

ZPRÁVA O INFLACI / I

2012

ZPRÁVA O INFLACI / I

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 v kapitole II obsahuje popis nové čtvrtletní makroekonomické prognózy České národní banky a v kapitole III její hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

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.

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. února 2012 a obsahuje informace dostupné k 20. lednu 2012. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

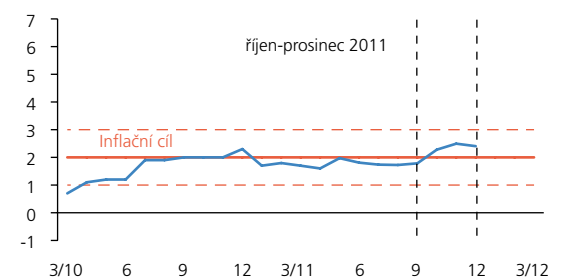
Společný materiál Ministerstva financí a České národní banky předkládaný koncem každého roku k projednání ve vládě nesoucí název „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou“ je dostupný jako samostatný dokument na [webových stránkách ČNB](#). Materiál konstatuje, že ve světle fiskálních problémů v eurozóně a způsobu jejich řešení i vzhledem k přetrvávající zvýšené volatilitě na světových finančních trzích se situace v současnosti nejeví jako příznivá pro přijetí jednotné měny euro v České republice. Z hlediska vlastní připravenosti České republiky na přijetí eura je dle znění uvedeného materiálu zejména nutno dokončit proces konsolidace veřejných rozpočtů a zvýšit pružnost trhu práce.

| | |
|--|-----------|
| PŘEDMLUVA | 3 |
| OBSAH | 5 |
| I SHRUTÍ | 6 |
| II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA | 8 |
| II.1 Vnější předpoklady prognózy | 8 |
| II.2 Prognóza | 10 |
| BOX 1 Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011 | 12 |
| II.3 Srovnání s minulou prognózou | 20 |
| BOX 2 Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů | 21 |
| II.4 Alternativy a citlivostní analýzy | 23 |
| II.4.1 Citlivostní scénář kurzu | 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 | 34 |
| III.3.1 Domácí poptávka | 34 |
| BOX 3 Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011 | 35 |
| III.3.2 Čistá zahraniční poptávka | 37 |
| III.3.3 Nabídka | 38 |
| III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky | 40 |
| III.4 Trh práce | 41 |
| III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost | 41 |
| III.4.2 Mzdy a produktivita | 42 |
| III.5 Finanční a měnový vývoj | 44 |
| III.5.1 Peníze | 44 |
| III.5.2 Úvěry | 45 |
| III.5.3 Úrokové sazby | 47 |
| III.5.4 Měnový kurz | 50 |
| III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků | 50 |
| III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností | 51 |
| III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí | 53 |
| III.6 Platební bilance | 55 |
| III.6.1 Běžný účet | 55 |
| III.6.2 Kapitálový účet | 56 |
| III.6.3 Finanční účet | 56 |
| III.7 Vnější prostředí | 58 |
| III.7.1 Eurozóna | 58 |
| III.7.2 Spojené státy | 60 |
| III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám | 61 |
| III.7.4 Cena ropy a dalších komodit | 61 |
| SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU | 64 |
| SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU | 67 |
| POUŽITÉ ZKRATKY | 68 |
| SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI | 69 |
| GLOSÁŘ POJMŮ | 72 |
| KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY | 76 |

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

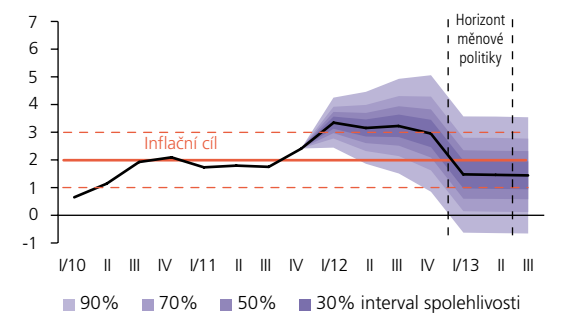
Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pohybovala mírně nad cílem
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

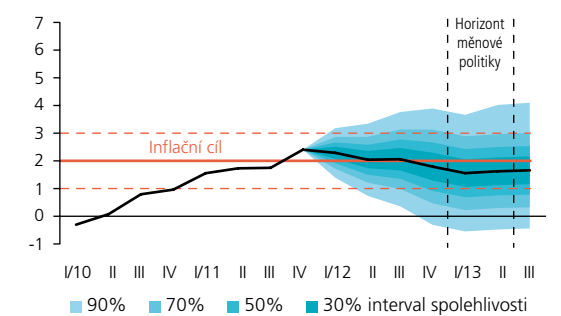
Celková inflace v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 dočasně vzroste těsně nad 3 %
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se bude pohybovat v blízkosti cíle na celém horizontu prognózy
(meziroční změny v %)



I. SHRUTÍ

Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2011 dále zdatelně zpomalila svůj meziroční růst, dosud tažený zejména čistým vývozem. Celková inflace se spolu s měnověpolitickou inflací pohybují mírně nad úrovní cíle. Zdrojem inflace jsou především regulované ceny, ceny potravin a postupné prosakování oslabeného měnového kurzu do cen. Domácí faktory cenový vývoj naopak tlumí. Hrubý domácí produkt v letošním roce neporoste, jeho stagnace bude odrazem výrazného zpomalení zahraniční poptávky a pokračující fiskální konsolidace. Reálná ekonomická aktivita ožíví až v roce 2013. Celková inflace v roce 2012 dočasně vzroste těsně nad 3 % v důsledku zvýšení DPH, od začátku roku 2013 se pak sníží pod cíl. Měnověpolitická inflace se v celém horizontu prognózy bude pohybovat v blízkosti inflačního cíle. Dopady zvýšení DPH do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné. S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles.

Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalila svůj meziroční růst na 1,2 %, když jediným zdrojem růstu byl čistý vývoz. Příspěvky ostatních složek byly záporné, nejvíce investice do zásob. Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se očekává další zpomalení meziročního růstu HDP na 0,7 %.

Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pohybovala mírně nad cílem ČNB, stejně jako měnověpolitická inflace (Graf I.1). Zdrojem inflace jsou nadále především regulované ceny a ceny potravin, ve kterých se s předstihem promítla část dopadu změny DPH od ledna 2012. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstává záporná, a nadále tak odráží slabou domácí poptávku a utlumené nákladové tlaky. Působení dovozních cen je naopak proinflační vlivem nedávného oslabení kurzu koruny, zatímco vysoký růst zahraničních cen již odeznívá.

Tempo **ekonomického růstu v efektivní eurozóně** se ve třetím čtvrtletí 2011 dále snížilo a za celý rok by mělo dosáhnout hodnoty 2,6 %. V letošním roce by se dynamika jejího růstu měla snížit o více než 2 procentní body. Nízký výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje dosavadní i očekávané kroky ECB ve směru uvolnění měnové politiky; to se spolu s prohloubením dluhové krize eurozóny odráží i v oslabeném kurzu eura vůči dolaru. Ceny ropy i dalších komodit se stále udržují na relativně vysoké úrovni, teprve v delším období se na komoditních trzích předpokládá velmi pozvolný pokles cen.

Dle prognózy celková inflace v roce 2012 dočasně vzroste těsně nad 3 %, a to v důsledku zvýšení DPH. Od začátku roku 2013 se pak sníží do spodní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se na celém horizontu prognózy bude pohybovat v blízkosti inflačního cíle s lehce klesající tendencí (Graf I.3). V nejbližším období bude lehce nad cílem, když se projeví zrychlený růst regulovaných cen a postupné promítání oslabeného kurzu. Proinflační vliv dovozních cen ale postupně odezní s návratem měnového

kurzu k postupnému posilování. K poklesu měnověpolitické inflace mírně pod cíl přispěje i útlum ekonomické aktivity. Nákladové tlaky z domácí ekonomiky, které na počátku prognózy působí protiinflačně, se začnou postupně obnovovat až od konce letošního roku spolu s ožíváním zahraniční i domácí ekonomické aktivity. Dopady zvýšení DPH do inflačních očekávání a mzdového vývoje jsou předpokládány nevýrazné. Korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně poroste a ze záporných do kladných hodnot překmitne ve druhém čtvrtletí 2012. Růst cen potravin a pohonných hmot naopak výrazně zpomalí.

S prognózou je konzistentní stabilita tržních **úrokových sazeb** v nejbližším období a jejich následný mírný pokles (Graf I.4). Stabilita sazeb 3M PRIBOR na začátku prognózy je výsledkem protisměrného působení zvýšené inflace včetně výhledu regulovaných cen a oslabení kurzu na jedné straně a nízké hladiny zahraničních úrokových sazeb spolu s utlumenými domácími inflačními tlaky na straně druhé. Úrokové sazby zároveň nereagují na očekávané dočasné zvýšení inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. S odezněním vlivu oslabeného kurzu a zvýšení regulovaných cen pak úrokové sazby mírně klesají. Prognóza očekává pozvolné posilování **kurzu koruny** vůči euru z aktuálně oslabené úrovně, odrážející dopady dluhové krize v eurozóně. Jeho tempo však bude tlumeno výhledem zahraničních veličin, když vliv nízkých eurových sazeb bude převážen zhoršeným výhledem zahraniční poptávky a čistého vývozu (Graf I.5). K posilování koruny v delším horizontu naopak přispěje opětovné oživení zahraniční poptávky a pozvolné obnovování dlouhodobé reálné konvergence.

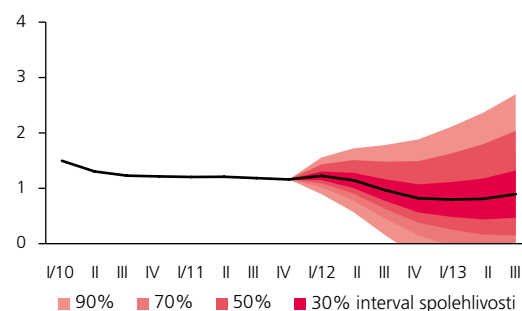
Česká ekonomika bude v letošním roce celkově stagnovat (Graf I.6). Utlumený vývoj domácí poptávky bude patrný ve všech výdajových složkách, když bude odrážet výrazné zpomalení zahraniční poptávky a pokračující konsolidaci veřejných rozpočtů. Čistý vývoz a investice do zásob budou růst HDP brzdit, ostatní složky poptávky jen mírně porostou. HDP opět poroste v roce 2013 (o 1,9 %) v souvislosti s oživením zahraniční poptávky. Zdrojem růstu budou všechny složky kromě vládní spotřeby. Uvedený vývoj se na **trhu práce** projeví poklesem celkové zaměstnanosti ve druhé polovině letošního roku. K opětovnému růstu, byť nevýraznému, se celková zaměstnanost vrátí až ve druhé polovině roku 2013, na což bude reagovat i míra nezaměstnanosti. Zpomalující růst mezd v podnikatelské sféře bude letos odrážet útlum české ekonomiky, v příštím roce bude růst mezd kopírovat oživení ekonomické aktivity. Mzdy v nepodnikatelské sféře porostou umírněným tempem.

Na svém měnověpolitickém zasedání 2. února 2012 bankovní rada jednomyslně rozhodla **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Protiinflační riziko představují dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec těch, která byla zahrnuta do prognózy. Naopak proinflačně by působil případný rychlejší růst cen potravin. Kromě toho existují i obousměrná rizika; k nim patří vývoj v zahraničí a kurz koruny.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

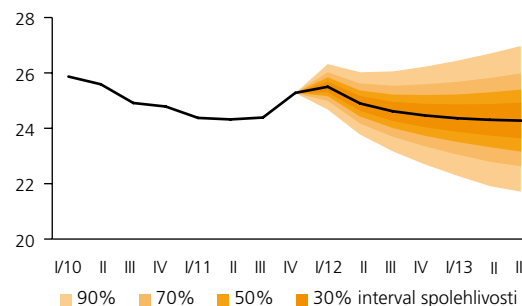
S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles (3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

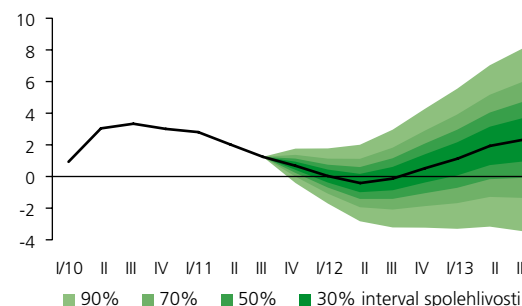
Nominální měnový kurz bude pozvolna posilovat z aktuálně oslabené úrovně (CZK/EUR)



GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

HDP bude v letošním roce celkově stagnovat (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

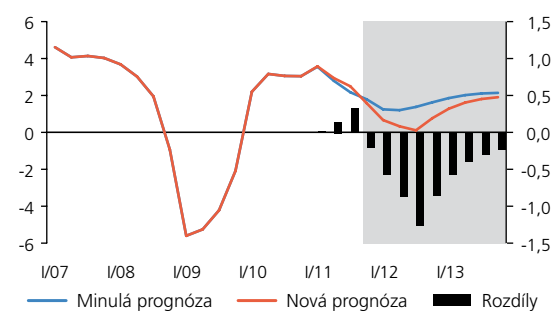


GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓN

V letošním roce se očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu v eurozóně

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



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

V letošním roce se v eurozóně očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu. Jeho opětovné zrychlení by mělo nastat v příštím roce, rizika vývoje zahraniční poptávky jsou však nadále výrazná a vychýlena spíše směrem dolů. Spolu s odezněním předchozího růstu cen komodit a očekávaným útlumem průmyslové produkce se předpokládá výrazné zpomalení růstu cen výrobců. S tím souvisí i očekávané snížení inflace, a to i přes slabší kurz eura vůči dolaru. Směrem k nižší inflaci by totiž měla působit utlumená ekonomická aktivita. Nízký výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje dosavadní i očekávané kroky ECB ve směru uvolnění měnové politiky; to se odráží i v oslabeném kurzu eura vůči dolaru. Výhled ceny ropy Brent naznačuje nejprve stabilitu a poté mírný pokles z aktuálně zvýšených hodnot.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá výrazné zpomalení ekonomického růstu v letošním roce na 0,5 %, tj. o 2,1 procentního bodu méně než v roce 2011 (Graf II.1.1).¹ Proces fiskální konsolidace vynucený prohloubením dluhové krize spolu s nejistotou ohledně budoucího vývoje bude ve většině členských zemí působit směrem k útlumu domácí poptávky. To se následně projeví poklesem vývozu exportně zaměřených zemí eurozóny včetně Německa. Proti zpomalení zahraničního obchodu bude naopak působit vyšší cenová konkurenceschopnost spojená se slabším kurzem eura. Opětovné zrychlení tempa ekonomického růstu se očekává až v roce 2013. Předpoklad růstu ekonomické aktivity v příštím roce ve výši 1,7 % je však stále o 0,9 procentního bodu nižší ve srovnání s očekávanou skutečností roku 2011. Vzhledem k pokračující dluhové krizi navíc zůstávají rizika ekonomického růstu pro letošní i příští rok vysoká a vychýlena spíše směrem dolů.

Odeznění růstu cen komodit z minulého roku a očekávané utlumení průmyslové produkce se odrážejí ve výhledu **růstu efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny**. Ten se pro rok 2012 sníží na 2,2 %, což je o 3,8 procentního bodu méně oproti minulému roku (Graf II.1.2). Proti výraznějšímu poklesu dynamiky průmyslových cen budou však v roce 2012 působit oslabení kurzu eura vůči dolaru a stále vysoké ceny energetických komodit, u kterých se mírný pokles předpokládá až v roce 2013. V souvislosti s tím by v příštím roce mělo dojít k dalšímu zpomalení růstu cen průmyslových výrobců na 1,9 %.

Výhled růstu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** zohledňuje především očekávaný útlum poptávky, související s fiskální konsolidací. Tempo růstu spotřebitelských cen by mělo zpomalit v letošním roce na 2,1 % (z průměrné hodnoty 2,8 % v roce

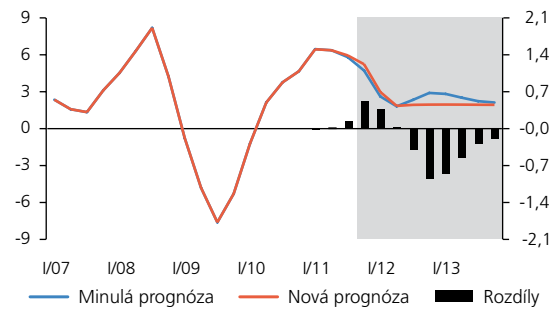
1 Výhled zahraničních veličin vychází z průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů k 9. lednu 2012. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓN

Klesající výhled cen výrobců odráží odeznění vysokých cen průmyslových komodit a očekávaný útlum průmyslové produkce

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

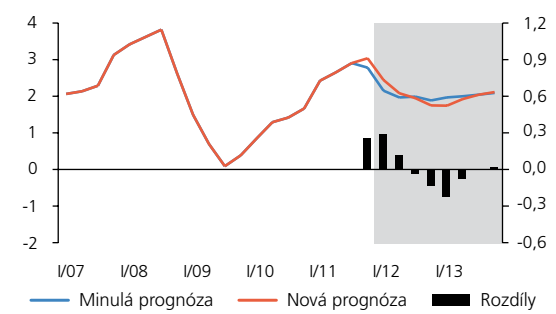


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓN

Efektivní inflace by se měla pohybovat kolem 2 %

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



2011), a to i přes pokračující růst cen pohonných hmot, energií a nájemného. K inflaci bude přispívat i růst nepřímých daní. Okolo 2% hladiny by se tempo růstu spotřebitelských cen mělo pohybovat i v roce 2013 (Graf II.1.3).

Trajektorie očekávaných zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** se v letošním a příštím roce posouvá dále směrem dolů (Graf II.1.4) vlivem prohloubení dluhové krize. Ve snížení výhledu úrokových sazeb se projevila i nedávná opatření ECB, a to znovuzavedení programů na dodávání dlouhodobé likvidity bankovnímu sektoru a snížení základní refinanční sazby ve dvou krocích z 1,5% na 1%. Oproti minulému roku se tak v letošním roce očekává pokles zahraničních sazeb 3M EURIBOR o 0,4 procentního bodu v průměru na 1%. Těsně pod touto hladinou by zahraniční sazby měly stagnovat až téměř do konce roku 2013. Tržní výhled zahraničních sazeb je zhruba v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci CF. Ti předpokládají, že na počátku roku 2013 sazba 3M EURIBOR bude dosahovat 1%, což je hodnota jen o 0,1 procentního bodu vyšší než tržní výhled pro toto období.

Aktuální výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** je ovlivněn oslabováním evropské měny od září 2011, které úzce souviselo s prohlubováním dluhové krize v eurozóně (Graf II.1.5). Navíc zhoršující se makroekonomický vývoj v eurozóně kontrastoval s mírně příznivými daty z americké ekonomiky. Prognóza tak pro letošní rok předpokládá posílení dolaru z průměrné hodnoty loňského roku 1,39 USD/EUR na 1,29 USD/EUR. V roce 2013 se očekává jen nepatrné posílení kurzu eura na 1,31 USD/EUR.

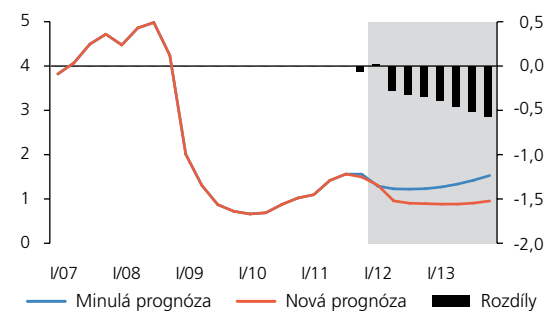
Výhled trajektorie **ceny ropy Brent** na základě tržních kontraktů byl přehodnocen směrem nahoru (Graf II.1.6). Pro letošní rok to znamená stagnaci na průměrné úrovni roku 2011, tj. lehce nad 110 USD/barel. Mírně klesající trend trajektorie ceny ropy zůstává zachován, ovšem na vyšší hladině. V roce 2013 se očekává průměrná cena ropy Brent na úrovni 107 USD/barel. Ve srovnání s minulou prognózou tak v letech 2012 a 2013 dochází k přehodnocení směrem nahoru přibližně o 8%. Rizika dalšího vývoje přitom zůstávají i nadále obousměrná a navíc v posledním období zesílila. Směrem k nižším cenám ropy může působit výraznější pokles globální poptávky po ropě odrážející zpomalení světové ekonomiky. Riziko vyšších cen ropy lze naopak spojovat s aktuálními geopolitickými riziky (viz kapitola III.7).

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Prohloubení dluhové krize a uvolněná měnová politika ECB se odrážejí v nízkém tržním výhledu úrokových sazeb

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

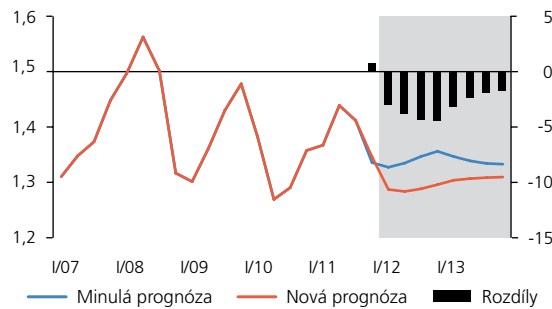


GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Na celém horizontu prognózy se očekává výrazně slabší kurz eura vůči americkému dolaru

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

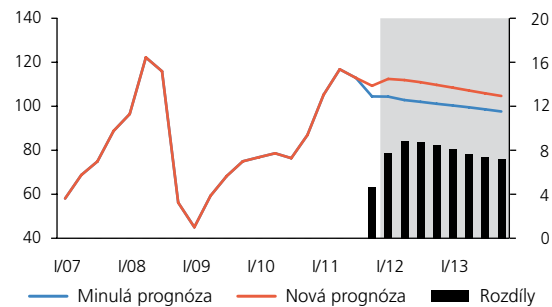


GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá nejdříve stagnaci následovanou velmi pozvolným poklesem

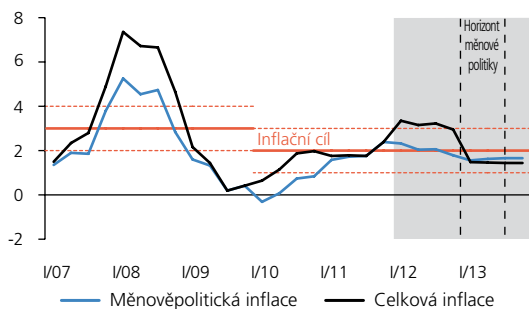
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková inflace dočasně vzroste těsně nad 3 % vlivem změn daní, měnověpolitická inflace se bude nacházet v blízkosti cíle (meziroční změny v %)

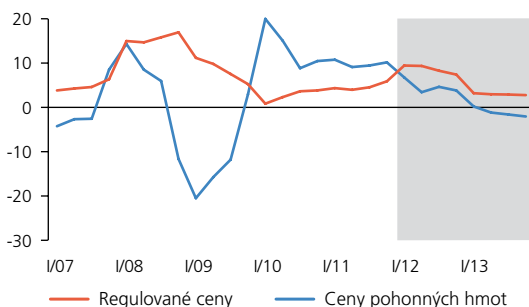


GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen v roce 2012 zrychlí, mimo jiné vlivem zvýšení DPH a nájemného

(meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za růstem regulovaných cen bude stát zejména růst cen energií a zvýšení regulovaného nájemného

(meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

| | 2011 | | 2012 | | 2013 | |
|---|------------|------|--------|--------|--------|--------|
| | skutečnost | 1,22 | progn. | progn. | progn. | progn. |
| Regulované ceny ^{a)} | 7,0 | 1,22 | 6,5 | 1,15 | 2,7 | 0,51 |
| z toho (hlavní změny): | | | | | | |
| Regulované nájemné | 7,7 | 0,12 | 19,0 | 0,26 | 5,0 | 0,07 |
| Ceny elektřiny | 4,8 | 0,17 | 3,5 | 0,13 | -0,1 | 0,00 |
| Ceny zemního plynu | 22,2 | 0,55 | 6,6 | 0,16 | 0,0 | 0,00 |
| Ceny tepla | 1,9 | 0,05 | 7,6 | 0,18 | 5,1 | 0,12 |
| Regulované ceny ve zdravotnictví | 7,0 | 0,15 | 3,6 | 0,07 | 3,4 | 0,07 |
| Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách | | 0,00 | | 0,95 | | -0,29 |

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dosáhly v průměru 2,4 %. Zdrojem inflace jsou především regulované ceny, ceny potravin a postupné prosakování oslabeného měnového kurzu do cen. Slabá domácí poptávka spolu s nízkým růstem mezd způsobuje, že domácí faktory cenový vývoj naopak tlumí. V důsledku daňových změn se celková inflace bude v letošním roce nacházet těsně nad 3 %, měnověpolitická inflace se bude pohybovat poblíž inflačního cíle. V roce 2013 celková i měnověpolitická inflace klesnou pod inflační cíl. V nejbližším období bude přetrvávat proinflační vliv dovozních cen, zatímco nákladové tlaky z domácí ekonomiky se začnou pozvolna obnovovat až od konce letošního roku. Utlumený vývoj domácí ekonomické aktivity bude v roce 2012 odrážet výrazné zpomalení zahraniční poptávky a pokračující fiskální konsolidaci, HDP proto bude stagnovat. V příštím roce v souvislosti s oživením zahraniční poptávky růst HDP dosáhne 1,9 %. S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles.

Meziroční **celková inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 2,4 %, stejně jako měnověpolitická inflace, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní. V důsledku daňových změn účinných od ledna 2012 se bude téměř po celý letošní rok celková inflace dočasně nacházet těsně nad 3 % (Graf II.2.1). Měnověpolitická inflace se bude v letošním roce pohybovat poblíž inflačního cíle. V roce 2013 se celková i měnověpolitická inflace dostanou pod inflační cíl, přičemž celková inflace bude oproti měnověpolitické mírně nižší z důvodu sjednocení sazeb DPH na počátku příštího roku na úrovni 17,5 %, které má v souhrnu mírně protiinflační primární vliv.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v průměru zrychlil na 5,9 %. V prvním čtvrtletí letošního roku prognóza předpokládá další zrychlení na 9,4 % (Graf II.2.2). Na tomto vývoji se bude nejvýznamněji podílet zvýšení cen energií pro domácnosti, růst regulovaného nájemného, zvýšení cen vodného a stočného a cen osobní dopravy. Ke zrychlení regulovaných cen přispěje rovněž jednorázový vliv zvýšení snížené sazby DPH, ke kterému došlo od ledna 2012. V závěru letošního roku se do regulovaných cen bude promítat předpokládané zpomalení dynamiky světových cen zemního plynu v podmínkách zmírňujícího meziročního oslabení kurzu CZK/USD. To spolu s odezněním efektu změny DPH vyústí ve zvolnění jejich tempa růstu k hodnotám kolem 3 % v roce 2013 (Tab. II.2.1).

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziroční inflace nebyla ovlivněna primárními dopady změn **nepřímých daní**, na prognóze však bude jejich vliv významný. Prognóza zahrnuje zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od ledna 2012, přičemž primární dopad této změny do inflace lze odhadnout na cca 1,1 procentního bodu. Předpokládá přitom, že část dopadu této změny DPH byla s předstihem promítnuta v cenách potravin již v závěru loňského roku (viz BOX 1). V lednu 2012 dále došlo k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace lehce nad 0,1 procentního bodu. V lednu 2013

pak prognóza očekává sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude činit cca -0,2 procentního bodu. Dopady všech uvedených změn nepřímých daní do inflačních očekávání a mzdového vývoje jsou očekávány nevýrazné.

Meziroční **čistá inflace** se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v průměru zvýšila na 1,7 % (Graf II.2.3). Na tomto posunu se podílelo zejména zrychlení růstu cen potravin spolu s posunem korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot. V prvním čtvrtletí 2012 se čistá inflace sníží, a to v důsledku zpomalení meziroční dynamiky cen potravin (bez primárního vlivu změn DPH) a cen pohonných hmot. Tento vliv bude na druhé straně částečně kompenzován vývojem korigované inflace bez pohonných hmot, jejíž pokles se zmírní a následně ve druhém čtvrtletí překmitne do kladných hodnot. Čistá inflace se tak bude v průběhu letošního roku pohybovat kolem 1 %. Na přelomu letošního a příštího roku zaznamená čistá inflace výkyvy oběma směry související s výše popsanými změnami DPH v obou letech. V průběhu roku 2013 pak bude čistá inflace ovlivněna především pokračujícím růstem korigované inflace bez pohonných hmot, zatímco opačným směrem bude působit očekávaný pokles cen pohonných hmot. Proti růstu cen přitom bude působit obnovené posilování měnového kurzu, postupně se však začnou objevovat domácí nákladové tlaky. Ve druhé polovině roku 2013 tak čistá inflace dosáhne cca 1,5 %.

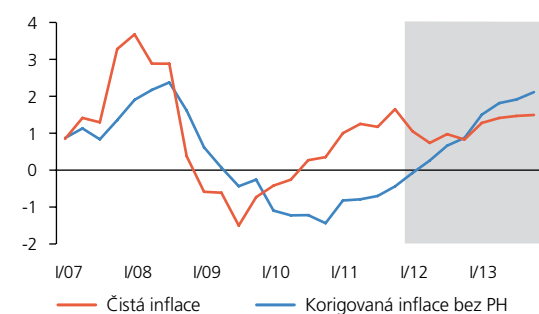
Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 posunula do méně záporných hodnot (Graf II.2.3). Nadále tak byly patrné utlumené domácí nákladové tlaky, a to v prostředí slabé domácí poptávky. Během letošního roku prognóza předpokládá pozvolné zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot až k 1 %. Zpočátku bude její vývoj ovlivněn zejména očekávaným růstem dovozních cen, v závěru letošního roku naopak převládne pozvolné obnovení růstu domácích nákladových tlaků. Jejich postupné zesilování povede ke zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot na hodnoty kolem 2 % v závěru roku 2013. K tomu přispějí také kladné okamžité sekundární dopady plynoucí ze snížení základní sazby DPH na 17,5 % v lednu 2013, tj. neúplně promítnutí této daňové změny do cen.

Meziroční růst **cen potravin** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zrychlil v průměru na 4,5 %. Je pravděpodobné, že se do cen potravin s předstihem částečně promítlo zvýšení snížené sazby DPH od ledna 2012 (podrobněji viz BOX 1). Vysoký růst cen zemědělských výrobců přitom již téměř odezněl a cenová dynamika v potravinářském průmyslu ztelně oslabila. V prvním čtvrtletí 2012 prognóza očekává zvolnění meziroční dynamiky cen potravin (bez primárních dopadů změn daní) zejména v souvislosti s kompenzací jejich předchozího vysokého růstu. V návaznosti na předpokládané obnovení meziročního poklesu cen zemědělských výrobců bude dynamika cen potravin v dalších čtvrtletích zpomalovat, a to až k nulovým hodnotám na konci letošního roku. S přechodem cen zemědělských komodit k opětovnému růstu v průběhu roku 2013 zrychlí ceny potravin na cca 1 % (Graf II.2.4).

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

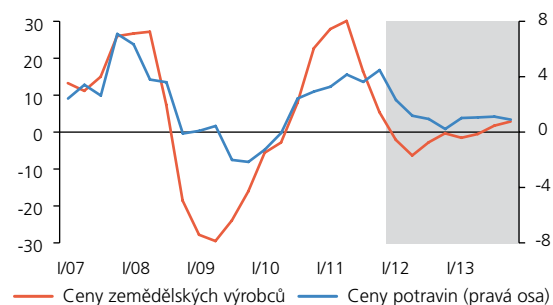
Korigovaná inflace bez pohonných hmot překmitne do kladných hodnot ve druhém čtvrtletí 2012
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

S odezněním růstu cen zemědělských výrobců zvolní svůj růst i ceny potravin
(meziroční změny v %)

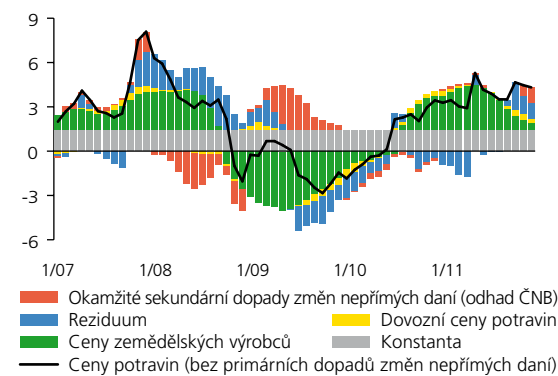


GRAF 1 (Box)

FAKTORY VÝVOJE CEN POTRAVIN

Ceny potravin na konci roku 2011 byly ovlivněny zvýšením sazby DPH

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

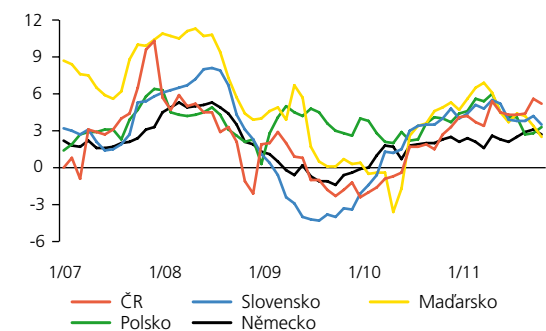


GRAF 2 (Box)

CENY POTRAVIN V ČR A V OKOLNÍCH ZEMÍCH

Na konci roku 2011 byl růst cen potravin v ČR ze zemí regionu nejvyšší

(meziroční změny v %, metodika HICP)



BOX 1

Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011

K 1. lednu 2012 došlo v rámci daňových změn mimo jiné ke zvýšení snížené sazby DPH z 10 na 14 %. Vliv této změny na spotřebitelské ceny byl poprvé zpracován v makroekonomické prognóze ČNB v Zol III/2011, kde byl popsán v BOXU 1 „Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013“. Zvýšení cen potravin z důvodu změn DPH na počátku letošního roku představuje primární vliv do inflace ve výši 0,6 procentního bodu. Prognózy ze Zol III/2011 a Zol IV/2011 předpokládaly, že vzhledem k utlumené poptávce nedojde k promítnutí DPH do spotřebitelských cen v předstihu tak, jako tomu bylo v závěru roku 2007. Tehdy se schválená změna snížené sazby DPH z 5 na 9 % od ledna 2008 v cenách potravin více než z poloviny projevila již s dvouměsíčním předstihem. Případné promítnutí vyšší sazby DPH do cen potravin již na konci roku 2011 bylo v Zol IV/2011 – s ohledem na odlišnou pozici ekonomiky v cyklu i rozdílný vývoj cen zemědělských komodit oproti roku 2007 – zvažováno pouze jako riziko prognózy ve směru přechodně vyšší inflace.

Výrazný plošný růst cen potravin v říjnu až prosinci 2011 však naznačil možnost opětovného dřívějšího průsaku změny DPH do cen potravin (bez alkoholu a tabáku, které nejsou aktuální změnou DPH dotčeny). Ty se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 po sezonním očistění zvýšily o 2,7 %, přičemž růst cen se týkal většiny položek potravin. Ekonometrická analýza přitom ukazuje, že zrychlení růstu cen potravin v tomto období lze jen z velmi malé části vysvětlit aktuálně rostoucími dovozními cenami potravin, resp. oslabeným kurzem koruny (Graf 1). Naproti tomu vliv v minulosti vysokých domácích cen zemědělských výrobců již v cenách potravin zřetelně odeznívá. Současné porovnání růstu cen potravin v ČR s okolními státy ukazuje, že ceny potravin v ČR v závěru roku 2011 rostly nejrychleji (Graf 2), přičemž pro tento rozdíl neexistuje jiný významný důvod než změna DPH. Podobný rozdíl mezi cenami v ČR a v zahraničí bylo možné pozorovat i na přelomu let 2007–2008.

Nová prognóza – stejně jako dvě minulé predikce – očekává, že z primárního dopadu 0,6 procentního bodu bude čtvrtina krátkodobě vstřebána v maržích prodejců a projeví se růstem cen až v delším časovém horizontu. Nová prognóza však předpokládá, že ze zbývajících částí dopadu (tj. cca 0,4–0,5 procentního bodu dopadu do inflace) se již 60 % projevilo v cenách potravin v říjnu až prosinci 2011; zbývajících vliv se v cenách potravin promítne v lednu 2012. Jedná se o podobný rozsah předčasného průsaku DPH jako v roce 2007.

Ceny **pohonných hmot** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v průměru meziročně zrychlily svůj růst, když meziroční oslabení kurzu CZK/USD převážilo nad nižší dynamikou světových cen ropy. V nejbližším období prognóza očekává zpomalení cen pohonných hmot (částečně vlivem srovnávací základny), a to v důsledku mírnějšího meziročního růstu světových cen ropy, které nicméně bude částečně kompenzováno meziročním oslabením kurzu CZK/USD. V návaznosti na očekávaný meziroční pokles cen ropy na světových trzích a obnovené posilování kurzu CZK/USD přejdou ceny pohonných hmot během roku 2013 do meziročního poklesu (Graf II.2.5).

Úrokové sazby na českém peněžním trhu ve čtvrtém čtvrtletí 2011 stagnovaly. Sazby s delší než roční splatností se celkově také téměř nezměnily, byla však u nich patrná vyšší volatilita. S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles (Graf II.2.6). Směrem k poklesu úrokových sazeb působí na celém horizontu prognózy několik faktorů, a to z domácí ekonomiky i ze zahraničí. Pomalý růst ekonomické aktivity a mezd v podnikatelském sektoru odrážející zpomalení zahraniční poptávky v letošním roce a nízká hladina zahraničních úrokových sazeb tlačí domácí úrokové sazby směrem dolů. V první polovině roku 2012 jsou tyto protiinflační tlaky kompenzovány zvýšenou inflací včetně výhledu regulovaných cen a oslabením měnového kurzu. Úrokové sazby zároveň nereagují na předpokládaný dočasný nárůst celkové inflace nad cíl v letošním roce z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní, na které je standardně uplatňován institut výjimky.

