	818,3	1,5
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	332,4	333,8	-0,4
Tržby (mld. Kč)	1 487,7	1 479,2	0,6
	v %	v %	Meziroční změna v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	54,2	56,3	-2,1
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	71,4	71,0	0,4
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	15,5	16,3	-0,8
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	28,6	29,0	-0,4

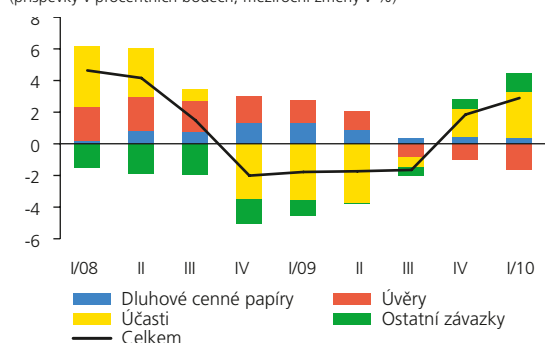
a) propočet ČNB

GRAF III.5.19

FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Finanční závazky podniků mírně vzrostly zejména vlivem zvýšení hodnoty účasti

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

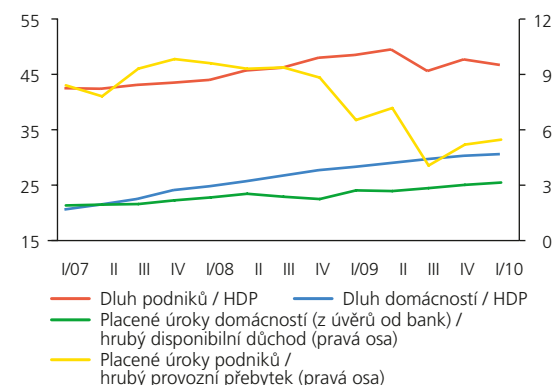


GRAF III.5.20

DLUH A ÚROKOVÉ ZATÍŽENÍ

Úrokové zatížení se snížilo u podniků

(v %)

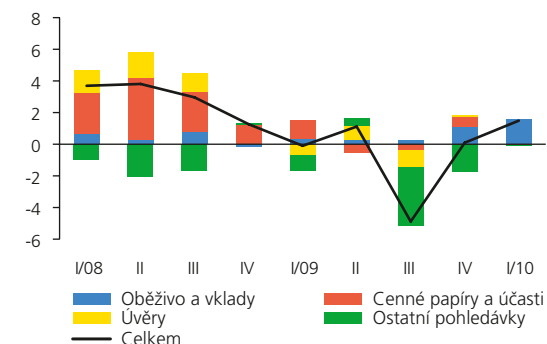


GRAF III.5.21

FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Finanční investice podniků vzrostly vlivem zvýšení růstu vkladů a oběživa

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



III.5.6 Finanční pozice nefinančních podniků a domácností

Podniky

Poměrně příznivý vývoj většiny indikátorů ziskovosti zejména velkých nefinančních podniků³⁰ byl v prvním čtvrtletí 2010 doprovázen umírněným vývojem vnějšího financování³¹, které meziročně vzrostlo o 2,3 %. Celkové finanční závazky podniků vzrostly o 2,9 % (Graf III.5.19). Celkové úvěry (od bank, nerezidentů a jiných podniků) meziročně poklesly o 7,6 %, růst financování dluhopisy se zmírnil na 12,9 %, zatímco tempo růstu kótovaných akcií a účastí vlivem růstu jejich hodnoty vzrostlo na 6,2 %. Poměr **dluhu nefinančních podniků**, vyjádřený pouze úvěry a emitovanými dluhopisy k HDP, se snížil na 46,7 % (Graf III.5.20). Zatížení podniků úrokovými náklady v poměru k hrubému provoznímu přebytku po poklesu v roce 2008 a na počátku roku 2009 následně v posledních dvou čtvrtletích mírně vzrostlo na 5,5 %. Nadále se však jedná o jednu z nejnižších hodnot od roku 2007. Na jeho poklesu od roku 2008 se podílí snížení úroků z úvěrů a čerpaných úvěrů. Pokles klientských a tržních úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí 2010 zřejmě přispěl k dalšímu snížení úrokového zatížení podniků.

Finanční investice podniků meziročně vzrostly o 1,1 % vlivem zvýšení tempa růstu vkladů a oběživa podniků, což indikuje zlepšení jejich cash flow. Příspěvky ostatních složek aktiv k dosaženému růstu byly nulové (Graf III.5.21).

Finanční indikátory vybraných nefinančních podniků s největším objemem aktiv (představují cca polovinu podniků) ukazují, že postupné oživení ekonomiky se projevuje v meziročním růstu aktiv a vlastního kapitálu. Meziročně vzrostla krátkodobá likvidita a solventnost podniků na 142,9 %, resp. 102,4 %. Naopak poměr dluhu k vlastnímu kapitálu se snížil na 31,3 %, což vedlo k poklesu finanční páky.³²

Domácnosti

Zadlužení domácností se v prvním čtvrtletí 2010 dále mírně zvýšilo; v poměru k HDP na 30,6 % a k hrubému disponibilnímu důchodu na 56,1 % (Graf III.5.20). V tom se projevoval předstih růstu úvěrů domácnostem před růstem hrubého domácího produktu a nominálních příjmů. Zatížení domácností úrokovými platbami spojenými s bankovními úvěry v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu vzrostlo

30 V eurozóně se rovněž většina ukazatelů ziskovosti nefinančních podniků v prvním čtvrtletí 2010 dále zlepšila a očekávání trhů ukazují na pokračující zlepšení odhadů budoucích zisků podniků. Nefinanční podniky v eurozóně zlepšují své finanční pozice – zvyšují vnitřní zdroje při umírněném vývoji vnějšího financování. Poměr dluhu podniků k HDP zde však dosahuje 83 % a je téměř dvojnásobný než v ČR.

31 Celkové financování podniků zahrnuje úvěry, emitované dluhopisy a účasti, tj. finanční pasiva bez ostatních závazků a pojistné technických rezerv.

32 Likvidita představuje poměr krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým pasivům, solventnost je poměr finančních celkových aktiv a pasiv a finanční páka představuje poměr celkových aktiv k vlastnímu kapitálu.

na 3,1 %.³³ Úrokové náklady domácností dle údajů od bank na rozdíl od podniků rostou, což odráží minulý vývoj úrokových sazeb z úvěrů a dlouhodobě rostoucí zadluženost domácností u bank. Meziroční růst financování domácností v prvním čtvrtletí dále zpomalil na 5,5 %, přičemž u nebankovního financování docházelo nadále k meziročnímu poklesu (Graf III.5.22).

Meziroční dynamika **finančních aktiv domácností** rovněž poklesla na 8,8 %, k čemuž přispěl vývoj oběživa a vkladů, zatímco příspěvek pojistně-technických rezerv nepatrně vzrostl a dosahoval již zhruba předkrizových hodnot.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Nabídkové **ceny bytů** ve druhém čtvrtletí 2010 v ČR a v Praze meziročně mírně poklesly. Zmírňování jejich meziročních poklesů v prvním a druhém čtvrtletí však představuje první náznaky postupné stabilizace realitního trhu (Graf III.5.23). Realizační ceny prodaných bytů klesaly mezičtvrtletně i meziročně po celý rok 2009 výrazněji než ceny nabídkové, přičemž v Praze jsou zaznamenány poněkud mírnější poklesy než ve zbytku ČR³⁴ (Graf III.5.24). Ceny stavebních pozemků v období leden–květen 2010 ve většině regionů ČR v průměru stagnovaly a v Praze v průměru mírně rostly.

Pokles poptávky po rezidenčních nemovitostech se promítl do vývoje **výstavby nových bytů**. Meziroční propad počtu zahájených bytů za období leden–květen činil 20,3 %. Počet dokončených bytů se ve stejném období meziročně mírně zvýšil (o 0,8 %). Snižování úrokových sazeb z hypotečních úvěrů spolu s mírným vzestupem počtu transakcí na realitním trhu vedlo ke zmírnění meziročního poklesu objemu nově poskytnutých hypotečních úvěrů z loňských dvouciferných hodnot na -5,5 % za období leden–květen.

Poptávka po **nájemním bydlení** postupně roste, prozatím se však nepromítla do růstu tržního nájemného. Důvodem je zřejmě rozšiřování nabídky na nájemním trhu o byty, jejichž prodej je odkládán s očekáváním budoucího cenového růstu.

V návaznosti na oživení evropského investičního trhu se zvyšují objemy realitních transakcí i na českém trhu **komerčních nemovitostí**.

³³ Placené úroky domácností jsou převzaty z údajů bankovní statistiky ČNB a pokrývají tudíž pouze úrokové náklady z úvěrů domácností od bank. Na rozdíl od dat ze čtvrtletních národních účtů přitom zahrnují celou výši úrokových sazeb zohledňující cenu finančního zprostředkování nad rámec bezrizikové tržní úrokové sazby.

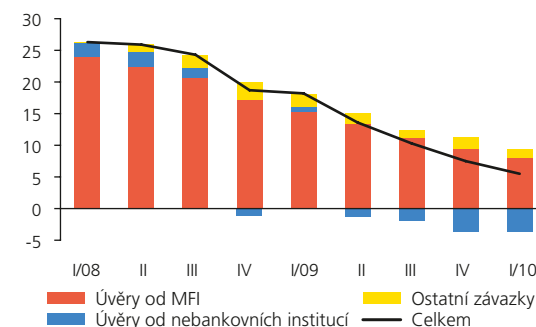
³⁴ ČSÚ publikuje čtvrtletní údaje nabídkových cen do 5 dnů po skončení čtvrtletí a čtvrtletní odhady realizačních cen, resp. cen převodů dle daňových příznání, s půlročním zpožděním.