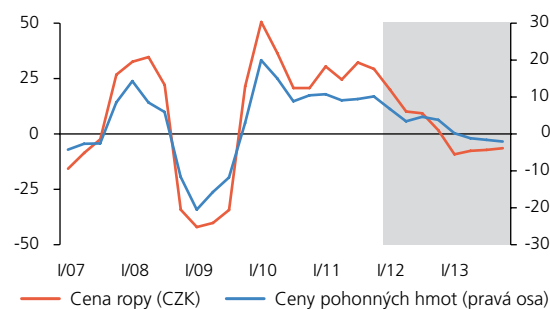
Koruna vůči euru ve čtvrtém čtvrtletí 2011 výrazně oslabila a na slabších úrovních zůstala i během ledna 2012. To odráželo zvýšenou nejistotu vyplývající z prohloubení dluhové krize v eurozóně. Krátkodobá prognóza kurzu pro první čtvrtletí 2012 je tak nastavena na průměrné úrovni 25,5 CZK/EUR (Graf II.2.7). Vývoj kurzu v první polovině letošního roku pak bude výrazně ovlivněn výhledem zahraničních veličin, když vliv nízkých eurových sazeb bude převážen zhoršeným výhledem zahraniční poptávky a tím i nominálního čistého vývozu. Prognózovaná kurzová trajektorie je také ovlivněna provedenou revizí zahraničního obchodu v rámci národních účtů (viz BOX 2 v kapitole II.3). K posilování kurzu v delším horizontu přispěje opětovné oživení zahraniční poptávky a pozvolné obnovování dlouhodobé reálné konvergence.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zvýšil v důsledku znehodnocení měnového kurzu. To se do značné míry odrazilo v narůstajících inflačních tlacích z dovozních cen (Graf II.2.8). Vysoký růst cen světových komodit z první poloviny roku 2011 z velké části odezněl, a promítá se tak do dovozních cen již jen omezeně. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, jsou naopak protiinflační v důsledku přetrvávající slabé domácí poptávky spolu s utlumeným růstem mezd. Odhadovaný vývoj exportně specifické technologie souvisí s přetrvávajícím rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), jehož příspěvek k vývoji inflace je v současnosti oproti minulosti méně výrazný.

GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

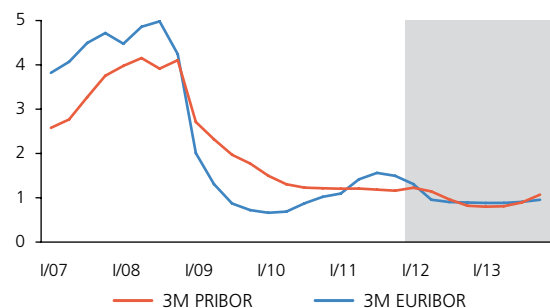
Prognóza očekává zpomalení růstu cen pohonných hmot v návaznosti na klesající výhled cen ropy (meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

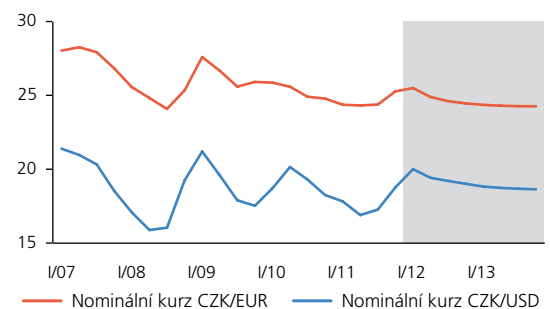
S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles (3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



GRAF II.2.7

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz koruny vůči euru po počátečním oslabení pozvolna posiluje (CZK/EUR a CZK/USD)

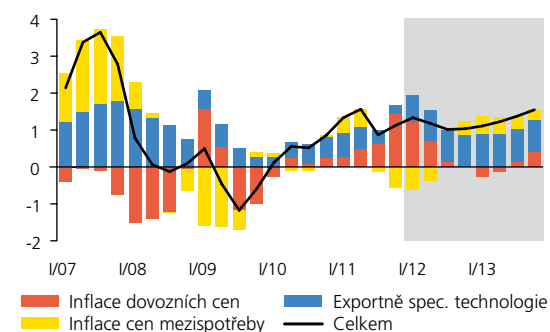


GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Tlaky z domácí ekonomiky se budou pozvolna obnovovat až v závěru letošního roku, kdy naopak odezní proinflační vliv dovozních cen

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

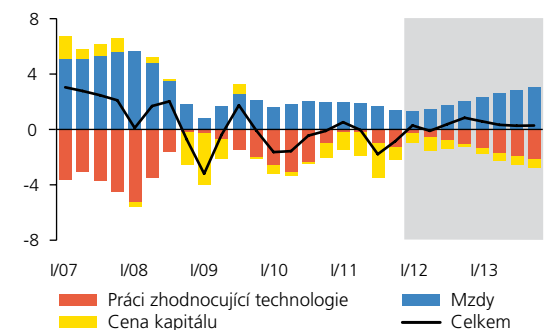


GRAF II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Pozvolna zrychlující mzdy budou z velké části vyvažovány růstem produktivity práce a nízkou cenou kapitálu

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

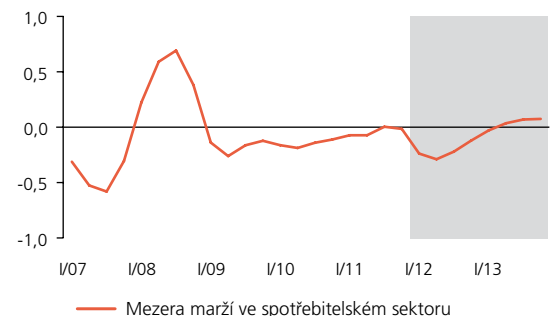


GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Na počátku prognózy se mezera marží opět otevře do záporných hodnot

(v %)



V první polovině letošního roku bude přetrvávat proinflační vliv dovozních cen. Toto působení je dáno především postupným prosakováním předchozího oslabení kurzu do dovozních cen. Návrat kurzu koruny k mírnému zhodnocování však tyto tlaky ke konci roku 2012 eliminuje. Nákladové tlaky z domácí ekonomiky se začnou zvolna obnovovat až od konce roku 2012 s postupným ožíváním ekonomické aktivity. Pozvolný návrat růstu exportně specifické technologie k dlouhodobým hodnotám odráží předpoklad postupného obnovování rovnovážného zhodnocování kurzu.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v poklesu především v důsledku nízkého růstu mezd, který byl převážen mírným růstem práci zhodnocující technologie a poklesem ceny kapitálu (Graf II.2.9). Vývoj práci zhodnocující technologie je v souladu s vývojem národohospodářské produktivity práce. Pokles ceny kapitálu odráží nízkou zahraniční poptávku, projevující se poklesem využití výrobních kapacit, a nízké ceny investičních statků. Domácí nákladové tlaky jsou na horizontu prognózy slabé z důvodu jen mírného růstu mezd, který bude navíc z velké části kompenzován příspěvkem práci zhodnocující technologie.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se ve druhé polovině roku 2011 uzavřela, když růst cen spotřebních statků byl vyšší než růst nákladů (Graf II.2.10). Prognóza předpokládá, že ve zvýšení cen potravin ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se již promítlo 60 % z celkového očekávaného dopadu zvýšení DPH (viz BOX 1). Nastavení marží proto zohledňuje toto dřívější promítnutí vyšší DPH do cen potravin prostřednictvím expertní úpravy. V prvním čtvrtletí 2012 pak bude zvýšení cen potravin adekvátně nižší. Slabá ekonomická aktivita v roce 2012 povede prostřednictvím mírně vyššího růstu nákladů oproti tržním cenám k otevření mezery marží do záporných hodnot. K jejímu opětovnému uzavření dojde až na počátku roku 2013 spolu s očekávaným zrychlením růstu ekonomické aktivity.

Produktivita práce na úrovni národního hospodářství ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračovala ve zpomalování svého meziročního tempa a za celý rok vzrostla v průměru o 1,5 %. V první polovině letošního roku pak produktivita práce překmitne do mírně záporných hodnot růstu. Na konci roku 2012, v návaznosti na zrychlování růstu ekonomické aktivity a při stagnaci zaměstnanosti, začne produktivita práce opět zrychlovat až ke 2% úrovni na konci roku 2013. V roce 2012 tak bude produktivita práce v průměru stagnovat, v následujícím roce potom její průměrné celoroční tempo dosáhne 1,9 %

Meziroční růst nominálních **mezd v podnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2011 zrychlil (po sezonním očištění) na 3,1 %. Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 si mzdy v podnikatelské sféře zachovaly obdobné tempo růstu. Od počátku roku 2012 však bude dynamika mezd postupně zpomalovat, a to především vlivem ekonomického zpomalení v zahraničí. Na konci letošního roku pak prognóza očekává obrát k pozvolnému zrychlování růstu mezd v podnikatelské sféře, které bude kopírovat oživení domácí ekonomické aktivity. Za celý rok 2011 průměrná

mzda v podnikatelském sektoru vzrostla o 2,9 %, v letošním roce její tempo zpomalí na 2,5 %. V roce 2013 potom mzdy vzrostou o 3,5 % (Graf II.2.11).

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2011 zřejmě vzrostla průměrná mzda v **nepodnikatelské sféře** meziročně o 1 %, v souhrnu za celý rok 2011 byl zaznamenán pokles o 0,1 %. S pokračující konsolidací veřejných rozpočtů bude během roku 2012 růst průměrné mzdy umírněný, když dosáhne 2,2 %. Zhruba na 2 % úrovni se růst mezd v nepodnikatelské sféře bude pohybovat i v roce 2013.

Růst reálného HDP ve třetím čtvrtletí 2011 ztlačil ve srovnání s předchozím čtvrtletím, a to meziročně na hodnotu 1,2 %; mezičtvrtletně HDP poklesl o 0,1 % (Graf II.2.12). Minulá prognóza přitom očekávala meziroční hodnotu o 0,5 procentního bodu vyšší. Ke zpomalení meziročního růstu HDP přispěly investice, spotřeba vlády i domácností, jejichž příspěvky byly záporné. Jedinou složkou s kladným příspěvkem byl čistý vývoz.

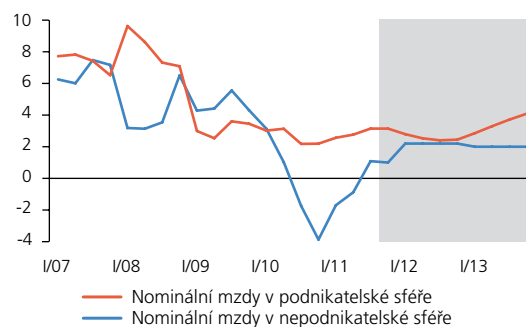
Podle prognózy meziroční **růst ekonomické aktivity** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zpomalil na hodnotu 0,7 % (Graf II.2.13). Na tom se podílelo zejména snížení kladného příspěvku čistého vývozu oproti předchozímu čtvrtletí, a to při výraznějším zrychlení meziročního tempa dovozu ve srovnání s vývozem. Domácí poptávka ve všech složkách kromě investic přispěla k růstu HDP záporně. V souhrnu za rok 2011 prognóza předpokládá růst HDP o 1,7 %. Jde o nižší hodnotu oproti roku 2010, a to v důsledku nižších příspěvků všech složek.

V roce 2012 bude pokračovat utlumený vývoj **domácí poptávky** ve všech výdajových složkách. Jejich příspěvky do meziročního růstu ekonomické aktivity budou dosahovat jen mírně kladných hodnot. Soukromá spotřeba bude tlumena pouze slabým růstem disponibilního důchodu, který odráží především stagnaci na trhu práce, a dále efektem zvýšení snížené sazby DPH. Umírněný růst vládní spotřeby je dán pokračujícími úspornými opatřeními. V důsledku slabé konečné spotřeby a zahraniční poptávky také investice vykazují jen zanedbatelný růst. V souvislosti s utlumenou zahraniční poptávkou vykazují **čistý vývoz** po většinu roku 2012 záporné příspěvky k růstu HDP. Za celý rok 2012 tak prognóza očekává nulové tempo růstu HDP. V roce 2013 by mělo dojít ke zvýšení příspěvků většiny výdajových složek k růstu meziročního HDP a reálná ekonomická aktivita vzroste o 1,9 %. Vyšší mzdy a platy, sociální dávky a zisky podnikatelů (provozní přebytky a smíšený důchod) se odrazí v rostoucím disponibilním důchodu a soukromá spotřeba ožíví. Kladný příspěvek investic se mírně zvýší a bude tažen jak tvorbou fixního kapitálu, tak změnou stavu zásob. Rychlejší růst efektivní zahraniční poptávky povede k nárůstu vývozu. Dovozně náročné vývozy, investice a soukromá spotřeba přispějí k růstu dovozu. Příspěvek čistého vývozu bude celkově opět kladný. Jedinou složkou, která bude v roce 2013 přispívat k růstu HDP záporně, bude vládní spotřeba. To souvisí s předpokládanými úspornými opatřeními vlády s cílem omezit dopady ekonomického útlumu do vývoje veřejných rozpočtů.

GRAF II.2.11

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

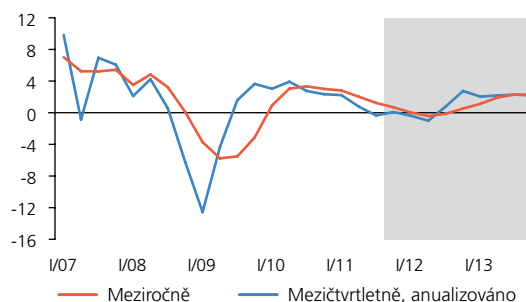
Růst mezd v podnikatelském sektoru v letošním roce zpomalí (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

PROGNOZA RŮSTU HDP

Růst HDP v následujících čtvrtletích výrazně zpomalí (změny v %, sezonně očištěno)

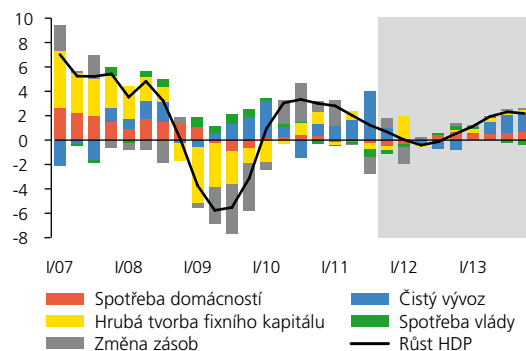


GRAF II.2.13

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

V roce 2012 budou všechny složky HDP utlumené, ožíví až v roce 2013

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

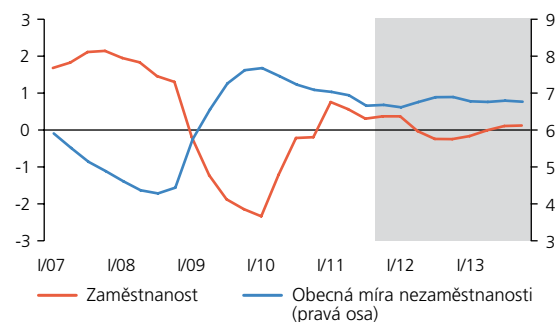


GRAF II.2.14

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se ve druhé polovině letošního roku dočasně sníží

(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



Doznívající ekonomické oživení se na trhu práce projevilo pokračujícím meziročním nárůstem **celkové zaměstnanosti** na konci minulého roku. Za celý rok 2011 zaměstnanost meziročně vzrostla o 0,5 %. Nástup fáze ekonomického zpomalení se projeví v celkové zaměstnanosti ve druhé polovině letošního roku, kdy se zaměstnanost dočasně sníží. K růstu, byť nevýraznému, se celková zaměstnanost vrátí až ve druhé polovině roku 2013 (Graf II.2.14). Celkově v roce 2012 bude zaměstnanost v průměru stagnovat, stejně tak i v roce příštím.

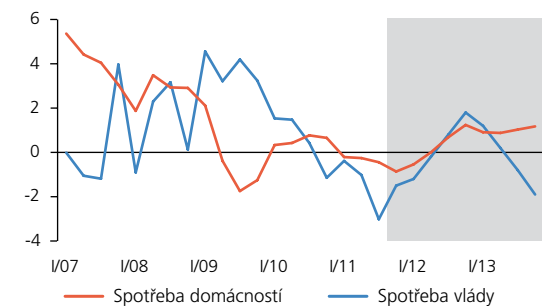
Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** v důsledku popsaného vývoje ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zřejmě stagnovala na hodnotě 6,7 %. Během letošního roku dojde k jejímu lehkému nárůstu, a to k 7% úrovni v jeho druhé polovině (Graf II.2.14). V roce 2013 se pak obecná míra nezaměstnanosti sníží jen nepatrně, a to i přes oživení ekonomiky. Trh práce bude totiž reagovat na vývoj ekonomické aktivity s obvyklým zpožděním. V průměru tak v roce 2012 i 2013 dosáhne 6,7 %. Obdobný vývoj lze očekávat i ve vývoji sezonně očištěné **míry registrované nezaměstnanosti celkem**, která bude postupně narůstat až k hodnotě 9,1 % na konci letošního roku. Z této hodnoty poté poklesne jen nepatrně. V průměru tak dosáhne hodnoty 8,9 % v roce 2012 s nepatrným nárůstem na 9 % v roce 2013.

GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností bude na prognóze ožívat jen pozvolna

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Reálná **spotřeba domácností** se po poklesu v roce 2011 mírně oživí až ve druhé polovině roku 2012. Stále ještě nevýrazný růst spotřeby (0,3 % za celý rok 2012) bude odrazem poměrně slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů související s vývojem na trhu práce. Reálnou spotřebu bude brzdit také vyšší růst cen související se zvýšením nepřímých daní. V roce 2013 se spotřeba zvýší o 1 % v důsledku zrychlujícího růstu nominálních mezd a nižší inflace (Graf II.2.15).

Růst nominální spotřeby domácností na prognóze lze do značné míry spojit s umírněným vývojem **hrubého disponibilního důchodu**, jehož tempo růstu by mělo postupně zrychlovat v průběhu celé prognózy. Nejvýznamnější složka disponibilního důchodu, tj. objem mezd a platů, bude v nejbližší době utlučená, poté však bude pozvolna zrychlovat své tempo růstu (Graf II.2.16) ve vazbě na výše popsaný vývoj na trhu práce. Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měly také vykazovat kladné příspěvky v souvislosti s růstem výdajů na důchody. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků podnikatelů bude k růstu disponibilního důchodu přispívat jen zanedbatelně. Příspěvek placených běžných daní a sociálních příspěvků k disponibilnímu důchodu bude v roce 2012 záporný, v roce 2013 nepatrně kladný.

Prognóza očekává pokles **míry úspor** v roce 2012 a její opětovné zvyšování od roku 2013. K oživení míry úspor dojde zhruba souběžně se zlepšováním podmínek na trhu práce a s odezněním výrazného vlivu změny DPH z ledna 2012. Míra úspor však do konce roku 2013 nedosáhne předkrizových hodnot a zůstane pod hladinou 10 %.

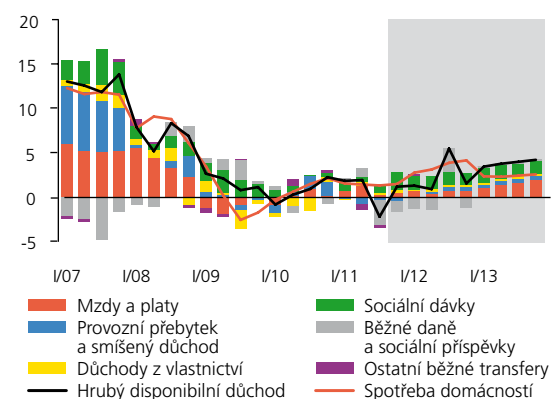
Reálná **spotřeba vlády** klesá od konce roku 2010 kvůli vládním úsporným opatřením. Prognóza očekává, že tento trend bude pokračovat

GRAF II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod bude růst vlivem zvyšujícího se objemu sociálních dávek i mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



ještě v první polovině letošního roku, poté by vládní spotřeba měla obnovit meziroční růst. Celoroční růst v roce 2012 bude nepatrně kladný (0,3 %), v roce 2013 spotřeba vlády opět mírně klesne (-0,3 %) kvůli očekávaným výdajovým škrťům s cílem omezit vliv výpadku daňových příjmů na bilanci vládního sektoru.

Hrubá tvorba kapitálu ve třetím čtvrtletí 2011 poklesla o 6,6 % v meziročním vyjádření. Tento výsledek byl ovlivněn efektem srovnávací základny, když v mezičtvrtletním vyjádření vzrostly jak fixní investice, tak i zásoby. Na horizontu prognózy se očekává utlumený růst hrubé tvorby kapitálu (Graf II.2.17), a to vlivem obou jejích složek. Celkově v roce 2012 hrubá tvorba kapitálu vzroste meziročně o 1 %, v roce 2013 o 1,7 %.

Reálný **vývoz zboží a služeb** ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval ve zpomalování meziročního růstu na 8,8 %, v mezičtvrtletním vyjádření dokonce poklesl. Tento vývoj odráží zejména oslabení zahraniční poptávky, projevující se výrazným zpomalením dynamiky obrátů zahraničního obchodu. Prognóza předpokládá slabý meziroční růst vývozu v roce 2012 (v průměru o 1,9 %) vlivem utlumené zahraniční poptávky, která ovšem bude částečně kompenzována slabším kurzem koruny. Meziroční tempa vývozu by pak měla zrychlovat až téměř k 10 % ve druhém pololetí 2013 (Graf II.2.18), kdy zahraniční poptávka již opět stabilně poroste.

Při zpomalení většiny složek domácí poptávky i vývozu ve třetím čtvrtletí 2011 vykázal snížení tempa růstu i reálný **dovoz zboží a služeb** (na 3,1 %). Při slabém růstu domácí soukromé i vládní spotřeby a utlumené zahraniční poptávce bude dovoz zboží a služeb růst nízkým tempem také v roce 2012 (v průměru o 2,6 %). Dovoz bude postupně zrychlovat od konce roku 2012 a během roku 2013 v souvislosti s ožiováním dovozně náročných vývozu.

Při zpomalení vývozu a zároveň výraznějším propadu tempa růstu dovozu vykázal **čistý vývoz** ve třetím čtvrtletí 2011 vysoce kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (4 procentní body). Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 prognóza ještě očekává kladný příspěvek, avšak již zřetelně nižší (1 procentní bod). Po převážnou část roku 2012 by měl čistý vývoz přispívat k meziročnímu růstu HDP záporně. Zpět do kladných hodnot překmitne v roce 2013 (v průměru dosáhne 1,1 procentního bodu) v souvislosti se zrychlením zahraniční poptávky i vývozu.

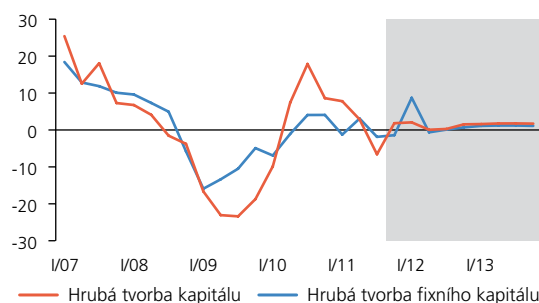
Prognóza platební bilance předpokládá mírné zvýšení deficitu **běžného účtu** na rok 2012 oproti očekávané skutečnosti roku 2011 a poté v roce 2013 návrat na nižší úroveň (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje zvýšení deficitu z cca 2,1 % HDP v roce 2011 na 2,8 % v roce 2012 a následný pokles na 2,4 % v roce 2013. Příčinou očekávaného mírného zvýšení deficitu běžného účtu v letošním roce je předpokládaný nižší přebytek obchodní bilance v souvislosti s nižší zahraniční poptávkou a nadále nepříznivým vývojem směnných relací. Očekávané výrazné snížení zahraniční i domácí poptávky se promítá především do zpomalení temp růstu vývozu a dovozu, dojde však

GRAF II.2.17

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Na prognóze se očekává utlumený růst v obou složkách tvorby kapitálu

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

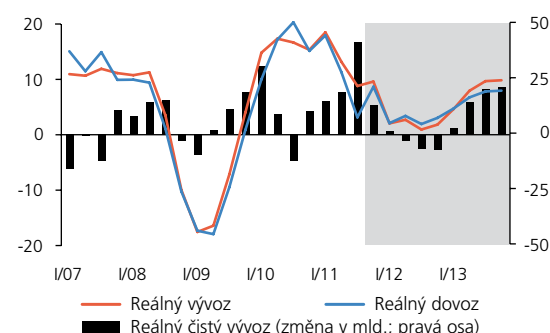


GRAF II.2.18

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

V roce 2012 bude příspěvek čistého vývozu k růstu HDP záporný, v roce 2013 překmitne do kladných hodnot; růst vývozu i dovozu výrazně zpomalí

(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Růst mezd zrychlí až v roce 2013

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

| | 2010 skut. | 2011 oček. skut. | 2012 progn. | 2013 progn. |
|---|---------------|------------------------|----------------|----------------|
| Reálný hrubý disponibilní důchod domácností | 0,3 | -1,0 | -1,2 | 1,4 |
| Zaměstnanost celkem | -1,0 | 0,5 | 0,0 | 0,0 |
| Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)} | 7,4 | 6,8 | 6,8 | 6,8 |
| Produktivita práce | 4,5 | 1,5 | 0,0 | 1,9 |
| Průměrná nominální mzda | 1,9 | 2,4 | 2,5 | 3,2 |
| Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře | 2,5 | 2,9 | 2,5 | 3,5 |
| Podíl deficitu BÚ na HDP (v %) | -3,1 | -2,1 | -2,8 | -2,4 |
| M2 | 4,0 | 3,4 | 6,1 | 5,2 |

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Nižší přebytek obchodní bilance v letošním roce prohloubí deficit běžného účtu

(v mld. Kč)

| | 2010 skut. | 2011 oček. skut. | 2012 progn. | 2013 progn. |
|---------------------------------|---------------|------------------------|----------------|----------------|
| A. BĚŽNÝ ÚČET | -116,4 | -80,0 | -110,0 | -95,0 |
| Obchodní bilance | 53,8 | 115,0 | 90,0 | 110,0 |
| Bilance služeb | 75,3 | 65,0 | 60,0 | 65,0 |
| Bilance výnosů | -254,7 | -260,0 | -260,0 | -270,0 |
| Běžné převody | 9,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| B. KAPITÁLOVÝ ÚČET | 32,4 | 13,0 | 18,0 | 18,0 |
| C. FINANČNÍ ÚČET | 183,2 | 45,0 | 95,0 | 85,0 |
| Přímé investice | 97,0 | 72,0 | 65,0 | 65,0 |
| Portfoliové investice | 157,4 | 0,0 | 40,0 | 20,0 |
| Finanční deriváty | -3,0 | | | |
| Ostatní investice ^{a)} | -68,2 | -27,0 | -10,0 | 0,0 |
| D. CHYBY A OPOMENUTÍ | -33,2 | | | |
| E. ZMĚNA REZERV (=nárůst) | 17,0 | | | |

a) prognóza bez operací bankovního sektoru

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Zastavení ekonomického růstu v roce 2012 se postupně promítne do zvýšení podílu všeobecného vládního deficitu na HDP

(v % nominálního HDP)

| | 2010 skut. | 2011 progn. | 2012 progn. | 2013 progn. |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Příjmy vládního sektoru | 39,3 | 40,0 | 41,6 | 40,9 |
| Výdaje vládního sektoru | 44,1 | 43,7 | 45,0 | 44,8 |
| z toho: úrokové platby | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,7 |
| SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU | -4,8 | -3,8 | -3,4 | -3,8 |
| z toho: | | | | |
| primární saldo ^{a)} | -3,4 | -2,3 | -1,8 | -2,2 |
| mimořádné jednorázové operace ^{b)} | -0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,4 |
| UPRAVENÉ SALDO ^{c)} | -4,7 | -3,6 | -3,3 | -3,5 |
| Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)} | 0,1 | -0,2 | -0,7 | -0,7 |
| Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)} | -4,8 | -3,4 | -2,5 | -2,8 |
| Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)} | 1,5 | 1,4 | 0,9 | -0,2 |
| Cyklická složka (metoda EK) ^{d)} | -0,4 | -0,2 | -0,5 | -0,2 |
| Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)} | -4,3 | -3,4 | -2,7 | -3,2 |
| Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)} | 1,0 | 0,9 | 0,7 | -0,5 |
| Dluh vládního sektoru | 37,6 | 40,7 | 43,0 | 45,4 |

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) v roce 2013 je do této položky zahrnut i vliv penzijní reformy

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

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

i ke snížení reálného čistého vývozu. V návaznosti na očekávaný pokles cen surovin v příštím roce se přebytek obchodní bilance opět zvýší. K tomu přispěje i oživení zahraniční poptávky. Saldo bilance služeb by v letošním roce mělo nepatrně poklesnout vlivem mírného snížení příjmů z dopravy a turistiky. V roce 2013 by se celkové kladné saldo mělo opět nepatrně zvýšit vlivem poklesu deficitu ostatních služeb. Stagnace deficitu bilance výnosů bude v letošním roce výsledkem protisměrného působení poklesu zisku nerezidentů z přímých investic a růstu čistých úrokových nákladů. V roce 2013 se záporné saldo úrokových výnosů spojené s nárůstem dluhových závazků vůči nerezidentům dále zvýší a deficit bilance výnosů se prohloubí. Bilance běžných převodů by měla nadále být přibližně v rovnováze, přičemž předpokládané vyšší čisté čerpání zdrojů z EU bude vyvažováno prohloubením záporného salda soukromých převodů.

Deficit běžného účtu bude financován přebytkem kapitálového účtu (čerpáním prostředků ze zdrojů EU a prodejem emisních povolenek soukromými subjekty) a finančního účtu (zejména čistým přílivem přímých a portfoliových investic). Čistý příliv **přímých investic** se v roce 2012 i 2013 oproti roku 2011 mírně sníží a bude koncentrován výhradně do reinvestovaného zisku. Prognóza obsahuje velmi mírně záporné čisté investice do základního a ostatního kapitálu, a to především vzhledem k ohlášeným investicím ČEZu v Turecku a Rumunsku. V oblasti **portfoliových investic** by hlavním faktorem opětovného obnoveného přílivu v letošním roce měly být zahraniční emise vládních dluhopisů.² Mírný ekonomický růst v roce 2013 by měl přispět k obnovení zájmu rezidentů o zahraniční portfoliové investice. Celkové saldo se tak sníží, zůstane však kladné v důsledku zvyšující se držby vládních dluhopisů nerezidenty.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2012–2013 (Tab. II.2.4). Prognóza fiskálního vývoje (stejně jako minulé prognózy) pracuje se zvýšením snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od počátku letošního roku a s předpokladem sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013. V prognóze je též začleněn vliv penzijní reformy, jejíž spuštění je zákonem stanoveno na rok 2013. Nově je do prognózy zahrnuto zdanění loterií a jiných hazardních her podle nové legislativy, které od roku 2012 zvýší daňové inkaso o 7,2 mld. Kč.

Podle prognózy došlo v **roce 2011** k poklesu deficitu vládního sektoru na úroveň 3,8 % HDP vlivem působení konsolidačních opatření přijatých v souvislosti s přípravou státního rozpočtu na uvedený rok. Restriktivní působení těchto opatření na spotřebu vlády a domácností zbrzdilo v roce 2011 růst HDP v rozsahu cca 0,6 procentního bodu. Problémy s čerpáním prostředků z fondů EU se odrazily v nižších kapitálových příjmech a ve vládních investicích.

2 Ministerstvo financí oznámilo pro rok 2012 emisi v rozsahu 0 až 3 mld. EUR, prognóza předpokládá emisi v rozsahu 1,5 mld. EUR.

Prognóza pro **rok 2012** očekává pokles deficitu vládního sektoru na 3,4 % HDP, a to především v důsledku nárůstu příjmů plynoucích ze zvýšení snížené sazby DPH a nově i zdanění loterií a jiných hazardních her. Zvýšení snížené sazby DPH podle zpřesněného odhadu ČNB posílí daňové příjmy o cca 29 mld. Kč. Vyšší životní náklady spojené s růstem DPH budou domácnostem částečně kompenzovány formou zvýšení slevy na vyživované dítě z daně z příjmu fyzických osob (odhadovaný dopad 3,4 mld. Kč) a prostřednictvím valorizace důchodů (5,8 mld. Kč). Restriktivní působení fiskální politiky z tohoto titulu je v prognóze zachyceno zejména ve spotřebě domácností, s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,4 procentního bodu. V ostatních složkách vládních příjmů a výdajů je prognóza založena na předpokladu nezměněné fiskální politiky oproti roku 2011.

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

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2011 přesáhl 3 % HDP a ani v letech 2012–2013 se nepřiblíží k úrovni střednědobého fiskálního cíle ve výši 1 % plynoucího z Paktu stability a růstu. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu vládního dluhu z 37,6 % HDP v roce 2010 na více než 45 % HDP v roce 2013.

Rizikem fiskální prognózy je reakce vlády na rozpočtové dopady očekávaného ekonomického útlumu. Případná další úsporná opatření ve fiskální oblasti, která by zřejmě dále prohloubila cyklický útlum ekonomiky, by působila ve směru nižšího vládního deficitu. Stejně tak by případné odložení penzijní reformy³ na rok 2014 nebo 2015 snížilo podíl vládního deficitu na HDP v roce 2013, a to o téměř 0,4 procentního bodu. Dalším rizikem je případná realizace církevních restitucí.⁴

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

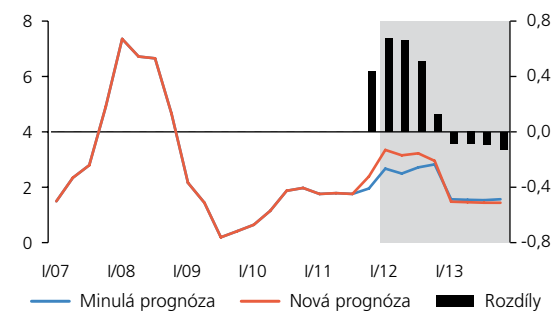
4 V souvislosti s vypořádáním majetkových vztahů státu a církví se předpokládá vedle naturálních restitucí v hodnotě 75 mld. Kč také poskytnutí finanční kompenzace církvím a náboženským společnostem v hodnotě 59 mld. Kč ve třiceti ročních splátkách. Ve statistice národních účtů bude tato kompenzace jednorázově započtena do výdajů vládního sektoru v roce, v němž bude schválen zákon o restitucích církevního majetku, což povede k navýšení deficitu veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 ve stejném rozsahu (cca 1,5 % HDP). Pro účely výpočtu strukturálního schodku bude tato kompenzace vyjímkována.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se posouvá v letošním roce směrem nahoru, a to vlivem vyššího výhledu růstu regulovaných cen i čisté inflace

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

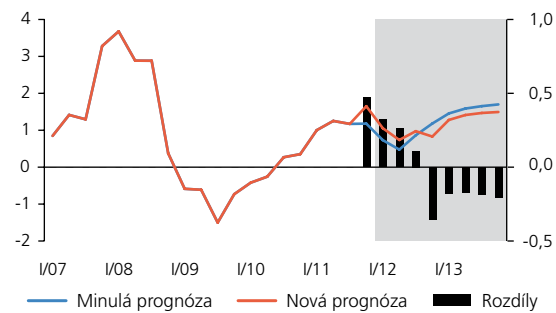


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Do zvýšení prognózy čisté inflace v roce 2012 se promítají vyšší ceny energií a slabší kurz

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

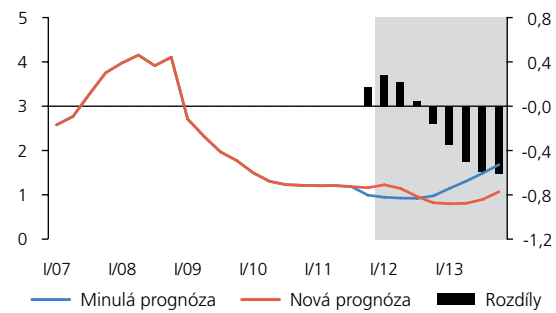


GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb se na začátku prognózy posouvá výše, v delším horizontu se naopak nachází na nižší hladině

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



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze v roce 2012 zvýšila, když výhledy regulovaných cen i čisté inflace byly přehodnoceny směrem nahoru. Nižší výhled zahraničních úrokových sazeb a utlumené domácí inflační tlaky působí ve směru nižších domácích úrokových sazeb. Tento vliv je však v první polovině roku 2012 převážen slabší predikcí kurzu z fundamentálních i krátkodobých důvodů a vyšším výhledem regulovaných cen. Výrazně slabší úroveň měnového kurzu je přitom ovlivněna nižším výhledem zahraniční poptávky a revizí nominálního čistého vývozu. Meziroční tempo růstu HDP se v letošním i příštím roce podstatně snižuje. Za tím stojí zejména nižší výhled růstu v efektivní eurozóně. Očekávané tempo růstu mezd v podnikatelské sféře se rovněž přehodnocuje směrem dolů.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci zvýšila pro letošní rok a naopak nepatrně snížila pro rok 2013 (Graf II.3.1). Předpokládaný růst regulovaných cen je na celé prognóze vyšší, zatímco čistá inflace je vyšší jen v prvních třech čtvrtletích letošního roku. Předpoklady o primárních dopadech změn nepřímých daní se nezměnily, proto také prognóza **měnověpolitické inflace** se mění stejně jako u inflace celkové.

Očekávaný růst **regulovaných cen** v roce 2012 byl přehodnocen vzhůru, a to zejména v důsledku výraznější dynamiky cen zemního plynu pro domácnosti a vyššího předpokládaného nárůstu regulovaného nájemného. Vedle toho budou rovněž rychleji růst ceny tepla, vodné a stočné. Oproti tomu byl snížen předpokládaný nárůst cen elektřiny. V roce 2013 je dynamika regulovaných cen jen mírně vyšší v důsledku předpokládaného mírnějšího poklesu světových cen zemního plynu při jen nepatrně vyšším meziročním posílení kurzu CZK/USD. Výhled růstu regulovaného nájemného byl v roce 2013 naopak snížen.

Meziroční **čistá inflace** je oproti minulé prognóze nejprve vyšší a od čtvrtého čtvrtletí 2012 naopak nižší (Graf II.3.2). Ve směru nižší inflace působí na celém horizontu prognózy nižší ekonomická aktivita. V první polovině 2012 je její vliv převážen vyššími cenami energií a postupným promítáním oslabeného kurzu. Dočasně vyšší růst cen potravin vlivem dřívějšího průsaku změny DPH bude kompenzován počátkem roku 2012.

U výhledu **zahraničí** došlo k přehodnocení všech veličin. Oproti předpokladům z minulé prognózy klesla trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy v reakci na pokračující dluhovou krizi v eurozóně (viz kapitola II.1). Předpokládané tempo růstu zahraniční poptávky se výrazně snižuje především v letošním roce směrem k alternativnímu scénáři z minulé prognózy.⁵ Meziroční tempa růstu cen zahraničních výrobců jsou na začátku horizontu prognózy

⁵ Předpokládané tempo růstu zahraničního HDP pro rok 2012 leží oproti alternativnímu scénáři ze Zol IV/2011 zhruba o 0,4 procentního bodu výše.

mírně vyšší, když se v nich se zpožděním promítá růst cen komodit. Od poloviny roku 2012 jsou naopak ceny výrobců přehodnoceny směrem dolů z důvodu očekávaného zpomalení ekonomické aktivity.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se na začátku prognózy zvyšuje a od čtvrtého čtvrtletí 2012 se naopak nachází na nižší hladině (Graf II.3.3). K nižším domácím úrokovým sazbám přispívá především nižší výhled zahraničních sazeb a vliv počátečních podmínek, jejichž protiinflační působení vyplývá z nízké domácí ekonomické aktivity a mírného růstu mezd. V první polovině roku 2012 je tento faktor převážen nízkou zahraniční poptávkou, která prostřednictvím zhoršeného čistého vývozu a následného fundamentálního tlaku na oslabení nominálního kurzu koruny působí ve směru vyšších sazeb. Stejným směrem působí také krátkodobá predikce měnového kurzu pro první čtvrtletí 2012 a vyšší výhled regulovaných cen (Graf II.3.4).

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je oproti minulé prognóze výrazně přehodnocena na slabší úroveň (Graf II.3.5). Nová trajektorie kurzu je dána především významným posunem zahraniční poptávky směrem dolů a výraznou revizí čistého vývozu na minulosti (viz BOX 2). Znatelně vyšší predikce kurzu na začátku horizontu prognózy zároveň odráží nedávný vývoj ovlivněný mimo jiné zvýšenou nejistotou spojenou s eskalací dluhové krize v eurozóně.

BOX 2

Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů

Jedním z důležitých faktorů pro vyznění nové prognózy a její srovnání s minulou prognózou je mimořádná revize čtvrtletních národních účtů, kterou ČSÚ zveřejnil v prosinci 2011 a týkala se celé dostupné časové řady. Celkový meziroční růst HDP byl revidován jen mírně, nicméně výraznější přehodnocení nastalo ve struktuře výdajových složek HDP, kde došlo nejen k revizím úrovní a temp růstu, ale v případě stálých cen i ke změně referenčního roku z 2000 na 2005.

Významně byla revidována spotřeba domácností a vlády, kde došlo k navýšení úrovní časových řad v souvislosti se zpřesněným odhadem imputovaného nájemného a šedé ekonomiky (Graf 1). V nominálním vyjádření byla spotřeba domácností posunuta vzhůru v průměru zhruba o 44 mld. Kč ročně.

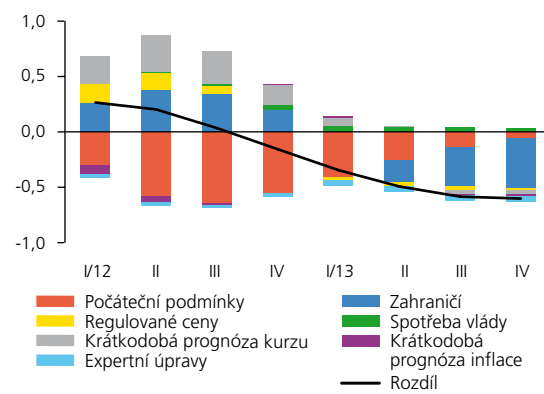
Revize dat čistého vývozu byla podle ČSÚ způsobena mimo jiné lepším zachycením tzv. kvazitransitivních obchodů a přímých obchodních nákladů souvisejících s obchodem se zbožím. Uvedené metodologické změny způsobily zvýšení salda zahraničního obchodu v nominálním vyjádření před rokem 2005 a naopak jeho snížení od roku 2005 (Graf 2). Zároveň došlo k přehodnocení temp deflátorů vývozu směrem dolů a dovozu směrem nahoru, a tím ke zhoršení směnných relací. Tyto dopady pak

GRAF II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Ve směru vyšších sazeb na začátku prognózy působí slabší kurz a regulované ceny, v delším horizontu převáží nižší výhled zahraničních úrokových sazeb a aktuálně utlumené domácí inflační tlaky

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

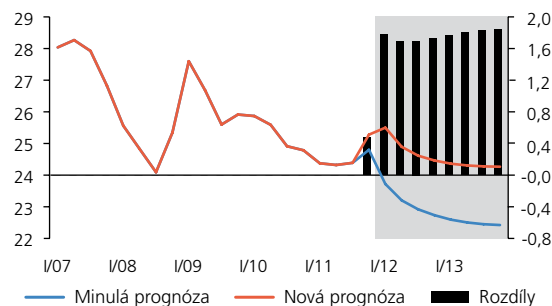


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Prognóza kurzu je v celém horizontu výrazně slabší

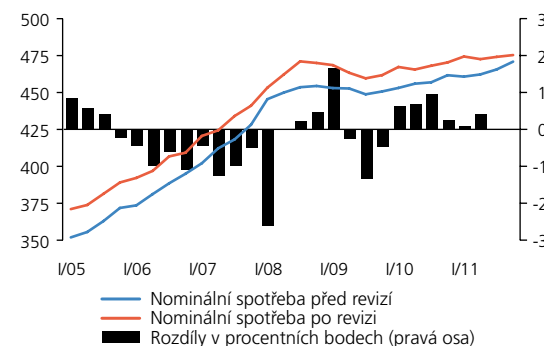
(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



GRAF 1 (Box)

ZMĚNY VE SPOTŘEBĚ DOMÁCNOSTÍ

Úroveň nominální spotřeby domácností se posunula výše (v mld. Kč, sezonně očištěno, rozdíly meziročního růstu reálné spotřeby před a po revizi – pravá osa)

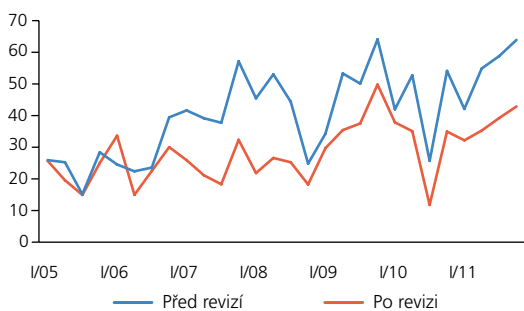


GRAF 2 (Box)

ZMĚNY NOMINÁLNÍHO ČISTÉHO VÝVOZU

Úroveň nominálního čistého vývozu byla významně revidována směrem dolů

(v mld. Kč, sezonně očištěno)



v souhrnu zvýšily čistý vývoz v reálném vyjádření. Současně se v posledních letech snížila tempa celoročních růstů reálného vývozu a dovozu (v průměru o 2,2, resp. 2,4 procentního bodu v období 2004–2010). Z hlediska srovnání nové prognózy oproti té minulé je nejvýznamnější vliv revize národních účtů u nominálního čistého vývozu směrem dolů. Ta významně přispívá ke změně trajektorie nominálního kurzu na prognóze směrem k pomalejšímu posilování (s dopadem na delším konci prognózy ve výši cca 1 CZK/EUR).

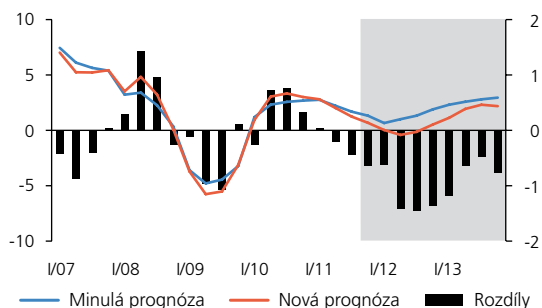
Zbývající výdajová složka, tj. reálná hrubá tvorba kapitálu, také zaznamenala navýšení úrovně dat, k němuž došlo jen ve fixních investicích, zatímco změna stavu zásob byla nepatrně snížena. Hlavními příčinami změn investic jsou podle ČSÚ mimo jiné zlepšení metody odhadu individuální bytové výstavby a započtení kapitalizace softwaru vyráběného ve vlastní režii.

GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu HDP se výrazně snižuje

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



Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se na celém horizontu prognózy výrazně snižuje (Graf II.3.6). Pro celý rok 2012 tak klesá z 1,2 % v minulé predikci na nulu. Za touto změnou stojí především snížení výhledu zahraniční poptávky.

Nová prognóza očekává nižší růst **spotřeby domácností** v důsledku utlumenějšího vývoje na trhu práce, když mzdový růst a v menší míře i zaměstnanost jsou oproti minulé prognóze přehodnoceny směrem dolů. Rovněž očekávaná nižší dynamika **hrubé tvorby kapitálu** odráží snížený výhled zahraniční i domácí ekonomické aktivity.

Nová prognóza temp růstu **vývozu a dovozu** je výrazně ovlivněna předpokládaným vývojem zahraniční poptávky, především v roce 2012. Tento efekt je jen zčásti tlumen slabším měnovým kurzem, který přispívá k růstu vývozu.

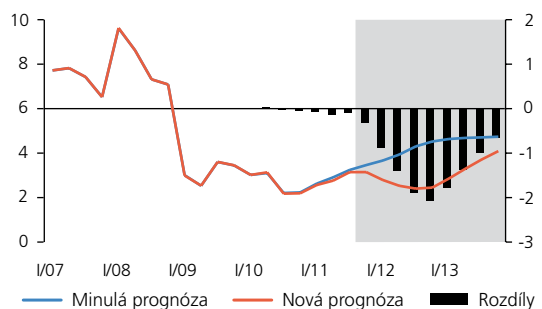
Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé prognóze výrazně snižuje v reakci na utlumený vývoj předstihových indikátorů mzdového vývoje pro čtvrté čtvrtletí 2011 a očekávaný útlum ekonomické aktivity v letošním roce (Graf II.3.7).

GRAF II.3.7

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru se snižuje

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



II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

Rizika prognózy jsou nadále spojena s vývojem v zahraničí. Přetrvávajícím rizikem vůči prognóze je zejména další vývoj dluhové krize v eurozóně a její dopad do zahraniční poptávky, toto riziko však tentokrát není tak vyhraněné jako v minulé prognóze, a nevyústilo tudíž ve zpracování alternativního či citlivostního scénáře. Standardně byl zpracován pouze citlivostní scénář kurzu.

II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady případného **odlišného kurzového vývoje** oproti prognóze. Tento standardní 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 tak pro první čtvrtletí 2012 dosahuje 24,7 CZK/EUR, resp. 26,3 CZK/EUR oproti 25,5 CZK/EUR v základním scénáři.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se slabším kurzem, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.1). Scénář silnějšího nominálního kurzu dochází ke stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

Oslabení kurzu zlepšuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a prostřednictvím vyššího čistého vývozu vede na začátku prognózy k vyššímu růstu HDP oproti základnímu scénáři. Oslabení kurzu také vede k růstu dovozních cen a vyšším inflačním tlakům. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti základnímu scénáři výše. V reakci na zpřísnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP následně mírně zpomaluje a na konci horizontu prognózy se vrací k hodnotám základního scénáře.

Tab. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Oslabení kurzu vede k dočasně vyšší inflaci a zrychlení růstu HDP oproti základnímu scénáři, úrokové sazby se zvyšují (odchylky od základního scénáře)

| | Inflace CPI (v p.b.) | 3M PRIBOR (v p.b.) | HDP (v p.b.) | Nominální kurs (CZK/EUR) |
|--------|-------------------------|-----------------------|-----------------|--------------------------------|
| I/12 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,8 |
| II/12 | 0,0 | 0,3 | 0,2 | 0,3 |
| III/12 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 |
| IV/12 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,0 |
| I/13 | 0,2 | 0,1 | -0,2 | 0,0 |
| II/13 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,1 |
| III/13 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,1 |
| IV/13 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,1 |

TAB. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání analytiků se pohybují nepatrně nad cílem ČNB
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

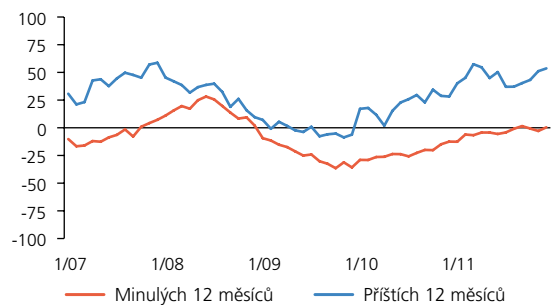
| | 9/11 | 10/11 | 11/11 | 12/11 | 1/12 |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|------|
| IOFT: | | | | | |
| Index spotř. cen | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,6 | 2,1 |
| Index spotř. cen v horizontu 3R | 2,3 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| Reálný HDP v roce 2011 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | |
| Reálný HDP v roce 2012 | 1,6 | 1,3 | 0,9 | 0,2 | 0,1 |
| Nominální mzdy v roce 2011 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | |
| Nominální mzdy v roce 2012 | 3,4 | 3,1 | 2,9 | 2,8 | 3,0 |
| Kurz CZK/EUR (úroveň) | 23,7 | 24,0 | 24,3 | 24,2 | 24,2 |
| 2T repo (v %) | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| 1R PRIBOR (v %) | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,8 |
| Podniky: | | | | | |
| Index spotř. cen | 2,4 | | | 2,5 | |

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 mírně zvýšila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici v rámci CF předpokládají výrazné zpomalení růstu ekonomiky v letošním roce

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

| | 9/11 | 10/11 | 11/11 | 12/11 | 1/12 |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|------|
| Reálný HDP v roce 2011 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | |
| Reálný HDP v roce 2012 | 1,8 | 1,5 | 0,9 | 0,3 | 0,3 |
| Nominální mzdy v roce 2011 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,2 | |
| Nominální mzdy v roce 2012 | 3,7 | 3,4 | 3,2 | 2,8 | 3,2 |
| Kurz CZK/EUR (úroveň) | 23,9 | 24,0 | 24,1 | 24,3 | 24,8 |
| 3M PRIBOR (v %) | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním i tříletém horizontu se během čtvrtého čtvrtletí 2011 a na začátku letošního roku dále snížila. V obou horizontech tak již jen nepatrně přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají jen nepatrný růst HDP v letošním roce a jeho zrychlení v roce příštím. Současně většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci základních sazeb ČNB. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Stabilitu naznačuje i tržní výhled sazeb. Ten se pro nejbližší období téměř shoduje s prognózou ČNB, v delším horizontu se pohybuje na mírně vyšší hladině.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu během čtvrtého čtvrtletí 2011 mírně klesla. K výraznějšímu poklesu došlo v lednovém šetření, ve kterém analytici zohlednili skutečnost, že v uvedeném horizontu z inflace spotřebitelských cen odezní vliv letošního nárůstu snížené sazby DPH. Podnikoví manažeři naopak svou predikci z prosince 2011 nepatrně zvýšili. Očekávání obou skupin respondentů se tak nadále pohybovala nad 2% cílem ČNB (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků dále klesala směrem k 2% cíli ČNB, aktuálně se pohybují již jen nepatrně nad ním.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se v minulých dvou letech pozvolna zvyšoval ze záporných hodnot; ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se pohyboval kolem nulové hodnoty (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly jen umírněným tempem. Indikátor očekávané inflace se naopak pohybuje v kladných hodnotách. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, převyšuje počet těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti. Tento indikátor se navíc ve druhé polovině roku 2011 zvýšil.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že v letošním roce HDP poroste jen nepatrně (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla růst tempem kolem 2 %, zrychlit by měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z ledna 2012 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to o 5,7 %, resp. 3,3 %. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všech jedenáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní sazby nezmění. Také v ročním horizontu většina analytiků předpokládá stagnaci na stávající úrovni, přičemž jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 0,50 až 1,00 %. V posledních měsících se prognózy úrokových sazeb včetně tržních ještě mírně posunuly na nižší hladinu. V současnosti převažují očekávání dlouhodobé stability základních sazeb ČNB u většiny analytiků po celý letošní rok.

V **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají analytici přibližně stejné tempo růstu reálného HDP pro letošní i příští rok. Inflace očekávaná v ročním horizontu se pohybuje na mírně vyšší hladině než v prognóze ČNB. Výhledy měnového kurzu v ročním horizontu se od ČNB

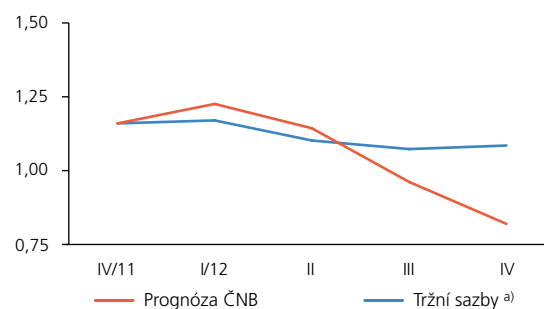
liší jen mírně. Analytici dotázaní v rámci šetření IOFT očekávají silnější kurz o 0,9 %, analytici dotázaní v rámci šetření CF naopak slabší kurz o 1,7 % v porovnání s novou prognózou ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu jsou mírně výše než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. V nejbližším období se obě trajektorie téměř shodují, v delším horizontu se aktuální tržní výhled pohybuje na mírně vyšší hladině.

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA v nejbližším období je v souladu s prognózou ČNB, v delším horizontu se pohybuje na mírně vyšší hladině (v %)



a) pro IV/11 a I/12 3M PRIBOR, pro II/12 až IV/12 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 20. 1. 2012

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková i měnověpolitická inflace dosáhla v prosinci 2011 meziroční hodnoty 2,4 %, a nacházela se tak mírně nad cílem ČNB. Je pravděpodobné, že zvýšení inflace ve čtvrtém čtvrtletí bylo především výsledkem částečného promítnutí změny DPH od ledna 2012 do cen potravin již v závěru loňského roku. Také meziroční růst regulovaných cen ve srovnání s předchozím čtvrtletím výrazně zrychlil. Tlumící vliv na vývoj tržních cen měly nízký růst mezd a přetrvávající slabá domácí poptávka, ovlivněná fiskální konsolidací. V opačném směru působilo na cenový vývoj oslabení kurzu koruny.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 nacházela mírně nad úrovní 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 čtvrtém čtvrtletí roku 2011 je přítom nutné zkoumat především období zhruba od dubna 2010 do prosince 2010 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředí 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 III/2010 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci III/2010 očekávala, že celková inflace bude nejprve poměrně rychle narůstat z nízkých hodnot na začátku prognózy. Ty byly způsobeny především útlumem reálné ekonomické aktivity; v jeho důsledku nebyly patrné žádné inflační tlaky, ať už z domácí ekonomiky nebo v oblasti dovozních cen. Na konci roku 2010 měla celková inflace krátkodobě přesáhnout 2% inflační cíl, bez vlivu změn nepřímých daní se měla nadále pohybovat pod cílem. Po odeznění vlivu daní na začátku roku 2011 předpovídala prognóza zpomalení celkové inflace a její pohyb poblíž cíle (Graf III.1.1). K tomu měl přispět mírný růst ekonomické aktivity podpořený uvolněnou měnovou politikou na celém horizontu prognózy.

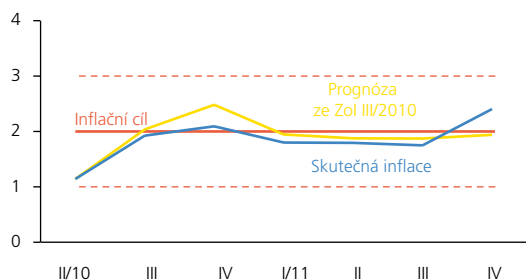
Celková **inflace se ve skutečnosti** téměř v celém predikčním horizontu pohybovala poblíž hodnot předpokládaných prognózou, až ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se odchytila mírně nad prognózu, a tudíž i nad inflační cíl. U jednotlivých skupin spotřebitelských cen byly nicméně patrné odchylky v obou směrech. Ve směru nižší inflace výrazně působila korigovaná inflace bez PH, která nadále setrvala v záporných hodnotách. Projevily se u ní nízké domácí inflační tlaky a částečně také silnější kurz koruny na začátku období. Tuto zápornou odchylku od prognózy kompenzovaly vyšší ceny potravin (nečekaně výrazně

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2011 mírně přesáhla prognózu ze Zoi III/2010

(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Korigovaná inflace bez PH působila výrazně ve směru nižší inflace, příspěvky ostatních složek byly naopak vyšší oproti prognóze

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

| | Prognóza Zoi III/2010 | Skutečnost 4. čtvrtletí 2011 | Příspěvek k celkovému rozdílu |
|---|--------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| SPOTŘEBITELSKÉ CENY | 1,9 | 2,4 | 0,5 |
| z toho: | | | |
| regulované ceny | 2,9 | 5,9 | 0,5 |
| primární dopady změn nepřímých daní | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| ceny potravin ^{a)} | 1,7 | 4,5 | 0,7 |
| ceny pohonných hmot (PH) ^{a)} | 4,5 | 10,2 | 0,2 |
| korigovaná inflace bez PH ^{a)} | 1,5 | -0,4 | -0,9 |

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

zvýšení cen zemědělských výrobců a promítnutí změny DPH od ledna 2012 do cen potravin již v závěru loňského roku), regulované ceny (regulované nájemné a ceny energií) a pohonných hmot (světové ceny ropy a slabší kurz v závěru roku 2011). Predikce nulových dopadů změn nepřímých daní se naplnila (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti předpokladům prognózy došlo k výraznějšímu oživení zahraniční – a tím i domácí – ekonomické aktivity. Zároveň světové ceny ropy a následně i výrobní ceny v zahraničí rostly rychleji. Zahraniční úrokové sazby se zpočátku pohybovaly na předpokládaných úrovních, až ve vzdálenějším horizontu prognózy byly mírně vyšší (Tab. III.1.2). Vývoj v zahraničí tak v souhrnu působil směrem k vyšší domácí inflaci.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Úrokové sazby zůstaly stabilní v celém sledovaném horizontu, a na jeho konci se tak odchýlily od prognózy, která předpokládala jejich postupný nárůst. Měnový kurz byl ve srovnání s prognózou převážně lehce silnější v reakci na zlepšující se vývozní výkonnost a pozitivní výhled ratingu ČR. Až v závěru roku 2011 koruna výrazně oslabila pod vlivem prohloubení dluhové krize v eurozóně (Tab. III.1.3).

Vývoj od sestavení hodnocené prognózy lze na základě dnešní znalosti ČNB ohledně fungování české ekonomiky a současné znalosti skutečného ekonomického vývoje shrnout následujícím způsobem. Silnější domácí ekonomický růst byl prostřednictvím vývozu tažen rychlejším oživením zahraniční poptávky. Posilující kurz koruny přitom kompenzoval dopady rychlejšího růstu a vyšší zahraniční inflace do domácího cenového vývoje. Podíl na rychlejším růstu HDP měl i vyšší růst hrubé tvorby kapitálu způsobený obnovováním stavu zásob a vyšší spotřeba domácností. Růst mezd byl ale oproti prognóze naopak utlumenější. Uvedené faktory spolu s dřívějším promítnutím změny DPH od ledna 2012 do cen potravin přispěly k tomu, že ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se celková inflace nacházela mírně nad cílem. Nízká hladina domácích úrokových sazeb odrážela vedle utlumených domácích inflačních tlaků rovněž pokračující uvolněnou měnovou politiku ve světě a v posledním období též zhoršené zahraniční výhledy vlivem prohloubení dluhové krize v eurozóně.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejich rizik. Na svých jednáních mezi dubnem 2010 a prosincem 2010 bankovní rada hodnotila rizika prognóz převážně jako vyrovnaná. Tržní úrokové sazby se ve sledovaném období pohybovaly na lehce vyšší hladině, než jakou implikovaly prognózy. Celková i měnověpolitická inflace se nicméně pohybovaly poblíž prognózovaných hodnot téměř v celém sledovaném období, až v závěru roku 2011 se jejich hodnoty odchýlily mírně nad 2% inflační cíl (navíc zřejmě zčásti kvůli promítnutí zvýšení snížené sazby DPH do cen potravin od ledna 2012 již v závěru loňského roku). Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika byla v období od dubna 2010 do prosince 2010 adekvátní.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Vnější nákladové faktory působily směrem k vyšší inflaci
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

| | | III/10 | IV/10 | I/11 | II/11 | III/11 | IV/11 |
|-----------------------------------|---|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| HDP v eurozóně ^{a, b, c} | p | 1,6 | 1,4 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 2,1 |
| | s | 3,0 | 2,9 | 3,6 | 2,9 | 2,5 | - |
| PPI v eurozóně ^{b, c} | p | 2,9 | 3,0 | 2,5 | 1,8 | 2,1 | 2,3 |
| | s | 3,9 | 4,8 | 6,4 | 6,4 | 5,9 | 5,2 |
| 3M EURIBOR (v %) | p | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,3 |
| | s | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,6 | 1,5 |
| Kurz USD/EUR (úroveň) | p | 1,26 | 1,21 | 1,20 | 1,20 | 1,20 | 1,21 |
| | s | 1,29 | 1,36 | 1,37 | 1,44 | 1,41 | 1,35 |
| Cena ropy Brent (USD/barel) | p | 72,6 | 75,4 | 77,0 | 78,3 | 79,3 | 79,9 |
| | s | 76,4 | 86,9 | 105,2 | 116,8 | 112,9 | 109,3 |

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) efektivní ukazatel podle definice prognózy ze Zol III/2010

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

Domácí ekonomická aktivita rostla do poloviny roku 2011 rychleji, než předpokládala prognóza

| | | III/10 | IV/10 | I/11 | II/11 | III/11 | IV/11 |
|--|---|--------|-------|------|-------|--------|-------|
| 3M PRIBOR (v %) | p | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,7 |
| | s | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Kurz CZK/EUR (úroveň) | p | 25,3 | 24,9 | 24,6 | 24,4 | 24,2 | 24,1 |
| | s | 24,9 | 24,8 | 24,4 | 24,3 | 24,4 | 25,3 |
| Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %) | p | 2,2 | 1,5 | 1,1 | 1,8 | 1,8 | 2,7 |
| | s | 3,3 | 3,0 | 2,8 | 2,0 | 1,2 | - |
| Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %) | p | 2,9 | 2,7 | 3,1 | 3,5 | 3,7 | 3,1 |
| | s | 2,8 | 1,7 | 3,0 | 3,0 | 2,7 | - |

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

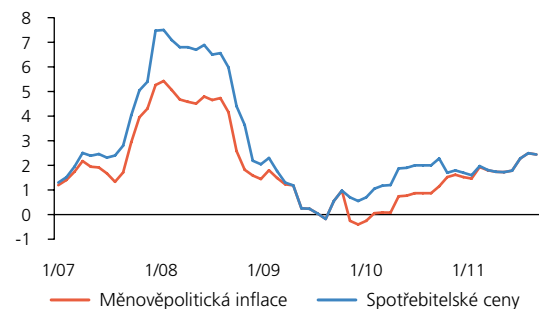
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se inflace zvýšila

(meziroční změny v %)

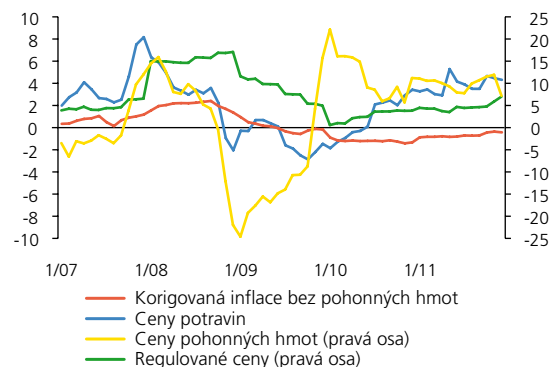


GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Meziroční růst cen potravin zřetelně zrychlil, růst cen pohonných hmot naopak zpomalil

(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)

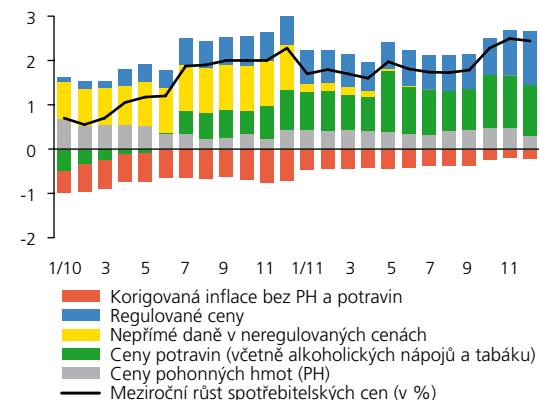


GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

Hlavní podíl na inflaci měly regulované ceny a ceny potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se **meziroční inflace**⁶ významně zvýšila. Její nárůst kulminoval v listopadu na hodnotě 2,5 %. V prosinci se pak mírně snížila na 2,4 %, což byla hodnota o 0,6 procentního bodu vyšší než v září (Graf III.1.2). Na této výrazné změně se podílelo především zřetelné zrychlení růstu cen potravin a regulovaných cen; částečně k ní přispěla i méně záporná korigovaná inflace bez pohonných hmot (Graf III.1.3). Je pravděpodobné, že hlavním zdrojem zvýšení inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2011 bylo částečné promítnutí vlivu zvýšení snížené sazby DPH do cen potravin ještě před počátkem platnosti této změny (od 1. 1. 2012) a rostoucí ceny zemního plynu, které se promítly do regulovaných cen. Na vyšší inflaci působilo rovněž oslabení měnového kurzu, naopak domácí makroekonomické faktory cenový vývoj tlumily.

Ve **struktuře meziroční inflace** se v prosinci 2011 vyrovnalo působení administrativních vlivů, tj. primárních dopadů změn nepřímých daní (které však byly v tomto období nulové) a regulovaných cen, s vlivem tržních cen (Graf III.1.4).

Regulované ceny tak nadále tvořily významnou část meziroční inflace (Graf III.1.4). Výrazné zrychlení tempa jejich meziročního růstu na 7 % v prosinci bylo způsobeno především zvýšením cen zemního plynu a rovněž cen regulovaných položek ve zdravotnictví, které vzrostly zejména v prosinci, kdy byly zvýšeny poplatky za pobyt v nemocnici. Pokračovalo také zvyšování regulovaného nájemného. Na meziročním růstu regulovaných cen se rovněž podílely úpravy cen elektřiny a vodného a stočného z předchozích čtvrtletí.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, ve čtvrtém čtvrtletí 2011 rovněž zřetelně zrychlil (na 1,5 % v prosinci). Hlavní příčinou bylo již zmíněné zesílení dynamiky růstu cen potravin, jejichž příspěvek k dosaženému meziročnímu růstu tržních cen byl stále nejvýraznější (Graf III.1.4). Podíl pohonných hmot se naopak částečně snížil a víceméně vykompenzoval vliv méně záporné korigované inflace. Trvajícím meziročním pokles cen v rámci korigované inflace bez pohonných hmot nadále působil směrem k nízké inflaci. Její vývoj nadále indikoval významné působení utlumené poptávky a absenci inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Dosud významně protiinflačně působící faktor klesajících dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh naopak již odezněl, zejména vlivem oslabení kurzu koruny.

Meziroční růst **cen potravin** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 opět výrazně zrychlil, oproti září byl vyšší o 0,8 procentního bodu a dosáhl 4,3 % (Graf III.1.5). Tento vysoký cenový nárůst byl pravděpodobně spojen se zmíněným částečným promítnutím zvýšené DPH do spotřebitelských cen s předstihem v závěru roku 2011. Zároveň nelze vyloučit i vliv ros-

6 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

toucích dovozních cen potravin a energií. Ke zrychlení růstu cen potravin přispěla také nižší srovnatelná základna předchozího roku. Předpoklad o částečném zahrnutí zvýšené DPH do cen jako hlavním faktoru nárůstu cen potravin ve čtvrtém čtvrtletí podporuje slábnoucí dynamika růstu cen zemědělských výrobců a cen výrobců v potravinářském průmyslu (Graf III.1.5), indikující rychlé odeznívání vlivu vysokých cen zemědělských produktů na ceny potravin. Také téměř plošný charakter zvýšení cen potravin v listopadu a prosinci svědčil o promítnutí zvýšené DPH do cen ještě před počátkem platnosti této změny (viz BOX 1).

Korigovaná inflace bez pohonných hmot, zahrnující ceny produktů s vyšším stupněm zpracování a služby, setrvala v podmínkách nízké domácí poptávky v záporných hodnotách, které se však ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zmírnily (na -0,4 % v prosinci; Graf III.1.6). Za touto změnou stálo zčásti meziroční oslabení kurzu CZK/EUR, které se projeвило ve zmírnění meziročního poklesu cen ostatních obchodovatelných statků (na -2,1 % v prosinci). Na změně korigované inflace se podílel i vývoj cen neobchodovatelných statků (bez regulovaných cen), které mírně zrychlily svůj meziroční růst (na 0,7 % v prosinci).

Vývoj cen **pohonných hmot** byl nadále kolísavý, ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zvolnily svůj meziroční růst (na 7,2 % v prosinci) v návaznosti na výrazné zpomalení dynamiky růstu světových cen ropy, které bylo jen částečně korigováno meziročním oslabením kurzu CZK/USD. Dosažený růst byl také ovlivněn efektem srovnávací základny.

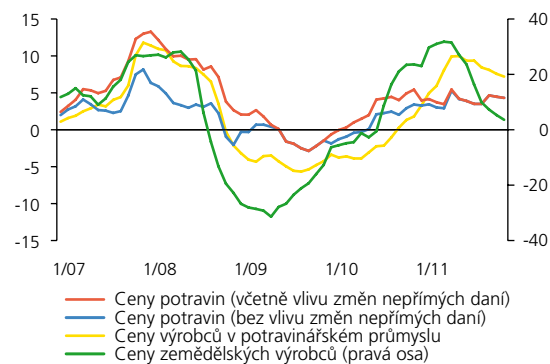
Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pomaleji než v průměru zemí EU (Graf III.1.7). Podle posledního odhadu Eurostatu činil v prosinci meziroční růst HICP v ČR 2,8 %, zatímco v průměru zemí EU ve stejném měsíci dosáhl 3 %. Meziroční inflace v ČR měřená HICP tak byla nadále vyšší než inflace měřená CPI. Hlavní příčinou tohoto rozdílu lze vidět v zahrnutí vlivu imputovaného nájemného do CPI, které v HICP obsaženo není. Jelikož meziroční změna imputovaného nájemného byla v prosinci nulová, tj. výrazně nižší než cenový růst zbývajících částí spotřebního koše, byl tento faktor hlavním důvodem nižší meziroční inflace měřené CPI oproti uvedené hodnotě HICP.

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Růst cen potravin opět výrazně zrychlil, ačkoli dynamika cen výrobců v potravinářském průmyslu i cen zemědělských výrobců se zřetelně zmírnila

(meziroční změny v %)

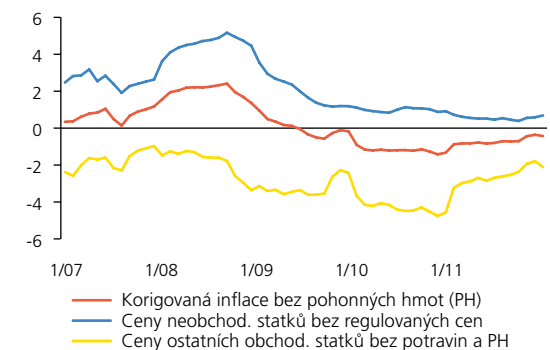


GRAF III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se dále zmírní

(meziroční změny v %)

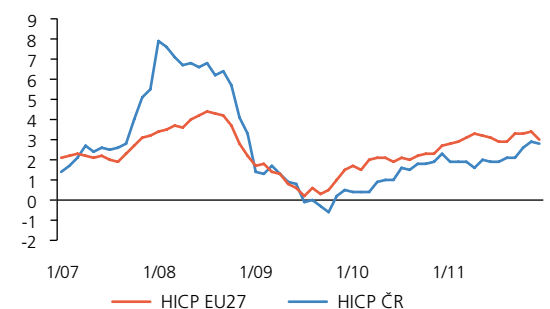


GRAF III.1.7

HICP

Meziroční inflace měřená HICP byla v ČR nadále nižší než v průměru zemí EU

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)

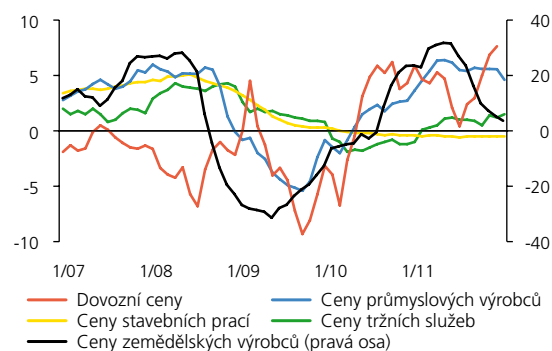


GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Růst dovozních cen opět zrychlil, růst cen průmyslových výrobců zpomalil a tempo růstu cen zemědělských výrobců dále klesalo

(meziroční změny v %)

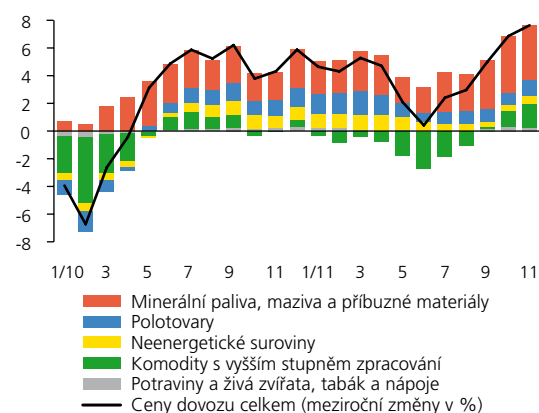


GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

Růst dovozních cen byl více než z poloviny způsoben cenami dovážených energetických surovin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

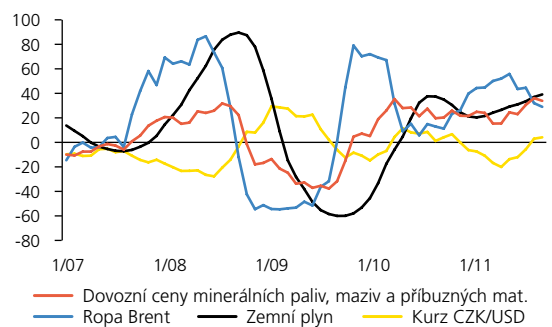


GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Ke zrychlení růstu dovozních cen energetických surovin přispělo v říjnu a listopadu oslabení kurzu CZK/USD

(meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Pokračující stále ještě rychlý meziroční růst cen klíčových surovin na světových trzích a oslabování měnového kurzu vedly ke zrychlení meziročního růstu dovozních cen. Růst dovozních cen surovin se nadále nejvíce promítal do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Rovněž dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí po dlouhotrvajícím poklesu růst. Meziroční růst cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu s vyšší přidanou hodnotou mírně zpomalil. Růst cen zemědělských výrobců dále zpomaloval, a také v potravinářském průmyslu došlo ke zmírnění cenového růstu. Ceny v tržních službách nepatrně zrychlily svůj růst, zatímco ceny stavebních prací nadále mírně klesaly.

III.2.1 Dovozní ceny

Růst **dovozních cen** byl i v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2011 ovlivněn stále silným meziročním růstem cen některých klíčových komodit na světových trzích (Graf III.2.2). Podle posledních listopadových údajů tempo meziročního růstu dovozních cen dále zřetelně zrychlilo (na 7,6 %), především v důsledku oslabení měnového kurzu.