GRAF III.5.22

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

Růst financování domácností se snížil

(příspěvky v procentních bodech a meziroční změny v %)

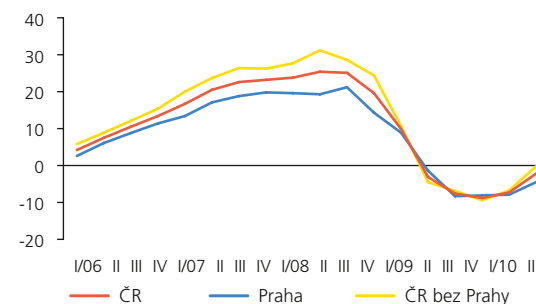


GRAF III.5.23

NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve druhém čtvrtletí 2010 se meziroční pokles nabídkových cen bytů zmírnil

(meziroční změny v %)

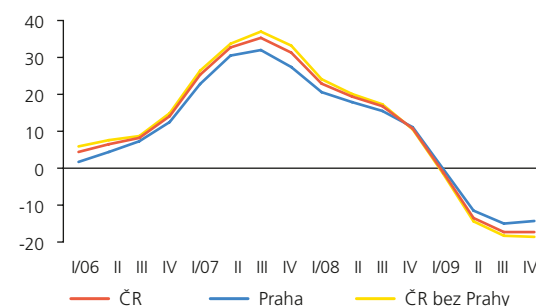


GRAF III.5.24

REALIZAČNÍ CENY BYTŮ

Ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2009 se meziroční pokles realizačních cen bytů prohloubil

(meziroční změny v %)

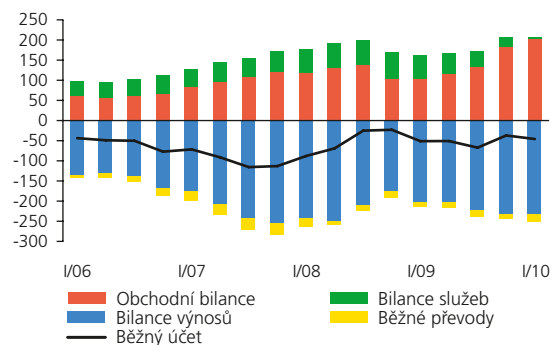


GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

Roční schodek běžného účtu se v prvním čtvrtletí 2010 zejména vlivem vývoje bilance služeb a běžných převodů mírně zvýšil

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



III.6 PLATEBNÍ BALANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním čtvrtletí 2010 byl charakteristický přetrvávající vysoký přebytek výkonové bilance, spojený zejména s obnovením růstu vnější poptávky a nadále dobrou konkurenceschopností české ekonomiky. Jeho dopad do běžného účtu byl však z velké části vyvážen schodkem bilance výnosů. Roční klouzavý schodek běžného účtu na úrovni 1,3 % HDP potvrzuje vnější rovnováhu české ekonomiky. Vysoký schodek ostatních investic v rámci finančního účtu byl ovlivněn zejména velmi vysokým čistým odlivem v sektoru podniků. Byl však částečně kompenzován přebytkem přímých a portfoliových investic.

III.6.1 Běžný účet

V prvním čtvrtletí 2010 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 16,1 mld. Kč (Graf III.6.1). V meziročním srovnání se čtvrtletní přebytek snížil o necelých 9 mld. Kč, a to nejvíce vlivem přechodu bilance služeb a běžných převodů do schodku. V opačném směru naopak působil růst přebytku obchodní bilance. Roční klouzavý schodek běžného účtu v poměru k HDP se tak lehce zvýšil na -1,3 %.

Obchodní bilance dosáhla v prvním čtvrtletí 2010 přebytku 62,6 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o 21 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispíval vývoj v reálném vyjádření. Zhruba z poloviny byl kompenzován cenovým vlivem, spojeným hlavně s výrazně zápornými směnnými relacemi nerostných paliv. Obnovení růstu vnější poptávky se odrazilo v obnoveném růstu vývozu zboží, jehož nominální meziroční tempo růstu se i přes posílení kurzu koruny zvýšilo na 10,5 %. Současně se v důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu projevilo i ve vysokém růstu dovozu. Mírný pokles celkové domácí poptávky nicméně působil proti rychlejšímu zvyšování dovozu zboží. Z pohledu komoditní struktury k růstu celkového přebytku nejvýznamněji přispěl růst přebytků ve skupinách strojů a dopravních prostředků a průmyslových spotřebních výrobků (Graf III.6.2). V průběhu druhého čtvrtletí 2010 meziroční růst přebytku obchodní bilance pokračoval a za duben až květen přesáhl 10 mld. Kč.

Bilance služeb skončila v prvním čtvrtletí 2010 schodkem 7,4 mld. Kč a její meziroční změna přesáhla při přechodu z přebytku do schodku 22 mld. Kč (Graf III.6.3). Historicky první čtvrtletní schodek byl způsoben vysokým schodkem bilance ostatních služeb, ovlivněným hlavně pokračujícím velmi rychlým růstem výdajů ve skupině ostatních služeb obchodní povahy³⁵. Přebytky dílčích bilancí dopravy a cestovního ruchu se nicméně velmi mírně zvýšily.

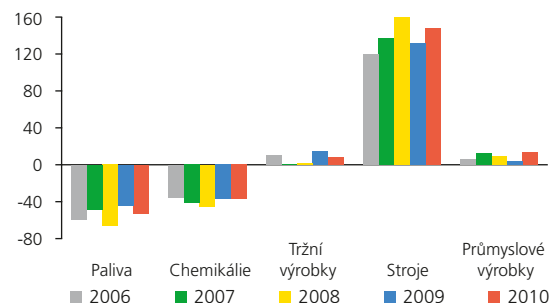
³⁵ Rychlý růst přebytku obchodní bilance a současné výrazné zhoršování bilance služeb jsou patrné od druhého čtvrtletí 2009. Souvisejí zejména s vyššími odhady rozsahu tzv. brandingů, tedy obchodních operací nadnárodních firem, které jsou spojeny se zhodnocením zboží dovezeného do ČR a jeho následným vývozem do zahraničí. Jedná se o operace nerezidentských firem, registrovaných na území ČR k platbě DPH, které v důsledku přecenění vyváženého zboží přispívají k růstu obchodního přebytku. Uvedené operace jsou v rámci platební bilance korigovány v saldu bilance ostatních služeb. Celkový dopad na saldo výkonové bilance je tak neutrální.

GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BALANCE

Vyšší přebytek obchodní bilance za leden až květen 2010 byl nejvýrazněji ovlivněn růstem přebytku strojů

(kumulace od počátku roku v mld. Kč)

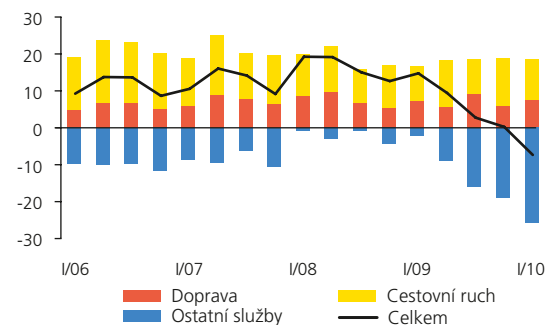


GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

Bilance služeb byla v prvním čtvrtletí 2010 nejvýrazněji ovlivněna vývojem ostatních služeb

(v mld. Kč)



Bilance výnosů dosáhla schodku 38 mld. Kč, který se meziročně jen mírně zvýšil. Rozhodující vliv na celkový schodek měla dílčí bilance výnosů z přímých investic (-37,6 mld. Kč), ovlivněná především výší dividend vyplacených nerezidentům a hodnotou odhadnutého zisku reinvestovaného v ČR (Graf III.6.4). Prohloubení celkového schodku bylo ovlivněno nárůstem schodku investičních výnosů vlivem poklesu ziskovosti tuzemských investic v zahraničí. Naopak ve směru zmírnění růstu celkového schodku působilo snížení schodku dílčí bilance náhrad zaměstnancům, a to vlivem poklesu mzdových nákladů na zahraniční pracovníky v tuzemsku.

Běžné převody vykázaly schodek 1,3 mld. Kč a v důsledku rychlejšího poklesu celkových příjmů než výdajů se meziročně snížily o 5,6 mld. Kč. Pro bilanci byl určující schodek soukromých převodů, který přesáhl 6 mld. Kč. Z velké části byl ale vyvážen přebytkem vládních převodů. Přebytek převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU vykazovaných na běžném účtu přitom dosáhl 6,2 mld. Kč. Přechod celkové bilance z přebytku do schodku byl nicméně ovlivněn především nižším přebytkem vládních převodů.

III.6.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet dosáhl přebytku 2,3 mld. Kč, který se vlivem výrazně nižších příjmů meziročně snížil o více než 13 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složkou tentokrát představoval přebytek v obchodování s emisními povolenkami ve výši 1,8 mld. Kč. Čisté příjmy vládního sektoru z fondů EU zaznamenávané na kapitálovém účtu se snížily na 0,5 mld. Kč.

III.6.3 Finanční účet

Finanční účet platební bilance skončil v prvním čtvrtletí 2010 schodkem 28,9 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o více než 20 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složkou představoval čistý odliv ostatních investic. Meziroční zvýšení schodku finančního účtu bylo současně ovlivněno výlučně vývojem v rámci ostatních investic (Graf III.6.5).

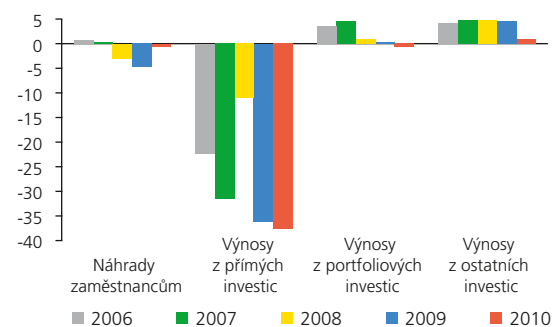
Čistý příliv **přímých investic** dosáhl 36,2 mld. Kč (Graf III.6.6). V meziročním srovnání se v důsledku rychlejšího růstu zahraničních investic v tuzemsku nežli českých investic v zahraničí zvýšil o více jak 21 mld. Kč. Příliv přímých zahraničních investic do ČR se vlivem výrazné změny v tocích ostatního kapitálu zvýšil na 53,3 mld. Kč. Ostatní kapitál, především ve formě finančních a obchodních úvěrů, představoval v prvním čtvrtletí současně i nejvýznamnější součást celkového přílivu (59 %). Naproti tomu příliv investic do základního kapitálu byl velmi nízký. Rovněž růst přímých investic tuzemských podniků v zahraničí byl nejvíce ovlivněn vývojem úvěrových vztahů mezi spřízněnými podniky. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí především do odvětví dopravy a telekomunikací, a dále pak do výroby kovů a kovových výrobků. Odliv kapitálu do zahraničí byl směřován především do odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody.

GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

Schodek bilance výnosů byl v prvním čtvrtletí 2010 nejvýznamněji ovlivněn prohloubením schodku výnosů z investic

(kumulace od počátku roku v mld. Kč)

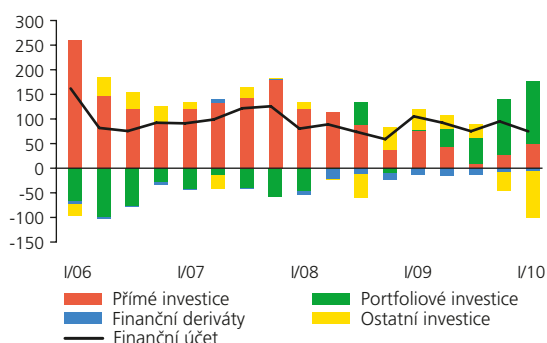


GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Roční přebytek finančního účtu se v prvním čtvrtletí 2010 snížil zejména vlivem vývoje ostatních investic

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)

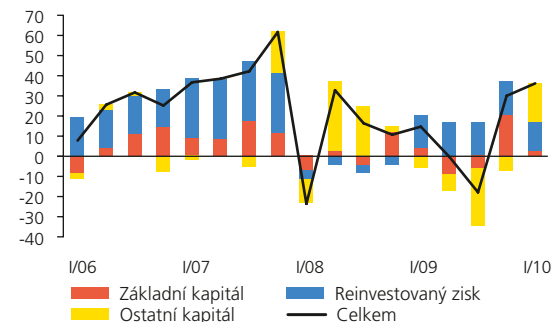


GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

Přebytek přímých investic v prvním čtvrtletí 2010 byl nejvýznamněji ovlivněn čistým přílivem ostatního kapitálu

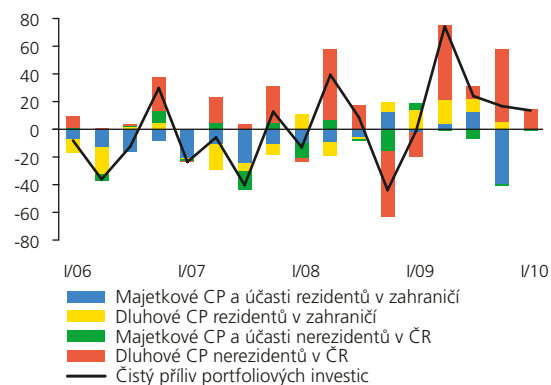
(v mld. Kč)



GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

V prvním čtvrtletí 2010 dosáhly portfoliové investice vlivem nákupu dluhopisů nerezidenty čistého přílivu
(v mld. Kč)



Portfoliové investice skončily v prvním čtvrtletí 2010 čistým přílivem 13,6 mld. Kč (Graf III.6.7), zatímco ve stejném období minulého roku zaznamenaly mírný čistý odliv. Při vyrovnaném obchodování tuzemských investorů se zahraničními majetkovými i dluhovými cennými papíry představovaly významnější operace pouze nákupy dlouhodobých korunových vládních dluhopisů nerezidenty a dále emise podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. K meziroční změně v tocích portfoliových investic (ve výši necelých 15 mld. Kč) přispělo především obnovení zájmu zahraničních investorů o tuzemské dluhopisy.

Čistý odliv kapitálu v podobě **finančních derivátů** činil jen 0,7 mld. Kč. Meziročně se snížil o více než 3 mld. Kč.

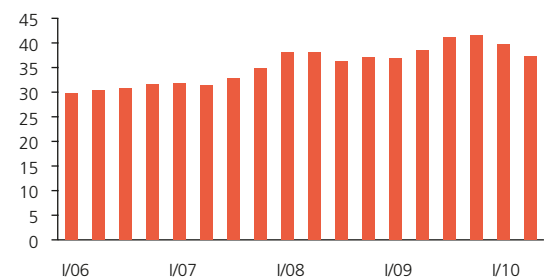
U **ostatních investic** byl v prvním čtvrtletí 2010 dosažen čistý odliv kapitálu v rozsahu 78,1 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 60 mld. Kč. Celkovou bilanci i nárůst jejího schodku ovlivnil zejména čistý odliv zdrojů podnikového sektoru, který přesáhl 40 mld. Kč. Souvisel s poskytováním obchodních a finančních úvěrů nerezidentům a současným splácením úvěrů do zahraničí. Významný byl rovněž čistý odliv v sektoru finančních institucí (-36,1 mld. Kč), spojený se snižováním zůstatků na vkladech nerezidentů u tuzemských bank. Ke zmírnění celkového schodku přispěl ve velmi malém rozsahu pouze čistý příliv zdrojů vládního sektoru v souvislosti s čerpáním úvěru na rozvoj infrastruktury od EIB.

Devizové rezervy ČNB dosáhly ke konci druhého čtvrtletí 2010 výše 779,6 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní nárůst o více než 30 mld. Kč, jenž byl ovlivněn zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve stejném období snížily o 2,5 mld. USD na 37,2 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 48,2 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci prvního čtvrtletí.

GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB v USD se ve druhém čtvrtletí 2010 oproti předchozímu čtvrtletí snížily
(v mld. USD)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ekonomické oživení v eurozóně by mělo ve druhém čtvrtletí zesílit, zejména zásluhou Německa. Budoucí růst však bude brzděn fiskálními úsporami ve většině zemí. Z USA naopak přicházejí signály tlumící optimismus ohledně budoucího růstu, který vzbuzovaly výsledky americké ekonomiky za první čtvrtletí. Odhady budoucí inflace byly v eurozóně zvýšeny, v USA naopak sníženy, nejedná se však o velké změny. Kurz eura vůči dolaru zaznamenal na počátku června více než čtyřleté minimum. Za první dvě dekády července však posílil o více než 9 %, když do pozadí ustoupily obavy z problémů při financování zadlužených států eurozóny a zhoršily se výhledy ekonomiky USA. Ceny komodit ve druhém čtvrtletí klesaly, ale u potravinářských komodit došlo v červenci k výraznému obratu a růst je očekáván po celé příští dva roky. Slabší růst je očekáván i u cen ropy.

III.7.1 Eurozóna

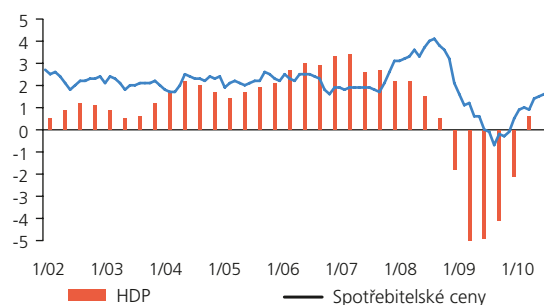
Mezičtvrtletní tempo růstu HDP **eurozóny** v prvním čtvrtletí 2010 dosáhlo 0,2 % v důsledku růstu zásob a vládní spotřeby. Meziroční změna hospodářské aktivity (Graf III.7.1) se po pěti čtvrtletích poklesu vrátila do oblasti kladných čísel. Růstu o 0,6 % bylo dosaženo díky zmírnění poklesu spotřeby domácností a investic a zvýšení salda čistého vývozu. Podíl deficitu běžného účtu platební bilance na HDP se meziročně snížil o polovinu na - 0,9 %. Pro celý rok 2010 červencový Consensus Forecasts (CF) očekává zrychlení meziročního růstu na 1,1 % s dalším urychlením na 1,4 % v příštím roce. Oproti dubnovému CF to představuje mírné zhoršení výhledu o 0,1 procentního bodu pro oba roky. Pro druhé čtvrtletí naznačují předběžné odhady urychlení meziročního růstu **eurozóny** na hodnotu okolo 1,2 % (0,5 % mezičtvrtletně). Tomu nasvědčuje zrychlení růstu průmyslové výroby v dubnu a v květnu na 9,5 % i nárůst nových průmyslových objednávek v dubnu o 22 %. Předstihové ukazatele pro průmysl a služby přes určité výkyvy rovněž zůstávají v růstovém pásmu. Nezaměstnanost v květnu již třetí měsíc stagnovala na 10 % úrovni, ale pro zaměstnanost se ve druhém čtvrtletí očekává opět meziroční růst po čtyřech čtvrtletích poklesu či stagnace.

Meziroční **inflace** se v eurozóně v červnu snížila o 0,2 procentního bodu na 1,4 % hlavně díky nižšímu růstu cen energií a dopravy. Po zbytek letošního roku i v roce 2011 červencový CF očekává celkovou inflaci zhruba na této úrovni. Proti dubnovému CF došlo k mírnému zvýšení odhadu inflace, ale ta i podle nové prognózy zůstává bezpečně v pásmu cenové stability dle ECB. Také ECB v červnu mírně zvýšila svůj výhled pro inflaci, který se téměř shoduje s odhadem červencového CF. Rovněž nízká úroveň jádrové inflace, která se v červnu zvýšila na 0,9 %, ukazuje na slabé domácí inflační tlaky. M3 se meziročně snížil o 0,2 % a úvěry nefinančním společnostem vzrostly pouze o 0,1 %. ECB v průběhu druhého čtvrtletí a července 2010 nezměnila svou základní sazbu a ponechala ji (od května 2009) na 1 % hladině. ECB očekává pokračování mírného ekonomického růstu a v střednědobém horizontu nepředpokládá nárůst inflačních tlaků ani zvýšení inflačních očekávání.