Podíl rychle rostoucích cen dovážených **minerálních paliv** na dosaženém meziročním růstu dovozních cen byl i v říjnu a listopadu nejvyšší (Graf III.2.2). Ve srovnání se srpnem se jejich příspěvek dále zvýšil a v listopadu dosáhl výrazných 4 procentních bodů. Ceny ropy sice od srpna postupně snižují dynamiku svého růstu z předchozích vysokých hodnot přesahujících úroveň 50 %, přesto byl v listopadu jejich meziroční růst stále vysoký (29 %). Světové ceny zemního plynu, následující vývoj cen ropy s určitým zpožděním, plynule zrychlovaly svůj meziroční růst až od druhého čtvrtletí 2011 a v listopadu dosáhly hodnoty 39,1 %. V souhrnu stále ještě vysoký meziroční růst světových cen energetických surovin byl navíc v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2011 doprovázen meziročním oslabením kurzu CZK/USD (Graf III.2.3).⁷ Výsledkem bylo další zrychlení růstu dovozních cen minerálních paliv z 23 % v srpnu na 33,9 % v listopadu.

Výrazná změna ve vývoji měnového kurzu (zejména CZK/USD) v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2011 přispěla ke zrychlení růstu dovozních cen i v ostatních skupinách dovozu. Dovozní ceny chemikálií a příbuzných výrobků zvýšily svůj meziroční růst na 7,1 % a výrazněji rostly také dovozní ceny **polotovarů**. Také dovozní ceny potravin rostly v listopadu rychleji než v září. Meziroční oslabení kurzu CZK/USD bylo zřejmě také hlavní příčinou obratu ve vývoji dovozních cen **neenergetických surovin**, kde předchází trend k poklesu dynamiky cenového růstu byl vystřídán opětovným zrychlením (na 16 % v listo-

⁷ Zatímco ještě v září kurz CZK/USD posílil o 5,6 %, v listopadu již zaznamenal oslabení o 4,1 %.

padu; Tab. III.2.1). Pouze u dovozních cen rostlinných a živočišných olejů pokračovalo snižování dynamiky růstu z více než 40% hodnot vykázaných v první polovině roku 2011.

Z pohledu domácích výrobců tak rostly ceny dovážených vstupů (suroviny, polotovary) v říjnu a listopadu rychlým tempem, které u poloviny skupin dovozu dosahovalo dvouciferných hodnot. Také ve vývoji dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**,⁸ které v předchozích čtvrtletích převážně meziročně klesaly, byl patrný vliv oslabení měnového kurzu (zejména CZK/EUR). Jejich obnovený růst byl však výrazně nižší než u cen surovin, neboť se odvíjí od nízké dynamiky těchto cen v zahraničí (Tab. III.2.1).

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziroční růst **cen průmyslových výrobců** zpomalil. Po stagnaci ve třetím čtvrtletí 2011 a prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí okolo hodnoty 5,5 % se tempo jejich meziročního růstu v prosinci snížilo na 4,6 % (Graf III.2.4).

Základní pohled na příčiny a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců se oproti předchozímu čtvrtletí nemění, jen intenzita působení některých hlavních faktorů se zejména v závěru roku 2011 zmírnila. Dosažený růst byl nadále významně ovlivňován rychle rostoucími dovozními cenami surovin a polotovarů, i když v menší míře než v předchozím čtvrtletí (zejména vlivem vývoje cen ropy). Tyto nákladové tlaky se rychle promítaly do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce (Graf III.2.4 a Graf III.2.5). Také stále silný růst cen výrobců energií zvyšoval náklady podniků v některých odvětvích (Graf III.2.5). Ve čtvrtém čtvrtletí zároveň pokračovalo zřetelné zpomalování růstu cen výrobců v potravinářském průmyslu indikující oslabování nákladových tlaků plynoucích z vysokých cen agrárních vstupů.

Na celkovém meziročním růstu cen v průmyslu se i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 nejvíce podílely ceny výrobců v **potravinářském průmyslu** (1,2 procentního bodu). Jejich meziroční růst ale dále zvolnil (na 7,2 %) v souvislosti s probíhajícím prudkým oslabováním růstu cen zemědělských výrobců (Graf III.1.5). Jen mírně nižší příspěvek k růstu cen průmyslových výrobců zaznamenaly ceny v **odvětví koku a rafinérských ropných produktů**. Výrazný propad meziroční dynamiky růstu cen v tomto odvětví v prosinci (oproti září o 8 procentních bodů na 15,9 %) byl reakcí na vývoj světových cen ropy. Jak je patrné z Grafu III.2.4, tato změna byla hlavním faktorem zmírnění růstu cen průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2011. Také v odvětví základních kovů meziroční růst cen výrobců ve čtvrtém čtvrtletí zpomalil (na 5 % v prosinci).

8 Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

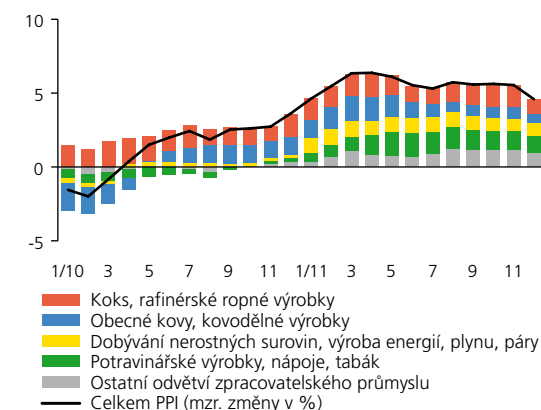
Dovozní ceny rostly ve všech skupinách, nejvýrazněji u dovážených energetických surovin (meziroční změny v %)

| | 8/11 | 9/11 | 10/11 | 11/11 |
|--|------|------|-------|-------|
| DOVOZ CELKEM | 3,0 | 5,0 | 6,9 | 7,6 |
| z toho: | | | | |
| potraviny a živá zvířata | -0,4 | 1,9 | 4,7 | 3,6 |
| nápoje a tabák | 7,7 | 8,9 | 11,1 | 11,9 |
| suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv | 15,0 | 10,0 | 10,6 | 16,0 |
| minerální paliva, maziva a příbuzné mat. | 23,0 | 30,6 | 36,1 | 33,9 |
| živočišné a rostlinné oleje | 30,1 | 28,9 | 23,0 | 20,3 |
| chemikálie a příbuzné výrobky | 5,0 | 5,6 | 6,5 | 7,1 |
| tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu | 4,0 | 4,3 | 4,1 | 5,3 |
| stroje a dopravní prostředky | -4,0 | -1,6 | 0,1 | 1,3 |
| průmyslové spotřební zboží | -1,9 | 0,1 | 3,2 | 3,9 |

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

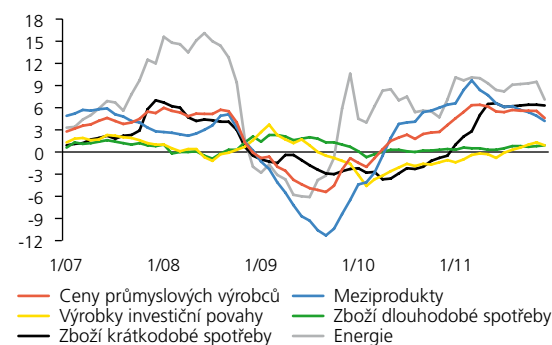
Růst cen průmyslových výrobců v závěru roku 2011 zpomalil (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

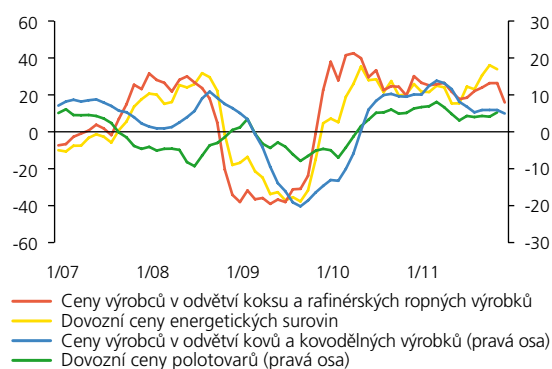
Rostoucí ceny surovin se rychle promítaly do cen meziproductů a produktů krátkodobé spotřeby (meziroční změny v %)



GRAF III.2.6

CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

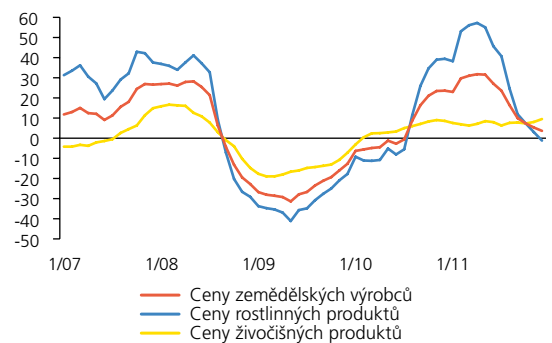
Ceny výrobců v odvětví koks a rafinérských ropných produktů reagují s krátkým zpožděním na vývoj světových cen ropy (meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Meziroční růst cen zemědělských výrobců dále výrazně zpomalil (meziroční změny v %)



Vývoj cen průmyslových výrobců byl rovněž ovlivňován pokračujícím růstem cen v **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v prosinci o 4,2 %) a cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami (6,3 % v prosinci). V odvětví těžby a dobývání meziroční růst cen dále zvolnil (na 3 %). Celkově se příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců nepatrně snížil a v prosinci dosáhl 0,8 procentního bodu.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, meziroční růst cen v závěru roku 2011 mírně zpomalil; jejich podíl na meziročním růstu cen průmyslových výrobců se tak v prosinci 2011 snížil na 0,9 procentního bodu. Ceny výrobců rostly ve většině těchto odvětví, převážně však nízkým tempem. Pokles cen byl zaznamenán pouze v odvětví výroby elektrických zařízení.

Ceny zemědělských výrobců

Vývoj **cen zemědělských výrobců** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 potvrzoval pokračující prudké zpomalování jejich meziročního růstu z hodnot přesahujících úroveň 30 % v první polovině roku 2011 (Graf III.2.7). V prosinci ceny zemědělských výrobců vzrostly již jen o 3,6 %. Na této výrazné změně se podílely výhradně ceny rostlinné výroby, které v závěru roku 2011 přešly do mírného meziročního poklesu (o 1,2 % v prosinci). Naproti tomu ceny produktů živočišné výroby ve sledovaném období zaznamenaly zrychlení meziročního růstu téměř na 10 % v prosinci.

Hlavní příčiny zpomalující dynamiky růstu cen zemědělských výrobců zůstávají stejné jako v předchozí Zprávě o inflaci. K výraznému zpomalení růstu cen zemědělských výrobců ve druhé polovině roku 2011 přispělo odeznění **vlivu klíčových faktorů**, které v závěru roku 2010 a ještě v první polovině roku 2011 působily směrem k jejich zvýšení. Především šlo o lepší klimatické podmínky v roce 2011, které spolu s návratem některých tradičních exportérů na světový trh vedly k mírnému poklesu cenové hladiny komodit rostlinné výroby ve světě. Také domácí sklizeň byla v roce 2011 z dlouhodobějšího pohledu výrazně nadprůměrná. Došlo k překmitu některých tradičně kolísavých položek cen zemědělských výrobců (brambory, zelenina) do výrazného meziročního poklesu o zhruba 40–50 %. Rovněž meziroční posílení měnového kurzu (zejména CZK/EUR) působilo v prvních třech čtvrtletích roku 2011 na domácí ceny zemědělských výrobců protiinflačně. Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se však vliv měnového kurzu změnil na proinflační.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

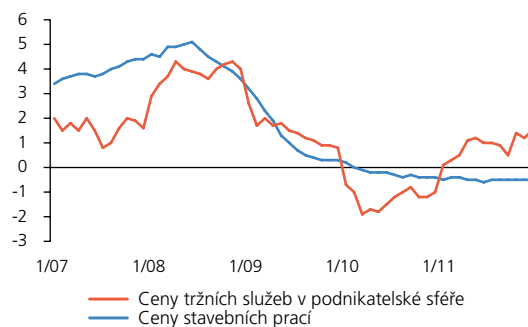
V podmínkách trvajících nízké poptávky po stavebních investicích zůstaly **ceny stavebních prací** i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v mírném meziročním poklesu (Graf III.2.8). Zároveň nepatrně zpomalil meziroční růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví (na 2 % v prosinci).

Ceny tržních služeb naopak pokračovaly v pozvolném růstu, který ve čtvrtém čtvrtletí 2011 postupně zrychloval na hodnotu 1,5 % v prosinci. Přitom ve většině sledovaných odvětví tržních služeb podnikatelské sféry byl růst cen mírný, což odráželo působení nízké domácí poptávky. Výjimkou bylo odvětví reklamních služeb a průzkumu trhu, kde v prosinci ceny meziročně vzrostly o 11,2 %.

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací dále mírně klesají, ceny tržních služeb nepatrně zrychlily růst
(meziroční změny v %)

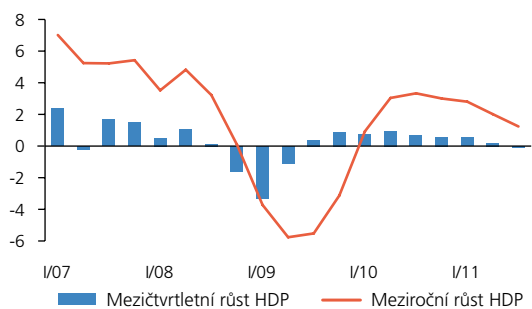


GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst HDP ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalil

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



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

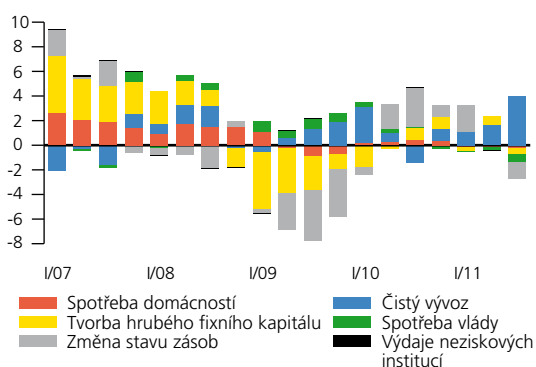
Ve třetím čtvrtletí 2011 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu dále zpomalil (o 0,8 procentního bodu na 1,2%).⁹ V mezičtvrtletním srovnání se HDP mírně snížil (o 0,1%). Na dosaženém meziročním růstu hrubého domácího produktu se při trvajícím předstihu růstu vývozu před dovozem podílel čistý vývoz, jehož příspěvek se oproti předcházejícímu čtvrtletí zvýšil. Ostatní výdajové složky HDP ekonomický růst ve třetím čtvrtletí nepodpořily, neboť meziroční pokles konečné spotřeby se dále prohloubil a předchozí růst tvorby hrubého kapitálu překmitl do záporných hodnot. Na straně nabídky se na ekonomickém růstu podílel nejvíce zpracovatelský průmysl, jeho kladný příspěvek se však oproti předchozímu čtvrtletí snížil. Ve většině ostatních odvětví hrubá přidaná hodnota klesala.

GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K reálnému růstu HDP přispěl pouze čistý vývoz

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



III.3.1 Domácí poptávka

Zpomalující růst domácí poptávky, patrný od čtvrtého čtvrtletí 2010, přešel ve třetím čtvrtletí 2011 do zdatelného meziročního poklesu. K tomuto vývoji přispěly všechny její složky, nejvíce však změna stavu zásob (Graf III.3.2). V menší míře ovlivnila vývoj domácí poptávky spotřeba domácností a spotřeba vlády, jejichž meziroční pokles se dále prohloubil. Také opětovný meziroční pokles fixních investic přispěl ke snížení domácí poptávky.

Konečná spotřeba

Spotřeba domácností setrvala ve třetím čtvrtletí 2011 v meziročním poklesu, který se oproti předchozímu čtvrtletí jen mírně prohloubil na -0,4 %. Pokračující meziroční pokles spotřebních výdajů domácností, pozorovaný od počátku roku 2011 zejména v souvislosti s probíhající fiskální konsolidací, byl nadále doprovázen strukturálními změnami ve spotřebě. Domácnosti již od druhého čtvrtletí 2011 snižují své výdaje na předměty krátkodobé, střednědobé i dlouhodobé spotřeby, pouze reálné výdaje na služby se ve třetím čtvrtletí zvýšily.

Meziroční růst **nominálního hrubého disponibilního důchodu**, který je hlavním zdrojem spotřebních výdajů domácností, byl v průběhu první poloviny roku 2011 utlumený a ve třetím čtvrtletí překmitl do poklesu. Kromě toho byla jeho reálná kupní síla nadále snižována meziroční inflací¹⁰ (Graf III.3.3).

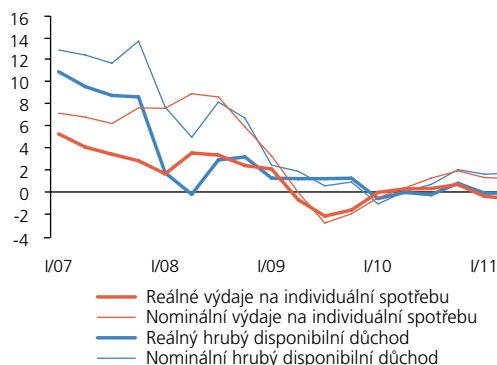
Bližší pohled do **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu ukazuje, že kladné příspěvky k jeho meziročnímu vývoji zaznamenaly ve třetím čtvrtletí 2011 pouze mzdy a platy, důchody z vlastnic-

GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Klesající spotřeba domácností byla ovlivněna vývojem reálného disponibilního důchodu

(meziroční změny v %)



9 Hodnocení výdajů i zdrojů HDP vychází z revidovaných (viz BOX 2 Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů v kapitole II.3) sezonně očištěných údajů čtvrtletních národních účtů.

10 Měřeno deflátorem spotřeby domácností.

tví a ze sociálních dávek. Jejich příspěvky však byly nízké (Graf III.3.4) a pouze příjmy ze sociálních dávek ve třetím čtvrtletí zrychlily svůj meziroční růst (z 1,8 % ve druhém čtvrtletí 2011 na 3,1 %). Naopak u váhově poměrně významných podnikatelských příjmů, tj. důchodů z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu, pokračoval mírný meziroční pokles, odrážející zejména nízkou domácí poptávku. Záporný byl i příspěvek důchodů z ostatních transferů a placených daní a sociálních příspěvků.

Vývoj **míry úspor**, pohybující se v posledních čtvrtletích na poměrně vysoké hodnotě kolem 10 %, indikoval trvalý obezřetný chování domácností při značně nejistých výhledech vývoje na trhu práce a obavách z dopadů fiskální konsolidace. O umírněném spotřebním chování domácností svědčil i pokračující utlumený vývoj spotřebitelských úvěrů (viz kapitola III.5.2).

Podle posledních dostupných **předstihových indikátorů** by nemělo dojít k výraznému oživení spotřeby domácností v následujícím období. Říjnové sezonně očištěné údaje o vývoji reálných tržeb v maloobchodu rostly jen mírně v motoristickém segmentu, zatímco v ostatních podskupinách tohoto sektoru reálné tržby klesaly. Také poslední listopadové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ nenaznačují změnu v dosavadním spotřebním chování domácností, neboť pokračuje trend snižování indikátoru spotřebitelské důvěry. Jeho vývoj nadále odráží zejména zhoršující se očekávání domácností o celkové hospodářské situaci a nezaměstnanosti (Graf III.3.5).

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve třetím čtvrtletí 2011 poměrně výrazně poklesly, což odráží realizaci úsporných opatření vlády (podrobněji se fiskální diskreci věnuje BOX 3 Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011). Ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl jejich meziroční pokles hlubší a dosáhl -3,0 %.

BOX 3

Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011

Tento box zkoumá diskreční opatření české fiskální politiky v letech 2001–2011, analyzuje jejich ekonomické dopady a hodnotí jejich působení v rámci hospodářského cyklu.

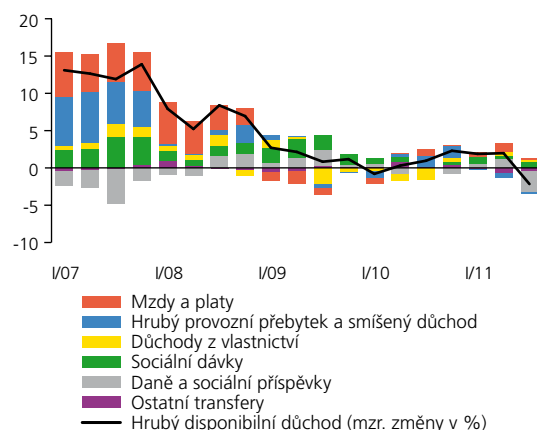
Vzhledem k obtížnému rozlišení mezi diskrečním a autonomním vývojem vládních příjmů a výdajů jsou pro analýzu použity tři **metody odhadu fiskální diskrece**. První, přímá metoda („**bottom-up**“) sčítá dopady jednotlivých fiskálních opatření na příjmové a výdajové straně veřejných rozpočtů. Zdrojem informací u příjmových opatření jsou důvodové zprávy přijímaných zákonů a norem. Výdajová diskrece je aproximována odchylkou výdajů (bez dávek v nezaměstnanosti, úrokových plateb, a kapitálového

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod domácností se ve třetím čtvrtletí 2011 meziročně snížil

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

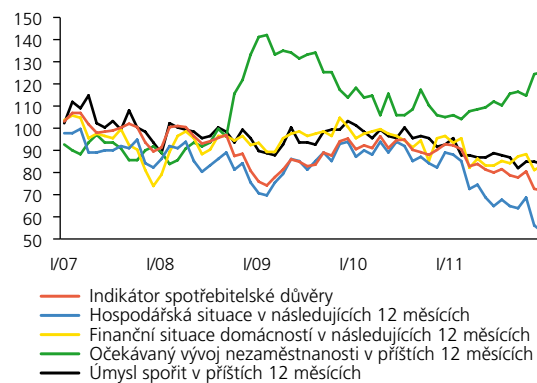


GRAF III.3.5

INDIKÁTOR SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Důvěra domácností se snižuje

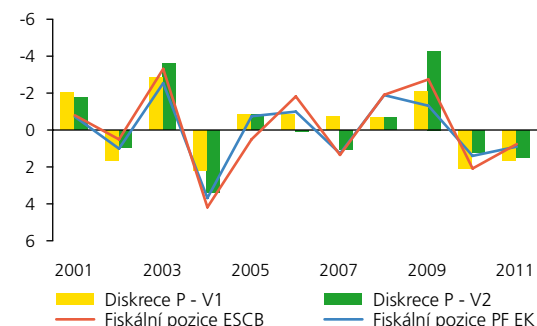
(rok 2005 = 100, sezonně očištěné údaje)



GRAF 1 (Box)

FISKÁLNÍ DISKRECE „BOTTOM-UP“ A „TOP-DOWN“

Odhad diskrece různými metodami dává podobné výsledky
(v % nominálního HDP)



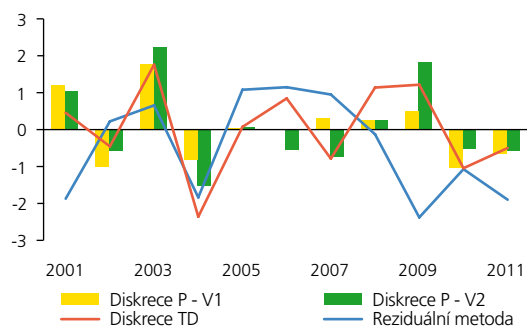
Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální restrikcí, záporná hodnota fiskální expanzí. Metoda "top-down": fiskální pozice dle metod ESCB a EK. Metoda "bottom-up": rozdíl mezi příjmovou a výdajovou diskrecí. P jsou diskreční příjmy, V1 je odchylka od trendu očištěných celkových výdajů, V2 je odchylka od trendu podílu očištěných celkových výdajů na HDP.

GRAF 2 (Box)

DOPAD FISKÁLNÍ DISKRECE DO HDP

Fiskální diskrece měla v několika letech výrazné dopady do reálné ekonomiky

(v % reálného HDP)



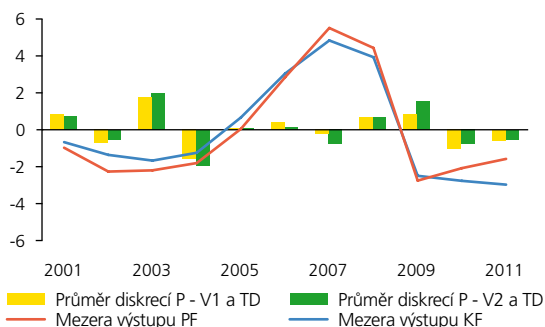
Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální expanzi, záporná hodnota fiskální restrikci. Dopady diskrece "bottom-up": P jsou dopady příjmových opatření při použití fiskálních multiplikátorů dle MMF (Klyuev a Snudden, 2011), V1 a V2 jsou dopady výdajové diskrece při použití multiplikátoru ČNB 0,6. TD je průměr dopadů diskrecí identifikovaných metodou "top-down" při použití multiplikátoru 0,6.

GRAF 3 (Box)

MEZERA VÝSTUPU A DOPAD FISKÁLNÍ DISKRECE DO HDP

Fiskální působení bylo převážně procyklické, jen v některých letech proticyklické

(v % reálného HDP)



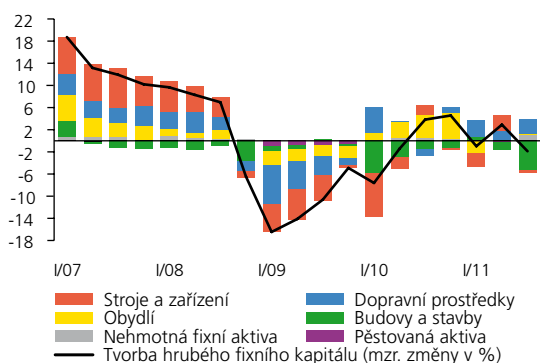
Poznámka: Kladná hodnota indikuje fiskální expanzi, záporná hodnota fiskální restrikci. Diskrece P, V1, V2 a TD viz Poznámka ke Grafu 2. Mezera výstupu: PF - s využitím produkční funkce, KF - s využitím Kalmánova filtru.

GRAF III.3.6

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice ve třetím čtvrtletí 2011 opět mírně poklesly

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



transferu do transformačních institucí) od „autonomních výdajů“ (modelovaných jako trend ve vývoji uvedených výdajů, resp. jako trend ve vývoji podílu těchto výdajů na HDP).

Druhá, nepřímá metoda („**top-down**“) měří fiskální diskreci z agregátního pohledu, a to jako meziroční změnu cyklicky očištěného (strukturálního) salda veřejných rozpočtů (tzv. fiskální pozici), propočtenou podle metod ESCB a Evropské komise.¹¹ Fiskální diskreci odhadnutou prvními dvěma metodami uvádí Graf 1.

Třetí „**reziduální metoda**“ měří dopad fiskálních opatření do reálné ekonomiky implicitně. Metoda využívá rezidua rovnice mezery výstupu bývalého jádrového predikčního modelu ČNB (QPM) po zohlednění standardních modelových poptávkových faktorů.¹² Tato metoda identifikuje poptávkové šoky převážně v souladu s předcházejícími dvěma metodami s výraznou výjimkou krizového roku 2009.

Dopad fiskální diskrece do HDP je propočten pomocí fiskálních multiplikátorů odhadnutých různými autory (viz Graf 2). Průměry dopadů fiskální diskrece dle přímé i nepřímé metody do HDP naznačují kvalitativně stejný příběh (Graf 3). Dopad tzv. protikrizového balíčku v roce 2009 je odhadnut na 0,9–1,5 % HDP, v roce 2010 se pohyboval dopad diskrece v rozpětí -0,8 až -1,0 % HDP vlivem úsporného balíčku a v roce 2011 je odhadován dopad další konsolidace do HDP ve výši -0,5 až -0,6 % HDP.

Hodnocení stabilizačního působení fiskální diskrece na ekonomický cyklus je provedeno porovnáním dopadů fiskální diskrece do HDP s odhady průběhu mezery výstupu. Fiskální opatření ekonomiku stabilizují, pokud je příspěvek fiskální diskrece negativně korelovan s mezerou výstupu. Z Grafu 3 je patrné, že období žádoucího proticyklického působení fiskální politiky jsou relativně krátká, (pouze roky 2001, 2003, 2007 a 2009), zatímco období jejího procyklického vlivu převažují a jsou déletrvajících (roky 2002, 2004–2006, 2008, 2010–2011).

Investice

Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval nerovnoměrný vývoj **fixních investic**, patrný v předchozích čtvrtletích (Graf III.3.6). Jejich kolísání mezi kladnými hodnotami růstu a poklesy lze – vedle vlivu srovnávací základny – vnímat zejména jako odraz přetrvávajících značných nejis-

11 Výpočet fiskální pozice je založen na datech k 11.12.2011. Pro bližší popis metodiky viz např. BOX 3 Zprávy o inflaci III/2009: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_III/boxy_a_prilohy/zoj_III_2009_box_III.html

12 Model QPM je popsán v Coats, W., Laxton, D., Rose, D. (2003): The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System. http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/about_cnb/publications/download/forecasting_2003_1-4.pdf

tot o budoucím vývoji poptávky. Kromě toho zde také významně působil vliv zpomalení infrastrukturních investic v sektoru vlády. V samotném třetím čtvrtletí 2011 se fixní investice meziročně snížily o 1,9 %, a také v mezičtvrtletním srovnání poklesly.

Pokles investic byl pozorován v převážné většině sektorů (Tab. III.3.1). V sektoru **nefinančních podniků**, který tvoří více než polovinu celkových investic, však fixní investice ve třetím čtvrtletí rostly. Jejich meziroční růst byl ale jen mírný a dosáhl necelá 2 %. Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy v nefinančních podnicích ze čtvrtého čtvrtletí 2011 došlo k překmitu salda očekávané změny investičních výdajů v horizontu 6 a 12 měsíců do negativních hodnot. To odráží slábnoucí optimismus podniků o budoucím vývoji zakázek a jejich reakci na rostoucí nejistotu.

Nejvíce ovlivnil celkový meziroční pokles investic ve třetím čtvrtletí **sektor vlády** (-12,4 %), kde se projevil především útlum v oblasti inženýrských staveb. Ten souvisel zejména se sníženým čerpáním prostředků z fondů EU. Pokles investic v ostatních sektorech byl z pohledu celkových investic méně významný. V **sektoru domácností** se investice snížily jen mírně (meziročně o 0,4 %). Investice do obydlí, které tvoří významnou složku investic domácností, přitom pokračovaly již druhé čtvrtletí v řadě ve slabém růstu (ve třetím čtvrtletí o 0,9 %; Graf III.3.7). Je pravděpodobné, že jejich mírné oživení souviselo s očekávaným zvýšením DPH ze stavebních prací s platností od 1. ledna 2012. Předstihové dílčí indikátory¹³ nicméně nenaznačují zřetelné oživení poptávky po bydlení v následujícím období. Převážně záporné hodnoty meziročních změn těchto indikátorů naopak nadále svědčí o celkově obezřetném přístupu developerů i domácností k investicím do obydlí zejména pod vlivem nejistot o budoucím vývoji ekonomiky a návazně situace na trhu práce.

Příspěvek tvorby **zásob** k meziročnímu růstu HDP se ve třetím čtvrtletí 2011 prudce snížil (na -1,4 procentního bodu; Graf III.3.2). Tento pokles víceméně korespondoval s výsledky konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ze září. K největším změnám došlo v zásobách surovin, materiálů a polotovarů, což svědčilo o přízpusobování podniků utlumenému vývoji zakázek. Další prohloubení poklesu zásob ve čtvrtém čtvrtletí 2011 ale podniky podle výsledků uvedeného šetření neočekávají.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval již rok trvajícím meziročním růstem **čistého vývozu zboží a služeb**¹⁴. Přebytek čistého vývozu meziročně vzrostl o téměř 42 mld. Kč. Mírně se zvýšil i v mezičtvrtletním srovnání (o necelé 3 mld. Kč; Graf III.3.8). Podobně jako v předchozích třech

¹³ Rozumí se zejména údaje o zahájených a dokončených bytech.

¹⁴ V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

Tab. III.3.1

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Investice klesaly ve většině sektorů, v sektoru nefinančních podniků ale mírně rostly

(stálé ceny, propočet ČNB)

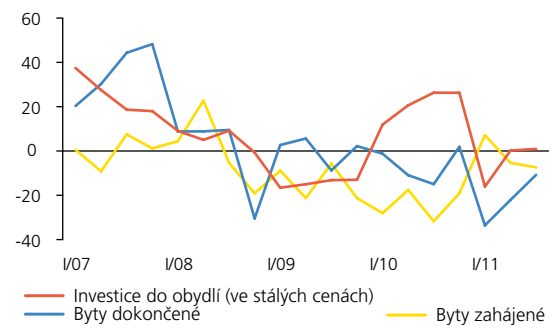
| | IV/10 | I/11 | II/11 | III/11 |
|--|-------|-------|-------|--------|
| Meziroční změny v % | | | | |
| Nefinanční podniky | 2,3 | 2,2 | 6,7 | 1,9 |
| Domácnosti | 22,1 | -9,0 | 0,9 | -0,4 |
| Vládní instituce | -10,5 | 1,2 | -5,7 | -12,4 |
| Finanční instituce | 43,9 | -18,2 | -7,7 | -24,6 |
| Neziskové instituce | 9,0 | 8,0 | 7,9 | 4,7 |
| Podíl na celkových fixních investicích v % | | | | |
| Nefinanční podniky | 56,0 | 58,5 | 59,7 | 57,8 |
| Domácnosti | 24,2 | 20,8 | 21,7 | 23,8 |
| Vládní instituce | 17,1 | 18,5 | 16,3 | 16,4 |
| Finanční instituce | 2,4 | 1,9 | 2,1 | 1,7 |
| Neziskové instituce | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,3 |

Graf III.3.7

INVESTICE DO OBYDLÍ

Investice do obydlí slabě rostly, počty zahájených a dokončených bytů pokračovaly v poklesu i ve třetím čtvrtletí 2011

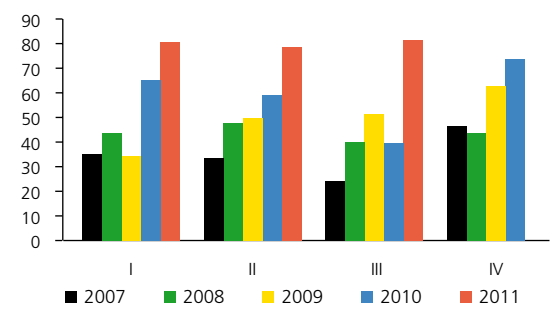
(meziroční změny v %)



Graf III.3.8

ČISTÁ ZAHRAJNÍ POPTÁVKA

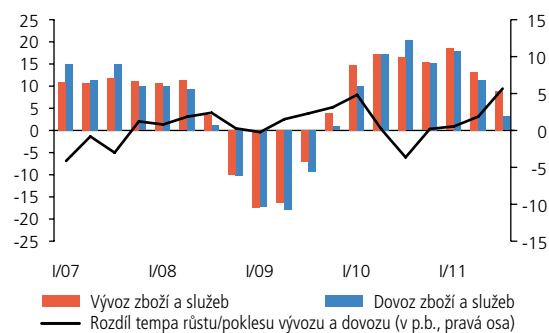
Ve třetím čtvrtletí 2011 se čistý vývoz meziročně výrazně zvýšil (v mld. Kč, stálé ceny roku 2005, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.9

VÝVOZ A DOVOZ

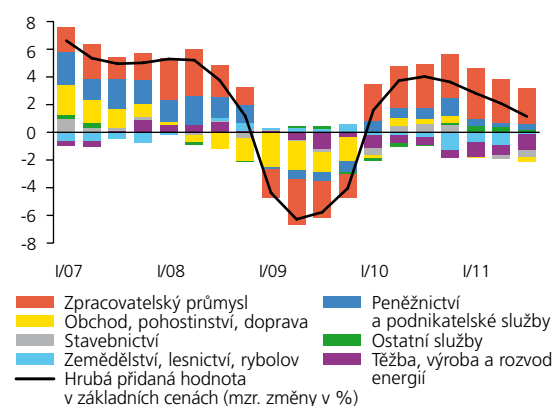
Růst obrátu zahraničního obchodu ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalil, vývoz však rostl zřetelně rychleji než dovoz
(meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.10

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

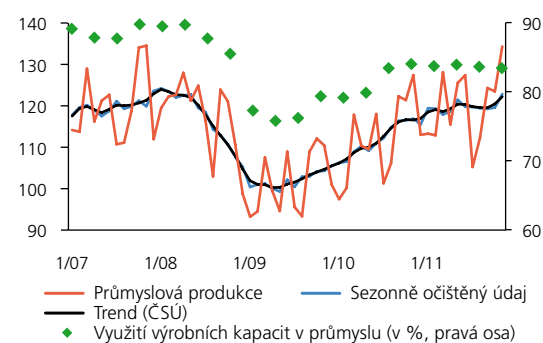
Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračovalo zpomalování meziročního růstu hrubé přidané hodnoty
(v základních cenách, příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



GRAF III.3.11

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Míra využití výrobních kapacit v průmyslu se velmi pozvolna snižuje
(bazický index, rok 2005 = 100)



čtvrtletích se na meziročním růstu čistého vývozu podílel vývoj přebytku obchodní bilance, v menším rozsahu k němu ve třetím čtvrtletí přispělo také zvýšení kladného salda bilance služeb. Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu byl opět kladný a oproti předchozímu čtvrtletí se výrazně zvýšil (Graf III.3.2).

Meziroční růst celkového obrátu zahraničního obchodu se ve třetím čtvrtletí nicméně dále zmírnil (na 6,1 %), neboť další zpomalení růstu vývozu bylo doprovázeno ještě výraznějším snížením tempa růstu dovozu. Výsledkem bylo zřetelné zvýšení předstihu tempa růstu vývozu před dovozem na 5,7 procentního bodu (Graf III.3.9). **Celkový vývoz** vzrostl o 8,8 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se jeho dynamika zmírnila o 4,4 procentního bodu. Pokračující oslabování růstu celkového vývozu, patrně již v předchozím čtvrtletí, bylo spojeno s dalším zmírněním růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů a se silícími nejistotami ohledně hospodářského vývoje ve světě.

K výraznému zpomalení meziročního růstu **celkového dovozu** ve třetím čtvrtletí (oproti druhému čtvrtletí o 8,2 procentního bodu na 3,1 %) došlo při souběhu vlivu slábnoucí zahraniční i domácí poptávky. Zřetelný vliv těchto faktorů byl patrný ve všech třech skupinách dovozu z pohledu užití. Ke snížení tempa růstu celkového dovozu nejvíce přispěl ve třetím čtvrtletí 2011 dovoz pro investice a dovoz pro mezispotřebu¹⁵ (zejména pro výrobu produkce na vývoz), ovlivněný nepříznivým vývojem zakázek.

III.3.3 Nabídka

Ve třetím čtvrtletí 2011 setrvala sezonně očištěná **hrubá přidaná hodnota** v základních cenách na úrovni předchozího čtvrtletí a její meziroční růst dále zpomalil (oproti druhému čtvrtletí 2011 o 1 procentní bod na 1,1 %). Dosažený meziroční růst přidané hodnoty byl v rozhodující míře tažen odvětvím průmyslu. Mírné kladné příspěvky k růstu zaznamenala rovněž odvětví peněžnictví a ostatních služeb, ostatní odvětví meziročně klesala (Graf III.3.10).