GRAF III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

V prvním čtvrtletí 2010 se meziroční pokles HDP eurozóny změnil v růst a inflace se v průběhu druhého čtvrtletí 2010 proti předchozímu čtvrtletí zvýšila
(meziroční změny v %; zdroj: Eurostat)

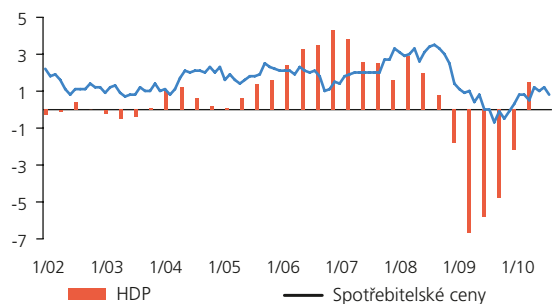


GRAF III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

Německý HDP se po 5 čtvrtletích propadu v prvním čtvrtletí 2010 meziročně zvýšil, inflace se na konci druhého čtvrtletí 2010 snížila

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)



V prvním čtvrtletí 2010 pokračovalo (mj. v důsledku tuhé zimy) jen pomalé oživení **německé** ekonomiky (Graf III.7.2). Mezičtvrtletní růst dosáhl stejně jako v předchozím čtvrtletí pouze 0,2 % a kromě růstu zásob se snížily všechny složky domácí poptávky i saldo čistého vývozu. V průběhu druhého čtvrtletí dochází k výraznému obratu ve vývoji hospodářské aktivity. Pokračující oživení v rozvíjejících se zemích (zejména asijských, ale i latinskoamerických) spolu s oslabením eura vyvolalo výrazný nárůst poptávky po německých vývozech. Zájem o špičkové německé technologie (zejména investiční celky a luxusní automobily) zvýšil průmyslové objednávky (v dubnu meziročně o 32 %) a průmyslovou výrobu (za duben a květen meziročně o 14 %). Také nezaměstnanost se v květnu snížila meziměsíčně (o 0,1 procentního bodu na 7 %) i meziročně (o 0,6 procentního bodu). Podle předběžného odhadu německého ministerstva hospodářství vzrostl ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně HDP o 1,5 % a průmyslová výroba o 5 %.

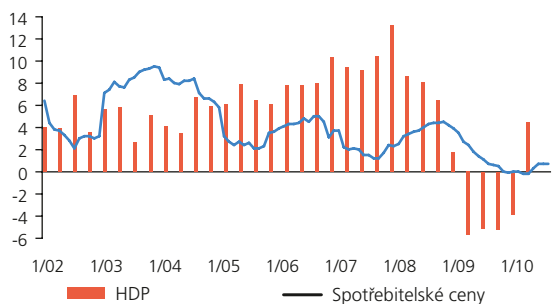
Zlepšení ekonomické situace v **Německu** se projevilo i ve zvýšeném odhadu tempa hospodářského růstu za celý rok 2010. Červencový CF zvýšil predikci pro letošní rok proti dubnu o 0,4 procentního bodu na 2 %, pro příští rok ji ponechal na 1,7 %. Obdobně svou prognózu zvýšila i OECD. Proti výše popsanému nárůstu zájmu o německé výrobky stojí však zhoršení důvěry domácností v budoucí ekonomický vývoj. Zvýšil se podíl respondentů, kteří očekávají návrat recese, neboť nevěří v udržení rychlého růstu HDP provázeného snížením nebo alespoň udržením současné míry nezaměstnanosti. Rovněž červencový CF předpokládá, že se spotřeba domácností v letošním roce sníží o téměř 1 %. Přitom německá nezaměstnanost je jedna z nejnižších v EU a nyní je nižší než před finanční krizí s tendencí k dalšímu poklesu. Inflace se průběhu druhého čtvrtletí pohybovala okolo 1 % (v červnu 0,8 %) s výhledem (podle červencového CF) na udržení této úrovně po celý letošní rok a mírné zvýšení na 1,4 % v příštím roce.

GRAF III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

Slovensko zaznamenalo v prvním čtvrtletí 2010 výrazný růst HDP, meziroční inflace se ve druhém čtvrtletí 2010 zvýšila

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)



Slovenská ekonomika se v prvním čtvrtletí 2010 vrátila po roční přestávce opět do kladných růstových hodnot (Graf III.7.3), kdy růst reálného HDP činil vysokých 4,8 %. K obnovení ekonomického růstu výraznou měrou přispěla rostoucí zahraniční poptávka. Index průmyslové produkce dosáhl v květnu nejvyšší úrovně v tomto roce, meziročně vzrostl o 31 %. Zpomalení tempa růstu domácí spotřeby oproti čtvrtému čtvrtletí 2009 je odrazem stále poměrně vysoké míry nezaměstnanosti přesahující 14 %. Inflace zůstává stejně jako v předešlých dvou měsících stabilní na úrovni 0,7 %. Na rok 2010 je dle červnového odhadu CF očekáván ekonomický růst kolem 3 %, tedy nižší než v samotném prvním čtvrtletí. Aktuálním problémem slovenské ekonomiky je stav veřejných financí. Původně deklarovaný podíl deficitu státního rozpočtu na HDP ve výši 5,5 % v roce 2010, by měl být překročen dle aktuálních odhadů MMF o 1,5 až 2,5 procentního bodu.

III.7.2 Spojené státy

Meziroční růst **americké** ekonomiky v prvním čtvrtletí 2010 zrychlil na 2,4 % díky růstu všech složek vnitřní i vnější poptávky (Graf III.7.4). Naproti tomu mezičtvrtletní tempo růstu se proti čtvrtému čtvrtletí 2009 snížilo o polovinu na 0,7 % v důsledku poklesu fixních investic, čistého vývozu a vládní spotřeby, jejichž vliv převážil nad rychlejším růstem soukromé spotřeby a přírůstkem zásob. V průběhu druhého čtvrtletí se zvyšuje počet signálů ukazujících na další zpomalení hospodářského růstu. Červnové meziměsíční tempo růstu průmyslové výroby zpomalilo na 0,1 % z 1,3 % v květnu. Míra nezaměstnanosti poklesla v červnu na 9,5 %, ale vývoj zaměstnanosti zatím poskytuje smíšené signály. Vývoj za prvé dva měsíce druhého čtvrtletí naznačuje opětovné prohlubování deficitu obchodní bilance. Po řadě měsíců růstu se změnil trend ve vývoji předstihových ukazatelů. Přestože jejich úroveň nadále ukazuje na pokračující ekonomický růst, nejpozději v červnu došlo u všech z nich k oslabení. V posledních měsících byly také sníženy odhady hospodářského růstu pro roky 2010 a 2011. Červencový CF je oproti dubnovému redukoval o 0,1 procentního bodu na 3,1 %, resp. 3,0 %, a také Fed je obdobně snížil o 0,2 procentního bodu.

Spolu s vnějšími faktory měla na oslabení růstu vliv i situace v **USA**. Vysoká nezaměstnanost a zhoršující se trh s bytovými nemovitostmi negativně ovlivňují vývoj soukromé spotřeby. Existuje také nejistota pokud jde o další vládní opatření na podporu ekonomického růstu. Americký kongres zatím neschválil fiskální ministimul (zhruba 30 mld. USD), který měl zmírnit dopad ukončení rozsáhlého stimulu z roku 2009, a není jisté, zda prodlouží významné daňové úlevy přijaté za předchozí vlády. K domácím faktorům oslabení se přidávají i vnější: rozpočtová krize v Evropě, zpomalení růstu v Číně i výrazné posílení amerického dolaru, které zhoršuje konkurenceschopnost amerických výrobců.

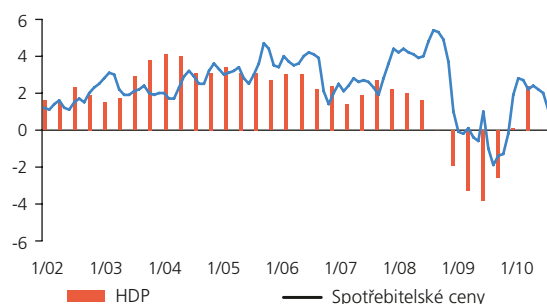
Meziroční **inflace** v USA se již třetí měsíc po sobě snižuje (v červnu na 1,1 %) při meziměsíčních poklesech spotřebitelských cen. Stejný vývoj vykazují také ceny výrobců a dovozní ceny. Důvodem je vedle nižších cen energií i nízké využití kapacit a vysoká nezaměstnanost. O absenci domácích inflačních tlaků svědčí také nízká úroveň jadrové inflace, která v červnu stagnovala na hodnotě 0,9 %. Červencový CF pro letošní i příští rok očekává nízkou inflaci na úrovni 1,7 %, resp. 1,5 % a proti dubnu se odhad snížil o 0,2 procentního bodu. V průběhu druhého čtvrtletí Fed ponechal nadále svou základní měnově-politickou sazbu beze změny na úrovni 0 %–0,25 %. Podle záznamu z jednání FOMC z 22.–23. června Fed předpokládá, že inflace se nebude zvyšovat, a očekává oslabení tempa ekonomického růstu. Podle Fedu americká ekonomika v průběhu příštích dvou let nedosáhne plné zaměstnanosti, ale situace současně nebude vyžadovat další měnové stimuly. Fed naznačil, že svou sazbu ponechá na dosavadní nízké úrovni po delší dobu, což podle analytiků může znamenat až do konce roku 2011.