Ke zpomalení meziročního růstu přidané hodnoty opět nejvýrazněji přispělo odvětví **průmyslu**; jeho příspěvek k růstu se ve třetím čtvrtletí oproti druhému čtvrtletí 2011 snížil o 1 procentní bod, byl však stále nejvyšší (1,4 procentního bodu). Hlavní příčinou bylo zřetelné zmírnění tempa růstu přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu, které přesto stále dosahovalo dvouciferných hodnot (10,9 %). Pro vývoj přidané hodnoty v průmyslu tak byl i ve třetím čtvrtletí 2011 klíčový sice zřetelně zpomalující, ale ještě solidní růst produkce ve **zpracovatelském průmyslu** (o 4,5 %),¹⁶ který byl podpořen zahraniční

15 Při vysoké dovozní náročnosti vývozu činil dovoz pro mezispotřebu 64 % z celkového dovozu.

16 K meziročnímu reálnému růstu produkce v celém průmyslu o 4,2 % nejvíce přispěla ve třetím čtvrtletí 2011 výroba motorových vozidel, přívěsů a návěsů (příspěvek 3,5 procentního bodu), výroba strojů a zařízení (0,5 procentního bodu) a výroba pryžových a plastových výrobků (0,4 procentního bodu).

poptávkou. Tento fakt potvrzovaly statistiky o vývoji tržeb za prodej vlastních výrobků, podle kterých si tržby z přímého vývozu – i po zmírnění dynamiky – udržely stále vysoký meziroční růst (v běžných cenách o 14,5 %), zatímco domácí tržby klesaly. S těmito výsledky korespondoval zpomalující, avšak stále rychlý reálný růst vývozu zboží podle národních účtů ČSÚ (meziročně o 9,6 %).

Podle posledních údajů sezonně očištěná průmyslová produkce v říjnu a zejména pak v listopadu 2011 meziměsíčně vzrostla a zrychlil se i její meziroční růst. Tyto výsledky ovlivnila podle ČSÚ kumulace dokončených větších množství zakázek s delším výrobním cyklem ve strojírenství a ve výrobě těžké dopravní techniky, což lze hodnotit jako jednorázový vliv. Poslední říjnová data o míře **využití výrobních kapacit** v průmyslu indikují pokračující velmi pozvolné snižování využití výrobních kapacit (Graf III.3.11).

Vývoj průmyslové produkce v následujících měsících bude pravděpodobně nadále značně závislý na vývoji zahraniční poptávky. Nasvědčují tomu výsledky šetření o vývoji **nových průmyslových zakázek**, podle kterých zakázky z tuzemska pokračovaly v říjnu a listopadu 2011 v meziročním poklesu, zatímco zakázky ze zahraničí se zvýšily (Graf III.3.12). Podnikatelé v průmyslu podle posledního prosincového konjunkturálního šetření ČSÚ neočekávají v nejbližších měsících výraznější změny celkové poptávky. Přetrvává tak vnímání nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu produkce v průmyslu (Graf III.3.13).

V podmínkách trvající nízké domácí poptávky se podílela **odvětví služeb a obchodu** na meziročním růstu přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí 2011 jen nevýrazně (0,3 procentního bodu). V rámci odvětví k dosaženému růstu přispěly zejména peněžnictví a pojišťovnictví a činnosti v oblasti nemovitostí, ve většině ostatních služeb a obchodu přidaná hodnota klesala. Jak naznačují údaje o reálných tržbách v maloobchodě, růst i ve třetím čtvrtletí 2011 táhly tržby z prodeje motorových vozidel, zahrnující i reexporty, zatímco tržby v ostatním maloobchodním sortimentu klesaly. Obdobný vývoj pokračoval i v říjnu a listopadu. Je tedy pravděpodobné, že ani ve čtvrtém čtvrtletí 2011 nebude růst přidané hodnoty vývojem tržeb v ostatních sortimentních skupinách podpořen.

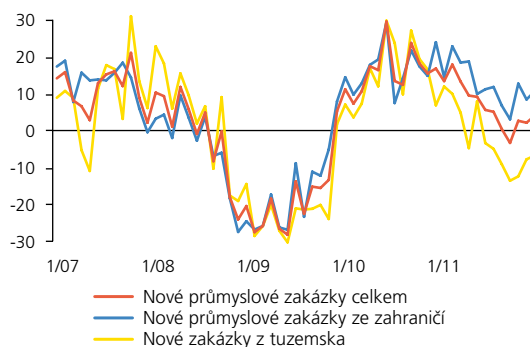
Ve **stavebnictví**, které bylo nejvíce zasaženo slábnoucí poptávkou, došlo ve třetím čtvrtletí 2011 k dalšímu prohloubení meziročního poklesu přidané hodnoty (na -7 %). Podle odvětvových statistik nejvýrazněji klesala stavební produkce v inženýrském stavitelství. Meziroční pokles stavební produkce pokračoval i v říjnu a listopadu; v listopadu byl ale pokles mírnější, neboť pozemní stavitelství zaznamenalo po sedmiměsíčním poklesu mírný meziroční růst. Výrazný pokles hodnoty nových zakázek stavebních prací a orientační hodnoty povolených staveb a nadále pesimistická očekávání podnikatelů v tomto odvětví podle konjunkturálního šetření ČSÚ zatím nenaznačují zlepšení situace ve stavebnictví v příštích měsících.

Celkový indikátor důvěry podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ v listopadu a prosinci 2011 klesal. Výrazně se zhoršila zejména

GRAF III.3.12

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

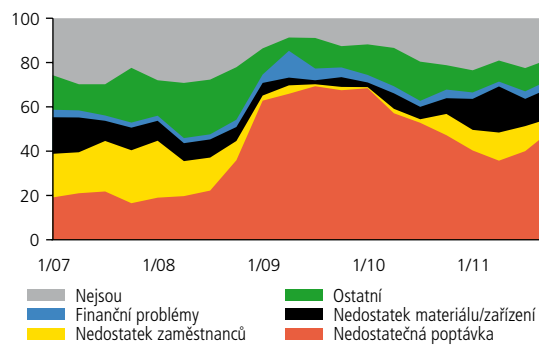
Nové průmyslové zakázky jsou taženy zakázkami ze zahraničí při poklesu domácích objednávek
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.13

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

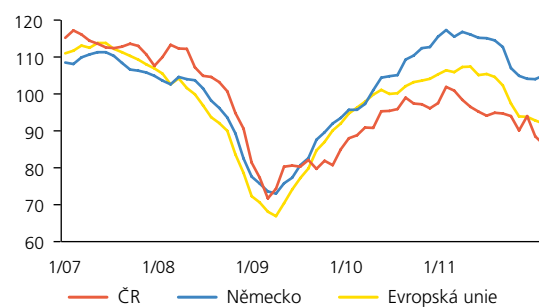
Nejvýraznější bariérou růstu průmyslové produkce zůstává nedostatečná poptávka
(v %)



GRAF III.3.14

INDIKÁTORY DŮVĚRY

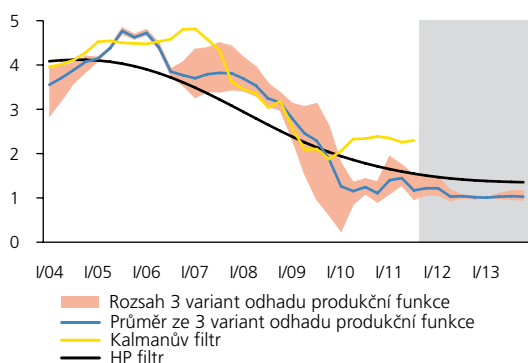
Na rozdíl od ČR a celé EU indikátor důvěry v Německu v prosinci mírně vzrostl
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



GRAF III.3.15

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

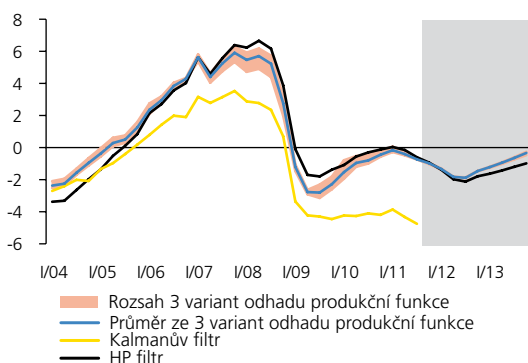
Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce ve třetím čtvrtletí 2011 zpomalilo (meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

MEZERA VÝSTUPU

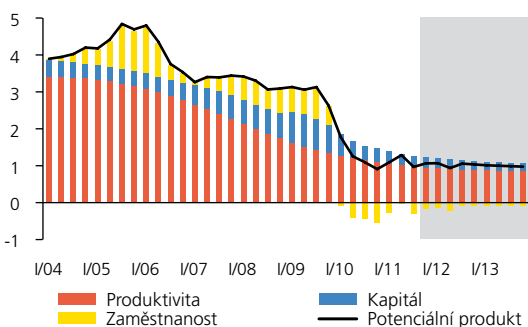
Mezera výstupu ve třetím čtvrtletí 2011 pokračovala v rozevírání do záporných hodnot (v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.17

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Ke zpomalení tempa růstu potenciálního produktu ve třetím čtvrtletí 2011 přispěl pokles rovnovážné zaměstnanosti (základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



nálada spotřebitelů. Na straně podnikatelů klesala důvěra ve všech hlavních sledovaných odvětvích, negativní vyhlídky nadále převládaly zejména mezi podnikateli ve stavebnictví. Z pohledu mezinárodního srovnání je patrné, že v Německu – na rozdíl od ČR a celé EU – v prosinci nepanovaly tak výrazné obavy z dalšího vývoje a indikátor zaznamenal mírný růst (Graf III.3.14), což je dílčí příznivá zpráva pro vývozní odvětví.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Pokračující zpomalování meziročního tempa růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2011 vedlo dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**¹⁷ k mírnému zpomalení tempa růstu potenciálního produktu (na 1,2 %¹⁸; Graf III.3.15) a dalšímu rozevírání mezery výstupu do záporných hodnot (-0,7 % oproti -0,4 % ve druhém čtvrtletí 2011 dle revidovaných dat; Graf III.3.16). V následujících čtvrtletích bude podle propočtu produkční funkce tempo růstu potenciálního produktu nejdříve stagnovat kolem 1,2 % a poté dále mírně zpomalí k 1 %. Mezera výstupu bude pravděpodobně ještě několik čtvrtletí pokračovat v rozevírání do záporných hodnot a k jejímu přivírání začne docházet až od konce roku 2012.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v její základní variantě ukazuje, že za zpomalením tempa růstu potenciálního produktu ve třetím čtvrtletí 2011 stál záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti. Ta bude dle propočtu produkční funkce negativně ovlivňovat vývoj potenciálního produktu i v následujících čtvrtletích. Příspěvky kapitálu se na horizontu prognózy nepatrně sníží, stejně jako příspěvky souhrnné produktivity (Graf III.3.17).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**¹⁹ naznačuje mírně vyšší tempo růstu potenciálního produktu (1,5 % ve třetím čtvrtletí 2011) než výpočet pomocí produkční funkce. Vývoj mezery výstupu vychází oběma metodami obdobně, HP filtr pouze naznačuje pomalejší uzavírání mezery výstupu v roce 2013. **Kalmanův filtr** nadále indikuje vyšší tempo růstu potenciálního produktu (2,3 % ve třetím čtvrtletí 2011) doprovázené mnohem více zápornou mezerou výstupu (-4,8 % z potenciálu). Výsledky všech tří zmiňovaných metod tak shodně indikují pokračující otevírání mezery výstupu do záporných hodnot ve třetím čtvrtletí 2011. Přetrvávající výrazný rozptyl mezi vypočítanými hodnotami však ukazuje velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

17 Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient $\lambda = 10\,000$. Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahrnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku.

18 Průměry ze tří variant výpočtu.

19 V odhadu pomocí HP filtru byl rovněž použit koeficient $\lambda = 10\,000$.

III.4 TRH PRÁCE

Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračovalo zpomalování růstu zaměstnanosti, jehož meziroční dynamika byla ve srovnání s předchozím čtvrtletím zhruba poloviční. Obecná míra nezaměstnanosti pokračovala v poklesu. Obdobně se vyvíjela i míra registrované nezaměstnanosti, v závěru roku se však její mezičtvrtletní pokles zastavil. Meziroční růst průměrné nominální mzdy mírně zrychlil; přispěl k tomu její obnovený růst v nepodnikatelské sféře, v podnikatelském sektoru ale růst průměrné mzdy zvolnil. Růst národohospodářské produktivity dále zpomalil. Mzdová náročnost produktu se při výraznějším zpomalení růstu objemu mezd a platů než růstu HDP opět meziročně snížila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

V návaznosti na zpomalující růst ekonomické aktivity meziroční růst **celkové zaměstnanosti**²⁰ ve třetím čtvrtletí 2011 dále zvolnil na 0,3 % (Graf III.4.1), což v absolutním vyjádření znamenalo o 15,8 tis. více zaměstnaných osob než ve stejném období předchozího roku. V mezičtvrtletním srovnání po sezonním očištění se zaměstnanost zvýšila již jen o 0,1 %. Na tomto zpomalení se podílel především vývoj ve skupině zaměstnanců, jejichž počet se meziročně zvýšil již jen 0,2 %. Toto zpomalení přitom bylo částečně kompenzováno mírným zrychlením růstu počtu podnikatelů, které však zůstává nízké v porovnání s vývojem v předcházejících čtvrtletích.²¹

Na dosaženém růstu zaměstnanosti se nadále nejvíce podílel **průmysl**, i když jeho příspěvek se oproti druhému čtvrtletí 2011 znatelně snížil (Graf III.4.2). Přesto ještě rostly počty zaměstnanců v průmyslu ve třetím čtvrtletí solidním tempem (meziročně o 3,8 %, tj. o 52,7 tis. osob).²² Dopad slábnoucí zahraniční i domácí poptávky se přitom projevil v zaměstnanosti jednotlivých odvětví průmyslu se značně rozdílnou intenzitou. Pro pokračující růst zaměstnanosti v průmyslu byl nadále klíčový vývoj zaměstnanosti v exportně orientovaném zpracovatelském průmyslu, avšak i v tomto odvětví se dynamika růstu počtu zaměstnanců zmírnila (z 6,5 % ve druhém čtvrtletí 2011 na 4,3 % ve třetím čtvrtletí). V ostatních odvětvích průmyslu pak zaměstnanost ve třetím čtvrtletí mírně poklesla.

V **sektoru služeb** pokračovala zaměstnanost ve třetím čtvrtletí v mírném meziročním poklesu, který dosáhl -0,2 % (tj. -5,4 tis. osob). Její mírný meziroční pokles byl především ovlivněn realizací úsporných opatření vlády, která se projevila v netržních službách (Graf III.4.2). V tržních službách naopak počty zaměstnaných osob dále vzrostly, ačkoli zvýšená poptávka po pracovní síle se netýkala všech odvětví.

20 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

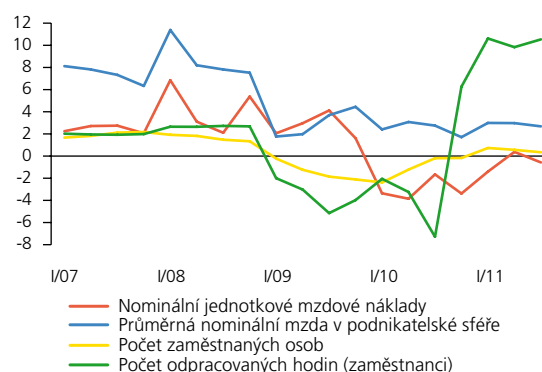
21 Blíže viz BOX Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení, Zpráva o inflaci III/2011.

22 Ve druhém čtvrtletí 2011 vzrostl počet zaměstnanců v průmyslu o 6,4 %, tj. 86,7 tis. osob.

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Ve třetím čtvrtletí 2011 růst zaměstnanosti dále zvolnil a růst průměrné mzdy byl umírněný (meziroční změny v %)

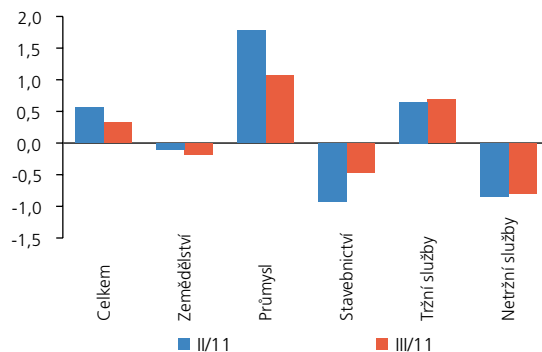


GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Přírůstek zaměstnanosti v průmyslu se snížil

(příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)

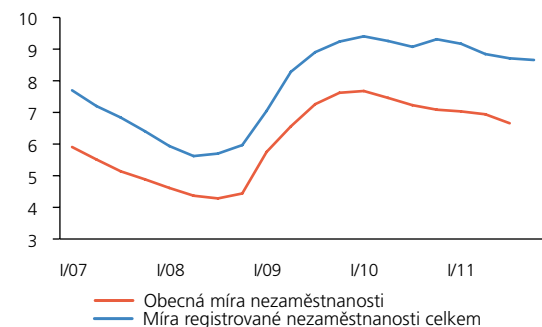


GRAF III.4.3

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Pokles registrované míry nezaměstnanosti se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zastavil

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

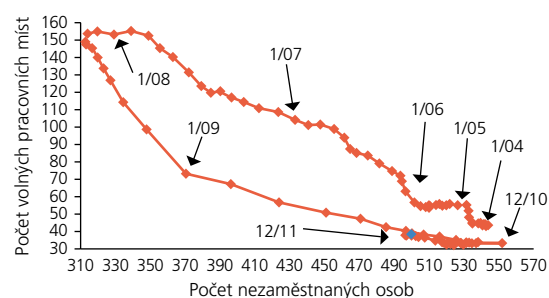


GRAF III.4.4

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst zůstává nízký

(sezonně očištěné počty v tis.)



V řadě odvětví služeb tak byla zaměstnanost nadále ovlivňována nízkou úrovní domácí poptávky. Výrazně klesala ve třetím čtvrtletí 2011 zaměstnanost ve **stavebnictví** (- 4,9 %), které bylo slábnoucí poptávkou zasaženo nejvýrazněji (viz kapitola III.3.3).

Při souběhu poklesu pracovní síly a růstu zaměstnanosti se **obecná míra nezaměstnanosti**²³ ve třetím čtvrtletí 2011 meziročně snížila (o 0,5 procentního bodu). V mezičtvrtletním srovnání po sezonním očištění poklesla o 0,2 procentního bodu na hodnotu 6,7 %. Obdobně se vyvíjela i **míra registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV), která ve stejném období meziročně poklesla o 0,4 procentního bodu a mezičtvrtletně se snížila jen o 0,1 procentního bodu na 8,7 %²⁴; na této hodnotě se však její pokles ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zastavil (Graf III.4.3).

Vývoj **Beveridgeovy křivky** ve třetím čtvrtletí 2011 neindikoval znatelné pozitivní změny v poptávce po práci z pohledu volných pracovních míst. V jeho průběhu se sezonně očištěný počet nezaměstnaných a počet volných pracovních míst pohyboval okolo stále stejných hodnot a teprve až v závěru čtvrtého čtvrtletí 2011 došlo k souběžnému mírnému nárůstu jak počtu nezaměstnaných osob, tak počtu volných pracovních míst (Graf III.4.4).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Meziroční **růst průměrné nominální mzdy** ve třetím čtvrtletí 2011 mírně zrychlil na 2,4 %. Její reálný nárůst vlivem inflace dosáhl jen 0,6 % (Tab. III.4.1). Ke zrychlení meziroční dynamiky růstu průměrné mzdy přispěl **nepodnikatelský sektor**, kde byl předchozí déletrvajícím meziročním pokles v důsledku realizace vládních úsporných opatření vystřídán ve třetím čtvrtletí mírným růstem (o 1,1 %); reálně však průměrná mzda v tomto sektoru setrvala v poklesu. V podnikatelském sektoru naopak meziroční růst průměrné nominální mzdy ve třetím čtvrtletí zvolnil pod úroveň 3 %.

Za pokračujícím umírněným růstem průměrné mzdy v **podnikatelském sektoru** stál především ještě poměrně rychlý, avšak již zřetelně zpomalující růst produkce v řadě odvětví průmyslu, spojený zejména s vývojem zahraniční poptávky. Zároveň pokračoval značně rychlejší růst produktivity než průměrné mzdy ve zpracovatelském průmyslu. To bylo ovlivněno zejména trvajícím převahou nabídky práce nad poptávkou, úspornými motivy (kompenzace zvýšených nákladů v důsledku rychle rostoucích cen některých dovážených vstupů), a také značnými nejistotami o budoucím vývoji poptávky. V samotném třetím čtvrtletí vzrostla průměrná mzda ve zpracovatelském průmyslu o 3,3 %. Také ve většině ostatních odvětví podnikatelského sektoru růst mezd pokračoval, byl však značně rozdílný (například v dopravě a skladování dosáhl pouze 1,1 %).

23 Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.

24 Jde o sezonně očištěné údaje.

TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné mzdy mírně zrychlil, avšak v podnikatelském sektoru naopak zvolnil

(meziroční změny v %)

| | IV/10 | I/11 | II/11 | III/11 |
|---------------------------------------|-------|------|-------|--------|
| Průměrná mzda v ČR | | | | |
| nominální | 0,6 | 2,1 | 2,2 | 2,4 |
| reálná | -1,5 | 0,4 | 0,4 | 0,6 |
| Průměrná mzda v podnikatelské sféře | | | | |
| nominální | 1,7 | 3,0 | 3,0 | 2,7 |
| reálná | -0,4 | 1,3 | 1,2 | 0,9 |
| Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře | | | | |
| nominální | -3,9 | -1,7 | -0,9 | 1,1 |
| reálná | -5,9 | -3,3 | -2,7 | -0,7 |
| NHPP | 4,1 | 2,9 | 2,0 | 1,2 |
| NJMN | -3,4 | -1,4 | 0,4 | -0,6 |

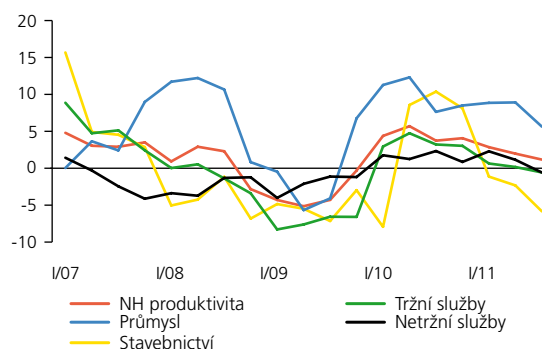
Meziroční růst **národohospodářské produktivity** při souběhu dalšího zřetelného zpomalení růstu HDP a jen nepatrného nárůstu zaměstnanosti dále zvolnil (ve třetím čtvrtletí na 1,2 %; Graf III.4.5). V rámci odvětví byly nadále pozorovány výrazné rozdíly ve vývoji produktivity. Výrazně rostla opět produktivita práce ve **zpracovatelském průmyslu** (o 10,5 %), i když se její dynamika dále zmírnila. V tržních a netržních službách však produktivita přešla do mírného meziročního poklesu a ve stavebnictví se její předchozí výrazný pokles dále prohloubil (na -5,8 %). Příčinou byl především zřetelný pokles poptávky.

Mzdová náročnost produktu²⁵ se během třetího čtvrtletí 2011 vrátila k meziročnímu poklesu (-0,6 %; Graf III.4.6). Přispělo k tomu především výraznější zpomalení růstu objemu mezd oproti zvolnění růstu HDP. Nominální jednotkové mzdové náklady se meziročně snížily nejvíce v průmyslu, zejména pak ve zpracovatelském průmyslu. Také v netržních službách ve třetím čtvrtletí poklesly, avšak v tržních službách došlo k jejich zvýšení.

GRAF III.4.5

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

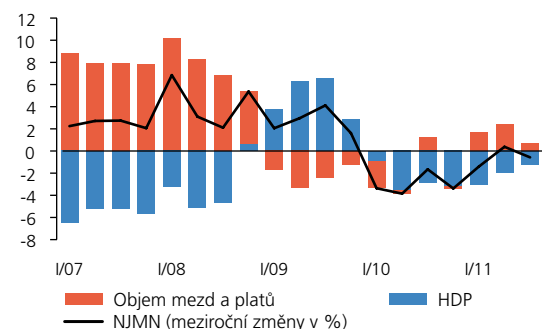
Tempo růstu národohospodářské produktivity se dále zmírnilo (meziroční změny v %)



GRAF III.4.6

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

NJMN ve třetím čtvrtletí 2011 opět klesaly (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

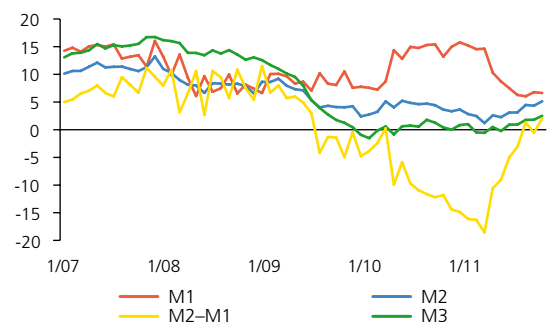


25 Výpočet mzdové náročnosti produktu je proveden na sezonně neočištěných datech.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

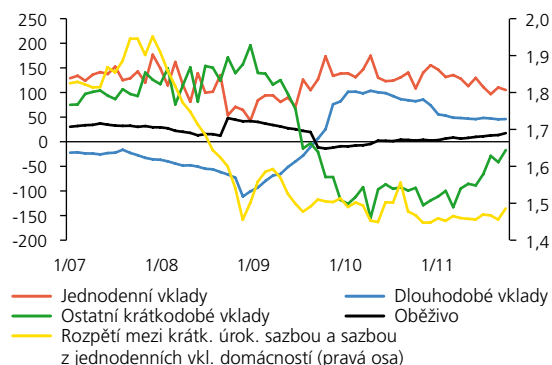
Růst širokých peněžních agregátů M2 a M3 mírně zrychlil
(meziroční změny v %)



GRAF III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

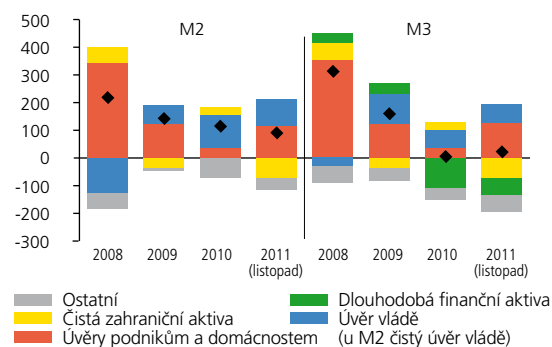
Přirůstky peněžní likvidity zůstávají koncentrovány v jednodenních vkladech při zmiřování poklesu ostatních krátkodobých vkladů
(roční toky v mld. Kč, rozpětí v procentních bodech)



GRAF III.5.3

FAKTORY NABÍDKY PENĚŽ

Docházelo k poklesu čistých zahraničních aktiv,
i když se ve druhé polovině roku 2011 zmírnil
(průměrné roční toky v mld. Kč)



Poznámka: Dlouhodobá finanční aktiva zahrnují termínované vklady s dohodnutou splatností nad dva roky a s výpovědní lhůtou nad tři měsíce a emitované dluhové cenné papíry se splatností nad dva roky.

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžního agregátu M2 a M3 mírně zrychlil. Tempo růstu podnikových úvěrů zůstalo umírněné, dynamika úvěrů domácnostem mírně klesala. Objem nových hypotečních úvěrů i počet nových hypoték byl však v listopadu nejvyšší od počátku roku 2011. Klientské úrokové sazby z úvěrů na bydlení a z velkých podnikových úvěrů klesaly, zatímco z malých úvěrů podnikům vzrostly a z vkladů se většinou neměnily. Rizikové prémie se převážně dále snižovaly. Většina finančních indikátorů a hlavních ukazatelů hospodaření podniků se zhoršila, poměr dluhu domácností k jejich příjmům vzrostl. Pokračoval meziroční pokles nabídkových cen bytů.

III.5.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 po zpomalení v první polovině roku 2011 v jeho závěru pozvolna zrychloval a v listopadu dosáhl 5,1 % (Graf III.5.1). Ve srovnání s předkrizovým obdobím zůstává tempo růstu peněz nižší. Obdobně se vyvíjel peněžní agregát M3, jehož roční míra růstu se postupně zvyšovala a v listopadu dosáhla 2,5 %.²⁶ Zrychlení růstu M2 spolu se zpomalením dynamiky ekonomické aktivity vedlo ke snížení rychlosti obratu širokých peněžních agregátů.

K růstu M2 nadále nejvíce přispívaly **transakční peníze**. Meziroční dynamika peněžního agregátu M1 se v závěru roku 2011 po předchozím zpomalení výrazněji neměnila a v listopadu dosáhla 6,6 %. To odráželo na jedné straně zvýšenou dynamiku oběživa, která dále vzrostla na 4,9 % a na druhé straně nižší růst jednodenních vkladů, jejichž toky však byly nadále vyšší oproti tokům termínovaných vkladů (Graf III.5.2).²⁷ Náklady příležitosti z držby jednodenních vkladů, vyjádřené rozpětím mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných vkladů (tj. vkladů s dohodnutou splatností do dvou let a do tří měsíců) a jednodenních vkladů se nepatrně zvýšily. Pokles ostatních krátkodobých vkladů se tak zmírnil. Poptávka ekonomických subjektů po dlouhodobých vkladech stagnovala.

Z hlediska **faktorů nabídky peněz** růst úvěrů soukromému sektoru v roce 2011 ve srovnání s rokem 2010 vzrostl, oproti předkrizovému období je však nižší při stále zvýšeném financování vlády (Graf III.5.3). Meziroční pokles čistých zahraničních aktiv se v říjnu a listopadu dále zmírňoval v důsledku zastavení odlivu zdrojů ve formě portfoliových investic rezidentů do zahraničí. Růst dlouhodobých finančních aktiv domácností a podniků se v roce 2011 zmírnil.

26 V eurozóně se meziroční růst peněžního agregátu M3 ve třetím čtvrtletí 2011 zvyšoval, následně však zpomalil a v listopadu dosáhl 2 %.

27 Zatímco růst oběživa před rokem 2008 byl do určité míry korelovan s tempem růstu spotřebních výdajů domácností, aktuálně se tento vztah rozvolnil a zrychlování růstu oběživa při nadále utlumené spotřebě domácností souvisí patrně spíše s korekcí výrazných výkyvů ve vývoji oběživa na přelomu let 2008 a 2009.

Růst klientských **vkładů** se v posledních měsících meziročně mírně zvýšil na 4 %. Dynamika vkladů domácností po zrychlení ve třetím čtvrtletí následně zpomalila na 5,3 %. To bylo ovlivňováno investicemi domácností do vládních dluhopisů (objem vládních dluhopisů zakoupených domácnostmi dosáhl cca 20 mld. Kč., tj. přibližně 1 % vkladů domácností). Růst vkladů nefinančních podniků od srpna zrychlil na 4,8 % (Graf III.5.4) a přispíval k pozvolnému zvyšování dynamiky širokých peněžních agregátů a nárůstu pohotové likvidity podniků v aktuální fázi hospodářského cyklu (viz kapitola III.5.6).

III.5.2 Úvěry

Meziroční růst **úvěrů soukromému sektoru** v průběhu posledního čtvrtletí 2011 zhruba stagnoval a v listopadu dosáhl 5,5 % (Graf III.5.5). K tomu však přispěly netransakční faktory, zejména slabší kurz koruny k euru. Po jejich vyloučení růst úvěrů mírně zpomalil, a to jak u podniků, tak u domácností. Ve druhé polovině roku 2011 se pozvolna snižoval i poměr toků úvěrů k HDP (Graf III.5.6), měsíční toky úvěrů se však pohybovaly v kladných hodnotách. Poměr stavu úvěrů k HDP naopak postupně rostl a pohyboval se na úrovni cca 53 % (Graf III.5.5). V eurozóně byl růst úvěrů soukromému sektoru ve třetím čtvrtletí poměrně slabý a v listopadu se oproti předchozímu měsíci snížil o 1 procentní bod na 1,7 %.²⁸

Meziroční tempo růstu **úvěrů nefinančním podnikům** v listopadu činilo 6,8 %. Zpomalovala dynamika dlouhodobých úvěrů vlivem nižší očekávané investiční aktivity podniků při téměř neměnném růstu krátkodobých úvěrů a zrychlujícím růstu střednědobých úvěrů (Graf III.5.7). Z hlediska odvětví se na růstu úvěrů podílely zejména úvěry energetice (i když se jejich příspěvek snížil), dále úvěry zpracovatelskému průmyslu, developerům a zemědělství. V listopadu se poprvé v roce 2011 výrazněji zvýšily úvěry do odvětví stavebnictví, nicméně údaje za stavební produkci nadále naznačují nízkou poptávku v tomto odvětví. Nové podnikové úvěry meziročně klesaly vlivem zpomalování růstu kontokorentních a revolvingových úvěrů. Snižovaly se nové velké úvěry a naopak dále rostly malé úvěry s objemem do 7,5 mil. Kč. To zřejmě ukazuje na přetrvávající potřebu provozního financování některých podniků.

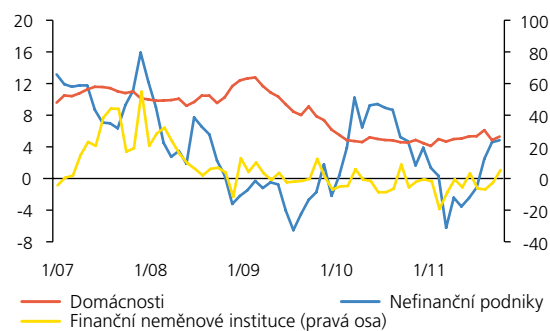
V umírněné dynamice podnikových úvěrů se nadále projevovaly zejména **poptávkové faktory** související s očekávaným zpomalením růstu domácí ekonomické aktivity a dalším poklesem důvěry tuzemských průmyslových podniků při pokračujícím zvyšování nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce (viz kapitola III.3). Náklady spojené s čerpáním krátkodobých úvěrů přitom klesaly

²⁸ V eurozóně přetrvávají problémy některých bank na straně zdrojů, které se obvykle promítají v nabídce úvěrů s jistým zpožděním (viz *Monthly Bulletin ECB, December 2011*). Možná nižší ochota těchto bank poskytovat úvěry by mohla nepříznivě ovlivňovat budoucí zahraniční a následně domácí ekonomický vývoj a úvěrový trh. Růst úvěrů v ČR zůstává aktuálně (obdobně jako na Slovensku a v Polsku) na vyšší úrovni oproti průměru v eurozóně.

GRAF III.5.4

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

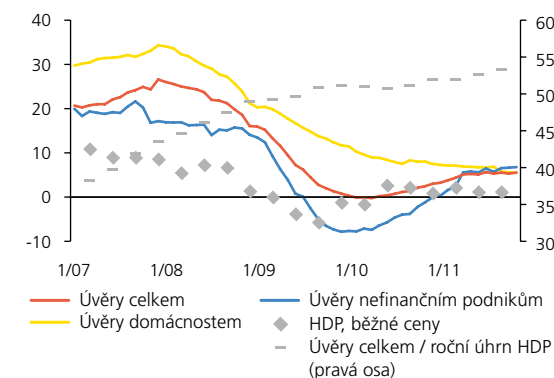
Růst vkladů nefinančních podniků se zvyšoval a přispíval ke zrychlení dynamiky peněz (meziroční změny v %)



GRAF III.5.5

ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

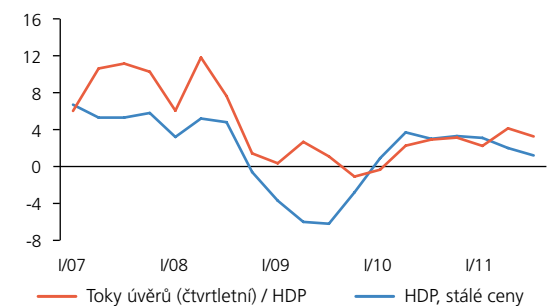
Růst úvěrů soukromému sektoru zůstává umírněný (meziroční změny v %, poměry v %)



GRAF III.5.6

ÚVĚRY A HDP

Poměr toků úvěrů soukromému sektoru k HDP se mírně snížil (poměry v %, meziroční změny v %)

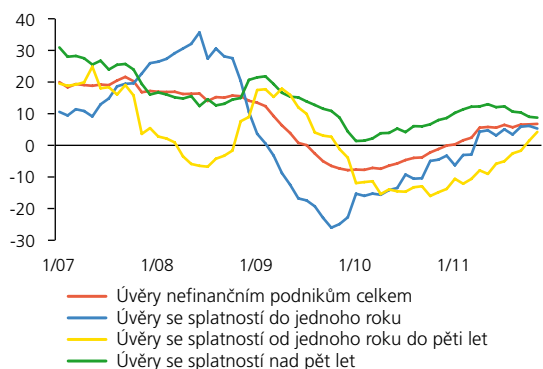


GRAF III.5.7

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst dlouhodobých úvěrů nefinančním podnikům zpomaluje při zrychlujícím růstu střednědobých úvěrů

(meziroční změny v %)

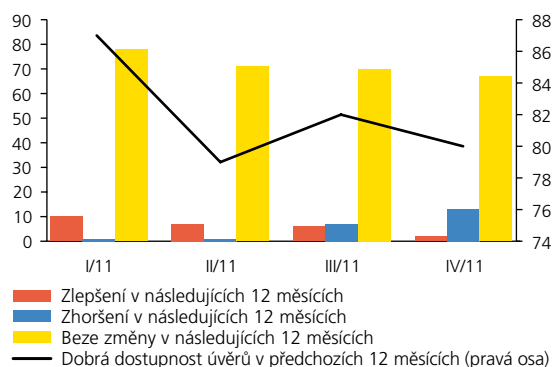


GRAF III.5.8

DOSTUPNOST ÚVĚRŮ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Více nefinančních podniků očekává zhoršení dostupnosti úvěrů v následujících dvanácti měsících než její zlepšení

(procento podniků na celkovém počtu dotázaných podniků)

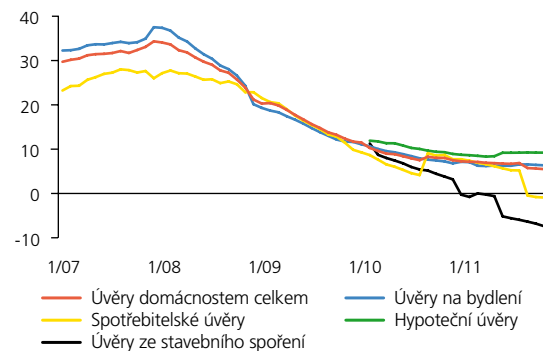


GRAF III.5.9

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Tempo růstu úvěrů domácnostem se nepatrně snížilo

(meziroční změny v %)



Poznámka: Spotřebitelské úvěry jsou od září 2010 ovlivněny fúzí jedné banky s nebankovním subjektem (spadajícím původně do kategorie zprostředkovatelů financování aktiv).

k historicky nejnižším hodnotám při stagnaci úrokových sazeb z dlouhodobých úvěrů (na 3,4 % u krátkodobých úvěrů a 4,1 % u dlouhodobých úvěrů).

Na **nabídkové straně** byla dostupnost úvěrů dle šetření ČNB a SP relativně dobrá, což ve čtvrtém čtvrtletí 2011 uvedlo 80 % dotázaných podniků. Lze však pozorovat, že procento těchto podniků se v roce 2011 pozvolna snižovalo. Navíc pro rok 2012 více podniků předpokládá zhoršení dostupnosti úvěrů než její zlepšení (Graf III.5.8). Z hlediska nabídky úvěrů tuzemské banky disponují dostatkem primárních zdrojů a nejsou většinou na rozdíl od evropských bank závislé na financování prostřednictvím finančního trhu nebo od mateřských bank. Klientské vklady převyšují úvěry, jejich poměr se v roce 2011 mírně snížil na cca 126 %. Nelze však vyloučit vliv nových kapitálových požadavků na částečné omezení nabídky úvěrů v následujícím období.

Meziroční růst stavu **úvěrů domácnostem** dále nepatrně poklesl na 5,5 %. Snížila se dynamika meziročního růstu stavu úvěrů na bydlení na 6,3 % v důsledku poklesu úvěrů ze stavebního spoření (Graf III.5.9). V listopadu 2011 se však zvýšil objem nových úvěrů na bydlení (byl nejvyšší za celý rok 2011) i počet nově uzavřených hypoték (Graf III.5.10). Podle Hypoindexu objem hypotečních úvěrů i počet nově sjednaných hypoték v prosinci 2011 meziročně rostl, i když mírněji než v předchozím měsíci.

Ve vyšší poptávce po **hypotékách** se pravděpodobně projevovaly jak změny DPH od ledna 2012 a další úpravy v této oblasti schválené na rok 2013, tak částečně i snaha o refinancování starých hypoték. V roce 2012 lze předpokládat, že hypoteční trh bude ovlivňován zhoršeným ekonomickým vývojem, slabým trhem práce a dočasně zvýšenou spotřebitelskou inflací vlivem změn DPH. Rizikem zůstává negativní dopad těchto faktorů na splácení dříve poskytnutých hypoték, a to zejména u domácností s nižšími příjmy.

Ve **struktuře nových úvěrů na bydlení** dle délky fixace úrokových sazeb mají nadále hlavní podíl úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (47 %). Od srpna se však jejich podíl snižuje a naopak roste podíl úvěrů s dlouhodobou fixací nad deset let (v listopadu dosáhl cca 22 %). V tom se projevovaly rekordně nízké úrokové sazby s dlouhodobými fixacemi. V menší míře dále rostl i podíl úvěrů s krátkodobou fixací do jednoho roku (na cca 27 %).

Spotřebitelské úvěry se v souladu s poklesem indikátoru důvěry spotřebitelů meziročně snížily, a to o 0,9 %. Poptávka po těchto úvěrech tak zůstává i nadále nízká. Spotřebitelské úvěry od nebankovních subjektů, tj. od splátkových prodejců a leasingových společností, ve třetím čtvrtletí 2011 překmitly vlivem nízké srovnávací základny do mírně kladné meziroční dynamiky, objem těchto úvěrů se však v průběhu roku 2011 výrazně neměnil.

Podíl **úvěrů v selhání** na celkových úvěrech se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 nepatrně snižoval, a to jak u úvěrů nefinančním podnikům (ve vyšší

8,1 %), tak u úvěrů domácnostem (na úrovni 5,1 %). U úvěrů na bydlení podíl nespáčených úvěrů činil 3,3 % a u spotřebitelských úvěrů 11,8 %.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2011 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013. Rizika minulé prognózy byla na listopadovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako výrazná a vychýlená směrem ke stabilitě úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře „stagnace eurozóny“. Na prosincovém zasedání byla rizika prognózy označena za mírně proinflační, resp. ve směru mírně vyšších úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem. V souladu s tímto hodnocením bankovní rada na obou zasedáních rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. S účinností od 7. května 2010 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,75 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 1,75 % (Graf III.5.11).

Na svém měnověpolitickém zasedání 2. února 2012 bankovní rada jednomyslně rozhodla **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Protiinflační riziko představují dodatečná fiskální konsolidační opatření nad rámec těch, která byla zahrnuta do prognózy. Naopak proinflačně by působil případný rychlejší růst cen potravin. Kromě toho existují i obousměrná rizika; k nim patří vývoj v zahraničí a kurz koruny.

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 téměř nezměnily, když pohyb směrem dolů v jednotlivých splatnostech nepřesáhl 0,1 procentního bodu (Graf III.5.12). Derivátové sazby FRA již nepokračovaly ve výrazném poklesu z předcházejícího období, kdy se snižovaly především sazby s delší splatností. Vyšší volatilita sazeb související s pohyby kurzu koruny však zůstala zachována. Na trhu v současnosti převládá očekávání dlouhodobé stability úrokových sazeb ČNB, do které se promítá absence domácích poptávkových inflačních tlaků, zpomalující růst ekonomiky a snižující se výhled úrokových sazeb v eurozóně. Aktuální tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA je zhruba stabilní. V nejbližším období se shoduje s trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy, v delším horizontu se pohybuje mírně nad ní (viz kapitola I a II).

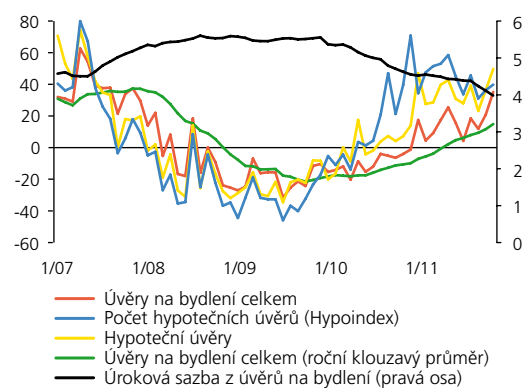
Úrokové sazby s delší splatností reagovaly téměř výhradně na události v zahraničí. Výrazné změny sentimentu související s politickým vývojem a předkládanými návrhy řešení dluhové krize se promítaly

GRAF III.5.10

NOVÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ

V listopadu byl růst objemu nových úvěrů na bydlení nejvyšší za celý rok 2011

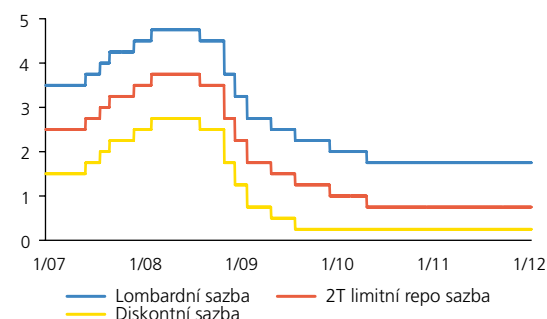
(nové obchody, meziroční změny v %, úroková sazba v %)



GRAF III.5.11

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

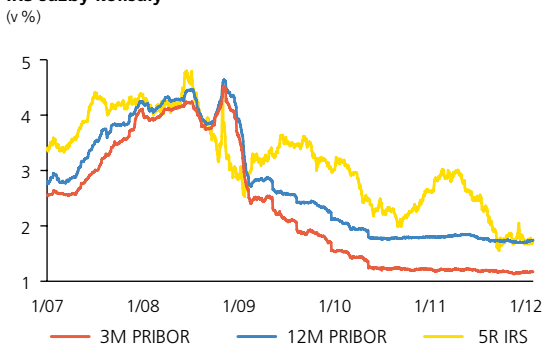
ČNB od května 2010 základní sazby nezměnila (v %)



GRAF III.5.12

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu se téměř nezměnily, IRS sazby kolísaly (v %)



do prudkých nárůstů sazeb a následných korekcí. V důsledku vleklé a zatím neúspěšné snahy odvrátit krizi v eurozóně vzrostla averze vůči riziku, zvýšila se volatilita na trhu a nákaza se rozšířila i do střeoevropských států (vliv vyššího rizikového vnímání celé skupiny tzv. emerging markets). Celkově se sazby IRS ve čtvrtém čtvrtletí 2011 téměř nezměnily a pohybovaly se v blízkosti historicky nejnižší hladiny. V případě výnosů státních dluhopisů byl zaznamenán nárůst až o 0,6 procentního bodu.

Průměrná hodnota **sazby 3M PRIBOR** za čtvrté čtvrtletí 2011 dosáhla 1,2 %, a byla tak mírně nad úrovní základního scénáře minulých prognóz. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Rozpětí 3M PRIBOR-2T repo sazba v průměru za čtvrté čtvrtletí 2011 činilo 0,41 procentního bodu. Toto rozpětí tedy prozatím nijak nereagovalo na výrazný nárůst rizikové premie na mezibankovním trhu v eurozóně; v blízkosti uvedené hodnoty se rozpětí pohybuje již od května 2010.

Výnosová křivka PRIBOR se během čtvrtého čtvrtletí 2011 téměř nezměnila a její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v prosinci 2011 činilo zhruba 0,9 procentního bodu. Během ledna výnosová křivka na peněžním trhu nadále stagnovala. **Výnosová křivka IRS** se posouvala oběma směry, změny však nebyly významné a kladný sklon křivky se téměř nezměnil. Průměrné rozpětí 5R1R činilo v prosinci 0,7 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 1,2 procentního bodu.

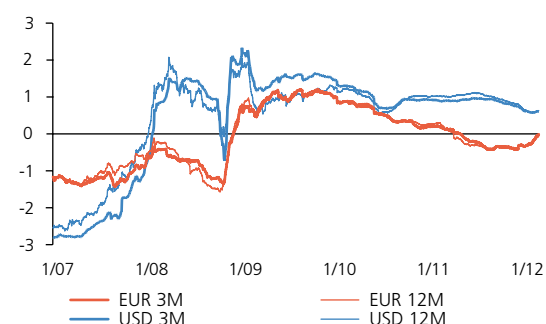
Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely – při stagnaci sazeb na tuzemském peněžním trhu – vývoj na zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči dolarovým sazbám se snížily, zatímco vůči eurovým sazbám výrazně zmírnily své záporné hodnoty (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2011 činil průměrně -0,3 procentního bodu, k 20. 1. dosahoval nulové hodnoty.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve sledovaném období uskutečnilo šest aukcí dluhopisů s pevným kuponem a tři aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 59,2 mld. Kč. Téměř ve všech uskutečněných aukcích poptávka podstatně převyšovala nabídku. To znamená, že ani v podmínkách zvýšené averze k riziku ministerstvo financí nemělo výraznější problémy upsat na primárním trhu státní dluhopisy, v některých aukcích však s mírně vyšším výnosem. Zájem institucionálních investorů se koncentroval především na dluhopisy s variabilním kuponem a dluhopisy s kratší dobou splatnosti. Výnosová křivka státních dluhopisů se během čtvrtého čtvrtletí 2011 posunula na vyšší hladinu jako důsledek vývoje na zahraničních trzích, zároveň se mírně zvýraznil její kladný sklon (Graf III.5.14).

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

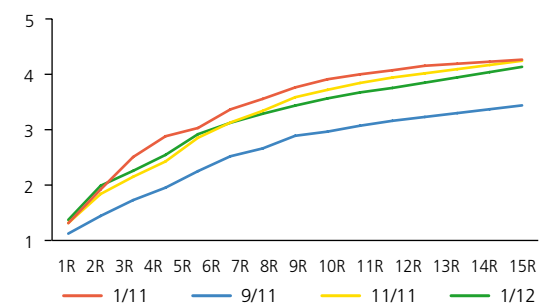
Úrokové diferenciály vůči euru se přiblížily nulovým hodnotám (v procentních bodech)



GRAF III.5.14

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se posunula na vyšší hladinu (v %)



Klientské úrokové sazby

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům bez kontokorentních úvěrů se nadále pohybovala poblíž historických minim, když v listopadu dosáhla 2,7 % (Graf III.5.15). Pohyblivé a fixní sazby do jednoho roku, typické pro velkou část nových úvěrů podnikům, vzrostly u malých úvěrů, zatímco u velkých úvěrů klesaly, a to v obou případech v rozmezí 0,1 až 0,2 procentního bodu. Rizikové prémie u malých úvěrů se tak nadále zvyšují, u velkých úvěrů pokračují v poklesu (malé úvěry jsou obvykle čerpány malými a středními podniky a vyznačují se v současné fázi hospodářského cyklu potenciální vyšší rizikovostí nesplácení). V eurozóně úrokové sazby z podnikových úvěrů zůstaly při obdobném vývoji sazeb z malých a velkých úvěrů na nízké úrovni 3–5 %.

U domácností pokračovalo snižování průměrné **úrokové sazby z úvěrů na bydlení**, která v listopadu dosáhla 4,0 %. Klesaly sazby z hypoték při stagnaci sazeb z úvěrů ze stavebního spoření. Snižovaly se sazby jak s krátkodobými, tak i s dlouhodobými fixacemi, pohyblivá či fixní sazba do tří měsíců poklesla na 3,4 % (Graf III.5.16). Dle Hypoindexu se mírně snížily úrokové sazby z hypoték i v prosinci 2011 (na 3,6 %). Ve vývoji úrokových sazeb s krátkodobou fixací se projevovala stagnace sazeb peněžního trhu a snížení klientských rizikových premií. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu rovněž pokleslo vlivem výrazného zvýšení výnosu uvedeného dluhopisu (Graf III.5.17). Existují signály, že některé banky sazby z nových úvěrů na bydlení již v prosinci zvýšily a jiné avizovaly jejich udržení jen do konce roku 2011. V eurozóně sazby z úvěrů na bydlení přetrvávaly v závěru loňského roku ve výši cca 4 %.

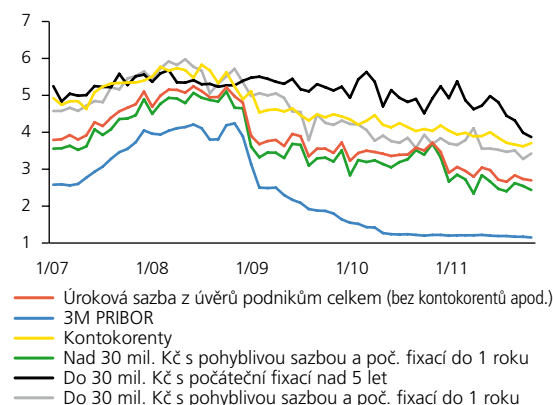
Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů zůstala nadále na vysoké úrovni, i když v listopadu poklesla (na 13,9 %). Sazba z kontokorentních úvěrů a z kreditních karet se v hodnoceném období výrazněji neměnila (15,5 %, resp. 20,3 %). Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a tržní sazbou 3M PRIBOR se ve druhé polovině roku 2011 celkově zvýšilo. Uvedené sazby tak zůstávají ve srovnání s eurozónou výrazně vyšší. V eurozóně sazby ze spotřebitelských úvěrů v závěru loňského roku klesaly či stagnovaly ve výši 6–8 %, z kontokorentních úvěrů a z kreditních karet na úrovni 8 %, resp. 17 %.

Úrokové sazby z vkladů se v průběhu čtvrtého čtvrtletí většinou nezměnily. Pouze sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností do jednoho roku v listopadu opět vzrostla na 1 % a sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností nad dva roky se naopak snížila na 1,8 %. Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností činí 0,7 % a z vkladů s výpovědní lhůtou 2 %. Sazby z podnikových vkladů v průměru dosáhly 0,4 %.

GRAF III.5.15

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

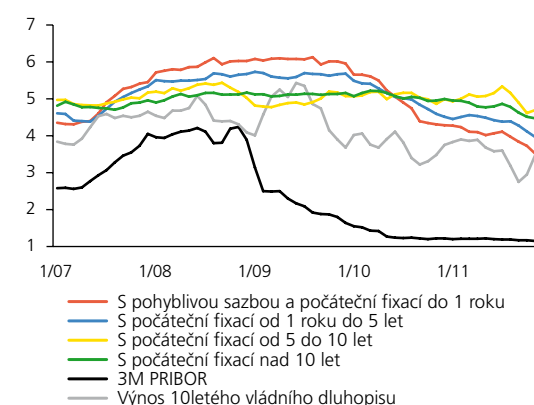
Úrokové sazby z podnikových úvěrů zůstaly na nízké úrovni (nové obchody, v %)



GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

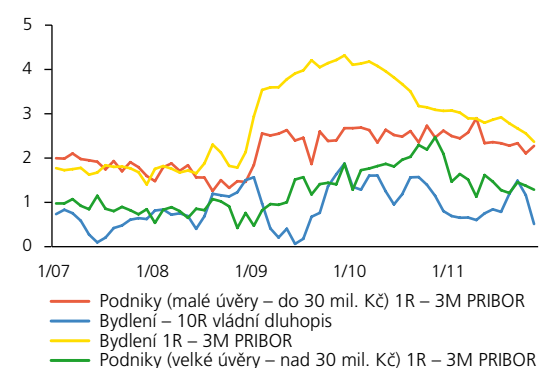
Sazby z úvěrů na bydlení se snižovaly u většiny fixací (nové obchody, v %)



GRAF III.5.17

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

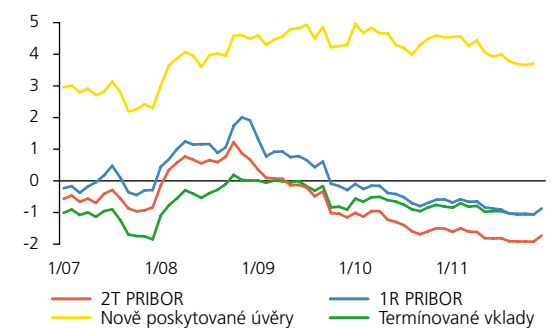
Banky dále mírně snížily rozpětí mezi klientskými a tržními sazbami u úvěrů na bydlení a u velkých podnikových úvěrů (v procentních bodech)



GRAF III.5.18

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

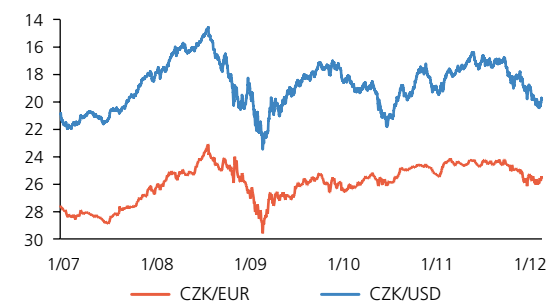
Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů dále klesaly (v %)



GRAF III.5.19

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

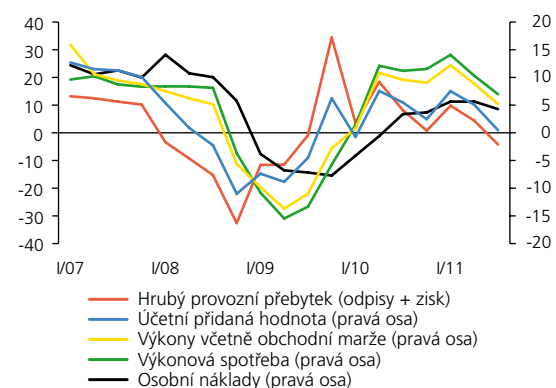
Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 koruna vůči euru i dolaru oslabovala



GRAF III.5.20

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračovalo zpomalování meziročního růstu hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)



Reálné **klientské úrokové sazby**²⁹ v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2011 nezaznamenaly výrazné změny. Reálné sazby z nových úvěrů v listopadu dosáhly 3,7 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -1,1 % (Graf III.5.18).

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2011 hodnoty 25,3 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční oslabení o 2,0 % a mezičtvrtletní oslabení o 3,6 %. Od února do poloviny září kurz osciloval v intervalu 24,0 až 24,6 CZK/EUR. Poté v průběhu tří měsíců koruna oslabila o cca 8 % až na 26 CZK/EUR. V prosinci 2011 a v první lednové dekádě 2012 byla koruna opět relativně stabilní mírně pod hodnotou 26 CZK/EUR (Graf III.5.19). Na začátku druhé lednové dekády koruna posílila o 2 % na cca 25,4 CZK/EUR, poté však opět mírně korigovala.

Vývoj kurzu koruny byl především ve druhé polovině roku 2011 ovlivněn eskalací dluhové krize v Evropě. Nedůvěra investorů vůči Evropě byla ve střeoevropském regionu navíc umocněna nestandardními kroky Maďarska. Vyhrcoená situace na evropských finančních trzích vedla k poklesu zájmu nerezidentů o nákup tuzemských korunových vládních dluhopisů a o přímé investice v ČR. Ministerstvo financí navíc reagovalo dočasným zastavením emisí vládních dluhopisů na zahraničních trzích. Naopak změny krátkodobého úrokového diferenciálu koruny vůči euru v průběhu roku 2011 neměly na finanční toky viditelný vliv.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 činil 18,8 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 2,9 % a mezičtvrtletní oslabení o 8,7 %. Oslabování koruny vůči dolaru bylo v závěru roku výraznější vlivem posilování dolaru na světových trzích (resp. oslabování evropských měn). V závěru roku 2011 a první lednové dekádě se kurz koruny vůči dolaru pohyboval mírně nad 20 CZK/USD, poté posílil lehce pod tuto úroveň.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**³⁰ pokračovalo ve třetím čtvrtletí 2011 zpomalování meziročního růstu hlavních sledovaných ukazatelů hospodaření. Při dalším zřetelném zmírnění dynamiky růstu tržeb i výkonů se růst účetní přidané hodnoty téměř zastavil. K tomu přispěl také stále ještě rychlejší růst

29 Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

30 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2011 přes 9,3 tisíce nefinančních podniků.

výkonové spotřeby než výkonů (Tab. III.5.1). Meziroční růst osobních nákladů zpomalil jen mírně, a tak hrubý provozní přebytek podle počtu ČNB dokonce meziročně poklesl (Graf III.5.20).

Při trvajícím předstihu růstu výkonové spotřeby před výkony se **materiálová náročnost výkonů** opět ve třetím čtvrtletí meziročně zvýšila (o 1,2 procentního bodu; Tab. III.5.1). V pozadí rostoucí materiálové náročnosti nefinančních podniků byl nadále rychlý meziroční růst dovozních cen energetických a neenergetických surovin a polotovarů na bázi kovů. Kromě toho byl růst nákladů podniků také ovlivněn pokračujícím růstem cen energií domácího původu.

Naopak růst osobních nákladů byl i ve třetím čtvrtletí mírnější než růst výkonů, a tak **mzdová náročnost výkonů** pokračovala v meziročním poklesu. Oproti předchozím čtvrtletím byl ale její pokles ztlačně nižší, když dosáhl již jen 0,1 procentního bodu (Tab. III.5.1). Přitom meziroční růst osobních nákladů oproti předchozímu čtvrtletí zpomalil; přispěl k tomu jak pomalejší růst počtu zaměstnanců, tak jejich průměrné mzdy.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci³¹) ukazují, že výkony těchto podniků nadále rostly o něco rychleji než v širším segmentu podniků. Jejich účetní přidaná hodnota však přesto zaznamenala mírný pokles a dle propočtu ČNB jejich hrubý provozní přebytek meziročně poklesl výrazněji než v širším segmentu podniků.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Ve třetím čtvrtletí 2011 většina finančních indikátorů naznačovala další **zhoršení ziskovosti podniků při** pozvolném zrychlení tempa růstu **vnějšího financování**. Meziroční růst vnějšího financování podniků se zvýšil na 4,6 % (Graf III.5.21).³² K tomu přispívaly zejména emise dlouhodobých dluhových cenných papírů a ostatní závazky podniků. Emise dlouhodobých dluhových cenných papírů se financovaly některé velké podniky, přičemž tato emise byla zhruba ze dvou třetin realizována na zahraničních finančních trzích. Naopak financování prostřednictvím emise kotovaných akcií v důsledku jejich přecenění meziročně pokleslo. Podíl tržního financování podniků realizovaného cennými papíry na vnějším financování se tak snížil na cca 19 %. Růst **celkového financování podniků**, zahrnujícího navíc vlastní jmění v podobě nekotovaných akcií a jiných účastí, ve třetím čtvrtletí 2011 poklesl na 2,6 %. Poměr dluhového financování podniků ve formě úvěrů, emitovaných dluhových cenných papírů a ostatních závazků k vlastnímu jmění vzrostl na 105,5 % vlivem zvýšení dluhu a snížení hodnoty emitovaných účastí.

31 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2011 téměř 1,7 tisíce nefinančních podniků.

32 Současně s publikováním údajů o finančních účtech za třetí čtvrtletí 2011 byla provedena revize údajů za druhé čtvrtletí 2011. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

Tab. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Ve třetím čtvrtletí 2011 se materiálová náročnost opět zvýšila a pokles mzdové náročnosti se zmírnil

(meziroční změny v %)

| | 3. čtvrtletí 2010 | 3. čtvrtletí 2011 | Meziroční změny v % |
|---|-------------------|-------------------|-------------------------------|
| Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)} | 1 272,8 | 1 338,9 | 5,2 |
| Osobní náklady (mld. Kč) | 192,0 | 200,2 | 4,3 |
| Výkonová spotřeba (mld. Kč) | 924,6 | 989,1 | 7,0 |
| Účetní přidaná hodnota (mld. Kč) | 348,2 | 349,8 | 0,5 |
| Tržby (mld. Kč) | 1 645,8 | 1 740,1 | 5,7 |
| | v % | v % | Meziroční změny v p.b. |
| Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)} | 55,1 | 57,2 | 2,1 |
| Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)} | 72,6 | 73,9 | 1,2 |
| Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)} | 15,1 | 15,0 | -0,1 |
| Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)} | 27,4 | 26,1 | -1,2 |

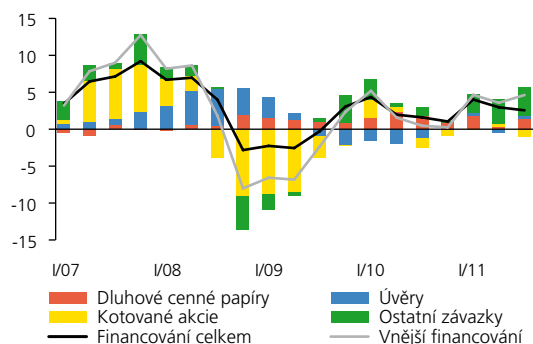
a) propočet ČNB

Graf III.5.21

FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Růst celkových finančních závazků podniků se snížil

(příspěvky na vnějším financování v procentních bodech, meziroční změny v %)

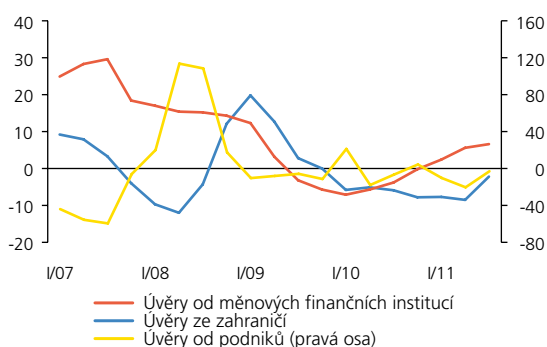


Graf III.5.22

DOMÁCÍ A ZAHRANIČNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

Rostly domácí bankovní úvěry

(meziroční změny v %)



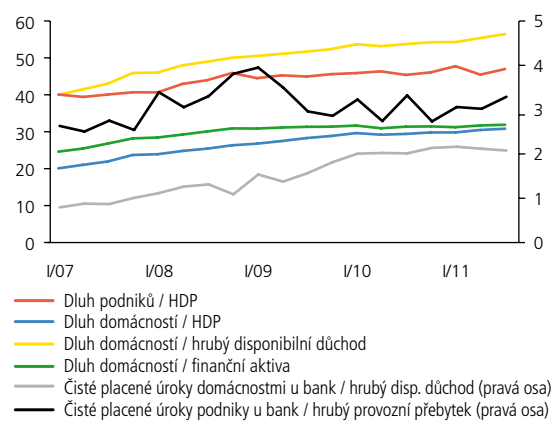
Poznámka: Časová řada úvěrů od ostatních finančních institucí není z důvodu změny metodiky v roce 2011 v grafu uvedena.

GRAF III.5.23

DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

Poměry dluhu podniků k HDP a dluhu domácností k příjmům se zvýšily

(v %)



TAB. III.5.2

FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

Solventnost podniků se snížila při zvýšení pohotovosti likvidity

| | I/11 | II/11 | III/11 | III/11 |
|------------------------------------|------------------------|-------|--------|-----------------|
| Podniky celkem ^{a)} | Meziroční změny v % | | | Stav v mlrd. Kč |
| Vlastní jmění (emitované účasti) | -0,7 | 2,1 | -7,2 | 4 002,0 |
| Úvěry | 1,5 | -1,5 | 1,2 | 1 463,2 |
| Dluhové cenné papíry | 34,4 | 4,9 | 24,3 | 328,6 |
| Kotované akcie | -0,7 | 2,1 | -7,2 | 602,7 |
| Ostatní závazky | 5,3 | 7,1 | 7,9 | 2 457,6 |
| Financování celkem ¹⁾ | 4,0 | 3,0 | 2,6 | 8 251,4 |
| Finanční aktiva | 5,8 | 2,7 | 2,7 | 4 624,2 |
| Podniky celkem ^{a)} | Meziroční změny v p.b. | | | Indikátory v % |
| Pohotovost likvidita ²⁾ | 8,7 | 6,0 | 16,4 | 165,1 |
| Solventnost ³⁾ | 0,2 | -1,2 | -4,1 | 108,8 |
| Finanční páka ⁴⁾ | 3,6 | 0,7 | 4,5 | 115,5 |

a) propočten ČNB

1) Finanční závazky celkem

2) Krátk. fin. aktiva / krátk. fin. závazky (dluhové cenné papíry a úvěry)

3) Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti

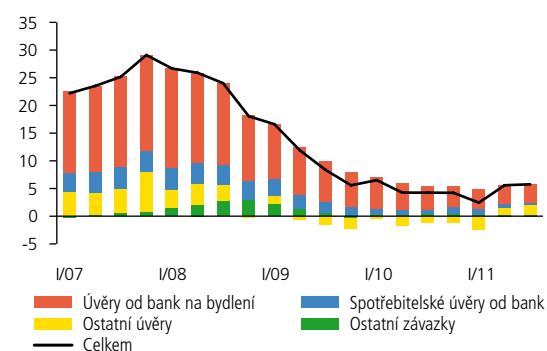
4) Finanční aktiva celkem / emitované účasti

GRAF III.5.24

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

Tempo růstu celkové zadluženosti domácností stagnovalo

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Umírněný růst **celkových úvěrů** poskytovaných nefinančním podnikům byl ve třetím čtvrtletí tažen výhradně úvěry od domácích bankovních institucí. Úvěry ze zahraničí a úvěry od ostatních tuzemských podniků nadále klesaly při propadu úvěrů od finančních nebankovních institucí (Graf III.5.22).

Meziroční růst **finančních investic podniků** ve třetím čtvrtletí 2011 stagnoval na úrovni 2,7 %. Podniky držely více likvidních finančních aktiv ve formě oběživa a vkladů (viz kapitola III.5.1) při zvýšení jimi poskytnutých úvěrů. Na druhou stranu podniky méně investovaly do dluhových cenných papírů a účastí. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice se mírně snížil.³³ Současně však podniky držely více zahraničních finančních aktiv; podíl těchto finančních aktiv na celkových finančních aktivech podniků tvořil ve třetím čtvrtletí cca 7 % oproti 6 % v roce 2008 a 4 % v roce 2007.

Poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP dosáhl ve třetím čtvrtletí 47 %³⁴ a oproti předchozímu období se zvýšil. Tento poměr zůstává v mezinárodním srovnání nižší (průměr za eurozónu činí 79 %), což je v současnosti výhodou. Úrokové zatížení čistými úrokovými platbami z bankovních úvěrů k hrubému provoznímu přebytku podniků vzrostlo na 3,3 % (Graf III.5.23). V tom se projevoval zejména pokles hrubého provozního přebytku podniků.

Finanční indikátory nefinančních podniků naznačují zvýšení pohotovosti likvidity vlivem vyššího růstu krátkodobých finančních aktiv. Naopak solventnost podniků se zhoršila při zvýšení finanční páky (Tab. III.5.2).

Rozdíl mezi **vnitřními zdroji** podniků (hrubými úsporami, tj. zisky a odpisy) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) zůstal ve třetím čtvrtletí záporný. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím se však tento rozdíl zmírnil vlivem růstu hrubých úspor. Na rozdíl od několika předchozích období se ve třetím čtvrtletí zvýšil poměr hrubých úspor podniků k hrubé přidané hodnotě.

Meziroční dynamika celkového **financování domácností** od bank a nebankovních institucí ve třetím čtvrtletí 2011 stagnovala pod úrovní 6 % (Graf III.5.24). V poměru k hrubému disponibilnímu důchodu zadluženost domácností vzrostla na cca 57 % především vlivem meziročního poklesu hrubého disponibilního důchodu. Poměr dluhu domácností k HDP a k finančním aktivům se téměř nezměnil, v obou případech dosahoval hodnot okolo 30 %. Úrokové zatížení domácností přetrvávalo na úrovni 2,1 % (Graf III.5.23). Solventnost (vyjádřená poměrem finančních aktiv k závazkům) i pohotovost likvidita domácností (měřená poměrem vybraných krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým úvěrům) se mírně snížily.

33 V rámci celkových finančních investic v ekonomice činí investice nefinančních podniků 22 %, domácností 18 %, finančních institucí 32 %, vládních institucí 8 % a nerezidentů 20 %.

34 Poměr dluhu podniků k HDP včetně ostatních závazků (souvisejících mimo jiné se závazky z obchodního styku) dosahuje značně vyšší hodnoty 111,4 %.

Tempo růstu **finančních investic domácností** se ve třetím čtvrtletí nepatrně zrychlilo (na 4,4 %). V tom se odráželo zvýšení finančních investic do oběživa a vkladů a v menší míře do cenných papírů a účastí. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím zrychlil meziroční přírůstek čistých finančních aktiv v poměru k ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu vlivem výraznějšího růstu finančních aktiv oproti závazkům (Graf III.5.25).

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 **nabídkové ceny starších bytů** dále mezičtvrtletně mírně klesaly; v Praze podle údajů ČSÚ dosáhl jejich mezičtvrtletní pokles -0,2 % a ve zbytku ČR -1,6 %. V meziročním srovnání se dále prohloubil pokles cen ve zbytku ČR o 1,7 procentního bodu a přibližně ve stejném rozsahu se naopak zmírnil pokles cen v Praze (o 1,8 procentního bodu), takže nyní jsou meziroční poklesy v obou regionech již téměř shodné (když mírně přesahují 5 %; Graf III.5.26). U **realizovaných cen starších bytů** provedl ČSÚ revizi dat za roky 2009 a 2010 směřující k nižším cenám.³⁵ Zároveň byl však zveřejněn nový odhad realizovaných cen starších bytů za první pololetí 2011 (údaje z daňových přiznání), který potvrdil předchozí informace o zmírňování jejich meziročních poklesů. U cen pro ČR bez Prahy dokonce došlo poprvé od konce roku 2008 k jejich lehkému meziročnímu nárůstu (Graf III.5.26). Na druhou stranu odhady realizovaných cen založené na šetřeních ČSÚ v realitních kancelářích³⁶ pro třetí čtvrtletí ukazují na pokles realizovaných cen v Praze (starší byty pokles o 2,2 %, nové byty o 2,1 %).

Dílčí stabilizaci na trhu nemovitostí ve čtvrtém čtvrtletí 2011 naznačuje i nepatrný nárůst **počtu transakcí na nemovitostním trhu**, ke kterému došlo po téměř třech letech poklesů. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziročně vzrostl o 0,6 %, počet transakcí vyjádřený jako klouzavý součet za poslední rok se mezičtvrtletně zvýšil o 0,2 % (Graf III.5.27). Zároveň pokračoval růst počtu nově poskytnutých hypoték na koupi nemovitosti, který se mezičtvrtletně zvýšil o 6,2 % (klouzavý součet za rok). Za celý rok 2011 byl počet nově poskytnutých hypoték meziročně vyšší o 38,5 % (údaje Fincentrum Hypoindex). Oživení růstu hypotečních úvěrů odráží vedle substituce hypotečních úvěrů a úvěrů ze stavebního spoření (kapitola část III.5.2) a refinancování starších hypoték také oživení poptávky na nemovitostním trhu především v tržním segmentu nových bytů. Toto oživení je možné

35 Úroveň cen ke konci roku 2009 byla revidována směrem dolů o 0,8 % pro Prahu a o 0,6 % pro ČR bez Prahy, ke konci roku 2010 pak byly ceny sníženy o 3,3 %, resp. 1,1 %.

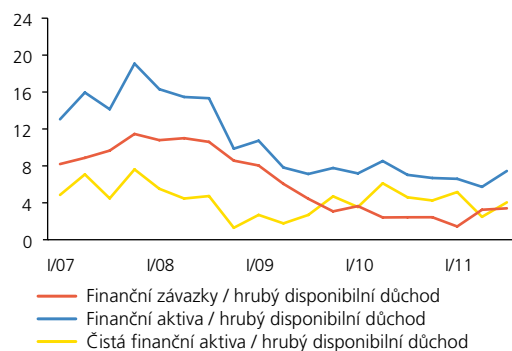
36 Tento index se odlišuje od indexu realizačních cen založeném na cenách z daňových přiznání k dani z převodu nemovitostí, který je zdrojem dat pro Graf III.5.26. Výhoda tohoto druhého indexu je v menším zpoždění jeho publikace a také v zachycení cen nových bytů, které nejsou předmětem daně z převodu nemovitostí. Na druhou stranu však tento index nepokrývá transakce s nemovitostmi mimo realitní kanceláře, není dostupný v tak podrobné struktuře a v delší časové řadě (nejstarší údaje jsou z roku 2008).