GRAF III.7.4

HDP A INFLACE V USA

V prvním čtvrtletí 2010 se meziroční růst amerického HDP dále zvýšil, inflace ve druhém čtvrtletí 2010 pokračovala v poklesu

(meziroční změny v %, zdroj BEA, BLS)

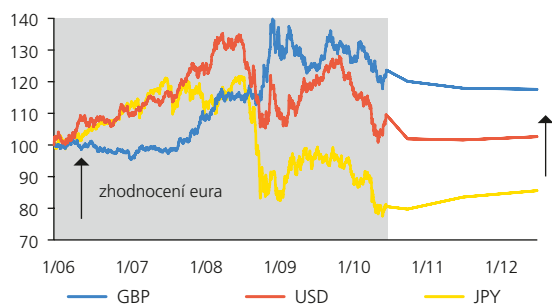


GRAF III.7.5

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Po prudkém oslabení eura vůči rezervním měnám ve druhém čtvrtletí 2010 dochází od července ke korekci

(2. leden 2006 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



III.7.3 Kurz USD/EUR

Ve **druhém čtvrtletí 2010** euro navázalo na klesající trend z prosince 2009 (Graf III.7.5) a dále pokračovalo v oslabování vůči USD. Kurz oslaboval i vůči dalším rezervním měnám. Proti americkému dolaru oslabilo euro z 1,35 USD/EUR až na minimum 1,19 USD/EUR začátkem června. Na této úrovni se euro za americký dolar obchodovalo naposledy v březnu 2006. Vůči japonskému jenu euro oslabilo až o 14 % na 107,3 JPY/EUR (tj. nejnižší hodnota od listopadu 2001). Oproti britské libře se společná evropská měna propadla o 10 % na 1,24 EUR/GBP, tj. na nejnižší úroveň od listopadu 2008.

V průběhu července naopak euro prudce posílilo vůči dolaru i dalším rezervním měnám a ve třetím červencovém týdnu překročilo hranici 1,30 USD/EUR. Hnací silou tohoto vývoje jsou především obavy ze zpomalení či dokonce opakovaného poklesu americké ekonomiky (dvojitě dno). Pozornost investorů se tak přesouvá z problémových evropských zemí do Spojených států, odkud za poslední měsíc začíná přicházet stále více nepříznivých signálů (viz výše). Vážnost situace potvrzuje i Fed, který ve svém červencovém prohlášení snížil pro rok 2010 a 2011 svou prognózu tempa růstu HDP a vzhledem k postupnému odeznívání fiskálních a monetárních stimulů naznačuje možnost obnovení některých podpůrných opatření (např. kvantitativního uvolňování). Takové kroky by mohly vést k dalšímu oslabení americké měny, stejně jako nedávné prohlášení předsedy Fedu B. Bernankeho, že klíčové úrokové sazby zůstanou na současné úrovni ještě dostatečně dlouhou dobu. K apreciaci eura také přispěly nedávné úspěšné aukce portugalských, řeckých a španělských dluhopisů, a dále očekávání pozitivních výsledků zátěžových testů evropských bank.

Červencový CF předpovídá v horizontu následujících tří měsíců až jednoho roku kurz zhruba na úrovni 1,21 USD/EUR. Tento výhled však nezohledňuje poslední vývoj kurzu.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

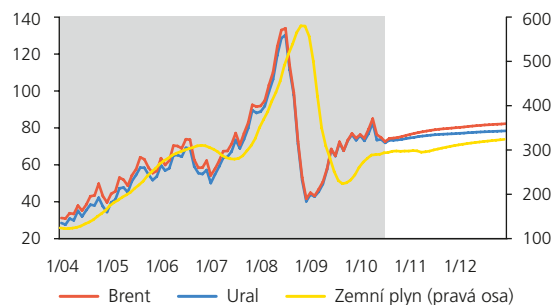
Po prudkém květnovém propadu, kdy **cena ropy Brent** během tří týdnů poklesla z 88,5 USD/barel až pod hranici 70 USD/barel, následovalo v první polovině června volatilní obchodování, při kterém cena ropy tendově rostla (Graf III.7.6). Na konci června se však opět rychle propadla a v první polovině července pak kolísala v rozpětí 70–75 USD/barel. Zatímco v květnu byly hlavními faktory, které ovlivňovaly ceny ropy, potíže řecké vlády s financováním státního dluhu a obavy z rozšíření dluhové

GRAF III.7.6

CENA ROPY A PLYNU

Cena ropy se po krátkém zvýšení vrátila do pásma 70–80 USD/barel

(ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: MMF, Bloomberg)



krize i na další zadlužené země eurozóny (a z toho vyplývající rychlé posilování dolaru), v dalším období cena ropy (společně s akciovými trhy) reagovala spíše na smíšené zprávy o vývoji globální ekonomiky.

V návaznosti na zlepšený výhled globální ekonomiky Mezinárodní energetická agentura (IEA) dále zvýšila očekávaný růst **spotřeby ropy** v letošním roce o 80 tis. b/d (tzn. letos růst o 1,77 mil. b/d pro rok 2011 byl očekávaný růst naopak mírně snížen na 1,35 mil. b/d a celková očekávaná spotřeba by tedy měla v příštím roce činit 87,84 mil. b/d), přičemž růst jde výhradně na vrub zemí mimo OECD. Podporu cenám ropy poskytoval na počátku července i sentiment na akciových trzích (který byl odrazem příznivého začátku výsledkové sezony amerických podniků za druhé čtvrtletí) a v neposlední řadě i částečné oslabení dolaru poté, co ustoupily do pozadí obavy z fiskálních problémů v eurozóně.

Cenové pohyby ropy směrem vzhůru jsou jen váhavé, neboť rostoucí spotřeba ropy zatím nevedla k očekávanému snižování vytěžených **zásob ropy a ropných produktů**. Ty se jak v USA, tak v celé OECD již delší dobu udržují zhruba jednu standardní odchylku nad klouzavým pětiletým průměrem. Dodávky ze zemí kartelu OPEC až do května postupně rostly³⁶ s tím, jak klesala disciplína v dodržování kvót. Kromě toho v prvním pololetí 2010 překvapivě rostly i dodávky ze zemí mimo OPEC.

S poklesem cen ropy se směrem dolů posunul i **výhled** na základě termínových tržních kontraktů. Cena ropy by podle něj měla postupně růst na 82 USD/barel na konci roku 2012. Tento výhled je konzistentní i s předpovědí ceny ropy WTI dle CF07. Předpověď ceny zemního plynu (ruského na hranicích s Německem – zdroj historických hodnot je MMF), je odvozena od předpovědi ceny ropy.

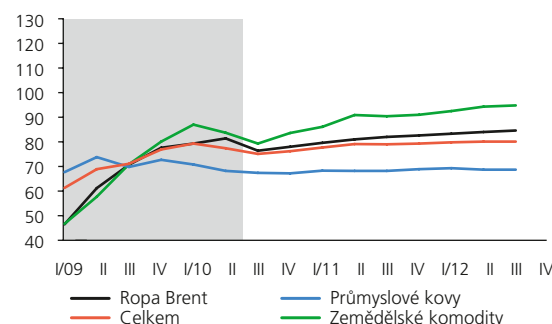
Ceny komodit (Graf III.7.7) po výrazném zvýšení v prvním čtvrtletí ve druhém čtvrtletí 2010 naopak postupně klesaly především vlivem nejistoty ohledně budoucího globálního ekonomického oživení. Tento trend byl nejvýraznější u cen průmyslových kovů, cen ropy a také zemědělských komodit. Od července však začíná na trzích s obilovinami docházet k obrátu. V prvních dvou týdnech vzrostla cena kukuřice o 18 %, cena pšenice dokonce o 28 %, a dostala se tak na nejvyšší úroveň od začátku roku. Příčinou jsou přetrvávající nepříznivé klimatické podmínky (sucho, povodně) v hlavních pěstitelských centrech (USA, Evropa). Odhady letošní velmi nízké úrody naznačují, že tento rostoucí trend bude pokračovat i nadále.

GRAF III.7.7

CENY KOMODIT

Od ledna klesající trend cen zemědělských komodit se od července 2010 obrací k růstu

(první čtvrtletí 2008 = 100, zdroj: The Economist)



36 V červnu produkce mírně klesla, ale pouze v důsledku problémů s těžbou ropy v Nigérii.

Graf	I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf	I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf	I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf	I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf	I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf	I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf	II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	8
Graf	II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	8
Graf	II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	8
Graf	II.1.4	3M EURIBOR	9
Graf	II.1.5	Kurz eura k dolaru	9
Graf	II.1.6	Cena ropy Brent	9
Graf	II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	10
Graf	II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	10
Graf	II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	11
Graf	II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	11
Graf	II.2.5	Inflace cen PH a cena ropy	12
Graf	II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	12
Graf	II.2.7	Prognóza měnového kurzu	12
Graf	II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	13
Graf	II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	13
Graf	II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	13
Graf	II.2.11	Prognóza nominálních mezd	14
Graf	II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	14
Graf	II.2.13	Prognóza růstu HDP	14
Graf	II.2.14	Celková zaměstnanost	15
Graf	II.2.15	Obecná míra nezaměstnanosti	15
Graf	II.2.16	Reálná spotřeba domácností a vlády	15
Graf	II.2.17	Nominální disponibilní důchod	16
Graf	II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	16
Graf	II.2.19	Tempo růstu reálného vývozu a dovozu	16
Graf	II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	19
Graf	II.3.2	Změna prognózy regulovaných cen	19
Graf	II.3.3	Změna prognózy čisté inflace	19
Graf	II.3.4	Trajektorie úrokových sazeb	20
Graf	II.3.5	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	20
Graf	II.3.6	Změna prognózy kurzu	20
Graf	II.3.7	Změna prognózy HDP	21
Graf	II.3.8	Změna prognózy nominálních mezd	21
Graf	II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	24
Graf	II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	25
Graf	III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	26
Graf	III.1.2	Inflace	28
Graf	III.1.3	Vývoj složek inflace	28
Graf	III.1.4	Struktura inflace	28
Graf	III.1.5	Ceny potravin	29
Graf	III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	29
Graf	III.1.7	Ceny ve spotřebním koši	29
Graf	III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	30
Graf	III.2.2	Dovozní ceny	30
Graf	III.2.3	Minerální paliva	30
Graf	III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	31