GRAF III.5.25

ČISTÁ FINANČNÍ AKTIVA DOMÁCNOSTÍ

Růst čistých finančních aktiv v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu zrychlil

(meziroční změny z ročních toků, poměry v %)

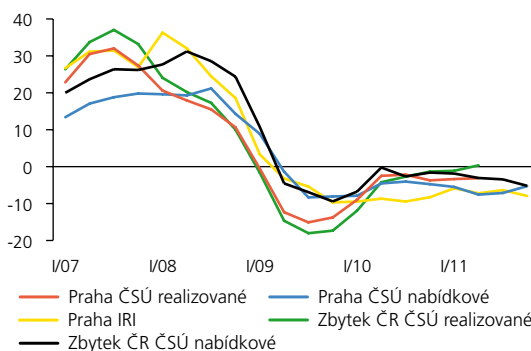


GRAF III.5.26

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční pokles nabídkových cen bytů

(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)

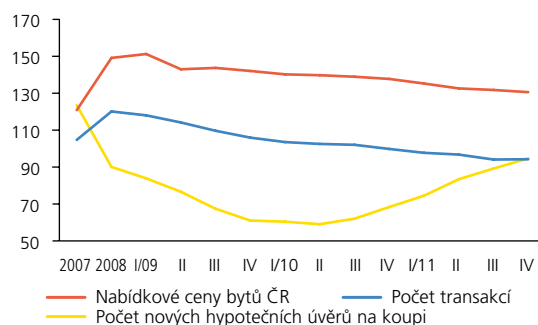


GRAF III.5.27

POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Stabilizaci na trhu nemovitostí naznačuje nárůst počtu transakcí a počtu hypoték

(průměr 2006 = 100, počty transakcí – klouzavý součet za 1 rok, zdroj: ČSÚ, ČÚKZ, Fincentrum Hypoindex)

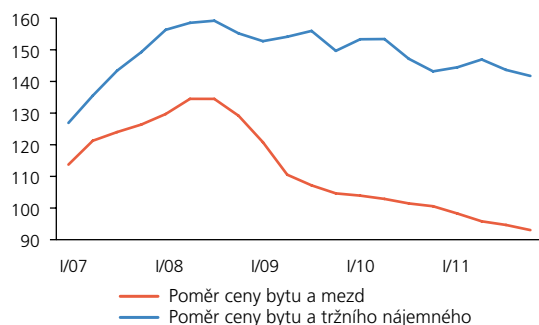


GRAF III.5.28

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Dále se snižoval poměr ceny bytu a mezd i poměr ceny bytu a nájemného

(průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)

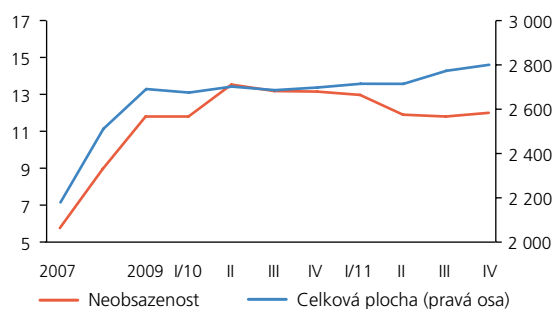


GRAF III.5.29

SITUACE NA KANCELÁŘSKÉM TRHU

Pokračovalo obnovení nové nabídky kancelářských ploch, míra neobsazenosti meziročně klesla

(neobsazenost v %, plocha v tis. m², zdroj: Jones Lang LaSalle, Prague Research Forum)



ilustrovat například údaji společnosti Ekospol, podle kterých se zvýšil v Praze ve čtvrtém čtvrtletí 2011 počet prodaných bytů meziročně o 30,7 % (za celý rok 2011 nárůst o 28,4 %; údaj za developerské projekty s více než 50 byty). Na druhou stranu však dále roste počet neprodaných již dokončených bytů od počátku roku o cca 4,3 % (údaje společnosti Trigema). Oživení poptávky po nových bytech ke konci roku 2011 souvisí rovněž s nárůstem DPH z 10 % na 14 % s účinností od počátku roku 2012. I když podle dílčích informací developeři zatím nepromítli zvýšení daně do cen v plné míře, dá se v roce 2012 očekávat spíše oslabení poptávky.

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračovaly v poklesu. Dále se mezičtvrtletně snižoval **po-
měr ceny bytu a mezd** (price-to-income) o 1,7 % a poklesl i **po-
měr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) o 1,3 %. Oba indexy od svých maxim z konce třetího čtvrtletí 2008 již poklesly o výrazných 30,8 %, resp. o 11 % (Graf III.5.28) a neindikují žádné riziko existence nadhodnocení cen nemovitostí. V kombinaci s poklesem úrokových sazeb z hypotečních úvěrů pak oba ukazatele ukazují na zvýšení dostupnosti bydlení.

Obdobně jako v předchozím období nadále předpokládáme pro rok 2012 spíše stagnaci cen starších bytů s jejich mírným oživením ve druhé polovině roku, a to především v návaznosti na stabilizaci ekonomické situace (viz kapitola III.3) a na demografický vývoj (pokles přírůstku obyvatelstva). Na nižší ceny by nicméně mohlo „tlačit“ zhoršování domácího hospodářského růstu v souvislosti s vývojem v zahraničí a nucené prodeje bytů či bytových domů, které jsou zástavou hypotečních úvěrů.

V **sektoru komerčních nemovitostí** pokračovalo oživení trhu, o čemž svědčil celkově vyšší objem investic ve třetím čtvrtletí 2011 (1,05 mld. EUR) než za celý rok 2010 (780 mil. EUR). Nejaktivnějším segmentem trhu byl sektor maloobchodních investic, který tvořil cca 80 % objemu investic. U kancelářských nemovitostí došlo za první tři čtvrtletí 2011 k nárůstu hrubé poptávky meziročně o 8 %, dále poklesl podíl renegociací na hrubé poptávce z 42 % v roce 2010 na 31 % za dosavadní průběh roku 2011 (údaje Jones Lang La Salle). Pokračovalo obnovení nové nabídky kancelářských ploch. Celková plocha kancelářských ploch se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziročně zvýšila o 3,8 %, přitom míra neobsazenosti mezičtvrtletně vzrostla pouze o 0,2 procentního bodu na 12 % a meziročně poklesla o 1,2 procentního bodu (Graf III.5.29). Obdobně klesala míra neobsazenosti i u ostatních typů komerčních nemovitostí, u průmyslových a logistických prostor (na 6,9 % ve třetím čtvrtletí 2011³⁷) a u maloobchodu (na 4,9 % z 6,4 % z roku 2009).

37 Od rekordního druhého čtvrtletí 2009 to znamenalo pokles o 12 procentních bodů.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním až třetím čtvrtletí 2011 byl charakteristický tradičně vysoký schodek bilance výnosů, ovlivněný zejména hodnotou dividend z přímých investic vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však z velké části kompenzován přebytkem výkonové bilance v důsledku růstu přebytku obchodní bilance. V rámci finančního účtu byl celkový přebytek nejvýrazněji ovlivněn čistým přílivem přímých investic v důsledku zisku reinvestovaného v ČR a dále přebytkem ostatních investic, spojeným s navýšením zahraničních pasiv finančně měnových institucí v ČR. Částečně byl však korigován čistým odlivem portfoliových investic vlivem nákupu zahraničních cenných papírů rezidenty.

III.6.1 Běžný účet

V prvním až třetím čtvrtletí 2011 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 79,4 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zmírnění o více než 21 mld. Kč. Pokles celkového schodku souvisel výhradně s vývojem obchodní bilance (Graf III.6.1). Roční klouzavý schodek běžného účtu v poměru k HDP se tak ve třetím čtvrtletí snížil na 2,5 %.

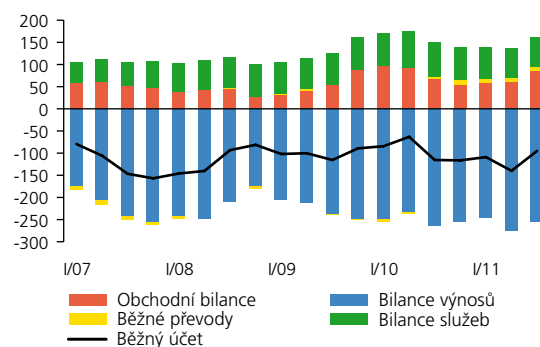
Přebytek **obchodní bilance** se za první až třetí čtvrtletí meziročně zvýšil o více než 31 mld. Kč na 80,5 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispíval vývoj v reálném vyjádření, který byl více než z poloviny vyvažován cenovým vlivem v důsledku záporné meziroční změny směnných relací. Postupné zmiřňování růstu vnější poptávky se odrazilo ve zpomalování růstu vývozu zboží. Jeho nominální meziroční tempo za první tři čtvrtletí nicméně přesáhlo 12 % navzdory meziročnímu posílení kurzu koruny. V důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu sledovalo obdobný trend zpomalování i nominální tempo růstu dovozu. Dovoz zboží byl současně brzděn útlumem celkové domácí poptávky, v opačném směru působily vysoké ceny energetických surovin. Z pohledu komoditní struktury k růstu celkového přebytku nejvýrazněji přispíval růst přebytku strojů a dopravních prostředků. Proti růstu celkového přebytku naopak nejvýznamněji působil růst schodku minerálních paliv (Graf III.6.2). V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2011 meziroční růst přebytku obchodní bilance dále zrychlil a za říjen až listopad přesáhl 24 mld. Kč.

V prvním až třetím čtvrtletí skončila **bilance služeb** (Graf III.6.3) přebytkem 51,3 mld. Kč. Meziročně se však snížila o více než 7 mld. Kč. Celkový přebytek byl především spojen s kladným saldem cestovního ruchu. Bilance cestovního ruchu současně i nejvýrazněji přispěla k meziročnímu snížení celkového přebytku, a to v důsledku poklesu příjmů ze soukromých cest a současného zvýšení výdajů na pracovní cesty v zahraničí. Pokles přebytku dopravních služeb, ovlivněný rychlým růstem výdajů, byl vyvážen růstem přebytku ostatních služeb vlivem rychlejšího růstu příjmů než výdajů, především u služeb výpočetní techniky.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

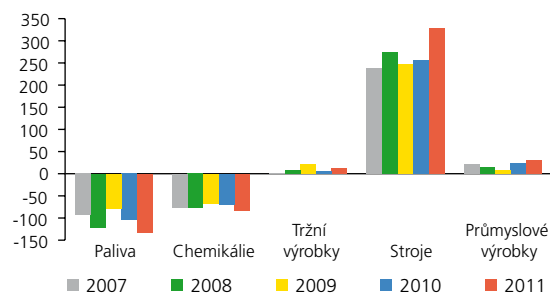
Schodek běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2011 snížil zejména vlivem rostoucího přebytku obchodní bilance (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

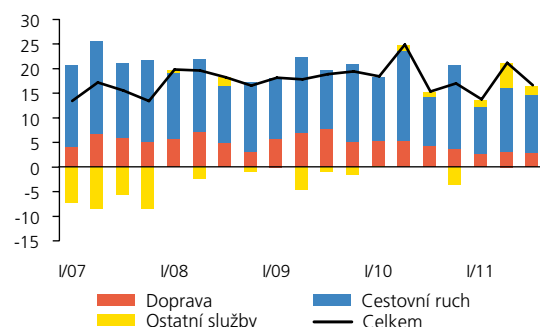
Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním až třetím čtvrtletí 2011 nejvíce ovlivněna růstem přebytku ve skupině strojů (kumulace od počátku roku v mld. Kč)



GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

K přebytku bilance služeb přispěly v prvním až třetím čtvrtletí 2011 všechny tři dílčí bilance (v mld. Kč)

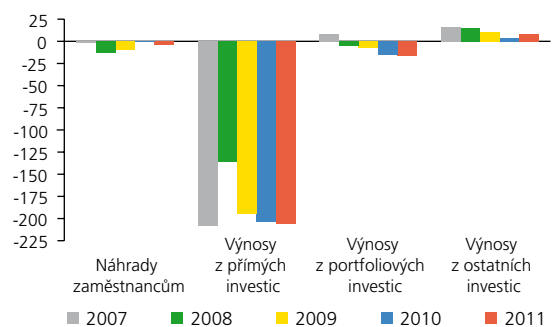


GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

Meziroční změny složek bilance výnosů byly v prvním až třetím čtvrtletí 2011 jen velmi mírné

(kumulace od počátku roku v mld. Kč)



Na rozdíl od přebytkové výkonové bilance dosáhla **bilance výnosů** za první až třetí čtvrtletí schodku 217,2 mld. Kč, který se meziročně jen nepatrně zvýšil. Rozhodující složkou celkové bilance (Graf III.6.4) představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-205,7 mld. Kč), související zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a dále s odhadnutou výší zisku reinvestovaného v ČR. Mírnými schodky skončily rovněž bilance výnosů z portfoliových investic a náhrad zaměstnancům, představující hlavně mzdy. Jedinou dílčí bilancí, která zaznamenala přebytek a současně působila proti prohloubení celkového schodku, byly výnosy z ostatních investic, zahrnující výnosy z devizových rezerv ČNB a úroky z bankovních depozit.

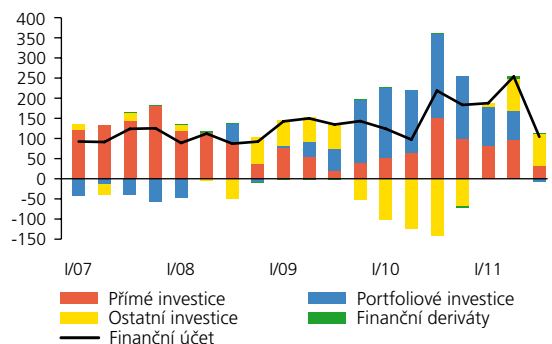
Běžné převody vykázaly v prvním až třetím čtvrtletí přebytek 6 mld. Kč, který se meziročně mírně snížil. Přebytek vládních převodů dosáhl 18,2 mld. Kč a téměř zcela vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU. Zhruba ze dvou třetin byl však kompenzován schodkem převodů ostatních sektorů.

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Přebytek finančního účtu se ve třetím čtvrtletí 2011 snížil zejména vlivem odlivu portfoliových investic

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



III.6.2 Kapitálový účet

Mírným přebytkem 3,3 mld. Kč skončil také **kapitálový účet**. Jeho meziroční pokles o více než 23 mld. Kč byl především důsledkem výrazně nižších příjmů. Na uvedeném vývoji se podílely hlavně nízké příjmy z kapitálových převodů, zahrnujících především převody z fondů EU, které dosáhly pouze 1,8 mld. Kč. Pokles celkového přebytku byl současně ovlivněn i poklesem příjmů v obchodování s emisními povolenkami.

III.6.3 Finanční účet

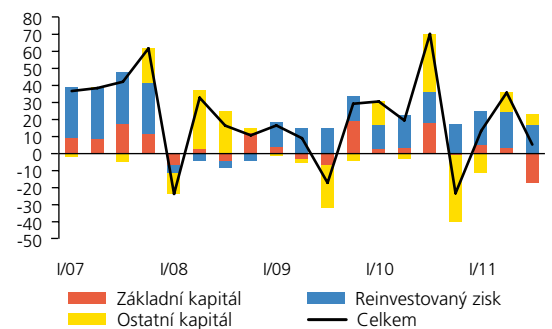
V prvním až třetím čtvrtletí 2011 skončil **finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) přebytkem 78,4 mld. Kč, k němuž přispěl zejména čistý příliv přímých a ostatních investic. Jejich přebytek byl nicméně částečně kompenzován čistým odlivem portfoliových investic.

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

Přebytek přímých investic byl v prvním až třetím čtvrtletí 2011 zejména důsledkem zisku reinvestovaného v ČR

(v mld. Kč)



Přímé investice dosáhly za první až třetí čtvrtletí čistého přebytku 54,4 mld. Kč (Graf III.6.6), který se v meziročním srovnání především v důsledku poklesu přílivu přímých zahraničních investic do ČR snížil o téměř 66 mld. Kč. Celkový příliv do ČR dosáhl 64,5 mld. Kč a byl téměř zcela spojen s hodnotou reinvestovaného zisku. K jeho meziročnímu poklesu přispělo snížení investic v rámci ostatního kapitálu, souvisejícího s úvěrovými vztahy mezi spřízněnými podniky, a dále snížení základního kapitálu v některých společnostech v ČR. Nejvýznamnější složku přímých investic tuzemských podniků v zahraničí představoval rovněž reinvestovaný zisk. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (bez reinvestic) především do výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do výroby motorových vozidel.

Naproti tomu **portfoliové investice** zaznamenaly při výrazné meziroční změně toků čistý odliv 17,2 mld. Kč (Graf III.6.7). Meziroční pokles celkového salda o 166 mld. Kč byl ovlivněn absencí zahraničních emisí vládních dluhopisů i poklesem zájmu nerezidentů o korunové vládní dluhopisy, a dále též obnovením zájmu tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. Nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty také představovaly nejvýznamnější operace, které dosáhly téměř 31 mld. Kč. Mírně přitom převažovaly nákupy zahraničních dluhopisů nad nákupy majetkových cenných papírů. Nákupy převážily i v obchodování s tuzemskými cennými papíry zahraničními investory. Byly však spojeny pouze s poptávkou po dluhových cenných papírech. Držba tuzemských akcií zahraničními investory se naopak mírně snížila.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 5,5 mld. Kč. Meziročně se bilance zvýšila – při přechodu ze schodku do přebytku – o více než 6 mld. Kč.

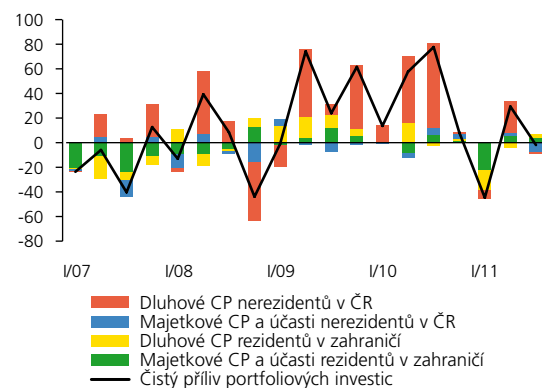
Čistý příliv zaznamenaly za první až třetí čtvrtletí 2011 rovněž **ostatní investice** (35,7 mld. Kč). K celkovému přebytku nejvýrazněji přispěl čistý příliv v sektoru finančních institucí ve výši téměř 43 mld. Kč, spojený především s navýšením jejich krátkodobých zahraničních pasiv. Čistý příliv v sektoru finančních institucí současně i nejvýznamněji ovlivnil výraznou meziroční změnu toků ostatních investic. Velmi mírným přebytkem souvisejícím s čerpáním úvěrů od EIB skončily i investice v sektoru vlády. Celkový přebytek byl nicméně částečně korigován čistým odlivem kapitálu podnikového sektoru v důsledku rychlého růstu poskytnutých úvěrů a vkladů v zahraničí.

Ke konci čtvrtého čtvrtletí 2011 dosáhly **devizové rezervy** ČNB 795,6 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní nárůst o téměř 50 mld. Kč, který byl ovlivněn zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se naopak ve stejném období snížily o 0,8 mld. USD na 39,9 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly téměř 43 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci třetího čtvrtletí.

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

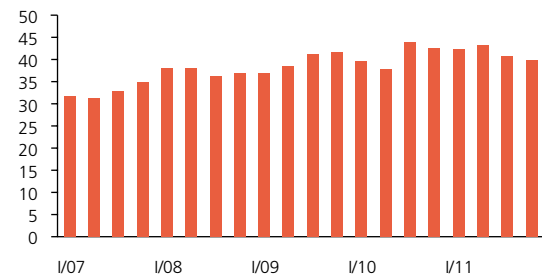
Za první až třetí čtvrtletí 2011 dosáhly portfoliové investice celkově čistého odlivu hlavně vlivem nákupu zahraničních cenných papírů rezidenty (v mld. Kč)



GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření mírně snížily (v mld. USD)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

V eurozóně ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalil meziroční růst HDP a pro čtvrté čtvrtletí se již očekává mezičtvrtletní pokles. Inflace se v prosinci snížila díky nižšímu růstu cen energií. V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2011 ECB dvakrát snížila svou základní úrokovou sazbu (celkově o 0,5 procentního bodu na 1 %) a v prosinci poskytla obchodním bankám eurozóny dlouhodobou (tříletou) likviditu v rozsahu téměř 490 mld. EUR. V USA meziroční tempo růstu HDP ve třetím čtvrtletí nadále zpomalovalo, navzdory růstu soukromé spotřeby, kterou by mohlo do budoucna podpořit i aktuální zlepšení situace na trhu práce. Inflační tlaky v USA v závěru roku 2011 přetrvávaly, ale nedávné výrazné zhodnocení dolaru a postupné odeznění předchozího růstu cen energií a surovin by je mělo postupně utlumit. Zatímco ceny potravinářských komodit a průmyslových kovů ve druhé polovině roku 2011 výrazně poklesly, ceny energií zůstávají vysoké.

III.7.1 Eurozóna

Meziroční tempo růstu HDP v eurozóně ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalilo o 0,3 procentního bodu na 1,4 % (Graf III.7.1). Růst spotřeby domácností a investic zůstal nízký a přírůstek vládní spotřeby se snížil. Mezičtvrtletní tempo hospodářského růstu bylo opět nízké a dosáhlo hodnoty 0,2 %. Pro čtvrté čtvrtletí převažují očekávání zpomalení meziročního růstu HDP a jeho mezičtvrtletního poklesu. Měsíční údaje za první dva měsíce čtvrtého čtvrtletí tato očekávání potvrzují. Meziroční přírůstky průmyslové výroby a maloobchodního obrátu se snížily, nebo byly záporné, a meziměsíční růst byl záporný.

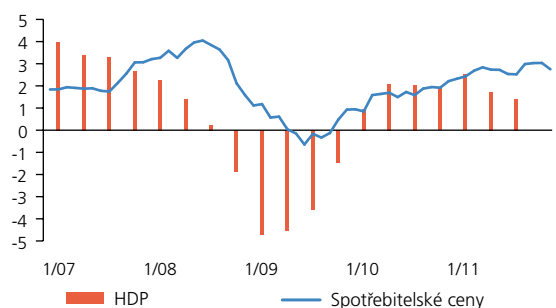
Očekávání ekonomického růstu v eurozóně pro letošní rok se v průběhu posledních měsíců významně zhoršila. Lednový Consensus Forecasts snížil oproti říjnu svou prognózu tempa hospodářského růstu o téměř 1 procentní bod na -0,3 %, když klesly zejména odhady vývoje fixních investic a spotřeby. ECB snížila v prosinci svá očekávání dynamiky růstu HDP rovněž o 1 procentní bod na 0,3 % a o stejnou hodnotu níže na 0,5 % posunula svůj odhad i Evropská komise. Vedle slabších odhadů hospodářského vývoje pro letošní rok se také zvýšila nejistota spojená s budoucím vývojem. Zatím poslední evropský summit z 9. prosince 2011 (stejně jako předchozí setkání na nejvyšší úrovni) neodstranil pochybnosti o schopnosti eurozóny překonat současnou dluhovou krizi, ani nepřinesl jasný a důvěryhodný plán na záchranu Řecka a dalších ohrožených zemí. Plné znění dohody o Paktu rozpočtové disciplíny, jehož zásady byly odsouhlaseny na tomto summitu, je předmětem intenzivních jednání, o jejichž ukončení zatím panuje nejistota. Naděje na překonání dluhové krize navíc zkomplikovalo snížení ratingu devíti zemí eurozóny 13. ledna a následně i záchranného fondu EFSF (Evropský fond finanční stability) agenturou Standard & Poor's. Snížené hodnocení se nicméně zatím neprojevilo na výnosech vládních dluhopisů dotčených zemí.

GRAF III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Růst HDP ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalil, inflace se na konci roku 2011 mírně snížila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Meziroční inflace v eurozóně v prosinci poklesla o 0,3 procentního bodu na 2,7 % zejména díky pomalejšímu růstu cen energií. Pro první čtvrtletí letošního roku lednový CF očekává, že růst cen zůstane nad 2 % hladinou, pod kterou by měl klesnout v následujícím čtvrtletí. V mírném snižování by inflace měla pokračovat v průběhu celého roku. V lednu se Rada guvernérů ECB rozhodla ponechat základní úrokovou sazbu na úrovni 1 % po jejím dvojnásobném snížení o 0,25 procentního bodu v listopadu a prosinci. Finanční trhy očekávají další snižování sazeb v průběhu první poloviny letošního roku, pravděpodobně až na 0,5 %. ECB také předpokládá, že inflace zůstane v příštích několika měsících nad 2 % a poté klesne pod tuto hranici, neboť nízký hospodářský růst povede k absenci inflačních tlaků. Pro celý letošní rok ECB (stejně jako lednový CF) očekává růst cen okolo 1,9 %. Zmírnění inflace potvrzuje i nízký růst peněžní zásoby; meziroční přírůstek agregátu M3 se v listopadu snížil na 2 %.

Na konci prosince 2011 se uskutečnila první aukce ECB určená k **dodání dlouhodobé likvidity** bankovnímu sektoru prostřednictvím nového tříletého nástroje. Aukce se těšila mimořádně vysokému zájmu obchodních bank eurozóny, které si od ECB půjčily téměř 490 mld. EUR.

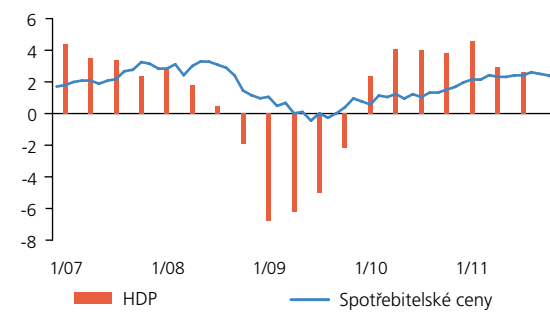
Meziroční **růst německé ekonomiky** postupně zpomaluje ze silných hodnot vykazovaných na počátku roku 2011 a ve třetím čtvrtletí 2011 dosáhl 2,6 % (Graf III.7.2). Mezičtvrtletně rostl HDP o 0,2 procentního bodu rychleji než ve druhém čtvrtletí 2011 (tj. o 0,5 %). Zrychlení růstu ekonomické aktivity bylo ovlivněno především zvýšením spotřeby domácností a fixních investic. I když vývoz stále roste solidním tempem (2,5 % mezičtvrtletně), jeho dynamika se ve třetím čtvrtletí zmírnila. Makroekonomické ukazatele dostupné v intervalech s menším časovým zpožděním naznačují další zpomalení hospodářského růstu spolkových zemí ve čtvrtém čtvrtletí 2011. Údaje za první dva měsíce čtvrtého čtvrtletí 2011 naznačují pokles dynamiky růstu průmyslové produkce z 8,2 % ve třetím čtvrtletí na pouhých 3,6 %. Současně zpomalil růst nových průmyslových zakázek. Jak maloobchodní, tak velkoobchodní obrat v říjnu a listopadu meziměsíčně klesal. Naopak zvýšení produkce ve stavebnictví a listopadový pokles míry nezaměstnanosti o 0,1 procentního bodu na 5,5 % (tj. na nejnižší hodnotu od sjednocení Německa) ekonomický růst podpořily. Inflace v závěru roku zpomalila.

Předstihové ukazatele PMI a Ifo za prosinec a také ZEW za leden naznačují stabilizaci ekonomické aktivity. Index OECD však pokračoval v poklesu a zůstává pod dlouhodobým průměrem. I když výhled ekonomického růstu Německa je mnohem příznivější, než je průměr za eurozónu, lednový CF očekává zpomalení ze 3,0 % v roce 2011 na 0,5 % v roce 2012. Prosincová prognóza Deutsche Bundesbank odhaduje růst o 0,6 % za předpokladu, že dluhová krize v eurozóně se již nebude dále prohlubovat. Podle prosincového výhledu Ifo růst HDP nepřekročí 0,6 %. Klesající trend by se měl obrátit ve čtvrtém čtvrtletí 2012. Všechny instituce pak očekávají oživení ekonomického růstu v roce 2013.

GRAF III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

Ekonomický růst i inflace zpomalují
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

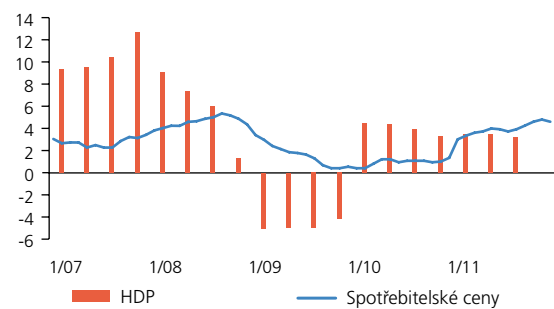


GRAF III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

Růst HDP ve třetím čtvrtletí 2011 mírně oslabil, inflace se v prosinci snížila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Ve třetím čtvrtletí 2011 **meziroční růst slovenské ekonomiky** mírně zpomalil na 3,2 % (Graf III.7.3). Zvýšilo se kladné saldo čistého vývozu, avšak prohloubil se pokles domácí poptávky. Mezičtvrtletní hospodářský růst zůstal na úrovni 0,8 %. Ve čtvrtém čtvrtletí se očekává další zpomalení meziročního i mezičtvrtletního ekonomického růstu především vlivem klesající vnější poptávky. Tyto odhady jsou podporovány údaji o vývoji průmyslové výroby a maloobchodního obrátu za říjen a listopad. Také nezaměstnanost se v říjnu a listopadu oproti třetímu čtvrtletí mírně zvýšila. Lednový CF výrazně snížil oproti říjnovému vydání předpověď slovenského ekonomického růstu pro rok 2012 z 2,7 % na 1,1 %. Snížila se očekávaná poptávka po slovenských vývozech a v důsledku toho i prognóza průmyslové výroby, investic a spotřeby.

Ve čtvrtém čtvrtletí se **inflace na Slovensku** oproti třetímu čtvrtletí zvýšila o 0,6 procentního bodu na průměrnou hodnotu 4,7 %. Hlavní příčinou byl růst cen energií a cen v dopravě, finančních službách a některých dalších službách. V samotném prosinci se však inflace mírně snížila.

III.7.2 Spojené státy

Ve třetím čtvrtletí 2011 **mezičtvrtletní tempo růstu HDP v USA** lehce zrychlilo na 0,5 %. Hlavním zdrojem růstu byl nárůst soukromé spotřeby (především nákup motorových vozidel) a fixních investic firem. Deficit obchodní bilance se mírně snížil díky rostoucímu vývozu zboží a zpomalujícímu dovozu. Investice do zásob byly výrazně záporné. Spotřeba federální vlády rostla stejným tempem jako ve druhém čtvrtletí (mezičtvrtletně o 0,5 %), naopak spotřeba místních vlád mírně poklesla. V meziročním srovnání růst HDP zpomalil jen mírně na 1,5 % (Graf III.7.4).

Údaje za čtvrté čtvrtletí 2011 jsou většinou příznivé. Přírůstek pracovních míst byl solidní a míra nezaměstnanosti poklesla na 8,5 %, což představuje téměř tříleté minimum. Počet nových žádostí o příspěvky v nezaměstnanosti byl v prosinci nejnižší od června 2008. Naproti tomu prohlubující se deficit obchodní bilance v listopadu (způsobený vyšším dovozem i nižším vývozem) bude mít negativní dopad na ekonomický růst ve čtvrtém čtvrtletí, stejně jako mírný pokles průmyslové produkce v listopadu. Klesající disponibilní důchod v posledních několika měsících byl jednou z příčin jen pozvolného nárůstu maloobchodních tržeb ve čtvrtém čtvrtletí 2011. Tyto nepříznivé signály se překvapivě neodrážejí v konjunkturálních ukazatelích, které vyznívají pozitivně a mají rostoucí tendenci. Lednový CF zvýšil odhad růstu americké ekonomiky v roce 2012 na 2,2 % (z říjnové hodnoty 1,9 %). Naopak OECD, EK a Fed upravily své predikce směrem dolů.

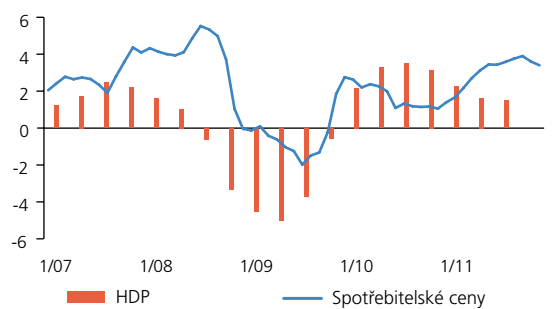
Celková inflace se v říjnu a listopadu mírně snížila na meziroční hodnotu 3,5 %, i když jádrová inflace byla nejvyšší od konce roku 2008 (2,1 %). Hlavním zdrojem růstu cen byly ceny bydlení, zdravotní péče a oděvů. V letošním roce CF očekává průměrnou inflaci v USA na úrovni 1,9 % a v příštím roce 1,8 %. FOMC ponechává nastavení základní úrokové sazby nezměněné na úrovni 0–0,25 %.

GRAF III.7.4

HDP A INFLACE V USA

Ve třetím čtvrtletí 2011 meziroční růst HDP dále zpomalil, inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 mírně snížila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 kurz eura vůči hlavním světovým měnám dále oslaboval (Graf III.7.5). Nedůvěru v jednotnou evropskou měnu kromě prohlubující se dluhové krize v eurozóně nově zhoršují také náznaky ekonomické recese. Vůči americkému dolaru začalo euro oslabovat až na začátku listopadu, když se ukázalo, že dosažení konsensu ohledně restrukturalizace řeckého dluhu bude obtížné. Zhoršení dolarové likvidity na evropských trzích proto vedlo přední světové centrální banky k dohodě o změně podmínek měnových swapů. S nadějí byl očekáván i prosincový summit EU, který přinesl celou řadu dlouhodobých opatření k zajištění fiskální stability. Byla však očekávána větší razance v krátkém horizontu a euro vůči dolaru dále oslabilo. Proti eskalaci krize ale působila celá řada kroků Evropské centrální banky, včetně dodávání eurové i cizoměnové likvidity. Do konce roku euro vůči dolaru oslabilo pod úroveň 1,3 USD/EUR. Nejvýraznější oslabení bylo zaznamenáno vůči japonskému jenu, které meziročně přesáhlo 7 %.

V první polovině ledna 2012 se trend oslabování vůči světovým měnám dále prohloubil a euro dosáhlo v prvním lednovém týdnu vůči americkému dolaru patnáctiměsíčního minima a vůči japonskému jenu jedenáctiletého minima. Na vývoji kurzu se podepsalo i snížení ratingu řady zemí eurozóny. Nejvyšší stupeň AAA si udržely jen čtyři země včetně ekonomicky nejsilnějšího Německa, přičemž další snížení nebylo ze strany ratingových agentur vyloučeno.

Lednový CF očekává do konce dubna 2012 zhruba stagnaci eura na 1,28 USD/EUR. V horizontu dvou let by se však měl kurz vrátit zpět na úroveň z prosince 2011. Vůči japonskému jenu by euro v následujících dvou letech mělo posilovat, naopak znehodnocení se očekává vůči britské libře.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

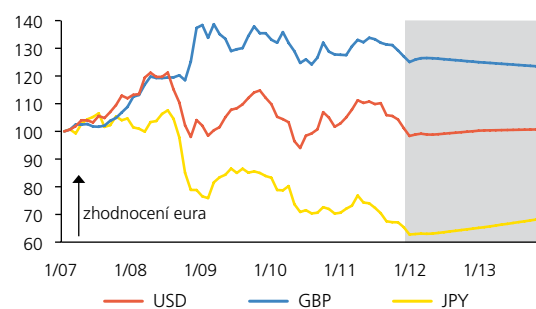
Od srpna 2011 se **cena ropy Brent** udržuje v širokém, víceméně horizontálním pásmu 100–115 USD/barel (Graf III.7.6). V polovině prosince cena poklesla na více než dvouměsíční minimum 103 USD/barel, když se trhy obávaly, že politici eurozóny nebudou schopni odvrátit její pád do recese. Ale poté cena poměrně rychle předchází pokles korigovala, když Írán zahájil vojenské námořní cvičení, které mělo ověřit případnou možnost budoucího uzavření Hormuzského průlivu.³⁸ Výrazný růst byl zaznamenán i na počátku ledna v reakci na příznivé signály z čínského průmyslu a přetrvávající napětí kolem íránského jaderného programu. Cena ropy Brent skokově vzrostla o dalších 6 USD/barel

³⁸ Írán tak reagoval na embargo na vývoz své ropy ze strany USA, Japonska a EU (i když země EU se zatím na konečné podobě sankcí ještě nedohodly). Dle analytiků Goldman Sachs by však samotné embargo nemělo mít na globální nabídku větší vliv, pouze dojde k přesměrování některých toků ropy (Írán omezí vývoz do Evropy a zvýší vývoz do Asie).

GRAF III.7.5

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 euro vůči hlavním měnám dále oslabilo (leden 2007 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)

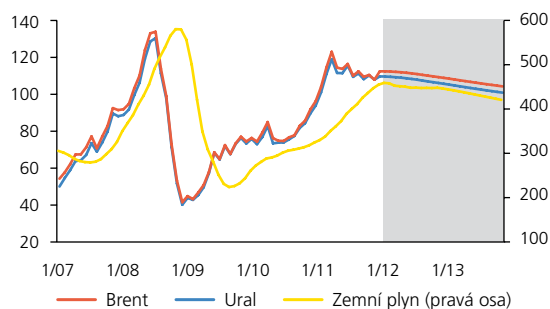


GRAF III.7.6

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent se udržuje stále vysoko a na výhledu by měla jen pozvolna klesat

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

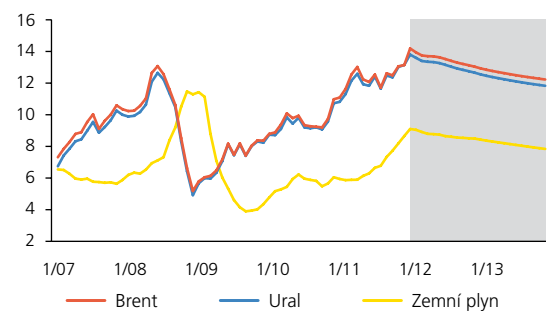


GRAF III.7.7

KORUNOVÉ CENY ROPY A PLYNU

V korunovém vyjádření cena ropy Brent vzrostla na historické maximum

(ropa v CZK/litr, plyn v CZK/m³, zdroj: MMF, Bloomberg, výpočet ČNB)

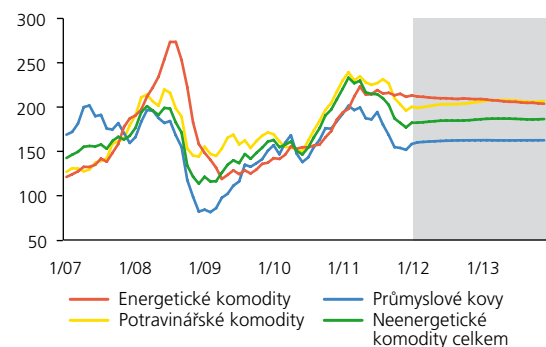


GRAF III.7.8

CENY KOMODIT

Prudký pokles indexu cen neenergetických komodit se v lednu 2012 zastavil

(rok 2005 = 100, zdroj: Bloomberg)



Poznámka: Struktura indexů neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist, index energetických surovin se skládá z ropy Brent (0,4), uhlí (0,4) a zemního plynu (0,2).

na 113,7 USD/barel a poté v průběhu první poloviny ledna jen mírně klesala. V korunovém vyjádření průměrná měsíční cena ropy Brent od listopadu prudce rostla následkem rychlého posilování kurzu amerického dolaru vůči koruně (Graf III.7.7). V první polovině ledna tak byla korunová cena ropy Brent o 14 % výše, než činilo předchozí historické maximum z června 2008.