Graf	III.2.5	Ceny kovů	31
Graf	III.2.6	Zpracovatelský průmysl	32
Graf	III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	32
Graf	III.2.8	Ostatní cenové okruhy	32
Graf	III.3.1	Hrubý domácí produkt	33
Graf	III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	33
Graf	III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	33
Graf	III.3.4	Struktura spotřeby	34
Graf	III.3.5	Disponibilní důchod	34
Graf	III.3.6	Míra hrubých úspor	34
Graf	III.3.7	Tvorba fixního kapitálu	35
Graf	III.3.8	Investice do obydlí	35
Graf	III.3.9	Čistá zahraniční poptávka	36
Graf	III.3.10	Vývoz a dovoz	36
Graf	III.3.11	Podíly odvětví na růstu HPH	36
Graf	III.3.12	Průmyslová produkce	37
Graf	III.3.13	Využití výrobních kapacit	37
Graf	III.3.14	Nové průmyslové zakázky	37
Graf	III.3.15	Bariéry růstu v průmyslu	38
Graf	III.3.16	Indikátory důvěry	38
Graf	III.3.17	Potenciální produkt	39
Graf	III.3.18	Mezera výstupu	39
Graf	III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	39
Graf	III.4.1	Indikátory trhu práce	40
Graf	III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	40
Graf	III.4.3	Zaměstnanost v průmyslu	40
Graf	III.4.4	Míra nezaměstnanosti	41
Graf	III.4.5	Beveridgeova křivka	41
Graf	III.4.6	Vývoj produktivity v NH	42
Graf	III.4.7	NJMN	42
Graf	III.5.1	Peněžní agregáty	43
Graf	III.5.2	Vklady dle sektorů v rámci M2	43
Graf	III.5.3	Úvěry podnikům a domácnostem	44
Graf	III.5.4	Význam úvěrů poskytnutých realitnímu trhu	44
Graf	III.5.5	Úvěry podnikům dle odvětví	44
Graf	III.5.6	Úvěry domácnostem	45
Graf	III.5.7	Úvěry domácnostem na bydlení	45
Graf	III.5.8	Základní sazby ČNB	45
Graf	III.5.9	Tržní úrokové sazby	46
Graf	III.5.10	Úrokové diferenciály	46
Graf	III.5.11	Výnosová křivka státních dluhopisů	46
Graf	III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	47
Graf	III.5.13	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	47
Graf	III.5.14	Rozpětí úrokových sazeb z úvěrů	47
Graf	III.5.15	Ex ante reálné sazby	48
Graf	III.5.16	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	48
Graf	III.5.17	Základní ukazatele hospodaření	49
Graf	III.5.18	Mzdová náročnost	49
Graf	III.5.19	Finanční závazky nefinančních podniků	50
Graf	III.5.20	Dluh a úrokové zatížení	50
Graf	III.5.21	Finanční investice nefinančních podniků	50
Graf	III.5.22	Financování domácností	51

Graf III.5.23	Nabídkové ceny bytů	51
Graf III.5.24	Realizační ceny bytů	51
Graf III.6.1	Běžný účet	52
Graf III.6.2	Obchodní bilance	52
Graf III.6.3	Bilance služeb	52
Graf III.6.4	Bilance výnosů	53
Graf III.6.5	Finanční účet	53
Graf III.6.6	Přímé investice	53
Graf III.6.7	Portfoliové investice	54
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	54
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	55
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	56
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	56
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	57
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	58
Graf III.7.6	Ceny ropy a plynu	58
Graf III.7.7	Ceny komodit	59

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	10
Tab. II.2.2	Prognóza platební bilance	17
Tab. II.2.3	Fiskální prognóza	17
Tab. II.2.4	Prognóza vybraných veličin	18
Tab. II.4.1	Citlivostní scénář kurzu	22
Tab. II.4.2	Citlivostní scénář zahraničních úrokových sazeb	22
Tab. II.4.3	Citlivostní scénář fiskální politiky	23
Tab. II.5.1	Očekávaná inflace IOFT a podniků	24
Tab. II.5.2	Ostatní očekávané ukazatele IOFT	24
Tab. II.5.3	Očekávané ukazatele CF	25
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	26
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	27
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	27
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	31
Tab. III.3.1	Fixní investice v sektorech	35
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	41
Tab. III.5.1	Struktura peněžních agregátů	43
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	49

ARA	Amsterdam-Rotterdam-Antverpy	HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
BCPP	Burza cenných papírů Praha	HUF	maďarský forint
BEA	Bureau of Economic Analysis	ILO	International Labour Organization
BLS	Bureau of Labor Statistics	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
BÚ	běžný účet	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CF	Consensus Forecasts	KSVS	kolektivní smlouva vyššího stupně
CP	cenné papíry	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	M1, M2	peněžní agregát
CZK, Kč	česká koruna	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČDA	čistá domácí aktiva	MNB	Maďarská národní banka
ČEZ		MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ČMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka	MSE	mean squared error
ČNB	Česká národní banka	NBP	Národní banka Polska
ČR	Česká republika	NH	národní hospodářství
ČSÚ	Český statistický úřad	NHPP	národohospodářská produktivita
ČÚV	čistý úvěr vládě	NISD	nezisková instituce sloužící domácnostem
ČZA	čistá zahraniční aktiva	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
DPH	daň z přidané hodnoty	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ECB	Evropská centrální banka	OMFI	ostatní měnové finanční instituce
EIB	Evropská investiční banka	OSFA	operace státních finančních aktiv
EK	Evropská komise	PH	pohonné hmoty
EONIA	Euro Over-Night Index Average	PLN	polský zlotý
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	PPI	ceny průmyslových výrobců
ESA 95	Evropský systém národních účtů	PRIBID	mezibankovní výpůjční úroková sazba
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EU	Evropská unie	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednorocní)
EUR	euro	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	SITC	standardní mezinárodní klasifikace zboží
Fed	centrální banka USA	USA	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
HDP	hrubý domácí produkt	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HICP	harmonizovaný cenový index	ZO	zahraniční obchod

Charakteristika skupin spotřebního koše využívaných pro hodnocení inflace	(box)	duben 1998
Analýza vývoje peněžní zásoby	(box)	červenec 1999
Úprava statistických dat o vývoji HDP	(box)	červenec 1999
Měření inflačních očekávání finančního trhu	(příloha)	říjen 1999
Vývoj cen ropy a jejich vliv na cenové změny	(box)	červenec 2000
Vliv změn ceny ropy na saldo obchodní bilance	(box)	říjen 2000
Metodický rámec hodnocení mzdového vývoje ve vztahu k inflaci	(box)	leden 2001
Měnověpolitické sazby ČNB	(box)	duben 2001
Stanovení inflačního cíle pro období 2002–2005	(příloha)	duben 2001
Harmonizace povinných minimálních rezerv se standardy Evropské centrální banky	(příloha)	duben 2001
Institut výjimek z plnění inflačního cíle v souvislosti s nově vyhlášeným inflačním cílem	(příloha)	červenec 2001
Změny prognóz hospodářského růstu v eurozóně, Německu, USA a Japonsku pro rok 2001 a 2002	(příloha)	říjen 2001
Strategie řešení kurzových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu	(příloha)	leden 2002
Vyhodnocení plnění cíle ČNB v čisté inflaci pro prosinec 2001	(příloha)	leden 2002
Predikce exogenních veličin	(box)	duben 2002
Odhad kapitálových toků na léta 2002 a 2003 a jejich vliv na devizový kurz	(box)	duben 2002
Balassa-Samuelsonův efekt	(příloha)	duben 2002
ČNB pozměňuje typ své prognózy inflace	(box)	červenec 2002
Zhodnocení vlivu srpnových záplav na ekonomický vývoj v ČR	(box)	říjen 2002
Finanční podmínky přistoupení České republiky k EU	(box)	leden 2003
Důsledky nečekaně pomalého růstu regulovaných cen	(box)	leden 2003
Česká republika a euro – návrh strategie přistoupení	(příloha)	leden 2003
Fiskální konsolidace a její vliv na ekonomický růst	(příloha)	leden 2003
Průběh cenové deregulace v období transformace české ekonomiky	(box)	duben 2003
Revize dat o vývoji hrubého domácího produktu z března 2003	(box)	duben 2003
Vývoj úvěrů poskytovaných domácnostem	(box)	červenec 2003
Zrušení 10 a 20haléřových mincí a jeho možný dopad do cen	(box)	červenec 2003
Nepřímé daně a predikce inflace	(box)	červenec 2003
Změny v metodice šetření inflačních očekávání	(box)	červenec 2003
Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium	(příloha)	červenec 2003
Používání ukazatele mezery výstupu v ČNB	(box)	říjen 2003
Měnová politika v makroekonomické prognóze ČNB	(box)	říjen 2003
Strategie přistoupení České republiky k eurozóně	(příloha)	říjen 2003
Postupy při sestavování predikce cen potravin v krátkodobé predikci	(box)	leden 2004
Měnové podmínky	(box)	duben 2004
Inflační cíl ČNB od ledna 2006	(příloha)	duben 2004
ČNB se plně zapojila do práce orgánů Evropského systému centrálních bank	(příloha)	červenec 2004
Devizový kurz v prognostickém aparátu ČNB	(box)	červenec 2004
Indikátory finanční situace domácností	(box)	říjen 2004
Revize údajů o vývoji hrubého domácího produktu	(box)	říjen 2004
Vývoj cen benzínu a jeho dopad do inflace v ČR	(box)	říjen 2004
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	leden 2005
Strukturální vývoj úvěrů	(box)	leden 2005
Nejistoty vývoje veřejných financí v letech 2005 a 2006	(box)	leden 2005
Inflační očekávání v modelovém aparátu ČNB	(box)	leden 2005
Průběh transmise vnějšího nákladového šoku do domácích cen v období let 2003–2005	(box)	duben 2005
Vliv měnového kurzu na inflaci	(box)	duben 2005
Stanovisko České národní banky k revizi „Paktu stability a růstu“	(příloha)	duben 2005
Vliv vstupu do EU na ceny a inflační očekávání	(box)	červenec 2005
Vývoj zahraničního obchodu v prvním roce po vstupu ČR do EU	(box)	červenec 2005
Finanční toky mezi Českou republikou a Evropskou unií	(box)	červenec 2005
Vliv světových cen energií na spotřebitelské ceny	(box)	říjen 2005
Hospodaření velkých nefinančních podniků v období 1998–2004	(box)	říjen 2005
Potenciální výstup v prognostickém aparátu ČNB	(box)	říjen 2005
Fiskální politika v modelovém aparátu ČNB	(box)	leden 2006

Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	leden 2006
Implikace zadluženosti domácností pro spotřebu	(box)	duben 2006
Efektivní ukazatele zahraničního vývoje	(box)	červenec 2006
Ceny ropy a benzínu v prognóze ČNB	(box)	červenec 2006
Role peněžních agregátů v prognózách ČNB	(box)	říjen 2006
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	říjen 2006
Vývoj zaměstnanosti cizích státních příslušníků	(box)	leden 2007
Rozšíření jádrového predikčního modelu o vliv reálných mezd	(box)	leden 2007
Nový spotřební koš od ledna 2007	(box)	duben 2007
Financování nefinančních podniků	(box)	duben 2007
Uplatnění výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní	(box)	duben 2007
Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky	(příloha)	duben 2007
Vztah úrokových sazeb a struktury nových úvěrů na bydlení	(box)	červenec 2007
Nový přístup ČNB ke sledování inflačních očekávání domácností v České republice	(box)	červenec 2007
Příčiny, průběh a dopady současných turbulencí na světových finančních trzích	(box)	říjen 2007
Zadluženost domácností podle příjmových skupin v roce 2006 a její dopad do spotřeby	(box)	říjen 2007
Příčiny výrazného oživení růstu světových cen obilnin	(box)	říjen 2007
Fiskální opatření a jejich dopad na ekonomický vývoj v roce 2008	(box)	říjen 2007
Aktualizovaná strategie přistoupení České republiky k eurozóně	(příloha)	říjen 2007
Změny v provádění a v komunikaci měnové politiky	(box)	I/2008
Publikování trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou a využití vějířových grafů	(box)	I/2008
Statistika čtvrtletních finančních účtů – nová statistika v ČNB	(box)	I/2008
Změny v jádrovém predikčním modelu ČNB	(box)	I/2008
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2008
Nový strukturální model „g3“	(box)	II/2008
Společná dohoda vlády ČR a ČNB a Aktualizovaná strategie řešení kurzových dopadů devizových příjmů státu	(příloha)	II/2008
Sektorová a produkční struktura modelu g3	(box)	III/2008
Zrušení 50haléřových mincí a jeho možný dopad do cen	(box)	III/2008
Vliv dosud rychle rostoucích světových cen energetických zdrojů na inflaci v ČR	(box)	IV/2008
Tvorba cen v modelu g3	(box)	IV/2008
ČNB začne zveřejňovat prognózovanou trajektorii nominálního měnového kurzu	(příloha)	IV/2008
Publikování číselné prognózy měnového kurzu	(box)	I/2009
Vývoj měnového kurzu v modelu g3	(box)	I/2009
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2009
Transmise úrokových sazeb finančního trhu do klientských úrokových sazeb	(box)	II/2009
Aproximace zahraničního vývoje po vstupu Slovenska do eurozóny	(box)	II/2009
Měnová politika v modelu g3	(box)	II/2009
Prognózy analytiků z dotazníků IOFT: ohlédnutí za uplynulými deseti lety	(box)	II/2009
Nekonvenční měnová politika vybraných centrálních bank	(box)	III/2009
Financování a finanční investice podniků a domácností	(box)	III/2009
Vliv hospodářské recese na veřejné finance v ČR	(box)	III/2009
Vývoj investic do bydlení v průběhu hospodářského cyklu	(box)	IV/2009
Vliv regulovaných cen a dalších administrativních opatření na inflaci v letech 2008–2009 a očekávání jejich dalšího vývoje	(box)	IV/2009
Exit strategie z nekonvenčních nástrojů měnové politiky v pojetí vybraných centrálních bank	(box)	I/2010
Nejistoty ohledně výpočtu potenciálního produktu	(box)	I/2010
Revize čtvrtletních finančních účtů	(box)	I/2010
Rozdíly ve vývoji klientských úrokových sazeb v ČR a v eurozóně	(box)	I/2010
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2010
Vyhodnocení přesnosti výhledů efektivního HDP a CPI eurozóny – porovnání prognóz	(box)	II/2010
Revize výdajových složek HDP	(box)	II/2010
Podnikatelský a spotřebitelský sentiment v současné fázi ekonomického vývoje dle ukazatelů ČSÚ a ČNB	(box)	II/2010

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, ostatní investice a operace s finančními deriváty.

Fiskální pozice: meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v p.b.). Kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi.

Horizont měnové politiky: časový horizont, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Tento časový horizont je vzdálený zhruba 12 až 18 měsíců v budoucnosti.

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorba hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

Inflace: obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje – je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země. V praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen.

Inflační cíl: veřejně a s dostatečným předstihem stanovená hodnota pro inflaci spotřebitelských cen, o jejíž dosažení ČNB usiluje.

Inflační tlaky: jsou v modelovém aparátu ČNB aproximovány vývojem tzv. mezery reálných mezních nákladů v sektoru spotřebních statků. Celkové inflační tlaky se dělí na domácí inflační tlaky (v sektoru mezispotřebních statků) a dovezené inflační tlaky (v sektoru dovozních cen).

Korigovaná inflace bez pohonných hmot: označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

Krytý dluhopis: (covered bond) Je dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. dual recourse), z něho vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

Lombardní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. záůjční facility.

Marže výrobců: v příslušném sektoru jsou převrácenou hodnotou jejich reálných mezních nákladů. Růst nominálních nákladů výrobce bez odpovídajícího růstu ceny produkce způsobuje pokles obchodní marže, a tedy růst reálných mezních nákladů. Pokud by byly ceny v odvětví dokonale flexibilní, cena by byla v každém okamžiku tvořena konstantními maržemi k mezním nominálním nákladům. O „mezeře“ marží ve spotřebitelském sektoru hovoříme proto, že se jedná o odchylku od dlouhodobé úrovně marží.

Měnové podmínky: představují souhrnné působení úrokových sazeb a měnového kurzu na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. Úrokové sazby a měnový kurz nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

Měnověpolitická inflace: inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

Měnověpolitické úrokové sazby: krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Mezi ně patří dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

Míra inflace: přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

Míra nezaměstnanosti: vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a registrovanou míru nezaměstnanosti zjišťovanou MPSV.

Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN): mzdové náklady potřebné k vyrobení jednotky produkce. NJMN jsou vypočteny jako podíl nominálního objemu mezd a platů na HDP ve stálých cenách.

Nominální náklady v sektoru mezispotřeby: jsou spoluurčeny cenami služeb výrobních faktorů, tedy mzdovými náklady a cenou kapitálu. Vedle těchto nákladových položek určuje náklady tzv. práci zhodnocující technologie. Tu lze chápat jako koncept podobný souhrnné produktivitě výrobních faktorů např. v Cobb-Douglasově produkční funkci.

Nominální náklady v sektoru spotřeby: jsou tvořeny cenami výstupu v sektoru mezispotřeby a dovozního sektoru, protože zboží konečné spotřeby je vyráběno pomocí vstupů z těchto sektorů. Další složkou nákladů je tzv. exportně specifická technologie, která aproximuje diferencíál produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako Balassa-Samuelsonův efekt.

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice zachycené v tzv. měnovém přehledu. Podle národní definice jsou propočteny z pasiv rezidentských měnových finančních institucí měnového charakteru vůči sektorům jiným než měnovým finančním institucím nacházejících se v ČR (domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce mimo vládní instituce). Peněžní agregáty se liší podle likvidity jednotlivých složek. Úzký peněžní agregát M1 zahrnuje oběhivo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, vklady s dohodnutou splatností, vklady s výpovědní lhůtou a repo operace.

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

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

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

Regulované ceny: podskupina spotřebního koše, která obsahuje položky se stanovenými maximálními cenami (mohou být stanoveny na centrální či místní úrovni), věcně usměrňovanými cenami (jedná se o položky, do jejichž cen lze promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady a přiměřený zisk) a administrativně stanovené poplatky. Výběr těchto položek vychází z Cenového věstníku Ministerstva financí ČR

Repo sazba: základní měnověpolitická úroková sazba ČNB, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.

Saldo vládního sektoru: odpovídá rozdílu mezi příjmy a výdaji vládního sektoru. V případě záporného salda vládního sektoru hovoříme o deficitu/schodku vládního sektoru. V případě kladného salda vládního sektoru se jedná o přebytek hospodaření vládního sektoru.

Strukturální saldo vládního sektoru: je cyklicky očištěné saldo vládního sektoru upravené o mimořádné jednorázové operace, které zachycuje strukturální nastavení fiskální politiky.

Výjimka z plnění inflačního cíle: vyvazuje centrální banku ze závazku plnit inflační cíl. Je využívána v režimu flexibilního cílování inflace v situaci, kdy dochází k velkým nárazovým změnám exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky, např. změny nepřímých daní), jejichž vliv na inflaci je zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky.

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

Tabulka č. 1

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky										
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2 286,0	2 368,4	2 470,8	2 628,5	2 812,2	2 984,6	3 053,3	2 931,3	2 979,6	3 034,8	3 123,3
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	1,6	1,8	2,9
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	2,2	5,9	2,8	2,6	5,2	4,8	3,5	-0,2	-0,8	0,4	1,7
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,7	7,1	-3,5	2,9	1,2	0,7	1,0	4,2	2,6	2,5	2,4
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,5	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,3	-3,1	-16,8	4,5	2,7	2,6
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	2,0	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	8,9	5,0	7,0
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,9	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	8,7	4,8	6,3
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-146,4	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	64,0	75,2	105,8
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	4,1	1,6	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	3,0	9,3	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	1,7	7,3	3,9	8,1	10,9	9,9	2,7	-4,7	-	-	-
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	%, konec období	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	-	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,6	1,9	2,1
Regulované ceny (17,15 %)*	%, meziročně, průměr	5,7	0,6	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,9	3,6	3,1
Čistá inflace (82,85 %)*	%, meziročně, průměr	0,8	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,1	1,5	1,9
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (25,63 %)*	%, meziročně, průměr	-0,9	-1,2	2,8	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	1,1	2,7	1,7
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,52 %)*	%, meziročně, průměr	2,4	0,6	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	0,7	1,8
Ceny pohonných hmot (3,70 %)*	%, meziročně, průměr	-9,3	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	12,1	4,1	3,9
Méněpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	1,8	0,1	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,5	1,8	2,1
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	2,8	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,6	0,5	2,8	2,0
<i>Dílčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	-0,5	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	4,5	-3,1	1,5	3,2	2,4
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,9	6,7	-
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,3	-	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	2,2	15,5	32,7	42,3	20,0	11,1	34,5	-36,7	23,1	3,2	3,6
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	%, meziročně, nominálně	8,0	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	8,3	4,0	2,2	2,9	4,0
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	%, meziročně, reálné	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,9	3,0	0,6	1,0	1,9
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,7	-2,1	-2,9	-0,7	1,0
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	4,6	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,2	-4,2	-0,1	2,0
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	0,5	3,4	-4,5	-4,0	-5,6	0,9	0,3	4,5	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	1,9	3,6	4,1	5,2	4,8	3,4	1,2	-3,0	3,5	2,4	2,4
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15+	-	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	8,2	8,2	7,4
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MIPSV)	%, průměr	-	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,4	9,3	8,6
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-213,7	-198,6	-233,5	-234,3
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,4	-6,0	-5,7
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	695,0	768,3	847,8	885,4	948,3	1 023,8	1 104,9	1 282,3	1 439,6	1 634,2	1 825,1
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,4	38,8	42,1	44,8
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,6	102,7	180,6	205,6	255,0	305,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	5,0	5,5	6,6	7,5
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	21,9	13,2	16,6	36,9	45,1	49,7	65,9	27,0	-35,4	-45,0	-55,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0	-69,9	-55,0	-
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-1,0	-1,9	-1,4	-
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	270,9	53,5	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	26,5	75,0	75,0	-
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	20,0	20,2	19,7
Kč/EUR	průměr	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,4	24,3	23,9
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	-	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,6	-4,1	-4,0	-1,6
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-	-3,1	-5,6	-1,3	-3,9	-8,9	4,4	-3,8	-5,2	-2,1
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	-6,6	0,8	3,6	-1,5	-1,2	1,4	-4,6	0,2	-0,4	-0,2	0,5
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,2	0,0	0,2
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,2	4,6	7,1	7,6
2 T repo sazba	%, konec období	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	-	-	-
3 M PRIBOR	%, průměr	3,5	2,3	2,3	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,2	1,4	2,2

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2008				čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
760,0	765,3	766,6	761,4	732,5	729,2	732,8	736,8	740,4	742,4	748,8	748,0	748,5	756,0	762,0	768,3	773,7	778,9	782,7	788,1
3,1	3,5	2,2	0,5	-3,6	-4,7	-4,4	-3,2	1,1	1,8	2,2	1,5	1,1	1,8	1,8	2,7	3,4	3,0	2,7	2,6
4,5	3,7	3,0	2,6	0,8	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-1,4	-1,0	-0,4	-0,9	0,6	0,9	1,2	1,4	1,5	1,8	2,0
-0,8	2,3	2,9	-0,4	3,1	3,4	5,5	4,8	2,0	1,6	3,3	3,3	4,6	4,2	0,4	1,0	3,1	2,8	2,2	1,6
-1,8	-8,8	-10,5	9,4	-8,9	-16,2	-16,0	-25,3	-4,5	8,3	8,0	7,4	0,8	3,7	3,4	3,1	2,9	2,7	2,5	2,4
14,1	13,4	5,1	-8,7	-18,8	-15,5	-8,2	2,3	12,9	11,6	5,2	6,3	4,2	4,0	5,3	6,6	7,3	7,3	6,8	6,7
12,8	9,2	1,4	-5,3	-16,9	-14,7	-6,8	-2,1	10,7	12,0	5,3	7,3	3,7	4,6	5,1	5,7	6,2	6,3	6,2	6,3
14,2	32,1	30,0	-10,5	-4,2	21,0	16,7	21,5	10,6	20,6	17,5	15,3	14,9	16,9	20,5	22,8	24,8	26,0	27,0	28,0
2,1	3,9	0,8	-13,2	-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	7,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	-2,3	6,4	-4,2	-10,8	1,2	0,3	2,0	-21,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,3	4,7	4,5	-2,7	-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,3	5,4	6,4	6,3	5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,4	6,8	6,6	4,7	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,1	2,0	2,5	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0
15,0	14,7	15,8	16,9	11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	2,3	4,0	4,6	4,7	3,8	3,1	2,9	3,1	3,1	3,1	3,0
3,6	2,9	2,9	0,4	-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,3	0,4	0,7	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9
5,7	3,3	3,4	-0,3	0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,2	2,5	3,6	3,4	3,4	2,2	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
1,8	2,2	2,3	1,7	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,1	-1,3	-0,2	0,3	1,0	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9
14,4	8,5	5,9	-11,5	-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	13,3	7,8	9,2	6,3	1,7	3,9	4,5	4,3	4,2	3,7	3,5
5,3	4,6	4,7	2,9	1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,9	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,0
2,3	1,4	1,1	2,6	3,6	3,3	2,2	1,3	-1,7	1,6	1,6	0,5	3,1	2,1	2,5	3,4	2,8	1,8	1,7	1,9
5,6	5,1	5,5	1,7	-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	1,3	2,8	3,5	3,9	3,4	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3
26,7	27,2	7,7	-18,5	-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-2,8	10,7	21,4	15,4	12,1	1,7	-2,4	-	-	-	-
4,7	5,0	4,5	3,9	2,8	1,4	0,5	0,3	0,3	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
66,1	77,8	54,7	-36,7	-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,6	32,6	6,4	0,5	0,2	-0,4	9,1	6,0	4,6	3,7	3,1	2,8
10,0	7,9	7,5	8,1	2,9	3,2	4,6	5,2	2,2	1,9	2,4	2,2	2,7	3,1	3,2	2,7	5,2	3,8	3,2	3,9
2,4	1,0	0,8	3,2	0,8	1,8	4,5	4,8	1,5	0,7	0,3	-0,3	0,8	1,2	1,3	0,8	3,1	1,7	1,1	1,8
2,1	1,9	1,7	1,2	-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-2,9	-2,7	-2,9	-1,4	-1,1	-0,4	0,1	0,7	0,9	1,1	1,3
8,0	5,3	4,5	6,9	5,0	4,4	4,7	2,9	-3,2	-5,3	-4,4	-3,8	-0,8	-0,4	0,7	0,1	2,4	1,6	1,5	2,5
3,3	-1,4	-1,1	1,1	4,5	5,2	5,1	3,0	-7,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,4	2,5	1,9	-1,0	-3,6	-4,1	-3,1	-1,0	3,2	3,8	3,6	3,1	2,0	2,5	2,2	2,9	3,0	2,6	2,2	1,9
4,7	4,2	4,3	4,4	5,8	6,3	7,3	7,2	8,0	8,0	8,4	8,4	8,6	8,1	8,3	8,0	8,0	7,3	7,3	6,9
6,3	5,5	5,6	5,8	7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	9,1	9,2	9,3	10,0	9,0	9,2	9,1	9,7	8,4	8,4	8,0
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42,9	39,3	27,0	-6,6	41,7	52,4	44,2	42,2	62,6	69,0	47,0	27,0	70,0	76,0	60,0	49,0	89,0	91,0	71,0	54,0
4,9	4,2	2,9	-0,7	4,8	5,7	4,9	4,6	7,2	7,3	5,0	2,9	7,7	7,7	6,1	4,9	9,2	8,8	6,9	5,2
19,2	19,1	15,0	12,6	14,7	9,4	2,7	0,2	-7,4	-10,0	-9,0	-9,0	-10,0	-12,0	-11,0	-12,0	-12,0	-15,0	-14,0	-14,0
53,3	-31,1	-7,3	-37,8	25,0	-30,7	-23,7	-7,5	16,1	-26,0	-31,0	-29,0	22,0	-33,0	-30,0	-14,0	-	-	-	-
6,1	-3,3	-0,8	-4,0	2,8	-3,3	-2,6	-0,8	1,8	-2,7	-3,3	-3,1	2,4	-3,3	-3,0	-1,4	-	-	-	-
-23,6	32,8	16,4	10,7	14,7	-0,3	-17,9	30,0	36,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17,1	15,9	16,1	19,3	21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	20,2	20,5	20,6	20,4	20,3	20,1	19,9	19,8	19,7	19,6	19,6
25,5	24,8	24,1	25,4	27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6	25,3	24,9	24,6	24,4	24,2	24,1	24,0	23,9	23,8	23,8
-12,2	-14,7	-15,9	-7,2	7,4	6,7	6,1	2,2	-6,0	-3,9	-1,6	-4,8	-5,1	-4,4	-3,8	-2,6	-1,9	-1,7	-1,6	-1,4
-9,9	-11,1	-11,4	-3,0	8,6	6,1	3,4	-0,6	-6,1	-3,7	-1,1	-4,5	-6,3	-6,0	-5,1	-3,6	-2,9	-2,4	-1,7	-1,2
-4,3	-6,2	-6,5	-1,2	5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,5	-0,5	3,7	2,0	0,8	-0,6	-0,9	-0,2	0,2	0,3	0,6	0,9
-3,0	-4,4	-4,0	-1,6	1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,4	2,2	6,5	4,6	2,0	-0,6	-1,0	-0,5	-0,2	0,0	0,3	0,6
10,1	7,6	8,3	7,6	8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	4,8	5,6	5,2	7,4	6,4	7,0	7,8	8,1	7,9	7,4	6,9
3,75	3,75	3,50	2,25	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	0,75	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,0	4,2	3,9	4,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,1	1,1	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	2,1	2,2	2,3

Vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na Příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:

SAMOSTATNÝ ODBOR KOMUNIKACE
Tel.: 224 413 494
Fax: 224 412 179

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.

Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)
ISSN 1804-2457 (Online)