V prosinci 2011 dosáhla **těžba zemí OPEC** nejvyšší hodnoty za více než tři roky (30,9 mil. barelů denně) hlavně díky rychlé obnově produkce v Libyi. Pro rok 2012 má OPEC cíl těžby 30 mil. barelů za den, což by dle IEA mělo stačit na pokrytí očekávané spotřeby. Zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD sice v listopadu mírně vzrostly, ale podle předběžných údajů v prosinci opět výrazně (sezonně) poklesly. Jsou tak již od února 2011 pod pětiletým průměrem, přičemž od srpna se jejich pokles ještě zvýraznil (zejména vlivem zásob v Evropě). Přitom globální poptávka ve čtvrtém čtvrtletí 2011 díky mírnému počasí a zpomalení ekonomické aktivity meziročně stagnovala.

Tržní výhled ceny ropy Brent na základě termínovaných kontraktů se oproti minulé prognóze posunul cca o 8 % výše. Trhy však vnímají poslední růst ceny jako spíše dočasný a nepředpokládají problémy s budoucí nabídkou. Sklon futures křivky tak zůstává nadále klesající a na konci roku 2013 by cena měla dosahovat cca 104 USD/barel. Americká ropa WTI se i nadále obchoduje za výrazně nižší cenu, než je cena ropy Brent. Rozpětí se však v polovině listopadu značně snížilo v reakci na zprávu o plánovaném postupném řešení logistických problémů vnitrozemského ropného terminálu Cushing. Od té doby se cenový rozdíl mezi ropou Brent a WTI pohybuje „jen“ v intervalu 8,5–10,5 USD/barel.

Prudký pokles průměrného měsíčního **indexu cen neenergetických komodit** se v lednu zastavil a index vzrostl zejména vlivem cen potravinářských komodit (Graf III.7.8). Index cen průmyslových kovů již čtvrtý měsíc v řadě prakticky stagnuje. Přesto se souhrnný index, stejně jako subindex průmyslových kovů, v polovině ledna nacházel o 22 % níže, než činilo jejich maximum z února 2011. Index potravinářských komodit byl oproti únorovému maximumu nižší o cca 16 %. Předpověď na základě futures kontraktů očekává jen mírný růst z aktuálních hodnot, a to zejména u potravin.

Naopak **index cen energetických surovin** nezaznamenal ve druhé polovině loňského roku výrazný propad a poté, co dosáhl v dubnu 2011 svého 2,5letého maxima, se bez větších výkyvů pohybuje podél jen mírně klesajícího trendu. Podobný vývoj by měl pokračovat i v nejbližší budoucnosti. Obrátit k poklesu by se měly i ceny zemního plynu, a rostoucí výhled tak zůstává jen u cen uhlí.

| | | |
|--------------|---|----|
| 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 | Ceny pohonných hmot a cena ropy | 13 |
| Graf II.2.6 | Prognóza úrokových sazeb | 13 |
| Graf II.2.7 | Prognóza měnového kurzu | 13 |
| Graf II.2.8 | Náklady spotřebitelského sektoru | 14 |
| Graf II.2.9 | Náklady sektoru mezispotřeby | 14 |
| Graf II.2.10 | Mezera marží ve spotřebitelském sektoru | 14 |
| Graf II.2.11 | Průměrná nominální mzda | 15 |
| Graf II.2.12 | Prognóza růstu HDP | 15 |
| Graf II.2.13 | Struktura meziročního růstu HDP | 15 |
| Graf II.2.14 | Prognóza trhu práce | 16 |
| Graf II.2.15 | Reálná spotřeba domácností a vlády | 16 |
| Graf II.2.16 | Nominální disponibilní důchod | 16 |
| Graf II.2.17 | Hrubá tvorba kapitálu | 17 |
| Graf II.2.18 | Reálný vývoz a dovoz | 17 |
| Graf II.3.1 | Změna prognózy celkové inflace | 20 |
| Graf II.3.2 | Změna prognózy čisté inflace | 20 |
| Graf II.3.3 | Změna trajektorie úrokových sazeb | 20 |
| Graf II.3.4 | Rozklad změn prognózy úrokových sazeb | 21 |
| Graf II.3.5 | Změna prognózy kurzu | 21 |
| Graf II.3.6 | Změna prognózy HDP | 22 |
| Graf II.3.7 | Změna prognózy nominálních mezd | 22 |
| 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 | HICP | 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 výrobců podle hlavních průmyslových skupin | 31 |
| Graf III.2.6 | Ceny kovů a rafinérských výrobků | 32 |
| Graf III.2.7 | Ceny zemědělských výrobců | 32 |
| Graf III.2.8 | Ostatní cenové okruhy | 33 |
| Graf III.3.1 | Hrubý domácí produkt | 34 |
| Graf III.3.2 | Struktura meziročního růstu HDP | 34 |
| Graf III.3.3 | Výdaje domácností na spotřebu | 34 |
| Graf III.3.4 | Disponibilní důchod | 35 |
| Graf III.3.5 | Indikátor spotřebitelské důvěry | 35 |
| Graf III.3.6 | Tvorba fixního kapitálu | 36 |
| Graf III.3.7 | Investice do obydlí | 37 |
| Graf III.3.8 | Čistá zahraniční poptávka | 37 |
| Graf III.3.9 | Vývoz a dovoz | 38 |
| Graf III.3.10 | Podíly odvětví na růstu HPH | 38 |
| Graf III.3.11 | Průmyslová produkce | 38 |
| Graf III.3.12 | Nové průmyslové zakázky | 39 |
| Graf III.3.13 | Bariéry růstu v průmyslu | 39 |
| Graf III.3.14 | Indikátory důvěry | 39 |
| Graf III.3.15 | Potenciální produkt | 40 |
| Graf III.3.16 | Mezera výstupu | 40 |
| Graf III.3.17 | Příspěvky k růstu potenciálu | 40 |
| Graf III.4.1 | Indikátory trhu práce | 41 |
| Graf III.4.2 | Zaměstnanost podle odvětví | 41 |
| Graf III.4.3 | Míra nezaměstnanosti | 41 |
| Graf III.4.4 | Beveridgeova křivka | 42 |
| Graf III.4.5 | Vývoj produktivity v NH | 43 |
| Graf III.4.6 | Mzdová náročnost produktu | 43 |
| Graf III.5.1 | Peněžní agregáty | 44 |
| Graf III.5.2 | Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb | 44 |
| Graf III.5.3 | Faktory nabídky peněz | 44 |
| Graf III.5.4 | Struktura vkladů peněžního agregátu M2 | 45 |
| Graf III.5.5 | Úvěry podnikům a domácnostem | 45 |
| Graf III.5.6 | Úvěry a HDP | 45 |
| Graf III.5.7 | Úvěry nefinančním podnikům | 46 |
| Graf III.5.8 | Dostupnost úvěrů nefinančních podniků | 46 |
| Graf III.5.9 | Úvěry domácnostem | 46 |
| Graf III.5.10 | Nové úvěry na bydlení | 47 |
| Graf III.5.11 | Základní sazby ČNB | 47 |
| Graf III.5.12 | Tržní úrokové sazby | 47 |
| Graf III.5.13 | Úrokové diferenciály | 48 |
| Graf III.5.14 | Výnosová křivka státních dluhopisů | 48 |
| Graf III.5.15 | Úrokové sazby z úvěrů podnikům | 49 |
| Graf III.5.16 | Úrokové sazby z úvěrů na bydlení | 49 |
| Graf III.5.17 | Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb | 49 |
| Graf III.5.18 | Ex ante reálné sazby | 50 |
| Graf III.5.19 | Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD | 50 |
| Graf III.5.20 | Základní ukazatele hospodaření | 50 |
| Graf III.5.21 | Financování nefinančních podniků | 51 |
| Graf III.5.22 | Domácí a zahraniční podnikové úvěry | 51 |
| Graf III.5.23 | Dluh a čisté úrokové platby | 52 |
| Graf III.5.24 | Financování domácností | 52 |
| Graf III.5.25 | Čistá finanční aktiva domácností | 53 |

| | | |
|---------------|-------------------------------------|----|
| Graf III.5.26 | Realizované a nabídkové ceny bytů | 53 |
| Graf III.5.27 | Počty transakcí na trhu nemovitostí | 53 |
| Graf III.5.28 | Ukazatele udržitelnosti cen bytů | 54 |
| Graf III.5.29 | Situace na kancelářském trhu | 54 |
| Graf III.6.1 | Běžný účet | 55 |
| Graf III.6.2 | Obchodní bilance | 55 |
| Graf III.6.3 | Bilance služeb | 55 |
| Graf III.6.4 | Bilance výnosů | 56 |
| Graf III.6.5 | Finanční účet | 56 |
| Graf III.6.6 | Přímé investice | 56 |
| Graf III.6.7 | Portfoliové investice | 57 |
| Graf III.6.8 | Devizové rezervy ČNB | 57 |
| Graf III.7.1 | HDP a inflace v eurozóně | 58 |
| Graf III.7.2 | HDP a inflace v Německu | 59 |
| Graf III.7.3 | HDP a inflace na Slovensku | 60 |
| Graf III.7.4 | HDP a inflace v USA | 60 |
| Graf III.7.5 | Kurz eura vůči hlavním měnám | 61 |
| Graf III.7.6 | Dolarové ceny ropy a plynu | 61 |
| Graf III.7.7 | Korunové ceny ropy a plynu | 62 |
| Graf III.7.8 | Ceny komodit | 62 |

| | | | |
|------|---------|--|----|
| Tab. | II.2.1 | Prognóza administrativních vlivů | 10 |
| Tab. | II.2.2 | Prognóza vybraných veličin | 17 |
| Tab. | II.2.3 | Prognóza platební bilance | 18 |
| Tab. | II.2.4 | Fiskální prognóza | 18 |
| Tab. | II.4.1 | Citlivostní scénář kurzu | 23 |
| Tab. | II.5.1 | Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků | 24 |
| Tab. | II.5.2 | Očekávané ukazatele dle CF | 24 |
| | | | |
| 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 | Investice podle sektorů | 37 |
| Tab. | III.4.1 | Mzdy, produktivita, NJMN | 42 |
| Tab. | III.5.1 | Ukazatele hospodaření podniků | 51 |
| Tab. | III.5.2 | Finanční indikátory podniků | 52 |

| | | | |
|----------|--|--------------|--|
| CF | Consensus Forecasts | ILO | International Labour Organization |
| CP | cenné papíry | IOFT | Inflační očekávání finančního trhu |
| CPI | consumer price index (index spotřebitelských cen) | IRI | Institut regionálních informací |
| CZK, Kč | česká koruna | IRS | interest rate swap (úrokový swap) |
| ČNB | Česká národní banka | JPY | japonský jen |
| ČR | Česká republika | LIBOR | londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba |
| ČSÚ | Český statistický úřad | M1, M2, M3 | peněžní agregát |
| ČÚZK | Český úřad zeměměřičský a katastrální | MF | Ministerstvo financí |
| DPH | daň z přidané hodnoty | MMF | Mezinárodní měnový fond |
| ECB | Evropská centrální banka | MPSV | Ministerstvo práce a sociálních věcí |
| EIB | Evropská investiční banka | NH | národní hospodářství |
| EK | Evropská komise | NHPP | národohospodářská produktivita |
| ERM II | Mechanismus měnových kurzů | NJMN | nominální jednotkové mzdové náklady |
| ESA 95 | Evropský systém národních účtů | OECD | Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj |
| ESCB | Evropský systém centrálních bank | OPEC | Organizace zemí vyvázejících ropu |
| ESFS | Evropský fond finanční stability | PAYG | pay-as-you-go |
| EU | Evropská unie | PH | pohonné hmoty |
| EUR | euro | PMI | Purchasing Managers Index |
| EURIBOR | úroková sazba evropského mezibankovního trhu | PPI | ceny průmyslových výrobců |
| Fed | centrální banka USA | PRIBOR | mezibankovní zápůjční úroková sazba |
| FOMC | Federal Open Market Committee | (1T, 1M, 1R) | (jednotýdenní, jednorozční) |
| FRA | forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách) | QPM | Quarterly Prediction Model |
| GBP | britská libra | repo sazba | sazba dohod o zpětném odkupu |
| HDP | hrubý domácí produkt | SP | Svaz průmyslu |
| HICP | harmonizovaný cenový index | USA | Spojené státy americké |
| HP filtr | Hodrick-Prešcottův filtr | USD | americký dolar |
| HPH | hrubá přidaná hodnota | VŠPS | výběrové šetření pracovních sil |
| IEA | Mezinárodní agentura pro energii | WTI | West Texas Intermediate (leh- ká texaská ropa) |
| Ifo | index podnikatelského klimatu institutu | ZEW | Centrum evropského ekonomického výzkumu |

| | | |
|---|-----------|---------------|
| 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 věřiových 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 |
| Aktualizace spotřebního koše od ledna 2010 | (box) | II/2010 |
| Vliv nových instalací fotovoltaických elektráren na ekonomickou aktivitu | (box) | IV/2010 |
| Analýza vývoje spotřeby domácností | (box) | IV/2010 |
| Úvěry související s reálním trhem v současné fázi hospodářského cyklu | (box) | IV/2010 |

| | | |
|---|-----------|----------|
| Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy | (box) | I/2011 |
| Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3 | (box) | II/2011 |
| Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru | (box) | II/2011 |
| Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejich složek v letech 2012 a 2013 | (box) | III/2011 |
| Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení | (box) | III/2011 |
| Dluhová situace Itálie | (box) | III/2011 |
| Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu) | (příloha) | III/2011 |
| Reforma penzijního systému | (box) | IV/2011 |
| Ratingové hodnocení České republiky | (box) | IV/2011 |
| Německo – hlavní obchodní partner ČR | (box) | IV/2011 |
| Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011 | (box) | I/2012 |
| Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů | (box) | I/2012 |
| Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011 | (box) | I/2012 |

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 diskrece: vládou záměrně prováděné změny veřejných příjmů a výdajů, které by se jinak vyvíjely po trajektorii dané ekonomickým vývojem mimo vládní sektor (tj. endogenně).

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): 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 něhož 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. zápůjční 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.

Nabídkové ceny nemovitostí: ceny nabídek prodeje nemovitostí v realitních kancelářích. Nabídkové ceny by měly být vyšší než ceny převodů nemovitostí. V ČR jsou nabídkové ceny nemovitostí publikované například ČSÚ či Institutem regionálních informací (IRI).

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 Cobbově-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 obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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 oběživo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, celkové vklady s dohodnutou splatností a s výpovědní lhůtou a repo operace. Široký peněžní agregát M3 zahrnuje oběživo, jednodenní vklady, vklady s dohodnutou splatností do dvou let, vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry do dvou let.

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.

Poměr ceny bytu a mezd (také ukazatel price-to-income): podíl ceny bytu (68 m²) a součtu roční mzdy v daném regionu za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny.

Poměr ceny bytu a tržního nájemného (také ukazatel price-to-rent): ukazatel udržitelnosti cen bytů označující podíl ceny bytu a ročního nájemného. Ukazatel price-to-rent je převrácenou hodnotou výnosu z nájemného. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny.

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

Realizované ceny nemovitostí: ceny pocházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním.

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.

Růst technologie: situace, kdy dochází k růstu objemu produkce bez navyšování výrobních faktorů práce a kapitálu. Růst technologie tak vyvolává růst reálného objemu produkce při její konstantní ceně nebo pokles ceny výstupu vůči cenám vstupů při konstantním reálném objemu produkce.

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.

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

| | roky | | | | | | | | | | | |
|---|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | |
| POPTÁVKA A NABÍDKA | | | | | | | | | | | | |
| <i>Hrubý domácí produkt</i> | | | | | | | | | | | | |
| HDP | mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno | 2 787,1 | 2 915,1 | 3 114,1 | 3 339,3 | 3 530,3 | 3 632,5 | 3 467,6 | 3 557,0 | 3 616,7 | 3 616,7 | 3 685,0 |
| HDP | %, meziročně, reálné, sez. očištěno | 3,8 | 4,6 | 6,8 | 7,2 | 5,7 | 2,9 | -4,5 | 2,6 | 1,7 | 0,0 | 1,9 |
| Výdaje na konečnou spotřebu domácností | %, meziročně, reálné, sez. očištěno | 5,3 | 3,1 | 3,0 | 4,4 | 4,1 | 3,0 | -0,4 | 0,5 | -0,5 | 0,3 | 1,0 |
| Výdaje na konečnou spotřebu vlády | %, meziročně, reálné, sez. očištěno | 6,0 | -3,3 | 1,6 | -0,6 | 0,4 | 1,2 | 3,8 | 0,6 | -1,5 | 0,3 | -0,3 |
| Tvorba hrubého kapitálu | %, meziročně, reálné, sez. očištěno | -0,9 | 6,4 | 4,4 | 10,9 | 15,4 | 1,3 | -20,5 | 5,6 | 1,2 | 1,0 | 1,7 |
| Vývoz zboží a služeb | %, meziročně, reálné, sez. očištěno | 7,6 | 13,2 | 11,8 | 14,2 | 11,2 | 3,6 | -9,7 | 16,0 | 12,4 | 1,9 | 8,0 |
| Dovoz zboží a služeb | %, meziročně, reálné, sez. očištěno | 7,4 | 9,6 | 6,0 | 11,1 | 12,8 | 2,4 | -11,4 | 15,7 | 10,0 | 2,6 | 6,8 |
| Čistý vývoz | mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno | -66,9 | -17,7 | 85,2 | 156,4 | 139,3 | 175,1 | 198,7 | 237,8 | 327,5 | 313,1 | 372,7 |
| <i>Koincidenční ukazatele</i> | | | | | | | | | | | | |
| Průmyslová produkce | %, meziročně, reálné | 1,6 | 10,4 | 3,9 | 8,3 | 10,6 | -1,8 | -13,6 | 10,3 | - | - | - |
| Stavební produkce | %, meziročně, reálné | 9,3 | 8,8 | 5,2 | 6,0 | 7,1 | 0,0 | -0,9 | -7,1 | - | - | - |
| Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu | %, meziročně, reálné | 7,2 | 3,8 | 8,1 | 10,8 | 10,0 | 2,7 | -4,7 | 1,3 | - | - | - |
| CENY | | | | | | | | | | | | |
| <i>Hlavní cenové ukazatele</i> | | | | | | | | | | | | |
| Míra inflace | %, konec období | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,8 | 6,3 | 1,0 | 1,5 | 1,9 | - | - |
| Spotřebitelské ceny | %, meziročně, průměr | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,8 | 6,4 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 3,2 | 1,5 |
| Regulované ceny (17,15 %)* | %, meziročně, průměr | 0,6 | 3,5 | 5,7 | 9,3 | 4,8 | 15,6 | 8,4 | 2,6 | 4,7 | 8,6 | 3,0 |
| Čistá inflace (82,85 %)* | %, meziročně, průměr | 0,0 | 1,8 | 0,7 | 0,4 | 1,7 | 2,4 | -0,9 | 0,0 | 1,3 | 0,9 | 1,4 |
| Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (25,63 %)* | %, meziročně, průměr | -1,2 | 2,8 | 0,0 | -0,2 | 3,8 | 3,0 | -0,9 | 0,9 | 3,9 | 1,2 | 1,0 |
| Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,52 %)* | %, meziročně, průměr | 0,6 | 1,2 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 2,0 | 0,0 | -1,2 | -0,7 | 0,4 | 1,8 |
| Ceny pohonných hmot (3,70 %)* | %, meziročně, průměr | 1,5 | 4,5 | 7,8 | 3,7 | -0,3 | 4,3 | -11,1 | 11,8 | 9,9 | 4,7 | -1,2 |
| Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) | %, meziročně, průměr | 0,1 | 2,0 | 1,8 | 2,3 | 2,2 | 4,4 | 0,9 | 0,4 | 1,9 | 2,0 | 1,6 |
| Deflátor HDP | %, meziročně, sez. očištěno | 0,9 | 4,0 | -0,3 | 0,5 | 3,3 | 1,9 | 2,0 | -1,7 | -0,3 | 1,9 | 1,2 |
| <i>Díličí cenové ukazatele</i> | | | | | | | | | | | | |
| Ceny průmyslových výrobců | %, meziročně, průměr | -0,3 | 5,6 | 3,1 | 1,4 | 4,1 | 4,5 | -3,1 | 1,2 | 5,6 | 2,6 | 1,8 |
| Ceny zemědělských výrobců | %, meziročně, průměr | -4,5 | 9,6 | -9,8 | 1,3 | 16,4 | 10,8 | -24,3 | 5,6 | 20,0 | -2,9 | 0,6 |
| Ceny stavebních prací | %, meziročně, průměr | 2,2 | 3,7 | 3,0 | 2,9 | 3,9 | 4,5 | 1,3 | -0,2 | -0,5 | - | - |
| Cena ropy Brent | %, meziročně, průměr | 15,5 | 32,7 | 42,3 | 20,0 | 11,1 | 34,5 | -36,7 | 28,7 | 39,5 | 0,2 | -4,2 |
| TRH PRÁCE | | | | | | | | | | | | |
| Průměrná měsíční mzda | %, meziročně, nominální | 5,8 | 6,3 | 5,0 | 6,6 | 7,2 | 7,8 | 3,3 | 1,9 | 2,4 | 2,5 | 3,2 |
| Průměrná měsíční mzda | %, meziročně, reálné | 5,7 | 3,4 | 3,0 | 4,0 | 4,3 | 1,4 | 2,3 | 0,4 | 0,4 | -0,7 | 1,8 |
| Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev | %, meziročně | -2,0 | -0,2 | 2,2 | 1,2 | 1,9 | 1,7 | -2,1 | -2,1 | 0,3 | -0,2 | 0,0 |
| Nominální jednotkové mzdové náklady | %, meziročně | 1,5 | 3,7 | 0,6 | 0,2 | 2,4 | 4,3 | 2,7 | -3,1 | 0,2 | 2,1 | 1,3 |
| Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu | %, meziročně | -1,2 | 1,2 | -7,2 | -7,2 | 2,4 | -3,3 | 0,1 | -7,9 | - | - | - |
| Souhrnná produktivita práce | %, meziročně | 3,8 | 5,1 | 4,6 | 5,6 | 3,5 | 0,8 | -3,5 | 4,5 | 1,5 | 0,0 | 1,9 |
| Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) | %, průměr, věk 15–64 | 7,8 | 8,4 | 8,0 | 7,2 | 5,4 | 4,4 | 6,7 | 7,4 | 6,8 | 6,8 | 6,8 |
| Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV) | %, průměr | - | 10,0 | 9,5 | 8,6 | 7,0 | 5,8 | 8,3 | 9,3 | 8,9 | 8,8 | 9,0 |
| VEŘEJNÉ FINANČE | | | | | | | | | | | | |
| Deficit veřejných financí (ESA 95) | mld. Kč, běžné ceny | -179,8 | -82,9 | -101,1 | -79,2 | -26,7 | -85,0 | -217,7 | -180,7 | -144,1 | -132,2 | -154,7 |
| Deficit veřejných financí / HDP** | %, nominální | -6,7 | -2,8 | -3,2 | -2,4 | -0,7 | -2,2 | -5,8 | -4,8 | -3,8 | -3,4 | -3,8 |
| Veřejný dluh (ESA95) | mld. Kč, běžné ceny | 768,2 | 847,8 | 885,4 | 948,1 | 1 023,4 | 1 104,3 | 1 285,7 | 1 417,7 | 1 559,4 | 1 677,5 | 1 825,9 |
| Veřejný dluh / HDP** | %, nominální | 28,6 | 28,9 | 28,4 | 28,3 | 27,9 | 28,7 | 34,4 | 37,6 | 40,7 | 43,0 | 45,4 |
| VNĚJŠÍ VZTAHY | | | | | | | | | | | | |
| <i>Běžný účet platební bilance</i> | | | | | | | | | | | | |
| Obchodní bilance | mld. Kč, běžné ceny | -69,8 | -13,4 | 48,6 | 59,3 | 46,9 | 25,7 | 87,3 | 53,8 | 114,5 | 90,0 | 110,0 |
| Obchodní bilance / HDP | %, nominální | -2,6 | -0,5 | 1,6 | 1,8 | 1,3 | 0,7 | 2,3 | 1,4 | 3,0 | 2,3 | 2,7 |
| Bilance služeb | mld. Kč, běžné ceny | 13,2 | 16,6 | 37,9 | 49,0 | 59,2 | 73,9 | 73,9 | 75,3 | 65,3 | 60,0 | 65,0 |
| Běžný účet platební bilance | mld. Kč, běžné ceny | -160,6 | -147,5 | -30,9 | -67,1 | -156,9 | -81,3 | -89,3 | -116,4 | -80,4 | -110,0 | -95,0 |
| Běžný účet platební bilance / HDP | %, nominální | -6,0 | -5,0 | -1,0 | -2,0 | -4,3 | -2,1 | -2,4 | -3,1 | -2,1 | -2,8 | -2,4 |
| <i>Přímé zahraniční investice</i> | | | | | | | | | | | | |
| Přímé investice | mld. Kč, běžné ceny | 53,5 | 101,8 | 279,6 | 90,3 | 179,1 | 36,3 | 37,7 | 97,0 | 72,0 | 65,0 | 65,0 |
| <i>Směnné kurzy</i> | | | | | | | | | | | | |
| Kč/USD | průměr | 28,2 | 25,7 | 24,0 | 22,6 | 20,3 | 17,1 | 19,1 | 19,1 | 17,7 | 19,3 | 18,6 |
| Kč/EUR | průměr | 31,8 | 31,9 | 29,8 | 28,3 | 27,8 | 25,0 | 26,5 | 25,3 | 24,6 | 24,9 | 24,3 |
| Kč/EUR | %, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr | - | 0,0 | -6,3 | -5,1 | -2,2 | -12,5 | 5,4 | -4,5 | -1,9 | 0,1 | -1,8 |
| Kč/EUR | %, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr | - | -3,1 | -5,5 | -1,3 | -3,9 | -8,8 | 4,3 | -3,1 | -2,3 | 0,6 | -2,3 |
| <i>Ceny zahraničního obchodu</i> | | | | | | | | | | | | |
| Vývozní ceny | %, meziročně, průměr | 0,8 | 3,6 | -1,5 | -1,2 | 1,4 | -4,6 | 0,2 | -1,0 | 1,7 | 2,7 | -0,2 |
| Dovozní ceny | %, meziročně, průměr | -0,3 | 1,6 | -0,5 | 0,3 | -1,0 | -3,3 | -3,5 | 2,0 | 4,3 | 3,4 | -1,7 |
| PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY | | | | | | | | | | | | |
| M2 | %, meziročně, průměr | 4,1 | 7,7 | 5,3 | 8,9 | 11,2 | 8,4 | 6,3 | 4,0 | 3,4 | 6,1 | 5,2 |
| 2 T repo sazba | %, konec období | 2,00 | 2,50 | 2,00 | 2,50 | 3,50 | 2,25 | 1,00 | 0,75 | 0,75 | - | - |
| 3 M PRIBOR | %, průměr | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 2,3 | 3,1 | 4,0 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 0,9 |

* 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 2009 | | | | čtvrtletí roku 2010 | | | | čtvrtletí roku 2011 | | | | čtvrtletí roku 2012 | | | | čtvrtletí roku 2013 | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| I. | II. | III. | IV. | I. | II. | III. | IV. | I. | II. | III. | IV. | I. | II. | III. | IV. | I. | II. | III. | IV. |
| 870,5 | 860,9 | 864,3 | 872,0 | 878,6 | 887,1 | 893,1 | 898,3 | 903,2 | 904,9 | 904,1 | 904,4 | 903,5 | 901,2 | 902,9 | 909,1 | 913,7 | 918,6 | 923,8 | 928,9 |
| -3,7 | -5,8 | -5,5 | -3,1 | 0,9 | 3,0 | 3,3 | 3,0 | 2,8 | 2,0 | 1,2 | 0,7 | 0,0 | -0,4 | -0,1 | 0,5 | 1,1 | 1,9 | 2,3 | 2,2 |
| 2,2 | -0,4 | -1,8 | -1,4 | 0,3 | 0,4 | 0,7 | 0,7 | -0,3 | -0,3 | -0,4 | -0,9 | -0,5 | 0,0 | 0,7 | 1,2 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,2 |
| 4,6 | 3,2 | 4,2 | 3,2 | 1,5 | 1,5 | 0,4 | -1,1 | -0,4 | -1,0 | -3,0 | -1,5 | -1,2 | -0,2 | 0,8 | 1,8 | 1,2 | 0,2 | -0,8 | -1,9 |
| -16,6 | -23,1 | -23,4 | -18,7 | -9,9 | 7,4 | 17,9 | 8,6 | 7,8 | 2,8 | -6,6 | 1,8 | 2,1 | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 1,7 |
| -17,5 | -16,4 | -7,1 | 4,0 | 14,8 | 17,3 | 16,7 | 15,3 | 18,5 | 13,2 | 8,8 | 9,6 | 2,1 | 2,7 | 0,9 | 1,8 | 4,6 | 7,9 | 9,7 | 9,8 |
| -17,3 | -17,9 | -9,4 | 0,9 | 10,0 | 17,2 | 20,3 | 15,1 | 17,9 | 11,3 | 3,1 | 8,7 | 2,1 | 3,4 | 1,9 | 3,0 | 4,7 | 6,7 | 7,8 | 8,0 |
| 34,4 | 49,8 | 51,5 | 63,0 | 65,2 | 59,2 | 39,6 | 73,8 | 80,6 | 78,6 | 81,5 | 86,9 | 81,9 | 75,9 | 75,3 | 79,9 | 85,0 | 90,4 | 95,9 | 101,4 |
| -19,0 | -19,0 | -13,2 | -2,1 | 6,9 | 11,5 | 10,7 | 11,8 | 12,3 | 9,0 | 3,7 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -10,8 | 1,2 | 0,3 | 2,0 | -22,7 | -8,3 | -2,8 | -2,1 | 7,0 | -4,8 | -9,7 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -4,3 | -5,1 | -5,4 | -4,0 | -0,2 | 2,1 | 1,6 | 1,5 | 4,8 | 1,2 | 0,5 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5,0 | 3,7 | 2,1 | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 1,1 | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2,2 | 1,4 | 0,2 | 0,4 | 0,7 | 1,1 | 1,9 | 2,1 | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 2,4 | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,0 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,4 |
| 11,2 | 9,8 | 7,5 | 5,2 | 0,8 | 2,3 | 3,6 | 3,8 | 4,4 | 4,0 | 4,5 | 5,9 | 9,4 | 9,4 | 8,3 | 7,4 | 3,2 | 3,0 | 2,9 | 2,8 |
| -0,6 | -0,6 | -1,5 | -0,7 | -0,5 | -0,3 | 0,3 | 0,4 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,7 | 1,1 | 0,7 | 1,0 | 0,8 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,5 |
| 0,0 | 0,4 | -2,0 | -2,2 | -1,4 | -0,2 | 2,3 | 2,8 | 3,2 | 4,1 | 3,6 | 4,5 | 2,3 | 1,2 | 0,9 | 0,2 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 0,9 |
| 0,6 | 0,1 | -0,5 | -0,2 | -1,1 | -1,2 | -1,2 | -1,3 | -0,8 | -0,8 | -0,7 | -0,4 | -0,1 | 0,3 | 0,7 | 0,9 | 1,5 | 1,8 | 1,9 | 2,1 |
| -20,5 | -15,7 | -11,8 | 3,7 | 18,1 | 13,3 | 7,0 | 8,7 | 10,8 | 9,1 | 9,5 | 10,2 | 6,8 | 3,4 | 4,6 | 3,8 | 0,2 | -1,2 | -1,6 | -2,1 |
| 1,6 | 1,3 | 0,2 | 0,4 | -0,3 | 0,1 | 0,8 | 1,0 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 2,4 | 2,3 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,7 |
| 3,7 | 2,2 | 0,3 | 1,6 | -2,6 | -1,0 | -0,8 | -2,4 | -1,0 | -0,9 | -0,1 | 0,8 | 3,0 | 1,8 | 1,3 | 1,4 | -0,3 | 1,4 | 1,9 | 2,0 |
| -1,1 | -3,6 | -5,2 | -2,6 | -1,4 | 1,3 | 2,2 | 3,0 | 5,4 | 6,0 | 5,6 | 5,2 | 3,6 | 2,0 | 2,5 | 2,5 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 1,6 |
| -27,8 | -29,5 | -23,8 | -16,0 | -5,6 | -2,8 | 8,2 | 22,7 | 27,9 | 30,1 | 16,6 | 5,4 | -2,0 | -6,3 | -2,7 | -0,3 | -1,5 | -0,5 | 1,7 | 2,9 |
| 2,8 | 1,4 | 0,5 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,4 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -53,3 | -51,5 | -41,1 | 33,3 | 70,5 | 33,1 | 11,8 | 15,8 | 36,7 | 49,0 | 48,0 | 26,2 | 7,7 | -4,3 | -1,8 | 0,4 | -3,5 | -4,3 | -4,6 | -4,6 |
| 2,2 | 2,5 | 4,1 | 4,6 | 2,6 | 2,7 | 1,9 | 0,6 | 2,1 | 2,2 | 2,4 | 2,8 | 2,7 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,7 | 3,1 | 3,4 | 3,7 |
| 0,1 | 1,1 | 4,0 | 4,2 | 1,9 | 1,5 | 0,0 | -1,5 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,3 | -0,6 | -0,7 | -0,8 | -0,5 | 1,2 | 1,6 | 1,9 | 2,2 |
| -0,9 | -1,8 | -2,8 | -2,9 | -3,2 | -2,6 | -1,3 | -1,5 | -0,1 | 0,5 | 0,2 | 0,6 | 0,3 | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,1 | 0,1 | 0,1 |
| 2,1 | 3,0 | 4,1 | 1,6 | -3,4 | -3,9 | -1,7 | -3,4 | -1,4 | 0,4 | -0,6 | 2,1 | 2,5 | 2,3 | 1,9 | 1,5 | 1,3 | 1,0 | 1,2 | 1,6 |
| -2,7 | 1,8 | 4,1 | -2,8 | -11,0 | -10,4 | -5,4 | -5,2 | -3,6 | -2,0 | -2,1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -4,3 | -5,1 | -4,3 | -0,3 | 4,4 | 5,7 | 3,7 | 4,1 | 2,9 | 2,0 | 1,2 | 0,3 | -0,3 | -0,4 | 0,1 | 0,8 | 1,3 | 1,9 | 2,2 | 2,1 |
| 5,8 | 6,4 | 7,4 | 7,3 | 8,2 | 7,2 | 7,1 | 7,0 | 7,3 | 6,8 | 6,6 | 6,5 | 6,9 | 6,7 | 6,9 | 6,8 | 7,0 | 6,7 | 6,8 | 6,7 |
| 7,5 | 8,1 | 8,7 | 9,0 | 10,1 | 9,1 | 8,8 | 9,1 | 9,8 | 8,7 | 8,4 | 8,5 | 9,1 | 8,6 | 8,7 | 8,9 | 9,7 | 8,9 | 8,7 | 8,8 |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 21,6 | 27,9 | 19,6 | 18,3 | 31,0 | 22,9 | -4,5 | 4,4 | 34,1 | 26,6 | 19,8 | 34,0 | 30,0 | 24,0 | 13,0 | 23,0 | 34,0 | 28,0 | 19,0 | 29,0 |
| 2,4 | 3,0 | 2,1 | 1,9 | 3,6 | 2,4 | -0,5 | 0,4 | 3,8 | 2,8 | 2,0 | 3,4 | 3,3 | 2,4 | 1,3 | 2,3 | 3,7 | 2,8 | 1,9 | 2,7 |
| 18,1 | 17,7 | 18,8 | 19,3 | 18,3 | 24,8 | 15,3 | 16,9 | 13,7 | 21,1 | 16,5 | 14,0 | 13,0 | 20,0 | 14,0 | 13,0 | 14,0 | 21,0 | 16,0 | 14,0 |
| 9,1 | -48,7 | -34,8 | -14,8 | 13,9 | -27,6 | -87,0 | -15,7 | 21,4 | -58,6 | -42,2 | -1,0 | 17,0 | -47,0 | -71,0 | -9,0 | 18,0 | -44,0 | -65,0 | -4,0 |
| 1,0 | -5,2 | -3,7 | -1,5 | 1,6 | -2,9 | -9,1 | -1,6 | 2,4 | -6,1 | -4,3 | -0,1 | 1,9 | -4,8 | -7,2 | -0,9 | 1,9 | -4,3 | -6,4 | -0,4 |
| 16,5 | 9,0 | -17,1 | 29,3 | 30,6 | 19,5 | 70,2 | -23,3 | 13,3 | 35,8 | 5,3 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 21,2 | 19,6 | 17,9 | 17,5 | 18,7 | 20,1 | 19,3 | 18,2 | 17,8 | 16,9 | 17,3 | 18,8 | 19,9 | 19,4 | 19,1 | 18,9 | 18,7 | 18,6 | 18,6 | 18,5 |
| 27,6 | 26,7 | 25,6 | 25,9 | 25,6 | 24,9 | 24,8 | 24,4 | 24,3 | 24,4 | 25,3 | 25,5 | 24,9 | 24,6 | 24,5 | 24,4 | 24,3 | 24,3 | 24,3 | 24,3 |
| 7,4 | 6,7 | 6,1 | 2,1 | -6,1 | -4,0 | -3,1 | -4,7 | -5,2 | -4,1 | -1,0 | 2,6 | 3,7 | 1,3 | -0,3 | -4,3 | -4,2 | -1,9 | -0,8 | -0,1 |
| 8,5 | 6,1 | 3,4 | -0,6 | -6,1 | -3,3 | -1,1 | -2,8 | -4,9 | -4,6 | -1,8 | 2,0 | 4,0 | 2,1 | 0,2 | -3,9 | -4,7 | -2,5 | -1,3 | -0,6 |
| 5,2 | 1,3 | -2,2 | -3,5 | -6,6 | -0,3 | 2,2 | 1,0 | 0,8 | -0,1 | 1,6 | 4,7 | 5,3 | 3,3 | 2,6 | -0,3 | -1,6 | -0,4 | 0,3 | 0,7 |
| 1,6 | -2,9 | -7,0 | -5,7 | -4,5 | 2,5 | 5,8 | 4,7 | 4,7 | 2,4 | 3,4 | 6,6 | 6,6 | 4,6 | 3,2 | -0,5 | -2,9 | -1,9 | -1,1 | -0,7 |
| 8,8 | 7,5 | 4,6 | 4,1 | 2,8 | 4,8 | 4,7 | 3,8 | 3,0 | 2,0 | 3,6 | 4,9 | 7,6 | 6,4 | 5,3 | 5,0 | 3,5 | 5,3 | 6,0 | 5,9 |
| 1,75 | 1,50 | 1,25 | 1,00 | 1,00 | 0,75 | 0,75 | 0,75 | 0,75 | 0,75 | 0,75 | 0,75 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2,7 | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 1,1 |

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)

